Maalot
S&P Global Ratings

צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ

3 ביוני 2026

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA-', התחזית יציבה; אשרור דירוג איגרות החוב, 'ilA-'

אנליסטית אשראי ראשית:

רותי רוזנצוויג 972-3-7539750 ruthy.rozentzvige@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
תיאור החברה 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 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 12

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 ההולמים את הדירוג.	• חשיפה לתחום הייזום שרמת הסיכון בו בינונית-גבוהה. • היקף מוגבל של פרויקטים בשלבי הקמה ושיווק. • תנודתיות פוטנציאלית גבוהה ביחסים הפיננסיים בשל היקף פעילות מוגבל וחשיפה למספר פרויקטים מהותיים. • פיזור גיאוגרפי מוגבל, אולם מרבית הפרויקטים ממוקמים באזורי ביקוש במרכז הארץ.

בשנה האחרונה הציגה צבי צרפתי ובניו השקעות ובנין (1992) בע"מ ("צרפתי" או "החברה") שיפור קל במינוף ושמרה על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג, למרות קיטון ב-EBITDA ואתגרים בשוק המגורים. צרפתי הציגה ירידה במכירות ב-2025, ובשל כך קטן ה-EBITDA בכ-36% לכ-67 מיליון ₪. עם זאת, שיעור השיווק ברוב הפרויקטים בהקמה או במלאי נותר גבוה. החוב המתואם של החברה המשיך לגדול, אך בשל הנפקת הון שבוצעה במהלך השנה, החברה הציגה שיפור ביחס החוב לחוב והון עצמי לכ-51%. יחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון נשחק בשל הקיטון ב-EBITDA ועמד על כ-1.6x לעומת כ-2.2x בסוף 2024, אך בממוצע המשיך להלום את הדירוג.

על אף הקיטון בהיקף הפעילות בתקופה האחרונה, אנו מעריכים כי פרויקטים עתידיים ומכירות מוקדמות יתמכו ביציבות הביצועים בתקופת התחזית. נכון לתחילת 2026, יש לצרפתי בביצוע ובשיווק כ-385 יחידות דיור בשלושה פרויקטי מגורים וכ-35 אלף מ"ר בשלושה פרויקטים בתחום המשרדים והמסחר (אחד מהם הוא הפרויקט בהוד השרון שלאחרונה התווספו אליו גם כ-130 יחידות דיור למגורים). בנוסף יש לחברה כ-29 יחידות דיור וכ-12 אלף מ"ר שטחי משרדים ומסחר בפרויקטים שהקמתם הושלמה. נכון לאפריל 2026, השלימה החברה את הקמתם של פרויקט שפרינצק בראשון לציון, פרויקט חולון 207 ופרויקט DUO ברעננה. בשנה הקרובה צפויה החברה להתחיל בהקמת ארבעה פרויקטים חדשים בתחומי המגורים, המשרדים והמסחר, שבאחד מהם שיעור השיווק עומד כבר על כ-25%. על רקע תנאי השוק המאתגרים החליטה החברה לבצע שינוי ייעוד ל-63 יחידות דיור בפרויקט AZUR, ובחודשים הקרובים היא צפויה להשכיר יחידות אלה לשוכרים לתקופה של כחמש שנים, במקום למכור אותן, במטרה לגוון את מקורות התזרים עד למימושן. בנוסף, בשנה האחרונה זכתה החברה במכרז השלישות ברמת גן, מתחם בהיקף של כ-13 דונם, תמורת כ-820 מיליון ₪, לצורך הקמת פרויקט הכולל מגורים, תעסוקה ומסחר. החברה מימנה באמצעות חוב והון עצמי את רכישת 20% מהקרקע, ויתרת התמורה צפויה להיות משולמת בעוד כשלוש שנים ללא ריבית והצמדה. במקביל פועלת החברה בשיתוף עם עיריית רמת גן לקידום הגדלת זכויות הבנייה במתחם, ותחילת ההקמה צפויה, להערכתה,

בעוד כארבע שנים. אנו סבורים כי צבר הפרויקטים בשלבי תכנון וקידום, לצד חמש עתודות הקרקע שבבעלות החברה במרכז הארץ, תומכים בנראות הפעילות העתידית של החברה וביכולת ייצור התזרים שלה לאורך זמן.

עם זאת, פעילותה של החברה חשופה למספר מצומצם של פרויקטים מהותיים. חשיפה זו, בשילוב עם המימון שנלקח לאחרונה לצורך רכישת פרויקט השלישות והנפקת איגרות החוב, ועם החוב הנוסף הצפוי לצורך השלמת העסקה, עשויים להוביל לתנודתיות ביחסים הפיננסיים ולהמשך גידול בחוב ועלייה במינוף. למרות זאת אנו מעריכים כי יחסי הכיסוי והמינוף יישארו בממוצע בטווח ההולם את הדירוג.

שוק הנדל"ן למגורים פעל בתקופה האחרונה בתנאים מאתגרים. אלה התבטאו בין היתר בהתמתנות הביקושים, בעלויות הקמה ומימון גבוהות ובצמצום השימוש במבצעי מימון לרוכשים. אנו סבורים כי גורמים אלה צפויים להמשיך להשפיע על קצב המכירות והרווחיות של צרפתי ולהוביל לתנודתיות בתוצאותיה הפיננסיות, ומשתקפים 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 התואמות את תרחיש הבסיס שלנו. בהינתן היקף הפעילות ותנאי השוק הנוכחיים, אנו סבורים כי יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-60% ויחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.5x 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 שההכרה 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 משמעותית מתחת ל- 1.5x לאורך זמן, עלייה ביחס החוב לחוב והון עצמי אל מעל 65% או התדרדרות בנזילות החברה עשויים להוביל לפעולת דירוג שלילית. תרחישים אלו ייתכנו, 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.

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-61% מהחברה, והיתר מוחזק בידי הציבור.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-3.1% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ-2.2% ושיעור אבטלה של כ-3.3% ב-2026. ב-2027 צמיחה של כ-5.9% בתמ"ג, ירידה בשיעור האינפלציה לכ-2.0% ושיעור אבטלה של כ-3.1%.
- הכרה בהכנסות בהיקף כולל של כ-600-700 מיליון ₪ בשנים 2026-2027, בהתבסס על הערכתנו לקצב המכירות ושיעור הגמר ההנדסי הצפויים בפרויקטים בשלבי תכנון, ביצוע ושיווק, ובהינתן המגמות בענף המגורים והמשרדים.
- שיעור EBITDA מהכנסות של כ-18%-22% בשנים 2026-2027, בהתבסס על תמהיל הפרויקטים ועיתוי ההכרה ברווחים הצפויים.
- רכישת קרקעות חדשות, השקעה בהשבחת קרקעות קיימות וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-450-600 מיליון ₪ בשנים 2026-2027.
- חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2025A	2026E	2027E
הוצאות מימון/EBITDA	1.6x	1.7x-1.4x	2.0x-1.6x
חוב/חוב והון עצמי	50.6%	58%-52%	58%-52%
חוב/EBITDA	9.0x	12.0x-9.0x	11.0x-8.0x

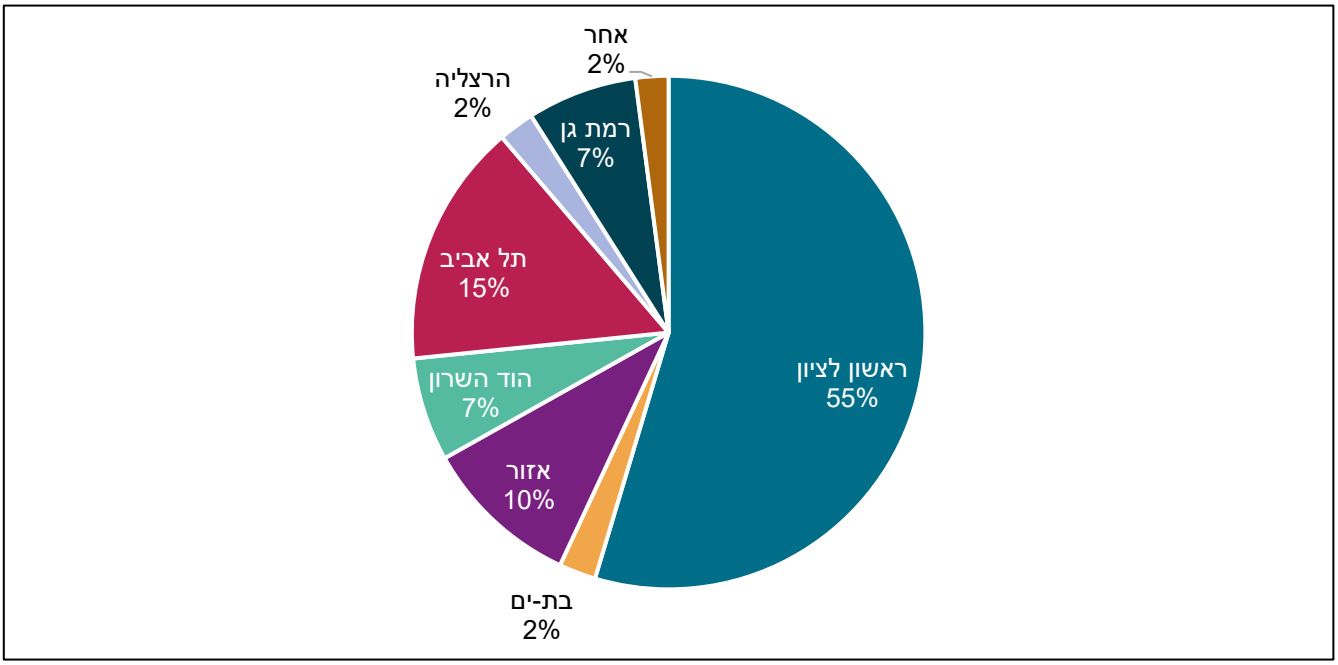
A-בפועל. E-צפוי.

הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי של צרפתי נתמכת במוניטין ובניסיון של יותר מ-40 שנים בתחום יזמות הנדל"ן למגורים, למשרדים ולמסחר בישראל. לצד ריכוזיות גיאוגרפית מסוימת בפעילותה, מרבית הפרויקטים של צרפתי ממוקמים באזורי ביקוש במרכז הארץ (בין היתר ראשון לציון, תל אביב, אזור והוד השרון) באופן התומך,

להערכתנו, ביכולת השיווק של יחידות הדיור ושטחי המסחר בפרויקטים וביציבות פעילותה העסקית. זכייה במכרז השלישות ברמת גן והרחבת פרויקט הוד השרון, וכן עתודות פרויקטי התחדשות עירונית במרכז הארץ, תומכים אף הם בהתמקדות החברה באזורי המרכז המבוקשים. לחברה יש זרוע קבלנות המבצעת את מרבית הבנייה בפרויקטים, מה שמאפשר לה להציג רווחיות גולמית גבוהה בהשוואה ליזמים ללא זרוע ביצועית.

תרשים 1: פילוח גיאוגרפי לפי ההכנסות הצפויות מפרויקטים בביצוע ובתכנון



כיום יש לחברה שישה פרויקטים בפיתוח, מתוכם שלושה בתחום המגורים ושלושה בתחום המסחר והמשרדים (אחד מהם הוא פרויקט בהוד השרון שיכלול גם מגורים), בשלבי ביצוע ושיווק, בהיקף כולל של כ-385 יחידות דיור וכ-35 אלף מ"ר. בנוסף יש לחברה שני פרויקטים מסחריים ושלושה פרויקטי מגורים שהקמתם הושלמה אך טרם נמכרו במלואם, הכוללים כ-30 דירות וכ-12 אלף מ"ר שטרם נמכרו. ב-12 החודשים הקרובים צפויה צרפתי להתחיל בביצוע ושיווק של ארבעה פרויקטי מגורים (אחד מהם כולל עירוב מסחר) הכוללים כ-339 יחידות דיור וכ-774 מ"ר מסחרי. ב-2027 צופה החברה להתחיל בביצוע ושיווק של חמישה פרויקטים נוספים, שני פרויקטי מגורים ושלושה עם עירוב שימושים, הכוללים כ-885 יחידות דיור וכ-4,600 מ"ר מסחרי. נכון לסוף אפריל 2026, שיעור השיווק הממוצע בפרויקטים בהקמה עומד על כ-86%, לעומת כ-73% שנה קודם לכן. שיעור השיווק הממוצע בפרויקטים שבמלאי, שבנייתם הושלמה וטרם נמכרו במלואם, עומד על כ-65%. עם זאת, בשלושה מתוך חמשת הפרויקטים במלאי שיעור השיווק הממוצע עומד על כ-88%, נתון המצביע על ריכוז עיקר המלאי הבלתי מכור בשני פרויקטים בלבד. בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו, ובהינתן האתגרים המאפיינים את שוק הנדל"ן למגורים לצד היקף מוגבל של פרויקטים בהקמה, אנו מעריכים כי קצב המכירות יישאר יציב למדי ב-2026 ויתבטא בירידה מסוימת בהיקף ההכנסות. החל מ-2027 אנו צופים התאוששות הדרגתית

בפעילות, שתתמוך בגידול בהכנסות ובשיפור היחסים הפיננסיים, בעיקר הודות להתקדמות בשיווק פרויקטים בשלבי תכנון ומכירה מוקדמת, לצד המשך מכירת יחידות הדיור בפרויקטים שבמלאי.

בשנה האחרונה זכתה צרפתי במכרז להקמת פרויקט השלישות, והוא אחד מפרויקטי הדגל העתידיים שלה. הפרויקט ממוקם ברמת גן על שטח של כ-13 דונם, עליו פועל כיום מחנה צבאי שצפוי להתפנות ב-2029, וכולל בתכנון הנוכחי הקמה של כ-700 יחידות דיור לצד כ-3,900 מ"ר שטחי תעסוקה וכ-2,025 מ"ר שטחי מסחר. עלות רכישת הקרקע הסתכמה בכ-820 מיליון ₪, וצרפתי מתכננת לממן אותה באמצעות שילוב של הון עצמי וחוב. נכון למועד דוח זה, כ-60 מיליון ₪ מומנו באמצעות הון עצמי וכ-230 מיליון ₪ באמצעות חוב בנקאי. החברה פועלת בשיתוף העירייה לקידום שינוי התב"ע ולהגדלת זכויות הבנייה במתחם, שאם יאושרו עשויים לתמוך בהשבחת הפרויקט ולהגדיל את פוטנציאל הרווחיות הגלום בו.

לצרפתי עתודות קרקע בבעלותה, שלהערכתנו תומכות בשמירה על היקפי הפעילות לאורך זמן ובנראות טובה יחסית של תזרימי המזומנים העתידיים. בנוסף, בשנה האחרונה החלה החברה בתהליך להקמת חברת בת ייעודית בתחום ההתחדשות העירונית. צרפתי צפויה להעביר לחברת הבת פרויקטי התחדשות עירונית המצויים בשלבי קידום ראשוניים וטרם אושרו, ובכך לרכז את פעילות ההתחדשות העירונית תחת פלטפורמה ייעודית המתמחה בתחום.

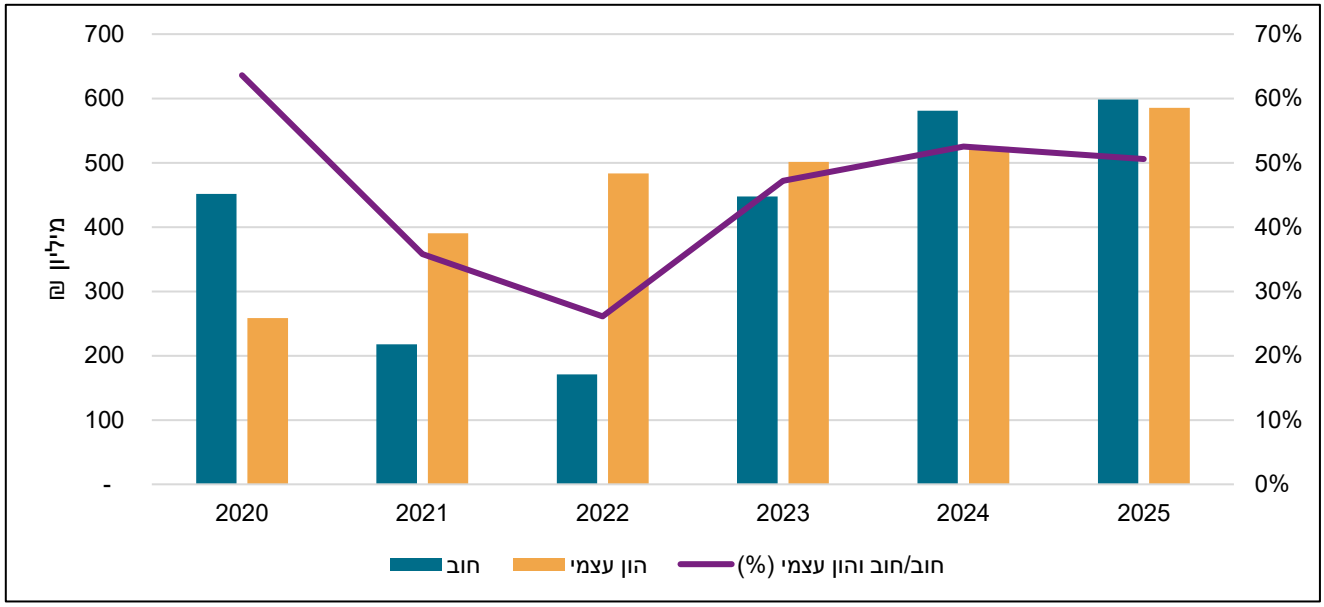
מספר הפרויקטים של החברה נותר מוגבל, עם חשיפה מהותית לפרויקטים בודדים. גורמים אלה עשויים להוביל לתנודתיות בהכנסות וברווחיות, ומגבילים את דירוג החברה. אנו סבורים כי הקמה ושיווק של היקף מצומצם של יחידות דיור ושטחי מסחר מגבילים מיצוי יתרונות לגודל.

הפרופיל הפיננסי

בשנת 2025 הציגה צרפתי קיטון חד ב-EBITDA, שהסתכם בכ-67 מיליון ₪ לעומת כ-105 מיליון ₪ ב-2024. זאת בשל קיטון במכירות, בין היתר על רקע היצע מוגבל של פרויקטים פעילים לשיווק, בעוד פרויקטים המצויים בשלבי תכנון טרם הבשילו לכדי תרומה להכנסות. בנוסף, החברה פעלה בסביבת שוק מאתגרת, עם האטה בפעילות ענף המגורים, ירידה בהיקף העסקאות וגידול במלאי הדירות הלא מכורות, שהשפיעו לשלילה על קצב המכירות בענף בכלל ועל צרפתי בפרט. במקביל חלה ירידה קלה בהוצאות המימון המתואמות לכ-42 מיליון ₪ ב-2025 מכ-48 מיליון ₪ ב-2024. בשל הירידה החדה ב-EBITDA, יחס ה-EBITDA להוצאות מימון ירד לכ-1.6x ב-2025 מ-2.2x ב-2024, בדומה לציפייתנו.

ב-2025 חל גידול בחוב המתואם של צרפתי לכ-598 מיליון ₪ מכ-580 מיליון ₪ בסוף 2024, בין היתר בשל הרחבת סדרת אג"ח י"ג. למרות זאת, יחס המינוף החוב לחוב והון עצמי ירד לכ-50.6% מ-52.5% בסוף 2024, בזכות הנפקת הון של כ-50 מיליון ₪. אנו מעריכים כי שמירה על מרווח מספק מיחס המינוף ההולם את הדירוג מקנה לחברה יכולת לשמור על גמישות פיננסית, לעמוד באסטרטגיית הצמיחה שלה ולהתמודד עם האתגרים בשוק הנדל"ן המקומי.

תרשים 2: התפתחות החוב המתואם, ההון העצמי ויחס המינוף



התנודתיות הגבוהה בהון החוזר המאפיינת חברות בתחומי הייזום למגורים, והיקף הפעילות המוגבל של החברה עם חשיפה מהותית לפרויקטים 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 המינוף הנמוך, על בסיס ההון ועל המדיניות הפיננסית, וכן על הערכתנו כי רכישת קרקעות חדשות תתבצע באופן מדוד ביחס לתרומה התפעולית מהפעילות האורגנית תוך שמירה על נזילות הולמת, אנו צופים כי החברה תשמור על יחסי מינוף וכיסוי ההולמים בממוצע את הדירוג.

Table 1.

Zarfati Zvi Corp. Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Homebuilders & Real Estate Developers

	2025	2024	2023	2022	2021
Revenue	408.8	482.3	297.1	469.5	560.0
EBITDA	66.7	104.8	66.5	170.3	195.2
Funds from operations (FFO)	(0.7)	(10.8)	18.7	163.1	157.5
Interest expense	42.3	47.7	29.6	17.2	16.2
Cash interest paid	41.7	42.0	31.7	7.1	17.8
Cash flow from operations	(50.0)	(93.4)	(263.3)	103.3	320.3
Cash and short-term investments	49.7	57.2	68.2	176.3	114.7
Debt	598.5	580.7	447.7	170.9	217.7
Equity	585.4	524.6	501.4	483.5	390.2
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	16.3	21.7	22.4	36.3	34.8
EBITDA interest coverage (x)	1.6	2.2	2.2	9.9	12.0
FFO cash interest coverage (x)	1.0	0.7	1.6	23.8	9.9

	2025	2024	2023	2022	2021
Debt/EBITDA (x)	9.0	5.5	6.7	1.0	1.1
FFO/debt (%)	(0.1)	(1.9)	4.2	95.4	72.3
Cash flow from operations/debt (%)	(8.4)	(16.1)	(58.8)	60.4	147.1
Debt/debt and equity (%)	50.6	52.5	47.2	26.1	35.8

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 באפריל 2026. הערכתנו לרמת הנזילות נתמכת במדיניות החברה לשמירה על היקף גדול של מזומנים ושווה מזומנים. כמו כן, לאורך השנים שומרת החברה על מערכת יחסים טובה עם המערכת הבנקאית ונהנית מנגישות לשוק ההון, גורמים התורמים להערכתנו בגמישותה הפיננסית.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים שאינם מוגבלים בשימוש בהיקף של כ-171 מיליון ₪. • תזרים צפוי מפעילות שוטפת, בניכוי הוצאות מימון ומיסים תזרימיות ורכישת קרקעות, בהיקף של כ-40-70 מיליון ₪ (הערכה שלנו).	• חלויות אג"ח ואשראי בנקאי שוטף בהיקף כולל של כ-87 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד שנתי בהתאם למדיניות החברה.

ניתוח התניות

להבנתנו, נכון ל-31 במרץ 2026 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 (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: ניטרלית (אין השפעה)

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, בשל תלות החברה באנשי מפתח שהם חלק מבעלי השליטה. נציין כי בשנים האחרונות ביצעה החברה מספר שינויים בהנהלה שתומכים בהערכתנו לממשל התאגידי של החברה, 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.

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"ב, י"ג ו-י"ד). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל הפירעון ההיפותטי, 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: 2029
- 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-665 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-632 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי בכיר מובטח: כ-371 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-261 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-471 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הלא מובטח: 70%-50%

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה קרובה של החוב

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 2025:

- קיזוז חלק מהמזומנים ושווי המזומנים הזמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- נטרול הפסדים מניירות ערך מהוצאות המימון.

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, 2025

	Debt	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings-adjusted EBITDA
Reported Amounts	**640.8**	**66.7**	**66.1**	**49.8**	**66.7**
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	--	--	(25.6)
Cash interest paid	--	--	--	--	(41.7)
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	7.4	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(49.7)	--	--	--	--
Income/(expense) of unconsolidated equity method affiliates	--	0.0	--	--	--
Nonoperating income/(expense)	--	--	10.1	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	(7.5)	--
Total adjustments	**(42.3)**	**0.0**	**10.1**	**(7.5)**	**(67.4)**
S&P Global Ratings adjusted amounts					
	Debt	**EBITDA**	**EBIT**	**Interest expense**	**Funds from operations**
Adjusted	**598.5**	**66.7**	**76.2**	**42.3**	**(0.7)**

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 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: התייחסות למימון שניתן לחברות לא-פיננסיות על יד בעלי השליטה, 15 במאי, 2025
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 7 ביולי, 2025
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 31 במרץ, 2026
- 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

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	09/06/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה יג	ilA-	12/02/2024	09/06/2025
סדרה יב	ilA-	25/05/2022	09/06/2025
סדרה יד	ilA-	21/12/2025	21/12/2025
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	03/06/2026 10:51
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	03/06/2026 10:51
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 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 maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.