

# קבוצת אשטרם בע"מ אשטרם נכסים בע"מ אשדר חברה לבניה בע"מ

29 באפריל, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

יאיר דיק, 972-3-7539739 [yair.dyk@spglobal.com](mailto:yair.dyk@spglobal.com)

איש קשר נוסף:

גיל אברהמי, 972-3-7539719 [gil.avrahami@spglobal.com](mailto:gil.avrahami@spglobal.com)

## תוכן עניינים

3	תמצית
4	תחזית הדירוג
4	התרחיש השלילי
4	התרחיש החיובי
4	תרחיש הבסיס
4	הנחות עיקריות
5	יחסים עיקריים
5	תחזיות תרחיש הבסיס
6	תיאור החברה
6	הפרופיל העסקי
10	הפרופיל הפיננסי
11	נזילות
11	חלויות חוב
12	ניתוח התניות
12	השפעת הקבוצה
12	התאמות לדירוג
12	ניתוח שיקום חוב

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

12	קבוצת אשטרום בע"מ
12	שיקולים עיקריים
13	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
13	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
13	אשדר חברה לבניה בע"מ
13	שיקולים עיקריים
14	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
14	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
14	אשטרום נכסים בע"מ
14	שיקולים עיקריים
15	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
15	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
16	התאמות לדיווח הכספי
17	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
18	רשימת דירוגים

## קבוצת אשטרום בע"מ

ilA/Stable/ilA-1	אשדר דירוג המנפיק
------------------	-------------------

## אשטרום נכסים בע"מ

ilA/Stable	אשדר דירוג המנפיק
------------	-------------------

## אשדר חברה לבניה בע"מ

ilA/Stable/ilA-1	אשדר דירוג המנפיק
------------------	-------------------

### תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> <li>חשיפה לתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום, המאופיינים ברמת סיכון בינונית-גבוהה.</li> <li>פיזור גיאוגרפי מוגבל עם חשיפה בעיקר לישראל.</li> <li>מינוף נוכחי וחזוי גבוה אם כי משויך ברובו לנכסים ופרויקטים מניבים.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מעמד מוביל בישראל עם מוניטין וניסיון רב שנים.</li> <li>גיוון במגזרי הפעילות היוצר אינטגרציה אנכית.</li> <li>צבר הזמנות גדול התורם לנראות גבוהה של תזרים המזומנים העתידי ונגישות טובה לפרויקטים גדולים.</li> <li>שמירה על יתרות מזומנים ומסגרות אשראי פנויות בהיקף גדול כחלק ממדיניות פיננסית שמרנית.</li> </ul>

**למרות משבר הקורונה הביצועים התפעוליים של הקבוצה ב-2020 היו הולמים.** הכנסות הקבוצה הסתכמו בכ-4.6 מיליארד ₪ והרווח הגולמי הסתכם בכ-894 מיליון ₪, ירידה של כ-5% ו-3.5%, בהתאמה, בהשוואה ל-2019. בתחום הקבלנות בישראל, שהוגדר חיוני והמשיך לפעול גם בזמן הגבלות התנועה והסגרים ללא עיכובים משמעותיים או מחסור בכוח אדם בפרויקטים הפעילים, המשיכה הקבוצה להציג ביצועים חזקים כפי שמשקף בגידול של כ-16% בהכנסות תוך שיפור מתמשך ברווחיות. עיקר הירידה ברווח נבעה ממגזר הייזום למגורים בישראל שבו חלה ירידה של כ-23% בהכנסות לעומת 2019 שנבעה להערכתנו בעיקר מהיקף קטן יותר של דירות מחיר למשתכן. הירידה ברווח נבעה גם ממגזר הנדל"ן המניב בחו"ל ובישראל שפעל תחת הגבלות הקורונה וממגזר הקבלנות וההנדסה בחו"ל עם ההתקדמות המשמעותית בפרויקט המרכזי בזמביה והירידה בצבר ההזמנות מתחום זה.

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

**ברבעון הרביעי של 2020 השלימה הקבוצה בהצלחה הצעת רכש למניות המיעוט בחברת הבת אשטרום**

**נכסים בע"מ.** כיום אשטרום נכסים היא חברה פרטית המוחזקת במלואה על ידי קבוצת אשטרום. אנו רואים יתרון בהחזקה מלאה במניות חברת הבת, התומכת את הפרופיל העסקי. בנוסף, הואיל והצעת הרכש בוצעה בעסקת חליפין ללא מזומן, לא חל שינוי בהערכתנו לפרופיל הסיכון הפיננסי.

**בפברואר 2021 התקבלה הודעת המדינה בקשר עם הפעלת זכות הרכישה בחזרה של זכין (סיטי פס בע"מ) "הקו האדום" של הרכבת הקלה בירושלים.** בהתאם להודעה, הרכישה בחזרה נכנסה לתוקף ב-16 באפריל, 2021, ובמועד זה העבירה סיטי פס את הבעלות והתפעול בקו האדום לידי מדינת ישראל. בהתאם לתנאי ההסכם, צפויה הקבוצה להכיר ברווח משמעותי של כ-487 מיליון ₪ בשנת 2021 (לאחר הכרה בכ-23 מיליון ₪ בדוחות השנתיים של 2020) ובתזרים נקי של כ-545 מיליון ₪ ב-2021 וכ-395 מיליון ₪ ב-2022. תקבולים אלה צפויים לתמוך ביכולת החברה לבצע השקעות משמעותיות ללא שינוי לרעה בהערכתנו של הסיכון הפיננסי.

## **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. בנוסף, התחזית משקפת את מדיניות החברה לשמור על מזומנים בהיקף משמעותי שיתמכו ברמת נזילות הולמת. אנו סבורים שיחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.5x הולם את הדירוג הנוכחי.

## **התרחיש השלילי**

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נראה ירידה ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון אל פחות מ-1.0x או הרעה מתמשכת ביחסים פיננסיים אחרים, למשל כתוצאה מירידה בהיקפי הפעילות או משחיקה בביצועים התפעוליים של הקבוצה. גם התדרדרות במצב הנזילות של החברה עלולה להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

## **התרחיש החיובי**

פעולת דירוג חיובית תיתכן 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 כחלק מהמדיניות הפיננסית.

## **תרחיש הבסיס**

### **הנחות עיקריות**

- צפי להתאוששות כלכלית בישראל בשנת 2021 שתתבטא בצמיחה של כ-4.5% בתמ"ג ובשיעור אינפלציה של כ-0.5%.

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

- הכנסות שנתיות של כ-4.7-4.9 מיליארד ₪ בשנת 2021 ושל כ-5.2-5.5 מיליארד ₪ בשנת 2022, בהתבסס על צבר ההזמנות הקיים בתחומי הקבלנות והתעשייה, ההתקדמות הצפויה בשיווק ובנייה בפרויקטי הייזום למגורים וההשלמה ההנדסית בפרויקטי הזכיינות (בעיקר דיור להשכרה), והנבה של נכסים מניבים חדשים.
- רווחיות גולמית של כ-18%-20% בשנים 2021-2022, בהתבסס על תמהיל הפעילות ועיתוי ההכרה ברווח.
- הכרה ברווח של כ-490 מיליון ₪ בשנת 2021 ותקבולים בהיקף כולל של כ-940 מיליון ₪ בשנים 2021-2022 מעסקת סיטיפס.
- השקעות ברכישת נכסים מניבים חדשים, בפרויקטי הייזום, בזכיינות ורכוש קבוע וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-3.5-4 מיליארד ₪ בשנים 2021-2022.
- חלוקת דיבידנד שנתית בהתאם למדיניות המוצהרת של החברה.

**יחסים עיקריים**

יחס פיננסי	2020A	2021E	2022E
EBITDA/הוצאות מימון	2.6x	2.2x-2.0x	2.2x-2.0x
חוב/חוב והון עצמי	66.6%	68%-66%	70%-68%
חוב/EBITDA	9.8x	13x-12x	15x-13x

A-בפועל. E-צפוי

**תחזיות תרחיש הבסיס**

**עלייה מתונה במינוף ושחיקה קלה ביחס כיסוי הריבית על רקע הצפי לגידול בחוב הפיננסי**

בהתבסס על התכנית העסקית של הקבוצה, אנו מעריכים כי היא תמשיך לבצע השקעות נרחבות בשנים 2021-2022, ברכישת נכסים מניבים חדשים בעיקר באירופה (באמצעות אשטרום נכסים), בנדל"ן בהקמה להשכרה למגורים ובפרויקטי היזמות. השקעות אלו צפויות להגדיל את החוב הפיננסי וכפועל יוצא את הוצאות המימון, מה שעשוי לשחוק מעט את יחס כיסוי הריבית. בנוסף, הוצאות המימון צפויות לגדול בהינתן סביבת אינפלציה גבוהה יותר (היות שכ-30% מסך החוב צמוד למדד). עם זאת, ההכרה ברווח וקבלת תזרימים משמעותיים מעסקת סיטיפס, והערכתנו לתזרים מזומנים יציב מפעילות שוטפת, יקזזו חלק משמעותי מהגידול הצפוי ברמת החוב.

**גידול שנתי של כ-3%-5% בבסיס ההכנסות בשנים 2021-2022**

תרחיש הבסיס שלנו מניח צמיחה בפעילות, בין היתר בשל צפי לגידול הפעילות במגזר הייזום למגורים בישראל, עם התקדמות בביצוע בפרויקטים משמעותיים (קריית אונו, רקאנטי רמת אביב ג', טאגור נווה אביבים,

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

נחלת יהודה ראשון לציון ועוד), ובמגזר הנדל"ן המניב עם רכישה של נכסים מניבים חדשים בהתבסס אסטרטגיית החברה וצפי להתקדמות בביצוע והשיווק בפרויקט "לייף". כמו כן אנו צופים צמיחה בפעילות התעשיות בהתבסס על עלייה בביקושים ועל ההשקעות שהשלימה החברה בשנים האחרונות. אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר [S&P מעלות](#) ובאתר [S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

## 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 ואירופה (בעיקר גרמניה, אנגליה וסרביה); זכיינות מסוג P.P.P, P.F.I ו-B.O.T, בעיקר בתחום בתי משפט, מעונות סטודנטים ופרויקטי דיור להשכרה בערים המרכזיות בישראל (תל אביב, חיפה וירושלים); הקבוצה מקימה את המבנים ובמרבית המקרים מתפעלת אותם על פי הסכמי זיכיון; ותעשיית חומרי גלם לענף הבנייה והגמר. פעילות הייזום למגורים מתבצעת באמצעות אשדר חברה לבניה בע"מ, חברת בת בבעלות מלאה, וכוללת כ-1,755 יחידות דיור בבנייה ו/או שיווק (חלק החברה, כולל פרויקטי פינוי בינוי ותמ"א 38) נכון ל-31 בדצמבר, 2020.

פעילות הנדל"ן המניב בישראל, גרמניה ואנגליה מתבצעת באמצעות אשטרום נכסים בע"מ, חברת בת בבעלות מלאה, וכוללת תיק נכסים מניבים בשווי של כ-3 מיליארד ₪ (לא כולל כ-1.4 מיליארד ₪ שווי השקעה בחברות כלולות) נכון ל-31 בדצמבר, 2020. הפעילות במזרח אירופה כוללת תיק נכסים בשווי של כ-460 מיליון ₪, ומרוכזת בעיקר במבנה משולב של מלון ומסחר בבלגרד.

## הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של קבוצת אשטרום נתמכת בהיותה אחת השחקניות המובילות בישראל בתחומי הליבה שלה, עם מותג ומוניטין חזקים וניסיון רב שנים, התומכים במיצובה התחרותי הגבוה. אנו סבורים כי

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

המיוצב התחרותי מושפע לחיוב, בין היתר, מיכולות הביצוע המתקדמות ומהסיווגים הגבוהים לביצוע פרויקטים של הקבוצה, אשר מאפיינים מספר מועט של גופים מובילים בשוק הישראלי.

במהלך השנים הקימה הקבוצה פרויקטים שונים הכוללים כבישים, גשרים, יחידות דיור, מבני משרדים, מרכזים מסחריים, בתי ספר, מתקנים ציבוריים ועוד. על הפרויקטים המהותיים בביצוע בישראל נמנים, בין היתר, פרויקט המשרדים "לייף" בבני ברק, שכונת מגורים של גינדי החזקות באור יהודה ומגדלי דה וינצ'י בתל אביב. בחו"ל יש לקבוצה פרויקט מהותי בביצוע בזמביה, במסגרתו היא מקימה בית חולים ממשלתי והוא צפוי להסתיים השנה.

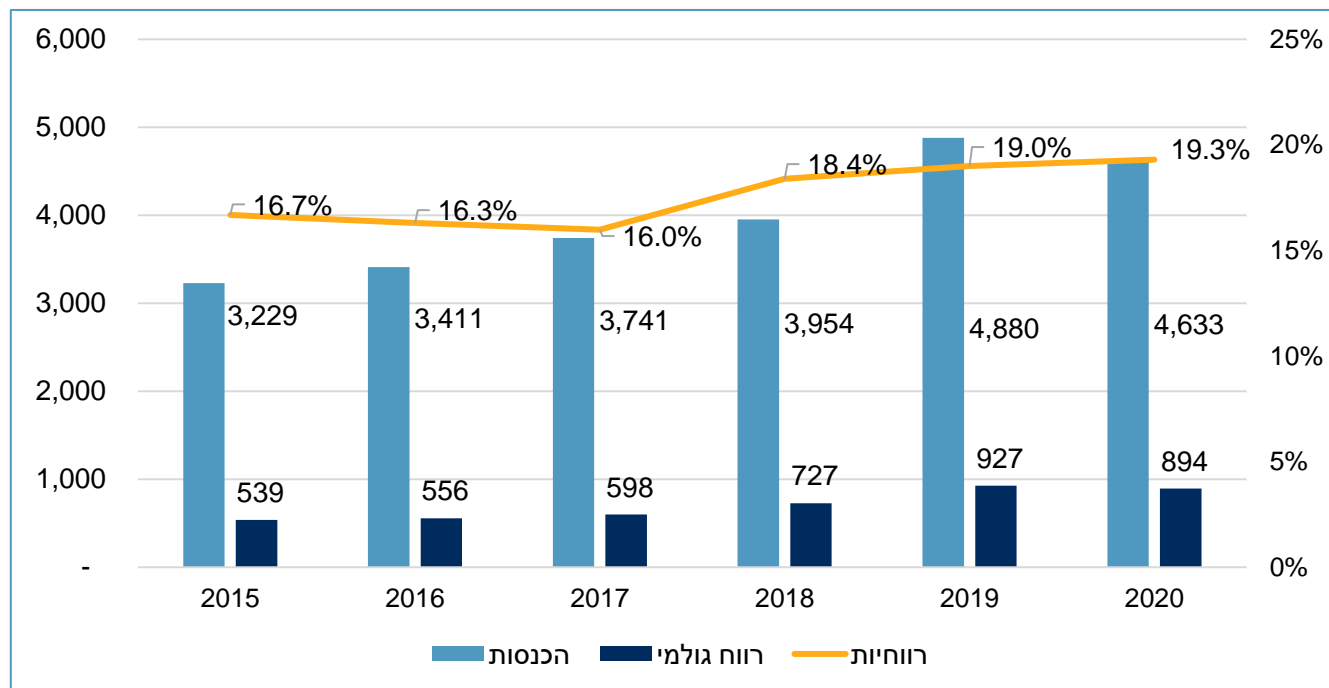
ב-2020 הציגה החברה ירידה של כ-5% בהכנסות לכ-4.7 מיליארד ₪ וירידה של כ-3.5% ברווח הגולמי לכ-895 מיליון ₪. עם זאת, שיעור הרווח הגולמי המשיך להשתפר ועמד על כ-19.3%. עיקר הירידה ברווח משויכת לפעילות הייזום למגורים בישראל, בה נרשמה ירידה בהיקף מכירת הדירות ב-2020, בה מכרה החברה 516 דירות לעומת 857 דירות ב-2019. אנו מעריכים כי הירידה בקצב מכירת הדירות נבעה, בין היתר, משינוי תמהיל פרויקטי מחיר למשתכן בשיווק בהשוואה לשנה הקודמת ומהגבלות הממשלה על התנועה כתוצאה מהתפרצות מגפת הקורונה. הירידה ברווח הושפעה גם ממגזר הנדל"ן המניב, בעיקר בחו"ל, שפעל תחת הגבלות הקורונה, וממגזר הקבלנות וההנדסה בחו"ל עם ההתקדמות המשמעותית בפרויקט המרכזי בזמביה והירידה בצבר ההזמנות ממגזר זה. מנגד המשיכה החברה להציג ביצועים חזקים בתחום הקבלנות בישראל שקיזזו חלקית את הירידה במגזרים אלה, עם גידול של כ-16% בהכנסות ושל כ-37% ברווח הגולמי תוך שיפור מתמשך ברווחיות שעמדה ב-2020 על כ-11.4%. להערכתנו, ההשפעות המוגבלות של מגפת הקורונה על הביצועים התפעוליים של החברה, הגיוון במקורות ההכנסה על פני מספר תחומי פעילות והפיזור הגיאוגרפי של הפעילות (בעיקר בישראל, באירופה ובאפריקה) משפיעים לחיוב ותומכים בהערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי.

צבר ההזמנות הכולל של הקבוצה קטן בשנת 2020 והסתכם בסוף השנה בכ-6.5 מיליארד ₪ (לעומת כ-7 מיליארד ₪ בסוף 2019). הקיטון חל בעיקר בתחומי הקבלנות בישראל ובחו"ל עם סיום פרויקטים מהותיים כדוגמת נמל חיפה. יש לציין כי למרות קיטון זה, אנו מעריכים כי צבר ההזמנות הקיים כולל פיזור גבוה יותר של פרויקטים (בין היתר, בעקבות זכייה במספר פרויקטים חדשים בהיקפים בינוניים-גדולים בשנתיים האחרונות כדוגמת אקרו נדל"ן צומת סביונים, בסר מחנה יהודה ונתיבי איילון) עם תקופת ביצוע קצרה יותר בהשוואה לעבר. ההיקף הנוכחי של צבר ההזמנות וצפי להשקעות משמעותיות בתשתיות בישראל בשנים הקרובות תומכים בנראות טובה של הכנסות, משקפים ניצול יתרונות לגודל ומהווים עדות ליכולת הקבוצה לזכות בפרויקטים גדולים. אנו מעריכים כי הקבוצה תזכה במגה-פרויקט בטווח הקצר-בינוני, בין היתר בשל מיעוט חברות מובילות בשוק הישראלי שלהן יכולות הביצוע והסיווגים המתאימים. אנו סבורים כי השיפור בתוצאות

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

התפעוליות שהציגה הקבוצה בשנים האחרונות, יחד עם שמירה על צבר הזמנות משמעותי, משקפים את האינטגרציה בין מגזרי הפעילות ואת מעמדה התחרותי הגבוה של הקבוצה.

**תרשים 1: התפתחות ההכנסות, הרווח והרווחיות**



ברבעון הרביעי של 2020 השלימה הקבוצה בהצלחה הצעת רכש למניות המיעוט של חברת הבת אשטרום נכסים בע"מ וכיום אשטרום נכסים היא חברה פרטית המוחזקת במלואה על ידי קבוצת אשטרום. אנו רואים יתרון בהחזקה מלאה במניות חברת הבת והיא תומכת את הפרופיל העסקי.

פרופיל הסיכון העסקי נתמך גם בתיק נכסים מניבים מגוון על פני מגזרים שונים (משרדים, מסחר ומבני תעשייה) ואזורי פעילות (בעיקר ישראל, גרמניה ואנגליה). בשנים האחרונות הצליחה החברה ליישם את האסטרטגיה ארוכת הטווח שלה לפיזור תיק הנכסים המניבים, ולאחרונה דיווחה על השלמת נכס משרדים נוסף באנגליה, בעיר מנצ'סטר, בהיקף כולל של כ-88 מיליון ליש"ט, הצפוי להניב דמי שכירות שנתיים של כ-5 מיליון ליש"ט. אנו מעריכים כי בשנים הבאות תפעל החברה להמשיך פיזור תיק הנכסים המניבים במדינות הפעילות.

מנגד, הקבוצה חשופה מאד לתחומי הקבלנות והייזום למגורים, שרמת הסיכון הענפי בהם בינונית-גבוהה ושהתחרות העזה בישראל מגבילה את רווחיותם, מה שמגביל את הערכתנו לפרופיל העסקי.



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

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

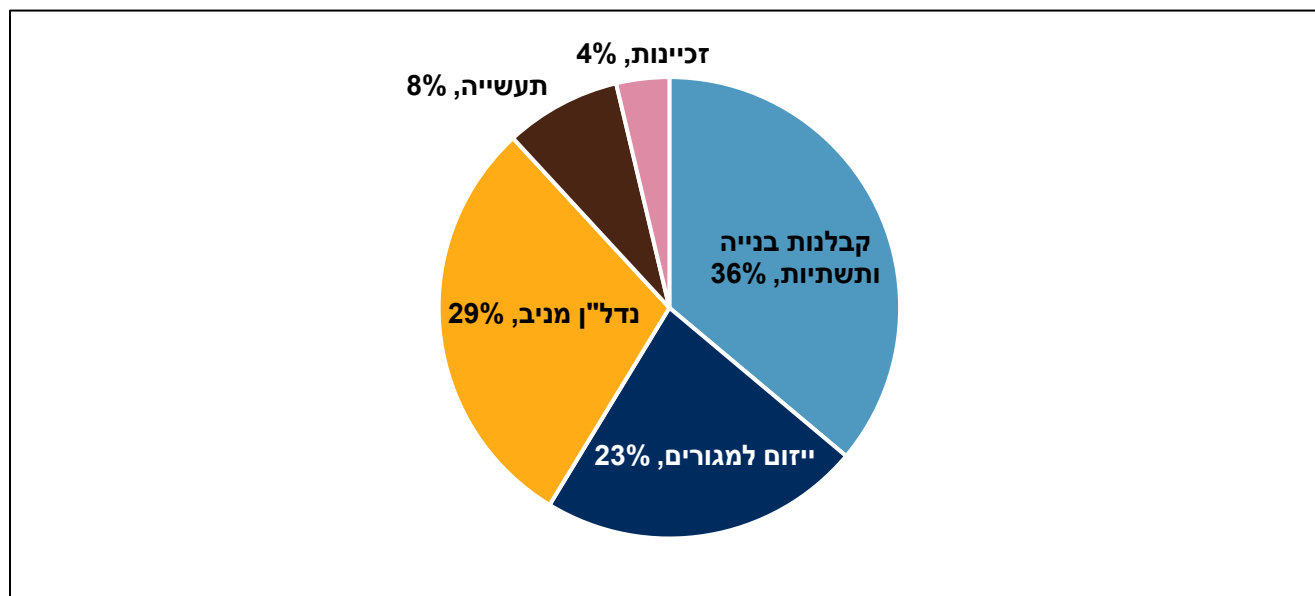


Table 1.

**Ashtröm Group Ltd. -- Peer Comparison (Mil. NIS) – Fiscal year ended Dec. 31, 2020**  
Industry Sector: Engineering & Construction

	Ashtröm Group Ltd.	Electra Ltd.	Shapir Engineering and Industry Ltd	Shikun & Binui Ltd.
<b>National Scale Rating</b>	ilA/Stable	ilA+/Stable	ilA+/Stable	ilA/Stable
Revenue	4,633.1	7,716.0	3,481.6	6,583.0
EBITDA	691.1	601.2	671.0	962.1
Funds from operations (FFO)	412.7	395.7	376.2	350.7
Interest expense	266.9	64.9	111.5	307.6
Cash flow from operations	610.9	493.0	408.6	252.0
Capital expenditure	78.8	74.8	100.1	218.6
Free operating cash flow (FOCF)	532.0	418.2	308.5	33.4
Discretionary cash flow (DCF)	346.9	322.8	239.3	(117.1)
Cash and short-term investments	1,899.9	982.7	764.7	2,539.8
Debt	6,760.6	1,728.1	2,071.9	6,300.7
Equity	3,391.3	1,192.7	2,075.5	3,297.4
<b>Adjusted ratios</b>				
EBITDA margin (%)	14.9	7.8	19.3	14.6
EBITDA interest coverage (x)	2.6	9.3	6.0	3.1
Debt/EBITDA (x)	9.8	2.9	3.1	6.5
FFO/debt (%)	6.1	22.9	18.2	5.6
Cash flow from operations/debt (%)	9.0	28.5	19.7	4.0
FOCF/debt (%)	7.9	24.2	14.9	0.5
DCF/debt (%)	5.1	18.7	11.6	(1.9)
Debt/debt and equity (%)	66.6	59.2	50.0	65.6

## הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מאופיין במינוף גבוה יחסית לרמת הדירוג, כמשתקף ביחס מתואם חוב EBITDA של כ-9.8x וביחס חוב לחוב והון עצמי של כ-66.6% נכון ל-31 בדצמבר, 2020. בשנתיים האחרונות הקבוצה מציגה גידול בהיקפי הפעילות ועלייה ברווחיות, המשתקפים בגידול ברווח הגולמי לכ-900 מיליון ₪. הגידול בהיקפים תמך בשיפור היחסים הפיננסיים. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון עלה בעקביות בשנים האחרונות, ועל אף משבר הקורונה הציגה החברה יחס משופר שעמד ב-2020 על כ-2.6x לעומת כ-2.5x ב-2019 וכ-1.9x ב-2018.

המינוף המאזני נותר יציב בסוף 2020 ועמד על כ-66%, בדומה לסוף 2019. במהלך 2020 ייצרה החברה תזרים שוטף חיובי בסך של כ-610 מיליון ₪ (לאחר רכישת קרקעות ותשלומי ריבית נטו). מנגד ביצעה החברה השקעות ברכישת נכסים חדשים (כ-190 מיליון ₪, בעיקר בגרמניה), בהקמת נדל"ן להשקעה (כ-240 מיליון ₪) וברכוש קבוע (כ-80 מיליון ₪). כמו כן חילקה החברה דיבידנד בהיקף של כ-185 מיליון ₪ (כולל זכויות מיעוט) ומכרה את הפעילות התעשייתית "נתיבי נוי".

בשנתיים הקרובות צפויה הקבוצה להכיר ברווח משמעותי של כ-490 מיליון ₪ ובתזרים נקי של כ-940 מיליון ₪ לאחר המכירה בחזרה של זיכיון הקו האדום של הרכבת הקלה בירושלים (סיטי פס), אשר צפויה להשפיע לחיוב על היחסים הפיננסיים של הקבוצה. עם זאת, אנו מעריכים כי בשנתיים הבאות רמת המינוף תיותר גבוהה יחסית, בהתבסס על הצפי להמשך ביצוע השקעות בהיקפים גבוהים, בעיקר בתחום הנדל"ן המניב והייזום למגורים, בהתאם לתכנית העסקית של הקבוצה.

יש לציין כי חלק ניכר מהחוב המתואם של הקבוצה, כ-2.6 מיליארד ₪, המהווים כ-40% מסך החוב, הוא בחברת הבת אשטרום נכסים, הפועלת בתחום הנדל"ן המניב וכ-1.2 מיליארד ₪, המהווים כ-20% מהחוב, משוּיך למגזר הזכיינות כנגד נכסים ופרויקטים מניבים. בתחומים אלו, לפי המתודולוגיה שלנו, יחסי המינוף והכיסוי הנדרשים לפרופיל סיכון פיננסי זה הם פחות מחמירים, בעיקר בשל התנודתיות הנמוכה המאפיינת את הענף. למרות זאת, היחסים הפיננסיים הקיימים והחזויים עדיין מצביעים, להערכתנו, על פרופיל סיכון פיננסי ממונף עם רמת חוב גבוהה בקבוצת אשטרום.

Table 2.

### Ashtrom Group Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

#### Industry Sector: Engineering & Construction

	2020	2019	2018	2017	2016
Revenue	4,633.1	4,859.6	3,953.7	3,740.9	3,411.3
EBITDA	691.1	733.4	505.4	404.7	362.4
Funds from operations (FFO)	412.7	458.2	254.8	140.9	81.7
Interest expense	266.9	292.1	264.7	238.0	226.5
Cash flow from operations	610.9	655.7	(617.9)	189.1	59.6
Capital expenditure	78.8	87.7	123.9	65.6	37.9

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

	2020	2019	2018	2017	2016
Free operating cash flow (FOCF)	532.0	568.0	(741.8)	123.5	21.7
Discretionary cash flow (DCF)	346.9	364.7	(918.6)	19.2	(71.6)
Cash and short-term investments	1,899.9	1,569.0	1,376.1	1,275.3	1,161.4
Debt	6,760.6	6,462.1	6,349.2	5,010.1	4,684.8
Equity	3,391.3	3,302.4	2,892.9	2,582.6	2,171.7
<b>Adjusted ratios</b>					
EBITDA margin (%)	14.9	15.1	12.8	10.8	10.6
EBITDA interest coverage (x)	2.6	2.5	1.9	1.7	1.6
Debt/EBITDA (x)	9.8	8.8	12.6	12.4	12.9
FFO/debt (%)	6.1	7.1	4.0	2.8	1.7
Cash flow from operations/debt (%)	9.0	10.1	(9.7)	3.8	1.3
FOCF/debt (%)	7.9	8.8	(11.7)	2.5	0.5
DCF/debt (%)	5.1	5.6	(14.5)	0.4	(1.5)
Debt/debt and equity (%)	66.6	66.2	68.7	66.0	68.3

**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 החברה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2021. הערכתנו נתמכת במדיניות פיננסית של שמירה על מזומנים בהיקף משמעותי בקבוצת אשטרום, על תזרים מזומנים שוטף מפעילות יציב ועל נגישות הטובה של הקבוצה למקורות מימון מגוונים בשוק המקומי. להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2021:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> <li>מזומנים פנויים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-1.9 מיליארד ₪.</li> <li>FFO (funds from operations) במזומן של כ-360-380 מיליון ₪.</li> <li>תקבולים בסך כ-545 מיליון ₪ ממכירת סיטיפס.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>תשלום חלויות חוב ז"א ואשראי לז"ק בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪.</li> <li>הוצאות הוניות (capex) שוטפות של כ-20-30 מיליון ₪.</li> <li>השקעות והון חוזר בהיקף מינימאלי של כ-300 מיליון ₪.</li> <li>חלוקת דיבידנד בהיקף של 130 מיליון ₪.</li> </ul>

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

חלויות חוב					
שנה	2021	2022	2023	2024	2025 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	1,775	1,120	1,214	1,034	3,160

על בסיס דוחות מאוחדים.

## **ניתוח התניות**

לקבוצה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-31 בדצמבר, 2020, לקבוצה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניות הפיננסיות בטווח הקרוב.

## **השפעת הקבוצה**

אנו משווים את דירוגי המנפיק של אשטרום נכסים בע"מ ("אשטרום נכסים") ושל אשדר חברה לבניה בע"מ ("אשדר") 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

## **ניתוח שיקום חוב**

### **קבוצת אשטרום בע"מ**

#### **שיקולים עיקריים**

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הבלתי מובטחות של קבוצת אשטרום בע"מ (סדרות א', ב' ו-ג'). 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: 2025
- 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.
- החברה 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 ארה"ב ופורטוגל) יקטן ב-70%, בהתחשב בתוצאות התפעוליות החלשות במגזר זה בשנים האחרונות.
- שווי נכסי הנדל"ן המניב במזרח אירופה (בעיקר בבלגרד) יקטן ב-45%, בהתחשב בריכוזיות בנכס יחיד.
- 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-200 מיליון ₪
  - יישום מכפיל EBITDA של 5.0x
  - שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-1 מיליארד ₪
  - שווי נוסף כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת השווי הנכסי: כ-1.54 מיליארד ₪
  - עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
  - שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-2.41 מיליארד ₪
  - סך חוב מובטח: כ-1.4 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום, לא כולל אשטרום נכסים ואשרד)
  - שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-1 מיליארד ₪
  - סך חוב לא מובטח מדורג: כ-2.26 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום, לא כולל אשטרום נכסים ואשרד).
  - הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות א', ב' ו-ג'): 30%-50%.
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

## **אשרד חברה לבניה בע"מ**

### **שיקולים עיקריים**

- אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של אשרד בנפרד. גישה זו משקפת, בין היתר, את העובדה שיש לאשרד חוב פיננסי (בנקאי וסדרות אג"ח סחירות) אשר להערכתנו, בהתאם למבנה הקבוצה בעת כשל פירעון היפותטי, הינו בכיר במפל התשלומים בהשוואה לחוב בקבוצת אשטרום.

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

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הבלתי מובטחות של אשדר חברה לבניה בע"מ (סדרות ד' ו-ה'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.

**הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי**

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2025
- 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-1.17 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.11 מיליארד ₪
- סך חוב בכיר מובטח: כ-805 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-305 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-855 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות 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 לה חוב פיננסי (בנקאי וסדרות אג"ח סחירות) אשר להערכתנו, בהתאם למבנה הקבוצה בעת כשל פירעון היפותטי, הינו בכיר במפל התשלומים בהשוואה לחוב בקבוצת אשטרום.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של אשטרום נכסים שאינן מובטחות (סדרות 7, 8, 9 ו-10). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.

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

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+', רמת דירוג (נוף) 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: 2025
- 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.
- במהלך תהליך ההתדרדרות ההיפותטי במצב החברה, היא תשתמש ב-85% ממסגרות האשראי המובטחות הפנויות אליהן משועבדים הנכסים.
- 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-3.05 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-2.9 מיליארד ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: 1.6 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב סדרות אג"ח: 1.3 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה 11), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפי (כ-0.19 מיליארד ₪) ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: 0.24 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח (סדרה 11): כ-0.27 מיליארד ₪
- הערכת שיקום חוב מובטח: 70%-90%.

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

- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה 12), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפי (כ-0.28 מיליארד ₪) ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: 0.35 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח (סדרה 12): כ-0.4 מיליארד ₪
- הערכת שיקום חוב מובטח: 70%-90%
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח וחוב מובטח שלא כוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-0.8 מיליארד ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרות 7, 8, 9 ו-10) ויתרת חוב מובטח שלא כוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-1.4 מיליארד ₪
- הערכת שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות 7, 8, 9 ו-10): 50%-70%.
- 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+ נוצ'
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- נוצ'
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 2020:
- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
  - הוספה של הוצאות מימון מהוונות בעלות המכר ל-EBITDA.
  - הוספה של דיבידנדים מחברות כלולות ל-EBITDA.
  - סיווג הוצאות מימון שהונו לפרויקטים כהוצאות מימון ברוטו.
  - סיווג תזרים מזומנים בגין ריבית ששולמה והתקבלה כתזרים מפעילות שוטפת.



קבוצת אשטרום בע"מ  
אשטרום נכסים בע"מ  
אשדר חברה לבניה בע"מ  
Table 3.

**Ashtrom Group Ltd. --Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2020**

**Ashtrom Group Ltd. reported amounts**

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
<b>Reported</b>	<b>8,401.4</b>	<b>3,242.7</b>	<b>668.6</b>	<b>260.1</b>	<b>691.1</b>	<b>864.4</b>
<b>S&amp;P Global Ratings adjustments</b>						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(19.0)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(259.4)	--
Reported lease liabilities	69.1	--	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(1,709.9)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	8.0	41.0	--	--
Share-based compensation expense	--	--	3.1	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	32.6	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(21.1)	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(253.5)
Noncontrolling interest/minority interest	--	148.6	--	--	--	--
Interest expense: Other	--	--	--	(34.2)	--	--
<b>Total adjustments</b>	<b>(1,640.9)</b>	<b>148.6</b>	<b>22.6</b>	<b>6.8</b>	<b>(278.4)</b>	<b>(253.5)</b>
<b>S&amp;P Global Ratings adjusted amounts</b>						

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
<b>Adjusted</b>	<b>6,760.6</b>	<b>3,391.3</b>	<b>691.1</b>	<b>266.9</b>	<b>412.7</b>	<b>610.9</b>

**מתודולוגיה ומאמרים קשורים**

- [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

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

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 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 - 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
- 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
<b>דירוג(י) המנפיק</b>			
טווח קצר	ilA-1	19/07/2015	21/04/2020
טווח ארוך	ilA\Stable	07/05/2014	21/04/2020
<b>דירוג(י) הנפקה</b>			
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה א,ב	ilA	07/05/2014	21/04/2020
סדרה ג	ilA	22/01/2017	21/04/2020
<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b>			
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
<b>דירוג(י) המנפיק</b> טווח ארוך	ilA\Stable	01/02/1992	21/04/2020
<b>דירוג(י) הנפקה</b> <u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה 11	ilA+	20/08/2018	21/04/2020
סדרה 12	ilA+	03/06/2020	03/06/2020
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה 10	ilA	26/09/2016	21/04/2020
סדרה 7	ilA	27/06/2010	21/04/2020
סדרה 8	ilA	15/08/2013	21/04/2020
סדרה 9	ilA	04/09/2014	21/04/2020
<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b> 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
<b>דירוג(י) המנפיק</b>			
טווח קצר	ilA-1	08/01/2019	21/04/2020
טווח ארוך	ilA\Stable	04/01/2017	21/04/2020
<b>דירוג(י) הנפקה</b>			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
ניירות ערך מסחריים סדרה י"א	ilA-1	08/01/2019	21/04/2020
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ד	ilA	04/01/2017	21/04/2020
סדרה ה	ilA	11/04/2019	21/04/2020
<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b>			
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		
<b>פרטים נוספים</b>			
זמן בו התרחש האירוע	13:12 29/04/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	13:12 29/04/2021		
יזם הדירוג	החברה המדורגת		

## קבוצת אשטרום בע"מ

## אשטרום נכסים בע"מ

## אשרד 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](http://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 יישמש 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 האיות 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 אמין 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 שאין בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

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](http://www.maalot.co.il) או באתר S&P, בכתובת [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.