Maalot
S&P Global Ratings

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה

15 ביולי, 2020

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+' והתחזית היציבה

אנליסט אשראי ראשי:

Sabine Daehn, פרנקפורט, 49-69-33999244 sabine.daehn@spglobal.com

איש קשר נוסף:

נועה פוקס, לונדון, 44-207-1760730 noa.fux@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
תכנית ההשקעות צפויה להוביל לגירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון ולרמות חוב גבוהות 4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 6
מאמרים נוספים 6
רשימת דירוגים 7

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+' והתחזית היציבה

תמצית

- אנו סבורים כי להתפרצות נגיף הקורונה תהיה השפעה מועטה על תוצאותיה הפיננסיות של איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה ("איגודן") ב-2020, שתשתקף בהכנסות מעט נמוכות יותר, בעוד ההוצאות יישארו יציבות יחסית.
- בעוד שאנו צופים התאוששות בעודפים התפעוליים עד 2022, ההוצאות ההוניות יישארו גבוהות עם התקדמות תכנית ההשקעות של איגודן, שאנו צופים כעת שתימשך עד 2023.
- עודפים תפעוליים גבוהים וצבירת חוב נוסף יממנו את הפרויקטים המתוכננים.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA+' של איגודן. תחזית הדירוג יציבה.

פעולת הדירוג

ב-15 ביולי, 2020, 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, אך ימשיך לבצע את ההוצאות הקשורות. בתרחיש זה עשויה לחול הרעה מבנית בנזילות של איגודן, שתתבטא בכך שהמקורות יכסו פחות מ-80% מהשימושים, או בשימוש בחוב זמן קצר למימון פרויקטי השקעה.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם איגודן יציג שיפור מבני במדדים הפיננסיים. תרחיש זה תלוי בנראות טובה יותר של התכניות העתידיות וצורכי המימון, שעשויה לשפר את הערכת החוב, הנזילות או המדיניות הפיננסית של איגודן.

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 הברורה לכך שהתעריף שנקבע מראש על ידי רשות המים יכסה את הוצאות האיגודים. התעריף לוקח בחשבון את ההוצאות

התפעוליות וצורכי ההשקעה בתשתיות של איגודן, וכן את שירות החוב ועמידה בהתניות פיננסיות. בתוך המערכת הזו, אנו סבורים כי המדיניות הפיננסית של איגודן היא מאוזנת. למרות ההאטה הכלכלית בישראל ב-2020 בשל התפרצות נגיף הקורונה, אנו סבורים כי המסגרת בה איגודן פועל, לפיה תאגידי המים מחויבים להעביר את התעריפים שנקבעו לפי חוק, תמתן השפעה שלילית על המדדים הפיננסיים השנה. עם זאת, אנו צופים ביצועים פיננסיים חלשים מעט יותר, שישקפו אובדן הכנסות פוטנציאלי בשל התקופה שבה הוחל סגר בישראל והאטת הפעילות הכלכלית. אנו צופים כי העודפים התפעוליים יהיו מעט נמוכים יותר השנה, אך כי יתאוששו בטווח התחזית שלנו. 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 זו 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.

בין השאר הודות למסגרת זו, ההנהלה הפיננסית של איגודן מפיקה תכנון פיננסי ארוך-טווח שמרני ואמין למדי, לדעתנו, הן בתקציב התפעולי והן בתקציב ההון. איגודן מבצע פרויקטים נוספים רק לאחר שאושרו על ידי רשות המים ולאחר שהתעריפים עודכנו בהתאם, מאפיין שמחזק את הנראות של התכנון הפיננסי. אין כמעט חריגות מהתכנון הפיננסי של התקציב התפעולי, אך גורמים חיצוניים או בלתי צפויים מצריכים מעת לעת התאמות של תקציב ההון. אנו סבורים כי הגירעונות הגבוהים של איגודן לאחר תקציב ההון 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 מגמות הצמיחה הכלכלית בישראל בשנים הקרובות, עם תוצר לנפש הצפוי להגיע לכ-47,000 דולר ב-2022. 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 בכל מקרה להעביר את התעריפים הקבועים מראש לאיגודן. להבנתנו, החיובים והעברות התעריף לאיגודן התקיימו יחסית כסדרם גם לאחר התפרצות נגיף הקורונה. נציין כי עד היום לא ניתנו הנחות גורפות או דחיות בתשלומי חשבונות מים בעקבות משבר הקורונה.

תכנית ההשקעות צפויה להוביל לגירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון ולרמות חוב גבוהות

בטווח התחזית שלנו אנו צופים שלמרות התפרצות נגיף הקורונה, איגודן ימשיך להתקדם בביצוע 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 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 ועמידה בהתניות 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.

עם זאת, שיטת מימון זו תאפשר לאיגודן לשמור על עודפים תפעוליים גבוהים, שיופנו למימון חלק מתכנית הפיתוח. בשל התפרצות נגיף הקורונה, אנו מעריכים כי צריכת המים השנה תהיה בעיקר ממשקי בית, שכן אנשים נשארו בבתים בתקופת הסגר, בעוד שהתיירות פסקה והפעילות הכלכלית הואטה. משום כך אנו מעריכים שההכנסות התפעוליות של איגודן יהיו נמוכות יותר השנה. מאידך, בעוד שחלק מההוצאות המשתנות יפחתו בשל עלויות טיהור נמוכות יותר, ההוצאות הקבועות של איגודן, לרבות שכר והוצאות ריבית, יישארו יחסית ללא שינוי. הדינמיקה הזו תחליש להערכתנו את העודפים התפעוליים ב-2020, אך הם יישארו גבוהים בהשוואה לאומית ובינלאומית. אנו צופים כי הפעילות תחזור לסדרה ב-2021, ולכן העודפים התפעוליים ישתפרו בטווח התחזית שלנו, וישקפו בעיקר שינויים במדד המחירים לצרכן שגם התעריף וגם מרבית ההוצאות התפעוליות משתנות לפיו, צמיחת אוכלוסייה, שינויים ידועים מראש בתעריף וגידול בהוצאות התפעוליות הקשור להפעלת המתקנים החדשים שנמצאים בשלבי בנייה.

בשל עיכובים בתהליכי האישור של ההשקעות, שנבעו בעיקר מגורמים חיצוניים, התוצאות הפיננסיות של איגודן ב-2017-2018 היו טובות מהמצופה, אולם בשנת 2019 איגודן כבר רשם הוצאות הון גבוהות יותר, שהסתכמו בגירעון לאחר תקציב ההון, שאנו צופים שיימשך בטווח הבינוני. ההוצאות ההוניות על תכנית ההשקעות של איגודן נשארה יחסית ללא שינוי בשנת 2020, למרות התפרצות נגיף הקורונה, שכן איגודן הוגדר על ידי משרד העבודה כמפעל חיוני, והורשה להמשיך לפעול בתקופת הסגר, הן מבחינת פעילות שוטפת והן בביצוע פרויקטים.

איגודן החל להכין תכנית לביצוע פרויקטים נוספים, שמטרתם בין השאר הגדלה משמעותית של קיבולת מכון הטיהור בהתחשב בגידול הצפוי באוכלוסיה. להבנתנו, תכנית זו נמצאת בשלבים מוקדמים ועדיין בדיונים עם רשות המים, ופרטיה אינם סופיים. עם זאת, אנו מניחים כי התכניות העתידיות ימשיכו לקחת בחשבון בשמרנות את השיקולים הפיננסיים והתפעוליים של איגודן.

הגירעונות לאחר תקציב ההון (הכולל את ההוצאות ההוניות באיגודן ובמי אזור דן) יכוסו על ידי המשך הגידול בחוב, שאנו צופים שיגיע לכ-240% מההכנסות התפעוליות ב-2022. אף שרמות החוב הגבוהות ימשיכו להוות גורם מגביל לדירוג של איגודן, אנו מציינים לחיוב כי אנו צופים כעת שהעודפים התפעוליים יהיו גבוהים מאד בהשוואה לעומס החוב. מבנה החוב של איגודן כולל כיום רק חוב לזמן ארוך, מדיניות שההנהלה הפיננסית מחויבת לשמר בעתיד, להבנתנו.

אנו מעריכים כי איגודן ימשיך להשתמש ביתרות המזומנים שנצברו ובמסגרות האשראי החתומות עד 2022. בשל העיכובים ביישום תכנית ההשקעות שציינו לעיל, איגודן צבר יתרות מזומנים בשנים 2017-2018, שחלקן כבר נוצלו ב-2019. המשמעות של עיכובים אלו היא שאיגודן עוד לא השתמש במלוא המימון המובטח לטובת הפרויקטים, ובסוף 2019 עמדו המסגרות החתומות והלא מנוצלות על סך של כ-350 מיליון ₪. ב-2020 משך איגודן 100 מיליון ₪ ממסגרות האשראי כאמצעי זהירות לקראת הסגר שהוחל בישראל בשל התפרצות נגיף הקורונה. אנו סבורים שזוהי התנהלות זהירה מצד הנהלת איגודן, בהינתן שמרבית הכספים הללו לא נוצלו עד סוף מאי. תאגידי המים העירוניים מחויבים על פי חוק להעביר לאיגודן את חלק התעריף שהם גובים, וכיוון שגביית התשלומים נעשתה כמעט כרגיל השנה, זרם ההכנסות של איגודן לא נפגע משמעותית.

אנו מעריכים כי הסכום שמשך איגודן ממסגרת האשראי יספיק לכיסוי צורכי המימון השנה, וכי יתרת המסגרות החתומות, כ-250 מיליון ₪, תנוצל בהדרגה בשנתיים הבאות לכיסוי הוצאות. היות שאין לנו נראות לגבי מימון עתידי לאחר 2021, 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	4

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	2018	2019	2020bc	2021bc	2022bc
הכנסות תפעוליות	449	456	439	460	461
הוצאות תפעוליות	193	194	196	210	219
יתרה תפעולית	256	262	243	250	242
יתרה תפעולית (% מהכנסות תפעוליות)	57.1	57.5	55.4	54.3	52.5
הכנסות הון	0	0	0	0	0
הוצאות הון	131	285	320	340	330
יתרה אחרי תקציב הון	125	(23)	(77)	(90)	(88)
יתרה אחרי תקציב הון (% מסך ההכנסות)	27.9	(4.9)	(17.6)	(19.7)	(19.0)
חוב נפרע	44	52	57	65	71
אשראי ברוטו נוסף	0	0	100	150	160
יתרה אחרי אשראי נוסף	81	(75)	(34)	(5)	1
עומס חוב ישיר (נכון לסוף השנה)	932	882	925	1,011	1,100
עומס חוב ישיר (% מההכנסות התפעוליות)	207.7	193.5	210.9	220.0	238.4
עומס חוב נתמך רשות (נכון לסוף השנה)	932	882	925	1,011	1,100
עומס חוב נתמך רשות (% מההכנסות התפעוליות המאוחדות)	207.7	193.5	210.9	220.0	238.4
ריבית (% מההכנסות התפעוליות)	6.2	5.8	6.6	6.7	7.3
תמ"ג לנפש (ארצי) (₪)	149,797	155,612	145,033	154,612	159,719

bc – תרחיש בסיס.

הנתונים והיחסים שלעיל הם תוצאה, בין השאר, של חישובים שנעשו על ידי S&P Global Ratings, הנשענים על מקורות מקומיים וגלובליים, 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.

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, 15 במאי, 2020
- הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל, 6 באוגוסט, 2019

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-15 ביולי, 2020)	
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	12:39 15/07/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:39 15/07/2020
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.