

## מקורות חברת מים בע"מ

אנליסט אשראי ראשי:

סופיה גרץ', תל אביב 3-753-9724 (972), [sophia\\_grach@standardandpoors.com](mailto:sophia_grach@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני:

איתי רפל, תל אביב 3-753-9718 (972), [etai\\_rappel@standardandpoors.com](mailto:etai_rappel@standardandpoors.com)

### תוכן עניינים

חוזקות וחולשות

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית דירוג

נתונים פיננסיים התאמות והשוואות

=

Standard & Poor's Maalot

רחוב אבא הלל סילבר 12

רמת גן, 52506

טל: 03-7539700

פקס: 03-7539710

[www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il)

# מקורות חברת מים בע"מ

דירוג המנפיק
ilAAA/Stable

## חוזקות וחולשות

### חוזקות:

- מונופול טבעי בבעלות ממשלתית שמעמדו בשוק המים לא צפוי להשתנות בעתיד.
- בעלות במרבית מערכת הולכת המים בישראל ובלעדיות בהפעלת המוביל הארצי.
- סבירות 'גבוהה במיוחד' לכך שמדינת ישראל תעניק תמיכה יוצאת דופן, מספקת ובזמן במקרה של מצוקה פיננסית.
- תמיכה ממשלתית שוטפת באמצעות כללי הרגולציה.
- נגישות גבוהה למקורות מימון.

### חולשות:

- מבנה הון ויחסי כיסוי פחות טובים משל חברות בינלאומיות דומות המדורגות על ידי Standard & Poor's.
- אי ודאות בעניין המשך פיתוח הרגולציה על ידי רשות המים.
- חשיפתה של פעילות חברת הבת, מקורות יזום, לתחרות בשוק החופשי.
- צורך ביישום תוכנית השקעות משמעותית שעלולה להכביד על היחסים הפיננסיים העתידיים ועל הנזילות.

## שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של מקורות נסמך על הערכתנו לסבירות 'גבוהה במיוחד' לכך שמדינת ישראל תעניק תמיכה יוצאת דופן, מספקת ובזמן למקורות במקרה של מצוקה פיננסית. בהתאם למתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בעלות זיקה ממשלתית, אנו מבססים את דעתנו על הערכת מקורות כ-:

- בעלת חשיבות 'קריטית' לכלכלת ישראל, הנובעת מחיוניותם של המים עבור המדינה, מעמדה כמונופול טבעי בתחום הולכת המים וכספק העיקרי של מים בישראל (כ- 70% מסך אספקת המים, כ- 80% מסך אספקת מי שתייה לסקטור הביתי).
- בעלת קשר 'חזק מאוד' עם מדינת ישראל בשל שליטתה העיקרית בחברה, השפעתה החזקה של המדינה על תהליך קבלת החלטות במקורות והערכתנו כי הפרטת החברה לא צפויה בעתיד הנראה לעין.

אנו אומדים את הדירוג העצמאי של החברה בקבוצת ה- 'ilAA'. אנו רואים את מקורות כמונופול טבעי שמעמדה 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, החרפת המחסור במים לצד תחרות נמוכה וחסמי כניסה גבוהים בשוק המים, תומכים בשמירה על מעמדה החזק של החברה. להערכתנו, כללי הרגולציה הראשונית שפורסמו בפברואר 2011, המבוססים בעיקרם על הסכם העלויות האחרון שתוקפו פג ביוני 2009, מעניקים לחברה הכרה נאותה בהוצאותיה הקבועות והמשתנות, ומקטינים את חשיפתה לשינויים במחירי התשומות ולשינויים בביקוש למים.

גורמים חיוביים אלו מתקזזים חלקית על ידי: מבנה הון יחסי כסוי פחות טובים משל חברות בינלאומיות דומות המדורגות ע"י Standard & Poor's, בעיקר עקב מימוש תוכנית ההשקעות המאסיבית לאורך השנים; אי ודאות בעניין המשך פיתוח הרגולציה על ידי רשות המים; חשיפתה של פעילות חברת הבת, מקורות ייזום, שאינה נתמכת ע"י הממשלה, לתחרות בשוק החופשי; וגידול בחלקו היחסי של הסקטור הפרטי (יצרני מים מותפלים) במקורות המים בישראל (אם כי בטווח הקצר-בינוני הוא נשען על מערכת ההולכה והחלוקה של חברת מקורות). בשנים הקרובות על החברה מוטלת אחריות ליישם תוכנית השקעות משמעותית המסתכמת בכ- 1.0 מיליארד ₪ מדי שנה. להערכתנו, לחברה אין גמישות לגבי כ- 400-600 מיליון ₪ מתוכן (השקעות בשמירה על הקיים ועבודות בתהליך). על מקורות להמשיך ולגייס חוב נוסף לצורך מימוש תוכנית ההשקעות, וזה מכביד על היחסים הפיננסיים העתידיים ועל הנזילות של החברה.

### התפתחויות עסקיות עיקריות

הכנסות החברה עלו בשנת 2010 בכ- 7% לעומת שנת 2009. העלייה נובעת ממספר גורמים עיקריים: העלאת תעריפים למגזר המוניציפאלי (בכ-25% בינואר 2010 ובכ-5% ביולי 2010), גידול של כ-6% בכמות המים שסופקו (בעיקר בגלל עלייה בצריכת המים על ידי החקלאים) ועלייה בהכנסות מביצוע עבודות. עם זאת, בשל מבנה התעריפים הווחיות החברה כמעט ולא מושפעת מגורמים אלה (למעט השפעת הכנסות מביצוע עבודות). השיפור ברווחיות התפעולית המתבטא, בין היתר, בעלייה ביחס EBITDA להכנסות ל-20.9% מ-20.4% בשנת 2009, הושג בעיקר על ידי תפעול יעיל יותר וחסכון בהוצאות.

אנו מצפים להמשיך שיפור ברווחיות התפעולית בשנים הקרובות בעקבות:

- ירידה בסיכוני הגביה כפועל יוצא משיפור במוסר התשלומים במגזר המוניציפאלי בעקבות הקמת תאגידי מים וביוב. בשנת 2010 ירד חוב לקוחות מים ל-17.5 ימים במוצע לעומת 19 ימי חוב בשנת 2009 ו-23 ימי חוב בשנת 2008. חלקם של תאגידי מים בהכנסות החברה מהמגזר המוניציפאלי עלה ל-40.5% בשנת 2010 מ-24% בלבד בשנת 2009. אנו מצפים כי ככל שחלקם של תאגידי מים בהכנסות החברה יגדל, שיעורי הגביה ימשיכו להשתפר.
- חתימת הסכם באפריל 2010 לרכישת חשמל מיצרן פרטי, דוראד אנרגיה בע"מ, משנת 2014 אמורה להוזיל את עלויות האנרגיה העתידיות של מקורות המהווים כיום כ-15% מעלות המכירות והעבודות.
- ביצוע פעולות לשיפור פחת המים, בין היתר באמצעות הרחבת השימוש במערכת מדידת מים מרחוק. נציין כי בשנת 2010 עמד פחת המים במתקני מקורות ב-4% בלבד.

כמו כן, אנו מצפים להוצאות מימון גבוהות יותר בשל צורך לממן תוכנית השקעות מאסיבית בגיוס חוב חדש. לפיכך יחס כיסוי הוצאות ריבית באמצעות EBITDA צפוי לרדת בשנים הקרובות, לדעתנו, ל-2.9x מ-3.6x בשנת 2010.

## התפתחויות פיננסיות עיקריות

החוב הפיננסי המתואם של מקורות (אחרי ניכוי הכנסות לקבל מעדכון תעריפים צפוי והתיק הנזיל העודף) עלה בשנת 2010 בכ- 11% והסתכם ב- 31 לדצמבר 2010 בכ- 5.0 מיליארד ש"ח. כפועל יוצא מגידול בהונת העצמי של מקורות, היחס המתואם בין החוב ל- CAP נשאר כמעט ללא שינוי ברמה של כ- 61%. להערכתנו, בשנים הקרובות צפוי היחס המתואם בין חוב ל- CAP לעלות בהדרגה לכ- 65%, בהתאם לדרישות הרגולציה.

בשנים 2009-2010 חל שיפור ביחסי הכיסוי בעקבות גידול ברווחיות, וכפועל יוצא מכך, עליה ב- FFO (funds from operations). היחס המתואם בין ה- FFO לחוב עלה בשנת 2010 ל- 12.6% מכ- 11.8% בשנת 2009. להערכתנו בשנים הקרובות צפוי יחס זה לרדת לכ- 10%-11%, היות ועל החברה להגדיל את היקף החוב הפיננסי, בעיקר לצורך יישומה של התוכנית הממשלתית לפיתוח משק המים.

## נזילות

להערכתנו, רמת הנזילות של מקורות מספקת בהתבסס על נגישותה הגבוהה למקורות מימון, בין היתר, מתוקף זיקתה למדינת ישראל, ותפיסתנו כי לממשלת ישראל יש יכולת ורצון לספק נזילות מספקת כדי לתמוך בחברה במידת הצורך במועד הנדרש.

להערכתנו ועל סמך תחזיות שנמסרו על ידי החברה, בשנים 2011-2013 מקורות הפנימיים של החברה (תיק נזיל ו- FFO) מספיקים לשירות החוב ולתחזוקת ושימור המתקנים הקיימים. עם זאת, החברה זקוקה לגיוס חוב נוסף מדי שנה על מנת להשקיע בפיתוח מתקני מים חדשים ולהחזיר יתרת התחייבויותיה למדינה. לדעתנו, מצב זה מעלה את סיכון המימון בחברה, היות ובהעדר מסגרות אשראי חתומות במערכת הבנקאית, מקורות תלויה בהמשך גישתה הטובה לשוק ההון לצורך גיוס חוב זה. לפיכך, ולפי מתודולוגיה שלנו, נזילות מקורות על בסיס עצמאי, ללא צפי לתמיכה ממשלתית במימוש תוכנית ההשקעות (במידה ויהיה לכך צורך), היא חלשה.

שינוי הערכתנו לגבי יכולתה ורצונה של ממשלת ישראל לתמוך בהמשך רמת הנזילות המספקת של החברה יכול להביא אותנו להורדת הדירוג העצמאי של מקורות.

נציין כי ביולי 2011 גייסה החברה אגרות חוב חדשות ע"ס כ- 1.06 מיליארד ש"ח ובכך הבטיחה את נזילותה בשנה הקרובה.

## תחזית דירוג

תחזית הדירוג הינה יציבה ומבטאת בעיקר את הערכתנו כי נכונותה של המדינה לתמוך במקורות בעת הצורך ומעמדה המונופוליסטי של החברה אינם עומדים להשתנות בעתיד הנראה לעין.

שינוי לרעה בדירוג החברה יתכן במידה ויחולו התפתחויות ברגולציה אשר יגרמו לשינויים מהותיים במבנה התמיכות הממשלתיות ולהידרדרות במצבה הפיננסי של החברה. לפיכך נמשיך לעקוב אחרי המשך תהליך פיתוח הרגולציה על ידי רשות המים.

גם שינויים לרעה בנזילות החברה, בין היתר, בשל הגדלת תוכנית ההשקעות ומשבר בשוק ההון, עלולים לגרום להורדת הדירוג העצמאי ובהמשך אף להורדת הדירוג הכללי. עם זאת, אנו לא מצפים להתפתחויות אלה בתקופה הקרובה. אנו מצפים כי החברה תמשיך במדיניותה של שמירת כרית של מזומנים עודפים כדי להתמודד עם שינויים לרעה בשוק ההון.

## נתונים פיננסיים התאמות והשוואות

הדו"חות הכספיים של מקורות ערוכים בהתאם לתקינה הישראלית ולא לפי תקני International Financial Reporting Standards מאחר ובשלב זה החברה אינה מחויבת לכך בשל היותה חברה פרטית. הניתוח הפיננסי מתייחס לדו"ח פרפורמה של מקורות חברת המים, ללא נכסים שיעברו לחברת מקורות המוביל הארצי ונכסים בע"מ (המפא"ר) לאחר השלמת השינוי המבני. ע"פ הוראת שר האוצר, קיבלה החברה החרגה מיישום תקן 12 (הפסקת התאמת הדו"חות הכספיים לאינפלציה). יישום תקן 12 בשנת 2010 היה גורם להקטנה מצטברת של ההון העצמי בסך של כ- 840 מיליון ₪ ולקיטון ברווח הנקי לשנה זו בסך של כ- 48 מיליון ₪ כתוצאה מעליית המדד בשיעור של 2.7%.

אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים של מקורות. ההתאמות הנ"ל באות לידי ביטוי הן ברמת החוב הפיננסי והן במדידת תזרים המזומנים.

להלן ההתאמות העיקריות:

- קיזוז עודפי מזומנים (מזומנים שאינם מיועדים להשקעות ברכוש קבוע או בהון חוזר) מהחוב הפיננסי המדווח.
- קיזוז התחייבות ממשלת ישראל בגין עדכון תעריפי מים מהחוב הפיננסי המדווח.
- התאמת חוב, EBITDA, FFO והוצאות מימון בגין התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד. נציין כי לחברה אין התחייבויות פנסיוניות חוץ מאזניות כגון פנסיה תקציבית.

<b>Table 1</b>										
<b>Reconciliation Of Mekorot Water Company Ltd. Reported Amounts With Standard &amp; Poor's Adjusted Amounts (Mil. NIS)</b>										
<b>--Fiscal year ended Dec. 31, 2010--</b>										
<b>Mekorot Water Company Ltd. reported amounts</b>										
	<b>Debt</b>	<b>Shareholder s' equity</b>	<b>Revenues</b>	<b>EBITDA</b>	<b>Operating income</b>	<b>Interest expense</b>	<b>Cash flow from operations</b>	<b>Cash flow from operations</b>	<b>Dividends paid</b>	<b>Capital expenditures</b>
Reported	5,331.9	3,148.3	4,260.3	875.6	404.9	224.4	1,024.8	1,024.8	--	563.9
<b>Standard &amp; Poor's adjustments</b>										
Postretirement benefit obligations	289.8	--	--	15.4	15.4	20.0	(27.3)	(27.3)	--	--
Surplus cash and near cash investments	(500.0)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Index Linked debt annual accretion	--	--	--	--	--	--	--	22.1	--	--
Reclassification of non-operating income (expenses)	--	--	--	--	72.3	--	--	--	--	--
Reclassification of working-capital cash flow changes	--	--	--	--	--	--	--	(392.1)	--	--
Debt - Accrued interest not included in reported debt	33.3	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Debt - Other	(162.5)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total adjustments	(339.5)	0.0	0.0	15.4	87.7	20.0	(27.3)	(397.4)	0.0	0.0
<b>Standard &amp; Poor's adjusted amounts</b>										
	<b>Debt</b>	<b>Equity</b>	<b>Revenues</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>	<b>Interest expense</b>	<b>Cash flow from operations</b>	<b>Funds from operations</b>	<b>Dividends paid</b>	<b>Capital expenditures</b>
Adjusted	4,992.4	3,148.3	4,260.3	891.0	492.5	244.4	997.4	627.4	0.0	563.9

**Table 2**  
**Mekorot Water Company Ltd. -- Peer Comparison**  
 Industry Sector: Water

	Mekorot Water Company Ltd.	Gelsenwasser AG BBB+/Positive/-	Rand Water	Wessex Water Ltd.
Rating as of July 31, 2011	iiAAA/Stable	-	A/Stable/--	BBB+/Stable/--
	--Fiscal year ended Dec. 31, 2010--		--Fiscal year ended June 30, 2010--	--Fiscal year ended March 31, 2011--
(Mil. \$)				
Revenues	1,202.7	942.4	668.4	713.1
EBITDA	251.5	166.5	65.7	447.2
Net income from continuing operations	53.3	212.9	39.5	185.1
Funds from operations (FFO)	177.1	154.7	69.1	290.5
Cash flow from operations	281.6	120.7	73.6	277.6
Capital expenditures	159.2	36.6	118.4	114.5
Free operating cash flow	122.4	84.1	(44.8)	163.1
Discretionary cash flow	122.4	48.0	(44.8)	(7.1)
Cash and short-term investments	95.8	0.0	121.0	101.0
Debt	1,409.4	651.7	107.0	2,653.3
Equity	888.8	1,377.1	790.0	537.1
Adjusted ratios				
Annual revenue growth (%)	7.0	4.3	6.8	1.5
EBITDA margin (%)	20.9	17.7	9.8	62.7
EBITDA interest coverage (x)	3.6	5.2	3.9	4.4
EBIT interest coverage (x)	2.0	5.1	3.4	3.3
Return on capital (%)	6.0	8.4	6.3	10.5
FFO/debt (%)	12.6	23.7	64.5	11.0
Free operating cash flow/debt (%)	8.7	12.9	(41.8)	6.1
Debt/EBITDA (x)	5.6	3.9	1.6	5.9
Total debt/debt plus equity (%)	61.3	32.1	11.9	83.2

**Table 3**  
**Mekorot Water Company Ltd. -- Financial**  
**Summary**

Industry Sector: Water

	--Fiscal year ended Dec. 31--				
	2010	2009	2008	2007	2006
Rating history	ilAAA/Stable	ilAAA/Stable	ilAAA/Stable	ilAAA/Stable	ilAAA/Stable
(Mil. NIS)					
Basic CPI (Average 2006=100)	113.1	110.6	106.5	106.5	106.5
Revenues	4,260.3	3,982.8	3,889.3	3,069.3	3,062.1
EBITDA	891.0	813.7	823.6	774.3	563.4
Operating income	420.3	375.3	412.2	382.3	195.0
EBIT	492.5	415.0	495.0	490.3	270.2
Interest expense	244.4	258.2	246.9	255.1	162.7
Net income from continuing operations	189.0	221.4	174.0	229.3	156.0
Funds from operations (FFO)	627.4	530.2	690.3	586.5	540.4
Capital expenditures	563.9	901.0	772.8	646.7	851.1
Free operating cash flow	433.5	(438.6)	(183.5)	184.9	(9.9)
Dividends paid	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Debt	4,992.4	4,506.6	4,758.9	5,726.4	5,629.8
Preferred stock	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity	3,148.3	2,900.4	2,578.1	2,404.0	1,988.9
Debt and equity	8,140.7	7,407.0	7,336.9	8,130.4	7,618.7
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	20.9	20.4	21.2	25.2	18.4
EBITDA interest coverage (x)	3.6	3.2	3.3	3.0	3.5
EBIT interest coverage (x)	2.0	1.6	2.0	1.9	1.7
FFO interest coverage (x)	2.6	2.1	2.8	2.4	3.3
FFO/debt (%)	12.6	11.8	14.5	10.2	9.6
Discretionary cash flow/debt (%)	8.7	(9.7)	(3.9)	3.2	(0.2)
Net cash flow/capital expenditures (%)	111.3	58.8	89.3	90.7	63.5
Debt/EBITDA (x)	5.6	5.5	5.8	7.4	10.0
Debt/debt and equity (%)	61.3	60.8	64.9	70.4	73.9
Return on capital (%)	6.0	5.4	6.1	6.0	3.6
Return on common equity (%)	6.2	8.1	7.0	9.3	8.0
Common dividend payout ratio (un-adj.) (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

- Standard & Poors 'Rating Government-Related Entities: Methodology and Assumptions' שפורסם על ידי Standard & Poors בתאריך 9 בדצמבר, 2010.
- Standard & Poors 'Stand-Alone Credit Profiles: One Component of A Rating' שפורסם על ידי Standard & Poors בתאריך 1 באוקטובר, 2010.
- 'Methodology And Assumptions: Standard & Poor's Standardizes Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers' שפורסם על ידי Standard & Poors בתאריך 2 ביולי 2010. את המאמרים המתודולוגיים המוזכר ניתן למצוא באתר של Standard & Poor's בכתובת: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

Ratings Details (As of August 30, 2011)	
<b>Issuer Credit Rating</b> Senior Unsecured (Series 1 – 9, private series dated April 2003 and December 2003)	<b>iiAAA/Stable</b> iiAAA
<b>Ratings History</b>	
10-Sep -2008	iiAAA/Stable
Dec – 2002	iiAAA
<b>Debt Maturities</b>	
As Of Dec. 31, 2010:	
2011:	NIS 471.6 million
2012:	NIS 447.5 million
2013:	NIS 439.8 million
2014:	NIS 374.2 million
2015:	NIS 294.1 million
Thereafter:	NIS 2,774.4 million

אנליסט אשראי ראשי:

סופיה גרץ', תל אביב 3-753-9724 (972), [sophia\\_grach@standardandpoors.com](mailto:sophia_grach@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני:

איתי רפל, תל אביב 3-753-9718 (972), [etai\\_rappel@standardandpoors.com](mailto:etai_rappel@standardandpoors.com)

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

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות 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 Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל S&P Maalot 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 Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, 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.