אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

4 באוגוסט 2026

אשרור דירוג

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

אנליסטית אשראי ראשית:

רותי רוזנצוויג 972-3-7539750 ruthy.rozentzvige@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 5
יחסים עיקריים 6
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 9
ניתוח התניות 9
התאמות לדירוג 9
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 10
ניתוח שיקום חוב 10
שיקולים עיקריים 10

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 10
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון..... 11
התאמות לדיווח הכספי 11
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 12
רשימת דירוגים 12

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• תיק גדול של נכסים מניבים, המפוזרים במספר ערים מרכזיות במדינות עם סיכון מדינה נמוך. • פיזור סקטוריאלי בענף הנדל"ן המניב – משרדים, מסחר ותעשייה – ופעילות מלונאית. • צפי למינוף הולם ויציב למדי בהתאם למדיניות פיננסית.	• פעילות מלונאית הכוללת החזקה ותפעול, שהסיכון בה גבוה להערכתנו משל פעילות הנדל"ן המניב ושמגבירה 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") שומרת על ביצועים תפעוליים יציבים בנכסים המניבים אך מציגה חולשה מתמשכת בביצועי תחום המלונאות. ה-NOI (net operating income) של החברה הצטמצם בכ-1.3% ב-2025, בעיקר בשל הסכם חדש עם שוכר באחד מנכסיה בלונדון והשפעת התחזקות השקל על חלק מהנכסים. מנגד נרשמה צמיחה בהכנסות מהנדל"ן המניב בשוויץ, שנתמכה בהשלמתם ואכלוסם של שני נכסים מניבים ובצמצום השטחים הפנויים, וגידול בדמי השכירות באזור המסחרי של מתחם ממילא בירושלים. שיעור התפוסה בנכסים המניבים נותר גבוה ועמד על כ-96% בסוף 2025, משקף להערכתנו את איכות ותמהיל תיק הנכסים ותומך בהערכתנו לפרופיל העסקי. מנגד, רווחיות פעילות המלונאות המשיכה להישחק, עם קיטון של כ-11% ברווח התפעולי למרות צמיחה של כ-5.2% בהכנסות, בעיקר בשל המשך החולשה בענף המלונאות בישראל מאז תחילת המלחמה ושחיקה ברווחיות המלונות בפריז ובאמסטרדם. אנו מעריכים שככל שהמצב הבטחוני בישראל יוסיף להתייצב, פעילות המלונאות המקומית תמשיך להשתפר בהדרגה, ובאירופה אנו מעריכים כי הסכם הניהול עם Mandarin Oriental Hotel Group International Limited ("מנדרין אוריינטל"), שנכנס לתוקף באפריל 2025, יתמוך בשיפור תוצאות הפעילות בשנות התחזית.

יחסי המינוף והכיסוי של אלרוב משתפרים ותומכים בגמישותה הפיננסית ובפרופיל הפיננסי, וממשיכים להלום את הדירוג. יחס החוב לחוב והון עצמי של החברה השתפר לכ-45% בסוף מרץ 2026, מכ-53% שנה קודם לכן. השיפור נבע בעיקר מקיטון בחוב, ומנגד מגידול בהון העצמי, שנתמך בעיקר ברווחים מניירות הערך שבידי החברה, הנפקת מניות חברת בת בשוויץ ובשערוכים חיוביים. בפרט, עליית שווי החזקתה של החברה במניית כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ ("כלל החזקות", ilAA+/Stable), כ-145% ב-2025, תרמה לרווחים שנרשמו בדוחותיה. עליית מניית בנק לאומי לישראל בע"מ ("בנק לאומי", ilAAA/Stable/ilA-1+) בכ-70% בתקופה זו תמכה אף היא בגידול בהון העצמי. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון השתפר ל-1.4x ב-2025

מכ-1.1x ב-2024, בעיקר בעקבות קיטון בהוצאות המימון שנבע מירידה בסביבת הריבית בשוקי הפעילות ומקיטון בחוב. להערכתנו, יחס הכיסוי יישאר יציב בטווח הקרוב וישתפר בהדרגה לקראת השנים 2027-2028, על רקע המשך התאוששות פעילות המלונאות בישראל והמשך קבלת דיבידנדים מכלל החזקות.

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 התייצבות בביצועי בתי המלון של החברה 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.

נציין כי בשל אי הוודאות הביטחונית במזרח התיכון 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 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 תרכוש נכסים בהיקף מהותי בלי לבצע פעולות שיאזנו את יחס המינוף ברמה ההולמת את הדירוג, או אם החברה תחלק דיבידנדים מהותיים מעבר לתרחישים שהוצגו לנו.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם תיק הנכסים המניב של החברה יצמח תוך שיפור קבוע בביצועי תחום המלונאות, כך שתקטן תנודתיות ההכנסות והרווחיות 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 יהיה 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 2026 כלל תיק הנכסים המניבים של

החברה 41 נכסי נדל"ן וחמישה בתי מלון ושוויו הסתכם בכ-16.2 מיליארד ₪. החברה מחזיקה גם תיק ניירות ערך, בעיקר מניות כלל החזקות ובנק לאומי, בשווי של כ-2.7 מיליארד ₪ נכון ל-31 במרץ 2026.

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 2026-2028 על פי תחזיות S&P Global Ratings:

	צמיחת תמ"ג ריאלית			שיעור אבטלה			אינפלציה		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
ישראל	3.1%	5.9%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	2.2%	2.0%	2.0%
שוויץ	1.3%	1.7%	1.8%	4.7%	4.5%	4.3%	0.5%	0.8%	0.9%
בריטניה	1.1%	1.4%	1.4%	5.1%	5.0%	4.8%	2.4%	2.2%	2.2%
צרפת	0.8%	1.1%	1.1%	7.8%	7.6%	7.4%	1.8%	1.6%	1.9%
הולנד	1.3%	1.3%	1.3%	4.1%	4.2%	4.1%	2.9%	2.4%	2.1%

- יציבות יחסית ב-NOI מפעילות הנדל"ן המניב בשנתיים הקרובות.
- התאוששות הדרגתית בפעילות המלונות בישראל בהינתן המשך התייצבות המצב הבטחוני. כמו כן, הרחבת מלון ממילא בירושלים שצפויה לתמוך בגידול בהכנסות וברווחיות.
- צמיחה הדרגתית בפעילות המלונות בחו"ל, בפרט בבתי המלון לוטסיה וקונסרבטוריום שייהנו מתמיכת חברת הניהול החדשה, מנדרין אוריינטל, בזכות המוניטין, הניסיון והמומחיות שלה בתחום המלונאות, באופן שיתרום לשיפור הביצועים התפעוליים לאורך תקופת התחזית.
- שיפור הדרגתי בפעילות הנדל"ן המניב בשנות התחזית, שייתמך בתרומת נכסים חדשים בשוויץ, בצמיחה של כ-1%-3% ב-NOI מנכסים זהים ובהתאם לתחזיות הצמיחה הכלכלית של S&P Global Rating במדינות בהן פועלת החברה. בנוסף, המשך פיתוחם של נכסים קיימים באופן שיתמוך בהמשך הרחבת בסיס ההכנסות.
- קבלת דיבידנדים מכלל החזקות לפי מדיניות הדיבידנד המוצהרת.
- השקעה כוללת של כ-400-500 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות, כולל הנחתנו לרכישת נכסים חדשים, השקעה בפרויקטי ייזום והשקעות פוטנציאליות נוספות.
- יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים.
- חלוקת דיבידנד שנתית של כ-17 מיליון פרנקים שוויצרים לבעלי מניות המיעוט של EPIC SUISSE.

יחסים עיקריים

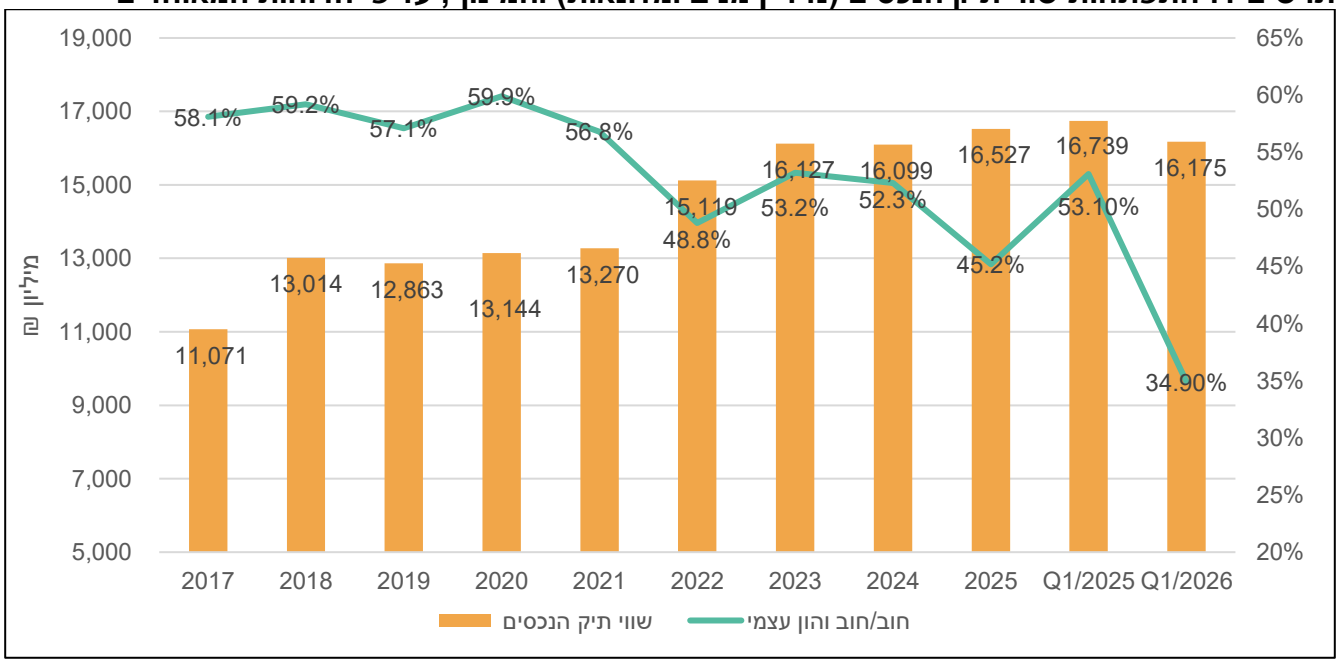
יחס פיננסי	2025A	2026E	2027E
הוצאות מימון/EBITDA	1.4x	1.5x-1.3x	1.6x-1.4x
חוב/חוב והון עצמי	45.2%	50%-45%	52%-46%
חוב/EBITDA	17.0x	17x-16x	17x-15x

A-בפועל. E-צפוי.

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של אלרוב נתמך בתיק נכסים גדול, מגוון ואיכותי, המאופיין בפיזור גיאוגרפי וסקטוריאלי רחב וביציבות תפעולית גבוהה. ב-31 במרץ 2026 עמד שווי תיק הנכסים על כ-16.2 מיליארד ₪ לעומת כ-16.7 מיליארד ₪ ב-31 במרץ 2025, מתוכם כ-10.8 מיליארד ₪ בנדל"ן מניב והשאר בבתי מלון בישראל ובאירופה. הירידה בשווי התיק נבעה בעיקר מהתחזקות השקל וממכירת שטח באזור המסחרי במתחם ממילא בירושלים.

תרשים 1: התפתחות שווי תיק הנכסים (נדל"ן מניב ומלונאות) והמינוף, על פי הדוחות המאוחדים



פעילותה של החברה ממוקדת במדינות עם סיכון מדינה נמוך: שוויץ (AAA/Stable/A-1+), ישראל (A/Stable/A-1), צרפת (A+/Stable/A-1), בריטניה (AA/Stable/A-1+) והולנד (AAA/Stable/A-1+). לחברה פיזור ענפי בין נדל"ן מניב (כ-84% מה-EBITDA ב-2025) ומלונאות, ופיזור סגמנטלי בנדל"ן המניב בין משרדים (כ-48% מה-NOI הכולל של הנכסים המניבים ב-2025), מסחר (כ-43%) ותעשייה (כ-9%). תיק

הנכסים המניבים מקנה לחברה נראות גבוהה של הכנסות, הנתמכת ביציבות תפעולית ובשיעור תפוסה ממוצע גבוה ויציב של כ-96%. בתיק הנכסים פיזור שוכרים הולם של מעל 540 שוכרים מתחומים שונים ללא תלות בשוכר מהותי. ב-2025 חלה ירידה מתונה של כ-1.3% ב-NOI, בעיקר בשל התחזקות השקל וחידוש הסכם שכירות עם שוכר בנכס בלונדון. מנגד נרשמה עלייה בהכנסות החברה מדמי שכירות בשוויץ עלו בעקבות השלמתם ואכלוסם של שני נכסים מניבים חדשים במהלך השנה וצמצום השטחים הפנויים, ועלייה בדמי השכירות באזור המסחרי במתחם ממילא שבירושלים.

פעילות המלונאות של אלרוב מרוכזת בחמישה בתי מלון באיכות ומיצוב גבוהים, הממוקמים בירושלים (שני מלונות), בלונדון, בפריז ובאמסטרדם, ומהווה להערכתנו כ-16% מהרווח הגולמי של החברה בשנת 2025. פעילות זו כרוכה להערכתנו בסיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מפעילות הנדל"ן המניב, ומגדילה את תנודתיות ההכנסות והרווחיות של החברה. ב-2025 הסתכם העודף התפעולי של פעילות המלונאות בכ-87 מיליון ₪, לעומת כ-98 מיליון ₪ ב-2024 וכ-170 מיליון ₪ ב-2023. הירידה נבעה בעיקר מהשפעת המלחמה על פעילות שני בתי המלון בירושלים, לצד עליה בעלויות התפעול במלונות לוטסיה בפריז וקונסרבטוריום באמסטרדם. מנגד, מלון קפה רויאל בלונדון הציג שיפור מסוים בביצועים, שהתבטא בעלייה קלה בעודף התפעולי ב-2025. אנו מעריכים כי גם שנת 2026 תהיה מאתגרת עבור פעילות המלונאות של החברה, בעיקר בישראל, אך ככל שתחול התייצבות במצב הביטחוני והתאוששות בתיירות הנכנסת, אנו צופים שיפור הדרגתי בביצועי בתי המלון בירושלים. בנוסף אנו מעריכים כי הנבתן של 19 סוויטות חדשות במלון ממילא בירושלים תתרום לגידול בעודף התפעולי ולשיפור ביצועי הפעילות בשנים הקרובות. באשר לפעילות באירופה, אנו צופים שיפור בביצועי בתי המלון בפריז ובאמסטרדם, בין היתר בעקבות כניסתה של מנדרין אוריינטל כחברת הניהול של המלונות (לפי הסכמי ניהול ל-30 שנים החל מ-1 באפריל 2025), שלהערכתנו תתרום לשיפור היעילות התפעולית והביצועים העסקיים, בתמיכת ניסיונה רב השנים בתחום והתמחותה בניהול מלונות יוקרה ברחבי העולם.

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 מ-60% במרווח הולם, בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה. יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי ירד לכ-45.2% בסוף 2025 מכ-52.3% בסוף 2024, בעיקר כתוצאה מקיטון בחוב, ומרווחים של כ-1.4 מיליארד ₪, שנבעו בעיקר מעליית השווי של מניית כלל החזקות, הנפקת מניות של Epic Suisse בשוויץ ומשערוכים חיוביים בהיקף של כ-224 מיליון ₪. 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, המאפשר 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 כללנו, בתור שווי מזומנים, את השווי של מניות כלל החזקות שבידי החברה, לאחר הגדלה משמעותית של החזקתה בשנים האחרונות, ולאור סוג והיקף החזקה זו. אם יחול שינוי באופן או בסיווג ההשקעה, נבחן את השפעתו.

ב-2025 חל שיפור ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון לכ-1.4x מכ-1.1x ב-2024, בעיקר בשל קיטון של כ-104 מיליון ₪ בהוצאות המימון, בעיקר כתוצאה מירידה בסביבת הריבית בשוקי הפעילות. אנו סבורים כי יחס הכיסוי יישאר יציב סביב 1.3x-1.6x בשנתיים הקרובות, טווח ההולם את הדירוג. זאת 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) ובסביבת 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 2026 הוא 305 מיליון ליש"ט, אינו משועבד וניתן להשתמש בהם לנטילת חוב.

Table 1.

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

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2025	2024	2023	2022	2021
Revenue	1,276.3	1,238.8	1,285.4	1,131.7	698.4
EBITDA	442.3	448.5	490.2	463.8	296.3
Funds from operations (FFO)	124.4	120.1	182.1	312.8	115.6
Interest expense	306.1	406.5	337.7	188.4	146.5
Cash interest paid	276.2	299.8	273.9	125.0	125.1
Cash flow from operations	141.6	76.9	171.8	345.0	194.3
Capital expenditure	43.3	16.7	22.5	0.0	0.0
Debt	7,528.2	7,973.2	8,056.0	6,952.5	7,341.1
Equity	9,121.1	7,283.3	7,092.6	7,301.8	5,580.0
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	34.7	36.2	38.1	41.0	42.4
EBITDA interest coverage (x)	1.4	1.1	1.5	2.5	2.0
EBITDA cash interest coverage (x)	1.6	1.5	1.8	3.7	2.4
Debt/EBITDA (x)	17.0	17.8	16.4	15.0	24.8
FFO/debt (%)	1.7	1.5	2.3	4.5	1.6
Debt/debt and equity (%)	45.2	52.3	53.2	48.8	56.8

נזילות

אנו מעריכים את הנזילות של אלרוב, שאותה אנו מנתחים על בסיס מאוחד אך ללא החברה הציבורית EPIC Suisse AG, כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026. 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 מהותי של החזקות בניירות ערך סחירים. הערכתנו נתמכת גם בניהול הנזילות 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 2026:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים, שווי מזומנים וניירות ערך (כולל מניות כלל החזקות 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-453 מיליון ₪. • FFO במזומן (כולל דיבידנד מ- EPIC Suisse AG) של כ-70-80 מיליון ₪.	• תשלום חלויות אג"ח וחוב בנקאי של כ-1.1 מיליארד ₪. • הוצאות הוניות (capex) בהיקף של כ-20-30 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד של כ-15 מיליון ₪ (בוצע).

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 2026 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-30 מיליון אירו נכון למרץ 2026), שיעור שיקום החוב, על אף המופיע במפל התשלומים, יהיה 90%-100%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2030
- 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-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-7,499 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות ותפעול: 5%
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב: כ-7,124 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה ו'), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית: כ-995 מיליון ₪
- סך חוב מובטח של סדרה ו' בתרחיש הנפקה לפי מגבלת ה-LTV :כ-876 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח אג"ח ו': 90%-100% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-6,248 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-3,950 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הלא מובטח: כ-2,297 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרות ה' ו-ז' ונע"מ): כ-1,054 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
90%-100%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
70%-90%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוץ'
50%-70%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
30%-50%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
10%-30%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוץ'
0%-10%	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 2025:

- 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, 2025

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA
Reported Amounts	**7,982.9**	**7,342.4**	**609.8**	**381.5**	**442.3**
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	--	--	(41.7)
Cash interest paid	--	--	--	--	(276.2)
Accessible cash and liquid investments	(454.6)	--	--	--	--
Income/(expense) of unconsolidated equity method affiliates	--	--	(0.0)	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	1,778.7	--	--	--
EBITDA: Dividends received from equity investments	--	--	37.9	--	--
EBITDA: Other income/(expense) (principle based)	--	--	(205.3)	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	(75.5)	--
Total adjustments	**(454.6)**	**1,778.7**	**(167.5)**	**(75.5)**	**(317.9)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations
Adjusted	**7,528.2**	**9,121.1**	**442.3**	**306.1**	**124.4**

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: 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

אלרוב נדלן ומלונאות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1	05/08/2024	04/08/2025
טווח ארוך	ilA+\Stable	08/08/2021	04/08/2025
דירוג(י) הנפקה			
ניירות ערך מסחריים			
סדרה 2	ilA-1	14/10/2024	04/08/2025
חוב בכיר מובטח			
סדרה ו	ilAA	08/08/2021	04/08/2025
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ה	ilAA-	08/08/2021	04/08/2025
סדרה ז	ilAA-	18/03/2024	04/08/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אוגוסט 15, 2022	ilA+\Stable		
אוגוסט 08, 2021	ilA\Positive		
טווח קצר			
אוגוסט 05, 2024	ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	04/08/2026 10:49
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	04/08/2026 10:49
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 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.