Maalot
S&P Global Ratings

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ

3 באוגוסט 2026

אשרור דירוג

אשרור דירוג המנפיק 'ilA-', התחזית יציבה; אשרור דירוג איגרות החוב 'ilA'

אנליסטית אשראי ראשית:

רותם שמש 972-3-7539729 rotem.shemesh@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תיאור החברה 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 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 13
רשימת דירוגים 13

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• ביצועים תפעוליים יציבים למדי לאורך זמן של תיק הנכסים המניבים בישראל, המגדילים את נראות ההכנסות והתזרימים. • פיזור סקטוריאלי בענף הנדל"ן המניב בין משרדים, מלונות ומסחר, וכן פעילות ייזום נדל"ן (כולל מכירת קרקעות), תפעול מלונות וקבלנות. • מינוף נמוך ביחס לקבוצת ההשוואה הנתמך במדיניות הפיננסית.	• תיק נכסים קטן ומרוכז ביחס לקבוצת ההשוואה, אולם איכות הנכסים והשוכרים העיקריים ממתנים סיכון זה. • חלק ניכר מהנכסים שאינם מאוחדים ואינם נמצאים בשליטה מלאה של החברה. • חשיפה של רוב החוב הפיננסי לריבית משתנה או למדד, אם כי העובדה שגם חוזי שכירות צמודים למדד ממתנת במידת מה את הסיכון.

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ ("אלה" או "החברה") המשיכה להציג בשנה האחרונה ביצועים תפעוליים הולמים, שהשתקפו בשיעורי תפוסה גבוהים מ-95% בממוצע בישראל ובצמיחה של כ-7% ב-NOI (net operating income) מנכסים זהים ב-2025. בסיס ה-EBITDA המתואם (כולל איחוד חלקי יחסי של הנכסים המוצגים לפי שיטת השווי המאזני) צמח בכ-30% ב-2025, בין היתר הודות להנבה הדרגתית מהחלק המסחרי בפרויקט בת-ים, עלייה בתרומה ממלון בת-שבע לאחר השלמת שיפוצו וגידול ברווחים מפעילות מכירת הדירות למגורים באמצעות חברת הבת ברזאני, לאור התקדמות בשיעור הביצוע ההנדסי ובשיעורי השיווק. צמיחה ב-NOI בגין הצמדת מרבית החוזים למדד תרמה גם היא לצמיחה בבסיס ה-EBITDA. הביצועים במגזר המלונאות נותרו יציבים למדי בממוצע, למרות המצב הגיאופוליטי והתרחבות הלחימה בעזה לחזיתות נוספות. בהתחשב בכך שחשיפת החברה לתפעול המלונות מוגבלת (היא שותפה לתפעול רק במלון אחד) ושהכנסות החברה מדמי השכירות מהמלונות מוגנות על ידי סכומי מינימום, איננו צופים השפעה מהותית נוספת של הסביבה הגאופוליטית על תחום הפעילות המניב ב-2026.

נכון להיום יש לחברה שני פרויקטים מהותיים בשלבי רכישה ופיתוח. מלון סאן בת-ים נמצא ברובו בשלבי פיתוח שונים, והשלמת רכישתו של נכס המשרדים ברחוב לינקולן בתל אביב צפויה בתחילת 2027. אנו מצפים כי השלמה ואכלוס מוצלחים של פרויקטים אלה, בהתבסס על תוכניותיה העסקיות של החברה, צפויים לתרום לצמיחה בבסיס ה-EBITDA בהדרגה החל מ-2027. כמו כן, הנבה מלאה משני הפרויקטים בטווח הבינוני-ארוך, עשויה לתרום באופן מהותי לגידול בהיקף הפעילות של החברה. עם זאת, בטווח הנראה לעין תיתכן שחיקה ביחסים הפיננסיים, בעיקר בהתחשב בתקציב ההשקעות המשמעותי של החברה. בהינתן תמהיל הפעילות הנוכחי, ובהתחשב בתוכניותיה העסקיות של החברה ובמדיניותה הפיננסית, אנו צופים כי אלה תמשיך לשמור על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג בממוצע על פני זמן.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תציג ברבעונים הבאים יחס מתואם EBITDA להוצאות המימון של כ-1.3x-1.5x ויחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-51%-56%, יחסים ההולמים את הדירוג בהינתן תמהיל הפעילות הקיים. תחזית הדירוג היציבה משקפת גם את ציפיותינו כי ב-12 החודשים הקרובים תמשיך החברה להציג ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים המניב הקיים, ללא גידול משמעותי בהיקף הייזום.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול התדרדרות ביחסים הפיננסיים של החברה, ליחס חוב לחוב והון עצמי גבוה משמעותית מ-55% או ליחס EBITDA להוצאות מימון נמוך משמעותית מ-1.3x בממוצע לאורך זמן. התדרדרות ברמת הנזילות של החברה או במרווח על התניותיה הפיננסיות תפעיל גם כן לחץ שלילי על הדירוג. להערכתנו, תרחישים אלה ייתכנו אם החברה תחרוג מהותית מתקציב ההשקעות שלה, דבר שישפיע לרעה על הפרופיל הפיננסי, או אם תחול הרעה בשוקי המשרדים והמלונאות בישראל.

התרחיש החיובי

העלאת דירוג תיתכן אם החברה תגדיל את תיק הנכסים המניב שלה, בעיקר בנכסים מאוחדים בשליטתה, תוך הגדלת תזרימי המזומנים, שיפור בפיזור הנכסים ושמירה על ביצועים תפעוליים יציבים, ובמקביל תציג יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-50% ויחס מתואם EBITDA להוצאות המימון גבוה מ-2.0x.

תיאור החברה

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ היא חברת נדל"ן העוסקת בעיקר ברכישה, הקמה והשכרה של נכסי נדל"ן מניב בישראל, בעיקר מבני משרדים ובתי מלון. ב-31 במרץ 2026 כלל תיק הנכסים של החברה (על פי הדוחות הכספיים) 12 נכסי נדל"ן מניב בישראל (כולל זכויות שכירות בבניין בירושלים). בנוסף יש לחברה זכויות במלון סאן בת ים שנמצא בשלבי פיתוח, החזקה בקרקעות למכירה באבן יהודה וקרקע נוספת ביוון. תיק הנכסים של החברה בכ-1.2 מיליארד ₪ (חלק החברה) ב-31 במרץ 2026. בנוסף שילמה החברה מקדמה לרכישת נכס מקורות ברחוב לינקולן בתל-אביב שהשלמתה צפויה ב-2027, בהתאם ללוח התשלומים שנקבע במסגרת התוספת השנייה להסכם מול חברת מקורות. פעילות החברה כוללת גם מתן שירותי בנייה ופיתוח. החברה מספקת כיום שירותי בנייה להרחבות ושיפורים בקיבוץ קריית ענבים. אלה היא חברה פרטית מדווחת ומוחזקת בשרשור בידי בעל השליטה מר ראובן אלה. החל מאפריל 2025, 10% ממניות החברה מוחזקות בידי בנק מזרחי-טפחות בע"מ (ilAAA/Stable).

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-3.1% בתמ"ג בישראל ב-2026, שיעור אינפלציה של כ-2.2% ושיעור אבטלה של כ-3.3%. ב-2027 צפויה צמיחה של כ-5.9% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של כ-2% ושיעור אבטלה של כ-3.1%.
- שמירה על שיעורי תפוסה יציבים ועל שיעור NOI מהכנסות יציב למדי בנכסים המניבים.
- צמיחה בשיעור חד-ספרתי בבסיס ה- EBITDA המתואם ב-2026, בעיקר הודות לתרומה הדרגתית מהמלון בבת-ים ולצמיחה ב-NOI מנכסים קיימים בעיקר בשל הצמדת רוב חוזי השכירות למדד. גם גידול ברווח הגולמי מפעילות מלון בת-שבע לאחר השלמת השיפוץ בנכס צפוי לתרום לצמיחה זו. ב-2027 צפויה צמיחה בשיעור דו ספרתי ב-EBITDA, בעיקר בשל תחילת הפעלה של המגדל הדרומי במלון בבת-ים הצפויה במרץ 2027.
- השקעות כוללות של 400-550 מיליון ₪ בשנים 2026-2027, בעיקר בהשלמת רכישת הנכס בלינקולן והמשך פיתוח של המלון בבת-ים.
- שערוכים חיוביים בשיעור חד ספרתי ב-2026-2027, בין היתר בעקבות עלייה בדמי שכירות בנכסים קיימים בשל הצמדה למדד המחירים לצרכן.
- חלוקת דיבידנד של כ-5-6 מיליון ₪ בשנה, בדומה לשנים קודמות.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2025A	2026E	2027E
הוצאות מימון/EBITDA	1.5x	1.5x-1.3x	1.5x-1.3x
חוב/חוב והון עצמי	46.2%	53%-48%	56%-51%
EBITDA/חוב	9.7x	12.5x-10.5x	15.0x-12.0x

על בסיס איחוד חלקי יחסי. A-בפועל. E-צפוי.

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בתיק נכסים מניבים יציב, הכולל, נכון ל-31 למרץ 2026, 12 נכסי נדל"ן בישראל, מתוכם חמישה נכסי משרדים, ארבעה בתי מלון ושלושה נכסים מסחריים. כמו כן כולל תיק הנכסים החזקה של 67% במלון סאן בת-ים, שרובו נמצא כיום בשלבי פיתוח.

ב-2025 ביצעה אלה מספר עסקאות, שהמהותית שבהן הייתה רכישת 67% מהזכויות במלון בבת-ים, תמורת כ-230 מיליון ₪. הנכס כולל שני מגדלים בני 23 קומות, שנמצאים כיום בשלבי פיתוח, וכן שטחי מסחר וחדר כושר פעיל. התרומה השנתית ל-NOI בהנבה מלאה מהחלק המסחרי של המלון צפויה לעמוד על כ-10 מיליון

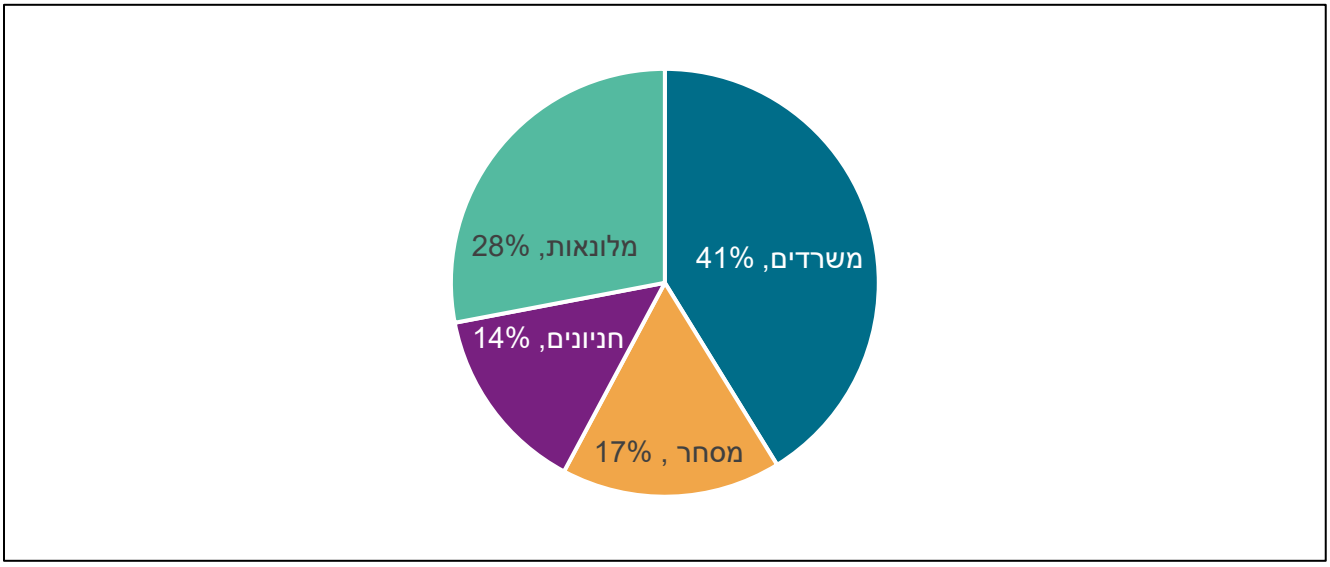
₪. השלמת המגדל הדרומי, המיועד למלון, צפויה בתחילת 2027. המגדל הצפוני בפרויקט נמצא כיום בשלבי פיתוח התחלתיים, והשלמת הבנייה צפויה ב-2029. ביוני 2026 דיווחה אלה על התקשרות בהסכם ליווי עם בנק הפועלים בע"מ (ilAAA/Stable/ilA-1+) בהיקף של 147 מיליון ₪ לצורך פיתוח המגדל הצפוני.

נוסף לזאת, בינואר 2027 צפויה אלה להשלים את עסקת מקורות ולקבל החזקה בנכס משרדים ברחוב לינקולן בתל אביב, בהתאם לתנאי התשלום שנקבעו בתוספת השנייה להסכם. על פי הנמסר מהחברה, יתרת התשלום, העומדת על כ-200 מיליון ₪, תשולם במלואה באמצעות מימון בנקאי מבנק הפועלים. להבנתנו, החברה מקדמת שיפוץ בנכס במחצית הראשונה של 2027 ומנהלת משא ומתן עם כמה שוכרים פוטנציאליים להשכרת השטחים במגדל. אנו סבורים כי השלמה, הפעלה ואכלוס מוצלחים של נכסים אלה, בהתבסס על תוכניותיה העסקיות של החברה, צפויים לתרום לצמיחה בבסיס ה-EBITDA בהדרגה החל מ-2027. הנבה מלאה משני הנכסים בטווח הבינוני-ארוך עשויה לתרום באופן מהותי לגידול בהיקף הפעילות של החברה.

תיק הנכסים המניבים מקנה להערכתנו נראות גבוהה של הכנסות, בזכות יציבות תפעולית המתבטאת בשיעור תפוסה ממוצע גבוה לאורך זמן (מעל 95% בממוצע בישראל) ובזכות העובדה שהחברה מחזיקה בנכסים שנים רבות ואת רובם אף הקימה. לחברה כ-130 שוכרים מתחומים שונים, אך רובם נמצאים בנכס בית דן-אביב ושאר הנכסים מושכרים בעיקר לשוכרים בודדים. קיימת תלות בשני שוכרים מהותיים התורמים יחד כ-28% מסך דמי השכירות של החברה (על פי חלקה), מדינת ישראל (כ-19% מהכנסות) וישרוטל בע"מ (כ-8.5%), שחוזי השכירות שלהם (כולל אופציות הארכה) יפקעו בעוד כעשור. איכות השוכרים המהותיים ממתנת להערכתנו את ההשפעה השלילית של הריכוזיות על הפרופיל העסקי של החברה.

פעילות השכרת בתי המלון של אלה מרוכזת בארבעה בתי מלון באיכות ומיצוב גבוהים להערכתנו, הממוקמים בירושלים ובהרצליה, ותורמים כ-30% מה NOI-של החברה. את אחד המלונות החברה משכירה בהסכם ארוך טווח.הביצועים בתחום המלונאות נותרו יציבים למדי בממוצע ב-2025 למרות הסביבה הגאופוליטית המאתגרת. השחיקה בתרומה ממלון פאבליקה מותנה על ידי השיפור בתוצאות במלון דניאל, והביצועים של מלון כרמים נותרו חזקים. נציין כי אף שחשיפת החברה לתפעול המלונות מוגבלת (היא שותפה לתפעול רק במלון אחד), בחלק מהחוזים קיים רכיב הכנסות משתנה התלוי בביצועי המפעילים. עם זאת, בהתחשב בכך שהכנסות החברה מדמי השכירות מהמלונות מוגנות על ידי סכומי מינימום, איננו צופים השפעה מהותית נוספת של הסביבה הגיאופוליטית על תחום המלונאות ב-2026.

תרשים 1: התפלגות ה-NOI לפי סגמנטים (חלק החברה, 2025)



הערכתנו לפרופיל העסקי משקפת גם את אסטרטגיית הצמיחה של החברה, המתבססת בעיקר על המשך פיתוח הנכסים הקיימים ועל רכישת נכסים חדשים הניתנים להשבחה. החברה הציגה בפנינו מדיניות פיננסית על פיה פעילות הייזום, המסוכנת יותר להערכתנו מפעילות הנדל"ן המניב, תישאר בהיקף דומה לקיים כיום ותתמקד בעיקר בפרויקטים להחזקה עצמית הכוללים השכרה מראש.

הפרופיל העסקי והדירוג מוגבלים, לדעתנו, בשל היקף ופיזור תיק נכסים נמוכים בהשוואה לחברות בדירוג גבוה יותר, ומאחר שחלק ניכר משווי הנכסים ומה-NOI על בסיס איחוד חלקי יחסי נובעים מנכסים המסווגים לפי שיטת השווי המאזני, בהם אין לחברה שליטה מלאה בקבלת ההחלטות.

הפרופיל הפיננסי

אנו מנתחים את הפרופיל הפיננסי של אלה כולל איחוד חלקי יחסי של הנכסים המוצגים לפי שיטת השווי המאזני. אף שנכסים אלו אינם בשליטה מלאה של החברה על פי ההגדרה החשבונאית, אנו מעריכים את חשיבותם לחברה כגבוהה, בעיקר בשל היקפם ותרומתם לתזרים החופשי שלה.

בהתאם לציפיותינו, ב-2025 חל גידול בחוב המתואם של אלה, שעמד בסוף השנה על כ-650 מיליון ₪, לעומת כ-466 מיליון ₪ ב-2024. גידול זה נבע מהשקעות בהיקף כולל של יותר מ-300 מיליון ₪, בעיקר בהשלמת רכישת הזכויות במלון בבת-ים ובפיתוחו. כפועל יוצא חלה עלייה בהוצאות המימון שהובילה לשחיקה ביחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-1.5x ב-2025, לעומת כ-1.9x ב-2024. הצמיחה בבסיס ה-EBITDA ב-2025, בין היתר הודות לתרומה הדרגתית של המלון בבת-ים, מיתנה השפעות אלו. עם זאת, בהתחשב שבכך שעיקר הפרויקט נמצא כיום בשלבי פיתוח, ההנבה העיקרית ממנו צפויה להתקבל בהדרגה החל מ-2027, בכפוף להשלמה והפעלה מוצלחת. הגידול בחוב המתואם הוביל גם לעלייה ביחס המתואם חוב לחוב והון עצמי לכ-46% בסוף 2025 מכ-42% בסוף 2024. הקצאת 10% ממניות החברה למזרחי-טפחות

שהושלמה במאי 2025, וכללה הזרמת הון של כ-83 מיליון ₪ לחברה, תרמה לגידול בהון העצמי שמיתן את העלייה במינוף המאזני.

בהתחשב בתקציב ההשקעות של החברה, הכולל את השלמת הרכישה של הנכס בלינקולן והמשך פיתוח המלון בבת-ים, אנו צופים המשך גידול בחוב המתואם בשנתיים הבאות. כפועל יוצא תיתכן שחיקה מסוימת ביחסים הפיננסיים בטווח הנראה לעין, כולל יחס כיסוי מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.3x-1.5x ויחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-51%-56% ב-2026-2027. עם זאת, אנו צופים כי אלה תמשיך לשמור על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג בממוצע על פני זמן. הנבה מלאה של הנכסים בבת-ים ובלינקולן, בכפוף להשלמה והפעלה מוצלחת, צפויה לתרום לגידול משמעותי בהיקפי הפעילות ובבסיס ה-EBITDA, שיובילו לשיפור ביחסים הפיננסיים בטווח הבינוני-ארוך.

Table 1.
Ella R Building Engineering -- Financial Summary (Mil. NIS)
Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2025	2024	2023	2022	2021
Revenue	138.8	101.9	83.5	139.9	86.9
EBITDA	67.1	51.7	50.0	55.3	41.0
Funds from operations (FFO)	25.3	25.5	31.2	36.3	24.2
Interest expense	45.7	26.6	29.7	19.8	13.9
Cash flow from operations	46.0	36.5	31.6	47.7	54.0
Free operating cash flow (FOCF)	14.9	35.9	30.9	46.7	52.5
Discretionary cash flow (DCF)	14.9	35.9	30.9	46.7	48.3
Debt	650.5	466.2	437.2	451.3	286.8
Equity	756.6	638.2	602.9	563.5	488.7
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	48.4	50.7	59.8	39.5	47.1
EBITDA interest coverage (x)	1.5	1.9	1.7	2.8	2.9
Debt/EBITDA (x)	9.7	9.0	8.8	8.2	7.0
FFO/debt (%)	3.9	5.5	7.1	8.1	8.4
Cash flow from operations/debt (%)	7.1	7.8	7.2	10.6	18.8
Debt/debt and equity (%)	46.2	42.2	42.0	44.5	37.0

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של אלה כהולמת. אנו בוחנים את הנזילות על בסיס מאוחד, כלומר כוללים את נתוני החברות המאוחדות במקורות ובשימושים ומוסיפים דיבידנדים צפויים מחברות כלולות. אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026. בחינת נזילות החברה מתבססת על היקף המזומנים והתזרים החיובי השוטף כנגד החלויות וההשקעות הצפויות. אנו מעריכים שהחברה תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA. אנו מעריכים גם שלחברה נגישות טובה לבנקים, בין היתר בהתחשב בעסקאות האחרונות שנחתמו, הן מצד החוב והן מצד ההון. כמו כן, לחברה מדיניות ניהול סיכונים זהירה כחלק מהמדיניות הפיננסית שלה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-22 מיליון ₪. • מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף של כ-66 מיליון ₪. • תזרים שוטף של כ-15-20 מיליון ₪, להערכתנו, כולל דיבידנדים צפויים מהחברות הכלולות.	• חלויות חוב של כ-77 מיליון ₪. • השקעות והוצאות הוניות (capex) בהיקף של כ-2-8 מיליון ₪*.

* רוב ההשקעה בנכס בבת-ים תבוצע מחשבון הליווי בהתאם להסכם שנחתם עם בנק הפועלים. על פי החברה, התשלום האחרון במסגרת עסקת מקורות ימומן באמצעות הלוואה בנקאית.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות באיגרות החוב ובהלוואות בנקאיות בחברה כלולה. נכון ל-31 במרץ 2026 יש לחברה מרווח הולם ביחס לרוב התניותיה (חלק מן ההתניות הבנקאיות נבחנות פעם בחצי שנה, והחברה עומדת גם בהן).

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלי (אין השפעה)

ניהול וממשל תאגידי: ניטרלי (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה שלילית

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

גורמי ממשל תאגידי מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח האשראי של אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ, שהיא חברה פרטית מדווחת וקבלת ההחלטות התאגידית בה עשויה לתעדף את האינטרסים של בעלי השליטה על פני אלה של בעלי עניין אחרים. העובדה כי החברה מדווחת ובעלת איגרות חוב סחירות ממתנת במידת מה סיכון זה.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרת אג"ח א' הלא מובטחת של החברה. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- דירוג שיקום החוב של סדרת האג"ח מושפע בעיקר מהמינוף הנוכחי של החברה וממבנה החוב שלה.

ניתוח שיקום החוב נעשה על בסיס מבנה החוב הקיים, בהנחה שהחוב הבנקאי ימוחזר. הגדלה משמעותית של החוב המובטח, בין היתר אם החברה תרכוש נכסים חדשים במינוף גבוה, עשויה להשפיע לשלילה על שיעור שיקום החוב של החוב הלא מובטח.

- על אף המופיע במפל התשלומים, הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת היות שהסדרה אינה מובטחת ובשל הערכתנו כי החברה עשויה להגדיל את היקף החוב המובטח או הבכיר במסלול ההתדרדרות.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל ועלייה חדה בשיעור האבטלה יובילו למשבר בענף הנדל"ן ולצמצום משמעותי בביקוש לשטחים להשכרה. כתוצאה מכך תחול ירידה בשיעורי התפוסה, בדמי השכירות, בשווי הנכסים ובתזרימי המזומנים לרמה הנמוכה מצורכי שירות החוב.
- שווי הנכסים המניבים נטו של החברה יפחת בכ-40% בתרחיש ההיפותטי על מצב השוק, בהינתן סוג הנכסים, פיזור השוכרים והריכוזיות הגיאוגרפית.
- שווי הנכסים בפיתוח יפחת בכ-50% בהתחשב במועד ההשלמה הצפוי, בהון הדרוש להשקעה וברמת האישורים הנדרשים לפרויקטים.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים המרכזיים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-629 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי בכיר: כ-597 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי בכיר: כ-362 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-235 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרה א'): כ-188 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 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 אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בע"מ לשנת 2025:

- שימוש בריבית התזרימית לצורך חישוב ה-FFO (funds from operations). שימוש בריבית תוצאתית, הכוללת הכרה בעלויות הצמדה, לצורך חישוב יחס הכיסוי, על מנת ליצור בסיס להשוואה בין חברות עם סוגי מימון שונים.
- איחוד חלקי יחסי של הנכסים המוצגים לפי שיטת השווי המאזני.

Table 2.

Melisron Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2023

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings-adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**459.4**	**754.8**	**67.5**	**55.1**	**8.4**	**67.1**	**55.5**
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(1.6)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(28.9)	--
Reported lease liabilities	37.6	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	26.0	--	--
Deconsolidation/consolidation	153.5	--	71.3	31.1	11.3	(11.3)	18.3
Income/(expense) of unconsolidated equity method affiliates	--	--	--	(21.4)	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(27.8)
Noncontrolling interest/minority interest	--	1.8	--	--	--	--	--
EBITDA: Dividends received from equity investments	--	--	--	4.0	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	--	(1.6)	--	--	--
Total adjustments	**191.1**	**1.8**	**71.3**	**12.1**	**37.3**	**(41.9)**	**(9.4)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**650.5**	**756.6**	**138.8**	**67.1**	**45.7**	**25.3**	**46.0**

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 להערכת האקלים המשפטי של מדינות בהקשר של שיקום חוב לאחר כשל פירעון, 20 בינואר, 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 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

אלה ר. הנדסת בנין והשקעות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilA-\Stable	17/08/2022	28/07/2025
דירוג(י) הנפקה חוב בכיר בלתי מובטח סדרה א	ilA	17/08/2022	28/07/2025
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך אוגוסט 17, 2022	ilA-\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	03/08/2026 12:53
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	03/08/2026 12:53
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.