

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

27 בנובמבר 2024

עדכון דירוג

אשרור דירוג המנפיק 'ilA'; עדכון תחזית הדירוג לשלילית מיציבה בשל סיכון לחריגה מתמשכת מהיחסים ההולמים את הדירוג על רקע מגמות בענפי הפעילות

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנשי קשר נוספים:

וידל בינדר 972-3-7539721 vidal.binder@spglobal.com

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

תוכן עניינים

2	תמצית פעולת הדירוג
2	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
4	תחזית הדירוג
4	התרחיש השלילי
4	התרחיש החיובי
4	השפעת הקבוצה
5	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
6	רשימת דירוגים

תמצית פעולת הדירוג

- המצב הגיאופוליטי והביטחוני בישראל, היחלשות האינדיקטורים המקרו-כלכליים ומהמגמות השליליות במגזרי הנדל"ן בישראל השפיעו לרעה על פעילותה של קבוצת אשטרום בע"מ ("אשטרום" או "הקבוצה"). בין היתר חל קיטון בהכנסות וב-EBITDA בשלושת הרבעונים הראשונים של 2024 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד וביחס לציפיותינו.
- השקעות בהיקפים משמעותיים בתחומי הליבה של הקבוצה במהלך השנים האחרונות ועיכוב במימוש התוכנית האסטרטגית של החברה לאיזון המינוף על רקע תנאי השוק המתגרים וסביבת ריבית שנתרה גבוהה הובילו לגידול מתמשך בחוב ובהוצאות המימון.
- כפועל יוצא נשחק יחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון לכ-0.65x בתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2024, נמוך מהיחס ההולם את הדירוג. כמו כן, יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי עמד ב-30 בספטמבר 2024 על כ-71%, גבוה מציפיותינו.
- על אף השפעות המלחמה ולמרות ההאטה בביצועים התפעוליים של הפעילות בישראל, מתחילת השנה הציגה אשטרום שיפור ברווחיות בכל תחומי הפעילות העיקריים בהשוואה לשנת 2023. אנו סבורים כי הגיוון הגיאוגרפי של פעילות הקבוצה בחו"ל ממתן את החשיפה לכלכלת ישראל ולמגמות השליליות בענפי הקבלנות והתעשייה.
- ב-27 בנובמבר 2024 אשררנו את דירוגי המנפיק של קבוצת אשטרום בע"מ, 'ilA/ilA-1', של אשטרום נכסים בע"מ, 'ilA', ושל אשדר חברה לבניה בע"מ, 'ilA/ilA-1', ושינינו את תחזית הדירוג לשלילית מציבה.
- התחזית השלילית משקפת את חששותינו בנוגע ליכולתה של קבוצת אשטרום להציג ביצועים עסקיים ופיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו ב-12 בחודשים הקרובים, על רקע המגמות הנוכחיות בתחומי פעילות מהותיים של החברה ותנאי השוק המתגרים שעשויים לפגוע ביכולתה להשלים פעולות מאזנות מינוף.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

היקפי הפעילות של אשטרום קטנו בצל השפעות המצב הגיאופוליטי והביטחוני בישראל, אולם הרווחיות השתפרה והקבוצה שמרה על צבר הזמנות בהיקף ניכר. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2024 חל קיטון של כ-14% בהכנסות הקבוצה ושל כ-8% ב-EBITDA בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, והם הסתכמו בכ-3.3 מיליארד ₪ וכ-489 מיליון ₪, בהתאמה. הקיטון נבע בעיקר מהאטה בפעילות החברה בישראל בתחומי הקבלנות והתעשיות והייזום למגורים, לנוכח ההאטה במשק ובפרט בהיקפי הבנייה, המחסור בכוח אדם והירידה בביקוש לחומרי בנייה. על אף ההאטה בפעילות חלה עלייה ברווחיות הגולמית, שעמדה על כ-22.1%

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

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2024 לעומת כ-20.6% בשנת 2023. העלייה ברווחיות הגולמית הכוללת נבעה משיפור ברווחיות בכל תחומי הפעילות. כמו כן, צבר ההזמנות של החברה בתחום קבלנות הבנייה והתעשיות בישראל עומד נכון להיום על כ-8.4 מיליארד ₪ (מתוכו כ-1 מיליארד ₪ צבר בין חברתי), בדומה להיקפו בסוף 2023. אנו סבורים כי יכולתה של הקבוצה להציג שיפור ברווחיות ולשמור על צבר הזמנות גדול למרות המגמות השליליות בענפי הקבלנות בישראל מעידה על מיצובה העסקי הגבוה.

גיוון הפעילויות של הקבוצה והפעלתו המסחרית של פרויקט סולרי מהותי בארה"ב תומכים להערכתנו בנראות תזרימי המזומנים. לאשטרום מספר תחומי פעילות שאינם מושפעים מהמצב הגיאופוליטי והביטחוני בישראל. בין היתר, לקבוצה פעילות נדל"ן מניב מהותית באנגליה וגרמניה, באמצעות חברת הבת בבעלות מלאה אשטרום נכסים בע"מ; פעילות בניה ותשתיות בג'מייקה; פעילות ייזום בארה"ב ובפורטוגל (יחידות דיור וקרקעות); פעילות נדל"ן בסרביה ורומניה (באמצעות אשטרום אינטרנשיונל); ופעילות אנרגיה מתחדשת בארה"ב. כמו כן, לאחרונה עבר פרויקט האנרגיה הסולרית Tiera Bonita, בטקסס ארה"ב, לשלב ההפעלה מסחרית, מה שמפחית להערכתנו את סיכוני הייזום. להערכתנו גיוון הפעילויות והפעלת הפרויקט הסולרי של הקבוצה ממתנים את השפעות ההאטה בצמיחת הכלכלה הישראלית והמגמות השליליות בענפי הקבלנות, ותומכים בנראות תזרימי המזומנים. כמו כן, נכון ל-30 בספטמבר 2024 לקבוצה יתרת מזומנים ושווי מזומנים בהיקף כולל של למעלה מ-1.5 מיליארד ₪ ומסגרות אשראי פנויות בהיקפים מהותיים, מה שמעיד להערכתנו על ניהול נזילות שמרני ותומך בגמישותה הפיננסית של אשטרום גם בתקופות של תנודתיות בשווקים.

השקעות בהיקף משמעותי בתחומי הליבה של הקבוצה בשנים האחרונות הובילו לגידול ניכר בחוב ולהיחלשות היחסים הפיננסיים. אשטרום לא יישמה את התוכנית האסטרטגית לאיזון המינוף בקצב הולם בשנת 2024, בין השאר על רקע תנאי השוק המאתגרים, והמשיכה לבצע השקעות בהיקף גבוה, אם כי בקצב איטי בהשוואה ל-2023. כפועל יוצא נמשך הגידול בחוב המתואם, והוא הסתכם בכ-12.8 מיליארד ₪ ב-30 בספטמבר 2024 לעומת כ-12.4 מיליארד ₪ בסוף 2023 וכ-9 מיליארד בסוף 2022. בעקבות זאת ובשל סביבת הריבית הגבוהה חלה עלייה מהותית בהוצאות המימון, שיחד עם הקיטון ה-EBITDA כאמור הובילה לירידה ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון לכ-0.65x לעומת כ-0.9x בשנת 2023, והוא נמוך מהיחס ההולם את הדירוג. כמו כן, בשל הגידול בחוב המתואם והיעדר פעולות להפחתת המינוף, עמד היחס המתואם הון להון עצמי על כ-71%, גבוה מצפיותינו. תרחיש הבסיס הנוכחי שלנו כולל שיפור ביחסים הפיננסיים ב-2025 לרמה ההולמת את הדירוג הנוכחי. זאת, בין היתר, בהינתן שתיושם המדיניות העסקית והפיננסית, לפיה החברה תבצע מספר מהלכים להורדת המינוף. עם זאת, התנאים המאתגרים בשווקים מגבירים להערכתנו את אי הוודאות בנוגע ליישום מוצלח של אסטרטגיית ההנהלה להורדת המינוף. בנוסף, בראייה קדימה אנו סבורים כי שיפור בביצועים התפעוליים תלוי רבות בצמיחה במשק הישראלי, בהיקף כוח האדם הזמין ועלותו, בזמינות חומרי הגלם, בתקינות שרשרת האספקה, במגמות במגזרי המגורים והקבלנות ובביקוש לחומרי בנייה.

תחזית הדירוג

התחזית השלילית משקפת את חששותינו בנוגע ליכולתה של קבוצת אשטרום להציג ביצועים עסקיים ופיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו ב-12 בחודשים הקרובים, על רקע המגמות הנוכחיות בתחומי פעילות מהותיים של החברה ותנאי השוק המתגרים שעשויים לפגוע ביכולתה להשלים פעולות מאזנות מינוף.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נעריך כי חלה היחלשות בפרופיל הסיכון הפיננסי, כך שלאורך זמן היחס המתואם EBITDA להוצאות מימון יהיה נמוך מ-1.0x או שהיחס המתואם חוב לחוב והון עצמי יהיה גבוה מ-70%. להערכתנו, תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, במקרה של קיטון משמעותי בהיקפי הפעילות, שחיקה בביצועים התפעוליים או השקעות ממונפות בהיקפים מהותיים. התדרדרות בפרופיל הנזילות של הקבוצה עשויה גם היא להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

התרחיש החיובי

נשקול לשנות את תחזית הדירוג ליציבה אם החברה תציג ביצועים תפעוליים יציבים ושיפור ביחסים הפיננסיים, כך שיחס כיסוי הריבית ישתפר לכ-1.5x ויחס החוב לחוב והון עצמי ל-70% ומטה, תוך שמירה על נזילות הולמת.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות הגבירה משמעותית את הסיכון לפגיעה נוספת באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל (ראו [הורדת דירוג הטווח הארוך של מדינת ישראל ל-'A'-מ-'A+' עקב התגברות הסיכונים הביטחוניים, התחזית שלילית](#), 1 באוקטובר 2024 [ומדינת ישראל – דוח מלא](#), 13 בנובמבר 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

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 דירוגיהן לדירוג הקבוצה.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P](#), 16 בפברואר, 2011
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [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: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: סיכויי אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי \(ESG\)](#), 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](#), 4 באפריל, 2024
- [סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי](#), 1 בפברואר, 2024
- [סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 15 באוקטובר, 2024

רשימת דירוגים

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	קבוצת אשטרום בעמ
21/04/2024	07/05/2014	ilA\Negative	דירוג(י) המנפיק
21/04/2024	19/07/2015	ilA-1	טווח ארוך
			טווח קצר
			דירוג(י) הנפקה
			<u>ניירות ערך מסחריים</u>
21/04/2024	05/07/2023	ilA-1	סדרה 2
			<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
21/04/2024	07/05/2014	ilA	סדרה א,ב
21/04/2024	22/01/2017	ilA	סדרה ג
21/04/2024	29/11/2021	ilA	סדרה ד
21/04/2024	20/08/2023	ilA	סדרה ה
			היסטוריית דירוג המנפיק
			<u>טווח ארוך</u>
		ilA\Negative	נובמבר 27, 2024
		ilA\Stable	מאי 07, 2014
			<u>טווח קצר</u>
		ilA-1	פברואר 18, 2016

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	אשטרום נכסים בעמ
21/04/2024	01/02/1992	ilA\Negative	דירוג(י) המנפיק
			טווח ארוך
			דירוג(י) הנפקה
			<u>חוב בכיר מובטח</u>
21/04/2024	20/08/2018	ilA+	סדרה 11
21/04/2024	03/06/2020	ilA+	סדרה 12
			<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
21/04/2024	26/09/2016	ilA	סדרה 10
21/04/2024	21/11/2021	ilA	סדרה 13
21/04/2024	04/09/2014	ilA	סדרה 9
21/04/2024	06/12/2023	ilA	סדרה 14
			היסטוריית דירוג המנפיק
			<u>טווח ארוך</u>
		ilA\Negative	נובמבר 27, 2024
		ilA\Stable	אוגוסט 15, 2013
		ilA\Negative	מאי 29, 2012
		ilA\Stable	ספטמבר 21, 2008
		ilA	אוגוסט 15, 2002
		ilAA-	יוני 23, 1996
		ilAA	פברואר 01, 1992

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

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	אשדר חברה לבניה בעמ
21/04/2024	04/01/2017	ilA\Negative	דירוג(י) המנפיק
21/04/2024	08/01/2019	ilA-1	טווח ארוך
			טווח קצר
			דירוג(י) הנפקה
			<u>ניירות ערך מסחריים</u>
21/04/2024	08/01/2019	ilA-1	ניירות ערך מסחריים סדרה י"א
			היסטוריית דירוג המנפיק
			<u>טווח ארוך</u>
		ilA\Negative	נובמבר 27, 2024
		ilA\Stable	מרץ 18, 2018
		ilA-\Watch Pos	פברואר 21, 2018
		ilA-\Stable	ינואר 04, 2017
			<u>טווח קצר</u>
		ilA-1	ינואר 08, 2019

פרטים נוספים	
27/11/2024 08:41	זמן בו התרחש האירוע
27/11/2024 08:41	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יוזם הדירוג

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 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 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 אמנים 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 מהחנתמים 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.