Maalot
S&P Global Ratings

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

30 באפריל 2026

עדכון דירוג

עדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל תוכניות הקבוצה להפחתת המינוף ולשיפור היחסים הפיננסיים; אשרור דירוג 'ilA'

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 3
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 3
תחזית הדירוג 7
התרחיש השלילי 7
התרחיש החיובי 8
תיאור החברה 8
תרחיש הבסיס 8
יחסים עיקריים 9
נזילות 9
ניתוח התניות 10
התאמות לדירוג 10
השפעת הקבוצה 10

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

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 10
ניתוח שיקום חוב 11
קבוצת אשטרום בע"מ 11
אשטרום נכסים בע"מ 12
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 13
רשימת דירוגים 13

תמצית פעולת הדירוג

- ב-2025 המשיכה קבוצת אשטרום ("אשטרום" או "הקבוצה") להציג צמיחה בהיקף הפעילות תוך שמירה על ביצועים תפעוליים הולמים וגידול בצבר ההזמנות. זאת למרות המגמות השליליות בענפי הנדל"ן בישראל על רקע המצב הביטחוני והגיאופוליטי.

- בשנה האחרונה החלה הקבוצה ליישם צעדים מאזני מינוף, לרבות הנפקת הון והכנסת שותפים בפרויקט האנרגיה המתחדשת בארה"ב. כפועל יוצא חל שיפור ביחסים הפיננסיים המתואמים, אולם המינוף נותר גבוה ויחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון נותר חלש יחסית. בהינתן האסטרטגיה העסקית ומדיניותה הפיננסית של הקבוצה, אנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות היא תשלים פעולות משמעותיות נוספות שיתמכו בחיזוק בסיס ההון, בהפחתת המינוף ובשיפור ביחס הכיסוי.

- הגידול המשמעותי בצבר ההזמנות בתחומי הקבלנות והתעשייה בישראל מעיד על מיצובה העסקי הגבוה של הקבוצה ותומך בהערכתנו להמשך צמיחה ב-EBITDA ולנראות תזרימי המזומנים. אנו סבורים כי המשך פיתוח מנועי צמיחה בשילוב מהלכים מאזני מינוף תומכים בפרופיל העסקי וביכולתה של הקבוצה להציג שיפור ביחסים הפיננסיים.

- בהתאם לזאת, ב-30 באפריל 2026 אשררנו את דירוגי המנפיק של קבוצת אשטרום בע"מ, 'ilA/ilA-1', של אשטרום נכסים בע"מ, 'ilA' ושל אשטרום מגורים יזמות בע"מ, 'ilA/ilA-1', ושינינו את תחזית הדירוג ליציבה משלילית.

- התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור אשטרום על מעמדה המוביל בשוק הישראלי, עם בסיס הכנסות מגוון וצבר הזמנות משמעותי. תחזית הדירוג היציבה משקפת גם את הערכתנו כי הקבוצה תמשיך לנקוט פעולות להפחתת המינוף כחלק ממדיניותה הפיננסית, כך שיחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי יפחת לכיוון 65% ויחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון ימשיך להשתפר לכיוון 1.3x.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

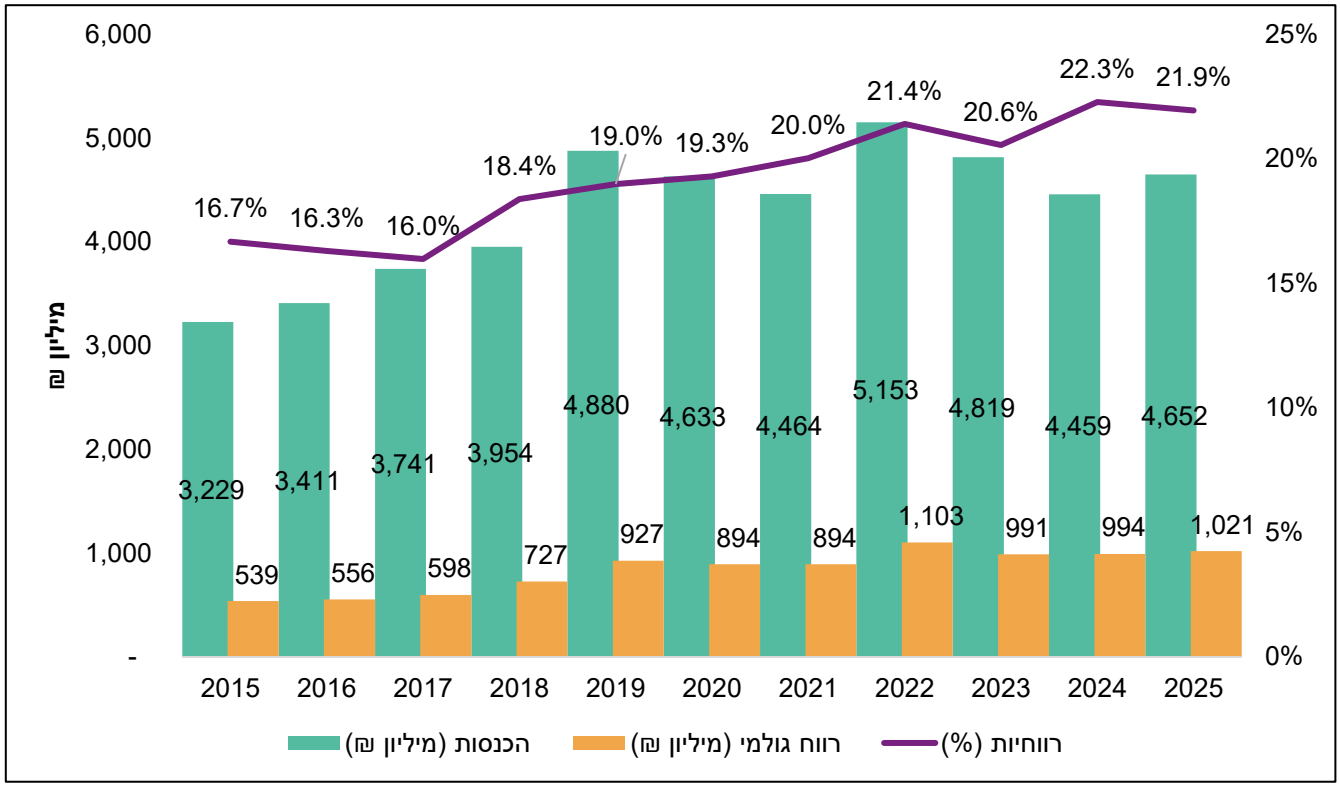
שינוי תחזית הדירוג של אשטרום ליציבה משלילית משקף בעיקר את הערכתנו שהקבוצה צפויה להמשיך ליישם את האסטרטגיה של הפחתת המינוף, לצד צפי לצמיחה ושיפור בביצועים התפעוליים. בהתאם לציפיותינו, יחס המינוף המאזני חוב לחוב והון עצמי ירד ב-2025 לכ-69.7%, לעומת כ-72.3% ב-2024. הירידה נבעה בעיקר מפעולות הוניות שהשלימה הקבוצה ב-2025, ביניהן הנפקת הון בהיקף של כ-600 מיליון ₪ ומימוש 36% מפרויקט האנרגיה Tierra Bonita בארה"ב, וכן משיפור בביצועים התפעולים למרות המצב הביטחוני והגיאופוליטי בישראל. במקביל חל שיפור מתון ביחס המתואם EBITDA להוצאות מימון לכ-0.9x ב-2025

מכ-0.8x ב-2024 וביחס המתואם חוב ל-EBITDA לכ-18.1x מכ-18.3x, בהתאמה, אך הם נותרו חלשים יחסית.

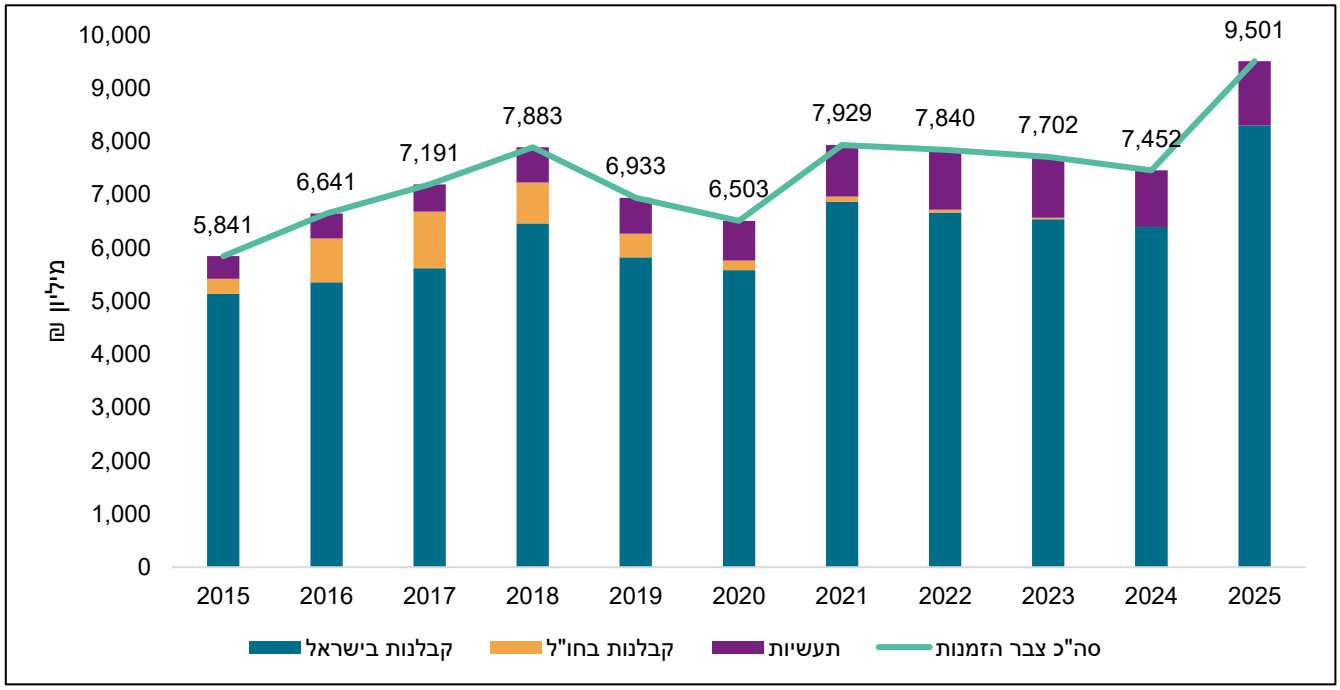
בראייה קדימה, בהינתן האסטרטגיה העסקית והמדיניות הפיננסית המוצהרת של הקבוצה, אנו מעריכים כי אשטרום תשלים מהלכים הוניים משמעותיים, ביניהם הכנסת שותפים לחברות מוחזקות ולחלק מנכסיה. זאת במטרה להגדיל את בסיס ההון, להוריד את המינוף ולתמוך בצמיחה ובהגדלת היקף הפעילות. מהלכים אלה לצד ציפיותינו לגידול מתמשך ב-EBITDA תומכים בהערכתנו כי היחסים הפיננסיים ימשיכו להשתפר ויגיעו לרמה ההולמת את הדירוג: יחס מינוף מאזני ישתפר לכ-65%, יחס EBITDA להוצאות מימון של לכ-1.3x ויחס חוב ל-EBITDA נמוך מ-15x.

ב-2025 הציגה אשטרום צמיחה בפעילות תוך שמירה על רווחיות יציבה והגדלה משמעותית של צבר ההזמנות, וזאת על אף השפעות המלחמה. הכנסות הקבוצה הסתכמו בכ-4.65 מיליארד ₪, גידול של כ-4.3% בהשוואה ל-2024, תוך שמירה על רווחיות גולמית יציבה של כ-22%, כך שהרווח הגולמי צמח למעל 1 מיליארד ₪. היציבות ברווחיות נשמרה למרות שחיקה ברווחיות תחום הקבלנות לכ-9.1% ב-2025 מכ-10.1% ב-2024, ושחיקה ברווחיות תחום הייזום למגורים בישראל לכ-22.7% מכ-24.3%, בהתאמה, בעיקר בשל השפעות המלחמה, הודות לצמיחה ביתר תחומי הפעילות העיקריים. הצמיחה ברווח הגולמי נבעה, בין היתר, מתרומה של מפעלי תעשייה חדשים, מעלייה בדמי שכירות בנכסים מניבים קיימים ומתרומה של נכסים מניבים חדשים בעיקר באנגליה ובגרמניה, מגידול במספר פרויקטי הייזום למגורים והתקדמות בשיעורי השיווק והביצוע, מהנבה מלאה של פרויקט המגורים להשכרה בקריית היובל בירושלים ומהפעלה מלאה של פרויקט האנרגיה Tierra Bonita בארה"ב. צבר ההזמנות הכולל של הקבוצה הסתכם בסוף 2025 בכ-9.5 מיליארד ₪ ומשקף גידול משמעותי של כ-27% בהשוואה לסוף 2024, הודות לקבלת הזמנות חדשות בהיקף ניכר של כ-4.4 מיליארד ₪ בעיקר בתחום הקבלנות בישראל. גיוון צבר ההזמנות השתפר בשנים האחרונות, בעקבות גידול במספר הפרויקטים בהיקפים בינוניים עם תקופת ביצוע קצרה יותר, שמפחיתה להערכתנו את החשיפה למספר מצומצם של פרויקטים מהותיים. ההיקף והתמהיל הנוכחיים של צבר ההזמנות מחזקים את הערכתנו כי היקף הפעילות בתחומי הקבלנות והתעשייה עשוי להמשיך ולצמוח, 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 שאשטרום תמשיך לשמור על צבר הזמנות גדול, שימשיך לתמוך בנראות תזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

תרשים 1: התפתחות ההכנסות, הרווח הגולמי והרווחיות



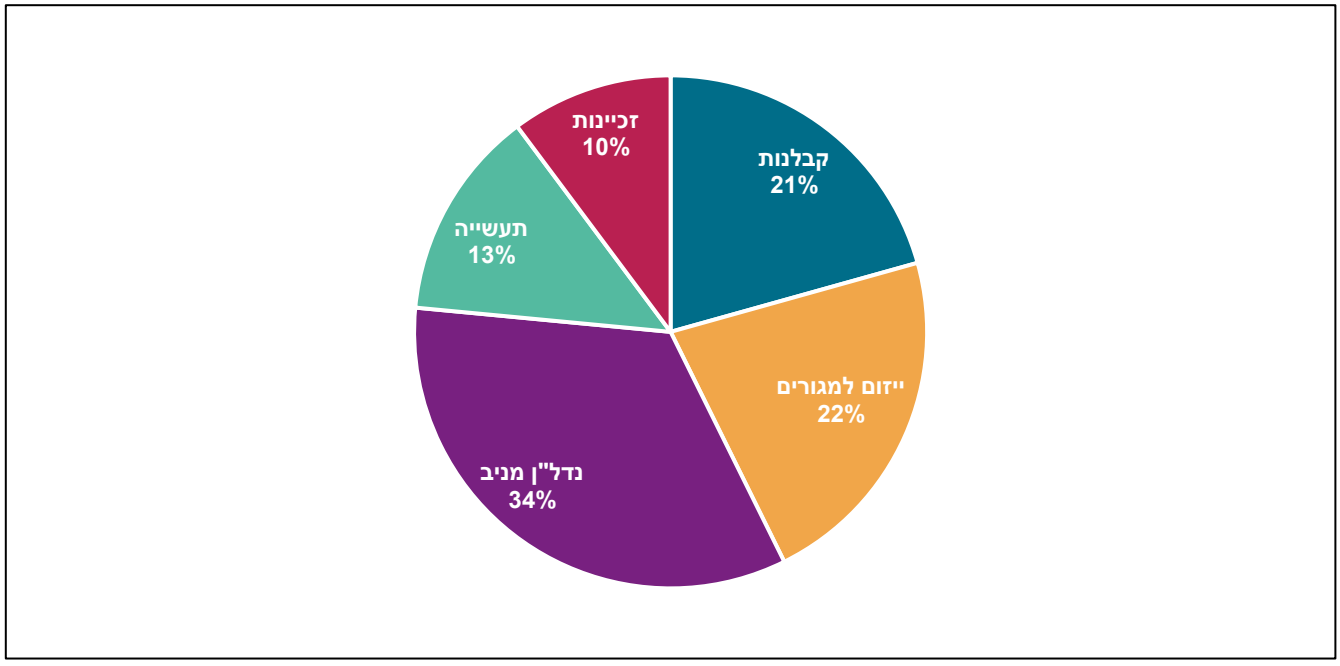
תרשים 2: התפתחות צבר ההזמנות לפי תחומי פעילות



הקבוצה ממשיכה לפתח מנועי צמיחה סינרגטיים התומכים בגיוון מקורות ההכנסה ובפיזור הפעילות וביכולתה של אשטרום להציג צמיחה מתמשכת בהיקפי הפעילות תוך הפחתת המינוף. תיק הנכסים המניב של הקבוצה מגוון על פני תחומים שונים (בעיקר משרדים, מסחר, מבני תעשייה ודיור להשכרה) ועל פני אזורי פעילות שונים (בעיקר ישראל, גרמניה ובריטניה). בהתבסס על אסטרטגיה ארוכת טווח לפיזור תיק הנכסים המניבים, השלימה הקבוצה בתחילת 2026 רכישת מבנה מסחרי בניוקאסל, אנגליה, תמורת כ-105 מיליון ליש"ט. זאת בהמשך להשלמת רכישת מבני משרדים במנצ'סטר, אנגליה, ובקלן, גרמניה במהלך 2025. במקביל המשיכה הקבוצה להעמיק את פעילותה בתחום הדיור להשכרה, הכוללת כיום 1,302 דירות מניבות (כולל פרויקט בשלבי אכלוס באור יהודה) ו-979 דירות בשלבי הקמה. בסוף 2025 זכתה הקבוצה במכרז "דירה להשכיר" הכולל 999 דירות להשכרה, 190 דירות למכירה וכ-23 אלף מ"ר לשימוש מסחר ותעסוקה.

הגידול המתמשך בפעילות הנדל"ן המניב תומך בפרופיל 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 ממשיכה להרחיב את פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, בעיקר בארה"ב, וכיום היא מפעילה פרויקט אנרגיה סולרית, Tierra Bonita, במדינת טקסס, עם הספק מותקן של כ-399 מגה-וואט. בנוסף היא מקימה מתקן אנרגיה סולרית שני במדינת טקסס, El Patrimonio, שפיתוחו צפוי להסתיים ב-2027, עם הספק מתוכנן של כ-195 מגה-וואט. עבור מתקן זה 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), ובמרץ 2026 חתמה על הסכם למכירת זיכויי המס (PTC) על פרויקט זה בסכום כולל של כ-135-140 מיליון דולר לאורך תקופה של 10 שנים. אנו סבורים כי פעילות האנרגיה המתחדשת מאופיינת גם היא בסיכון ענפי נמוך יחסית, וההסכמים שנחתמו תומכים בנראות ויציבות ההכנסות ותזרימי המזומנים. עם זאת, בשלב זה חשיפתה של הקבוצה לתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום למגורים, שרמת הסיכון הענפי בהם בינונית-גבוהה, נותרה מהותית, ואי הוודאות בקשר לסיכון הבטחוני והסביבה התחרותית בישראל עשויות להגביל את הרווחיות בתחומים אלה. אנו סבורים כי האינטגרציה בין תחומי הפעילות של אשטרום ומעמדה התחרותי הגבוה תומכים בהמשך צמיחה בהכנסות וברווח בשנים הקרובות, מה שיתמוך ביכולתה של הקבוצה להציג ירידה במינוף, שתתמוך באיכות האשראי של הקבוצה.

תרשים 3: רווח גולמי בחלוקה למגזרי פעילות (ממוצע 2024-2025)



תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור אשטרום על מעמדה המוביל בשוק הישראלי, עם בסיס הכנסות מגוון וצבר הזמנות משמעותי. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תמשיך לנקוט פעולות להפחתת המינוף כחלק ממדיניותה הפיננסית כך שיחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי יפחת לכיוון 65% ויחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון ימשיך להשתפר לכיוון 1.3x.

נציין כי בשל אי הוודאות הביטחונית באזור עלולים להתגבר הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ותיתכן השפעה על האינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל, והתנודתיות בשוק ההון עשויה להתגבר. בשלב זה ישנה אי ודאות לגבי היקף המלחמה, משכה והשלכותיה. עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם הקבוצה תציג לאורך זמן יחסים פיננסיים שאינם הולמים את הדירוג, קרי יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון נמוך מ-1.0x או יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי גבוה מ-70%. תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, אם החברה לא תשלים פעולות הוניות בסכומים ובמועדים התואמים את תרחיש הבסיס שלנו, או אם הביצועים התפעוליים של הקבוצה יהיו חלשים מציפיותינו. התדרדרות בפרופיל הנזילות של הקבוצה עשויה גם היא להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

התרחיש החיובי

בהינתן תמהיל הפעילות הנוכחי, נשקול פעולת דירוג חיובית אם הקבוצה תציג שיפור משמעותי ומתמשך בפרופיל הפיננסי, שיתבטא בירידה ביחס המתואם חוב ל-EBITDA אל מתחת ל-5.0x ובעלייה ביחס המתואם EBITDA להוצאות מימון לכ-2.5x כחלק מהמדיניות הפיננסית.

תיאור החברה

קבוצת אשטרום בע"מ עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשמונה תחומי פעילות מרכזיים: קבלנות בנייה ותשתיות במגזר הפרטי ובמגזר הציבורי, בעיקר בישראל; ייזום למגורים, בעיקר באמצעות מכירת קרקעות ויחידות דיור, בישראל, בארה"ב ובפורטוגל; 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 2025 כ-10,854 יחידות דיור (חלק החברה) בשלבים שונים של הקמה, מתוכן כ-1,412 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 2025 תיק נכסים מניבים בשווי של כ-4.3 מיליארד ₪, לא כולל השקעה בשווי של כ-2 מיליארד ₪ בחברות כלולות וקרקעות ופרויקטים בהקמה בשווי של כ-1.1 מיליארד ₪. 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

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צמיחה של כ-5% בתמ"ג בישראל ב-2026, שיעור אינפלציה של כ-2.2% ושיעור אבטלה של כ-3.2%. ב-2027 אנו מניחים צמיחה של כ-3.8% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של כ-2% ו-שיעור אבטלה של כ-3.1%.
- הכנסות של כ-5.5-5.7 מיליארד ₪ ב-2026 ושל כ-6.0-6.4 מיליארד ₪ ב-2027, בהתבסס על הגידול בצבר ההזמנות בתחומי הקבלנות והתעשייה, ההתקדמות הצפויה בשיווק ובנייה בפרויקטי הייזום למגורים, גידול בביקוש למוצרי בנייה ותרומה מנכסים מניבים חדשים.
- רווחיות גולמית של כ-18%-19% בשנים 2026-2027, בהתבסס על תמהיל הפעילות ועיתוי ההכרה ברווח.

- השקעות בהיקף כולל של כ-4.7-5.0 מיליארד ₪ ב-2026-2027, כולל רכישת נכסים מניבים חדשים, השקעה בקרקעות ובפיתוח פרויקטי ייזום למגורים ובנדל"ן מניב בהקמה, השקעות בפרויקטי אנרגיה מתחדשת בארה"ב ובפרויקטי דיור להשכרה בישראל והוצאות הוניות שוטפות ברכוש קבוע.
- מימוש המדיניות הפיננסית הכוללת ביצוע פעולות הוניות בהיקף משמעותי לאיזון המינוף בשנים 2026-2027.
- חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות המוצהרת של הקבוצה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2025A	2026E	2027E
הוצאות מימון/EBITDA	0.9x	1.1x-1.0x	1.3x-1.1x
חוב/חוב והון עצמי	69.7%	69%-68%	67%-65%
חוב/EBITDA	18.1x	17x-15x	16x-14x

A-בפועל. E-צפוי.

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 2026. הערכתנו נתמכת במדיניות פיננסית של שמירה על יתרת מזומנים גדולה, במסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות לתקופה העולה על 12 חודשים, בתזרים מזומנים יציב מפעילות שוטפת ובנגישותה הטובה של הקבוצה למקורות מגוונים כמשתקף בהנפקות הון ואג"ח בשנים האחרונות. 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 2026:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים פנויים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-1.4 מיליארד ₪. • מסגרות אשראי פנויות מחייבות בהיקף של כ-1.35 מיליארד ₪. • תזרים שוטף שנתי במזומן של כ-260-280 מיליון ₪ (הערכה שלנו).	• תשלום חלויות חוב ז"א ואשראי ז"ק בהיקף כולל של כ-1.75 מיליארד ₪. • הוצאות הוניות (capex) שוטפות של כ-80 מיליון ₪. • השקעות של לפחות 500-530 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות החברה.

ניתוח התניות

לקבוצה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. נכון ל-31 בדצמבר 2025 יש לקבוצה מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות.

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: חיובית

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. כל אחת משתי החברות אחראית 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.

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 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 סדרות אלו נקבעה, בין היתר, בשילוב של שיטת מכפיל EBITDA (לתחומי הקבלנות וההנדסה והתעשיות) עם שיטת השווי הנכסי (לתחומי הזכיינות, הנדל"ן המניב, הקרקעות וההשקעה בחברות).

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2030
- 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 של הקבוצה. 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-65%.
- 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-390 מיליון ₪
- מכפיל EBITDA: 5.0x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-1.95 מיליארד ₪
- שווי נוסף כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת השווי הנכסי: כ-5.0 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-6.6 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח: כ-5.35 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום בע"מ, לא כולל חברת בת מדווחת)
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-1.25 מיליארד ₪

- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-3.5 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום בע"מ, לא כולל חברת בת מדווחת).
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות 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: 2030
- 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.
- 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-4.4 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-4.2 מיליארד ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-2.45 מיליארד ₪

- שווי פנוי לכיסוי חוב סדרות אג"ח: 1.75 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה 11), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפי (כ-257 מיליון ₪) ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי החוב הלא מובטח: כ-306 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה 11): כ-364 מיליון ₪
- הערכת שיקום חוב מובטח: 70%-90%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה 12), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפי (כ-510 מיליון ₪) ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי החוב הלא מובטח: כ-607 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה 12): כ-721 מיליון ₪
- הערכת שיקום חוב מובטח: 70%-90%
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח וחוב מובטח שלא כוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-955 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרות 9, 10, 13 ו-14) ויתרת חוב מובטח שלא כוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-2.1 מיליארד ₪
- הערכת שיקום חוב לא 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).

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 - 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, 7 ביולי, 2025
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 31 במרץ, 2026
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

רשימת דירוגים

קבוצת אשטרום בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	07/05/2014	29/04/2025
טווח קצר	ilA-1	19/07/2015	29/04/2025
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
סדרה 2	ilA-1	05/07/2023	29/04/2025
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ג	ilA	22/01/2017	29/04/2025
סדרה ד	ilA	29/11/2021	29/04/2025
סדרה ה	ilA	20/08/2023	29/04/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
אפריל 30, 2026	ilA\Stable		
נובמבר 27, 2024	ilA\Negative		
מאי 07, 2014	ilA\Stable		
<u>טווח קצר</u>			
פברואר 18, 2016	ilA-1		

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

אשטרום נכסים בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	01/02/1992	29/04/2025
דירוג(י) הנפקה			
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה 11	ilA+	20/08/2018	29/04/2025
סדרה 12	ilA+	03/06/2020	29/04/2025
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה 10	ilA	26/09/2016	29/04/2025
סדרה 13	ilA	21/11/2021	29/04/2025
סדרה 9	ilA	04/09/2014	29/04/2025
סדרה 14	ilA	06/12/2023	29/04/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
אפריל 30, 2026	ilA\Stable		
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	29/04/2025
טווח ארוך	ilA\Stable	04/01/2017	29/04/2025
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
ניירות ערך מסחריים סדרה י"א	ilA-1	08/01/2019	29/04/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
אפריל 30, 2026	ilA\Stable		
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	30/04/2026 07:33
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	30/04/2026 07:33
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.