Maalot
S&P Global Ratings

קבוצת אשטרום בע"מ
אשטרום נכסים בע"מ
אשטרום מגורים יזמות בע"מ

29 באפריל 2025

אשרור דירוג

אשרור דירוג מנפיק לטווח ארוך 'ilA' לקבוצת אשטרום בע"מ, לאשטרום נכסים בע"מ ולאשטרום מגורים יזמות בע"מ, התחזית שלילית; אשרור דירוג מנפיק לטווח קצר 'ilA-1' לקבוצת אשטרום בע"מ ולאשטרום מגורים יזמות בע"מ

אנליסט אשראי ראשי:

יבגני סילישטיאן 972-3-7539733 evgeni.silishtian@spglobal.com

איש קשר נוסף:

יאיר דיק 972-3-7539739 yair.dyk@spglobal.com

תוכן עניינים

תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תיאור החברה 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
תחזיות תרחיש הבסיס 6
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות 10
חלויות חוב 11
ניתוח התניות 11

קבוצת אשטרום בע"מ
אשטרום נכסים בע"מ
אשטרום מגורים יזמות בע"מ

השפעת הקבוצה 11
התאמות לדירוג 12
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 12
ניתוח שיקום חוב 12
קבוצת אשטרום בע"מ 12
שיקולים עיקריים 12
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 13
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 13
אשטרום נכסים בע"מ 13
שיקולים עיקריים 13
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 14
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 14
התאמות לדיווח הכספי 15
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 16
רשימת דירוגים 17

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מעמד תחרותי מוביל במגזרי הנדל"ן בישראל עם מוניטין וניסיון רב שנים. • גיוון במגזרי הפעילות היוצר אינטגרציה אנכית. • צבר הזמנות גדול התורם לנראות גבוהה של תזרים המזומנים העתידי. • נגישות טובה לפרויקטים גדולים. • שמירה על יתרות מזומנים ומסגרות אשראי פנויות בהיקף גדול כחלק ממדיניות פיננסית שמרנית.	• חשיפה לתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום, המאופיינים ברמת סיכון בינונית-גבוהה. • פיזור גיאוגרפי עם חשיפה בעיקר לישראל, אם כי החברה מפתחת בשנים האחרונות זרועות פעילות מהותיות באירופה ובארה"ב. • מינוף גבוה ושחיקה ביחסים הפיננסיים.

בשנת 2024 הציגה קבוצת אשטרום בע"מ ("אשטרום" או "הקבוצה") ביצועים תפעוליים בהתאם לציפיותינו. הכנסות הקבוצה הסתכמו בכ-4.5 מיליארד ₪ ב-2024, קיטון של כ-7.5% בהשוואה ל-2023. אף על פי כן חל שיפור ברווחיות במרבית מגזרי הפעילות, כך שהרווחיות הגולמית הכוללת עלתה לכ-22.3% ב-2024 מכ-20.6% ב-2023. הקיטון נבע להערכתנו בשל ההאטה במשק נוכח המלחמה ובפרט בשל הקיטון בהיקפי הבנייה, המחסור בכוח אדם והירידה בביקוש לחומרי בנייה שגרמה להאטה בפעילות הקבוצה בישראל בתחומי הקבלנות, התעשיות והייזום למגורים. אנו סבורים כי ביכולתה של הקבוצה להציג שיפור ברווחיות ולשמור על צבר הזמנות גדול למרות המגמות השליליות בענפי הקבלנות בישראל מעידה על מיצובה העסקי הגבוה. אנו סבורים כי הגיוון הגיאוגרפי של פעילות הקבוצה בחו"ל, בין היתר נכסים מניבים במערב אירופה ופיתוח פרויקטי אנרגיה מתחדשת בארה"ב, ממתן את החשיפה לכלכלת ישראל ולמגמות השליליות בענפי הקבלנות והתעשייה. צבר ההזמנות של החברה בתחום קבלנות הבנייה והתעשיות בישראל נותר יציב ועמד על כ-8.5 מיליארד ₪ בסוף 2024 (כולל עבודות בין חברות הקבוצה בהיקף של כ-1 מיליארד ₪) ולא כולל עבודות שהתקבלו ברבעון הראשון של 2025 בסך של כ-1 מיליארד ₪ נוספים.

קצב השקעות גבוה בליבת העסקים של החברה, הוביל לגידול בחוב ולשחיקה ביחסים הפיננסיים, אולם במקביל החלה החברה ליישם צעדים מאזני מינוף. ב-2024 המשיכה אשטרום להשקיע בקצב משמעותי, בעיקר ברכישת נכס מניב חדש בבריטניה, בייזום למגורים בישראל (לרבות רכישת קרקעות), בדיור להשכרה ובפרויקט האנרגיה בארה"ב שהקמתו הושלמה במהלך הרבעון השלישי של 2024 והפעלתו החל מהרבעון הרביעי. השקעות אלו הובילו לגידול מתמשך בחוב הפיננסי המתואם לכ-13.3 מיליארד ₪ בסוף 2024 מכ-12.3 מיליארד ₪ בסוף 2023 וכ-9 מיליארד בסוף 2022. כפועל יוצא חלה עלייה במינוף, כך שיחס המינוף המאזני חוב לחוב והון עצמי עמד בסוף 2024 על כ-72.3% לעומת כ-71.4% בסוף 2023. הגידול בחוב הפיננסי יחד עם סביבת הריבית הגבוהה במשק הובילו לעלייה חדה בהוצאות המימון ולשחיקה ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-0.8x ב-2024 לעומת כ-0.9x ב-2023 וכ-1.6x ב-2022. עם זאת, ברבעון הראשון

של 2025 השלימה הקבוצה מספר פעולות מהותיות לאיזון המינוף, בין היתר הנפקת הון בהיקף של כ-600 מיליון ₪ (כולל השתתפות בעלי השליטה בהנפקה) ומימוש 36% מפרויקט האנרגיה Tierra Bonita בארה"ב בתמורה לכ-79 מיליון דולר. בהינתן המדיניות העסקית והפיננסית של החברה, תרחיש הבסיס הנוכחי שלנו כולל שיפור ביחסים הפיננסיים ב-2025 לרמה ההולמת את הדירוג. עם זאת, התנאים המאתגרים בשווקים מגבירים להערכתנו את אי הוודאות בנוגע ליישום מוצלח של אסטרטגיית החברה. בנוסף, בראייה קדימה אנו סבורים כי שיפור בביצועים התפעוליים תלוי רבות בצמיחה במשק הישראלי, בהיקף כוח האדם הזמין ועלותו, בזמינות חומרי הגלם, בתקינות שרשרת האספקה, במגמות במגזרי המגורים והקבלנות ובביקוש לחומרי בנייה.

תחזית הדירוג

התחזית השלילית משקפת את חששותינו בנוגע ליכולתה של קבוצת אשטרום להציג ביצועים עסקיים ופיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו ב-12 בחודשים הקרובים, על רקע המגמות הנוכחיות בתחומי פעילות מהותיים של החברה ותנאי השוק המאתגרים שעשויים לפגוע ביכולתה להשלים פעולות מאזנות מינוף.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נעריך כי חלה היחלשות קבועה בפרופיל הפיננסי, כך שלאורך זמן היחס המתואם EBITDA להוצאות מימון יהיה נמוך מ-1.0x או שהיחס המתואם חוב לחוב והון עצמי יהיה גבוה מ-70%. להערכתנו, תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, במקרה של קיטון משמעותי בהיקפי הפעילות, שחיקה בביצועים התפעוליים או השקעות ממונפות בהיקפים מהותיים. התדרדרות בפרופיל הנזילות של הקבוצה עשויה גם היא להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

התרחיש החיובי

נשקול לשנות את תחזית הדירוג ליציבה אם החברה תציג ביצועים תפעוליים יציבים ושיפור ביחסים הפיננסיים, כך שיחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון ישתפר לכ-1.5x ויחס החוב לחוב והון עצמי ל-70% ומטה, תוך שמירה על נזילות הולמת.

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 ומדינת ישראל – דוח מלא, 13 בנובמבר 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תיאור החברה

קבוצת אשטרום בע"מ עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשבעה תחומי פעילות מרכזיים: קבלנות בנייה ותשתיות במגזר הפרטי ובמגזר הציבורי, בעיקר בישראל; ייזום למגורים, בעיקר באמצעות מכירת קרקעות

ויחידות דיור, בישראל ובחו"ל (ארה"ב ופורטוגל); נדל"ן מניב בתחום התעשייה, המשרדים והמסחר, בישראל ובאירופה (בעיקר בגרמניה, באנגליה ובסרביה); זכיינות מסוג P.P.P, B.O.T ו-P.F.I, בעיקר של בתי משפט, ומעונות סטודנטים, ייזום, הקמה והשכרה לזמן ארוך של פרויקטי דיור להשכרה בערים מרכזיות בישראל (בעיקר בתל אביב, בחיפה ובירושלים); תעשיית חומרי גלם לענף הבנייה והגמר; וייזום, פיתוח, הקמה והפעלה של מתקני אנרגיה מתחדשת, בעיקר בארה"ב.

פעילות הייזום למגורים מתבצעת באמצעות אשטרום מגורים יזמות בע"מ (לשעבר אשדר חברה לבניה בע"מ), חברת בת בבעלות מלאה, וכללה ב-31 בדצמבר 2024 כ-10,379 יחידות דיור (חלק החברה) בשלבים שונים של הקמה, מתוכן כ-795 בבנייה או שיווק (חלק החברה, כולל פרויקטי פינוי בינוי ותמ"א 38).

פעילות הנדל"ן המניב בישראל, בגרמניה ובאנגליה מתבצעת באמצעות אשטרום נכסים בע"מ, חברת בת בבעלות מלאה, וכללה ב-31 בדצמבר 2024 תיק נכסים מניבים בשווי של כ-4.2 מיליארד ₪, לא כולל השקעה בשווי של כ-1.93 מיליארד ₪ בחברות כלולות וקרקעות ופרויקטים בהקמה בשווי של כ-975 מיליון ₪. הפעילות במזרח אירופה, המתבצעת באמצעות אשטרום אינטרנשיונל, כוללת תיק נכסים בשווי של כ-400 מיליון ₪, ומרוכזת בעיקר במבנה משולב של מלון, חניון ומסחר בבלגרד.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-2.2% בתמ"ג בישראל ב-2025, שיעור אינפלציה של כ-2.8% ושיעור אבטלה של כ-3.3%. ב-2026 צפויה האצה בצמיחה הכלכלית שתתבטא בגידול של כ-5% בתמ"ג, בירידה בשיעור האינפלציה לכ-2.5% ובירידה בשיעור האבטלה לכ-3%.
- הכנסות של כ-4.8-5.0 מיליארד ₪ ב-2025 ושל כ-5.4-5.8 מיליארד ₪ ב-2026, בהתבסס על צבר ההזמנות הקיים בתחומי הקבלנות והתעשייה, ההתקדמות הצפויה בשיווק ובנייה בפרויקטי הייזום למגורים, גידול בביקוש למוצרי בנייה, המשך הפעלת פרויקט אנרגיה מתחדשת בארה"ב ותרומה מנכסים מניבים חדשים.
- רווחיות גולמית של כ-21%-22% בשנים 2025-2026, בהתבסס על תמהיל הפעילות ועיתוי ההכרה ברווח.
- השקעות בהיקף כולל של כ-5.0-5.5 מיליארד ₪ ב-2025-2026, כולל רכישת נכסים מניבים חדשים, השקעות בפיתוח פרויקטי ייזום למגורים ובנדל"ן מניב בהקמה, השקעות בפרויקטי אנרגיה מתחדשת בארה"ב ובפרויקטי דיור להשכרה בישראל והוצאות הוניות שוטפות ברכוש קבוע.
- פעולות מאזנות מינוף בהיקף כולל של לפחות כ-1 מיליארד ₪ בשנים 2025-2026, כולל בין היתר הנפקת הון ומימוש חלקי של פרויקט האנרגיה Tierra Bonita שהושלמו.
- חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות המוצהרת של הקבוצה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2024A	2025E	2026E
הוצאות מימון/EBITDA	0.8x	כ-1.0x	1.2x-1.0x
חוב/חוב והון עצמי	72.3%	כ-70%	כ-70%
חוב/EBITDA	18.8x	כ-17x	כ-17x

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

צמיחה שנתית של כ-15%-20% ב-EBITDA

תרחיש הבסיס שלנו כולל התאוששות הדרגתית במגזר הייזום למגורים בישראל בהתבסס על מספר הפרויקטים הפעילים, שיעורי המכירה הצפויים והערכותינו להתקדמות הביצוע ההנדסי לרבות התחלת פרויקטים חדשים. כמו כן אנו צופים צמיחה במגזר התעשייה בהינתן רכישת החברות שהושלמו והערכתנו להתאוששות בביקוש למוצרי בנייה. במגזר האנרגיה המתחדשת אנו משקפים הנבה מלאה מפרויקט Tierra Bonita בארה"ב עם הפעלתו ברבעון האחרון של2024, לרבות הסכם ה-PPA עם חברת החשמל של סן אנטוניו. במגזר הדיור להשכרה אנו צופים צמיחה בתרומה לרווח התפעולי בהתבסס על הנבה מלאה של פרויקט קריית היובל בירושלים שהקמתו הושלמה ב-2024. במגזר יזמות הנדל"ן למגורים בחו"ל הצמיחה הצפויה מתבססת על מועדי השלמת פרויקטים שבהקמה. מנגד, תרחיש הבסיס שלנו כולל התאוששות חלקית בלבד בתחום הקבלנות בישראל ב-2025 וצפי לשיפור משמעותי יותר החל במ-2026.

הפרופיל העסקי

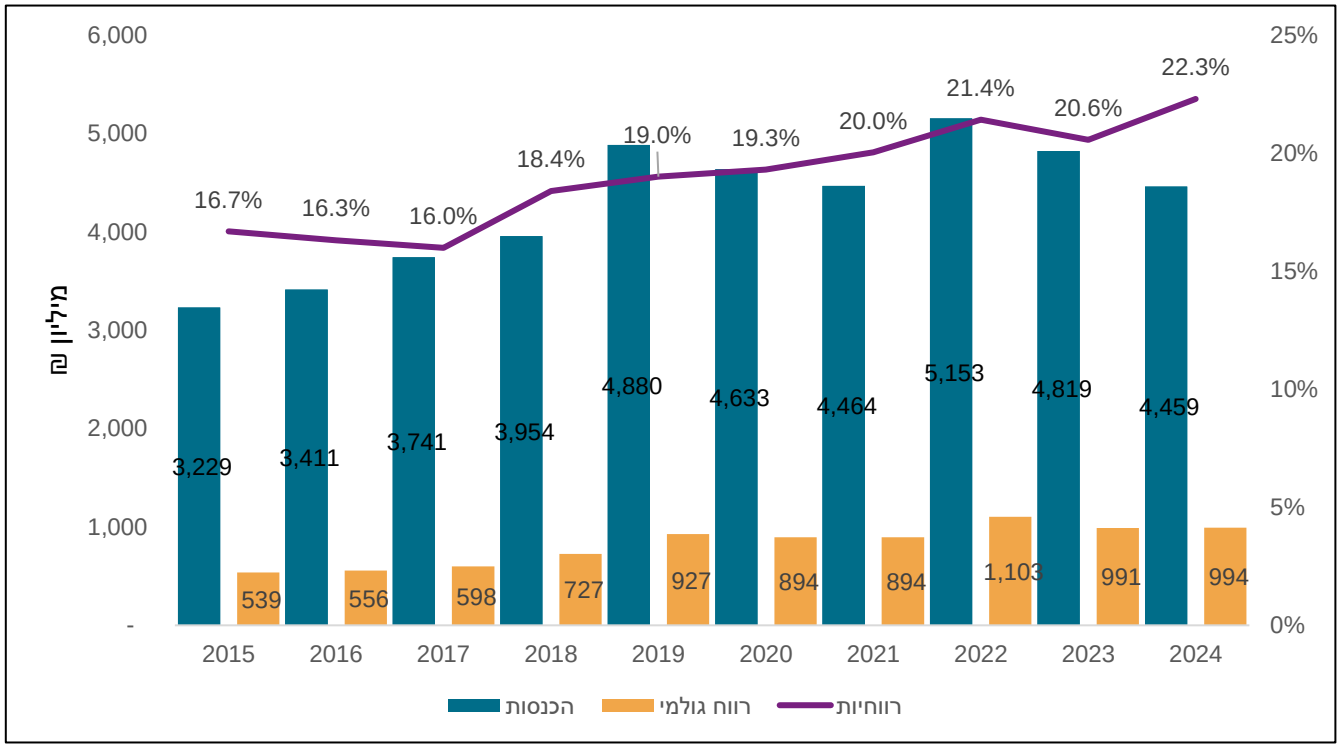
הערכת הפרופיל העסקי של קבוצת אשטרום נתמכת בהיותה אחת השחקניות המובילות בישראל בתחומי פעילויות הליבה שלה, עם מותג ומוניטין חזקים וניסיון רב שנים התומכים במיצובה התחרותי הגבוה. אנו סבורים כי המיצוב התחרותי מושפע לחיוב מיכולות הביצוע המתקדמות ומהסיווגים הגבוהים לביצוע פרויקטים של הקבוצה, המאפיינים מספר מועט של גופים מובילים בשוק הישראלי. מאפיינים אלה מאפשרים לקבוצה נגישות למכרזים ולפרויקטים בקנה מידה גדול ותומכים במעמדה התחרותי בשוק הישראלי.

הקבוצה הציגה ב-2024 קיטון של כ-7.5% בהכנסות לכ-4.5 מיליארד ₪. הקיטון נבע להערכתנו בעיקר מהאטה בפעילות הקבוצה בישראל בתחומי הקבלנות (קיטון של כ-10%), התעשיות (כ-5%) והייזום למגורים (כ-33%), לנוכח ההאטה במשק ובפרט בהיקפי הבנייה, המחסור בכוח אדם והירידה בביקוש לחומרי בנייה. על אף ההאטה במגזר הייזום למגורים בישראל, היקף מכירת הדירות עלה ב-2024 והסתכם בכ-295 דירות (חלק החברה) בהשוואה לכ-120 דירות ב-2023 וכ-241 דירות ב-2022. אנו מעריכים כי בהינתן תמהיל הפרויקטים,

שהמהותיים שבהם בשלבי ביצוע התחלתיים, ושיעור השיווק הנוכחי, קצב ההכרה בהכנסות יגבר בשנתיים הקרובות. ההאטה במגזר הקבלנות בישראל הושפעה בעיקר ממחסור בכוח אדם.

על אף הירידה בהכנסות, הרווח הגולמי נותר יציב בהשוואה ל-2023, כ-994 מיליון ₪, ומשקף רווחיות משופרת במרבית מגזרי הפעילות של הקבוצה ועלייה ברווחיות הכוללת לכ-22.3% מכ-20.6% ב-2023. האינטגרציה האנכית בפעילות הקבוצה והגיוון במקורות ההכנסה על פני מספר מגזרי פעילות, תוך פיתוח זרועות פעילות באירופה ובארה"ב, ממתנים את השפעות ההאטה בצמיחת הכלכלה הישראלית והמגמות השליליות בענפי הקבלנות ותומכים בהערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי.

תרשים 1: התפתחות ההכנסות, הרווח הגולמי והרווחיות



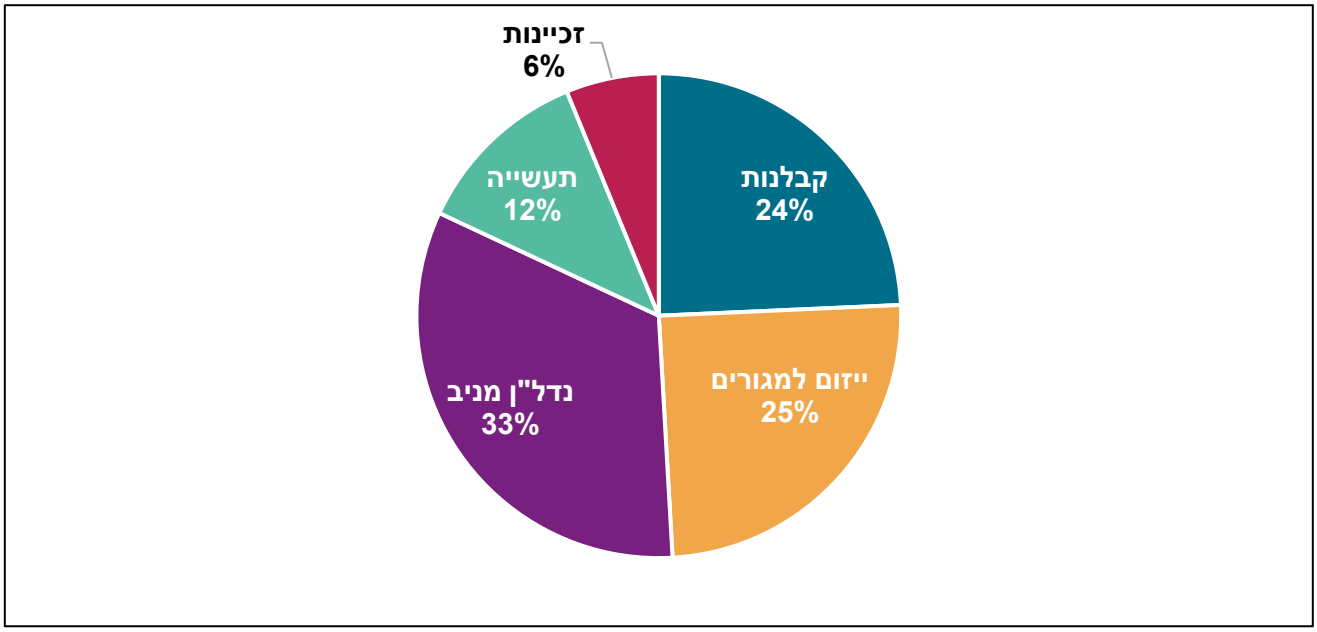
הפרויקטים המהותיים בביצוע בישראל כיום כוללים, בין היתר, מתחם משרדים בראשון לציון ("מתחם האלף") פרויקטי המגורים "כיכר המדינה תל אביב", "מגדל "EXCHANGE", ופרויקט תשתיות "הנתיבים המהירים" בנתיבי איילון. בשנים האחרונות השלימה הקבוצה את הקמתם של מספר פרויקטים מהותיים באפריקה. היקף החשיפה הנותרת שלה למדינות היבשת זניחה. בראייה קדימה, אנו צופים כי הפעילות הקבלנית תתרכז בישראל ללא חשיפה לפעילות באפריקה.

צבר ההזמנות הכולל של הקבוצה הסתכם בסוף 2024 בכ-8.5 מיליארד ₪ (כולל עבודות בין חברות הקבוצה בהיקף של כ-1 מיליארד ₪ ולא כולל עבודות שהתקבלו ברבעון הראשון של 2025 בסך של כ-1 מיליארד ₪ נוספים), הודות לקבלת הזמנות חדשות בהיקף של כ-2.3 מיליארד ₪ במהלך השנה. גיוון צבר ההזמנות השתפר, עם העלייה במספר הפרויקטים בהיקפים בינוניים עם תקופת ביצוע קצרה יותר, שמפחיתה להערכתנו

את החשיפה המהותית למספר מצומצם של פרויקטים גדולים. ההיקף והתמהיל הנוכחיים של צבר ההזמנות מחזקים את הערכתנו כי היקף הפעילות יישאר גבוה, תומכים ביכולת הקבוצה לנצל יתרונות לגודל ומעידים על יכולתה לזכות בפרויקטים גדולים בקנה מידה ארצי. בהינתן הצפי להשקעות משמעותיות בתשתיות בישראל בשנים הקרובות ונגישות הקבוצה לפרויקטים חדשים, אנו צופים שהקבוצה תמשיך לשמור על צבר הזמנות גדול. אנו סבורים כי האינטגרציה בין תחומי הפעילות של הקבוצה ומעמדה התחרותי הגבוה יובילו לשיפור בתוצאות התפעוליות בשנים הקרובות, דבר התומך להערכתנו באיכות האשראי שלה.

פרופיל הסיכון העסקי נתמך גם בתיק נכסים מניבים מגוון על פני מספר מגזרים (משרדים, מסחר, מבני תעשייה ודיור להשכרה) ואזורי פעילות שונים (בעיקר ישראל, גרמניה ובריטניה). בשנים האחרונות המשיכה אשטרום ליישם את האסטרטגיה ארוכת הטווח שלה לפיזור תיק הנכסים המניבים, כפי שהתבטא בהשלמת רכישת נכסים חדשים, בעיקר באנגליה. אנו מעריכים כי בשנים הבאות תפעל הקבוצה להמשך הגדלת היקף ופיזור תיק הנכסים המניבים תוך שמירה על גיוון גיאוגרפי ומגזרי במדינות הפעילות. בנוסף הרחיבה הקבוצה את פעילותה בתחום הדיור להשכרה, וכיום היא מפעילה כ-1,126 יחידות דיור להשכרה בארבעה פרויקטים וכ-129 יחידות דיור להשכרה במעונות אוניברסיטת בן גוריון (תחת תחום הזכיינות). אנו צופים המשך השקעה במגזר המגורים להשכרה וצמיחה בתיק הנכסים בשנים הבאות בהתבסס על מספר יחידות הדיור שבהקמה (בהיקף כולל של כ-1,155 יחידות דיור בלוד, בני ברק, רמת גן, באר יעקב ואור יהודה). הגידול הצפוי בפעילות הנדל"ן המניב בשנים הבאות תומך בפרופיל הסיכון העסקי ומחזק את הערכתנו לנראות תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, שכן אנו מעריכים כי פעילות זו מאופיינת בסיכון ענפי נמוך יותר מתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום. הקבוצה הרחיבה את פעילותה גם למגזר האנרגיה המתחדשת, בעיקר בארה"ב, וברבעון השלישי של 2024 סיימה את הקמת פרויקט אנרגיה סולרית, Tierra Bonita, במדינת טקסס, עם הספק מותקן של כ-399 מגה-וואט, וברבעון הרביעי החלה בהפעלתו תחת הסכם PPA ארוך טווח למכירת 60% מהחשמל המיוצר בפרויקט לחברת החשמל של סן אנטוניו ולמכירת זיכוי המס מייצור האנרגיה (PTC) לחברת ביטוח אמריקאית תמורת כ-300 מיליון דולר לאורך תקופה של 10 שנים. הקבוצה החלה גם בהקמה של מתקן אנרגיה סולרית נוסף במדינת טקסס, El Patrimonio, שהשלמתו צפויה להסתיים ב-2027. פרויקט זה כולל הספק מתוכנן של כ-195 מגה-וואט בגינו חתמה הקבוצה על הסכם PPA ל-20 שנה למכירת כ-70% מהחשמל המיוצר לחברת החשמל של סן אנטוניו (עם אופציה להגדלה למכירת כלל החשמל המיוצר באתר). פעילות זו מאופיינת להערכתנו גם כן בסיכון ענפי נמוך, וההסכמים שנחתמו תומכים בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים. עם זאת, בשלב זה הערכתנו לפרופיל העסקי מוגבלת, שכן כיום חשיפתה של הקבוצה לתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום למגורים, שרמת הסיכון הענפי בהם בינונית-גבוהה, נותרה מהותית, והמלחמה והתחרות העזה בישראל עשויות להגביל את הרווחיות במגזרים אלה.

תרשים 2: רווח גולמי בחלוקה למגזרי פעילות (ממוצע 2021-2024)



הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של הקבוצה מאופיין במינוף גבוה וביחס כיסוי נמוך יחסית לדירוג. בשנים האחרונות חלה שחיקה ביחס המתואם חוב ל-EBITDA שעמד על כ-18.8x ב-2024 לעומת כ-18.4x ב-2023 וכ-11.1x ב-2022, וביחס המתואם חוב לחוב והון עצמי שעמד בסוף 2024 על כ-72.3% לעומת כ-71.4% בסוף 2023 ו-64.2% בסוף 2022. יחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון נותר נמוך גם כן ועמד בסוף 2024 על כ-0.8x, לעומת כ-0.9x ו-1.6x בהתאמה.

השחיקה ביחסים הפיננסים בשנים האחרונות נבעה בעיקר מהשקעות בהיקף נרחב להגדלת מנועי הצמיחה וגיוון הפעילות. בין היתר השלימה הקבוצה רכישת קרקעות המיועדות לייזום למגורים בישראל, השקיעה בפיתוח נדל"ן מניב בישראל (בעיקר משרדים ודיור להשכרה), פיתחה פרויקט אנרגיה סולרית בארה"ב ורכשה נכסים מניבים חדשים (בעיקר בבריטניה וגרמניה). השקעות נרחבות אלה הובילו לגידול מתמשך בחוב הפיננסי המתואם לכ-13.3 מיליארד ₪ בסוף 2024 מכ-12.3 מיליארד ₪ בסוף 2023 וכ-9 מיליארד ₪ בסוף 2022.

כחלק מיישום המדיניות הפיננסית להפחתת המינוף, ברבעון הראשון של 2025 השלימה הקבוצה הנפקת הון בהיקף של כ-600 מיליון ₪ ומכרה 36% מפרויקט האנרגיה Tierra Bonita למשקיעים מוסדיים ישראלים בתמורה לכ-79 מיליון דולר. אנו סבורים כי יישום מוצלח של מדיניות ההנהלה להורדת המינוף ויכולתה של אשטרום להציג שיפור ביחסים הפיננסיים כך שהם יהלמו את הדירוג הנוכחי תלויים בהשלמת פעולות מאזנות מינוף בהיקף מהותי לצד המשך שיפור בביצועים התפעוליים והתאמת קצב ההשקעות.

השחיקה ביחסים הפיננסיים הושפעה להערכתנו גם מהמצב הגיאופוליטי והביטחוני בישראל, מהיחלשות באינדיקטורים המקרו-כלכליים וממגמות שליליות בעיקר במגזרי הקבלנות והייזום למגורים בישראל שהשפיעו על קצב צמיחת ה-EBITDA. הגידול בחוב הפיננסי יחד עם סביבת ריבית ואינפלציה גבוהים (כ-43% מהחוב צמוד למדד המחירים לצרכן, וכ-31% בריבית משתנה) השפיעו לשלילה על יחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון. מדיניותה השמרנית של הקבוצה לשמירה על יתרות מזומנים גדולות תרמה גם היא לשחיקה ביחס הכיסוי אולם היא מהווה להערכתנו גורם תומך לדירוג בעיקר בתקופות של אי ודאות

נציין כי כ-33% מהחוב המתואם של הקבוצה (כ-4.2 מיליארד ₪) הוא בחברת הבת אשטרום נכסים, הפועלת בתחום הנדל"ן המניב, וכ-30% מהחוב (כ-3.8 מיליארד ₪) משויך למגזר הזכיינות והדיור להשכרה כנגד נכסים ופרויקטים מניבים (כולל פרויקטים בהקמה). בתחומים אלו, לפי המתודולוגיה שלנו, יחסי המינוף והכיסוי הנדרשים לאותו פרופיל סיכון פיננסי הם פחות מחמירים, בעיקר בשל התנודתיות הנמוכה המאפיינת את ענף הנדל"ן המניב. למרות זאת, היחסים הפיננסיים הקיימים והחזויים עדיין מצביעים, להערכתנו, על פרופיל סיכון פיננסי ממונף עם היקף חוב גבוה.

Table 2.
Ashtrom Group Ltd. -- Financial Summary (Mil. NIS)
Industry Sector: Engineering & Construction

	2024	2023	2022	2021	2020
Revenue	4,459	4,819	5,153	4,464	4,633
EBITDA	(*)713	673	816	697	691
Funds from operations (FFO)	114	199	467	408	413
Interest expense	892	726	496	339	267
Cash flow from operations	296	(257)	(89)	1,203	611
Capital expenditure	550	1,132	171	154	79
Free operating cash flow (FOCF)	(253)	(1,388)	(260)	1,049	532
Discretionary cash flow (DCF)	(253)	(1,590)	(586)	706	347
Cash and short-term investments	1,083	2,027	1,724	2,033	1,900
Debt	13,378	12,382	9,052	7,486	6,761
Equity	5,135	4,950	5,050	4,182	3,391
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	16.0	14.0	15.8	15.6	14.9
EBITDA interest coverage (x)	0.8	0.9	1.6	2.1	2.6
FFO cash interest coverage (x)	1.2	1.5	2.9	2.6	2.6
Debt/EBITDA (x)	18.8	18.4	11.1	10.7	9.8
FFO/debt (%)	0.9	1.6	5.2	5.4	6.1
Cash flow from operations/debt (%)	2.2	(2.1)	(1.0)	16.1	9.0
FOCF/debt (%)	(1.9)	(11.2)	(2.9)	14.0	7.9
DCF/debt (%)	(1.9)	(12.8)	(6.5)	9.4	5.1
Debt/debt and equity (%)	72.3	71.4	64.2	64.2	66.6

(*) חישוב ה-EBITDA בשנת 2024 אינו כולל בשלב זה הכנסות נטו בגין זיכוי מס בסך של כ-18.7 מיליון ₪.

נזילות

אנו בוחנים את רמת הנזילות של קבוצת אשטרום על בסיס מאוחד. על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות היא הולמת, שכן אנו מעריכים כי היחס בין המקורות ברמת ודאות גבוהה של הקבוצה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2025. הערכתנו נתמכת במדיניות פיננסית של שמירה על יתרת מזומנים גדולה, במסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות, בתזרים מזומנים יציב מפעילות שוטפת ובנגישותה הטובה למקורות מגוונים כמשתקף בהנפקות הון בשנה האחרונה. יצוין כי בבחינת הנזילות איננו כוללים חוב פרויקטלי במסגרת ליווי בנקאי או מוסדי סגור וחוב בולט ללא זכות חזרה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של הקבוצה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2025:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים פנויים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-1.1 מיליארד ₪. • מסגרות אשראי פנויות מחייבות בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪. • תזרים שוטף שנתי במזומן של כ-120-140 מיליון ₪ (הערכה שלנו). • תקבולים של כ-600 מיליון ₪ מהנפקת הון שהושלמה. • תקבולים של כ-745 מיליון ₪ ממימושי נכסים והחזר הלוואות.	• תשלום חלויות חוב ז"א ואשראי ז"ק בהיקף כולל של כ-1.6 מיליארד ₪. • הוצאות הוניות (capex) שוטפות של כ-125 מיליון ₪. • השקעות של לפחות 310-320 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות החברה.

חלויות חוב

שנה	2025	2026	2027	2028	2029 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	2,535	3,872	1,490	1,159	5,063

החלויות הן על בסיס הדוחות המאוחדים וכוללות ניירות ערך מסחריים.

ניתוח התניות

לקבוצה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. נכון ל-31 בדצמבר 2024 יש לקבוצה מרווח הולם ביחס למרבית התניותיה הפיננסיות. נציין כי בחלק מההתניות הפיננסיות קיים מרווח מצומצם, בעיקר בקשר עם יחסי כיסוי.

השפעת הקבוצה

אנו משווים את דירוגי המנפיק של אשטרום נכסים בע"מ ושל אשטרום מגורים יזמות בע"מ לדירוג המנפיק של קבוצת אשטרום בע"מ, על פי המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה.

אשטרום נכסים ואשטרום מגורים הן חברות בנות בבעלות מלאה של קבוצת אשטרום. אשטרום נכסים היא זרוע הנדל"ן המניב של הקבוצה ואשטרום מגורים היא זרוע הייזום למגורים. שתי החברות, כל אחת בנפרד, אחראיות לחלק משמעותי מסך הפעילות של הקבוצה, וחלק משמעותי מפרויקטי הייזום של אשטרום נכסים ושל אשטרום מגורים מבוצעים על ידי זרוע הקבלנות של קבוצת אשטרום. בנוסף, החברות הבנות נהנות מהמיתוג והמוניטין של הקבוצה ופועלות בהתאם לאסטרטגיה ארוכת הטווח שלה. להערכתנו קיימת אינטגרציה גבוהה של אשטרום נכסים ואשטרום מגורים בפעילות המאוחדת של הקבוצה, התומכת בהערכתנו לקשר בין דירוגיהן לדירוג הקבוצה.

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: (השפעה חיובית)

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

גורמים סביבתיים מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של קבוצת אשטרום בע"מ. הקבוצה חשופה לסיכון סביבתי דרך בעלותה המלאה ביזמית הנדל"ן למגורים אשטרום מגורים ויזמות בע"מ. 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

קבוצת אשטרום בע"מ

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של קבוצת אשטרום בע"מ (סדרות א' ,ב', ג', ד' ו-ה'). ציון שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4' ומשקף את הערכתנו כי בתרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב של איגרות חוב אלו נקבעה, בין היתר, בשילוב של שיטת מכפיל EBITDA (לתחומי הקבלנות וההנדסה והתעשיות) עם שיטת השווי הנכסי (לתחומי הזכיינות, הנדל"ן המניב, הקרקעות וההשקעות בחברות).

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל יוביל להאטה מהותית בהשקעות הממשלה בתשתיות ולמשבר בענף המגורים. בעקבות כך יתגברו משמעותית הלחצים התחרותיים בענף ויחול קיטון משמעותי בצבר ההזמנות. אלו יובילו לירידה בהכנסות הקבוצה ולשחיקה ברווחיותה.
- הקבוצה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במעמד תחרותי מוביל בישראל בתחום הקבלנות וההנדסה, בסיווגים הגבוהים לביצוע פרויקטים ובצבר ההזמנות הגדול.
- שווי נכסי תחום הזכיינות יקטן ב-35%, בהתחשב בסוג הפרויקטים (בעיקר בתי משפט ונדל"ן למגורים) ובמיקומם באזורי ביקוש.
- שווי נכסי תחום יזמות הנדל"ן למגורים בחו"ל (בעיקר בארה"ב ובפורטוגל) יקטן ב-70%.
- שווי נכסי הנדל"ן המניב במזרח אירופה (בעיקר בבלגרד) יקטן ב-45%, בהתחשב בריכוזיות בנכס בודד.
- יתרת המזומנים ושווי המזומנים תקטן ב-80% במסלול ההתדרדרות בעקבות ניצול לצרכים שוטפים.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- EBITDA מפעילות מגזרי הקבלנות והתעשייה ביציאה מנקודת כשל הפירעון: כ-330 מיליון ₪
- מכפיל EBITDA: 5.0x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-1.65 מיליארד ₪
- שווי נוסף כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת השווי הנכסי: כ-2.95 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-4.4 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח: כ-3.1 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום בע"מ, לא כולל חברת בת מדווחת)
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-1.3 מיליארד ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-3.2 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום בע"מ, לא כולל חברת בת מדווחת).
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות א', ב', ג', ד' ו-ה'): 30%-50%.

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

אשטרום נכסים בע"מ

שיקולים עיקריים

- אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של אשטרום נכסים בנפרד. גישה זו משקפת, בין היתר, את העובדה שיש לאשטרום נכסים חוב פיננסי (חוב בנקאי וסדרות אג"ח סחירות) שלהערכתנו, בהתאם למבנה הקבוצה בעת כשל פירעון היפותטי, הוא בכיר במפל התשלומים בהשוואה לחוב בקבוצת אשטרום בע"מ.

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של אשטרום נכסים בע"מ המובטחות בנכסי נדל"ן (סדרות 11 ו-12). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של אשטרום נכסים בע"מ (סדרות 9, 10, 13 ו-14). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- מיתון עמוק במדינות הפעילות יתבטא, בין היתר, בירידה בביקוש לשטחי מסחר ומשרדים אשר תוביל לירידה מהותית בשיעורי התפוסה ובדמי השכירות ולשחיקה מהותית בשווי הנכסים.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים ובאיכות של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- שווי הנכסים המניבים שבידי החברה יקטן ב-40% בהתחשב באיכות הנכסים ובצורך במימוש מהיר.
- שווי ההחזקה בחברות כלולות יקטן ב-70% בהתחשב ברמות המינוף של החברות המוחזקות ובעובדה שמניותיהן אינן סחירות.
- מזומנים ושווי מזומנים יקטנו בכ-85% במסלול התדרדרות בעקבות ניצול לצרכים שוטפים.
- סדרות האג"ח המובטחות (סדרות 11 ו-12) ייהנו, בנוסף לשווי הבטוחות הספציפיות, גם מחלוקת השווי הפנוי שיישאר לכיסוי החוב הבלתי מובטח, פארי פאסו עם סדרות האג"ח הבלתי מובטחות.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-4.2 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-3.97 מיליארד ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-2.31 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב סדרות אג"ח: 1.66 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה 11), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפי (כ-238 מיליון ₪) ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-285 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה 11): כ-337 מיליון ₪
- הערכת שיקום חוב מובטח: 70%-90%.
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה 12), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפי (כ-475 מיליון ₪) ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-567 מיליון ₪

- סך חוב מובטח (סדרה 12): כ-672 מיליון ₪
- הערכת שיקום חוב מובטח: 70%-90%
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח וחוב מובטח שלא כוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-948 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרות 9, 10, 13 ו-14) ויתרת חוב מובטח שלא כוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-2 מיליארד ₪
- הערכת שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות 9, 10, 13 ו-14): 30%-50%.

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 קבוצת אשטרום בע"מ לשנת 2024:

- קיזוז מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- הוספת עלויות מימון מהוונות בעלות המכר ל-EBITDA.
- הוספת דיבידנדים מחברות כלולות ל-EBITDA.
- סיווג הוצאות מימון שהוונו לפרויקטים כהוצאות מימון ברוטו.
- סיווג תזרים מזומנים בגין ריבית ששולמה והתקבלה כתזרים מפעילות שוטפת.
- איחוד יחסי של פעילויות חוצות המפרץ חיפה בע"מ (50%) ושל קניונים בישראל בע"מ (50%).

Table 2.

Ashtrom Group Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2024

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**14,102.0**	**4,904.9**	**724.2**	**681.7**	**712.9**	**813.8**
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(40.1)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(558.5)	--
Reported lease liabilities	251.1	--	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(974.8)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	7.0	223.0	--	--
Share-based compensation expense	--	--	12.6	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	13.4	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(114.1)	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(517.4)
Noncontrolling interest/minority interest	--	230.4	--	--	--	--
EBITDA: Other income/(expense) (principle based)	--	--	9.7	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	60.0	--	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	(12.9)	--	--
Total adjustments	**(723.8)**	**230.4**	**(11.3)**	**210.0**	**(598.6)**	**(517.4)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**13,378.3**	**5,135.3**	**712.9**	**891.8**	**114.3**	**296.3**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: 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
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 4 באפריל, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

רשימת דירוגים

קבוצת אשטרום בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1	19/07/2015	27/11/2024
טווח ארוך	ilA\Negative	07/05/2014	27/11/2024
טווח קצר	ilA-1	08/01/2019	27/11/2024
טווח ארוך	ilA\Negative	04/01/2017	27/11/2024
טווח ארוך	ilA\Negative	01/02/1992	27/11/2024
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
סדרה 2	ilA-1	05/07/2023	27/11/2024
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה א,ב	ilA	07/05/2014	27/11/2024
סדרה ג	ilA	22/01/2017	27/11/2024
סדרה ד	ilA	29/11/2021	27/11/2024
סדרה ה	ilA	20/08/2023	27/11/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
נובמבר 27, 2024	ilA\Negative		
מאי 07, 2014	ilA\Stable		
<u>טווח קצר</u>			
פברואר 18, 2016	ilA-1		

אשטרום נכסים בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Negative	01/02/1992	27/11/2024
דירוג(י) הנפקה			
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה 11	ilA+	20/08/2018	27/11/2024
סדרה 12	ilA+	03/06/2020	27/11/2024
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה 10	ilA	26/09/2016	27/11/2024
סדרה 13	ilA	21/11/2021	27/11/2024
סדרה 9	ilA	04/09/2014	27/11/2024
סדרה 14	ilA	06/12/2023	27/11/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
נובמבר 27, 2024	ilA\Negative		
אוגוסט 15, 2013	ilA\Stable		
מאי 29, 2012	ilA\Negative		
ספטמבר 21, 2008	ilA\Stable		
אוגוסט 15, 2002	ilA		
יוני 23, 1996	ilAA-		
פברואר 01, 1992	ilAA		

אשטרום מגורים יזמות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1	08/01/2019	27/11/2024
טווח ארוך	ilA\Negative	04/01/2017	27/11/2024
טווח ארוך	ilA\Negative	01/02/1992	27/11/2024
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
ניירות ערך מסחריים סדרה י"א	ilA-1	08/01/2019	27/11/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
נובמבר 27, 2024	ilA\Negative		
מרץ 18, 2018	ilA\Stable		
פברואר 21, 2018	ilA-\Watch Pos		
ינואר 04, 2017	ilA-\Stable		
<u>טווח קצר</u>			
ינואר 08, 2019	ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	29/04/2025 07:58
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	29/04/2025 07:58
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

קבוצת אשטרום בע"מ
אשטרום נכסים בע"מ
אשטרום מגורים יזמות בע"מ

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.