Maalot
S&P Global Ratings

שיכון ובינוי בע"מ

5 במרץ 2026

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

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

אשת קשר נוספת:

איילת מצוב 972-3-7539712 ayelet.matzov@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 3
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תיאור החברה 4
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 5
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 8
נזילות 9
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

התאמות לדיווח הכספי 12
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 13
רשימת דירוגים 13

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מעמד מוביל בתחום הקבלנות והייזום למגורים בישראל, הנתמך במוניטין ובניסיון רב שנים. • תמהיל הכנסות מגוון עם סינרגיה בין תחומי הפעילות. • צבר הזמנות גדול התורם לנראות הרווחים ותזרים המזומנים.	• התמקדות בתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום, עם רמת סיכון בינונית-גבוהה. • מינוף גבוה, אם כי במגמת ירידה בשנים האחרונות, כחלק ממדיניות פיננסית. • השלכות שליליות אפשריות בשל סכסוך עם שותף החברה בפעילות הייזום למגורים בפולין, אם כי ניתנו סעדים זמניים המגבילים את השותף.

בשנה האחרונה המשיכה שיכון ובינוי בע"מ ("שיכון ובינוי" או "החברה") ליישם את האסטרטגיה להפחתת החוב ובמקביל רשמה שיפור בביצועים התפעוליים, מה שתמך בהמשך הירידה במינוף. במהלך 2025 דיווחה החברה על השלמת מימוש מחצית מזכויות החברה בפרויקטים הביטחוניים ובפרויקט חניון שניידר בתמורה כוללת של כ-285 מיליון ₪. בעקבות השלמת העסקאות הפסיקה החברה לאחד בדוחותיה חוב בסך של כ-2.38 מיליארד ₪. כתוצאה מכך צפוי יחס המינוף המתואם חוב ל-EBITDA לפחות לכ-7.5x ב-2025, נמוך מציפיותינו הקודמות, מכ-10.3x ב-2024. בראייה קדימה אנו סבורים כי החברה תשלים מימוש נכסים נוספים, לרבות מכירת 40% מהזכויות בפרויקט מעונות הסטודנטים בת"א, ובמקביל תבצע השקעות במנועי צמיחה, בעיקר בפעילויות הליבה בישראל ובארה"ב. כפועל יוצא, ובהינתן ציפיותינו לביצועים התפעוליים, אנו סבורים כי בשנים 2026-2027 יעמוד יחס המינוף על כ-8x בממוצע, רמה ההולמת את הדירוג.

שיכון ובינוי ממשיכה ביישום האסטרטגיה להתמקד בפעילות הליבה בישראל ובארה"ב, תוך המשך יציאה מפעילויות באפריקה ובמרכז אמריקה. נכון להיום מרבית פעילויות החברה במדינות בסיכון גבוה מומשו, ולהבנתנו בשלב זה לחברה פרויקט פעיל אחד בלבד באוגנדה, שצפוי להסתיים במהלך 2026. החשיפה למדינות אלו הצטמצמה מהותית, ללא הפסדים צפויים מהותיים בתרחיש הבסיס. במקביל, צבר ההזמנות בישראל ובארה"ב נותר גדול, ועמד על כ-18 מיליארד ₪ ב-30 ספטמבר 2025, בדומה לרמתו בסוף 2024. אנו סבורים כי היקף ותמהיל הצבר בישראל ובארה"ב משקף המשך פעילות בהיקפים גבוהים בשוקי הליבה, מה שתומך להערכתנו ביכולת החברה להציג שיפור בביצועים התפעוליים ולהוסיף ודאות לתזרים המזומנים החזוי שלה.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור החברה על מעמדה המוביל, בעיקר בתחום ההנדסה והבנייה בישראל, כפי שמשתקף בצבר ההזמנות הגדול, שצפוי לתמוך בביצועים התפעוליים ובנראות תזרימי המזומנים. אנו רואים יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-8x בממוצע ויחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.5x כהולמים את הדירוג.

נציין כי עם פרוץ סבב הלחימה הנוסף מול איראן עלולים להתגבר הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ותיתכן השפעה על האינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל, והתנודתיות בשוק ההון עשויה להתגבר. בשלב זה ישנה אי ודאות לגבי היקף המלחמה, משכה והשלכותיה. עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג מהותית ולאורך זמן מהיחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג. תרחיש זה עשוי להתממש, בין היתר, אם החברה לא תיישם בהצלחה את מדיניות הפחתת המינוף שלה או במקרה שתאמץ אסטרטגיית השקעות אגרסיבית שתמומן בעיקר בחוב. ביצועים תפעוליים חלשים מהותית מהצפוי או תזרים מזומנים מפעילות נמוך מהותית מהמצופה עשויים גם הם להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג שיפור מהותי ביחסים הפיננסיים כך שיחס החוב ל-EBITDA יפחת מ-5x ויחס ה-EBITDA להוצאות מימון יעלה על 2.0x לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית, תוך שמירה על המיצוב העסקי.

תיאור החברה

שיכון ובינוי היא מקבוצות הנדל"ן והתשתיות מהמובילות בישראל. תחומי הליבה של החברה והחברות הבנות שלה הם קבלנות בנייה לתשתיות בישראל ובארצות הברית וייזום נדל"ן בישראל ובמזרח אירופה. לחברה פעילויות נוספות כגון זכיינות, נדל"ן מניב ואנרגיה. שיכון ובינוי נוסדה ב-1987, ובאוגוסט 2018 הושלמה העברת השליטה לנתי סיידוף המחזיק כיום כ-35% מזכויות ההצבעה בחברה. יתר המניות מוחזקות בעיקר בידי גופים מוסדיים (כ-36%) והציבור (כ-29%).

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-5% בתמ"ג בישראל, שיעור אבטלה של כ-3.2% ואינפלציה של כ-2.2% ב-2026. ב-2027 צמיחה של כ-3.8%, שיעור אבטלה של כ-3.1% ואינפלציה של כ-2%.
- הכנסות שנתיות (לא כולל פעילות שיכון ובינוי אנרגיה) של כ-8.3-8.5 מיליארד ₪ ב-2025 ושל כ-8.4-8.8 מיליארד ₪ ב-2026, בהתבסס על צבר ההזמנות הקיים ועל תמהיל הפעילות הנוכחי והצפוי.
- שיעור EBITDA של כ-14%-15% ב-2025 ושל כ-10%-13% ב-2026, בהתחשב בתמהיל הפעילות ובקצב ההכרה הצפוי בהכנסות וברווח.
- השקעות ורכישות בהיקף כולל של כ-2.6-2.8 מיליארד ₪ בשנים 2025-2026 (לרבות השקעות שבוצעו בפועל).

- המשך יישום אסטרטגיית מימושים של פעילויות והחזקות שאינן בליבת העסקים או שפוטנציאל ההשבחה שלהן מוצה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2024A	2025E	2026E
הוצאות מימון/EBITDA	1.6x	כ-1.4x	כ-1.5x-1.3x
חוב/EBITDA	10.3x	כ-7.5x	8.1x-7.9x
שיעור EBITDA	12.1%	15%-14%	13%-10%

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

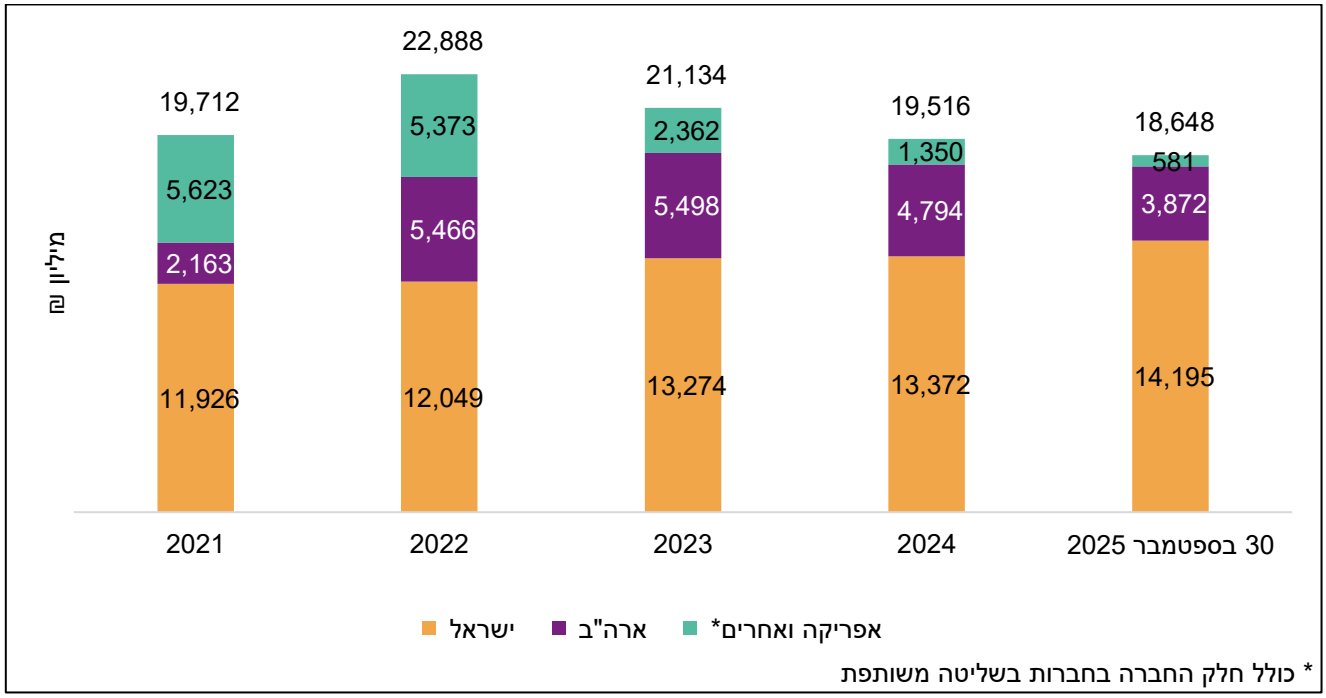
המשך עלייה בהכנסות וברווחיות בשנת 2025, ב-2026 הצמיחה תימשך אולם הרווחיות תתמתן.
תרחיש הבסיס שלנו משקף בעיקר המשך גידול בהכנסות במגזר הקבלנות בישראל, לצד שיפור ברווחיות הגולמית בהשוואה לשנים קודמות. הערכתנו נתמכת בתמהיל צבר ההזמנות הגדול של החברה, שהיקפו כ-14.2 מיליארד ₪ נכון ל-30 בספטמבר 2025, בתחזיות S&P Global Ratings לאינדיקטורים המקרו- כלכליים, ובהתמתנות בסיכונים הגיאופוליטיים, לרבות בהשפעות השליליות על הענף. בתחום הייזום למגורים בישראל תרחיש הבסיס כולל התאוששות הדרגתית בהכנסות, בהתבסס על מספר הפרויקטים הפעילים, שיעורי המכירה הצפויים והערכתנו להתקדמות בביצוע ההנדסי, לרבות התחלת פרויקטים חדשים. עם זאת, הרווחיות בתחום זה צפויה לרדת ב-2026 ביחס לשנים האחרונות, בהתאם להערכתנו בקשר למגמות בשוק הדיור בישראל. בתחום יזמות הנדל"ן למגורים בחו"ל, הצמיחה הצפויה מתבססת בעיקר על מועדי השלמת פרויקטים שבהקמה ואכלוסם. בתחום הקבלנות בארה"ב ההכנסות והרווחיות צפויות לרדת ב-2025, בהינתן הצבר הנוכחי והתחזקות השקל מול הדולר. ב-2026 צפוי שיפור מסוים ברווחיות התחום, לאור ציפיותינו לתרומה מפרויקטים שרווחיותם גבוהה יותר.

בהתאם לציפיותינו, המינוף צפוי לרדת ב-2025, ולהיוותר ברמה דומה ב-2026.
אנו מעריכים כי היקף החוב המתואם ב-2025 ימשיך לרדת, בעיקר לאור השלמת מימושים והנפקות הון, ולכן, בהינתן ציפיותינו לצמיחה ב-EBITDA בהשוואה ל-2024, המינוף צפוי לרדת. אף שתרחיש הבסיס שלנו כולל המשך מימוש החזקות כחלק מאסטרטגיית מיקוד פעילות החברה, אנו צופים כי יבוצעו השקעות במנועי צמיחה חדשים המשיקים לפעילויות הליבה. כפועל יוצא אנו סבורים כי המינוף יישאר יציב למדי ב-2026.

הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי של שיכון ובינוי נתמכת במעמדה התחרותי המוביל בתחומי הקבלנות והייזום למגורים בישראל. אנו סבורים כי המיצוב התחרותי מושפע לטובה מיכולות הביצוע המתקדמות, מיכולת סגירה הפיננסית לפרויקטים גדולים ומהסיווגים הגבוהים לביצוע פרויקטים של הקבוצה, המאפיינים מספר מועט של גופים מובילים בשוק הישראלי. בשנה האחרונה המשיכה שיכון ובינוי להגדיל את צבר ההזמנות שלה בתחום הקבלנות בישראל, שהסתכם בסוף ספטמבר 2025 בכ-14.2 מיליארד ₪, לעומת כ-13.4 מיליארד ₪ בדצמבר 2024. במקביל הגדילה החברה את שיעור ההזמנות בתחום הבנייה למגורים שרווחיותו גבוהה יותר, תוך הפחתת החשיפה לפרויקטים גדולים. אנו סבורים כי הגידול המתמשך בצבר ההזמנות מעיד על יכולת הקבוצה לזכות בפרויקטים ומאפשר ניצול יתרונות לגודל. להערכתנו, תמהיל הצבר הנוכחי והצפי להשקעות תשתית משמעותיות בישראל תומכים בהמשך צמיחה בהיקפי הפעילות תוך שיפור ברווחיות הגולמית בתחום זה. זאת בין היתר לאור יכולת החברה להתמודד עם פרויקטים מורכבים רחבי היקף. צבר ההזמנות בתחום הקבלנות בארה"ב הסתכם בכ-3.9 מיליארד ₪ בספטמבר 2025, לעומת כ-4.8 מיליארד ₪ בדצמבר 2024. הקיטון נבע בעיקר מהתקדמות בביצוע הפרויקטים ומהשפעות התחזקות השקל מול הדולר. בראייה קדימה, ובהתאם לאסטרטגיית החברה להעמקת פעילותה בארה"ב, אנו מעריכים כי צבר ההזמנות מתחום זה יגדל ויתמוך בהמשך הצמיחה בו.

תרשים 1: התפתחות צבר ההזמנות



* כולל חלק החברה בחברות בשליטה משותפת

אנו סבורים כי לשיכון ובינוי מוניטין רב ומיצוב תחרותי מוביל גם בתחום הייזום למגורים בישראל, וברשותה מלאי קרקעות היסטוריות בהיקף מהותי. היקף ופיזור הפרויקטים הרחב ומלאי הקרקעות המשמעותי תומכים בהערכתנו לפרופיל העסקי. נכון ל-30 בספטמבר 2025, לחברה מלאי קרקעות לכ-16,020 יחידות דיור (חלק החברה), מתוכן כ-10,636 יחידות עם תב"ע מאושרת וכ-851 יחידות בשיווק. בנוסף היא מקדמת כ-70 פרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית הכוללים כ-13,700 יחידות דיור (חלק החברה) וכן פעילות בתחום הדיור להשכרה. עם זאת, בהתאם למגמה בענף, ב-2025 נרשמה ירידה בהיקף העסקאות שנחתמו, ובתשעת החודשים הראשונים של השנה נמכרו כ-90 יחידות דיור בלבד בהיקף כספי כולל של כ-273 מיליון ₪, לעומת כ-389 יחידות דיור בהיקף כספי כולל של כ-1,024 מיליון ₪ בתקופה המקבילה ב-2024. בראייה קדימה אנו צופים התאוששות הדרגתית בפעילות בשנים 2026-2027, בהתבסס על התחזיות המקרו-כלכליות של S&P Global Ratings לשוק הישראלי, בהינתן היקף מלאי הדירות לשיווק ומלאי הקרקעות שבבעלות החברה, ולאור ציפיותינו להתקדמות הביצוע והשיווק בפרויקטים. עם זאת אנו מעריכים כי הרווחיות הגולמית בתחום זה תישחק במידת מה, בין היתר בשל התייקרות תשומות הבנייה על רקע המחסור בכח אדם.

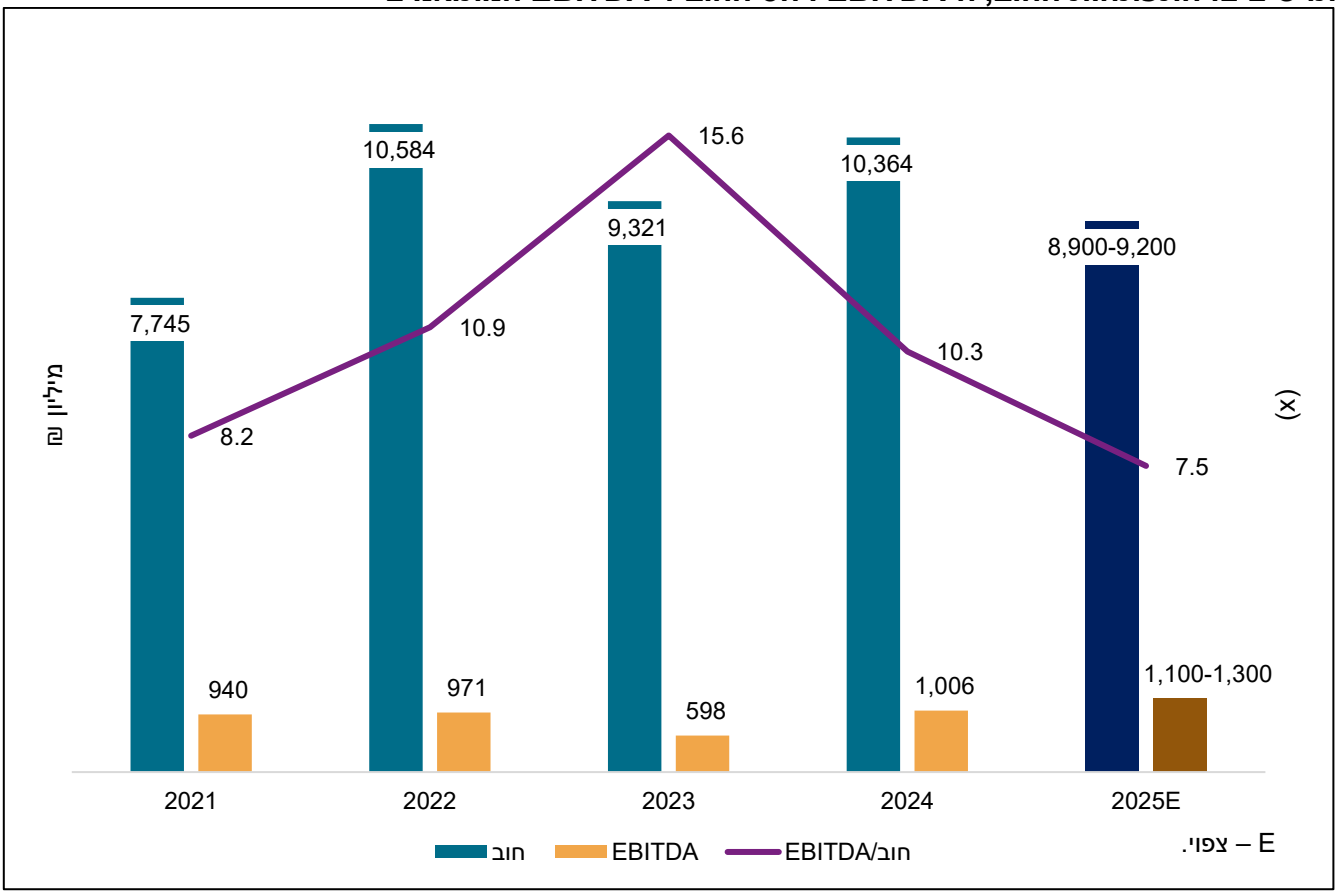
צמצום הפעילויות במדינות בסיכון גבוה צפוי למתן תנודתיות ברווחיות ולתמוך בפרופיל העסקי של החברה. במסגרת יישום אסטרטגיית החברה להתמקד בפעילות במדינות בסיכון נמוך, היא צמצמה משמעותית את פעילותה באפריקה ובמרכז אמריקה, ומרבית הפרויקטים באזורים אלו נמצאים בשלבי סיום או מסווגים כפעילות מופסקת. בין היתר, בפברואר 2026 דיווחה החברה על השלמת העסקה למכירת פעילות הקבוצה בניגריה. למעט פרויקט אחד באוגנדה שצפוי להסתיים במהלך 2026, לחברה לא נותרו פרויקטים פעילים במדינות בסיכון גבוה. בהתאם לאסטרטגיה, היא צפויה להמשיך לפעול ליציאה מכל הפעילות הקבלנית באפריקה ובמרכז אמריקה, מה שתומך בהערכתנו למיצוב העסקי.

בתחום ייזום נדל"ן למגורים בחו"ל, בו פועלת החברה בעיקר במדינות במזרח אירופה, נרשמה בתשעת החודשים הראשונים של 2025 צמיחה בהכנסות לכ-1,073 מיליון ₪, לעומת כ-82 מיליון ₪ בתקופה המקבילה ב-2024, בעיקר כתוצאה מאכלוס של כ-899 יחידות דיור לעומת כ-100 בתקופה המקבילה. הרווחיות הגולמית בפרויקטים שאוכלסו ב-2025 הייתה גבוהה ועמדה על כ-45%, לעומת כ-35% בתקופה המקבילה. על אף השיפור בביצועים התפעולים ב-2025, פעילות החברה בתחום הייזום למגורים במזרח אירופה עשויה להיות מושפעת לרעה ממחלוקת מתמשכת עם השותף המקומי. אנו מעריכים כי בשלב זה הסיכון מוגבל יחסית, בין היתר לאור הסעדים שנתן בית המשפט בפולין המגבילים את השותף. אנו מעריכים כי תחום זה אינו בליבת העסקים וצפוי להצטמצם עם הזמן בהתאם לאסטרטגיית החברה למיקוד הפעילות. יישום מוצלח של אסטרטגיה זו צפוי לתמוך ביציבות התפעולית וברווחיות ולצמצם את סיכוני המדינה, מה שתומך בהערכתנו לפרופיל העסקי של החברה. אנו מעריכים כי הגיוון המגזרי הרחב בפעילויות החברה, יחד עם סינרגיה בין התחומים והיקף פעילות משמעותי תומכים במיצובה התחרותי. לגורמים אלו השפעה חיובית על דירוג שיכון ובינוי ביחס לקבוצת ההשוואה.

הפרופיל הפיננסי

בהתאם להערכותינו, ב-2025 חל קיטון בחוב המתואם והחברה רשמה צמיחה ב-EBITDA, מה שצפוי להוביל לירידה ביחס המינוף לכ-7.5x ב-2025 מכ-10.3x ב-2024. המשך הירידה במינוף הושפע בעיקר מפעולות אקטיביות להקטנת החוב המאוחד שנקטה החברה כחלק מיישום מדיניותה הפיננסית. פעולות אלו כללו, בין היתר, הנפקות הון בהיקף כולל של כ-450 מיליון ₪ במחצית השנייה של 2025, ומימוש מחצית מהזכויות החברה בפרויקטים הביטחוניים ובפרויקט חניון שניידר בתמורה לכ-285 מיליון ₪, שהוביל בנוסף להפסקת איחוד של חוב בסך כ-2.38 מיליארד ₪.

תרשים 2: התפתחות החוב, ה-EBITDA ויחס החוב ל-EBITDA המתואמים



בתרחיש הבסיס אנו מניחים המשך יישום של אסטרטגיית מיקוד הפעילות, תוך מימוש פעילויות והחזקות שאינן בליבת העסקים או שפוטנציאל ההשבחה שלהן מוצה. בין היתר אנו מניחים השלמה של מכירת 40% מהזכויות בפרויקט מעונות הסטודנטים בת"א. במקביל אנו מעריכים כי החברה תמשיך לבצע השקעות במנועי צמיחה בתחומים משיקים וסינרגטיים לפעילות הליבה, שהיקפן ועיתוין עשויים להיות מושפעים במידת מסוימת מקצב המימושים. כפועל יוצא אנו סבורים כי המינוף יישאר יציב למדי, כך שהיחס המתואם חוב ל-EBITDA צפוי לעמוד על כ-8x בשנת 2026.

נציין כי בחישוב היחסים הפיננסיים המתואמים של שיכון ובינוי אנו מתחשבים, בין היתר, במבנה ההחזקות ובמאפייני החוב (עם או בלי זכות חזרה, התאמה של ההלוואות לתזרים מפרויקט הזכיינות וכדומה) ובחשיבות האסטרטגית של פעילויות החברה. בהתאם לכך איננו כוללים את התוצאות התפעוליות וההתחייבויות של שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ, חברה ציבורית עם החזקות מיעוט מהותיות של כ-33% בידי הציבור ומשקיעים מוסדיים. מאז הנפקתה הפחיתה החברה את שיעור ההחזקה שלה בשיכון ובינוי אנרגיה, ולאחרונה דיווחה על מגעים למכירת מלוא ההחזקה. סחירותה של החזקה זו והעלייה בשווי השוק של שיכון ובינוי אנרגיה בשנה החולפת מקנים להערכתנו גמישות פיננסית במימוש ההחזקה.

Table 1.
Shikun & Binui. -- Financial Summary (Mil. NIS)
Industry Sector: Homebuilders & Real Estate Developers

	2024	2023	2022	2021	2020
Revenue	8,306	8,118	7,521	6,079	6,583
EBITDA	1,006	598	971	940	962
Funds from operations (FFO)	51	71	470	499	401
Interest expense	647	820	687	410	257
Cash interest paid	824	403	375	305	305
Cash flow from operations	154	(797)	940	167	252
Capital expenditure	947	656	3,602	328	219
Cash and short-term investments	2,613	3,961	2,938	2,436	2,499
Gross available cash	2,626	3,949	2,816	2,368	2,384
Debt	10,364	9,321	10,584	7,745	6,457
Equity	5,061	6,052	4,883	3,348	3,297
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	12.1	7.4	12.9	15.5	14.6
Return on capital (%)	10.9	8.2	8.7	9.2	8.0
EBITDA interest coverage (x)	1.6	0.7	1.4	2.3	3.7
FFO cash interest coverage (x)	1.1	1.2	2.3	2.6	2.3
Debt/EBITDA (x)	10.3	15.6	10.9	8.2	6.7
FFO/debt (%)	0.5	0.8	4.4	6.4	6.2
Cash flow from operations/debt (%)	1.5	(8.6)	8.9	2.2	3.9

נזילות

אנו מעריכים את נזילות החברה כ'הולמת'. מאחר שחלק משמעותי מהחוב של הקבוצה נמצא בחברת האם, אנו בוחנים את הנזילות על בסיס סולו, תוך התחשבות בדיבידנדים ודמי ניהול מהחברות הבנות כמקור התזרים העיקרי של החברה. הערכתנו לנזילות נתמכת בכרית המוזמנים המשמעותית שבידי החברה, ומתבססת בעיקר על תזרים מזומנים מהחברות הבנות.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שהמקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2026 הם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-657 מיליון ₪. • מסגרות אשראי חתומות פנויות בהיקף של כ-478 מיליון ₪. • תזרים מזומנים מפעילות שוטפת* בהיקף של כ-190-210 מיליון ₪. • תמורה ממימושים בסך כ-300-330 מיליון ₪.	• אשראי לזמן קצר וחלויות שוטפות בהיקף כולל של כ-900 מיליון ₪. • הוצאות הוניות (capex) מינימליות של כ-450 מיליון ₪.

* תקבולי דיבידנדים, החזר הלוואות ודמי ניהול מהחברות הבנות התפעוליות, בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות במטה ותשלומי ריבית.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-30 בספטמבר 2025 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: חיובית (השפעה חיובית)

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

גורמי ממשל תאגידי מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של שיכון ובינוי בע"מ. החברה פועלת בתחום ההנדסה והבנייה, החשוף לשוחד, שחיתות ופרקטיקות אנטי-תחרותיות. הפרות אתיות מובילות בדרך כלל לחקירות מצד רשויות ציבוריות, קנסות גדולים, ועלויות הסכמה ופשרה ופגיעות במוניטין עשויים להשפיע על הביצועים הפיננסיים. יתרה מזאת, קבוצות מורכבות עם נוכחות במדינות בסיכון גבוה עשויות לסבול מהגבלות על העברת תזרימי מזומנים בתוך הקבוצה, המגבילות את התועלת הפוטנציאלית של ריבוי פרויקטים ופיזור גיאוגרפי. לפיכך אנו סבורים שההשפעה השלילית של גורמי ממשל תגידי על איכות האשראי של שיכון ובינוי גבוהה בהשוואה לחברות הנדסה ובנייה ישראליות אחרות. גורמי סביבה מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של שיכון ובינוי. ליזמי נדל"ן יש השפעה סביבתית מהותית לאורך כל שרשרת הערך.

פעילויות הבנייה נשענות על רכישת כמויות גדולות של חומרי בניין (שאינם תמיד בני קיימא), היוצרת השפעה סביבתית משמעותית, בעיקר זיהום, פסולת בניין ושימוש במים.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של שיכון ובינוי בע"מ (סדרות 8, 9, 10 ו-11). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת, בין היתר, בהיקף גדול של נכסים שאינו מקבל ביטוי מלא ב-EBITDA של החברה אך להערכתנו מגלם שווי בר מימוש.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2030.
- מיתון עמוק בכלכלות השונות בהן פועלת החברה ועלייה ניכרת באבטלה ובריבית בנק ישראל יובילו לירידה בביקוש לדירות מגורים ולירידת מחירים חדה, להאטה משמעותית בהשקעות הממשלות בתשתיות ולפגיעה בענף הנדל"ן המניב ובשווי הנכסים.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת בפיזור על פני מספר תחומי פעילות שונים, בפיזור גיאוגרפי ובמעמד תחרותי מוביל בישראל בתחום הקבלנות וההנדסה, התשתיות והייזום למגורים.
- מזומנים ושווי מזומנים יקטנו בכ-70% במסלול ההתדרדרות. אנו מניחים יתרת מזומנים חיובית בעת כשל הפירעון ההיפותטי, לאור יתרת המזומנים הגבוהה הנוכחית.
- שווי השקעות בחברות כלולות, הלוואות לחברות מוחזקות, חייבים והסדרי הפעלה במסגרת הסדרי זיכיון, וקרקעות מסווגות למימוש יקטנו בכ-40%-60%.
- שווי שוק מניות החברה הציבורית שיכון ובינוי אנרגיה יקטן בכ-70%.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- EBITDA ביציאה מנקודת כשל הפירעון: כ-744 מיליון ₪
- מכפיל EBITDA ענפי: 5.0x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-3.7 מיליארד ₪
- שווי נוסף כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת השווי הנכסי: כ-4.8 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-8.1 מיליארד ₪
- סך חוב בכיר מובטח: כ-7.2 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-863 מיליון ₪

- סך חוב לא מובטח (אג"ח מדורגות): כ-2.4 מיליארד ₪.
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 30%-50%
- דירוג שיקום חוב לחוב לא מובטח (1 עד 6): 4

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

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 שיכון ובינוי בע"מ לשנת 2024:

- נטרול פעילות שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ.
- קיזוז עודפי מזומנים ושווי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- ניכוי הכנסות והוצאות אחרות, שערוכים ורווחי הון ממימושים מה-EBITDA המתואם.
- הוספה של דיבידנד מחברות כלולות ל-EBITDA.
- הוספה של הוצאות מימון מהוונות בעלות המכר ל-EBITDA וסיווג הוצאות מימון שהוונו כהוצאות מימון ברוטו.
- נטרול השפעות שער חליפין והוצאות מימון בגין חכירה מהוצאות המימון.
- סיווג תזרים מזומנים בגין ריבית ששולמה כתזרים מפעילות שוטפת.

Table 2.

Shikun & Binui Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2024

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**15,894**	**4,071**	**8,496**	**336**	**794**	**1,006**	**276**
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(132)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(897)	--
Accessible cash and liquid investments	(2,626)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	30	265	--	--
Deconsolidation/consolidation	(2,891)	--	(190)	62	(204)	73	219
Income/(expense) of unconsolidated equity method affiliates	--	--	--	(441)	--	--	--
Nonoperating income/(expense)	--	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(341)

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Noncontrolling interest/minority interest	--	990	--	--	--	--	--
Debt: Other (situational)	(13)	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Share-based compensation expense	--	--	--	6	--	--	--
EBITDA: Dividends received from equity investments	--	--	--	82	--	--	--
EBITDA: Other income/ (expense) (principle based)	--	--	--	989	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	--	(58)	--	--	--
Interest expense: Derivatives	--	--	--	--	(25)	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	--	(183)	--	--
Total adjustments	**(5,530)**	**990**	**(190)**	**670**	**(147)**	**(956)**	**(122)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**10,364**	**5,061**	**8,306**	**1,006**	**647**	**51**	**154**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: 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: 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
- 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, 7 ביולי, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

רשימת דירוגים

שיכון ובינוי בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	01/02/1999	24/02/2025
טווח קצר	ilA-1	10/05/2023	24/02/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה 10	ilA	18/04/2021	24/02/2025
סדרה 8	ilA	26/02/2015	24/02/2025
סדרה 9	ilA	26/02/2020	24/02/2025
סדרה 11	ilA	17/08/2025	17/08/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
פברואר 24, 2025	ilA\Stable		
פברואר 28, 2023	ilA\Negative		
פברואר 26, 2020	ilA\Stable		
מאי 27, 2018	ilA\Negative		
מרץ 01, 2018	ilA\Watch Neg		
מרץ 01, 2017	ilA\Positive		
אוגוסט 17, 2016	ilA\Developing		
יוני 26, 2016	ilA+\Watch Neg		
פברואר 03, 2016	ilA+\Negative		
ינואר 06, 2014	ilA+\Stable		
דצמבר 23, 2010	ilA\Stable		
ספטמבר 10, 2009	ilA-\Negative		
אוגוסט 06, 2009	ilA\Watch Neg		
יולי 23, 2007	ilA\Positive		
אפריל 17, 2007	ilA-\Positive		
מרץ 15, 2005	ilA-		
יוני 18, 2003	ilA		
מרץ 19, 2001	ilA+		
פברואר 01, 1999	ilAA-		
טווח קצר			
מאי 10, 2023	ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	05/03/2026 17:31
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	05/03/2026 17:31
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.