Maalot
S&P Global Ratings

קרסו נדל"ן בע"מ

25 בנובמבר 2024

אשרור דירוג
אשרור דירוג 'IA-', התחזית יציבה

אנליסטית אשראי ראשית:

רותם שמש 972-3-7539729 rotem.shemesh@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
תיאור החברה.....4
תרחיש הבסיס.....5
הנחות עיקריות.....5
יחסים עיקריים.....5
הפרופיל העסקי.....5
הפרופיל הפיננסי.....6
נזילות.....8
ניתוח התניות.....8
התאמות לדירוג.....8
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי.....9
ניתוח שיקום חוב.....9
שיקולים עיקריים.....9
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי.....9
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון.....9
התאמות לדיווח הכספי.....10
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....11

רשימת דירוגים..... 11

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מוניטין וניסיון של יותר מ-90 שנה בתחום הנדל"ן בישראל. • ביצועים תפעוליים יציבים לאורך זמן של תיק הנכסים המניבים. • איכות גבוהה של שוכרים מרכזיים, מח"מ חוזי שכירות ארוך. • גידול משמעותי בבסיס ההון בשנים האחרונות, בין היתר, כחלק משינוי מבני והנפקת הון ראשונה לציבור ב-2022 וצבירת רווחים.	• פעילות בענף הייזום למגורים שרמת הסיכון בו בינונית-גבוהה בהשוואה לפעילות הנדל"ן המניב. • תיק נכסים מניבים קטן יחסית, עם ריכוזיות בנכס מהותי. • תנודתיות ביחסי הכיסוי בעיקר בשל אופי הפעילות בענף הייזום למגורים.

הביצועים התפעוליים של קרסו נדל"ן בע"מ ("קרסו נדל"ן" או "החברה") בתחום הנדל"ן המניב נותרו הולמים בשנה האחרונה. במחצית הראשונה של 2024 הסתכם ה-NOI (net operating income) של החברה בכ-36 מיליון ₪, גידול של כ-8% בהשוואה למחצית הראשונה של 2023, שנבע בין היתר מהנכס בחדרה שהחל לפעול ב-2024 ומהמרכז המסחרי C יבנה שרכישתו הושלמה בסוף הרבעון הראשון של 2023. שיעור התפוסה נותר גבוה ויציב, כ-94%. הרחבת תיק הנכסים המניבים תוך שמירה על ביצועים תפעוליים יציבים תומכות בהערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי וממתנות את התנודתיות בפעילות תחום הייזום למגורים.

על אף הירידה בפעילות הייזום למגורים ברבעונים האחרונים בשל ההאטה בענף, בחודשים האחרונים מציגה החברה התאוששות בקצב מכירת הדירות. ההכנסות מתחום הייזום למגורים הסתכמו בכ-157 מיליון ₪ במחצית הראשונה של 2024 והרווח הגולמי הסתכם בכ-30 מיליון ₪ בתקופה זו, ירידה של כ-14% וכ-13%, בהתאמה, בהשוואה למחצית הראשונה של 2023, הרווחיות הגולמית נותרה דומה, כ-19%. ההאטה בפעילות נבעה בין היתר מקיטון בקצב הביצוע בחלק מהפרויקטים בצל המצב הכללי במשק והמחסור בעובדים בענף. עם זאת, בחודשים האחרונים מציגה קרסו התאוששות בקצב מכירת הדירות, כפי שמשתקף ב-74 דירות שנמכרו ברבעון השני של 2024 לעומת -38 דירות בתקופה מקבילה אשתקד. בהתחשב בהיקף ותמהיל צבר הפרויקטים למגורים בביצוע ובתכנון ובקצב המכירות הנוכחי, אנו מעריכים כי החברה צפויה להציג גידול בפעילות תחום זה ברבעונים הבאים.

היחסים הפיננסיים צפויים להלום את הדירוג בממוצע על פני זמן. יחס המינוף המאזני נותר ברמה ההולמת את הדירוג ועמד בסוף יוני 2024 על כ-57.7%, בדומה לרמתו בסוף 2023. על אף החולשה ביחס הכיסוי שעמד על כ-0.9x ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2024, בדומה לכ-1.0x בסוף 2023, אנו מעריכים כי החברה צפויה להמשיך לשמור בממוצע על יחס ההולם את הדירוג. הערכתנו מתבססת על ציפיותינו לגידול ברווח הגולמי מתחום הייזום כאמור לצד יציבות בזרוע הנדל"ן המניב, שיובילו לצמיחה בבסיס ה-EBITDA וכפועל יוצא לשיפור ביחס הכיסוי החל מ-2025.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תציג קרסו נדל"ן ביצועים תפעוליים יציבים. תחזית הדירוג היציבה משקפת גם את הערכתנו כי החברה תבצע את פרויקטי הייזום בהדרגה תוך שמירה על היקף משמעותי של פעילות נדל"ן מניב. אנו סבורים כי היחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי הם יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-1.3x בממוצע ויחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של 60%-65%.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג מהותית ולאורך זמן מהיחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג, ותציג יחס כיסוי ריבית נמוך מ-1.3x בממוצע או מינוף גבוה מ-65%, בהינתן תמהיל הפעילות הנוכחי הכולל משקל מהותי של נדל"ן מניב. פעולת דירוג שלילית תיתכן גם אם נעריך כי חלה התדרדרות בביצועים התפעוליים והיחלשות בפרופיל הסיכון העסקי.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תרחיב מהותית את תיק הנכסים המניבים שלה באופן שיוביל לשיפור בפיזור הנכסים והשוכרים ויפחית את החשיפה לנכס ולשוכרים מהותיים. להערכתנו, היחסים הפיננסיים התואמים פעולת דירוג חיובית הם יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2.0x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-55%, לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות הגבירה משמעותית את הסיכון לפגיעה נוספת באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל (ראו הורדת דירוג הטווח הארוך של מדינת ישראל ל-'A' מ-'A+' עקב התגברות הסיכונים הביטחוניים, התחזית שלילית, 1 באוקטובר 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תיאור החברה

קרסו נדל"ן עוסקת בייזום, הקמה וניהול של נכסים מניבים ובייזום, תכנון, הקמה וניהול של פרויקטי נדל"ן למגורים בישראל. נכון ל-30 ביוני 2024 בבעלות החברה 18 נכסים מניבים (בעיקר נכסי משרדים ומרכזים מסחריים), נדל"ן להשקעה בהקמה ועתודות קרקע בשווי כולל של כשני מיליארד ₪. בנוסף יש לחברה 1,456 יחידות דיור לשיווק, מתוכן כ-891 יחידות דיור מכורות. עם השלמת השינוי המבני והנפקת ההון הראשונה לציבור ביולי 2022, הפכה קרסו נדל"ן בע"מ לחברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. כ-68.28% ממניות החברה מוחזקות בידי בני משפחת קרסו, כ-7.45% בידי גופים מוסדיים וכ-24.27% בידי הציבור.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה אפסית בתמ"ג בישראל ב-2024, שיעור אינפלציה של כ-3.4% ושיעור אבטלה של כ-3.3%. ב-2025 צפוי שיפור כלכלי שיתבטא בצמיחה של כ-2.2% בתמ"ג, התמתנות בשיעור האינפלציה לכ-2.8% ושיפור בשיעור האבטלה לכ-3.3%.
- הכנסות שנתיות של כ-90-95 מיליון ₪ מדמי שכירות ב-2024-2025, בהתבסס על תמהיל החוזים הקיימים, יציבות יחסית בשיעורי התפוסה הממוצעים וצפי לתרומה מנכסים חדשים.
- הכרה בהכנסות מתחום הייזום למגורים בהיקף כולל של כ-1.3-1.5 מיליארד ₪ בשנים 2024-2025, בהתבסס על קצב המכירות ושיעור ההשלמה הצפויים בפרויקטים בשלבי תכנון, ביצוע ושיווק.
- רווחיות גולמית של כ-80% מפעילות הנדל"ן המניב ושל כ-19%-22% מפעילות הייזום למגורים, בהתבסס על מצבת הנכסים וחוזי השכירות הקיימים ועל תמהיל הפרויקטים הנוכחי.
- רכישות והשקעות בנדל"ן להשקעה בהקמה בהיקף כולל של כ-140-180 מיליון ₪ ב-2024-2025.
- צורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-230-280 מיליון ₪ בשנים 2024-2025.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
הוצאות מימון/**EBITDA**	**1.0x**	**0.9x-0.8x**	**1.5x-1.3x**
חוב/חוב והון עצמי	**57.5%**	**60%-57%**	**62%-59%**
חוב/**EBITDA**	**20.7x**	**22x-20x**	**14x-11x**

A-בפועל. E-צפוי.

הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי של קרסו נדל"ן נתמכת במוניטין החברה ובניסיון העשיר שלה בתחום הנדל"ן בישראל ומשקפת את פעילותה בשני תחומים עיקריים, ייזום והחזקת נדל"ן מניב וייזום נדל"ן למגורים. תיק הנכסים המניבים של קרסו נדל"ן מאופיין באיכות גבוהה של שוכרים מרכזיים, בחוזים ארוכי טווח ובשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, התומכים בהערכת הפרופיל העסקי. בשנים האחרונות הכפילה קרסו נדל"ן את היקף הנדל"ן להשקעה לכ-2 מיליארד ₪ נכון ל-30 ביוני 2024 מכ-1.1 מיליארד ₪ בסוף 2020. זאת בעיקר כתוצאה מרכישת מרכז מסחרי ביבנה ב-2023, מהעברת זכויות משפחת קרסו בנכס ריב"ל 24-26 לחברה (כ-263 מיליון ₪) במסגרת הקצאת המניות בחברה, עלייה בשווי הנכסים הקיימים ובעיקר במתחם ריב"ל ומהשלמת פיתוחם של מספר מרכזים מסחריים חדשים, בין השאר בחדרה, באבן יהודה, במעלה אדומים, ביבנה ובפתח תקווה. בנוסף החברה יוזמת ומפתחת מספר פרויקטים המיועדים להשכרה, כולל מרכזים

מסחריים בחדרה ובפורדיס, הצפויים לתרום להמשך הגידול בתיק הנכסים ובהיקפי הפעילות בטווח הקצר-בינוני, ופרויקטים בהיקף מהותי בטווח הארוך, בין היתר פארק תעסוקה בקריית אריה ומתחם ריב"ל בתל אביב. אנו סבורים כי אסטרטגיית החברה להמשיך להגדיל את פעילות הנדל"ן המניב תומכת בהערכת הפרופיל העסקי, שכן היא צפויה להשפיע לחיוב על פיזור הנכסים והשוכרים ולתרום ליציבות בייצור תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת. מנגד, הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי מוגבלת בשל היקף ושווי נמוכים של תיק הנכסים המניבים בהשוואה לחברות דומות וריכוזיות גבוהה של נכסים ושוכרים, שכן הנכס העיקרי, מגדלי הבירה בירושלים, תורם כ-20% מה-NOI השנתי. עם זאת, נכס זה מושכר לממשלה לתקופה של שמונה שנים (עם אופציה לחמש שנים נוספות), מה שממתן את הסיכונים הגלומים בחשיפה לנכס בודד.

במאי 2024 דיווחה קרסו על אישור התוכנית במתחם ריב"ל, במסגרתה מתכוונת החברה לפתח במתחם פרויקט שיכלול שלושה מגדלים בעירוב שימושים, מתוכם שני מגדלים הכוללים זכויות לתעסוקה, מסחר, מלונאות ומוסדות ציבור בשטח כולל של כ-120 אלף מ"ר, ומגדל נוסף הכולל זכויות למגורים בשטח כולל של כ-31 אלף מ"ר. תחילת העבודות בפרויקט צפויות במחצית השנייה של 2026, בכפוף לקבלת ההיתרים. אנו צופים כי פיתוח ואכלוס מוצלחים של הפרויקט יתמכו בהמשך הצמיחה בתיק הנכסים ובבסיס ה-EBITDA של החברה, בהתאם לאסטרטגיית הצמיחה שלה.

הערכת הפרופיל העסקי משקפת גם את החשיפה לענף הייזום למגורים, שרמת הסיכון בו בינונית-גבוהה להערכתנו. בענף הנדל"ן למגורים חלה האטה משמעותית ב-2023, כמשתקף בירידה של כ-30% בהיקף מכירת הדירות החדשות בהשוואה ל-2022, בין היתר בשל הריבית הגבוהה על המשכנתאות כתוצאה מהעלאות הריבית שביצע בנק ישראל בשנים 2022-2023. מחסור בעובדים באתרי הבניה מאז פרוץ המלחמה השפיע גם הוא על הפעילות בענף. האטה זו השתקפה בביצועים התפעוליים של החברה בתחום זה. עם זאת, אף שענף הנדל"ן למגורים עדיין לא פועל במלוא הפוטנציאל שלו, בחודשים האחרונים ישנן אינדיקציות להתאוששות הדרגתית. כך למשל, בחודשים האחרונים הציגה קרסו האצה משמעותית בקצב המכירות, כפי שמשתקף ב-74 דירות שנמכרו ברבעון השני של 2024 לעומת 38 דירות בתקופה מקבילה אשתקד.

בסוף הרבעון השני של 2024 היו לחברה 1,456 יחידות דיור (יחד עם שותפים) בשלבי שיווק ב-23 פרויקטים, מתוכם 14 פרויקטים בשלבי ביצוע, ושיעור השיווק הכולל נותר גבוה יחסית, כ-61%, מה שמשקף להערכתנו את מיקומם האיכותי של מרבית הפרויקטים באזורי ביקוש. בראייה קדימה אנו צופים גידול בפעילות הייזום בשנתיים הקרובות, בין היתר בהתבסס על תקציב החברה לתחילת הקמתן של יותר מ-1,500 יחידות דיור (חלק החברה) ב-11 פרויקטים, ובהתחשב בקצב המכירות הנוכחי בפרויקטים בביצוע ושיעורי המכירה המקדמית בפרויקטים בתכנון, שצפויים לתמוך בקצב ההכרה בהכנסות של החברה ברבעונים הבאים.

הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של קרסו נדל"ן נתמך בגידול משמעותי בבסיס ההון ובצפי ליציבות בתזרים המזומנים מתיק הנכסים המניבים של החברה. כך למשל, בסוף יוני 2024 הסתכם בסיס ההון של החברה בכ-1.38

מיליארד ₪, כפול מהיקפו בסוף 2020. עיקר הגידול בהון העצמי נבע משינוי מבני שכלל העברת זכויות בנכס בריב"ל ומהנפקת מניות ב-2022. עם זאת, ברבעונים האחרונים חל גידול בחוב המתואם של החברה, שהסתכם בכ-1.88 מיליארד בסוף יוני 2024, גידול של כ-330 מיליון ₪ בהשוואה לסוף יוני 2023, בעיקר בשל השקעות בפיתוח נדל"ן להשקעה להחזקה עצמית והשקעות הון בפרויקטי הייזום. כפועל יוצא עמד יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי על כ-57.7% בסוף יוני 2024, לעומת כ-54.7% שנה קודם לכן. אנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות תיתכן עלייה נוספת ביחס המינוף, בהתחשב בתקציב ההשקעות של החברה ובהיקף הפרויקטים למגורים שצפויים להיפתח ברבעונים הקרובים. עם זאת אנו מעריכים כי החברה צפויה להמשיך לשמור על מינוף מתואם ברמה ההולמת את הדירוג הנוכחי, הערכה הנתמכת גם במדיניותה הפיננסית.

יחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון נשחק לכ-0.9x ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30 ביוני 2024, מכ-1.3x בתקופה מקבילה אשתקד. השחיקה נבעה מהאטה בתחום הייזום למגורים ובקצב מכירת הדירות ב-2023 ובחודשים הראשונים של 2024, שמותנה בזכות צמיחה במגזר הנדל"ן המניב כתוצאה מהנבה של נכסים חדשים (בין היתר, השלמת הנכס בחדרה ורכישת המרכז המסחרי ביבנה). עלייה בהוצאות המימון בעקבות הגידול בסך החוב ובשל העלייה בריבית בנק ישראל השפיעה גם היא על יחס הכיסוי, אם כי חשיפתה של קרסו נדל"ן לריבית משתנה מוגבלת (כ-35% מסך החוב הפיננסי). אנו צופים כי יחס הכיסוי יישאר חלש במחצית השנייה של 2024 ויעמוד על כ-0.9x-0.8x בסוף 2024. עם זאת אנו מעריכים כי יחול שיפור ביחס הכיסוי החל מ-2025, כך שיעמוד בממוצע ברמה ההולמת את הדירוג. זאת בעיקר בהתחשב בציפיותינו לגידול בבסיס ה-EBITDA ב-2025-2026, בהתבסס על קצב המכירות הנוכחי ועל היקף ותמהיל צבר הפרויקטים למגורים בביצוע ובתכנון, לצד יציבות בתחום הנדל"ן המניב.

Table 1.

Carasso Real Estate Ltd. -- Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Homebuilders & Real Estate Developers

	2023	2022	2021	2020	2019
Revenue	443.8	618.2	579.2	353.8	230.1
EBITDA	84.2	96.0	71.2	25.6	62.2
Funds from operations (FFO)	(1.2)	57.8	22.1	4.3	30.9
Interest expense	87.5	76.3	61.7	33.9	34.3
Cash flow from operations	(351.4)	58.4	177.9	(127.9)	(44.8)
Free operating cash flow (FOCF)	(357.3)	56.3	175.8	(128.6)	(47.8)
Discretionary cash flow (DCF)	(377.3)	20.7	175.8	(135.6)	(47.8)
Cash and short-term investments	165.7	222.1	63.1	55.4	47.8
Debt	1,743.8	1,203.4	1,137.5	1,243.6	1,089.4
Equity	1,286.4	1,279.2	772.7	682.9	691.1
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	19.0	15.5	12.3	7.2	27.0
EBITDA interest coverage (x)	1.0	1.3	1.2	0.8	1.8
Debt/EBITDA (x)	20.7	12.5	16.0	48.6	17.5
FFO/debt (%)	(0.1)	4.8	1.9	0.3	2.8
Cash flow from operations/debt (%)	(20.2)	4.9	15.6	(10.3)	(4.1)

קרסו נדל"ן בע"מ

	2023	2022	2021	2020	2019
FOCF/debt (%)	(20.5)	4.7	15.5	(10.3)	(4.4)
DCF/debt (%)	(21.6)	1.7	15.5	(10.9)	(4.4)
Debt/debt and equity (%)	57.5	48.5	59.5	64.6	61.2

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של קרסו נדל"ן היא הולמת. אנו מעריכים כי היחס בין מקורות החברה לשימושים יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2024. הערכתנו לרמת הנזילות נתמכת בהיקף המזומנים ושווי מזומנים שבידי החברה ומסגרות אשראי פנויות מול פירעון חוב ותזרימים שליליים מהפעילות, המבטאים מדיניות ניהול סיכונים זהירה. אנו מעריכים כי לחברה נגישות למקורות מימון מגוונים, כמשתקף בהנפקות חוב שהשלימה בשנה האחרונה בשוק ההון, ונגישות למערכת הבנקאית והמוסדית. בנוסף אנו מעריכים כי לחברה גמישות פיננסית בזכות נכסים לא משועבדים בשווי של כ-354 מיליון ₪ ובזכות שיעור LTV (loan to value) נמוך יחסית של כ-37% בנכסי הנדל"ן המניב המשועבדים.

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

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-133 מיליון ₪. • מסגרות אשראי פנויות ומחייבות לתקופה של מעל 12 חודשים בסך של כ-177 מיליון ₪. • הון חוזר (עודפים בחשבונות הליווי והשקעות הוניות) של 35-50 מיליון ₪.	• אשראי לזמן קצר וחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך של כ-129 מיליון ₪. • תזרים מפעילות שוטפת של כ-80-70 מיליון ₪. • השקעות הוניות בנכסים קיימים (capex) של כ-1-2 מיליון ₪. • רכישת חלקו של מכבי קרסו במתחם ריב"ל בסך של 62 מיליון ₪.

בבחינת הנזילות איננו כוללים חוב פרויקטלי במסגרת ליווי בנקאי סגור.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים, גופים מוסדיים ומחזיקי איגרות חוב. להבנתנו, נכון ל-30 ביוני 2024 יש לחברה מרווח הולם על כל התניותיה.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלית (אין השפעה)

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

גורמים סביבתיים מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של קרסו נדל"ן בע"מ, בדומה לחברות מקומיות אחרות במגזר ייזום הנדל"ן, שכן ליזמי נדל"ן יש השפעה סביבתית מהותית לאורך כל שרשרת הערך. פעילויות הבנייה נשענות על רכישת כמויות גדולות של חומרי בניין (שאינם תמיד בני קיימא), היוצרת השפעה סביבתית משמעותית, בעיקר זיהום, פסולת בניין ושימוש במים.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', רמת דירוג (נוץ') מעל דירוג המנפיק, לאיגרות החוב הלא מובטחות של קרסו נדל"ן בע"מ (סדרה א') ולהלוואה מגוף מוסדי. דירוג שיקום החוב למכשירים אלו הוא '2' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב משקפת את רמת המינוף הנוכחית ואת תמהיל החוב הקיים, כולל היחס בין היקף החוב הבכיר המובטח והיקף החוב הלא מובטח.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2027
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל ומשבר בענף הנדל"ן יובילו לצמצום משמעותי בביקוש לדירות ולשטחי מסחר ומשרדים חדשים. כתוצאה מכך תחול ירידה משמעותית בהיקף המכירות ובמחירים בפרויקטים של החברה, שתוביל לירידה מהותית בתזרימי המזומנים לרמה הנמוכה מצורכי שירות קרן וריבית.
- שווי הנדל"ן המניב יקטן ב-40% בהתחשב באיכות הנכסים ובצורך במימוש מהיר.
- שווי מלאי הקרקעות והמבנים בהקמה יקטן ב-50% בהתחשב בשיעורי ההשלמה והשיווק.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1.87 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.78 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח בנכסי נדל"ן: כ-1.19 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-586 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח: כ-744 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 70%-90%
- דירוג שיקום חוב לחוב לא מובטח (1 עד 6): 2

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. ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של קרסו נדל"ן בע"מ לשנת 2023:

- הגדלה של הוצאות המימון ושל ה-EBITDA בגין הוצאות מימון שהוונו לפרויקטי ייזום.
- שימוש בריבית התזרימית לצורך חישוב ה-FFO (funds from operations) ושימוש בריבית תוצאתית, הכוללת הכרה בעלויות ההצמדה, לצורך חישוב יחס כיסוי הריבית, על מנת ליצור בסיס להשוואה בין חברות עם סוגי מימון שונים (חוב צמוד-מדד מול חוב שקלי).

Table 2.

Carasso Real Estate 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	**1,742.7**	**1,282.4**	**69.1**	**73.5**	**84.2**
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	--	--	(0.8)
Cash interest paid	--	--	--	--	(84.6)
Reported lease liabilities	1.2	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	2.6	14.1	--
Share-based compensation expense	--	--	9.5	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	4.0	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	2.9	--	--
Total adjustments	**1.2**	**4.0**	**15.1**	**14.1**	**(85.3)**
S&P Global Ratings adjusted amounts					
	Debt	**Equity**	**EBITDA**	**Interest expense**	**Funds from operations**

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations
Adjusted	**1,743.8**	**1,286.4**	**84.2**	**87.5**	**(1.2)**

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: 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
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 4 באפריל, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 15 באוקטובר, 2024

רשימת דירוגים

קרסו נדלן בעמ	דירוג		תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק				
טווח ארוך		ilA-\Stable	08/06/2022	22/11/2023
דירוג(י) הנפקה				
חוב בכיר בלתי מובטח				
הלוואה		ilA	08/06/2022	22/11/2023
סדרה א		ilA	07/09/2022	22/11/2023
היסטוריית דירוג המנפיק				
טווח ארוך				
יוני 08, 2022		ilA-\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	25/11/2024 09:59
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	25/11/2024 09:59
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.