Maalot
S&P Global Ratings

אגד חברה לתחבורה בע"מ

30 ביולי 2025

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+/ilA-1', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

יהונתן רווח 972-3-7539708 jonathan.revach@spglobal.com

אנשי קשר נוספים:

רותי רוזנצוויג 972-3-7539750 ruthy.rozentzvige@spglobal.com

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

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 5
תיאור החברה 5
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 6
נזילות 8
ניתוח התניות 8
השפעת הקבוצה 8
התאמות לדירוג 9
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 12

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מיצוב תחרותי מוביל בתחום התחבורה הציבורית בישראל. • סיכון ביקוש נמוך ונראות הכנסות גבוהה במסגרת הסכם הסובסידיה. • צפי לשמירה על רווחיות גבוהה עם תנודתיות נמוכה.	• קיטון בנתח השוק, בהתאם להסכם הסובסידיה. • עלייה צפויה במינוף על רקע תוכנית השקעות ומדיניות דיבידנדים. • ריכוזיות גבוהה של הפעילות בישראל. • הערכתנו לקשר מסוים לאיכות האשראי של קבוצת קיסטון.

מאז מועד הדוח האחרון המשיכה אגד חברה לתחבורה בע"מ ("אגד" או "החברה") להציג צמיחה בפעילותה, שהתבטאה בשיפור בהכנסות וברווחיות, ושמרה על מעמדה התחרותי המוביל בשוק התחבורה הציבורית בישראל. ב-2024 צמחו הכנסות החברה בכ-12% לכ-5.6 מיליארד ₪ מכ-5 מיליארד ₪ ב-2023. בעיקר בשל תרומתו של מכרז 'ירושלים-מערב', שהחברה החלה בתפעולו באפריל 2024 במסגרת השוק התחרותי, וכן של הפעילות באירופה. ה-EBITDA המתואם עמד על כ-1.3 מיליארד ₪ ב-2024 לעומת כ-1.1 מיליארד ₪ ב-2023, והרווחיות עמדה על כ-23.6% לעומת כ-22% ב-2023, שיפור המשקף חיסכון בעלויות תחזוקה ואנרגיה עם קיטון בגיל הממוצע של צי האוטובוסים וחשמול חלקם, בשנים האחרונות, וירידה בעלויות כוח אדם. אגד שמרה על מעמדה התחרותי המוביל בתחום התחבורה הציבורית בישראל, ונכון ל-2024 נתח השוק שלה עומד על כ-25% במונחי ק"מ ועל כ-23% במונחי נוסעים. בישראל החברה פועלת על פי מתווה הסכם הסובסידיה מול המדינה, לפיו היא נהנית מסובסידיה עבור כל ק"מ נסועה, וזה משתקף בהערכתנו לפרופיל העסקי. מאידך, הסכם הסובסידיה קובע כי אגד תקטין לאורך זמן את נתח השוק שלה בהתאם לסיום האשכולות אותם מתפעלת. כך קטן נתח השוק של החברה בתחום התחבורה הציבורית בישראל לכ-25% ב-2024 מכ-30% ב-2022.

אנו צופים המשך צמיחה בפעילות החברה לצד עלייה במינוף בשנתיים הקרובות. הכנסות החברה ברבעון הראשון של 2025 עמדו על כ-1.44 מיליארד ₪, צמיחה של כ-4.6% לעומת כ-1.38 מיליארד ₪ ברבעון המקביל אשתקד, וה-EBITDA המתואם עמד על כ-319 מיליון ₪ לעומת כ-299 מיליון ₪, בהתאמה. החברה פועלת להרחיב את פעילותה באירופה ובשנה החולפת זכתה במכרז להפעלת תחבורה ציבורית בדרום-מערב הולנד באמצעות 120 אוטובוסים למשך 12 שנים, הצפוי להניב לה כ-100 מיליון ₪ בשנה, זאת בנוסף לזכייה במכרז להפעלת כ-50 אוטובוסים בעיר ורשה, שצפוי, לצד זכייה במכרז בעיר קרקוב, להגדיל משמעותית את פעילות החברה בפולין. אלה צפויים להערכתנו לתמוך בהמשך צמיחת החברה בשנות התחזית, ואנו מניחים כי החברה תשמור על רווחיות גבוהה בטווח הבינוני. מנגד, לחברה צורכי השקעה גבוהים, בעיקר למימון תוכניות הצמיחה במכרזים באירופה, ואנו מעריכים כי היא תמשיך לחלק דיבידנדים בהיקפים גבוהים בהתאם למדיניותה, 100% מהרווח הנקי השנתי. בהתאם, מינוף החברה יעלה בטווח הקצר-בינוני וישתקף ביחס מתואם חוב ל-EBITDA של

3.5x-3.0x ב-2025 ושל 4.0x-3.5x ב-2026 וביחס FFO (funds from operations) לחוב של 27%-24% ושל 25%-22% באותן שנים, בהתאמה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור אגד על מיצובה התחרותי המוביל בתחום התחבורה הציבורית בישראל, ותציג גידול בפעילות, בעיקר על רקע צמיחה בפעילות באירופה בהתאם לאסטרטגיה, והפעלתו של מכרז חדש בישראל. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי היחס המתואם חוב ל-EBITDA של אגד יעמוד על 4.0x-3.0x וכי יחס ה-FFO לחוב יעלה על 20%, וכי החברה תשמור על נזילות "הולמת".

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה תציג חריגה משמעותית מתרחיש הבסיס שלנו, שתוביל ליחס מתואם חוב ל-EBITDA הקרוב ל-5x לאורך זמן. תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, בעקבות הרעה ברווחיות שתקטין את בסיס ה-EBITDA, או בעקבות השקעות גדולות בהרבה מהצפוי. התדרדרות בנזילות עשויה אף היא להפעיל לחץ שלילי על הדירוג, כמו גם שחיקה באיכות האשראי של קיסטון אינפרא בע"מ ("קיסטון", ilA/Stable/ilA-1).

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תראה צמיחה בפעילות לצד שמירה על רווחיות ועל יחס מתואם חוב ל-EBITDA הנמוך משמעותית מ-4x לאורך זמן, ובכפוף לכך שיחול שיפור באיכות האשראי של הקבוצה או בהערכתנו להפרדה גדולה יותר בין החברה לבין קיסטון, למשל על רקע שינויים משמעותיים במבנה הקבוצה.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-3.3% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ-2.8% ושיעור אבטלה של כ-3% ב-2025. ב-2026 שיפור כלכלי שיתבטא בצמיחה של כ-3.9% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של כ-2.1% ושיעור אבטלה של כ-3%.
- צמיחה חד ספרתית מתונה בהכנסות ב-2025 ו-2026.
- שיעור EBITDA מתואם בטווח של 23%-24% בשנים 2025-2026.
- השקעות בהיקף של כ-2 מיליארד ₪ במצטבר בשנים 2025-2026.
- גידול בחוב הפיננסי נטו בשל צורכי ההשקעה הגבוהים.
- חלוקות דיבידנד לפי 100% מהרווח הנקי.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2024A	2025E	2026E
חוב/EBITDA	2.7x	3.5x-3.0x	4.0x-3.5x
חוב/FFO	32%	27%-24%	25%-22%
שיעור EBITDA	23.6%	24%-23%	24%-23%

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

צמיחה בהכנסות על רקע צמיחה בפעילות התחבורה הציבורית ב-2025 ו-2026

הכנסות אגד יצמחו להערכתנו בשיעור חד ספרתי מתון ב-2025 וב-2026, בהתחשב בתפעול שלב ב' של אשכול ירושלים-מערב החל מינואר 2025 לצד הרחבת הפעילות באירופה, בעיקר בפולין, ובגידול בפעילות חברת הבת תבל מטרו, המפעילה את הקו האדום של הרכבת הקלה בתל אביב. המשך יעילות תפעולית, בין היתר בהתבסס על דרישות הסכם הסובסידיה, תתמוך ברווחיות החברה בשנתיים הקרובות.

עלייה מדודה במינוף אולם היחסים צפויים להלום את הדירוג

בהתאם לצמיחה הצפויה בפעילות, החברה תידרש להערכתנו להשקעות בהיקפים גבוהים הנוגעים בעיקר למימון האוטובוסים לאשכולות באירופה. בנוסף, מדיניות החברה היא לחלק דיבידנד בשיעור של 100% מהרווח הנקי. אנו מעריכים כי כתוצאה מכך יחול גידול בחוב הפיננסי, בקצב העולה על הצמיחה הצפויה בבסיס ה-EBITDA, כך שמינוף החברה יעלה בטווח הקצר-בינוני וישתקף ביחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3.5x-3.0x ב-2025 ושל 4.0x-3.5x ב-2026 וביחס FFO לחוב של 27%-24% ב-2025 ושל 25%-22% ב-2026.

תיאור החברה

אגד פועלת יותר מ-90 שנה, ישירות ובאמצעות חברות בנות, בתחום התחבורה הציבורית ונסיעות מיוחדות, ובתחום התיירות. החברה היא מפעילת התחבורה הציבורית הגדולה בישראל במונחי ק"מ נסועה עם נתח שוק של כ-25%. בפעילותה בישראל מפעילה אגד כ-3,000 אוטובוסים ומעסיקה כ-5,000 נהגים, ובהולנד ובפולין היא מפעילה במצטבר 1,200 אוטובוסים. החברה פעילה גם במתן שירותי תחזוקה, תדלוק וחניון לצדדים שלישיים ומפעילה את הקו האדום של הרכבת הקלה. על פי דרישת ההסכם מול המדינה, בשנת 2019 עברה אגד שינוי מבני מאגודה שיתופית לחברה בע"מ. ב-2022 רכשה קרן קיסטון – שותפות אגד שותפות מוגבלת ("השותפות") 60% ממניות החברה, כש-40% הנותרים הוחזקו בידי יותר מאלף מייסדי אגד ו/או נעברים מורשים שלהם, אשר להם ניתנו אופציות למכירת יתרת האחזקות לשותפות. בהתאם לכך, בשנה החולפת מימשו חלק מהמייסדים כאמור את אחת מהאופציות שניתנו להם, ומכרו לשותפות 18% שהוחזקו על ידם כך שהשותפות מחזיקה נכון להיום כ-78% מאגד. השותפות, יצוין, מוחזקת (כ-81%) על ידי קיסטון אינפרא בע"מ ("קיסטון", ilA/Stable/ilA-1).

הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי של אגד ממשיכה להיתמך במעמדה התחרותי המוביל בתחום התחבורה הציבורית בישראל. אגד היא מפעילת התחבורה הציבורית הוותיקה והגדולה בישראל. ב-2024 הפעילה אגד 28 אשכולות תחבורה ציבורית ושירתה יותר מ-204 מיליון נוסעים בכ-200 מיליון ק"מ נסועה ברישיון. נתח השוק שלה נאמד בכ-25% במונחי ק"מ וכ-23% במונחי נוסעים. אנו מעריכים כי סבסוד רוב הכנסות החברה בתחום התחבורה הציבורית בישראל על ידי מדינת ישראל מקטין את סיכון הביקוש, תומך בנראות הכנסות החברה ולפיכך תומך בהערכתנו לפרופיל העסקי של אגד. מעמדה המוביל של החברה תומך ביכולת החברה לזכות באשכולות בשוק החופשי, כפי שקרה במקרה של מכרז 'ירושלים-מערב' , שמתופעל החל מאפריל 2024 והחל בשלב ב' בתחילת 2025. גם פעילויות אחרות בקבוצה תומכות בפרופיל העסקי, ביניהן פעילות ההיסעים הפרטית באמצעות "אגד היסעים", שנהנתה מצמיחה בפעילות בשנת 2024 בעיקר על רקע הקשר עם צבא הגנה לישראל וצרכיו בעת המלחמה, לצד פעילות מתחמי תחזוקה, תדלוק ומוסכים במיקומים אסטרטגיים, המשרתים הן את החברה והן מפעילי תחבורה ציבורית אחרים, ותפעול קו הרכבת הקלה בת"א. אגד מציגה רווחיות גבוהה מהממוצע לאורך זמן, הנגזרת מיעילות מוגברת בעלויות, בין היתר כתוצאה מדרישות ההסכם מול המדינה.

מנגד, הסכם הסובסידיה קובע כי החברה תוותר על קווי שירות בכל שנה, כך שנתח השוק שלה יקטן לאורך זמן ל-25%. כך הצטמצם נתח השוק של אגד מכ-30% ב-2022 לכ-28% ב-2023 ולכ-25% ב-2024 כאמור. הקיטון בנתח השוק מגביל את הערכתנו לפרופיל העסקי של אגד. לחברה אסטרטגיית התרחבות באירופה, שיושמה גם בשנה החולפת עם זכייה באשכולות בהולנד ובפולין, אשר תורמת לגיוון הגיאוגרפי של מקורות ההכנסות, אולם אנו עדיין מעריכים כי הפיזור הגיאוגרפי של החברה מוגבל שכן ישראל מהווה את המוקד העיקרי לפעילות החברה, ותרמה כ-80% מהכנסות החברה בשנתיים האחרונות. לחברה אין יתרון תחרותי באירופה, בניגוד לפעילותה ולמעמדה בישראל, דבר שמשתקף בהערכתנו לפרופיל העסקי.

הפרופיל הפיננסי

מגמת הצמיחה בה נמצאת אגד בשנים האחרונות, ושאנו צופים שתימשך, תומכת בפרופיל הפיננסי. ב-2024 צמחו הכנסות החברה בכ-12% לכ-5.6 מיליארד ₪ מכ-5 מיליארד ₪ ב-2023. בעיקר בשל תרומתם של מכרז 'ירושלים-מערב', שהחברה החלה בתפעולו באפריל 2024 במסגרת השוק התחרותי, ותחילת הפעלתם של אשכולות בהולנד ופולין. להערכתנו, הסכם הסובסידיה מול המדינה המקנה לחברה תשלום לפי ק"מ נסועה ללא תלות בכמות הנוסעים, תומך בבסיס ההכנסות שלה ובפרופיל הפיננסי, כמו גם המכרזים בהם זכתה החברה בשנה החולפת בשוק החופשי בישראל ובשוק הפרטי בהולנד ופולין. שיעור ה-EBITDA המתואם של החברה עמד על כ-23.6% ב-2024, עלייה מכ-22% ב-2023, בעיקר בשל חיסכון בעלויות תחזוקה ואנרגיה בעקבות קיטון בגיל הממוצע של צי האוטובוסים וחשמול חלקם בשנים האחרונות, וכן בשל ירידה בעלויות כוח אדם. צמיחת אגד באה לידי ביטוי גם ברבעון הראשון של 2025, אז עמדו הכנסותיה על כ-1.44 מיליארד ₪, צמיחה של כ-4.6% לעומת כ-1.38 מיליארד ₪ ברבעון המקביל אשתקד, וה-EBITDA המתואם עמד על כ-319 מיליון

₪ לעומת כ-299 מיליון ₪, בהתאמה. אנו צופים כי החברה תציג צמיחה בפעילותה, בהתחשב בתפעול שלב ב' של אשכול ירושלים-מערב החל מינואר 2025 לצד הרחבת הפעילות באירופה, בעיקר בפולין, ובגידול בפעילות חברת הבת תבל מטרו, המפעילה את הקו האדום של הרכבת הקלה בתל אביב. אנו צופים גם כי החברה תשמור על רווחיות גבוהה ב-2025 ו-2026 בטווח של 23%-24%, בין היתר מהסיבות שצוינו לעיל וכן בשל הגדלת חלקם של מכרזים באירופה, בעיקר בפולין, שרווחיותם גבוהה מבעבר.

הפרופיל הפיננסי של החברה משקף גם את הערכתנו לעלייה במינוף בשנים הקרובות. ב-2024 עמד היחס המתואם חוב ל-EBITDA על 2.7x, לעומת 2.1x ב-2023. העלייה התרחשה בין היתר בשל היקפי השקעות ניכרים של אגד באוטובוסים בקשר עם מכרזים באירופה, וכן בשל רכישת נדל"ן. בנוסף, לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של 100% מהרווח הנקי, וב-2024 חילקה כ-772 מיליון ₪, כולל באמצעות הפחתת הון. אנו מעריכים כי החברה תמשיך לבצע השקעות למימון צמיחת פעילותה ותחלק דיבידנדים בשיעור של 100% מהרווח הנקי, וכי בהתאם יעלה מינוף החברה בטווח הקצר-בינוני וישתקף ביחס חוב מתואם ל-EBITDA של 3.0x-3.5x ב-2025 ושל 3.5x-4.0x ב-2026 וביחס FFO לחוב של 24%-27% ב-2025 ושל 22%-25% ב-2026, יחסים ההולמים את הדירוג.

Table 1.

Egged Transportation Company Ltd. -- Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Transportation Equipment & Services

	2024	2023	2022	2021	2020
Revenue	5,649.4	5,020.0	4,611.2	4,231.2	3,604.5
EBITDA	1,335.3	1,111.1	966.1	814.0	683.1
Funds from operations (FFO)	1,160.3	1,005.6	916.4	719.1	529.4
Interest expense	216.0	187.0	101.7	34.2	85.3
Cash interest paid	78.0	96.4	10.1	32.8	33.4
Cash flow from operations	831.4	651.3	(401.4)	582.3	374.7
Capital expenditure	817.1	418.1	517.6	59.4	127.9
Free operating cash flow (FOCF)	14.3	233.2	(919.0)	523.0	246.7
Dividend Paid	771.9	109.4			
Discretionary cash flow (DCF)	(757.7)	123.8	(919.0)	523.0	246.7
Cash and short-term investments	439.0	867.5	615.6	1,096.8	721.6
Gross available cash	439.0	867.5	615.6	1,096.8	721.6
Debt	3,602.7	2,328.5	2,431.1	1,106.9	1,718.3
Equity	520.0	897.3	716.8	548.2	636.4
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	23.6	22.1	21.0	19.2	19.0
EBITDA interest coverage (x)	6.2	5.9	9.5	23.8	8.0
FFO cash interest coverage (x)	15.9	11.4	91.9	22.9	16.8
Return on capital (%)	23.6	21.4	24.7	22.7	11.4
Debt/EBITDA (x)	2.7	2.1	2.5	1.4	2.5
FFO/debt (%)	32.2	43.2	37.7	65.0	30.8
Cash flow from operations/debt (%)	23.1	28.0	(16.5)	52.6	21.8
FOCF/debt (%)	0.4	10.0	(37.8)	47.2	14.4
DCF/debt (%)	(21.0)	5.3	(37.8)	47.2	14.4

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של אגד כהולמת, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025. הערכתנו נתמכת בהיקף גדול של מזומנים ושווי מזומנים בקופת החברה ובתזרים גדול מפעילות שוטפת.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-492 מיליון ₪. • מסגרות אשראי פנויות מחייבות בהיקף של 275 מיליון ₪. • FFO שנתי במזומן של כ-800 מיליון ₪ (הערכה שלנו).	• חלויות שוטפות כולל בקשר עם הלוואות לזמן ארוך, אג"ח, נע"מ ואחרים, בהיקף כולל של כ-786 מיליון ₪. • השקעות הוניות בעיקר לצורכי שמירה על הקיים ובקשר עם הזרמות הון למכרזים, בהיקף כולל של 100-200 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד בסך 125 מיליון ₪ (חולק לאחר תאריך המאזן).

ניתוח התניות

בקבוצה מספר התניות פיננסיות כלפי מחזיקי איגרות החוב ובנקים. להבנתנו, נכון ל-31 במרץ 2025 החברה והחברות הבנות עומדת בכל ההתניות הפיננסיות עם מרווח הולם, למעט התניה כלפי מחזיקי איגרות החוב לגבי שמירה על שיעור LTV מקסימלי של 100%, היות ששיעור זה עומד על כ-95%. להבנתנו, המרווח בהתניה זו צפוי להשתפר עם פירעון שוטף של איגרות החוב, ולחברה גם היקף ניכר של אוטובוסים שביכולתה לשעבד בכל רגע נתון כדי להגדיל את המרווח מהרף המקסימלי, ככל שיידרש.

השפעת הקבוצה

אגד חברה לתחבורה ציבורית בע"מ היא חברה בת (בשרשור) של קיסטון. אגד מוחזקת דרך שותפות, קרן קיסטון – שותפות אגד שותפות מוגבלת, בה מחזיקה קיסטון כ-81% (היתרה מוחזקת בידי קרן ההשתלמות של המורים והגננות). השותפות מחזיקה כיום, לאחר מימוש האופציה בידי המייסדים של אגד, בכ-78% מהון המניות של אגד, וכ-22% נותרו בידי מייסדי אגד ונעברים מורשים שלהם, להם אופציה נוספת למכור את החזקותיהם בהמשך. קיסטון מחזיקה אפקטיבית בכ-63% באגד. לדעתנו, קיימת הפרדה מסוימת בין איכות האשראי של קיסטון לבין זו של אגד, בין היתר בשל הערכתנו שאגד עצמאית בביצועיה התפעוליים ונכסיה והתחייבויותיה מופרדים, וכן בשל מגבלות הנובעות מהסכמי המימון ברמת השותפות, שאף הגדילה את החוב בשנה החולפת כדי לממן את רכישת הנתח מהמייסדים כאמור, ובשל מגבלות הנקובות בשטר הנאמנות של איגרות החוב שהנפיקה אגד. בנוסף, מימון אגד להערכתנו מופרד מהקבוצה. עם זאת, אנו סבורים כי קיים קשר מסוים בין איכות האשראי של קיסטון לזו של אגד, בהתחשב בשיעור ההחזקה הגבוה, בחשיבות האסטרטגית

של אגד לקבוצה, הנשענת גם על החלק המהותי שאגד מהווה מתיק ההשקעות של קיסטון, ובשל הערכתנו להשפעה של קיסטון על האסטרטגיה העסקית של אגד ועל המדיניות הפיננסית שלה.

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

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של אגד חברה לתחבורה בע"מ.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA-', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרת האג"ח המובטחת של אגד (סדרה 1). דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש של כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב ינוע בין 70% ל-90%.
- דירוג שיקום החוב של סדרת האג"ח מתחשב בכך שהחוב מגובה בצי אוטובוסים עד לשיעור LTV של 100%, ובשל העובדה שאנו מחשיבים את יתר החוב הפיננסי של החברה בשנת הפירעון כמובטח באותה רמה של האג"ח.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- ירידה משמעותית בנתח השוק על רקע תחרות גוברת תשפיע לשלילה על רווחיות החברה ועל יכולתה לשרת את התחייבויותיה.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי ולא תונזל על ידי נושיה, בעיקר על רקע המיצוב התחרותי שלה וחשיבותה לתחבורה הציבורית בישראל.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- EBITDA במועד היציאה מכשל פירעון: כ-490 מיליון ₪
- מכפיל EBITDA ענפי: 5x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-2.45 מיליארד ₪
- התאמות בגין התחייבויות פנסיוניות: כ-0.42 מיליארד ₪

- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.9 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח (כולל סדרת איגרות החוב): כ-2.2 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח: 70%-90%
- דירוג שיקום חוב לחוב 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. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של אגד חברה לתחבורה בע"מ לשנת 2024:

- קיזוז מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- הוספת התחייבויות פנסיוניות ליתרת החוב הפיננסי.

Table 2.

Egged Transportation Company Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (000s 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	**2,972.8**	**502.3**	**1,261.0**	**143.0**	**1,335.3**	**784.0**
S&P Global Ratings' adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(97.1)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(78.0)	--

Reported lease liabilities	314.8	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	754.0	--	64.7	64.7	--	--
Accessible cash and liquid investments	(439.0)	--	--	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(2.1)	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	47.4
Noncontrolling interest/minority interest	--	17.8	--	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	11.8	--	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	8.3	--	--
Total adjustments	**629.8**	**17.8**	**74.4**	**73.0**	**(175.1)**	**47.4**
S&P Global Ratings' adjusted amounts						
	Debt	**Equity**	**EBITDA**	**Interest expense**	**Funds from operations**	**Cash flow from operations**
Adjusted	**3,602.7**	**520.0**	**1,335.3**	**216.0**	**1,160.3**	**831.4**

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: 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, 7 ביולי, 2025
- 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

אגד חברה לתחבורה בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA+\Stable	19/07/2023	28/07/2024
טווח קצר	ilA-1	19/06/2024	28/07/2024
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
סדרה 1	ilA-1	19/06/2024	28/07/2024
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה 1	ilAA-	19/07/2023	28/07/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
יולי 19, 2023	ilA+\Stable		
<u>טווח קצר</u>			
יוני 19, 2024	ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	30/07/2025 09:14
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	30/07/2025 09:14
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 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 maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.