

דו"ח דירוג שנתי

מקורות חברת מים בע"מ

אוקטובר 2008

אנליסטים לחברה:

סופיה גרץ'

הילה פרלמוטר

דירוגי S&P מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P מעלות מאמינה כי הנם מהימנים. S&P מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P מעלות אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן התחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P מעלות או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P מעלות כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות ל-S&P מעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P מעלות, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.

1. אגרות חוב

1.1. אג"ח במחזור וחלויות שוטפות

חלויות שוטפות ב-5 השנים הקרובות					יתרה ליום 31.12.2007 (אלפי ₪)	דירוג	תאריך הנפקה	סדרה
2012	2011	2010	2009	2008				
109,083	109,083	109,083	109,083	109,083	679,371	AAA/Stable	13.4.2003	הנפקה פרטית
100,122	100,122	100,122	100,122	100,122	636,679	AAA/Stable	4.12.2003	הנפקה פרטית
69,428	69,428	69,428	69,428	----	437,987	AAA/Stable	21.10.2004	סדרה 1
41,745	41,745	41,745	41,745	41,745	395,414	AAA/Stable	3.1.2005	סדרה 2
----	46,992	46,992	46,992	46,992	197,831	AAA/Stable	3.1.2005	סדרה 3
16,334	16,334	16,334	16,334	16,334	133,927	AAA/Stable	28.12.2005	סדרה 4
----	----	----	----	----	409,970	AAA/Stable	28.12.2005	סדרה 5
----	----	----	----	----	1,177,157	AAA/Stable	25.12.2006	סדרה 6
22,773	----	----	----	----	117,043	AAA/Stable	25.12.2006	סדרה 7
359,485	383,704	383,704	383,704	314,276	4,185,379			סה"כ

1.2. הנפקת אג"ח

בכוונת מקורות חברת מים בע"מ (להלן: "מקורות" או "החברה") להנפיק אג"ח והתחייבויות אחרות בסך כולל של כ- 2.0 מיליארד ש"ח במהלך השנים 2008-2010. תמורת ההנפקה תשמש למחזור החוב הפיננסי הקיים ולמימון תוכנית השקעות של החברה.

2. פרמטרים עיקריים המשפיעים על הדירוג

חוזקות

- מונופול טבעי בבעלות ממשלתית.
- שיפור בהכרה הממשלתית בהוצאות הנורמטיביות של החברה, בעקבות עדכון הסכם העלויות.
- בעלות במרבית מערכת הולכת המים בישראל ובלעדיות בהפעלת המוביל הארצי.
- מעמד תחרותי גבוה שלא צפוי להשתנות בטווח הנראה לעין.

חולשות

- מבנה הון יחסי כיסוי פחות טובים משל חברות בינלאומיות דומות המדרגות ע"י S&P.
- קושי ביישום תהליכי התייעלות בהתחשב בקיום ועד עובדים חזק והסכמים קיבוציים.
- הפעילות המסחרית של חברת הבת, מקורות ייזום, חשופה לתחרות בשוק החופשי.
- גידול בחלקם היחסי של יצרני מים מותפלים במקורות המים בישראל.

3. תמצית שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג התחייבויותיה של מקורות (AAA), חברת המים של ישראל, משקף בעיקר את היותה מונפול טבעי בבעלות ממשלתית הנתמך על ידי הסכם עלויות ותמיכה ממשלתית ישירה; עדכון הסכם העלויות ששיפר את ההכרה בהוצאות הנורמטיביות של החברה; בעלות במרבית מערכת הולכת המים של ישראל ובלעדיות בהפעלת המוביל הארצי במסגרת חוק המים והחרפת המחסור במים לצד תחרות נמוכה וחסמי כניסה גבוהים בשוק המים התומכים בשמירה על מעמדה החזק של החברה.

גורמים חיובים אלו מתקזזים חלקית על ידי: מבנה הון ויחסי כיסוי פחות טובים משל חברות בינלאומיות דומות המדרגות ע"י S&P; כחברה ממשלתית, יתכן קושי בישום תהליכי התייעלות בהתחשב בוועד עובדים חזק והסכמים קיבוציים; חשיפתה של פעילות חברת הבת, מקורות יזום, שאינה נתמכת ע"י הממשלה, לתחרות בשוק החופשי; גידול בחלקו היחסי של הסקטור הפרטי (יצרני מים מותפלים) במקורות המים בישראל (אם כי בטווח הנראה לעין הוא נשען על מערכת הולכה וחלוקה של חברת מקורות).

הדירוג AAA שניתן למקורות נסמך על הקשר ההדוק למדינת ישראל ומשקף את חשיבותה האסטרטגית עבור המדינה, הנובעת מחיוניותם של המים עבור המדינה ומהמחסור המחריף במוצר זה בישראל. התמיכה הממשלתית מתבטאת, בין היתר, בעדכון הסכם העלויות ששיפר את ההכרה בהוצאות הנורמטיביות של החברה (בין היתר ע"י הגדרת סל מדדים חדש) כפי שמתבטא בשיפור בשיעורי רווחיות ובחשיפה נמוכה לעליית מחירי התשומות. אנו רואים את מקורות כמונפול טבעי שמעמדו בשוק המים לא צפוי להשתנות בעתיד לאור בעלותה על מרבית מערכת הולכת המים בישראל וזיקתה למוביל הארצי, מתוקף הגדרתה כרשות המים הארצית המנהלת ומתפעלת בבלעדיות את המוביל הארצי. כמו כן, הדירוג משקף את הערכתנו כי לא צפויה הפרטה בעתיד הנראה לעין.

בשנת 2007 חל שיפור ברווחיות לעומת שנת 2006 שנבע, בין היתר, משיפור בהכרה בהוצאות הקבועות והמשתנות במסגרת הסכם העלויות המעודכן שנכנס לתוקפו ב-2007 ומהשלמת תהליך צמצום כוח אדם בשנים 2005-2006 במסגרת הליך הרה-ארגון. במקביל, חלה עליה בהכנסות מאספקת מים ללקוחות בשל עליית תעריפי המים וגידול בצריכה, שהביאה למעבר ממצב של הזרמת סובסידיה ע"י המדינה למצב של החזרים ממקורות למדינה. להערכתנו מצב זה מקטין במידה מסוימת את תלות החברה בממשלה.

נציין כי הסכם העלויות צפוי להסתיים בסוף 2009 ובכוונת המדינה להחליפו במשטר תעריף רגולטורי כגון זה הקיים במשק החשמל בישראל.

להערכתנו ועל סמך תחזיות שנמסרו ע"י החברה, צפוי יחס חוב ל-CAP ברוטו לרדת מכ-73% בדצמבר 2007 ל-69% בדצמבר 2010 ואילו יחס חוב ל-CAP נטו צפוי להישאר יציב ברמה של כ-68%. נציין כי בכוונת החברה לשמור על יחס חוב ל-CAP נטו ברמה שלא תעלה על 70%.

החברה מציגה לאורך השנים תזרים חיובי מפעילות שוטפת. עם זאת, יחסי הכיסוי פחות טובים בהשוואה לחברות בינלאומיות דומות המדורגות ע"י S&P. בשנים 2004-2007 ישנה ירידה ביחס FFO לחוב ברוטו מ-11.6% בדצמבר 2004 ל-9.0% בדצמבר 2007, בשל עליה בחוב הפיננסי. להערכתנו ועל סמך תחזיות שנמסרו ע"י החברה, בעקבות השיפור הצפוי ב-FFO וירידה בחוב הפיננסי ברוטו, בשנתיים הקרובות יעמוד יחס FFO לחוב על כ-10.0%. יחס FFO לחוב פיננסי נטו צפוי לרדת מכ-11.4% בדצמבר 2007 לכ-10.5% בדצמבר 2010.

נזילות

להערכתנו, נגישות החברה למקורות מימון גבוהה מהמוצע, בין היתר, מתוקף זיקתה למדינת ישראל, כאמור. החברה כמעט ואינה צורכת אשראי בנקאי אלא למטרות ספציפיות ונקודתיות. נכסי החברה אינם משועבדים לטובת גורם שלישי למעט שעבוד שלילי לטובת בנקים מהם נטלה אשראי ולמחזיקי אג"ח. החברה אינה מחלקת דיבידנדים לממשלה כחלק מההגדרה בהסכם העלויות, לפיה רווחי החברה מיועדים לפיתוח משק המים.

להערכתנו ועל סמך תחזיות שנמסרו ע"י החברה, בשנים 2008-2010 המקורות הפנימיים של החברה (תיק נזיל ו-FFO) ישמשו לשירות החוב למחזיקי אג"ח ולממשלה ולתחזוקת ושימור רכוש קבוע (CAPEX) גם ללא הישענות על גיוסים בשוק ההון. בנוסף, בשנת 2008, גם לאחר פירעון החוב והשקעה במתקני מים, צפוי עודף להשקעה בפיתוח והקמת מתקני מים חדשים ובחברת היזום. בשנת 2010, יתכן והחברה תזדקק לגיוסי הון על מנת להשקיע בפיתוח מתקני מים חדשים.

תחזית הדירוג

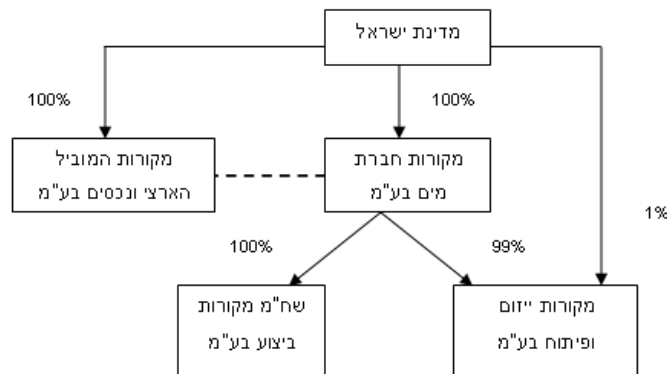
תחזית הדירוג יציבה ומבטאת בעיקר את הערכתנו כי מעמדה המונופוליסטי והיותה חברה בבעלות ממשלתית, אינם עומדים להשתנות בעתיד הנראה לעין. שינוי לרעה בדירוג החברה יתכן במידה ויחולו שינויים מהותיים עם תום תקופת הסכם העלויות המעודכן שיובילו לאי וודאות לגבי מעמד החברה בענף או במבנה התמיכות הממשלתיות.

4. תיאור פעילות החברה

מקורות נוסדה בשנת 1937 והינה חברה ממשלתית בשליטה מלאה של ממשלת ישראל, אשר פועלת כרשות המים הארצית בהתאם לחוק המים (התשי"ט 1959). למקורות נתח שוק של כ-100% מסך הולכת המים וכ-70% מסך אספקת המים בישראל. שאר ספקי המים הינם אגודות מים, רשויות מקומיות, מושבים, קיבוצים וחקלאים בעלי זכויות הפקה. החברה פועלת ב-3 תחומים עיקריים: הולכת מים ואספקתם, פיתוח מפעלי מים ועבודות קבלניות לגורמי חוץ.

התחייבויותיה של מקורות אינן מובטחות על ידי המדינה. עם זאת, דירוג אגרות החוב המונפקות מבטא את הבעלות המלאה של המדינה, חשיבות אסטרטגית גבוהה של החברה עבור המדינה ותמיכה ממשלתית מעוגנת ברגולציה.

תרשים המבנה הארגוני בהתאם להסכם העלויות המעודכן



- **מקורות המוביל הארצי ונכסים בע"מ (להלן "המפאר")** - בחברה ירוכזו כל נכסי המוביל הארצי המהווה חלק ממערכת הולכת המים הנוכחית של מקורות והועברו לבעלות ממשלתית מלאה. עבודות הניהול, ההפעלה, הפיתוח והתחזוקה של המוביל הארצי יתבצעו באופן בלעדי ע"י עובדי מקורות חברת מים.
- **מקורות פיתוח ויזום בע"מ (להלן "מקורות יזום")** - חברת בת של מקורות שהחלה לפעול בשנת 2007. מרכזת פעילויות בארץ ובחול"ל של פרויקטי מים שונים, בין היתר הועברה אליה חלק מפעילות מקורות מים בתחום העבודות הקבלניות לגורמי חוץ. מקורות יזום מוחזקת בשיעור של 98.9% ע"י מקורות חברת מים למשך 3 שנים. לאחר מכן תדולל האחזקה של מקורות במסגרת תהליך הפרטה לשיעור מינימאלי של 51% ומשנת 2014 תוכל לרדת משיעור זה.
- **שח"מ מקורות ביצוע בע"מ** - חברת בת שהוקמה ביולי 2008 על בסיס אגף הביצוע של מקורות ועוסקת בביצוע עבודות פיתוח וחדוש של מפעלי מים.

5. פרופיל הסיכון העסקי

5.1 אסטרטגיה

אסטרטגית החברה היא לספק מים בכמות ובאיכות הנדרשים תוך שמירה על רמת רווחיות נאותה, הגדלת ההכנסות ממכירת מים וצמצום ההישענות על תמיכות ממשלתיות.

לשם ישום אסטרטגיה זו, כוונתה להרחיב את פעילותה בפיתוח משק המים וחדשנות טכנולוגית תוך שמירה על איכות וביטחון המים.

כמו כן, להערכתנו, לאור השינויים בסביבה העסקית (מחסור במים וגידול יחסי בחלקו של הסקטור הפרטי במקורות המים בישראל) הנהלת מקורות עומדת בפני אתגר ניהולי המתבטא בצורך בהתייעלות ארגונית ושיפור הניהול בפרויקטים תוך יזמה ושיתופי פעולה עם המגזר הפרטי והתחשבות בוועד עובדים והסכמים קיבוציים.

5.2 רגולציה

הסכם עלויות

תמיכת הממשלה מבטיחה לחברה רמת הכנסות כוללת ע"י כיסוי הוצאות נורמטיביות מוכרות, שאינה מושפעת מכמות המים הנמכרת או מגובה התעריפים ובכך מבטיחה את יציבות הכנסות החברה. במועד הדירוג מתבססים יחסי הממשלה – מקורות על הסכם העלויות שעודכן לאחרונה באוגוסט 2007. הסכם העלויות הנוכחי תקף ל-3 שנים (עד יוני 2009, עם אופציה להארכה עד סוף 2009), לעומת הסכמים קודמים שהיו תקפים ל-5 שנים, וזאת בשל כוונת הממשלה לעבור למנגנון רגולטורי לתעריפי המים כגון זה הקיים במשק החשמל ולהפסיק את מנגנון התמיכות הממשלתיות. להערכתנו, אין כל וודאות ששינוי מנגנון התעריף אכן יבוצע בזמן הקרוב.

ההשלכות העיקריות של הסכם העלויות המעודכן הינן:

• שינוי מבני

☒ הפרדת בעלות על המוביל הארצי, שהינו מרכיב משמעותי במערכת הולכת מים במדינת ישראל, מחברת מקורות והעברתו לחברה בבעלות מלאה של המדינה (חברת המפא"ר). עם זאת, בזכות מעמדה כרשות המים הארצית, תמשיך מקורות לנהל ולתחזק עבור המדינה את המוביל הארצי. על מנת לשנות את מעמדה של מקורות נדרשת החלטת ממשלה ותיקון חוק המים. להערכתנו, הסיכוי לכך נמוך מאוד בטווח הנראה לעין. אי לכך, הפרדת המוביל הארצי מנכסי החברה אינה פוגעת בטווח הנראה לעין בשליטתה של מקורות במשק המים בישראל.

☒ הפרדת פעילויות עסקיות שאינן קשורות באספקת מים ובפיתוח מפעלי מים עתידיים על ידי הקמת חברות בת (ראה פרק 4 לעיל). פעילויות עסקיות אלה, בניגוד לעסקי הליבה של מקורות כמונופול טבעי, צפויים להפרטה בטווח הבינוני.

• **שיפור בהכרה בהוצאות הנורמטיביות** של החברה על אספקת מים ביחס להסכמים קודמים, בין היתר, על ידי הגדרת סל מדדים חדש. שיפור זה מתבטא בהקטנת חשיפת החברה לשינויים במחירי התשומות ובעליה בשיעור הרווחיות.

הדירוג מתבסס על הסכם העלויות הקיים. אנו נמשך לעקוב אחר התפתחויות עתידיות ושינויים שעשויים לחול אחרי שיפוג תוקפו של הסכם העלויות במהלך שנת 2009.

תעריפים

במשק המים בישראל קיימת שונות גבוהה במחירי מים הנגבים מהצרכנים השונים: חקלאות, צריכה ביתית¹ וצריכה תעשייתית. תעריפי המים שמספקת מקורות לצריכה ביתית ולתעשייה נקבעים על ידי מועצת רשות ממשלתית למים ולביוב (להלן: "רשות המים") ואילו התעריפים לחקלאים נקבעים בהחלטה משותפת של משרד החקלאות, משרד התשתיות הלאומיות ומשרד האוצר.

במהלך חמש השנים האחרונות חלה עליה של כ-44% במחירי המים לחקלאות, כ-51% במחירי המים לתעשייה וכ-50% במחיר המים לצריכה הביתית.

ההעלאה האחרונה בתעריפי המים המסופקים על ידי מקורות (כ-19% לצריכה ביתית ותעשייתית), שנכנסה לתוקף בינואר 2008, באה בעקבות החלטת הממשלה מיום 12/08/2007 על עדכון התעריפים כך שיממנו את העלויות המוכרות של מקורות² ואת עלות רכישת מי הים המותפלים, לשם הפחתת סכום של 415 מיליון ש"ח מבסיס תקציב התמיכות הממשלתיות במשק המים בשנת 2008. אנו רואים בשינוי זה שלב ביניים במעבר לגילום כל העלויות הנורמטיביות של מקורות בתעריפי מים במסגרת הרגולציה החדשה שתחליף את שיטת הסכמי העלויות.

5.3. ענף המים בישראל

להערכת S&P מעלות, רמת הסיכון של ענף המים בישראל נמוכה מהממוצע לאור גידול מתמשך בביקוש למים, המאופיין ברמת גמישות נמוכה במרבית המגזרים, כאשר מנגד קיים מחסור בהיצע המים. הענף מאופיין בתחרות מוגבלת ובחסמי כניסה גבוהים.

צריכת המים בישראל עלתה בעשרות אחוזים ב-40 השנים האחרונות, ונובעת בעיקר מן הגידול באוכלוסייה וברמת החיים. סך צריכת המים בישראל (ללא אספקת מים לירדן ולרשות הפלשתינית) הייתה כ-1,959 מלמ"ק בשנת 2006 לעומת כ-1,329 מלמ"ק בשנת 1965. עם השנים חל שינוי חד בהרכב השימושים: הצריכה הביתית שהיוותה פחות מ-15% מסך צריכת המים בשנת 1965 גדלה לכ-38% בשנת 2006. מאידך, הצריכה החקלאית שהיוותה יותר מ-80% מהצריכה בשנת 1965 ירדה לכ-57% בשנת 2006.

בשנים האחרונות מצוי משק המים בישראל במשבר המתבטא בהתמעטות רזרבות המים (השפירים) כתוצאה משאיבת יתר, הרעה מתמשכת במשקעי הגשם וזיהום האקוויפרים וירידה תלולה ביכולת מאגרי המים החשובים לספק את צורכי המים של האוכלוסייה. להערכתנו, המשבר נובע מהקצאה לא יעילה של משאבי המים המוגבלים בישראל ומכשלים ניהוליים לצד מגמת העלייה בצריכת המים, כאמור.

¹ מחיר מקורות לרשויות המקומיות, כאשר הרשות המקומית גובה תעריף גבוה יותר מהצרכן הביתיים הסופיים עפ"י אישור שר הפנים.
² משנת 2002 ועד לשנת 2007 חל ייקור בכ-40% בעלויות הקבועות המוכרות של מקורות, כתוצאה מגידול בהיקף ובמורכבות הפעילות של

מקורות

להערכתנו, גמישות מסוימת בביקוש למים קיימת במגזר החקלאות כאשר ניתן להפחית במידה מסוימת את צריכת המים ע"י העלאת מחירים וצמצום המכסות לסקטור החקלאי ולגינון. מנגד, קיימים לחצים פוליטיים לשמירה על הסובסידיות הנוכחיות לחקלאות כמטרה לאומית.

אנו מעריכים כי לאור הירידה במשאבי המים ובאיכותם ולאור הגידול בביקוש למים, ענף המים בישראל ובעולם צפוי ליהנות משגשוג רב וטמונות בו הזדמנויות עסקיות רבות בתחום יצור והשבחת מים. לישראל הידע והיכולת למצוא פתרונות למשבר, בצד הביקוש ע"י שינוי תמחור המים ובצד ההיצע ע"י שיפור יכולת קליטת ואגירת מי גשמים ושיטפונות, טיהור קולחין, התפלת מי ים ומים מליחים.

5.4 סיכונים תפעוליים

החברה מספקת מים לכ- 4,000 גופים צרכנים גדולים עד לשערי העיר/ מועצה. על לקוחותיה הגדולים נמנים בעיקר הרשויות המקומיות והרשות הפלסטינאית. מלבד זאת, מוכרת החברה מים לקיבוצים, מושבים ואגודות אזריות. להערכתנו, לחברה חשיפה לסיכונים גביית תשלומים בשל התלות בחוסן הפיננסי של מרבית לקוחותיה. עם זאת, יכולת האכיפה של החברה בגין התשלומים על אספקת מים גבוהה (כולל אפשרות של ניתוק המים לרשות המקומית). בהתייחס לרשות הפלשתינאית, המדינה מקזזת את התשלומים המגיעים לחברה מסכומי המכס והמע"מ המיועדים לרשות ומעבירה אותם לחברה. בסה"כ מהווה ההפרשה השוטפת לחובות מסופקים כ- 0.5% מהכנסות החברה מאספקת מים.

לחברה שני ספקים גדולים: חברת החשמל וחברת צינורות המזרח התיכון בע"מ (להלן: "צמ"ת"). כמו כן, למקורות תלות בספקי חומרים כימיים בארץ שכן אפשרויות היבוא מוגבלות מבחינת שינוע, בטיחות ועלויות. להערכתנו, למקורות לא נשקף סיכון מהותי מהשענות על ספקים אלו עקב ההגנה על תעריפי החשמל בתעריף וכן עקב התלות ההדדית בין צמ"ת לבין החברה.

5.5 מעמד תחרותי ורווחיות

להערכת S&P מעלות, מעמדה התחרותי של מקורות גבוה משמעותית מהמוצע לאור מעמדה המונופוליסטי וזיקתה למערכת הולכת המים בישראל; הבעלות הממשלתית המלווה בתמיכות ממשלתיות ורגולציה; הידע והניסיון שנצברו בחברה והתשתיות שבבעלותה.

גורמים אלו מתקזזים ע"י: תלות, אם כי נמוכה מבעבר, בתמיכה ממשלתית; קיטון אפשרי בחלקה של מקורות באספקת המים לטובת ספקים פרטיים (מתקני התפלה פרטיים) בעקבות התדלדלות מקורות המים הטבעיים בישראל; הפרדת פעילות היזום (כגון: פעילות בחו"ל, הפעלת מתקני טיהור שפכים, הקמת מתקן ההתפלה באשדוד) והפסקת תקצוב פעילות זו, שמטבעה בעלת סיכון גבוה. הפרדה זו מצריכה את החברה להתנהל באופן יעיל יותר תוך הגדרת תוכנית השקעות לטווח ארוך ואוריינטציה עסקית, תוך התחשבות בהסכמים קיבוציים וארגון העובדים.

רמת הרווחיות של החברה דומה לממוצע בהשוואה לחברות בינלאומיות דומות המדורגות ע"י S&P, כפי שבא לידי ביטוי ביחס EBITDA ל- CAP ו-EBITDA להכנסות שעמדו בשנת 2007 על 9.1% ו-26.3% בהתאמה. אנו עדים למגמת עלייה בהכנסות מאספקת מים המיוחסת לעליה בתעריפי המים וגידול בצריכה. במקביל הפכו התמיכות הממשלתיות נטו (תמיכות ממשלתיות בקיזוז היטל הפקה) לשליליות בשל עדכון תעריפי המים, דבר שלהערכתנו מקטין את תלות החברה בממשלה.

סה"כ חל שיפור ברווחיות שנבע, בין היתר, משיפור בהכרה בהוצאות הקבועות והמשתנות במסגרת הסכם העלויות המעודכן שנכנס לתוקפו ב-2007 ומהשלמת תהליך צמצום כוח האדם בשנים 2005-2006 במסגרת תהליך הרה-ארגון בחברה. להערכתנו, המשך צמצום עלויות כוח אדם והתייעלות מהווה אתגר עבור החברה.

6. פרופיל הסיכון הפיננסי

6.1 חשבונאות והתאמות פיננסיות

- הדו"חות הכספיים ערוכים בהתאם לתקינה הישראלית ולא לפי תקני IFRS מאחר ובשלב זה החברה אינה מחויבת לכך בשל היותה חברה פרטית. כמו כן, החברה אינה מספקת דו"חות רבעוניים סקורים.
- הניתוח הפיננסי מתייחס לדו"ח פרופורמה של מקורות חברת המים, ללא חברת המפאר (כלומר, החברה המאוחדת לאחר השינוי המבני ע"פ הסכם העלויות המעודכן).
- ע"פ הוראת שר האוצר, קיבלה החברה החרגה מישום תקן 12 (הפסקת התאמת הדו"חות הכספיים לאינפלציה) בשנים 2004-2008. יישום תקן 12 בשנים 2004-2007 היה גורם להקטנת ההון העצמי ב-327 מיליון ₪ ולהקטנת הרווח הנקי בכ-126 מיליון ₪ בשנת 2007 כתוצאה מעליית המדד בשיעור של 3.4% ב-2007 לעומת מדד שלילי של 0.09% ב-2006.
- S&P מעלות רואה בהתחייבויות ליחסי עובד מעביד חלק מהחוב הפיננסי של החברה.

6.2 ממשל תאגידי

החברה אינה מחלקת דיבידנדים לממשלה כחלק מההגדרה בהסכם העלויות, לפיה רווחי החברה מיועדים לפיתוח משק המים בלבד. למועד הדירוג, כ-60% מהחוב הפיננסי הינו למחזיקי אג"ח. בשנים האחרונות החלה החברה לפרוע את התחייבויותיה כלפי המדינה תוך ביצוע הנפקת אג"ח בשוק ההון, דבר שלהערכתנו מקטין במעט את גמישותה הפיננסית. החברה כמעט ואינה צורכת אשראי בנקאי אלא למטרות ספציפיות ונקודתיות.

6.3 יחסי כסוי

החברה מציגה תזרים מזומנים חיובי מפעילותה השוטפת לאורך השנים, חלקו בגין גידול בהתחייבויות שוטפות לממשלת ישראל.

יחסי הכיסוי של החברה פחות טובים בהשוואה לחברות בינלאומיות דומות המדורגות ע"י S&P כמתבטא ביחס FFO לחוב וביחס חוב ל-EBITDA. בשנים 2004-2007 ישנה ירידה ביחס FFO לחוב ברוטו מ-11.6% בדצמבר 2004 ל-9.0% בדצמבר 2007 בשל עלייה בחוב הפיננסי. להערכת S&P מעלות ועל סמך תחזיות שנמסרו ע"י החברה, בעקבות ירידה צפויה בחוב הפיננסי ברוטו ושיפור צפוי ב-FFO, בשנתיים הקרובות יעמוד יחס FFO לחוב על כ-10.0%. יחס FFO לחוב נטו צפוי לרדת מכ-11.4% בדצמבר 2007 לכ-10.4% בדצמבר 2010 - בהתחשב במיחזור החוב.

יחד עם זאת, יחס תזרים מזומנים ל-CAPEX עומד על כ-290% בהילקח השקעות לשימור ותחזוקת רכוש קבוע וכ-91% בהילקח השקעה בסה"כ רכוש קבוע, גבוה משל חברות בינלאומיות דומות המדורגות ע"י S&P ובמגמת שיפור משנת 2005.

להערכתנו ועל סמך תחזית מקורות ושימושים שנמסרה ע"י החברה, בשנים 2008-2010 התיק הנזיל ותזרים המזומנים יהוו מקור לשירות החוב ולשמירה ותחזוקת רכוש קבוע קיים (CAPEX), גם ללא גיוס חוב חדש במסגרת הנפקת האג"ח המתוכננת. ב-2008 סך המקורות הפנימיים של החברה נאמד בכ-1.8 מיליארד ₪ (תיק נזיל ו-FFO) שיעמדו לשירות חוב בסך של כ-1.1 מיליארד ₪ (חוב למחזיקי אג"ח ופירעון הלוואה ממשלתית), מה שישאר עודף של כ-0.7 מיליארד ₪ להשקעה בתחזוקת ושימור רכוש קבוע. בפועל נדרשת החברה להשקעות בתחזוקת ושימור רכוש קבוע בסך כ-0.3 מיליארד ₪, מה שמשאר לה עודף לפיתוח מתקני מים חדשים או להשקעה בחברת היזום. ב-2010 צפוי העודף להצטמצם אך עדיין המקורות הפנימיים של החברה מספיקים לשירות החוב ולהשקעה בתחזוקת ושימור רכוש קבוע גם ללא גיוס חוב בשוק הפרטי.

6.4 מבנה הון

איתנותה הפיננסית של החברה נמוכה בהשוואה לחברות בינלאומיות דומות המדורגות ע"י S&P, כמתבטא ביחס חוב ל-CAP ברוטו שעמד על כ-73% וביחס נטו שעמד על 68% בדצמבר 2007. יתרת המזומנים של החברה משמשת בעיקר לפירעון החוב. בשנת 2007 לא פרעה החברה התחייבויות לממשלה (אך גם לא נטלה הלוואות חדשות). לפיכך, גדלה יתרת המזומנים של החברה בכ-165 מיליון ₪ לצד גידול בחוב הפיננסי. במהלך 2008 נפרעו מרבית ההתחייבויות כלפי הממשלה, מה שהביא לשיפור המבנה ההון של החברה. יתרת החוב לממשלה צפויה להיפרע מתמורת הנפקה המתוכננת. להערכתנו, המשך הצמצום במצבת הלוואות הממשלתיות על חשבון עלייה בחוב לשוק ההון מגדילים במעט את הסיכון הפיננסי. להערכת S&P מעלות ועל סמך תחזיות שנמסרו ע"י החברה, צפוי יחס חוב ל-CAP ברוטו לרדת מכ-73% בדצמבר 2007 לכ-69% ב-2010 (בהתחשב במחזור החוב) ואילו יחס חוב ל-CAP נטו צפוי להישאר יציב ברמה של כ-68.0%. בכוננת החברה לשימור על יחס חוב ל-CAP נטו ברמה שלא תעלה על 70%.

תמצית נתונים פיננסיים – פרופורמה (ללא חברת המוביל הארצי)

					מקורות חברת המים בע"מ
					ענף: תשתיות מים
2003	2004	2005	2006	2007	
מ' ש"ה מדווחים			מ' ש"ה במחירי 12/2007		
AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	היסטורית דירוגים
2,617.5	2,816.4	2,985.0	2,954.3	2,897.1	הכנסות
520.3	541.5	561.6	551.0	763.1	EBITDA
520.3	541.5	561.6	551.0	763.1	רווח תפעולי (לפני פחת והפחתות)
216.5	218.9	230.2	196.1	385.4	רווח תפעולי (אחרי פחת והפחתות)
(102.8)	130.6	139.1	152.4	210.0	רווח נקי מפעילות מתמשכת
335.9	435.8	443.1	552.2	548.1	FFO
254.9	858.1	735.5	1,059.2	1,047.6	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
322.8	238.2	300.4	195.5	188.4	CAPEX
(68.0)	619.8	435.1	863.7	859.2	תזרים תפעולי פנוי
190.1	14.7	714.5	1,112.0	1,279.5	מזומנים ושווי מזומנים
3,677.9	3,761.1	4,873.9	5,821.0	6,095.4	חוב פיננסי
3,487.8	3,746.3	4,159.4	4,709.0	4,815.9	חוב פיננסי נטו
1,642.7	1,773.5	1,912.6	2,056.5	2,266.4	הון עצמי
5,320.6	5,534.6	6,786.5	7,877.5	8,361.9	CAP
5,130.6	5,519.8	6,072.0	6,765.5	7,082.4	CAP נטו
					יחסים פיננסיים מתואמים
19.9	19.2	18.8	18.7	26.3	EBITDA/הכנסות (%)
1.2	3.4	2.4	2.9	2.9	EBIT להוצאות מימון (X)
8.5	9.0	5.8	5.9	5.4	EBITDA להוצאות מימון (X)
5.5	7.3	4.6	5.9	3.9	FFO להוצאות מימון (X)
9.1	11.6	9.1	9.5	9.0	FFO/חוב פיננסי (%)
9.6%	11.6%	10.7%	11.7%	11.4%	FFO לחוב פיננסי נטו (%)
(1.8)	16.5	8.9	14.8	14.1	תזרים מזומנים פנוי/חוב פיננסי (%)
104.0	182.9	147.5	282.4	290.9	תזרים מזומני נטו/CAPEX
7.1	6.9	8.7	10.6	8.0	חוב פיננסי/EBITDA (X)
69.1	68.0	71.8	73.9	72.9	חוב פיננסי/CAP (%)
68.0%	67.9%	68.5%	69.6%	68.0%	חוב פיננסי נטו/CAP נטו (%)

7. השוואה לחברות בינלאומיות דומות המדורגות ע"י S&P

Rand water	Acquedotto Pugliese SpA	ACEA SpA	Mekorot	
BBB+/Stable	BBB/Negative	A/Stable		דירוג ע"י S&P
30/6/07	2007	2006	2007	
Million ZAR	Million €	Million €	Million NIS	
4,234.0	376.0	2,337.2	2,897.1	הכנסות
911.5	48.4	712.6	763.0	EBITDA
742.9	(2.8)	147.1	210.0	רווח נקי מפעילות מתמשכת
906.6	36.8	338.8	548.1	FFO
735	277.7	1,854.0	6,095.4	חוב פיננסי
4,509.0	108.7	1,419.3	2,266.4	הון עצמי
5,244.2	386.3	3,273.3	8,361.9	CAP
383.0	113.5	328.7	188.4	CAPEX
21.5%	12.9%	30.7%	26.3%	רווח תפעולי (לפני פחת והפחתות)
7.8	2.4	N.A	5.4	EBITDA/הוצאות מימון (X)
17.4%	12.5%	21.7%	9.1%	CAP/EBITDA (%)
12.3%	13.3%	18.3%	9.0%	חוב/FFO (%)
0.8	5.7	2.6	8.0	חוב פיננסי/EBITDA (X)
14.1%	71.9%	56.6%	72.9%	חוב פיננסי/CAP (%)
8.6	2.6	4.8	3.9	FFO/הוצאות מימון (X)
236.9	32.5	72.0	290.9	תזרים מזומנים נטו/CAPEX (%)

אחת מחברות התשתיות המים והחשמל הגדולות באיטליה. מספקת את שירותיה ברומא וסביבתה. מוחזקת 51% ע"י עיריית רומא (המדורגת ע"י S&P: A/Negative) והיתר ע"י הציבור. מספקת מים למעל 3 מיליון תושבים.	ACEA SpA
ספקית המים השנייה בגודלה באיטליה, מספקת שירותי מים וביוב למעל 4 מיליון תושבי איזור דרום Apulia. מוחזקת 87% ע"י southern region of Apulia.	Acquedotto Pugliese SpA
ספקית המים הגדולה בדרום אפריקה, מספקת שירותים למספר רב של רשויות מקומיות ותעשיות באזור Gauteng. מונופול ללא כוונת רווח, בבעלות ממשלתית מלאה (דירוג המדינה: BBB+/Stable).	Rand Water