Maalot
S&P Global Ratings

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

5 באוגוסט 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג מנפיק 'ilA+', התחזית יציבה; אשרור דירוג 'ilAA' לסדרת אג"ח ו' ודירוג 'ilAA-' לסדרות אג"ח ה' ו-ז'; קביעת דירוג מנפיק זמן קצר 'ilA-1'

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

וידל בינדר 972-3-7539721 vidal.binder@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות 5
יחסים עיקריים 5
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 8
ניתוח התניות 9
התאמות לדירוג 9
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 9
ניתוח שיקום חוב 10
שיקולים עיקריים 10

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 10
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 10
התאמות לדיווח הכספי 11
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 12
רשימת דירוגים 12

אשרור דירוג

אשרור דירוג מנפיק 'ilA+', התחזית יציבה; אשרור דירוג 'ilAA' לסדרת אג"ח ו' ודירוג 'ilAA-' לסדרות אג"ח ה' ו-ז'; קביעת דירוג מנפיק זמן קצר 'ilA-1'

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• תיק נכסים מניבים גדול יחסית, המפוזר במספר ערים מרכזיות במדינות עם סיכון מדינה נמוך. • פיזור סקטוריאלי בענף הנדל"ן המניב – משרדים, מסחר ותעשייה – ופעילות מלונאית. • צפי למינוף הולם ויציב יחסית בהתאם למדיניות פיננסית.	• פעילות מלונאית הכוללת החזקה ותפעול, שהסיכון בה גבוה להערכתנו משל פעילות הנדל"ן המניב ומגדילה את תנודתיות ההכנסות והרווחיות של החברה. • חלק ניכר מההלוואות הבנקאיות של החברה הן בריבית משתנה, אם כי החברה נוהגת לרכוש מכשירים לקיבוע תקרת שיעור הריבית, בעיקר בהלוואות בשוויץ. • העובדה שרוב נכסי החברה משועבדים מגבילה את הגמישות הפיננסית.

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ ("אלרוב" או "החברה") הציגה שיפור בביצועים התפעוליים בנכסים המניבים אך היחלשות בביצועי תחום המלונאות. בשנת 2023 צמח ה-NOI (net operating income) של החברה בכ-19%, בעיקר בשל השכרת שטחים פנויים בנכסי החברה בשווייץ ועליית שער החליפין של הפרנק השוויצרי מול השקל. עלייה בדמי השכירות בנכסים בישראל ובצרפת תרמה גם היא לשיפור ביצועי החברה. שיעור התפוסה בנכסים המניבים נותר הולם בסוף 2023 ועמד על כ-95% בממוצע, כתלות בסוג הנכס ובמדינה בו הוא נמצא. השמירה על ביצועים תפעוליים הולמים משקפת להערכתנו את איכות ותמהיל תיק הנכסים, ותומכת בהערכתנו לפרופיל העסקי. מנגד, העודף התפעולי של פעילות בתי המלון נפגע, ועמד על כ-170 מיליון ₪ ב-2023 לעומת כ-214 מיליון ₪ ב-2022 בעקבות השפעת המלחמה בין ישראל לחמאס על בתי המלון בירושלים וירידה ברווחיות של מלונות בחו"ל.

יחסיה הפיננסים של אלרוב נחלשו אך הם ממשיכים להיות הולמים את הדירוג. בתקופה האחרונה חלה עלייה ביחס החוב לחוב והן עצמי של החברה והוא עמד על כ-53.20% בסוף 2023 לעומת כ-48.80% בסוף 2022, בעיקר כתוצאה מרכישה עצמית של מניות, משיערוך שלילי של נדל"ן להשקעה ומלונות, מעלייה בהוצאות המימון ומהשקעות בנכסים. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון נחלש גם הוא ועמד על כ-1.5x ב-2023 לעומת כ-2.5x ב-2022, בעיקר בעקבות העלאת הריבית במדינות הפעילות, היות שחלק ניכר מההלוואות הבנקאיות של החברה הן בריבית משתנה, עם גידור מסוים בעיקר בשוויץ. אנו מעריכים כי בהינתן

הסביבה הכלכלית הנוכחית יחול שיפור מסוים ביחס כיסוי הריבית בשנתיים הקרובות וכי החברה תמשיך להציג יחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג.

אנו קובעים לאלרוב דירוג זמן קצר 'ilA-1'. הדירוג לזמן קצר מתבסס על דירוג החברה לזמן ארוך, בהתאם לטבלת המיפוי אשר מראה את הקשר שבין דירוג המנפיק לטווח ארוך לבין הדירוג לטווח קצר בסולם הדירוג הישראלי.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 חודשים הקרובים ימשיך תיק הנכסים המניבים של החברה לשמור על יציבות תפעולית, כמתבטא בין היתר בשיעורי התפוסה והגבייה, תוך התייצבות בביצועי בתי המלון של החברה, ותוך שמירה על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג, בהתבסס בין היתר על התמהיל הנוכחי של תיק הנכסים. היחסים ההולמים לדעתנו את הדירוג הם יחס EBITDA להוצאות מימון הגבוה מ-1.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-60% לאורך זמן, תוך שמירה על נזילות הולמת.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג שלילית אם נסבור שהחברה אינה מסוגלת להציג את היחסים הפיננסיים שצוינו לעיל לאורך זמן. התדרדרות ברמת הנזילות של החברה או במרווח על התניותיה הפיננסיות תפעיל גם היא לחץ שלילי על הדירוג. תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, אם החברה תיכנס לפרויקטי ייזום מהותיים נוספים מעבר לתרחיש הבסיס או תבצע רכישת נכסים בהיקף מהותי בלי לבצע פעולות שיאזנו את יחס המינוף ברמה ההולמת את הדירוג, או אם יחולקו דיבידנדים מהותיים מעבר לתרחישים שהוצגו לנו.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג חיובית אם תיק הנכסים המניב של החברה יצמח תוך שיפור קבוע בביצועי תחום המלונאות, כך שתקטן תנודתיות ההכנסות והרווחיות של החברה, במקביל לשמירה על ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנדל"ן המניב. כל זאת יחד עם שיפור בפרופיל הפיננסי כך שיחס ה-EBITDA להוצאות מימון יעלה על 2.0x והיחס חוב לחוב והון עצמי יהיה בטווח של 50%-55% לאורך זמן כחלק מהמדיניות הפיננסית של החברה.

תרחיש הבסיס

הנחות

- להלן האינדיקטורים העיקריים למדינות המהותיות בהן פועלת הקבוצה לשנים 2024-2026 על פי תחזיות S&P Global Ratings:

	צמיחת תמ"ג ריאלית			שיעור אבטלה			אינפלציה		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
ישראל	0.5%	5.0%	3.5%	4.0%	3.8%	3.5%	2.3%	2.0%	2.0%
שוויץ	1.0%	1.4%	1.4%	4.1%	4.0%	3.9%	1.8%	1.4%	1.2%
בריטניה	0.3%	1.4%	1.7%	4.3%	4.3%	4.2%	3.0%	2.3%	2.1%
צרפת	0.8%	1.4%	1.4%	7.7%	7.6%	7.5%	2.7%	1.9%	1.9%
הולנד	0.5%	1.4%	1.5%	3.8%	4.0%	3.9%	2.7%	2.4%	2.0%

- יציבות יחסית ב-NOI מפעילות הנדל"ן המניב בשנתיים הקרובות.
- המשך השפעות של המלחמה על תוצאות בתי המלון בישראל ב-2024, לצד ביצועים הולמים של המלונות בחו"ל.
- השקעה כוללת של כ-400-600 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות, כולל הנחתנו לרכישת נכסים חדשים, השקעה בפרויקטי ייזום והשקעות פוטנציאליות נוספות.
- יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים.
- חלוקת דיבידנד שנתית לבעלי מניות המיעוט של EPIC SUISSE בהיקף של 13-15 מיליון פרנקים שוויצרים.
- רכישה עצמית של מניות, על פי התוכניות המאושרות והרכישות בפועל.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
הוצאות מימון/EBITDA	1.5x	1.7x-1.5x	1.8x-1.6x
חוב/חוב והון עצמי	53.2%	55%-52%	56%-52%
חוב/EBITDA	16.4x	18x-16x	17x-15x

A-בפועל. E-צפוי.

תיאור החברה

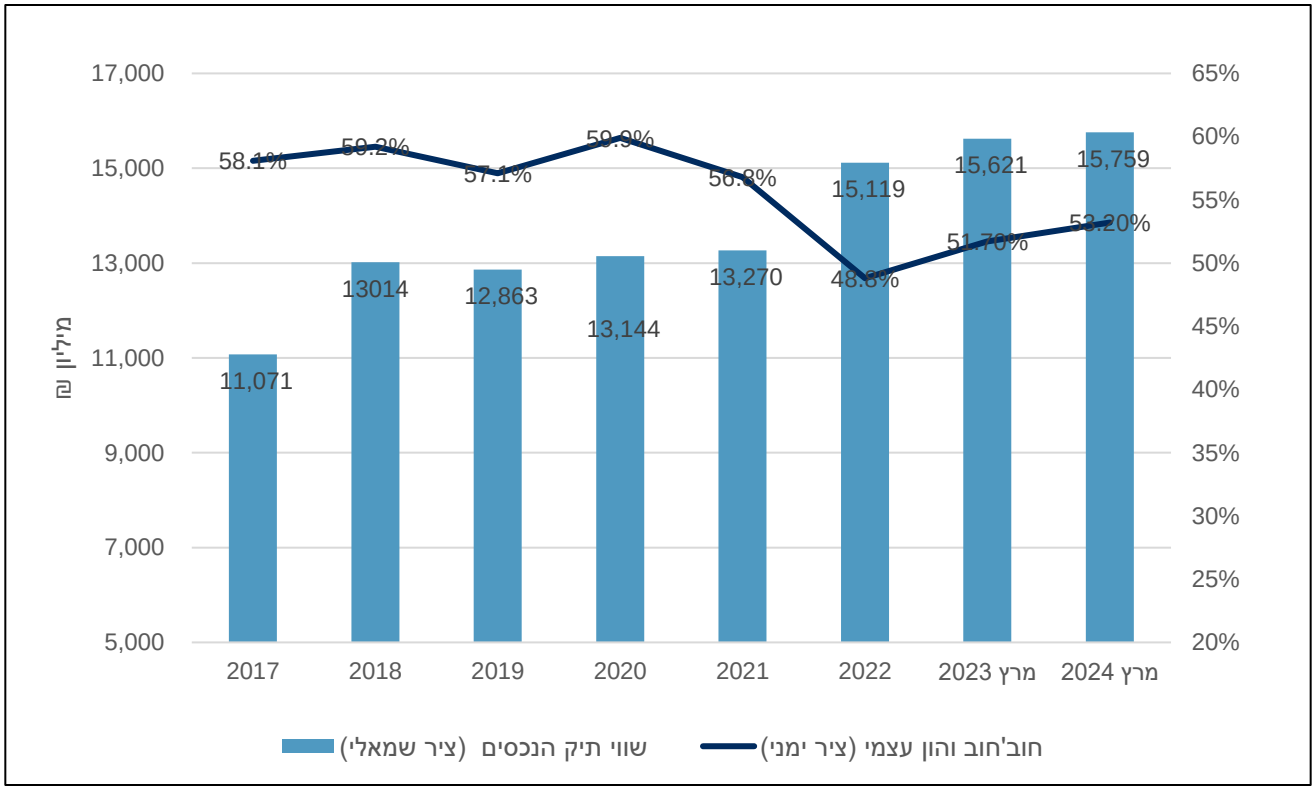
אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ היא חברת נדל"ן העוסקת בעיקר ברכישה, הקמה, השכרה ותפעול של מבני משרדים, מסחר ותעשייה, ובהקמה והפעלה של בתי מלון, בישראל ובאירופה. פעילויותיה המהותיות של החברה מתמקדות בשוויץ, ישראל, צרפת, בריטניה והולנד. ב-31 במרץ 2024 כלל תיק הנכסים המניבים של החברה 41 נכסי נדל"ן וחמישה בתי מלון ושוויו הסתכם בכ-15.8 מיליארד ₪. החברה מחזיקה גם תיק ניירות ערך, בעיקר מניות כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (ilAA-/Stable) ובנק לאומי לישראל בע"מ (ilAAA/Negative/ilA-1+), בשווי של כ-865 מיליון ₪ (שווי מניות לאומי עלה ושווי כלל החזקות ירד מאז מועד דוחות הרבעון הראשון של 2024).

אלרוב נדל"ן היא חברה ציבורית הנסחרת בבורסה בתל אביב, ומוחזקת בשרשור בידי בעלי השליטה מר אלפרד אקירוב וילדיו (כ-88%) והיתרה (כ-12%) בידי הציבור וגופים מוסדיים.

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של אלרוב נתמך בהיקף גדול ופיזור רחב של תיק הנכסים, ששוויו הסתכם בכ-15.8 מיליארד ₪ ב-31 במרץ 2024 בדומה לשווי ₪ ב-31 במרץ 2023, מתוכם כ-10.4 מיליארד ₪ בנדל"ן מניב והשאר בבתי מלון בישראל ואירופה. השפעת שערי החליפין על הנכסים מיתנה את ירידות השווי בשנה האחרונה.

תרשים 1: התפתחות שווי תיק הנכסים (נדל"ן מניב ומלונאות) והמינוף, על פי הדוחות המאוחדים



פעילותה של החברה ממוקדת במדינות עם סיכון מדינה נמוך יחסית: שוויץ (AAA/Stable/A-1+), ישראל (A+/Negative/A-1), צרפת (AA-/Stable/A-1+), בריטניה (AA/Stable/A-1+) והולנד (AAA/Stable/A-1+). לחברה פיזור ענפי בין נדל"ן מניב (כ-70% מה-EBITDA ב-2023) ומלונאות, ופיזור סגמנטלי בנדל"ן המניב בין משרדים (כ-49% מה-NOI הכולל של הנכסים המניבים ב-2023), מסחר (כ-41%) ותעשייה (כ-10%). תיק הנכסים המניבים מקנה נראות גבוהה של הכנסות בזכות יציבות תפעולית, המתבטאת בין השאר בשיעור תפוסה ממוצע יציב של כ-95%. בתיק הנכסים פיזור שוכרים הולם של מעל 540 שוכרים מתחומים שונים ללא תלות בשוכר מהותי. ב-2023 צמח ה-NOI בכ-19%, בעיקר בשל השכרת שטחים שהיו פנויים עד כה בשווייץ וכן בשל השפעת עליית הפרנק השוויצרי לעומת השקל. עלייה בדמי השכירות בצרפת ובישראל וגם העובדה שחלק מהחוזים צמודים למדד המחירים תרמו גם כן לשיפור בביצועים.

פעילות המלונאות מרוכזת בחמישה בתי מלון באיכות ומיצוב גבוהים, הממוקמים בירושלים (שני מלונות), בלונדון, בפריז ובאמסטרדם, ומהווה להערכתנו כ-30% מה-EBITDA של החברה. פעילות זו מגלמת להערכתנו סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב, ומגדילה את תנודתיות ההכנסות והרווחיות של החברה. ב-2023 הציגו בתי המלון ירידה בעודף התפעולי שהסתכם בכ-170 מיליון ₪ לעומת 214 מיליון ₪ ב-2022, בעיקר כתוצאה מהשבתת שני בתי המלון בירושלים בעקבות המלחמה וירידה ברווחיות המלונות בחו"ל. החברה כללה הוצאות בגין סגירה זמנית בסך של כ-3.7 מיליון ₪. מלון ממילא נסגר מספר ימים לאחר פרוץ המלחמה ונפתח בסוף פברואר 2024 ובמלון מצודת דוד פעלה קומה אחת בלבד בתחילת המלחמה ובינואר 2024 הפעילות חזרה לגדול. לדברי החברה, מאז חל שיפור הדרגתי בפעילות שני בתי המלון. אנו צופים כי 2024 תמשיך להיות שנה מאתגרת עבור בתי המלון בישראל, אך באירופה אנו צופים שיפור מסוים בעודף התפעולי, בעיקר של מלון לוטסיה, בין היתר לאור הביקושים הנובעים מקיום המשחקים האולימפיים בפריז. ב-2025 אנו מניחים שיפור בביצועי כלל בתי המלון תוך התייצבות העודף התפעולי, שיתמוך בבסיס ה-EBITDA וב-FFO (funds from operations) של החברה.

הפרופיל הפיננסי

הפרופיל הפיננסי של אלרוב, שאותו אנו מנתחים על בסיס הדוחות המאוחדים, נתמך בתזרים מזומנים יציב מתיק הנכסים המניבים ובעובדה כי הרחבת תיק הנכסים בשנים האחרונות נעשתה תוך שמירה על מינוף של עד כ-60%, בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה. יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון העצמי עלה לכ-53.20% בסוף 2023 מכ-48.80% בסוף 2022, בעיקר בשל רכישה עצמית של מניות החברה בסך של כ-312 מיליון ₪, שיערוך שלילי של נדל"ן להשקעה ושל מלונות, עלייה בהוצאות המימון, חלוקת דיבידנד כולל חלוקה לבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה בסך כ-61 מיליון ₪, והשקעות בנכסים בסך כ-151 מיליון ₪. עלייה זו מותנה בזכות התחזקות המטבעות הזרים מול השקל. על פי תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי גם בהתחשב בתקציב ההשקעות של החברה, המינוף יישאר יציב יחסית ובמרווח הולם מהרמה ההולמת את הדירוג. אנו סבורים כי ישנה חשיבות לשמירה על מרווח זה, המקנה לחברה יכולת לשמור על גמישות פיננסית

ולהתמודד עם האטה כלכלית, עם לחצים בענף הנדל"ן ועם צורכי מחזור חוב, ובמקביל מקנה לה נגישות להזדמנויות עסקיות. בחישוב החוב נטו לא הכללנו, בתור שווי מזומנים, את השווי של מניות כלל החזקות שבידי החברה, לאחר הגדלה משמעותית של החזקתה בשנים האחרונות, ולאור סוג והיקף החזקה זו. להבנתנו החברה ממשיכה לקדם בקשה לקבלת היתר שליטה בכלל החזקות, ואם יחול שינוי באופן או בסיווג ההשקעה, נבחן את השפעתו.

ב-2023 חלה ירידה ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון לכ-1.5x מכ-2.5x ב-2022, בעיקר בשל העלייה בריבית בישראל ובחו"ל שהגדילה את הוצאות המימון המתואמות בכ-149 מיליון ₪. להערכתנו צפוי שיפור מסוים ביחס זה לכ-1.8x-1.5x, טווח ההולם את הדירוג, בהינתן ציפיות האינפלציה בישראל של S&P Global Ratings (חלק מהחוב השקלי של החברה צמוד למדד, אך ברמת חשיפה נמוכה יותר מחברות נדל"ן אחרות בישראל עם כ-15% בלבד מסך החוב) וסביבת הריבית הנוכחית בשוקי הפעילות (כמחצית מהחוב של החברה הוא בריבית משתנה).

העובדה שרוב נכסיה של אלרוב משועבדים מגבילה להערכתנו את הגמישות הפיננסית שלה. עם זאת, לחברה נכסים באיכות טובה המפוזרות על פני מספר מדינות, אשר משועבדים ברמות מינוף נמוכות יחסית וממתנים חלק מסיכונים אלה.

Table 1.

Alrov Property & Lodging Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2023	2022	2021	2020	2019
Revenue	1,285.4	1,131.7	698.4	642.0	1,117.3
EBITDA	490.2	463.8	296.3	243.3	361.5
Funds from operations (FFO)	182.1	312.8	115.6	91.6	224.1
Interest expense	337.7	188.4	146.5	138.9	132.2
Cash interest paid	273.9	125.0	125.1	128.6	122.6
Cash flow from operations	171.8	345.0	194.3	115.5	239.4
Debt	8,056.0	6,952.5	7,341.1	7,336.4	6,871.2
Equity	7,092.6	7,301.8	5,580.0	4,914.9	5,169.1
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	38.1	41.0	42.4	37.9	32.4
EBITDA interest coverage (x)	1.5	2.5	2.0	1.8	2.7
Debt/EBITDA (x)	16.4	15.0	24.8	30.2	19.0
FFO/debt (%)	2.3	4.5	1.6	1.2	3.3
Debt/debt and equity (%)	53.2	48.8	56.8	59.9	57.1

נזילות

אנו מעריכים את הנזילות של אלרוב, שאותה אנו מנתחים על בסיס מאוחד ללא החברה הציבורית EPIC Suisse AG, כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2024 יעלה על 1.2x. אנו מעריכים שהחברה תשמור על עודף מקורות על שימושים גם

בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA. הנזילות נתמכת במחזורי חוב מהותיים שהשלימה החברה בשנים האחרונות תוך הארכת מח"מ החוב. הערכתנו נתמכת גם בניהול נזילות של החברה, הכולל דחייה מראש של מועדי הפירעון של מסגרות אשראי ושמירה על יתרת מזומנים הולמת בקופת החברה, ובנגישות של החברה למקורות מימון שונים, הכוללים את שוק ההון המקומי והמערכת הבנקאית בישראל ובאירופה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2024:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים, שווי מזומנים וניירות ערך (כולל מניות כלל החזקות המשועבדות כנגד מסגרות אשראי מנוצלות) של כ-609 מיליון ₪. • מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות עם מועד פקיעה של מעל 12 חודשים בהיקף של כ-234 מיליון ₪. • FFO במזומן (כולל דיבידנד מ- EPIC Suisse AG) של כ-120-130 מיליון ₪. • תמורה של כ-170 מיליון ₪ מהנפקת אג"ח סדרה ז'.	• תשלום חלויות אג"ח וחוב בנקאי של כ-550 מיליון ₪. • הוצאות הוניות (capex) בהיקף של כ-20-30 מיליון ₪. • רכישה עצמית של מניות בהיקף של כ-40 מיליון ₪ על פי המדיניות המוצהרת של החברה.

השימושים אינם כוללים תשלומים חד פעמיים ("בולט") של הלוואות בנקאיות ללא זכות חזרה, בהתבסס על הערכתנו כי הלוואות אלו ימוחזרו.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-31 במרץ 2024 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של חברת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA-', רמת דירוג אחת (נוץ') מעל דירוג המנפיק, לסדרות אג"ח ה' ו-ז' הלא מובטחות של אלרוב. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%. דירוג שיקום החוב של סדרות האג"ח הלא מובטחות מושפע מרמת המינוף הנוכחית של החברה ומשיעור החוב המובטח במבנה החוב של החברה.
- על אף המופיע במפל התשלומים, הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת היות שהסדרות אינן מובטחות ובשל הערכתנו כי החברה עשויה להגדיל את היקף החוב המובטח או הבכיר במסלול ההתדרדרות.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', שתי רמות דירוג (נוצ'ים) מעל דירוג המנפיק, לסדרת אג"ח ו' המובטחת בשרשור בזכויות חברת הנכס המחזיקה במלון לוטסיה בפריז, כמוגדר בשטר הנאמנות. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '1', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, ובהתחשב בשווי וסוג הבטוחה ובמגבלת שיעור LTV (loan to value) מקסימלית של 60% (בפועל תוספת החוב האפשרית על פי החברה תעמוד על כ-27 מיליון אירו נכון לסוף 2023), שיעור שיקום החוב, על אף המופיע במפל התשלומים, יהיה 90%-100%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2028
- מיתון עמוק במדינות הפעילות ועלייה משמעותית בשיעורי האבטלה ובשיעורי הריבית יובילו לירידה חדה בצריכה הפרטית ובהשקעות. תמורות אלו יובילו לירידה בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה של הנכסים של החברה ולירידה משמעותית בשוויים.
- שווי נכסי הנדל"ן המניב והמלונות יקטן בכ-40% בהתחשב באיכות ובמיקום הנכסים ובגודל ובגיוון תיק הנכסים וכן בצורך במימוש מהיר של נכסים.
- שווי ההשקעות במניות החברות הציבוריות יקטן בכ-60%-70%, בהתחשב בסוג ואיכות החברות המוחזקות, ברמת הסחירות של המניות ובתנודתיות האפשרית בעת התרחיש.
- אנו מנתחים את שיקום החוב של החברה על בסיס איחוד חלקי יחסי, לפי חלק החברה במבנה ההחזקה בנכסים.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית במצב החברה, היא תשתמש ברוב יתרת המזומנים העודפת.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים האיכותיים של חלק מנכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-6,260 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות ותפעול: 5%

- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב: כ-5,950 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה ו'), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית: כ-1,043 מיליון ₪
- סך חוב מובטח של סדרה ו' בתרחיש הנפקה לפי מגבלת ה-LTV :כ-874 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח אג"ח ו': 90%-100% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-5,077 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-4,163 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הלא מובטח: כ-914 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרות ה' ו-ז'): כ-600 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות ה' ו-ז'): 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 אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ לשנת 2023:

- קיזוז מזומנים ושווי מזומנים זמינים, כהגדרתנו (ללא מניות כלל החזקות), מהחוב הפיננסי המדווח.
- הוספת זכויות שאינן מקנות שליטה לסך ההון.
- נטרול הכנסות הפרשי שער מהוצאות המימון.

Table 2.

Alrov Property & Lodging Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts(Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2023

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA
Reported Amounts	**8,303.4**	**5,559.5**	**488.1**	**255.1**	**490.2**
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	--	--	(34.2)
Cash interest paid	--	--	--	--	(273.9)
Accessible cash and liquid investments	(247.4)	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	5.4	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(3.4)	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	1,533.1	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	82.6	--
Total adjustments	**(247.4)**	**1,533.1**	**2.0**	**82.6**	**(308.1)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations
Adjusted	**8,056.0**	**7,092.6**	**490.2**	**337.7**	**182.1**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 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 - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 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
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024

- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

רשימת דירוגים

אלרוב נדלן ומלונאות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1	05/08/2024	05/08/2024
טווח ארוך	ilA+\Stable	08/08/2021	07/08/2023
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ו	ilAA	08/08/2021	07/08/2023
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ה	ilAA-	08/08/2021	07/08/2023
סדרה ז	ilAA-	18/03/2024	18/03/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אוגוסט 15, 2022	ilA+\Stable		
אוגוסט 08, 2021	ilA\Positive		
טווח קצר			
אוגוסט 05, 2024	ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	05/08/2024 12:53
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	05/08/2024 12:53
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.