Maalot
S&P Global Ratings

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ

.....

30 ביולי 2023

אנליסט אשראי ראשי:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איל עברון, 972-3-7539723 eyal.evron@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
יחסים עיקריים 5
תיאור החברה 5
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 6
נזילות 7
ניתוח התניות 8
התאמות לדירוג 8
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 8
אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי 8
ניתוח שיקום חוב 8
שיקולים עיקריים 8
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 9
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 9
התאמות לדיווח הכספי 10

מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....11
רשימת דירוגים 12

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilA-/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• ביצועים תפעוליים יציבים יחסית לאורך זמן של תיק הנכסים המניבים בישראל, המגדילים את נראות ההכנסות והתזרימים. • פיזור סקטוריאלי בענף הנדל"ן המניב בין משרדים, מלונות ומסחר, וכן פעילות ייזום נדל"ן (כולל מכירת קרקעות), תפעול מלונות וקבלנות. • מינוף נמוך יחסית לקבוצת ההשוואה הנתמך במדיניות הפיננסית.	• גודל ופיזור תיק הנכסים נמוכים ביחס לקבוצת ההשוואה. • חלק ניכר מהנכסים אינם מאוחדים ולא נמצאים בשליטה מלאה של החברה. • חשיפה של כל החוב הפיננסי לריבית משתנה או למדד, אם כי העובדה שגם חוזי שכירות צמודים למדד ממתנת חלק מהסיכונים.

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ ("אלה" או "החברה") הציגה שיפור בביצועים התפעוליים בשנה האחרונה. בשנתיים האחרונות הציגה החברה גידול עקבי ב-EBITDA המתואם (כולל איחוד חלקי יחסי של הנכסים המוצגים לפי שיטת השווי המאזני), בעיקר בעקבות שיפור הביצועים של מלונות החברה לאחר משבר הקורונה (חלק מרכיב ההכנסות הוא דמי שכירות משתנים) וצמיחה אורגנית, בין היתר בשל הצמדת מרבית חוזי השכירות למדד ומכירת הקרקעות באבן יהודה. ה-EBITDA עמד על כ-55 מיליון ₪ ב-2022, לעומת כ-41 מיליון ₪ ב-2021 וכ-31 מיליון ₪ ב-2020. שיעור התפוסה נשאר גבוה ויציב, מעל 95% בממוצע בישראל. אנו צופים שמגמת ההתרחבות תימשך, בעיקר על סמך המשך פיתוח הנכסים הקיימים ורכישת נכסים חדשים הניתנים להשבחה, כדוגמת חתימה על הסכם לרכישת פרויקט "מקורות" ברחוב לינקולן בתל-אביב בינואר 2023. החברה הציגה בפנינו מדיניות פיננסית על פיה היקף הנכסים בייזום יישאר מוגבל יחסית והיא תתמקד בעיקר בפרויקטים להחזקה עצמית הכוללים השכרה מראש.

אנו צופים כי יחסי הכיסוי והמינוף ימשיכו להלום את הדירוג גם בשנתיים הקרובות. אנו צופים שיחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון יעמוד בשנתיים הקרובות על כ-2.4x-1.8x, בהינתן סביבת הריבית והאינפלציה הנוכחית והצפויה, ושיחס המינוף חוב לחוב והון עצמי יישאר עד 50%. היחסים החזויים הולמים את הדירוג ונתמכים בביצועים תפעוליים יציבים של הנכסים, בפירעון מוקדם של הלוואות בנקאיות בריבית משתנה גבוהה באמצעות תמורת הנפקת האג"ח ובמדיניות הפיננסית של החברה לשמירה על מינוף מאזני של עד כ-50%.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תמשיך החברה להציג ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים המניב הקיים והיקף ייזום מוגבל יחסית. היחסים המתואמים שהולמים את הדירוג להערכתנו הם יחס EBITDA להוצאות המימון של כ-2.0x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-50%, הנתמכים במדיניות הפיננסית של החברה.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול התדרדרות ביחסים הפיננסיים של החברה לאורך זמן, ליחס חוב לחוב והון עצמי גבוה מ-55% או ליחס EBITDA להוצאות מימון נמוך מ-1.8x. התדרדרות ברמת הנזילות של החברה או במרווח על התניותיה הפיננסיות תפעיל גם כן לחץ שלילי על הדירוג. להערכתנו, תרחישים אלה ייתכנו אם החברה תחרוג מהותית מתקציב ההשקעות שלה, דבר שישפיע לרעה על הפרופיל הפיננסי, או אם תחול הרעה בשוקי המשרדים והמלונאות בישראל.

התרחיש החיובי

העלאת דירוג תיתכן אם החברה תגדיל את תיק הנכסים המניב שלה, בעיקר נכסים מאוחדים בשליטתה, תוך הגדלת תזרימי המזומנים, שיפור בפיזור הנכסים ושמירה על ביצועים תפעוליים יציבים, ובמקביל תשמור על הפרופיל הפיננסי הקיים.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- ב-2023: צמיחה של 1.5% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של 3.8% ושיעור אבטלה של 4.2%.
  ב-2024: צמיחה של 3.5% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של 2.5% ושיעור אבטלה של 4%.
- שמירה על שיעורי תפוסה יציבים, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- צמיחה ב-NOI (net operating income) מנכסים קיימים, בעיקר בשל הצמדת רוב חוזי השכירות למדד ובשל חוזים חדשים.
- שיעור NOI מהכנסות יציב יחסית.
- ירידה במכירות יחידות קרקע באבן יהודה על סמך הסביבה הכלכלית הנוכחית, קצב המכירות והמחירים הקיימים.
- השקעות כוללות של כ-120-220 מיליון ₪ בשנים 2023-2025, כולל רכישת פרויקט לינקולן, השקעה בפיתוח נכסים קיימים והנחתנו להשקעות פוטנציאליות נוספות.
- יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים.
- חלוקת דיבידנד של כ-4-6 מיליון ₪ בשנה, בדומה לעבר.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2022A	2023E	2024E
EBITDA/הוצאות מימון	2.8x	2.2-1.8x	2.4x-2.0x
חוב/חוב והון עצמי	44.5%	45%-40%	47%-40%
חוב/EBITDA	8.2x	9.0x-7.0x	9.0x-7.0x

על בסיס איחוד חלקי יחסי. A-בפועל. E-צפוי.

תיאור החברה

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ היא חברת נדל"ן העוסקת בעיקר ברכישה, הקמה והשכרה של נכסי נדל"ן מניב בישראל, בעיקר מבני משרדים ובתי מלון. ב-31 במרץ 2023 כלל תיק הנכסים של החברה (על פי הדוחות הכספיים) עשרה נכסי נדל"ן מניב בישראל (כולל זכויות שכירות בבניין בירושלים), החזקה בקרקע למכירה באבן יהודה, שני נכסים מניבים לא מהותיים בקפריסין וקרקע ביוון, בהיקף כולל של כ-860 מיליון ₪ (חלק החברה). בנוסף שילמה החברה מקדמה לרכישת פרויקט מקורות ברחוב לינקולן בתל-אביב שהשלמתה צפויה בעוד מספר שנים לאחר העברת מטה חברת מקורות מתל-אביב לחולון. פעילות החברה כוללת גם מתן שירותי בנייה, פיתוח ופיקוח. החברה מספקת כיום שירותי בנייה להרחבות ושיפורים בקיבוץ קריית ענבים. אלה היא חברה פרטית מדווחת ומוחזקת בשרשור על ידי בעל השליטה מר ראובן אלה.

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בתיק נכסים מניבים יציב, הכולל, נכון ל-31 למרץ 2023, עשרה נכסי נדל"ן בישראל, מתוכם ארבעה נכסי משרדים, שלושה בתי מלון, זכויות שכירות בבניין בירושלים ושני נכסים מסחריים ושני נכסים מניבים בקפריסין. תיק הנכסים המניבים מקנה להערכתנו נראות גבוהה של הכנסות, בזכות יציבות תפעולית המתבטאת בשיעור תפוסה ממוצע גבוה לאורך זמן (מעל 95% בממוצע) והעובדה שהחברה מחזיקה בנכסים שנים רבות ואת רובם אף הקימה. לחברה כ-130 שוכרים מתחומים שונים, אם כי רובם נמצאים בנכס בית דן אביב ושאר הנכסים מושכרים בעיקר לשוכרים בודדים. קיימת תלות בשני שוכרים מהותיים התורמים יחד כ-22% מסך דמי השכירות של החברה (על פי חלקה), מדינת ישראל (כ-15% מהכנסות) וישרוטל (כ-7%), שמח"מ חוזי השכירות שלהן (ללא אופציות הארכה) הוא כשלוש-ארבע שנים. איכות השוכרים המהותיים ממתנת להערכתנו את ההשפעה השלילית של הריכוזיות על הפרופיל העסקי של החברה.

פעילות השכרת בתי המלון של אלה מרוכזת בשלושה בתי מלון באיכות ומיצוב גבוהים להערכתנו, הממוקמים באזור ירושלים והרצליה, ותורמים כ-44% מה-NOI של פעילות הנדל"ן המניב של החברה. נציין כי אף שחשיפת החברה לתפעול המלונות מוגבלת (רק במלון אחד היא שותפה לתפעול), בחלק מהחוזים קיים מרכיב

הכנסות משתנה התלוי בביצועי המפעילים. פעילות מכירת חלקות הקרקע אמנם צפויה לקטון השנה בהינתן הסביבה הכלכלית הנוכחית וקצב המכירות לפי הרבעון הראשון של 2023, אך עדיין להערכתנו צפויה לתרום מהותית לתזרים הפנוי של החברה בשל העובדה כי הקרקע פנויה משעבוד.

הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי משקפת גם את אסטרטגיית הצמיחה של החברה, המתבססת בעיקר על המשך פיתוח הנכסים הקיימים ורכישת נכסים חדשים הניתנים להשבחה. החברה הציגה בפנינו מדיניות פיננסית על פיה פעילות הייזום, המאופיינת בסיכון גבוה יותר להערכתנו מפעילות הנדל"ן המניב, תישאר בהיקף מוגבל יחסית ותתמקד בעיקר בפרויקטים להחזקה עצמית הכוללים השכרה מראש.

הפרופיל העסקי והדירוג מוגבלים, לדעתנו, בשל היקף ופיזור תיק נכסים נמוכים יחסית לחברות בדירוג גבוה יותר, ומאחר שחלק ניכר משווי הנכסים ומה-NOI על בסיס איחוד חלקי יחסי נובעים מנכסים המסווגים לפי שיטת השווי המאזני, בהם אין לחברה שליטה מלאה בקבלת ההחלטות.

הפרופיל הפיננסי

אנו מנתחים את הפרופיל הפיננסי של החברה כולל איחוד חלקי יחסי של הנכסים המוצגים לפי שיטת השווי המאזני. אף שנכסים אלו אינם בשליטה מלאה של החברה על פי ההגדרה החשבונאית, אנו מעריכים את חשיבותם לחברה כגבוהה, בעיקר בשל היקפם ותרומתם לתזרים החופשי שלה.

יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון עמד ב-2022 על כ-2.8x, לעומת כ-2.9x ב-2021. היציבות נבעה מעלייה בהוצאות המימון של החברה בעקבות העלייה בסביבת הריבית והנפקת איגרות החוב, מול הגידול ב-EBITDA המתואם. לאחר שימוש בחלק מתמורת ההנפקה בעיקר לרכישת פרויקט "מקורות", יחס החוב לחוב והון העצמי של החברה עמד על כ-44.5% בסוף 2022, לעומת כ-37% בסוף 2021.

הפרופיל הפיננסי משקף להערכתנו יחס כיסוי EBITDA להוצאות מימון של כ-1.8x-2.4x בשנתיים הקרובות, טווח ההולם את הדירוג הנוכחי, בהתחשב בציפיות האינפלציה של S&P Global Ratings וסביבת הריבית הנוכחית (היות שחלק מהחוב הפיננסי של החברה צמוד למדד המחירים לצרכן ואנו כוללים את עלויות ההצמדה בהוצאות המימון, וחלק הוא בריבית משתנה). בנוסף אנו צופים כי בשנתיים הקרובות יישמר היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי ברמה הנמוכה מכ-50% וממוצע קבוצת ההשוואה, בהתבסס על תקציב ההשקעות שהוצג לנו ובהתאם למדיניות הפיננסית של החברה לשמירה על מינוף מאזני של עד כ-50%.

Table 1.
Ella R Building Engineering -- Financial Summary (Mil. NIS)
Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2022	2021	2020
Revenue	139.9	86.9	58.4
EBITDA	55.3	41.0	30.9
Funds from operations (FFO)	36.3	24.2	19.3
Interest expense	19.8	13.9	12.5

	2022	2021	2020
Cash interest paid	15.0	13.0	10.7
Cash flow from operations	47.7	54.0	14.0
Cash and short-term investments	34.8	73.8	13.0
Gross available cash	34.8	73.8	13.0
Debt	451.3	286.8	381.3
Equity	563.5	488.7	422.7
Adjusted ratios			
EBITDA margin (%)	39.5	47.1	53.0
EBITDA interest coverage (x)	2.8	2.9	2.5
Debt/EBITDA (x)	8.2	7.0	12.3
FFO/debt (%)	8.1	8.4	5.0
Cash flow from operations/debt (%)	10.6	18.8	3.7
Debt/debt and equity (%)	44.5	37.0	47.4

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ, שאותה אנו מנתחים על פי איחוד חלקי יחסי עם החברות הכלולות, כהולמת. אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2023. בחינת נזילות החברה מתבססת על היקף המזומנים והתזרים החיובי השוטף כנגד החלויות וההשקעות הצפויות. אנו מעריכים שהחברה תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA. אנו מעריכים את נגישות החברה לבנקים כטובה, בין היתר לאור עלות המימון של החוב הבכיר. כמו כן, לחברה מדיניות ניהול סיכונים זהירה כחלק ממדיניות הפיננסית שלה. יש לציין כי החל מסוף 2024 צפויה החברה לפרוע חלויות אג"ח, שנפרסו באופן נוח יחסית. יצוין כי בניתוח הנזילות לא כללנו השקעות לא מחייבות שאינן חתומות. פירעון אשראי בנקאי במאי 2023 בוצע משחרור כספים מפיקדון מוגבל בסכום דומה ולכן לא נכלל בטבלה מטה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2023:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-27 מיליון ₪. • FFO (funds from operations) במזומן (כולל חלקה של החברה בתזרים הפנוי של חברות כלולות) של כ-30-35 מיליון ₪, להערכתנו.	• חלויות חוב של כ-25 מיליון ₪. • הוצאות הוניות (capex) בהיקף של כ-5-10 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-6 מיליון ₪ (הושלם).

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות. להבנתנו, נכון ל-31 במרץ 2023 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות (בהלוואת מלון פאבליקה בוטלו ההתניות הפיננסיות ברבעון הראשון של 2023). אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה שלילית

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי

גורמי ממשל תאגידי מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח האשראי של אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ, שהיא חברה פרטית מדווחת וקבלת ההחלטות התאגידית בה עשויה לתעדף את האינטרסים של בעלי השליטה על פני אלה של בעלי עניין אחרים.

אינדיקטור ESG	E-2	S-2	G-3
גורם ESG	לא רלוונטי	לא רלוונטי	מבנה ממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי מספקים גילוי ושקיפות נוספים ברמת המנפיק ומשקפים את הערכתנו לגבי ההשפעה של גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי על ניתוח דירוג האשראי שלנו. אינדיקטורי ESG אינם בבחינת דירוג אשראי, דירוג קיימות או הערכת ESG. מידת ההשפעה של גורמים אלה מבוטאת בסולם של 1 עד 5, כאשר 1 = השפעה חיובית, 2 = היעדר השפעה, 3 = השפעה שלילית מתונה, 4 = השפעה שלילית, ו-5 = השפעה שלילית מאד. למידע נוסף ראו אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי – הגדרות ויישום, מ-13 באוקטובר 2021.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרת אג"ח א' הבלתי מובטחת של החברה. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- דירוג שיקום החוב של סדרת האג"ח מושפע בעיקר מהמינוף הנוכחי של החברה וממבנה החוב שלה.

ניתוח שיקום החוב נעשה על בסיס מבנה החוב הקיים, בהנחה שהחוב הבנקאי ימוחזר. הגדלה משמעותית

של החוב המובטח, בין היתר אם החברה תרכוש נכסים חדשים בשיעורי מינוף גבוהים, עשויה להשפיע לשלילה על שיעור שיקום החוב של החוב הלא מובטח.

- על אף המופיע במפל התשלומים, הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת היות שהסדרה אינה מובטחת ובשל הערכתנו כי החברה עשויה להגדיל את היקף החוב המובטח או הבכיר במסלול ההתדרדרות.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל ועלייה חדה בשיעור האבטלה יובילו למשבר בענף הנדל"ן ולצמצום משמעותי בביקוש לשטחים להשכרה. כתוצאה מכך תחול ירידה בשיעורי התפוסה, בדמי השכירות, בשווי הנכסים ובתזרימי המזומנים לרמה הנמוכה מצורכי שירות קרן וריבית.
- שווי הנכסים המניבים נטו של החברה יפחת בכ-40% בתרחיש ההיפותטי על מצב השוק, בהינתן סוג הנכסים, פיזור השוכרים והריכוזיות הגיאוגרפית.
- שווי הנכסים בפיתוח יפחת בכ-50% בהתחשב במועד ההשלמה הצפוי, בהון הדרוש להשקעה וברמת האישורים הנדרשים לפרויקטים.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים המרכזיים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-375 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי בכיר: כ-357 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי בכיר: כ-95 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-262 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרה א'): כ-199 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 70%-90% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק			
הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	+3 נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	+2 נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	+1 נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	-1 נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	-2 נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ לשנת 2022:

- ניכוי מזומנים זמינים מהחוב הפיננסי המדווח.
- שימוש בריבית התזרימית לצורך חישוב ה-FFO. שימוש בריבית תוצאתית, הכוללת הכרה בעלויות הצמדה, לצורך חישוב יחס כיסוי הריבית, על מנת ליצור בסיס להשוואה בין חברות עם סוגי מימון שונים.
- איחוד חלקי יחסי של הנכסים המוצגים לפי שיטת השווי המאזני.

Table 2.

Ella R Building Engineering--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2022

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**283.1**	**563.7**	**66.1**	**77.3**	**8.8**	**55.3**	**30.9**
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(3.9)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(4.0)	--
Reported lease liabilities	27.6	--	--	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(34.8)	--	--	--	--	--	--
Deconsolidation/consolidation	175.4	--	73.8	31.8	11.0	(11.0)	20.9
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	--	(55.0)	--	--	--

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(4.0)
Noncontrolling interest/minority interest	--	(0.3)	--	--	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	--	1.1	--	--	--
Total adjustments	**168.2**	**(0.3)**	**73.8**	**(22.1)**	**11.0**	**(18.9)**	**16.9**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**451.3**	**563.5**	**139.9**	**55.3**	**19.8**	**36.3**	**47.7**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 2018
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA-\Stable	17/08/2022	17/08/2022
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	ilA	17/08/2022	17/08/2022
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אוגוסט 17, 2022	ilA-\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	10:12 30/07/2023		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	10:12 30/07/2023		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

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 לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

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

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות 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 מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי 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. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.