אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

4 באוגוסט 2025

אשרור דירוג

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

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

סאם ריינולדס 972-3-7539718 sam.reynolds2@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תיאור החברה 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות 5
יחסים עיקריים 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 13

תמצית

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

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ ("אלרוב" או "החברה") המשיכה להציג שיפור בביצועים התפעוליים בנכסים המניבים, אך ביצועי תחום המלונאות נותרו חלשים בשל התמשכות המלחמה. בשנת 2024 צמח ה-NOI (net operating income) של החברה מהנכסים המניבים בכ-7.5% (בנטרול בית אסיה), בין היתר, בשל עלייה בדמי השכירות בצרפת, בנכסי מסחר בישראל והשפעות שערי המטבעות. שיעור התפוסה בנכסים המניבים נותר הולם בסוף 2024 ועמד על כ-95% בממוצע. השמירה על ביצועים תפעוליים הולמים משקפת להערכתנו את איכות ותמהיל תיק הנכסים, ותומכת בהערכתנו לפרופיל העסקי. מנגד, העודף התפעולי של פעילות בתי המלון המשיך להישחק בעקבות השפעות המלחמה על בתי המלון בירושלים וירידה ברווחיות של מלון באמסטרדם, כשמנגד חל שיפור בביצועי המלונות בפריז ולונדון. אנו צופים כי הביצועים בבתי המלון בישראל ימשיכו להיות מושפעים מהמלחמה, אך באירופה אנו צופים שיפור מסוים בעודף התפעולי, בעיקר בבתי המלון בפריז ובאמסטרדם שמאז אפריל מופעלים על ידי חברה מנוסה לניהול מלונות יוקרה, מנדרין אוריינטל.

החברה שמרה על מינוף נמוך ויציב למדי, אך מנגד חלה שחיקה ביחס כיסוי הריבית. בשנה האחרונה נותר יחס החוב לחוב והן עצמי של החברה יציב ועמד על כ-53% בסוף מרץ 2025. יחס המינוף נתמך ברווחים מניירות ערך ובעלייה בשווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה והמלונות, שמותנו בשל שינויי שערי המטבעות בשוקי הפעילות. ההחזקה במניות כלל ביטוח ובנק לאומי, שמחיריהן עלו בשנה האחרונה, צפויה להמשיך לתרום מהותית לרווחי החברה ולתמוך במינופה: מניית כלל ביטוח עלתה מסוף הרבעון הראשון של 2025 בכ-83% ומניית בנק לאומי עלתה בכ-29%. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון נחלש ועמד על כ-1.1x ב-2024 לעומת כ-1.5x ב-2023, בעיקר בשל שחיקה ב-EBITDA בעקבות ביצועי תחום המלונאות ובעקבות השפעות העלאת סביבת הריבית במדינות הפעילות, היות שחלק ניכר מההלוואות הבנקאיות של החברה הן בריבית משתנה, עם גידור מסוים בעיקר בשוויץ. עם זאת, מסוף 2024 ועד היום ירדו הריביות במדינות הפעילות של

החברה באירופה ואנו מעריכים כי בהינתן הסביבה הכלכלית הנוכחית יחול שיפור מסוים ביחס כיסוי הריבית בשנתיים הקרובות וכי החברה תמשיך להציג יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג.

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 שיפור מסוים בביצועי בתי המלון 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 של כ-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 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 בהכנסות וברווחיות 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 יישאר בטווח של 50%-55% לאורך זמן כחלק מהמדיניות הפיננסית של החברה.

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 2025 כלל תיק הנכסים המניבים של החברה 41 נכסי נדל"ן וחמישה בתי מלון ושוויו הסתכם בכ-16.7 מיליארד ₪. החברה מחזיקה גם תיק ניירות ערך, בעיקר מניות כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ ("כלל ביטוח", ilAA-/Stable) ובנק לאומי לישראל בע"מ ("בנק לאומי", ilAAA/Stable/ilA-1+), בשווי של כ-1.2 מיליארד ₪ נכון ל-31 במרץ 2025.

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.

תרחיש הבסיס

הנחות

- להלן האינדיקטורים העיקריים למדינות המהותיות בהן פועלת הקבוצה לשנים 2025-2027 על פי תחזיות S&P Global Ratings:

	צמיחת תמ"ג ריאלית			שיעור אבטלה			אינפלציה		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ישראל	3.3%	3.9%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	2.8%	2.1%	2.0%
שוויץ	1.5%	1.5%	1.6%	4.3%	4.1%	4.0%	0.8%	0.8%	0.7%
בריטניה	0.8%	1.5%	1.6%	4.6%	4.7%	4.5%	3.3%	2.5%	2.1%
צרפת	0.7%	1.0%	1.2%	7.7%	7.7%	7.5%	1.4%	1.7%	1.9%
הולנד	1.5%	1.2%	1.5%	3.8%	3.9%	3.9%	2.8%	2.2%	2.0%

- יציבות יחסית ב-NOI מפעילות הנדל"ן המניב בשנתיים הקרובות.
- המשך השפעות של המלחמה על תוצאות בתי המלון בישראל גם ב-2025, לצד שיפור בביצועי המלונות בחו"ל, בין היתר בעקבות תחילת הסכם הניהול והפעלה מול מנדרין אוריינטל החל מאפריל 2025 (ראו להלן).
- הכנסה של כ-134 מיליון ₪ בעקבות אישור הסדר הנושים של חברת קרתא (הוכר בדוחות הרבעון הראשון של 2025).
- קבלת דיבידנדים מכלל ביטוח לפי מדיניות הדיבידנד המוצהרת.
- השקעה כוללת של כ-400-500 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות, כולל הנחתנו לרכישת נכסים חדשים, להשקעה בפרויקטי ייזום ולהשקעות פוטנציאליות נוספות.
- יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים.
- חלוקת דיבידנד שנתית של 13-15 מיליון פרנקים שוויצרים לבעלי מניות המיעוט של EPIC SUISSE.

יחסים עיקריים

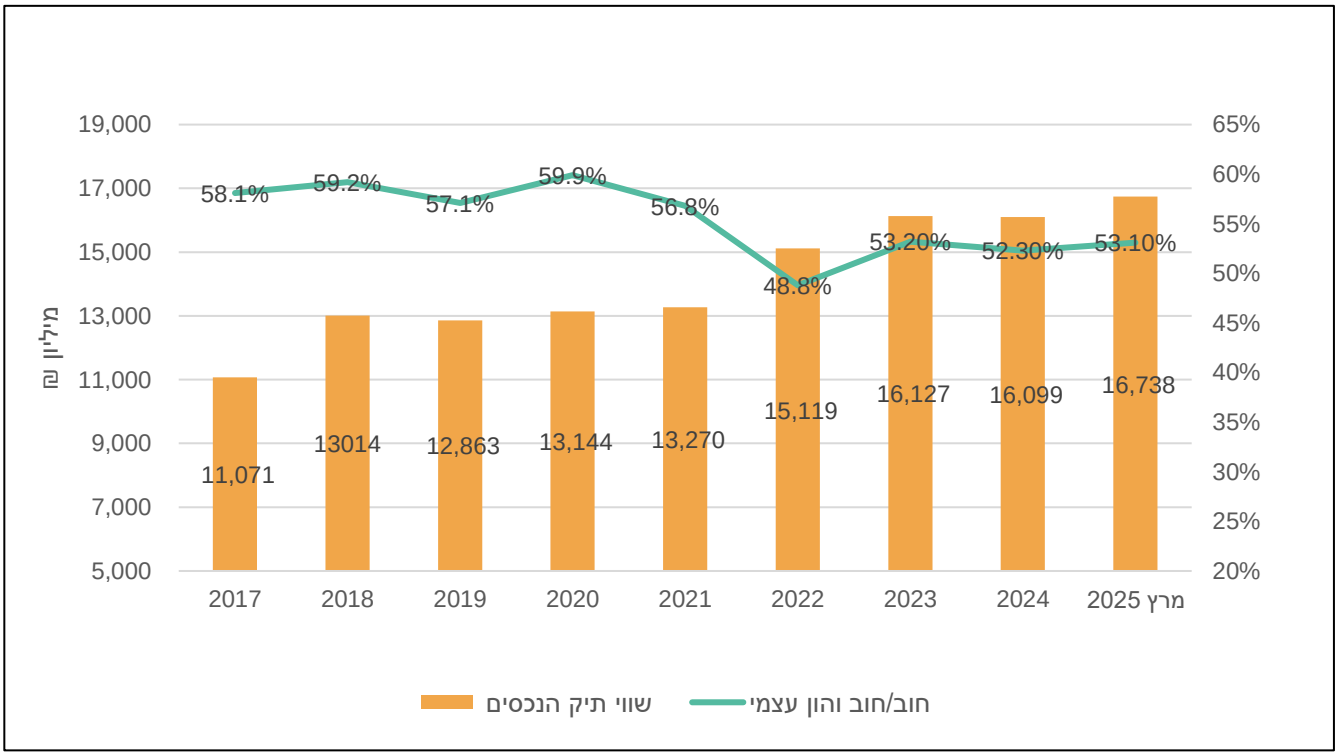
יחס פיננסי	2024A	2025E	2025E
EBITDA/הוצאות מימון	1.1x	כ-1.5x	1.7x-1.5x
חוב/חוב והון עצמי	53.2%	55%-50%	55%-50%
חוב/EBITDA	16.4x	18x-15x	17x-14x

A-בפועל. E-צפוי.

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של אלרוב נתמך בהיקף גדול ופיזור רחב של תיק הנכסים, ששוויו הסתכם בכ-16.7 מיליארד ₪ ב-31 במרץ 2025 לעומת כ-15.8 מיליארד ₪ ב-31 במרץ 2024, מתוכם כ-11.2 מיליארד ₪ בנדל"ן מניב והשאר בבתי מלון בישראל ואירופה, העלייה נבעה בין היתר מעליית שווי הנכסים ומהשפעת מטבעות חוץ.

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-/Negative/A-1+), בריטניה (AA/Stable/A-1+) והולנד (AAA/Stable/A-1+). לחברה פיזור ענפי בין נדל"ן מניב (כ-80% מהרווח הגולמי הכולל ב-2024) ומלונאות, ופיזור סגמנטלי בנדל"ן המניב בין משרדים (כ-49% מה-NOI הכולל של הנכסים המניבים ב-2024), מסחר (כ-42%) ותעשייה

(כ-9%). 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 כ-530 שוכרים מתחומים שונים ללא תלות בשוכר מהותי. ב-2024 צמח ה-NOI בכ-7.5% (בנטרול בית אסיה) בעיקר בשל עלייה בדמי השכירות בצרפת, בנכסי מסחר בישראל והשפעת שערי המטבעות. העובדה שחלק מהחוזים צמודים למדד המחירים תרמה גם כן לשיפור בביצועים.

פעילות המלונאות מרוכזת בחמישה בתי מלון באיכות ומיצוב גבוהים, הממוקמים בירושלים (שני מלונות), בלונדון, בפריז ובאמסטרדם, ומהווה להערכתנו כ-20% מהרווח הגולמי של החברה בשנת 2024. פעילות זו מגלמת להערכתנו סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב, ומגדילה את תנודתיות ההכנסות והרווחיות של החברה. ב-2024 הציגו בתי המלון ירידה בעודף התפעולי שהסתכם בכ-98 מיליון ₪ לעומת כ-170 מיליון ₪ בשנת 2023 וכ-214 מיליון ₪ ב-2022, בעיקר כתוצאה מהשפעות המלחמה על שני בתי המלון בירושלים וירידה בשיעור התפוסה הממוצע וברווחיות המלון באמסטרדם. המלונות בפריז ולונדון הציגו שיפור מסוים בביצועים. אנו צופים כי 2025 תמשיך להיות שנה מאתגרת עבור בתי המלון בישראל, אך באירופה אנו צופים שיפור מסוים בעודף התפעולי, בעיקר בבתי המלון לוטסיה בפריז וקונסרבטוריום באמסטרדם. זאת משום שבאפריל 2025 החלה Mandarin Orientral Hotel Group Limited ("מנדרין אוריינטל") לספק שירותי ניהול והפעלה למלונות אלה (תקופת הסכמי הניהול ל-30 שנה החל מ-1 באפריל 2025). להבנתנו, מנדרין אוריינטל מנהלת מלונות יוקרה יותר מ-60 שנים וכיום מנהלת 44 מלונות ברחבי העולם, כך להערכתנו הסכמי ניהול אלה עשויות להשפיע לחיוב על מיצוב מלונות החברה באמסטרדם ובפריז בכך לתרום לשיפור בביצועים התפעוליים של החברה. ב-2026 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 הנמוך במרווח הולם מ-60%, בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה. יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון העצמי ירד לכ-52.3% בסוף 2024 מכ-53.2% בסוף 2023, בעיקר כתוצאה מרווחים של כ-383 מיליון ₪ מניירות ערך, מעלייה של כ-224 מיליון ₪ בשווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה ומשערוך רכוש קבוע (מלונות). ירידה זו מותנה בגלל הפסד הפרשי תרגום מטבע חוץ. על פי תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי גם בהתחשב בתקציב ההשקעות של החברה, המינוף יישאר יציב למדי ובמרווח הולם מהרמה ההולמת את הדירוג. אנו סבורים כי ישנה חשיבות לשמירה על מרווח זה, המאפשרת לחברה 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 עסקי ביטוח בע"מ (-ilAA

Stable/) שבידי החברה, לאחר הגדלה משמעותית של החזקתה בשנים האחרונות, ולאור סוג והיקף החזקה זו, למרות דחיית הממונה על שוק ההון את בקשת החברה לקבלת היתר שליטה בכלל ביטוח. אם יחול שינוי בהיקף ובאופן ההשקעה, נבחן את השפעתו.

ב-2024 חלה ירידה ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון לכ-1.1x מכ-1.5x ב-2023, בעיקר בשל שחיקה ב-EBITDA בשל ביצועי תחום המלונאות וגידול של כ-69 מיליון ₪ בהוצאות המימון המתואמות בשל עלייה בעלות החוב הממוצעת של החברה. להערכתנו צפוי שיפור מסוים ביחס זה לכ-1.5x-1.7x, 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) וירידה בסביבת 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 המפוזרים בכמה מדינות, המשועבדים ברמות מינוף נמוכות וממתנים חלק מסיכונים אלה. כמו כן, מלון קפה רויאל בלונדון (והחנויות הצמודות אליו), ששוויו נכון לסוף מרץ 2025 הוא 302.5 מיליון ליש"ט, אינו משועבד וניתן להשתמש בו לנטילת חוב.

Table 1.

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

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2024	2023	2022	2021	2020
Revenue	1,238.8	1,285.4	1,131.7	698.4	642.0
EBITDA	448.5	490.2	463.8	296.3	243.3
Funds from operations (FFO)	120.1	182.1	312.8	115.6	91.6
Interest expense	406.5	337.7	188.4	146.5	138.9
Cash interest paid	299.8	273.9	125.0	125.1	128.6
Cash flow from operations	76.9	171.8	345.0	194.3	115.5
Debt	7,973.2	8,056.0	6,952.5	7,341.1	7,336.4
Equity	7,283.3	7,092.6	7,301.8	5,580.0	4,914.9
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	36.2	38.1	41.0	42.4	37.9
EBITDA interest coverage (x)	1.1	1.5	2.5	2.0	1.8
Debt/EBITDA (x)	17.8	16.4	15.0	24.8	30.2
FFO/debt (%)	1.5	2.3	4.5	1.6	1.2
Debt/debt and equity (%)	52.3	53.2	48.8	56.8	59.9

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 2025 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 ובהיקף המהותי של החזקות בניירות ערך סחירים. הערכתנו נתמכת גם בניהול נזילות של החברה, הכולל הארכת 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 2025:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים, שווי מזומנים וניירות ערך (כולל עליית שווי מניות כלל ביטוח ובנק לאומי והנחת תנודתיות אפשרית במחירן) של כ-1.8 מיליארד ₪. • מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות עם מועד פקיעה של מעל 12 חודשים בהיקף של כ-137 מיליון ₪. • FFO במזומן (כולל דיבידנד מ- EPIC Suisse AG) של כ-100-120 מיליון ₪. • תמורה של כ-200 מיליון ₪ מהנפקת אג"ח	• תשלום חלויות אג"ח, נע"מ וחוב בנקאי של כ-1.75 מיליארד ₪. • הוצאות הוניות (capex) בהיקף של כ-20-30 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד של כ-12 מיליון ₪ (בפועל).

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 2025 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על 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 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 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-29 מיליון אירו נכון למרץ 2025), שיעור שיקום החוב, על אף המופיע במפל התשלומים, יהיה 90%-100%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- מיתון עמוק במדינות הפעילות ועלייה משמעותית בשיעורי האבטלה ובשיעורי הריבית יובילו לירידה חדה בצריכה הפרטית ובהשקעות. אלה 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-50%-60%, 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-7,053 מיליון ₪

- עלויות אדמיניסטרטיביות ותפעול: 5%
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב: כ-6,700 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה ו'), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית: כ-1,095 מיליון ₪
- סך חוב מובטח של סדרה ו' בתרחיש הנפקה לפי מגבלת ה-LTV :כ-896 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח אג"ח ו': 90%-100% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-5,804 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-3,748 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הלא מובטח: כ-2,056 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרות ה' ו-ז' ונע"מ): כ-1,500 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 2024:

- 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, 2024

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings-adjusted EBITDA
Reported Amounts	**8,243.3**	**5,826.0**	**427.9**	**525.9**	**448.5**
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	--	--	(28.6)
Cash interest paid	--	--	--	--	(299.8)
Accessible cash and liquid investments	(270.1)	--	--	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	1,457.3	--	--	--
EBITDA: Dividends received from equity investments	--	--	20.6	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	(119.4)	--
Total adjustments	**(270.1)**	**1,457.3**	**20.6**	**(119.4)**	**(328.5)**
S&P Global Ratings adjusted amounts					
	Debt	**Equity**	**EBITDA**	**Interest expense**	**Funds from operations**
Adjusted	**7,973.2**	**7,283.3**	**448.5**	**406.5**	**120.1**

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: 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, 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

רשימת דירוגים

אלרוב נדלן ומלונאות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA+\Stable	08/08/2021	05/08/2024
טווח קצר	ilA-1	05/08/2024	05/08/2024
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
סדרה 1	ilA-1	03/09/2024	03/09/2024
סדרה 2	ilA-1	14/10/2024	14/10/2024
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה ו	ilAA	08/08/2021	05/08/2024
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ה	ilAA-	08/08/2021	05/08/2024
סדרה ז	ilAA-	18/03/2024	05/08/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
אוגוסט 15, 2022	ilA+\Stable		
אוגוסט 08, 2021	ilA\Positive		
<u>טווח קצר</u>			
אוגוסט 05, 2024	ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	04/08/2025 10:45
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	04/08/2025 10:45
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.