Maalot
S&P Global Ratings

צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ

.....

28 במאי 2023

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנשי קשר נוספים:

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

גיא סידון, 972-3-7539731 guy.sidon@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש החיובי 4
התרחיש השלילי 4
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 5
תיאור החברה 5
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 9
חלויות חוב 10
ניתוח התניות 10
התאמות לדירוג 10
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 10
ניתוח שיקום חוב 11
שיקולים עיקריים 11
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 11

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 11
התאמות לדיווח הכספי 12
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....13
רשימת דירוגים 14

צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilA-/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מוניטין וניסיון של מעל 40 שנה בתחום יזמות הנדל"ן בישראל. • שמירה לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית על כרית מזומנים בהיקף הולם ביחס לחלויות האג"ח השוטפות. • יחסי מינוף וכיסוי ריבית נוכחיים וצפויים במרווח מהותי מהרמות ההולמות את הדירוג הנוכחי.	• חשיפה למגזר הייזום שרמת הסיכון בו בינונית-גבוהה. • היקף מוגבל יחסית של פרויקטים בשלבי הקמה ושיווק. • תנודתיות פוטנציאלית גבוהה ביחסים הפיננסיים בשל היקף הפעילות המוגבל והחשיפה למספר פרוייקטים מהותיים. • פיזור גיאוגרפי מוגבל, אולם מרבית הפרויקטים ממוקמים באזורי ביקוש במרכז הארץ.

צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ ("צרפתי" או "החברה") המשיכה להציג ירידה במינוף ב-2022, ועל אף הקיטון ב-EBITDA והעלייה בהוצאות המימון שמרה על יחס כיסוי ריבית גבוה. הירידה במינוף נבעה מקיטון בחוב המתואם, לאור תזרים המזומנים הגבוה מפעילות שוטפת וצמצום ההשקעות ולאור הגידול בהון העצמי, בעיקר בשל הרווח הנקי השנתי ובקיזוז חלוקת דיבידנד. בשל העלייה בריבית בנק ישראל, ובהינתן מבנה החוב של החברה הכולל משקל מהותי של הלוואות בנקאיות בריבית משתנה, חלה עלייה בהוצאות המימון למרות הקיטון בחוב המתואם. כמו כן חל קיטון בבסיס ה-EBITDA, בעיקר בשל האטה בקצב שיווק הפרויקטים. כפועל יוצא חלה שחיקה מתונה ביחס המתואם EBITDA להוצאות מימון שעמד על כ-8.1x לעומת כ-12x ב-2021, אולם הוא נותר גבוה משמעותית מהרמה ההולמת את הדירוג הנוכחי.

היקף הפעילות נותר מוגבל ותיתכן תנודתיות גבוהה ביחסים הפיננסיים. נכון לסוף הרבעון הראשון של 2023, לחברה כ-744 יחידות דיור בביצוע ושיווק בשבעה פרויקטי מגורים ועוד שלושה פרויקטים מסחריים הכוללים כ-35 אלף מ"ר. בנוסף יש לחברה שני פרויקטים מסחריים ופרוייקט מגורים שהקמתם הושלמה (הכוללים כ-5 אלף מ"ר ומספר דירות שטרם שווקו). להערכתנו היקף הפעילות נותר מוגבל עם חשיפה לפרויקטים מהותיים, מה שעשוי להשפיע על עיתוי וקצב ההכרה בהכנסות וברווח, וייתכן שהיקף החוב יגדל משמעותית כתוצאה מעיתוי ביצוע השקעות, מה שיוביל לתנודתיות גבוהה ביחסים הפיננסיים. בנוסף, עליית הריבית הביאו להאטה משמעותית במספר העסקאות בשוק המגורים בישראל והלחץ השלילי על המחירים גבר. להערכתנו עדיין קיים לחץ אינפלציוני על עלויות הבנייה, מה שעשוי להשפיע על רווחיות הפרוייקטים.

מגמות אלו עשויות להשפיע על קצב ההכרה בהכנסות, הרווחיות והתנודתיות בתוצאות של צרפתי ומשתקפות בהערכת איכות האשראי שלה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור החברה על היקפי הפעילות ועל תוצאות תפעוליות בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו. בהינתן היקף הפעילות הנוכחי, אנו סבורים כי יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-60% ויחס המתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-2.0x בממוצע הולמים את הדירוג. התחזית היציבה משקפת גם את המדיניות הפיננסית של החברה, הכוללת יעדי מינוף ושמירה על כרית מזומנים מספקת לחלויות אג"ח שנה קדימה, ותומכת ברמת נזילות הולמת, כהגדרתנו.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם נראה גידול מהותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות של החברה, כגון גידול במספר הפרויקטים ובהיקף יחידות הדיור ושטחי המסחר בביצוע ושיווק, כך שהיקף ההכרה בהכנסות ובסיס ה-EBITDA יהיו גבוהים לאורך זמן, וכפועל יוצא היחסים הפיננסיים יהיו פחות תנודתיים. פעולת דירוג חיובית תלויה גם בשמירה על יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-50% ועל יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-2.5x לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית, ועל נזילות הולמת.

התרחיש השלילי

שחיקה ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון אל מתחת ל- 1.5x לאורך זמן, עלייה ביחס החוב לחוב והון עצמי אל מעל 65% או התדרדרות בנזילות החברה יובילו לפעולת דירוג שלילית. תרחישים אלו עשויים להתממש, למשל, כתוצאה מהשקעות ממונפות בקרקעות בהיקפים מהותיים, מעלייה בעלויות המימון, מעיכובים בלוחות הזמנים, מחריגות מתקציבים או מהתדרדרות בתנאי השוק. גם ירידה מהותית ומתמשכת בהיקפי הפרויקטים הפעילים עשויה להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-1.5% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ-3.8% ושיעור אבטלה של כ-4.2% ב-2023. ב-2024 שיפור כלכלי שיתבטא בצמיחה של כ-3.5% בתמ"ג, בירידה בשיעור האינפלציה לכ-2.5% ובשיעור אבטלה של כ-4%.
- הכרה בהכנסות בהיקף כולל של כ-500-600 מיליון ₪ בשנים 2023-2024, בהתבסס על הערכה שלנו לקצב המכירות ושיעור הגמר ההנדסי הצפויים בפרויקטים בשלבי תכנון, ביצוע ושיווק, בהינתן המגמות בענף המגורים והמשרדים.

- שיעור EBITDA מהכנסות של כ-19%-23% בשנים 2023-2024, בהתבסס על תמהיל הפרויקטים ועיתוי ההכרה ברווחים הצפויים.
- רכישת קרקעות חדשות, השקעה בהשבחת קרקעות קיימות וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-350-400 מיליון ₪ בשנים 2023-2024.
- חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2022A	2023E	2024E
הוצאות מימון/EBITDA	9.9x	2.6x-2.3x	2.2x-1.8x
חוב/חוב והון עצמי	26.1%	42%-38%	55%-50%
חוב/EBITDA	1.0x	7.0x-5.5x	9.0x-7.5x

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

האטה מהותית במכירות ב-2023 והתאוששות לאחר מכן

תרחיש הבסיס שלנו מביא בחשבון מגמות בשוק המגורים בישראל, הכוללות האטה משמעותית במספר העסקאות ולחץ שלילי על המחירים, ואת הלחץ האינפלציוני על עלויות הבנייה. כפועל יוצא אנו מעריכים כי היקפי המכירות של החברה יקטנו מהותית בשנת 2023 ותחול ירידה בהכנסות וב-EBITDA. בטווח הבינוני-ארוך, בהינתן המבנה הדמוגרפי במדינת ישראל התומך בגידול קשיח בצד הביקוש, אנו צופים כי היקף הרכישות יחזור לעלות וכפועל יוצא תחול צמיחה בתוצאות התפעוליות של צרפתי החל משנת 2024 וביתר שאת בשנת 2025.

עלייה במינוף וירידה ביחס כיסוי הריבית, שיישארו בטווח ההולם את הדירוג

להערכתנו בשנים הקרובות החברה תבצע השקעות על מנת לשמור על היקפי הפעילות שלה, בעיקר ברכישת קרקעות חדשות, בהשבחת קרקעות קיימות ובקידום פרויקטי פינוי-בינוי. כפועל יוצא אנו צופים גידול בחוב ועלייה במינוף, אולם בהינתן המדיניות הפיננסית של החברה אנו סבורים כי הוא יישאר ברמה ההולמת את הדירוג. בנוסף, כתוצאה מהגידול הצפוי בחוב, הירידה החזויה בהיקף ה-EBITDA והתייקרות עלויות המימון, תחול ירידה מהותית ביחס EBITDA להוצאות מימון, אך הוא ייוותר הולם לדירוג.

תיאור החברה

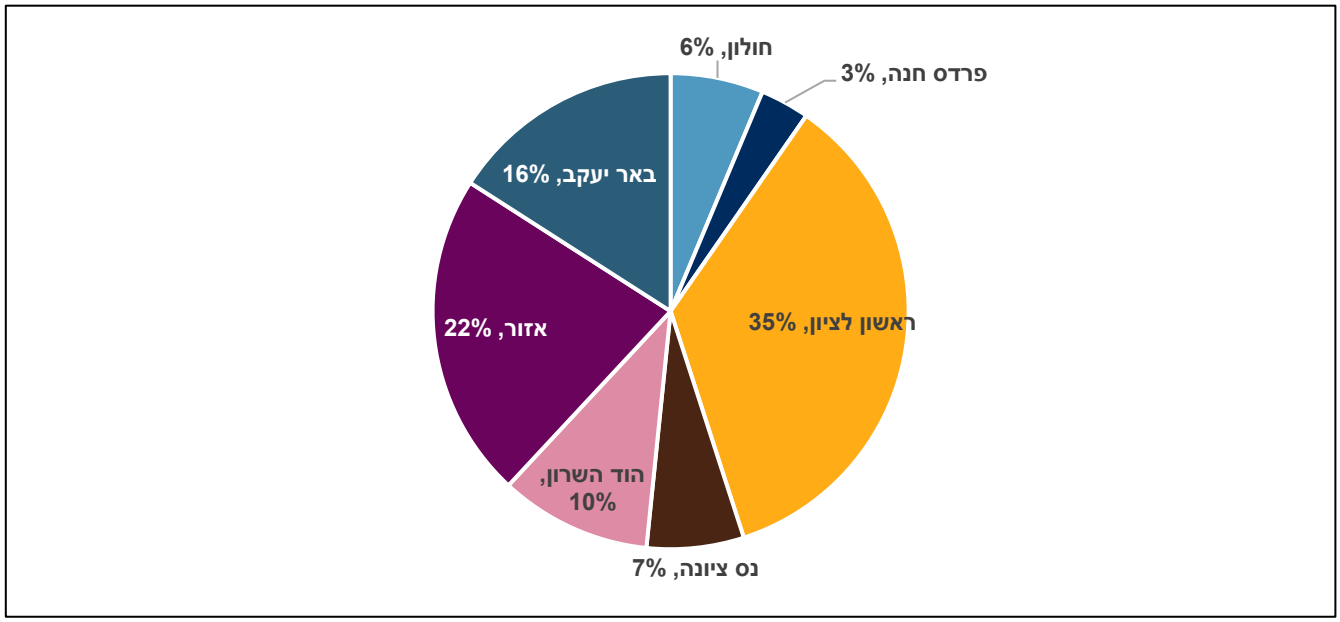
צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ היא חברת ייזום נדל"ן שהתאגדה בשנת 1992 ושמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב מאז 1993. החברה עוסקת בעיקר ברכישת קרקעות ובתכנון

פרויקטים, בנייתם ומכירתם. החברה מתמקדת בעיקר בתחום המגורים והמסחר ופועלת בישראל בלבד. בעלי השליטה בחברה הם משפחת צרפתי המחזיקים יחד כ-65% מהחברה, היתר מוחזק בידי הציבור.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של החברה נתמכת במוניטין ובניסיון של יותר מ-40 שנה בתחום יזמות הנדל"ן בישראל. פעילות החברה מאופיינת בריכוזיות גיאוגרפית מסוימת, אולם מרבית הפרויקטים שלה ממוקמים באזורי ביקוש בעיקר במרכז הארץ (בין היתר ראשון לציון, באר יעקב, אזור והוד השרון), מה שתורם, להערכתנו' ליכולתה לשווק בהצלחה יחידות דיור ושטחי מסחר. כמו כן יש לחברה זרוע קבלנות המבצעת את מרבית הבניה בפרויקטים שלה, מה שמאפשר לה להציג רווחיות גולמית גבוהה יחסית בהשוואה ליזמים ללא זרוע ביצועית.

תרשים 1: פילוח גיאוגרפי לפי סך הכנסות מפרויקטים בביצוע (לא כולל פרויקטי תמ"א)



השנה חל קיטון מסוים בהיקף הפעילות של צרפתי, ולחברה עשרה פרויקטים בתחום המגורים ושלושה פרויקטים בתחום המסחר בשלבי ביצוע ושיווק, בהיקף כולל של 744 יחידות דיור וכ-35 אלף מ"ר, בהתאמה. בנוסף יש לחברה שני פרויקטים מסחריים שהקמתם הושלמה אך טרם נמכרו במלואם ופרויקט מגורים אחד (הכוללים כ-5 אלף מ"ר ודירות בודדות שטרם שווקו). לפני שנה היו לחברה שמונה פרויקטים בשלבי ביצוע ושיווק בתחום המגורים ושלושה בתחום המסחר, בהיקף כולל של 802 יחידות דיור וכ-50 אלף מ"ר, בהתאמה, וכן פרויקט מסחרי בהיקף של כ-7 אלף מ"ר שבנייתו הושלמה. במקביל לקיטון בהיקפי הפעילות, שיעור השיווק בתחום המגורים פחת ועמד על כ-40% לעומת כ-51% ב-2021, אולם בתחום המסחר עלה שיעור השיווק לכ-30% מכ-27% בעיקר הודות לשיווק בפרויקטים שבנייתם הושלמה, מתחם איילון בראשון לציון ו"הלוחמים"

בחולון. בהינתן מגמות השוק הנוכחיות, תחזיות הצמיחה והאינפלציה, אנו צופים כי ההאטה בהיקף העסקאות שנרשמה ברבעונים האחרונים תימשך וכפועל יוצא תחול שחיקה בתוצאות התפעוליות של צרפתי.

ברבעון הראשון של 2023 השלימה החברה רכישת קרקע בראשון לציון תמורת כ-136 מיליון ₪, מה שצפוי לתרום להיקף הפרויקטים הפעילים שלה בראייה קדימה. עם זאת, מספר הפרויקטים של החברה נותר מוגבל עם חשיפה מהותית למספר פרוייקטים בודדים, כך ששלושה פרויקטים בביצוע ושיווק אחראים לכ-70% מהרווחים הצפויים. גורמים אלה מגבילים להערכתנו את דירוג החברה, ועשויים להוביל לתנודתיות בהכנסות וברווחיות. אנו סבורים כי ביצוע ושיווק של מספר נמוך יחסית של יחידות דיור ושטחי מסחר מהווים מגבלה למיצוי יתרונות לגודל.

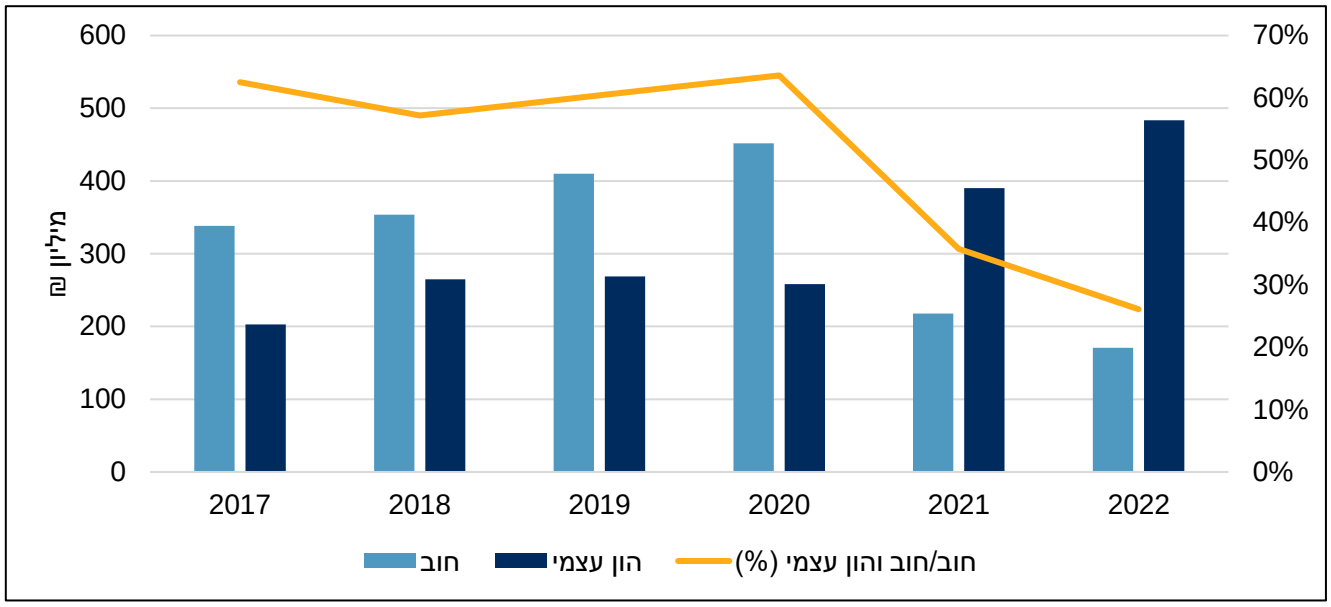
ב-24 במאי 2023 דיווחה החברה על קבלת הצעה לניהול משא ומתן לגבי רכישת מניותיה המוחזקות בידי הציבור על ידי בעלי השליטה, משפחת צרפתי, וחברות מקבוצת הפניקס. העסקה המוצעת צפויה להתבצע בדרך של מיזוג משולש הופכי בפרמיה של כ-16% ביחס למחיר המניה ערב הדיווח. לפי המתווה המוצע, בסופו של הליך המיזוג יוחזקו כ-25% מהמניות בידי הפניקס וכ-75% בידי משפחת צרפתי, והחברה תימחק ממסחר אולם תישאר חברה מדווחת בשל האג"ח הציבורי שלה. השליטה צפויה להישאר בידי משפחת צרפתי, ומהמידע שמסרה לנו ההנהלה לא צפוי שינוי מהותי באסטרטגיה העסקית או במדיניות הפיננסית, ולכן להערכתנו בשלב זה אין לכך השפעה מהותית על תרחיש הבסיס שלנו.

הפרופיל הפיננסי

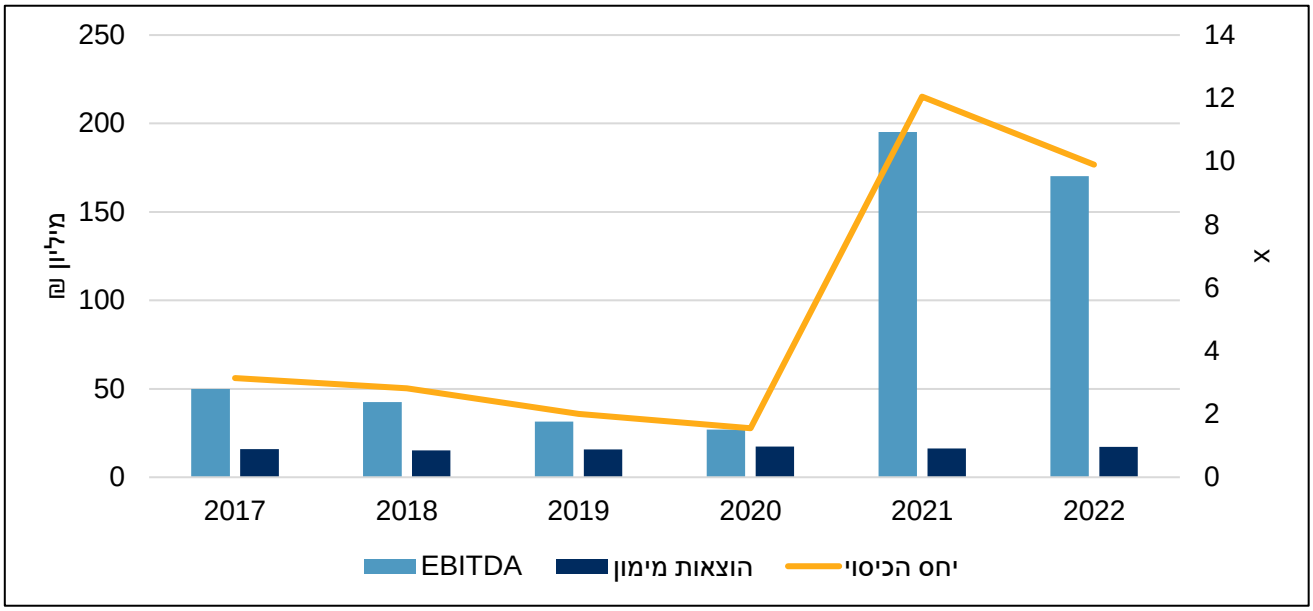
בשנת 2022 המשיכה צרפתי להציג ירידה במינוף כפי שהתבטא ביחס המתואם חוב לחוב והון עצמי שעמד על 26.1% לעומת 35.8% בסוף 2021, ובמרווח משמעותי מהטווח ההולם את הדירוג. הירידה במינוף נבעה מקיטון בחוב המתואם לכ-170 מיליון ₪ בסוף 2022 מכ-217 מיליון ₪ בסוף 2021 ומגידול בהון העצמי לכ-483 מיליון ₪ בסוף 2022 מכ-390 מיליון ₪ בסוף 2021. הקיטון בחוב המתואם נבע בעיקר מתזרים המזומנים הגבוה מפעילות שוטפת ומתמורה של כ-110 מיליון ₪ ממימוש קרקעות ברחובות, ולאור היקף נמוך יחסית של רכישת קרקעות. הגידול הניכר בהון העצמי נבע בעיקר מהרווח הנקי השנתי בקיזוז חלוקת דיבידנד. גידול זה צפוי להערכתנו לאפשר לחברה להמשיך לבצע השקעות בפרויקטים ובקרקעות ללא חריגה מיחס מינוף ההולם את הדירוג, ולכן תומך בדירוג.

בשנת 2022 חל קיטון ב-EBITDA שהסתכם בכ-170 מיליון ₪ לעומת כ-195 מיליון ₪ ב-2021, בעיקר בשל האטה בקצב השיווק. במקביל חלה עלייה בהוצאות המימון לכ-17 מיליון ₪ בשנת 2022 מכ-16 מיליון ₪ בשנת 2021, בעיקר בשל העלייה בריבית בנק ישראל היות שכ-20% מהחוב של החברה צמוד פריים, מה שהוביל לעלייה בריבית הממוצעת לכ-5.71%. כפועל יוצא נשחק יחס ה-EBITDA להוצאות מימון ועמד על כ-9.9x לעומת כ-12.0x בסוף 2021, אולם נותר במרווח מהותי מהטווח ההולם את הדירוג הנוכחי.

תרשים 2: התפתחות החוב המתואם, ההון עצמי ויחס החוב לחוב והון עצמי



תרשים 3: התפתחות ה-EBITDA, הוצאות המימון ויחס כיסוי הריבית



התנודתיות הגבוהה בהון החוזר המאפיינת חברות בתחומי הייזום למגורים, והיקף הפעילות המוגבל של החברה עם חשיפה מהותית למספר פרוייקטים בודדים, יוצרים חשיפה לתנודתיות בהכנסות ובתזרימי המזומנים. תנודתיות זו, והצורך ברכישת קרקעות חדשות על מנת לשמור על היקפי הפעילות בעתיד, עשויים להשפיע מהותית על היחסים הפיננסיים שמציגה החברה. עם זאת, בהתבסס על מינופה הנמוך, בסיס ההון והמדיניות הפיננסית שלה, אנו סבורים כי רכישת קרקעות חדשות תתבצע באופן מדוד ביחס לתרומה

התפעולית מהפעילות האורגנית תוך שמירה על נזילות הולמת, כך שאנו צופים כי החברה תשמור על יחסי מינוף וכיסוי ההולמים את הדירוג.

Table 1.
Zarfati Zvi Corp. Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)
Industry Sector: Homebuilders & Real Estate Developers

	2022	2021	2020	2019	2018
Revenue	469.5	560.0	167.7	128.2	163.7
EBITDA	170.3	195.2	27.0	31.4	42.5
Funds from operations (FFO)	163.1	157.5	(1.0)	8.6	26.9
Interest expense	21.1	16.2	17.4	15.7	15.1
Cash interest paid	7.1	17.8	15.4	14.6	14.0
Cash flow from operations	103.3	320.3	(23.2)	(50.1)	(10.6)
Cash and short-term investments	176.3	114.7	61.2	63.6	81.8
Gross available cash	176.3	114.7	61.2	63.6	81.8
Debt	170.9	217.7	451.6	410.1	353.6
Equity	483.5	390.2	258.4	269.0	264.9
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	36.3	34.8	16.1	24.5	25.9
Return on capital (%)	27.2	29.6	3.8	5.2	7.2
EBITDA interest coverage (x)	8.1	12.0	1.6	2.0	2.8
FFO cash interest coverage (x)	23.8	9.9	0.9	1.6	2.9
Debt/EBITDA (x)	1.0	1.1	16.7	13.1	8.3
FFO/debt (%)	95.4	72.3	(0.2)	2.1	7.6
Cash flow from operations/debt (%)	60.4	147.1	(5.1)	(12.2)	(3.0)
Debt/debt and equity (%)	26.1	35.8	63.6	60.4	57.2

נזילות

על פי המתודולוגיה שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת". אנו מעריכים כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2023. הערכתנו לרמת הנזילות נתמכת במדיניות החברה לשמירה על היקף גבוה של מזומנים ושווה מזומנים. כמו כן, לאורך השנים שומרת החברה על מערכת יחסים טובה עם המערכת הבנקאית ונהנית מנגישות לשוק ההון, גורמים התורמים להערכתנו לגמישותה הפיננסית.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2023:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומן ונכסים פיננסיים סחירים שאינם מוגבלים בשימוש בהיקף של כ-176 מיליון ₪. • תזרים צפוי מפעילות שוטפת, בניכוי הוצאות מימון ומיסים תזרימיות (לפני רכישת קרקעות), בהיקף של כ-20-25 מיליון ₪. • תמורה של כ-14 מיליון ₪ ממכירת קרקע בבאר יעקב (נחתם).	• חלויות אג"ח ואשראי בנקאי שוטף בהיקף כולל של כ-64 מיליון ₪. • תשלום בגין השלמת רכישת קרקע בראשון לציון בסך כ-79 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד שנתי בהתאם למדיניות החברה.

חלויות חוב

שנה	2023*	2024	2025	2026	2027 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	85	63	96	42	21

*כולל חוב בנקאי של כ-21 מיליון ₪ במסגרת ליווי בנייה שמוחזר ברבעון הראשון של 2023.

ניתוח התניות

להבנתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2022 קיים מרווח הולם בכל ההתניות הפיננסיות העיקריות של החברה בהתאם לתנאי האג"ח. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי: G-3, S-2, E-3

גורמים סביבתיים מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ, בדומה לחברות מקומיות אחרות במגזר ייזום הנדל"ן. ליזמי נדל"ן יש השפעה סביבתית מהותית לאורך כל שרשרת הערך, משום שלפעילות בנייה יש השפעה ישירה אם היא מבוצעת על ידי יזמי הנדל"ן ועקיפה אם היא מבוצעת בקבלנות משנה. פעילויות הבנייה נשענות על רכישת כמויות גדולות של חומרי בניין (שאינם תמיד בני קיימא), היוצרת השפעה סביבתית משמעותית, בעיקר זיהום, פסולת בניין ושימוש במים. גורמי ממשל

תאגידי מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של צבי צרפתי בהתחשב בתלות החברה באנשי מפתח שהם חלק מבעלי השליטה.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA-', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ (סדרות ט', י"א ו-י"ב). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב משקפת את רמת המינוף הנוכחית ואת תמהיל החוב הקיים, כולל היחס בין היקף החוב המובטח והלא מובטח, ומביאה בחשבון הגדלה עתידית בחוב פיננסי בהתאם לאסטרטגיית ההשקעות של החברה ומדיניותה הפיננסית.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל ומשבר בענף הנדל"ן יובילו לצמצום משמעותי בביקוש לדירות ולשטחי מסחר ומשרדים חדשים. כתוצאה מכך תחול ירידה משמעותית בהיקף המכירות ובמחירים בפרויקטים של החברה, שתוביל לירידה מהותית בתזרימי המזומנים לרמה הנמוכה מצורכי שירות קרן וריבית.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומי הפרויקטים ובמלאי הקרקעות שברשותה.
- שווי מלאי הנדל"ן בהקמה שברשות החברה יקטן ב-45% בהתחשב במיקומים.
- שווי הקרקעות לבנייה שבידי החברה יקטן ב-50% בהתחשב במיקום ובשלב קבלת היתרי הבנייה.
- שווי הנדל"ן המשמש כמשרדי החברה יקטן ב-50% בהתחשב באיכות הנכס, במיקומו ובצורך במימוש מהיר.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-522 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-496 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי בכיר מובטח: כ-252 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-243 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-352 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הלא מובטח: 50%-70%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 3

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 צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ לשנת 2022:

- קיזוז מזומנים ושווי מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- נטרול הפסדים מניירות ערך מהוצאות המימון.
- הגדלה של החוב בהיקף ההתחייבויות הפנסיוניות לעובדי החברה (נטו).

Table 2.

Zarfati Zvi Corp. Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2022

	Debt	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA
Reported Amounts	**308.5**	**170.4**	**21.1**	**170.3**
S&P Global Ratings adjustments				
Cash taxes paid	--	--	--	(0.1)
Cash interest paid	--	--	--	(7.1)
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	12.3	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(149.9)	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	(0.1)	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	(0.0)	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	(3.9)	--
Total adjustments	**(137.6)**	**(0.1)**	**(3.9)**	**(7.3)**
S&P Global Ratings adjusted amounts				
	Debt	**EBITDA**	**Interest expense**	**Funds from operations**
Adjusted	**170.9**	**170.3**	**17.2**	**163.1**

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 - 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, 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA-\Stable	01/07/1995	25/05/2022
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ט	ilA-	15/05/2018	25/05/2022
סדרה יא	ilA-	03/09/2020	25/05/2022
סדרה יב	ilA-	25/05/2022	25/05/2022
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מאי 25, 2022	ilA-\Stable		
מרץ 21, 2013	ilBBB+\Stable		
מרץ 14, 2012	ilBBB+\Negative		
פברואר 19, 2008	ilBBB+\Stable		
דצמבר 11, 2006	ilBBB+\Negative		
מרץ 04, 2002	ilBBB+		
מרץ 18, 2001	ilA-		
מאי 01, 1993	ilA		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	14:37 28/05/2023		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14:37 28/05/2023		
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.