Maalot
S&P Global Ratings

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה

30 בדצמבר, 2019

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+' והתחזית היציבה

אנליסט אשראי ראשי:

נועה פוקס, פרנקפורט, 49-69-33999110 noa.fux@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איתי רפל, רמת גן, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
תחזית הדירוג 2
התרחיש השלילי 2
התרחיש החיובי 2
שיקולים עיקריים לדירוג 2
יסודות כלכליים חזקים ומסגרת מוסדית יציבה המבטיחה כיסוי צרכים עתידיים 3
צפי לגירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון ולרמות חוב גבוהות מאד 3
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 5
מאמרים נוספים 5
רשימת דירוגים 6

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+' והתחזית היציבה

תמצית

- איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה ("איגודן") מתקדם בשלב ההשקעות הנוכחי שלו, שצפוי לצבור תאוצה בטווח התחזית ומטרתו העיקרית היא להגדיל משמעותית את קיבולת מכון הטיהור.
- אנו צופים כי איגודן ימשיך לשמור על עודפים תפעוליים גבוהים, שיחד עם צבירת חוב נוסף יממנו את תכנית ההשקעות.
- אנו מאשררים את דירוג 'ilAA+' של איגודן. תחזית הדירוג יציבה.

פעולת הדירוג

ב-30 בדצמבר, 2019, אשררה S&P מעלות את הדירוג 'ilAA+' של איגודן איגוד ערים דן לתשתיות איכות סביבה. תחזית הדירוג יציבה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי איגודן ימשיך לנהל בשמרנות את תכנית ההשקעות שלו, תוך שימוש במימון ארוך טווח בלבד בשלב ההשקעות הנוכחי, וכך ישמור על נזילות הולמת.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם איגודן לא יצליח להבטיח מימון להשקעותיו הקרובות, ולא יתאים לכך את עיתוי ההשקעות הללו. בתרחיש זה עשויה לחול הרעה בנזילות של איגודן, שתשתקף בירידה מבנית של יחס כיסוי החוב אל מתחת ל-80%, או בשימוש בחוב זמן קצר למימון פרויקטי השקעה.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם איגודן יציג שיפור מבני בביצועים הפיננסיים או ברמות החוב, ותהיה נראות טובה יותר של מקורות המימון החיצוניים העתידיים שתשפר את הערכת הנזילות.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של איגודן מבוסס על הכלכלה הישראלית החזקה מאד ועל המסגרת המוסדית המתפתחת אך מאוזנת שבה פועלים איגודי הערים בתחום הביוב בישראל. הערכת מסגרת זו משקפת את המחויבות הגבוהה לכך שהתעריף שנקבע מראש על ידי רשות המים יכסה את הוצאות האיגודים. בתוך המערכת הזו, אנו סבורים כי המדיניות הפיננסית של איגודן היא מאוזנת. הדירוג עדיין מוגבל על ידי גירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון, שימשיכו להוביל לרמות חוב גבוהות.

יסודות כלכליים חזקים ומסגרת מוסדית יציבה המבטיחה כיסוי צרכים עתידיים

אנו רואים את המסגרת המוסדית של איגודי הערים בתחום הביוב בישראל, בה פועל איגודן, כמתפתחת אך מאוזנת. עיריות החברות באיגודים מיוצגות בדירקטוריונים שלהם. עם זאת, האסטרטגיה והפעילות הפיננסית והתפעולית של איגודי הערים לביוב מוגדרים על ידי הרגולטור, רשות המים. רשות המים מאשרת את תקציבי האיגודים, את נטילת החוב ואת תכניות ההשקעה שלהם וקובעת את התעריפים המכסים את הוצאותיהם, כולל שירות החוב השנתי. רשות המים מנטרת בקפידה את האיגודים, ומפרסמת את הדוחות הכספיים שלהם באתר האינטרנט שלה. מסגרת זו מעניקה לאיגודים נראות טובה של הביצועים הפיננסיים, שמשתקפת לרוב בתכנון פיננסי מפורט לטווח ארוך, הן בתקציב השוטף והן בתקציב ההון. על אף זאת, פרויקטי תשתיות נרחבים יוצרים גירעונות גדולים לאחר תקציב ההון, ואלה מכוסים לרוב באמצעות חוב.

הניהול הפיננסי של איגודן כולל תכנון פיננסי ארוך-טווח מפורט ושמרני למדי, לדעתנו, הן בתקציב התפעולי והן בתקציב ההון. אין כמעט חריגות מהתכנון הפיננסי של התקציב התפעולי, אך גורמים חיצוניים או בלתי צפויים גוררים מעת לעת התאמות של תקציב ההון. אנו סבורים כי הגירעונות הגבוהים לאחר תקציב ההון של איגודן משקפים בעיקר את אופי הפעילות מוטה ההשקעות שלו, והם תוצאה של תכניות ההשקעה הרב-שנתיות בתשתיות.

היסודות הכלכליים החזקים תומכים גם הם בדירוג של איגודן. הערכתנו זו מבוססת על נתון התוצר לנפש בישראל, אשר עולה על 40,000 דולר, ועל תחזיות לצמיחה נאותה. אנו סבורים כי ההתפתחויות הכלכליות באיגודן ישקפו לכל הפחות את אלו של הכלכלה הארצית, בהינתן שהוא פועל בגוש דן, הכולל רשויות מקומיות במרכז ישראל עם מרכזי עסקים חשובים. נציין עם זאת כי הכלכלה האיתנה אינה תומכת ישירות בביצועים הפיננסיים של איגודן, שכן הרשויות המקומיות, או תאגידי המים שלהן, מחויבים להעביר את התעריפים הקבועים מראש לאיגודן.

צפי לגירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון ולרמות חוב גבוהות מאד

בטווח התחזית שלנו אנו צופים שאיגודן יגביר את קצב הביצוע של תכנית ההשקעות הגדולה שלו, שתוביל לגירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון. התכנית כוללת שני פרויקטים עיקריים: הראשון יגדיל באופן ניכר את קיבולת מכון טיהור השפכים, והשני יאפשר טיפול מלא בשאריות הבוצה. כמו בפרויקטים קודמים, התעריף הקבוע מראש כבר עודכן ב-2017-2018 על מנת שיכלול את צורכי ההשקעה הנוספים והגבייה המוקדמת של הכנסות, שאנו לוקחים בחשבון באיחוד נתוני איגודן וחברת הבת שלו – מי אזור דן. נציין כי על התעריפים בהגדרתם לכסות את העלויות, ולפיכך הם לוקחים בחשבון הן את הוצאות התפעול והן את הוצאות התשתית על בסיס שנתי ב-20 השנים הבאות, כמו גם את שירות החוב השנתי וההתניות הפיננסיות. כתוצאה מכך, הגמישות התקציבית של איגודן מוגבלת באופן מבני, משום שהתעריפים אינם מותאמים באופן עצמאי, ובשל ההיקף הגדול של הפרויקטים שמקשה על צמצום ההוצאות.

מאידך, שיטת מימון זו תאפשר לאיגודן לשמור על עודפים תפעוליים גבוהים, שיופנו למימון חלק מתכנית הפיתוח. בשל עיכובים בתהליכי האישור של ההשקעות, שנבעו בעיקר מגורמים חיצוניים, התוצאות הפיננסיות של איגודן ב-2017-2018 היו טובות מהמצופה. אולם אנו מעריכים שבשנת 2019 איגודן כבר רשם הוצאות הון גבוהות יותר, שיסתכמו בגירעון לאחר הוצאות ההון שאנו צופים שיימשך בטווח הבינוני. גירעונות אלו יכוסו על ידי המשך הגידול בחוב, שאנו צופים שיגיע לכ-277% מההכנסות התפעוליות ב-2022, וימשיך להוות גורם מגביל לדירוג של איגודן. מבנה החוב של איגודן כולל כיום רק חוב לזמן ארוך, מדיניות שההנהלה הפיננסית מחויבת לשמר בעתיד, להבנתנו.

אנו מעריכים כי ב-2019 השתמש איגודן ביתרות המזומנים שצבר בשנים 2017/18 בשל העיכובים ביישום תכנית ההשקעות שציינו לעיל ובתוספת ההכנסות שנבעה מהעלאת התעריפים, וכי מעתה הוא ישתמש במסגרות האשראי החתומות והלא מנוצלות שלו כדי לכסות את הוצאותיו. אנו מעריכים כי בסוף 2019 יעמדו מסגרות אלו על כ-350 מיליון ₪, ומניחים שהן יספיקו למימון רוב צורכי ההשקעות של האיגוד ב-2020/21. אולם היות שאין לנו נראות לגבי מימון עתידי, אנו סבורים כי יחס כיסוי החוב עשוי להיות נתון לתנודתיות.

אנו מעריכים כי יש לאיגודן גישה מספקת למקורות נזילות חיצוניים, הן עקב הערכתנו את המערכת הבנקאית בישראל, והן עקב ניסיון העבר המוכח של האיגוד בנטילת חוב בהיקף גדול תוך ניצול אפשרויות המימון במערכת הפיננסית המקומית.

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה – סיכום ציונים של גורמי דירוג

גורם דירוג	ציון
מסגרת מוסדית	3
כלכלה	1
ניהול פיננסי	3
ביצועים תקציביים	5
נזילות	3
נטל חוב	5

הדירוגים ש- S&P Global Ratings מעניקה לרשויות המקומיות מבוססים על שישה גורמי דירוג מרכזיים המפורטים בטבלה שלעיל. מאמר המתודולוגיה "מתודולוגיה לדירוג רשויות מקומיות", מה-15 ביולי, 2019, מסכם את הדרך שבה משמשים ששת הגורמים יחדיו בקביעת דירוג הרשות המקומית. המסגרת המוסדית מדורגת בסולם של 1 (הציון הטוב ביותר) עד 6 (הציון הגרוע ביותר). הכלכלה, הניהול הפיננסי, הביצועים התקציביים, הנזילות ונטל החוב מדורגים בסולם של 1 (הציון הטוב ביותר) עד 5 (הציון הגרוע ביותר).

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה – מדדים פיננסיים (מיליון ₪)						
שנה	2017	2018	2019bc	2020bc	2021bc	2022bc
הכנסות תפעוליות	389	450	443	448	456	464
הוצאות תפעוליות	213	193	203	215	225	235
יתרה תפעולית	176	257	240	233	231	229
יתרה תפעולית (% מהכנסות תפעוליות)	45.3	57.2	54.3	52.1	50.7	49.4
הכנסות הון	0	0	0	0	0	0
הוצאות הון	163	131	286	380	360	360
יתרה אחרי תקציב הון	13	126	(46)	(147)	(129)	(131)
יתרה אחרי תקציב הון (% מסך ההכנסות)	3.5	28.0	(10.3)	(32.8)	(28.3)	(28.3)
חוב נפרע	44	44	52	58	65	73
אשראי ברוטו נוסף	50	0	0	200	200	200
יתרה אחרי אשראי נוסף	20	82	(98)	(5)	6	(4)
עומס חוב ישיר (נכון לסוף השנה)	974	932	880	1,022	1,157	1,284
עומס חוב ישיר (% מההכנסות התפעוליות)	250.4	207.2	198.7	228.3	253.9	276.8
עומס חוב נתמך רשות (נכון לסוף השנה)	974	932	880	1,022	1,157	1,284
עומס חוב נתמך רשות (% מהכנסות תפעוליות מאוחדות)	250.4	207.2	198.7	228.3	253.9	276.8
ריבית (% מהכנסות תפעוליות)	7.2	6.2	6.1	7.4	8.8	10.1
תמ"ג לנפש (ארצי) (₪)	145,939	149,434	154,369	159,701	165,298	171,092

bc – תרחיש בסיס.

הנתונים והיחסים שלעיל הם תוצאה, בין השאר, של חישובים שנעשו על ידי S&P Global Ratings, ומשקפים את הערכתה העצמאית של S&P Global Ratings לגבי רמת העדכון, הכיסוי, הדיוק, האמינות והשמישות של המידע הנגיש. המקורות המרכזיים הם דוחות כספיים ותקציבים, כפי שסופקו על ידי המנפיק. תרחיש הבסיס משקף את התחזית של S&P Global Ratings לגבי התרחיש הסביר ביותר. התרחיש השלילי משקף חלק מההיבטים של תרחישים שעשויים להוביל להורדת הדירוג. התרחיש החיובי משקף חלק מההיבטים של תרחישים שעשויים להוביל להעלאת דירוג.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג רשויות מקומיות, 15 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

מאמרים נוספים

- דוח דירוג מדינת ישראל, 2 באוגוסט, 2019

- הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל, 6 באוגוסט, 2019

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-30 בדצמבר, 2019)	
איגודן לתשתיות איכות הסביבה	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA+\Stable
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
פברואר 28, 2017	ilAA+\Stable
מרץ 22, 2016	ilAA\Positive
אפריל 17, 2013	ilAA\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	14:58 30/12/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14:58 30/12/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.