Maalot
S&P Global Ratings

צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ

.....

29 במאי 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA-', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736 dima.postirnak@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.....6
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 9
חלויות חוב 9
ניתוח התניות.....9
התאמות לדירוג.....9
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 10

ניתוח שיקום חוב.....10
שיקולים עיקריים 10
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי.....10
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 11
התאמות לדיווח הכספי.....11
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....12
רשימת דירוגים 13

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA-', התחזית יציבה

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 נוכחי וצפוי במרווח מהותי מהרמה ההולמת 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") שמרה על יחסים פיננסים הולמים ב-2023, למרות הקיטון ב-EBITDA. את השנה האחרונה סיימה החברה עם היחלשות ביחסים הפיננסיים ביחס לשנתיים האחרונות, אך הם נותרו ברמות ההולמות את הדירוג הנוכחי. בניגוד לשנתיים הקודמות, החברה לא מכרה קרקעות בהיקפים מהותיים ולכן חלה ירידה ב-EBITDA בהשוואה לשנים 2021-2022. כמו כן, החוב המתואם של החברה גדל בעיקר לאור השקעות בפעילותה השוטפת, וכפועל יוצא עלה יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי לכ-47.2%, אולם נותר נמוך מהותית מיחס המינוף ההולם את הדירוג. בהתאמה, חלה עליה בהוצאות הריבית ואיתה שחיקה ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-2.2x לעומת כ-8.1x ב-2022.

היקף הפעילות נותר מוגבל ולהערכתינו תיתכן תנודתיות גבוהה ביחסים הפיננסיים. נכון לסוף הרבעון הראשון של 2024, לחברה כ-720 יחידות דיור בביצוע ושיווק בשישה פרויקטי מגורים וכ-18 אלף מ"ר בשני פרויקטים מסחריים . בנוסף לחברה שני פרויקטי מגורים ושלושה פרויקטים בתחום המשרדים שהקמתם הושלמה הכוללים כ-11 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 בדומה לתנודתיות בשנתיים האחרונות. בנוסף, סביבת הריבית נותרה גבוהה והמצב הגיאופוליטי בישראל הביאו להאטה משמעותית במספר העסקאות בשוק המגורים בישראל. המלחמה הובילה להשבתה זמנית של הפעילות באתרי הבניה, ישנו מחסור בעובדים ותיתכן פגיעה באספקה סדירה של חומרי גלם. עם זאת, חלה

התאוששות קלה בחודשים האחרונים וגם החברה דיווחה כי היקפי המכירות שלה ברבעון הראשון של 2024 עלו על אלו של שנת 2023 כולה להערכתנו. מגמות אלו עשויות להשפיע על קצב ההכרה בהכנסות, הרווחיות והתנודתיות בתוצאות העסקיות והפיננסיות 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.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות, אם תקרה, עלולה להגביר משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ואת התנודתיות בשוק ההון. כבר כעת קיים חשש שהפרמטרים הכלכליים העיקריים של מדינת ישראל יהיו חלשים בהשוואה לצפי הקודם (ראו הורדת דירוג מדינת ישראל ל-'A+' מ-'AA-', התחזית שלילית, 18 באפריל 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-0.5% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ-2.3% ושיעור אבטלה של כ-4.0% ב-2024. ב-2025 שיפור כלכלי שיתבטא בצמיחה של כ-5% בתמ"ג, ירידה בשיעור האינפלציה לכ-2% ושיעור אבטלה של כ-3.8%.
- הכרה בהכנסות בהיקף כולל של כ-900-1,000 מיליון ₪ בשנים 2024-2025, 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 2024-2025, בהתבסס על תמהיל הפרויקטים ועיתוי ההכרה ברווחים הצפויים.
- רכישת קרקעות חדשות, השקעה בהשבחת קרקעות קיימות וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-150-300 מיליון ₪ בשנים 2024-2025.
- חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
הוצאות מימון/EBITDA	2.2x	2.5x-2.2x	3.0x-2.6x
חוב/חוב והון עצמי	47.2%	55%-50%	55%-50%
חוב/EBITDA	6.7x	8.5x-6.5x	8.0x-5.0x

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

התאוששות במכירות בשנים הקרובות

תרחיש הבסיס שלנו מביא בחשבון מגמות בשוק המגורים בישראל, הכוללות התאוששות ועלייה במספר העסקאות ביתר שאת לקראת 2025, בין היתר בעקבות מבצעי מכירות, בהינתן המבנה הדמוגרפי במדינת ישראל התומך בגידול קשיח בצד הביקוש. כפועל יוצא אנו מעריכים כי היקפי המכירות של החברה יגדלו בשנתיים הקרובות, שישתקפו בעלייה בהכנסות וב-EBITDA בטווח הבינוני-ארוך.

עלייה במינוף לצד שיפור 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. מנגד, אנו מעריכים כי העלייה החזויה בהיקף ה-EBITDA תתרום לשיפור ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון.

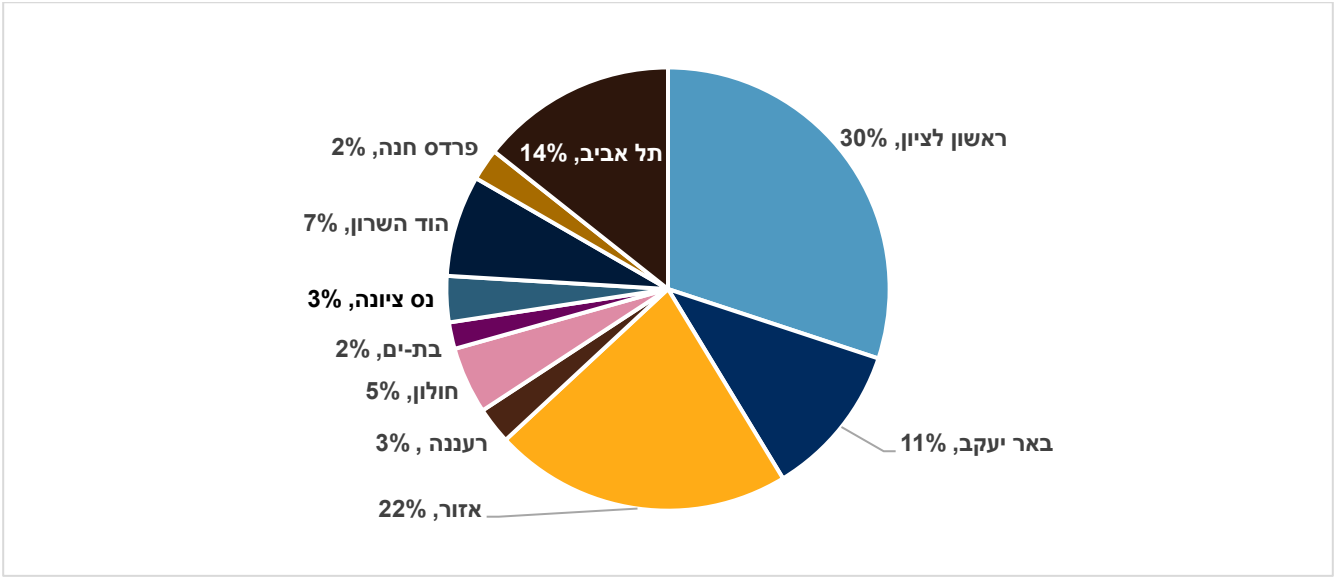
תיאור החברה

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)



בשנה האחרונה החברה שמרה על היקפי הפעילות שלה, ונכון להיום לחברה שמונה פרויקטים בפיתוח מתוכם שישה בתחום המגורים ושניים בתחום המסחר בשלבי ביצוע ושיווק, בהיקף כולל של 720 יחידות דיור וכ-18 אלף מ"ר, בהתאמה. בנוסף, לחברה שלושה פרויקטים מסחריים ושני פרויקטי מגורים שהקמתם הושלמה אך

טרם נמכרו במלואם, הכוללים כ-15 אלף מ"ר ודירות בודדות שטרם נמכרו. לחברה גם שני פרויקטים בשלבי תכנון מתקדמים שצפויים להתחיל בשנה הקרובה בהיקף של כ-191 יח"ד. לפני שנה היו לחברה עשרה פרויקטים בשלבי ביצוע ושיווק בתחום המגורים ושלושה בתחום המסחר, בהיקף כולל של 744 יח"ד וכ-35 אלף מ"ר, בהתאמה. שיעור השיווק בתחום המגורים צמח לכ-56% נכון לאפריל 2024 לעומת כ-40% באפריל 2023, בעיקר הודות לשיווק בפרויקטים שבנייתם הושלמה. על פי תרחיש הבסיס הנוכחי שלנו, בהינתן המבנה הדמוגרפי בישראל וההאטה המהותית בהתחלות בנייה ברבעונים האחרונים, קצב העסקאות ישוב ויואץ משמעותית רק לקראת 2025, וכפועל יוצא תחול צמיחה בתוצאות התפעוליות של צרפתי.

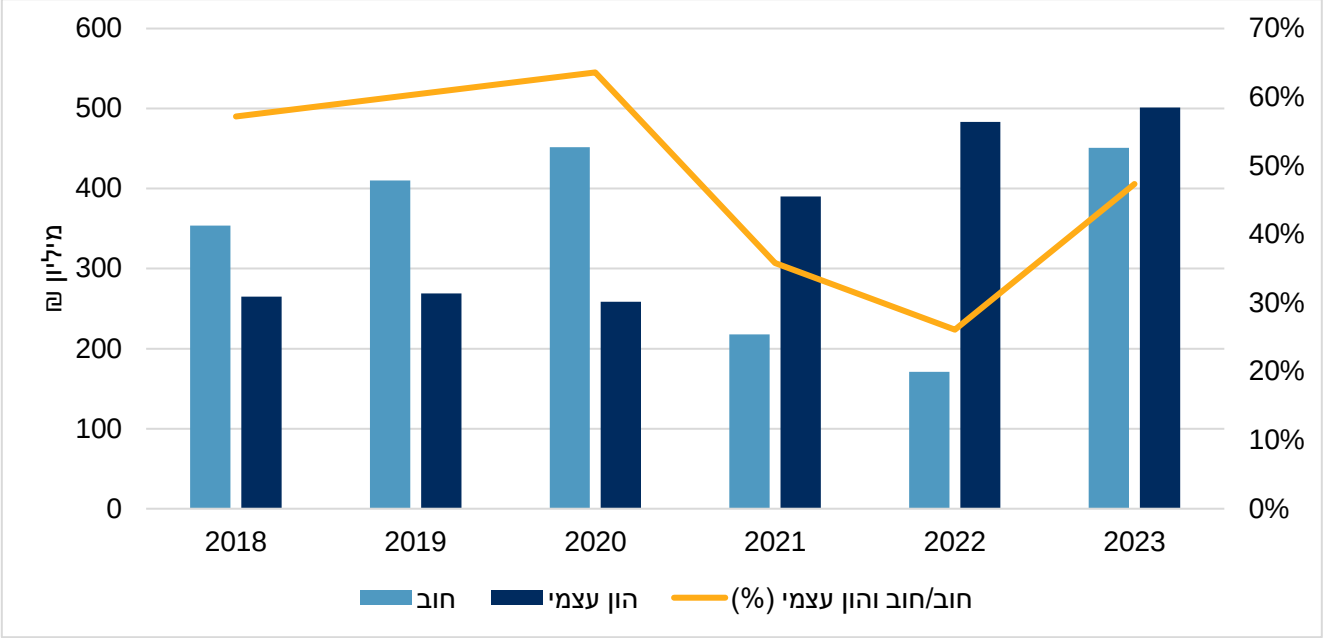
בשנה האחרונה החברה לא רכשה קרקעות חדשות, אלא התמקדה בפיתוח פרויקטים קיימים. מספר הפרויקטים של החברה נותר מוגבל עם חשיפה מהותית למספר פרוייקטים בודדים, כך ששלושה פרויקטים בביצוע ושיווק אחראים לכ-60% מהרווחים הצפויים. גורמים אלה מגבילים להערכתנו את דירוג החברה, ועשויים להוביל לתנודתיות בהכנסות וברווחיות. אנו סבורים כי ביצוע ושיווק של מספר נמוך יחסית של יחידות דיור ושטחי מסחר מהווים מגבלה למיצוי יתרונות לגודל.

הפרופיל הפיננסי

בשנת 2023 הציגה צרפתי עלייה במינוף כפי שהתבטא ביחס המתואם חוב לחוב והון עצמי שעמד על כ-47.2% לעומת כ-26.1% בסוף 2022, גבוה מציפיותנו אך בטווח ההולם את הדירוג. העלייה במינוף נבעה מגידול בחום המתואם לכ-448 מיליון ₪ מכ-170 מיליון ₪ בסוף 2022, שמותנה חלקית בעקבות גידול בהון העצמי לכ-501 מיליון ₪ מכ-483 מיליון ₪ בסוף 2022. הגידול בחוב המתואם נבע בעיקר לרכישת קרקעות ברבעון הראשון של 2023 והמשך פעילותה השוטפת של החברה. הגידול בהון העצמי נבע בעיקר מהרווח השנתי הנקי בקיזוז חלוקת דיבידנד. להערכתנו, שמירה של מרווח מספק מיחס המינוף ההולם את הדירוג מקנה לחברה יכולת לשמור על גמישות פיננסית, לעמוד באסטרטגיית הצמיחה שלה ולהתמודד עם האטה כלכלית.

בשנת 2023 חל קיטון ב-EBITDA שהסתכם בכ-66 מיליון ₪ לעומת כ-170 מיליון ₪ ב-2022, בעיקר בשל היעדר מכירה של קרקעות בהיקפים משמעותיים שתרמו לרווח אשתקד ולאור האטה בקצב השיווק. במקביל, חלה עלייה בהוצאות המימון לכ-29 מיליון ₪ ב-2023 מכ-17 מיליון ₪ ב-2022, בעיקר בשל העלייה בחוב המתואם ובריבית בנק ישראל. כפועל יוצא נשחק יחס ה-EBITDA להוצאות מימון ועמד על כ-2.2x לעומת כ-8.1x בסוף 2022, אולם נותר הולם את הדירוג הנוכחי.

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



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 יחסית, 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

	2023	2022	2021	2020	2019
Revenue	297.1	469.5	560.0	167.7	128.2
EBITDA	66.5	170.3	195.2	27.0	31.4
Funds from operations (FFO)	18.7	163.1	157.5	(1.0)	8.6
Interest expense	29.6	21.1	16.2	17.4	15.7
Cash interest paid	31.7	7.1	17.8	15.4	14.6
Cash flow from operations	(263.3)	103.3	320.3	(23.2)	(50.1)
Cash and short-term investments	68.2	176.3	114.7	61.2	63.6
Debt	451.1	170.9	217.7	451.6	410.1
Equity	501.4	483.5	390.2	258.4	269.0
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	22.4	36.3	34.8	16.1	24.5

	2023	2022	2021	2020	2019
Return on capital (%)	9.0	27.2	29.6	3.8	5.2
EBITDA interest coverage (x)	2.2	8.1	12.0	1.6	2.0
FFO cash interest coverage (x)	1.6	23.8	9.9	0.9	1.6
Debt/EBITDA (x)	6.8	1.0	1.1	16.7	13.1
FFO/debt (%)	4.1	95.4	72.3	(0.2)	2.1
Cash flow from operations/debt (%)	(58.4)	60.4	147.1	(5.1)	(12.2)
Debt/debt and equity (%)	47.4	26.1	35.8	63.6	60.4

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 2024. 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 2024:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומן ונכסים פיננסיים סחירים שאינם מוגבלים בשימוש בהיקף של כ-68 מיליון ₪. • תזרים צפוי מפעילות שוטפת, בניכוי הוצאות מימון ומיסים תזרימיות (לפני רכישת קרקעות), בהיקף של כ-40-50 מיליון ₪. • תמורה של כ-150 מיליון ₪ מהנפקת אגרות חוב (הושלם).	• חלויות אג"ח ואשראי בנקאי שוטף בהיקף כולל של כ-63 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד שנתי בהתאם למדיניות החברה.

חלויות חוב *

שנה	2024	2025	2026	2027	2028 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	158	224	87	44	0

*נכון ל-31 לדצמבר 2023, לא כולל הנפקת אג"ח סדרה י"ג.

ניתוח התניות

להבנתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2023 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

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 באנשימפתח שהם חלק מבעלי השליטה. נציין כי בשנה האחרונה ביצעה החברה מספר שינויים בהנהלה, בין היתר, מינוי יו"ר דירקטוריון שאינו חלק מבעלי השליטה במקום צבי צרפתי שעבר לתפקיד נשיא החברה ומינוי מחדש של משה ורפי צרפתי למנכ"לים משותפים, שתומכים בהערכתנו לממשל התאגידי של החברה.

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 י"א, י"ב ו-י"ג). 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: 2027
- 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-533 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-506 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי בכיר מובטח: כ-263 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-243 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-378 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הלא מובטח: 70%-50%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 3

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה קרובה של סדרות האג"ח.

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 2023:

- 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, 2023

	Debt	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA
Reported Amounts	**509.1**	**66.4**	**29.7**	**66.5**
S&P Global Ratings adjustments				
Cash taxes paid	--	--	--	(16.1)
Cash interest paid	--	--	--	(31.7)
Accessible cash and liquid investments	(61.4)	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	0.0	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	0.0	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	(0.1)	--
Total adjustments	**(61.4)**	**0.0**	**(0.1)**	**(47.8)**
S&P Global Ratings adjusted amounts				

	Debt	EBITDA	Interest expense	Funds from operations
Adjusted	**447.7**	**66.5**	**29.6**	**18.7**

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: 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
- 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: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings , 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

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	28/05/2023
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה יג	ilA-	12/02/2024	12/02/2024
סדרה יא	ilA-	03/09/2020	28/05/2023
סדרה יב	ilA-	25/05/2022	28/05/2023
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	29/05/2024 11:16
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	29/05/2024 11:16
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.