Maalot
S&P Global Ratings

קבוצת אשטרום בע"מ
אשטרום נכסים בע"מ
אשדר חברה לבניה בע"מ

8 במאי 2022

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 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש החיובי 4
התרחיש השלילי 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 5
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 7
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות 11
חלויות חוב 11
ניתוח התניות 11
השפעת הקבוצה 12
התאמות לדירוג 12
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 12
אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי - קבוצת אשטרום בע"מ 12
אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי - אשטרום נכסים בע"מ 12

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי - אשדר חברה לבניה בע"מ 12
ניתוח שיקום חוב 13
קבוצת אשטרום בע"מ 13
אשדר חברה לבניה בע"מ 14
אשטרום נכסים בע"מ 15
התאמות לדיווח הכספי 17
רשימת דירוגים 19

קבוצת אשטרום בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	**ilA/Stable/ilA-1**

אשטרום נכסים בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	**ilA/Stable**

אשדר חברה לבניה בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	**ilA/Stable/ilA-1**

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מעמד מוביל בישראל עם מוניטין וניסיון רב שנים. • גיוון במגזרי הפעילות היוצר אינטגרציה אנכית. • צבר הזמנות גדול התומך בתזרים המזומנים העתידי. • נגישות טובה לפרויקטים גדולים. • שמירה על יתרות מזומנים ומסגרות אשראי פנויות בהיקף גדול כחלק ממדיניות פיננסית שמרנית.	• חשיפה לתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום, המאופיינים ברמת סיכון בינונית-גבוהה. • פיזור גיאוגרפי מוגבל עם חשיפה בעיקר לישראל. • מינוף נוכחי וחזוי גבוה אם כי משויך ברובו לנכסים ופרויקטים מניבים ולנדל"ן מניב בהקמה.

הביצועים התפעוליים של קבוצת אשטרום ("הקבוצה") ב-2021 היו בהתאם לתחזיותינו הקודמות. הכנסות הקבוצה הסתכמו בכ-4.5 מיליארד ₪, ירידה של כ-3.5% לעומת 2020, אולם שמרה על רווח גולמי של כ-894 מיליון ₪, בדומה ל-2020, בזכות השיפור ברווחיות הגולמית לכ-20% מכ-19.3% ב-2020. הירידה בהכנסות נבעה בעיקר מסיום פרויקט מרכזי בזמביה ומהירידה במחזור הפעילות במגזר הקבלנות בישראל בעקבות עיכובים בפתיחת פרויקטים חדשים בשל השפעות הקורונה. עם זאת, ב-2021 חל גידול מהותי של כ-1.3 מיליארד שקל בצבר ההזמנות במגזר הקבלנות בישראל, שהסתכם בכ-6.9 מיליארד ₪ בסוף השנה, בעקבות כניסה של עבודות חדשות בהיקף של כ-4 מיליארד ₪. הירידה בהכנסות קוזזה חלקית על ידי צמיחת הפעילות במגזר הייזום למגורים בישראל (המבוצעת באמצעות חברת אשדר חברה לבניה בע"מ, להלן: "אשדר"), כתוצאה מגידול משמעותי בהיקף מכירת הדירות במהלך השנה, ועל ידי צמיחה בפעילות הנדל"ן המניב

(המבוצעת בעיקר באמצעות חברת אשטרום נכסים בע"מ, להלן: "אשטרום נכסים"), כתוצאה מהתקדמות משמעותית בפרויקט "לייף" בבני ברק ותרומה של נכסים מניבים שנרכשו בשנים האחרונות.

ב-2021 חל שיפור ביחס המינוף המאזני של הקבוצה, אולם חלה שחיקה מתונה ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון. המינוף המאזני עמד בסוף 2021 על כ-64%, לעומת כ-67% בסוף 2020. על אף העלייה בהיקף החוב, שנבעה בעיקר מהשקעות בהיקף מהותי ברכישת נכסים מניבים חדשים, קרקעות וייזום פרויקטים המיועדים לפעילות מניבה ורכוש קבוע, חלה עלייה משמעותית בבסיס ההון, בין היתר כתוצאה מרווחי שערוך בנכסי הנדל"ן של הקבוצה ורישום רווחים כתוצאה ממכירת פעילות הרכבת הקלה בירושלים חזרה למדינה. יחס כיסוי הריבית עמד ב-2021 על כ-2.1x, לעומת כ-2.6x ב-2020. בסיס ה-EBITDA נותר יציב והסתכם בכ-697 מיליון ₪, על אף הקיטון בהכנסות, אולם הוצאות המימון גדלו מהותית בעיקר בשל הוצאות ההצמדה ואינפלציה גבוהה בהשוואה לשנה קודמת (כ-30% מהחוב הפיננסי של הקבוצה צמוד למדד המחירים). על אף השחיקה ביחס הכיסוי, הוא עדיין הולם את הדירוג הנוכחי, ובהתבסס על ציפיות האינפלציה של S&P Global Rating אנו מעריכים כי הוא ימשיך להלום את הדירוג גם בשנים 2022-2023.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי קבוצת אשטרום תשמור על מעמדה המוביל בשוק הישראלי, עם בסיס הכנסות מגוון וצבר הזמנות משמעותי ב-12 החודשים הקרובים. התחזית משקפת גם את מדיניות הקבוצה לשמור על מזומנים בהיקף משמעותי שיתמכו ברמת נזילות הולמת. אנו סבורים כי היחס המתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.5x הולם את הדירוג הנוכחי.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג חיובית אם הקבוצה תציג שיפור עקבי בפרופיל הסיכון הפיננסי, שיתבטא ביחס חוב ל-EBITDA של כ-5.0x וביחס EBITDA להוצאות מימון של כ-3.0x לאורך זמן וכחלק מהמדיניות הפיננסית, בהינתן תמהיל הפעילות הנוכחי.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם EBITDA להוצאות מימון ירד מתחת ל-1.0x או כתוצאה משחיקה מתמשכת ביחסים פיננסיים אחרים, למשל כתוצאה מירידה בהיקפי הפעילות או משחיקה בביצועים התפעוליים לאורך זמן. התדרדרות במצב הנזילות של הקבוצה עלולה גם היא להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- ב-2022: צמיחה של כ-4% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ-2.2% ושיעור אבטלה של כ-5%. ב-2023: צמיחת תמ"ג של כ-3.5%, שיעור אינפלציה של כ-2% ושיעור אבטלה של כ-4.5%.
- הכנסות שנתיות של כ-4.5-4.7 מיליארד ₪ ב-2022 ושל כ-5.1-5.4 מיליארד ₪ ב-2023, בהתבסס על צבר ההזמנות הקיים בתחומי הקבלנות והתעשייה, ההתקדמות הצפויה בשיווק ובנייה בפרויקטי הייזום למגורים, השלמת הבנייה בפרויקטי הזכיינות (בעיקר דיור להשכרה) ותרומה להכנסות מנכסים מניבים חדשים.
- רווחיות גולמית של כ-20%-22% בשנים 2022-2023, בהתבסס על תמהיל הפעילות ועיתוי ההכרה ברווח.
- השקעות בהיקף כולל של כ-4.2-4.7 מיליארד ₪ בשנים 2022-2023, כולל רכישת נכסים מניבים חדשים, השקעות בפיתוח פרויקטי ייזום למכירה ולהחזקה ובהקמת פרויקטי זכיינות, השקעות הוניות ברכוש קבוע וצורכי הון חוזר.
- חלוקת דיבידנד שנתית בהתאם למדיניות המוצהרת של הקבוצה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2021A	2022E	2022E
הוצאות מימון/EBITDA	2.1x	2.2x-2.0x	2.3x-2.1x
חוב/חוב והון עצמי	64.2%	69%-67%	72%-70%
חוב/EBITDA	10.7x	14x-12x	15x-13x

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

עלייה מתונה במינוף ויציבות ביחס כיסוי הריבית על אף האינפלציה החזויה

בהתבסס על האסטרטגיה העסקית של הקבוצה, אנו מעריכים כי היא תמשיך לבצע השקעות נרחבות בפיתוח הפעילות הקיימת ובמנועי צמיחה חדשים בשנים 2022-2023. בין היתר, רכישת נכסים מניבים חדשים בעיקר באירופה (באמצעות אשטרום נכסים), השקעות בנדל"ן בהקמה להשכרה למגורים ובפרויקטי היזמות (כולל רכישת קרקעות חדשות לפיתוח). השקעות אלו צפויות להגדיל את החוב הפיננסי וכפועל יוצא את רמת המינוף, שכן חלק מההשקעות צפויות להניב רווחים רק בתום השלמת הפיתוח. כמו כן, בשל ציפיותינו לגידול בחוב הפיננסי, אנו מעריכים כי תחול עלייה בהוצאות המימון. אולם בהתבסס על ציפיות האינפלציה של S&P

Global Ratings, הוצאות ההצמדה עשויות להיות נמוכות יותר מבשנת 2021, כך שיחס כיסוי הריבית צפוי להיוותר ברמה דומה בשנים 2022-2023.

גידול שנתי של כ-2%-4% בהכנסות ב-2022 ושל כ-10%-15% ב-2023

תרחיש הבסיס הנוכחי שלנו כולל צפי לצמיחת הפעילות במגזר הייזום למגורים בישראל, עם התקדמות בביצוע ושיווק בפרויקטים משמעותיים כגון, קריית אונו, רקאנטי רמת אביב ג', טאגור נווה אביבים, נחלת יהודה ראשון לציון וצפי לכניסת פרויקטים מהותיים לביצוע ולשיווק כגון: צירלסון, מכבי יפו ונאות אפקה תל אביב. כמו כן אנו צופים צמיחה במגזר הזכיינות עם התקדמות בביצוע ומכירת דירות בפרויקט קריית היובל בירושלים וכתוצאה מהנבה של פרויקטים חדשים (בעיקר גדנ"ע והמשתלה בתל אביב). מגזר הנדל"ן המניב צפוי להערכתנו גם כן להציג צמיחה בשנתיים הבאות, בעיקר לאור השלמת רכישה של נכסים מניבים חדשים בעיקר באנגליה וגרמניה. בנוסף אנו צופים צמיחה בפעילות התעשיות, בהתבסס על עלייה בביקושים ועל ההשקעות שהשלימה הקבוצה בשנים האחרונות.

תיאור החברה

קבוצת אשטרום בע"מ עוסקת בעצמה ובאמצעות החברות הבנות שלה בחמישה תחומי פעילות מרכזיים: קבלנות בנייה ותשתיות בעיקר בישראל ובאפריקה, הן במגזר הפרטי והן במגזר הציבורי; ייזום למגורים בישראל ובחו"ל, בעיקר באמצעות מכירת קרקעות ויחידות דיור בעיקר בארה"ב ופורטוגל; נדל"ן מניב בתחום התעשייה, המשרדים והמסחר, בישראל ובאירופה (בעיקר גרמניה, אנגליה וסרביה); זכיינות מסוג P.P.P, B.O.T ו-P.F.I, בעיקר בתחום בתי משפט, מעונות סטודנטים ופרויקטי דיור להשכרה בערים המרכזיות בישראל (בעיקר בתל אביב, חיפה וירושלים; הקבוצה מקימה את המבנים ובמרבית המקרים מתפעלת אותם על פי הסכמי זיכיון); ותעשיית חומרי גלם לענף הבנייה והגמר. לאחרונה נכנסה הקבוצה לתחום האנרגיה המתחדשת עם עסקאות להקמת חוות לייצור חשמל בפולין ובארה"ב.

פעילות הייזום למגורים מתבצעת באמצעות אשדר חברה לבניה בע"מ, חברת בת בבעלות מלאה, וכוללת נכון ל-31 בדצמבר 2021 כ-10,000 יחידות דיור בשלבים שונים (חלק החברה) שמתוכם כ-1,800 בבנייה ו/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, וכוללת נכון ל-31 בדצמבר 2021 תיק נכסים מניבים בשווי של כ-3.6 מיליארד ₪ (לא כולל השקעה בשווי של כ-1.4 מיליארד ₪ בחברות כלולות וקרקעות בשווי של כ-340 מיליון ₪). הפעילות במזרח אירופה כוללת תיק נכסים בשווי של כ-365 מיליון ₪, ומרוכזת בעיקר במבנה משולב של מלון ומסחר בבלגרד.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של קבוצת אשטרום נתמכת בהיותה אחת השחקניות המובילות בישראל בתחומי פעילותה, עם מותג ומוניטין חזקים וניסיון רב שנים, התומכים במיצובה התחרותי הגבוה. אנו סבורים כי המיצוב התחרותי מושפע לחיוב, בין היתר, מיכולות הביצוע המתקדמות ומהסיווגים הגבוהים לביצוע פרויקטים של הקבוצה, אשר מאפיינים מספר מועט של גופים מובילים בשוק הישראלי. מאפיינים אלה מאפשרים לקבוצה נגישות למכרזים ולפרויקטים בקנה מידה גדול ותומכים במעמדה התחרותי בשוק. במהלך השנים השלימה הקבוצה פרויקטים שונים גדולים בקנה מידה ארצי במגזרים שונים הכוללים כבישים, גשרים, מבני מגורים, בנייני משרדים, מרכזים מסחריים, מבני ציבור ועוד.

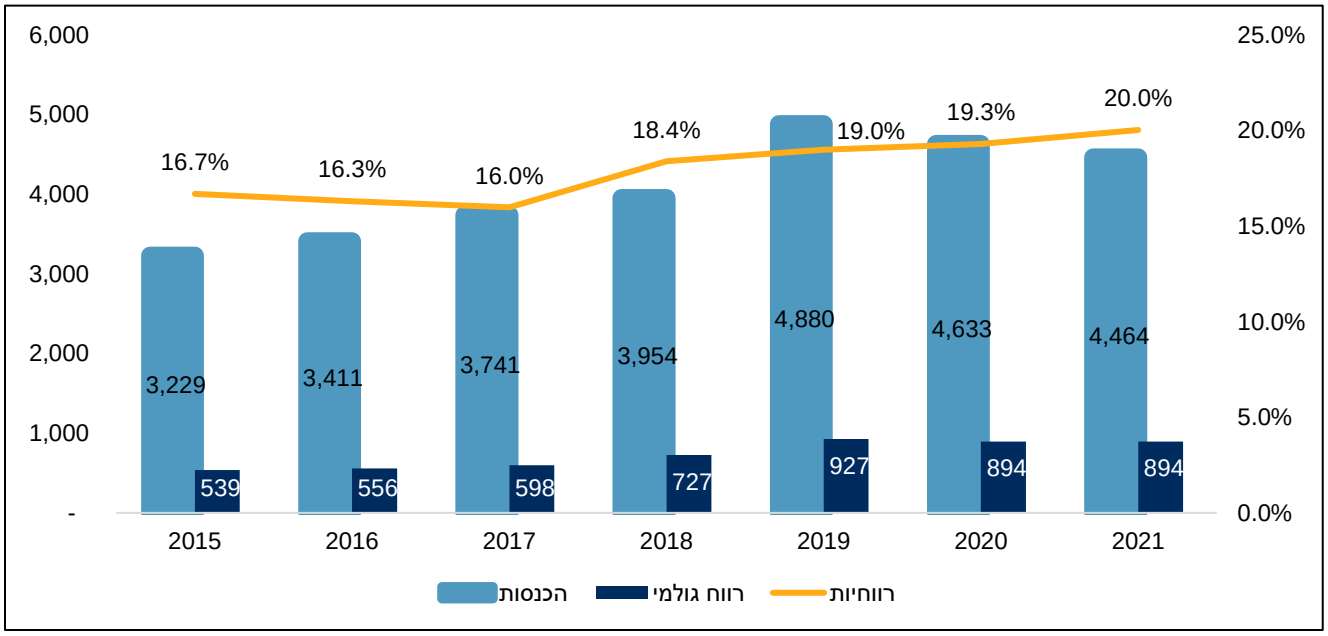
על הפרויקטים המהותיים בביצוע בישראל כיום נמנים, בין היתר, פרויקט המשרדים "לייף" בבני ברק, שכונת מגורים של חברת גינדי החזקות באור יהודה ומגדלי דה וינצ'י בתל אביב. בחו"ל השלימה הקבוצה את הקמתו של פרויקט מהותי בזמביה במסגרתו בנתה בית חולים ממשלתי. היקף החשיפה של פעילותה למדינות אפריקה פחתה בשנים האחרונות ואיננו צופים גידול משמעותי בצבר במדינות אלה בשנים הקרובות.

ב-2021 הציגה הקבוצה ירידה של כ-3.5% בהכנסות לכ-4.5 מיליארד ₪, אולם שמרה על רווח גולמי של כ-894 מיליון ₪, בדומה ל-2020, בזכות השיפור ברווחיות הגולמית לכ-20% מכ-19.3% ב-2020. עיקר הירידה בהכנסות נבעה ממגזר הקבלנות בחו"ל בשל סיום פרויקט מרכזי בזמביה, וממגזר הקבלנות בישראל בשל התקדמות בפרויקטים הקיימים לצד עיכובים בפתיחת פרויקטים חדשים, שלהערכתנו נבעו, בין היתר, מהשפעות מגפת הקורונה. מנגד, הקבוצה הציגה ביצועים חזקים בתחום הייזום למגורים בישראל ובפעילות הנדל"ן המניב בישראל ומערב אירופה. במגזר הייזום למגורים בישראל הציגה אשדר שנת שיא בהיקף המכירות, שהסתכמו בכ-1,087 דירות (חלק החברה) לעומת כ-516 דירות (חלק החברה) ב-2020, מה שהוביל לגידול של כ-9% בהכנסות ושל כ-14% ברווח הגולמי. במגזר הנדל"ן המניב בישראל ובמערב אירופה (באמצעות אשטרום נכסים) הציגה הקבוצה גידול של כ-37% בהכנסות ושל כ-20% ברווח הגולמי, בעיקר לאור התקדמות משמעותית בהיקף הביצוע והשיווק בפרויקט "לייף", הפסקת ההקלות בדמי שכירות שניתנו לשוכריה בתקופת הקורונה, ותרומה של נכסים מניבים חדשים בגרמניה ואנגליה. הגיוון במקורות ההכנסה על פני מספר מגזרי פעילות, האינטגרציה האנכית והפיזור הגיאוגרפי של הפעילות תומכים בהערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי.

צבר ההזמנות הכולל של הקבוצה גדל משמעותית ב-2021 והסתכם בכ-7.9 מיליארד ₪ (לעומת כ-6.5 מיליארד ₪ בסוף 2020). הגידול חל בעיקר במגזר הקבלנות בישראל, כאשר במהלך השנה חתמה הקבוצה על הזמנות חדשות בהיקף של כ-4 מיליארד ₪ שהובילו לגידול נטו של כ-1.3 מיליארד ₪ בצבר ההזמנות במגזר זה. בין הפרויקטים המהותיים שנכנסו לצבר נמנים פרויקט משולב משרדים ומסחר במתחם האלף בראשון לציון, פרויקט מגורים בכיכר המדינה בתל אביב, מגדל מגורים ברמת גן, מתחם רשות השידור

בירושלים ועוד. צבר ההזמנות הנוכחי מפוזר על פני יותר פרויקטים בהיקפים בינוניים-גדולים, עם תקופת ביצוע קצרה יותר מבעבר, מה שהפחית את החשיפה מהותית למספר מצומצם של פרויקטים גדולים. ההיקף הנוכחי של צבר ההזמנות וצפי להשקעות משמעותיות בתשתיות בישראל בשנים הקרובות תומכים בהערכתנו כי היקף הפעילות יוותר גבוה, משקפים ניצול יתרונות לגודל ומהווים עדות ליכולת הקבוצה לזכות בפרויקטים גדולים בקנה מידה ארצי. אנו סבורים כי השיפור בתוצאות התפעוליות שהציגה הקבוצה בשנים האחרונות, יחד עם שמירה על צבר הזמנות בהיקף משמעותי, משקפים את האינטגרציה בין מגזרי הפעילות ואת מעמדה התחרותי הגבוה של הקבוצה.

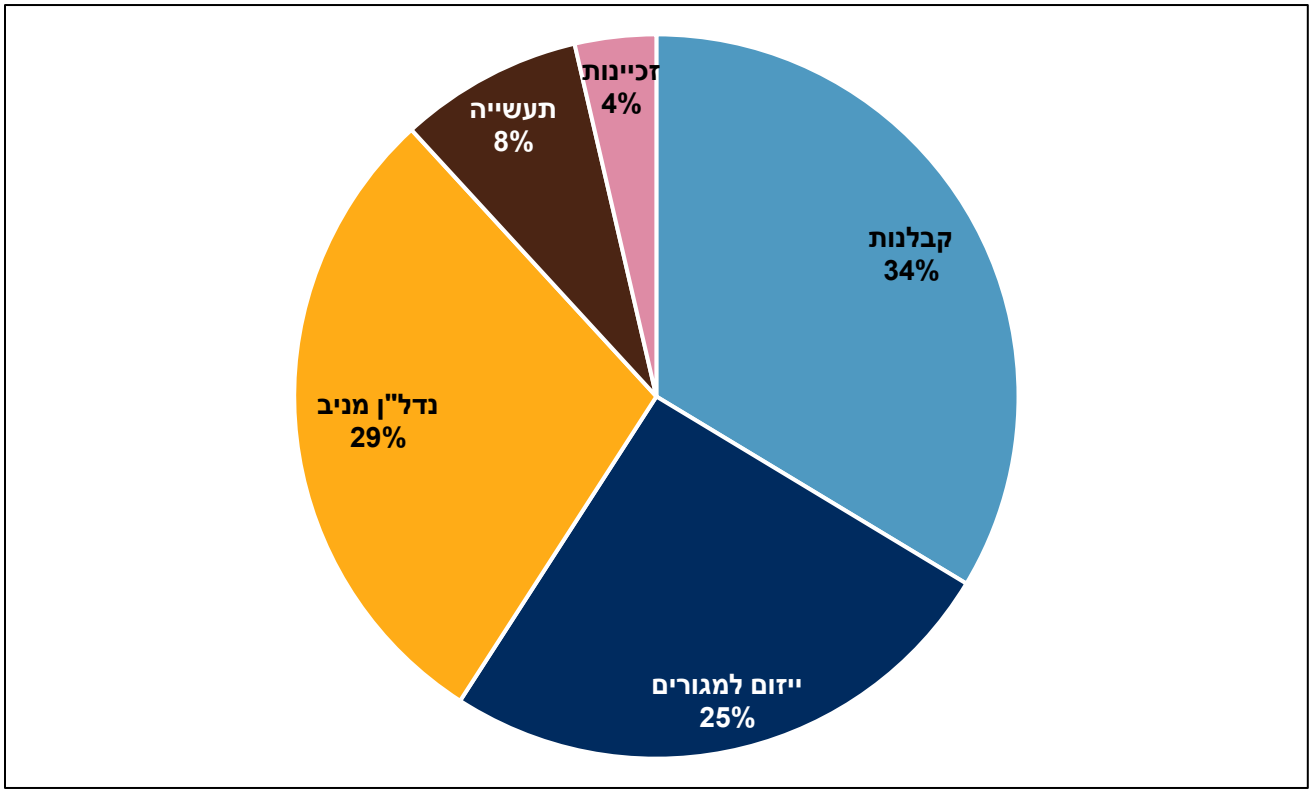
תרשים 1: התפתחות ההכנסות, הרווח והרווחיות



פרופיל הסיכון העסקי נתמך גם בתיק נכסים מניבים מגוון על פני מספר מגזרים (משרדים, מסחר, מבני תעשייה ודיור להשכרה) ואזורי פעילות שונים (בעיקר ישראל, גרמניה ואנגליה). בשנים האחרונות הצליחה קבוצת אשטרום ליישם את האסטרטגיה ארוכת הטווח שלה לפיזור תיק הנכסים המניבים, כפי שבא לידי ביטוי עם השלמת רכישת שלושה נכסים חדשים (שניים באנגליה ואחד בגרמניה). אנו מעריכים כי בשנים הבאות תפעל הקבוצה להמשך פיזור תיק הנכסים המניבים תוך שמירה על גיוון גיאוגרפי ומגזרי במדינות הפעילות. בנוסף הרחיבה הקבוצה את פעילותה בתחום הדיור להשכרה, וכיום היא מפעילה כ-683 יחידות דיור להשכרה (כולל מעונות סטודנטים). אנו צופים גידול משמעותי במגזר המגורים להשכרה בשנים הבאות בהתבסס על מספר יחידות הדיור שבהקמה (כ-572 דירות בירושלים ובתל אביב) שפיתוחן צפוי להיות מושלם בשנים 2022-2023 ועל מספר יחידות הדיור שבתכנון (כ-548 דירות בבני ברק ובלוד). הגידול הצפוי בפעילות הנדל"ן המניב בשנים הבאות תומך בהערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי, שכן אנו מעריכים כי פעילות זו מאופיינת בסיכון נמוך

יותר מתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום. עם זאת, בשלב זה הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי מוגבלת, שכן כיום חשיפתה של הקבוצה לתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום למגורים, שרמת הסיכון הענפי בהם בינונית-גבוהה, נותרה מהותית, וכן לאור העלייה בעלויות השינוע וחומרי הגלם ולאור התחרות העזה בישראל מגבילה את הרווחיות, בעיקר במגזר הקבלנות וההנדסה.

תרשים 2: רווח גולמי בחלוקה למגזרי פעילות (ממוצע תלת שנתי)



הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של הקבוצה מאופיין במינוף גבוה יחסית לרמת הדירוג, כמשתקף ביחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-10.7x וביחס חוב לחוב והון עצמי של כ-64.2% נכון ל-31 בדצמבר 2021. בחמש השנים האחרונות הציגה הקבוצה עלייה עקבית ברווח הגולמי שהובילה לגידול עקבי בבסיס ה-EBITDA, שהסתכם בכ-697 מיליון ₪ בשנת 2021. על אף הגידול ב-EBITDA, יחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון נשחק מעט ב-2021 והסתכם בכ-2.1x לעומת כ-2.6x ב-2020, בעיקר כתוצאה מעלייה בהוצאות המימון בשל הגידול בחוב הפיננסי ומעלויות ההצמדה בשל סביבת האינפלציה בישראל בשנת 2021 (כ-30% מסך החוב צמוד למדד המחירים לצרכן). עם זאת, יחס הכיסוי נותר הולם את הדירוג הנוכחי ובמרווח מספק, ואנו צופים כי הוא ימשיך להלום את הדירוג הנוכחי גם בהינתן סביבת אינפלציה גבוהה יותר.

הקבוצה המשיכה להציג ירידה במינוף המאזני שעמד על כ-64.2% בסוף 2021 לעומת כ-66.6% בסוף 2020. הירידה במינוף נבעה בעיקר מגידול בחוב המתואם לכ-7.5 מיליארד ₪ ב-2021 מכ-6.8 מיליארד ₪ ב-2020. ב-2021 ייצרה הקבוצה תזרים שוטף חיובי של כ-1.55 מיליארד ₪ (לאחר תשלומי ריבית ולפני רכישת קרקעות). במקביל השלימה הקבוצה השקעות בהיקף משמעותי, בין היתר כ-900 מיליון ₪ ברכישת נכסים מניבים חדשים וקרקעות לייזום נדל"ן מניב (בגרמניה, באנגליה ובישראל), כ-590 מיליון ₪ בקרקעות לייזום פרויקטי דיור להשכרה וכ-260 מיליון ₪ בקרקעות לייזום נדל"ן למגורים למכירה בישראל (ברעננה ובאור עקיבא). על אף הגידול בחוב הפיננסי, בסיס ההון גדל בצורה משמעותית לאחר שהקבוצה רשמה רווח נקי של כ-1.2 מיליארד ₪, בין היתר כתוצאה מרווחי שערוך (כ-400 מיליון ₪), מרווחי מכירת פעילות הרכבת הקלה בירושלים חזרה למדינה (כ-500 מיליון ₪) ומרווחים מפעילותה השוטפת, שכנגדם חולק דיבידנד של כ-340 מיליון ₪. אנו צופים עלייה במינוף בשנים 2022-2023, לטווח של 67%-72%, בהתבסס על הצפי להמשך ביצוע השקעות בהיקפים גבוהים, בעיקר בתחום הנדל"ן המניב והייזום למגורים ובמנועי צמיחה חדשים, בהתאם לאסטרטגיה העסקית של הקבוצה.

נציין כי כ-45% מהחוב המתואם של הקבוצה (כ-3.1 מיליארד ₪) הוא בחברת הבת אשטרום נכסים, הפועלת בתחום הנדל"ן המניב, וכ-23% מהחוב (כ-1.6 מיליארד ₪) משויך למגזר הזכיינות כנגד נכסים ופרויקטים מניבים (כולל פרויקטים בהקמה). בתחומים אלו, לפי המתודולוגיה שלנו, יחסי המינוף והכיסוי הנדרשים לאותו פרופיל סיכון פיננסי הם פחות מחמירים, בעיקר בשל התנודתיות הנמוכה המאפיינת את ענף הנדל"ן המניב. למרות זאת, היחסים הפיננסיים הקיימים והחזויים עדיין מצביעים, להערכתנו, על פרופיל סיכון פיננסי ממונף עם רמת חוב גבוהה.

Table 1.
Ashtrom Group Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)
Industry Sector: Engineering & Construction

	2021	2020	2019	2018	2017
Revenue	4,464.3	4,633.1	4,859.6	3,953.7	3,740.9
EBITDA	697.1	691.1	733.4	505.4	404.7
Funds from operations (FFO)	407.5	412.7	458.2	254.8	140.9
Interest expense	338.7	266.9	292.1	264.7	238.0
Cash flow from operations	1,202.7	610.9	655.7	(617.9)	189.1
Capital expenditure	154.2	78.8	87.7	123.9	65.6
Free operating cash flow (FOCF)	1,048.6	532.0	568.0	(741.8)	123.5
Discretionary cash flow (DCF)	706.3	346.9	364.7	(918.6)	19.2
Cash and short-term investments	2,033.4	1,899.9	1,569.0	1,376.1	1,275.3
Debt	7,485.5	6,760.6	6,462.1	6,349.2	5,010.1
Equity	4,181.6	3,391.3	3,302.4	2,892.9	2,582.6
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	15.6	14.9	15.1	12.8	10.8

	2021	2020	2019	2018	2017
EBITDA interest coverage (x)	2.1	2.6	2.5	1.9	1.7
Debt/EBITDA (x)	10.7	9.8	8.8	12.6	12.4
FFO/debt (%)	5.4	6.1	7.1	4.0	2.8
Cash flow from operations/debt (%)	16.1	9.0	10.1	(9.7)	3.8
FOCF/debt (%)	14.0	7.9	8.8	(11.7)	2.5
DCF/debt (%)	9.4	5.1	5.6	(14.5)	0.4
Debt/debt and equity (%)	64.2	66.6	66.2	68.7	66.0

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של קבוצת אשטרום על בסיס מאוחד היא הולמת, שכן אנו מעריכים כי היחס בין המקורות ברמת ודאות גבוהה לשימושים של הקבוצה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2022. הערכתנו נתמכת במדיניות פיננסית של שמירה על מזומנים בהיקף משמעותי בקבוצת אשטרום, על תזרים מזומנים יציב מפעילות שוטפת ועל נגישותה הטובה של הקבוצה למקורות מימון מגוונים בשוק המקומי. להלן המקורות והשימושים העיקריים של הקבוצה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2022:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים פנויים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-2 מיליארד ₪. • מסגרת אשראי לא מנוצלת בתוקף למעל 12 חודשים בסך של כ-100 מיליון ₪. • FFO (funds from operations) במזומן של כ-380-400 מיליון ₪.	• תשלום חלויות חוב ז"א ואשראי לז"ק בהיקף של כ-1.3 מיליארד ₪. • הוצאות הוניות (capex) שוטפות של כ-20-30 מיליון ₪. • השקעות והון חוזר של לפחות כ-280-300 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-200 מיליון ₪.

יצוין כי בבחינת הנזילות איננו כוללים חוב פרויקטלי במסגרת ליווי בנקאי או מוסדי סגור.

חלויות חוב

שנה	2022	2023	2024	2025	2026 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	1,935	1,510	1,370	653	3,714

על בסיס דוחות מאוחדים.

ניתוח התניות

לקבוצה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2021, לקבוצה מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות. אנו צופים כי הקבוצה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

השפעת הקבוצה

אנו משווים את דירוגי המנפיק של אשטרום נכסים בע"מ ושל אשדר חברה לבניה בע"מ לדירוג המנפיק של קבוצת אשטרום בע"מ, על פי המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה.

אשטרום נכסים ואשדר הן חברות בנות בבעלות מלאה של קבוצת אשטרום. אשטרום נכסים היא זרוע הנדל"ן המניב של הקבוצה ואשדר היא זרוע הייזום למגורים. שתי החברות, כל אחת בנפרד, אחראיות לחלק משמעותי מסך הפעילות של הקבוצה, וחלק משמעותי מפרויקטי הייזום של אשטרום נכסים ושל אשדר 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 ואשדר בפעילות המאוחדת של הקבוצה, התומכת בהערכתנו לקשר בין דירוגי החברות לדירוג הקבוצה.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה חיובית

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי - קבוצת אשטרום בע"מ

אינדיקטור ESG	E-3	S-2	G-2
גורם ESG	פסולת וזיהום	לא רלוונטי	לא רלוונטי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי - אשטרום נכסים בע"מ

אינדיקטור ESG	E-2	S-2	G-2
גורם ESG	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי - אשדר חברה לבניה בע"מ

אינדיקטור ESG	E-3	S-2	G-2
גורם ESG	פסולת וזיהום	לא רלוונטי	לא רלוונטי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי מספקים גילוי ושקיפות נוספים ברמת המנפיק ומשקפים את הערכתנו לגבי ההשפעה של גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי על ניתוח דירוג האשראי שלנו. אינדיקטורי ESG אינם בבחינת דירוג אשראי, דירוג קיימות או הערכת ESG. מידת ההשפעה של גורמים אלה מבוטאת בסולם של 1 עד 5, כאשר 1 = השפעה חיובית,

2 = היעדר השפעה, 3 = השפעה שלילית מתונה, 4 = השפעה שלילית, ו-5 = השפעה שלילית מאד. למידע נוסף ראו אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי – הגדרות ויישום, מ-13 באוקטובר 2021.

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 אשדר חברה לבנייה 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 א' ,ב', ג' ו-ד'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב של איגרות חוב אלו נקבעה, בין היתר, בשילוב של שיטת מכפיל EBITDA (למגזרי הפעילות קבלנות והנדסה ותעשיות) עם שיטת השווי הנכסי (למגזרי הפעילות זכיינות, נדל"ן מניב, קרקעות והשקעות בחברות).

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- 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. אלו יובילו לירידה בהכנסות ולשחיקה ברווחיות.
- הקבוצה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במעמד תחרותי מוביל בישראל בתחום הקבלנות וההנדסה, בסיווגים הגבוהים לביצוע פרויקטים ובצבר ההזמנות הגדול.
- שווי נכסי מגזר הזכיינות יקטן ב-45%, בהתחשב בסוג הפרויקטים (בעיקר בתי משפט ונדל"ן למגורים) ובמיקומם באזורי ביקוש.
- שווי נכסי מגזר יזמות הנדל"ן למגורים בחו"ל (בעיקר בארה"ב ובפורטוגל) יקטן ב-70%.
- 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 והתעשיה ביציאה מנקודת כשל הפירעון: כ-270 מיליון ₪
- יישום מכפיל EBITDA של 5.0x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-1.35 מיליארד ₪
- שווי נוסף כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת השווי הנכסי: כ-1.78 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-2.97 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח: כ-2 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום, לא כולל אשטרום נכסים ואשדר)
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-935 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-2.23 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום, לא כולל אשטרום נכסים ואשדר).
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות א', ב', ג' ו-ד'): 30%-50%.

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

אשדר חברה לבניה בע"מ

שיקולים עיקריים

- אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של אשדר בנפרד. גישה זו משקפת, בין היתר, את העובדה שיש לאשדר חוב פיננסי (חוב בנקאי וסדרות אג"ח סחירות) שלהערכתנו, בהתאם למבנה הקבוצה בעת כשל פירעון היפותטי, הוא בכיר במפל התשלומים בהשוואה לחוב בקבוצת אשטרום.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של אשדר חברה לבניה בע"מ (סדרות ד' ו-ה'). בה בעת אנו מעדכנים את ציון שיקום החוב לסדרות אלו מ-'4' ל-'3', ציון המשקף שיעור שיקום חוב בטווח 50%-70%. השינוי נובע בעיקר מירידה במינוף ומשינוי בתמהיל החוב עם הקיטון בשיעור החוב המובטח.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל ומשבר בענף המגורים יובילו לצמצום משמעותי בביקוש לדירות חדשות ולירידה משמעותית בהיקף המכירות ובמחירי הדירות בפרויקטים של החברה, ובעקבות כך תחול פגיעה מהותית בתזרימי המזומנים לרמה הנמוכה מצורכי שירות קרן וריבית.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים של הפרויקטים ובמלאי הקרקעות שברשותה.
- שווי מלאי הבניינים למכירה שבידי החברה יקטן ב-45% בהתחשב בשיעורי ההשלמה ושיעורי השיווק.
- שווי הקרקעות לבנייה שבידי החברה יקטן ב-45% בהתחשב במיקום ובשלב קבלת היתרי הבנייה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1.12 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.06 מיליארד ₪
- סך חוב בכיר מובטח: כ-570 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-495 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-725 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות ד' ו-ה'): 50%-70%

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.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של אשטרום נכסים (סדרות 8, 9, 10 ו-13). בה בעת אנו מעדכנים את ציון שיקום החוב לסדרות אלו מ-'3' ל-'4', ציון המשקף שיעור שיקום חוב בטווח 30%-50%. השינוי נובע בעיקר מעלייה במינוף ומשינוי בתמהיל החוב עם הגידול בשיעור החוב המובטח.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של אשטרום נכסים 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%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- 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 הקרקעות והמבנים בהקמה שבידי החברה יקטן ב-45% בהתחשב במועד ההשלמה הצפוי, בשיעורי ההשלמה והשיווק ובהיקף הבנייה הספקולטיבי בפרויקטים.

- שווי ההחזקה בחברות כלולות יקטן ב-70% בהתחשב ברמות המינוף של החברות המוחזקות ובעובדה שמניותיהן אינן סחירות.
- מזומנים ושווי מזומנים יקטנו בכ-85% במסלול התדרדרות בעקבות ניצול לצרכים שוטפים.
- אנו מניחים שסדרות 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-3.45 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-3.27 מיליארד ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: 1.97 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב סדרות אג"ח: 1.3 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה 11), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפי (כ-205 מיליון ₪) ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-245 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה 11): כ-290 מיליון ₪
- הערכת שיקום חוב מובטח: 70%-90%.
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה 12), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפי (כ-340 מיליון ₪) ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-405 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה 12): כ-480 מיליון ₪
- הערכת שיקום חוב מובטח: 70%-90%
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח וחוב מובטח שלא כוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-740 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרות 8, 9, 10 ו-13) ויתרת חוב מובטח שלא כוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-1.58 מיליארד ₪
- הערכת שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות 7, 8, 9 ו-10): 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).

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 קבוצת אשטרום בע"מ לשנת 2021:

- קיזוז מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- הוספת הוצאות מימון מהוונות בעלות המכר ל-EBITDA.
- הוספת דיבידנדים מחברות כלולות ל-EBITDA.
- סיווג הוצאות מימון שהוונו לפרויקטים כהוצאות מימון ברוטו.
- סיווג תזרים מזומנים בגין ריבית ששולמה והתקבלה כתזרים מפעילות שוטפת.

Table 2.

Ashtrom Group Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2021

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**9,227.1**	**4,023.0**	**1,238.7**	**298.1**	**697.1**	**1,482.6**
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(29.7)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(259.9)	--
Reported lease liabilities	88.4	--	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(1,830.1)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	6.0	55.5	--	--

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Share-based compensation expense	--	--	2.4	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	75.0	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(656.6)	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(279.9)
Noncontrolling interest/minority interest	--	158.7	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	31.6	--	--	--
Interest expense: Other	--	--	--	(14.9)	--	--
Total adjustments	**(1,741.6)**	**158.7**	**(541.6)**	**40.6**	**(289.6)**	**(279.9)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**7,485.5**	**4,181.6**	**697.1**	**338.7**	**407.5**	**1,202.7**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג יזמי נדל"ן, 3 בפברואר, 2014
- 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 - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 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 ESG, 10 באוקטובר, 2021

- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

קבוצת אשטרום בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1	19/07/2015	29/04/2021
טווח ארוך	ilA\Stable	07/05/2014	29/04/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א,ב	ilA	07/05/2014	29/04/2021
סדרה ג	ilA	22/01/2017	29/04/2021
סדרה ד	ilA	29/11/2021	29/11/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מאי 07, 2014	ilA\Stable		
טווח קצר			
יולי 19, 2015	ilA-1		

קבוצת אשטרום בע"מ
אשטרום נכסים בע"מ
אשדר חברה לבניה 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	29/04/2021
דירוג(י) הנפקה			
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה 11	ilA+	20/08/2018	29/04/2021
סדרה 12	ilA+	03/06/2020	29/04/2021
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה 10	ilA	26/09/2016	29/04/2021
סדרה 8	ilA	15/08/2013	29/04/2021
סדרה 9	ilA	04/09/2014	29/04/2021
סדרה 13	ilA	21/11/2021	21/11/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
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		

קבוצת אשטרום בע"מ
אשטרום נכסים בע"מ
אשדר חברה לבניה בע"מ

אשדר חברה לבניה בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1	08/01/2019	29/04/2021
טווח ארוך	ilA\Stable	04/01/2017	29/04/2021
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
ניירות ערך מסחריים סדרה י"א	ilA-1	08/01/2019	29/04/2021
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ד	ilA	04/01/2017	29/04/2021
סדרה ה	ilA	11/04/2019	29/04/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מרץ 18, 2018	ilA\Stable		
פברואר 21, 2018	ilA-\Watch Pos		
ינואר 04, 2017	ilA-\Stable		
טווח קצר			
ינואר 08, 2019	ilA-1		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	13:53 08/05/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	13:53 08/05/2022		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

קבוצת אשטרום בע"מ
אשטרום נכסים בע"מ
אשדר חברה לבניה 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.