דורסל החזקות בע"מ
דורסל (ב.א.ז.) בע"מ

6 במרץ 2025

אשרור דירוג

אשרור דירוג טווח ארוך 'ilA', התחזית יציבה; קביעת דירוג טווח קצר 'ilA-1' לדורסל החזקות

אנליסטית אשראי ראשית:

רותם שמש 972-3-7539729 rotem.shemesh@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איל עברון 972-3-7539723 eyal.evron@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 3
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תיאור החברה 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 8
ניתוח התניות 9
התאמות לדירוג 9
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 9
ניתוח שיקום חוב 9

שיקולים עיקריים 9
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 9
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 10
התאמות לדיווח הכספי 11
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 11
רשימת דירוגים 12

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• ביצועים תפעוליים יציבים לאורך זמן של תיק הנכסים המניבים', בעיקר בישראל. • צמיחה בהיקפי הפעילות ובתזרים המזומנים מפעילות שוטפת לאורך זמן. • יחסי כיסוי טובים ביחס לקבוצת ההשוואה.	• תיק נכסים קטן ביחס לקבוצת ההשוואה. • ריכוזיות בנכסים עיקריים וריכוזיות ענפית. • חשיפה של כמחצית מהחוב לריבית משתנה.

דורסל החזקות בע"מ ("דורסל" או "הקבוצה") הציגה ביצועים התפעוליים הולמים בשלושת הרבעונים הראשונים של 2024. ה-NOI (net operating income) של החברה צמח בכ-10% לכ-72 מיליון ₪ (על בסיס איחוד חלקי יחסי של חברות המטופלות בשיטת השווי המאזני), בין היתר בשל סביבת האינפלציה, שכן מרבית חוזי השכירות צמודים למדד, עלייה ריאלית בדמי השכירות והשפעה חיובית של הפרשי שער חליפין על דמי השכירות מנכסי החברה באנגליה. שיעור התפוסה הממוצע במרבית נכסי החברה נותר גבוה ועמד על כ-98%, בדומה לשנים קודמות. להערכתנו, דורסל צפויה להמשיך להציג ביצועים תפעוליים יציבים למדי ברבעונים הבאים, בין היתר בהינתן תמהיל ואופי חוזי השכירות הקיימים ושיעורי התפוסה הנוכחיים.

אנו צופים כי הקבוצה תמשיך לשמור על יחסים פיננסים הולמים, גם בהתחשב בעסקת מעלות. בדצמבר 2024 השלימה דורסל את רכישת מחצית הזכויות בקניון במעלות תרשיחא תמורת 121 מיליון ₪. השלמת העסקה צפויה לתמוך להערכתנו בהמשך צמיחה בבסיס ה-EBITDA של החברה תוך שיפור בגיוון המגזרי ובפיזור השוכרים. אנו סבורים כי למרות הגידול בחוב המתואם בשל השלמת העסקה, דורסל תמשיך לשמור על יחסים ההולמים את הדירוג, בין השאר יחס מינוף מאזני של 59%-61% ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2.0x-2.2x בסוף 2024.

אנו קובעים דירוג טווח קצר 'ilA-1' לחברת דורסל החזקות בע"מ. הדירוג לטווח קצר מתבסס על דירוג הטווח הארוך של החברה, בהתאם לטבלת המיפוי המראה את הקשר שבין דירוג המנפיק לטווח ארוך לבין הדירוג לטווח קצר בסולם הדירוג הישראלי.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תמשיך דורסל להציג ביצועים תפעולים הולמים בנכסים הקיימים וכי השקעות נוספות יעלו בקנה אחד עם איכות תיק הנכסים המניבים של החברה כחלק מהאסטרטגיה העסקית של ההנהלה. זאת תוך שמירה על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג, קרי יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-2.0x ויחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-60%, כחלק מהמדיניות הפיננסית.

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

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג לאורך זמן מהיחסים שהגדרנו כהולמים את הדירוג או אם תחול שחיקה בביצועים התפעוליים של החברה, למשל עקב עזיבת שוכר מהותי או הרעה בביצועי הנכסים. פעולת דירוג שלילית תיתכן גם אם החברה תבצע השקעות ממונפות או תשקיע בנכסים שאינם הולמים את איכות תיק הנכסים הקיים ואת האסטרטגיה העסקית.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם תחול הרחבה משמעותית בתיק הנכסים המניבים תוך שיפור משמעותי בפיזור הנכסים והשוכרים ושמירה על ביצועים תפעולים הולמים. זאת תוך שמירה על יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של 2.5x ומעלה ועל יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-55% לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית, ועל נזילות 'הולמת'.

תיאור החברה

דורסל החזקות בע"מ היא חברת נדל"ן מניב הפועלת בישראל, באנגליה ובקפריסין, בעיקר באמצעות החזקותיה בחברת הבת שלה, דורסל (ב.א.ז.) בע"מ. תיק הנכסים של דורסל (ב.א.ז.) בישראל ובאנגליה כולו בבעלותה המלאה למעט קרית יבנה (50%), וכולל 14 נכסים מניבים בתחום המשרדים והלוגיסטיקה. מרבית הנכסים המניבים בישראל ממוקמים בצפון הארץ ומושכרים לחברות בענף הטכנולוגיה. בפעילותה בקפריסין פועלת החברה באמצעות החזקה בשרשור של כ-41.5% מהזכויות בקניון My Mall בעיר לימסול. בסוף הרבעון השלישי של 2024 עמד שוויו הכולל של תיק הנכסים המניב של החברה על כ-1.2 מיליארד ₪ (על בסיס איחוד חלקי יחסי של הפעילות בקפריסין וביבנה). בנוסף מחזיקה דורסל עצמה ב-50% מהזכויות בקניון במעלות-תרשיחא בשווי של כ-120 מיליון ₪ (חלק החברה).

דורסל החזקות בע"מ נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב ומוחזקת בשיעור של כ-49% בידי גבריאל בוגנים המכהן כמנכ"ל החברה, ובשיעור ההצבעה האפקטיבי שלו עומד על כ-52%.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-2.2% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ2.8% ושיעור אבטלה של כ-3.3% ב-2025. ב-2026 צפוי שיפור כלכלי שיתבטא בצמיחה של כ-5% בתמ"ג, שיעור האינפלציה של כ-2.5% ושיעור אבטלה של כ3%.
- יציבות בבסיס ה-EBITDA ב-2024 שמשקפת צמיחה ב-NOI מחד, ועלויות חד פעמיות של כ-8 מיליון ₪ בשל השלמת רכישת 50% מהזכויות בקניון במעלות תרשיחא מאידך. ב-2025 צפי לצמיחה שנתית של 10%-15% ב-EBITDA, המשקפת תרומה מרכישת הנכס במעלות וצמיחה ב-NOI מנכסים קיימים, בעיקר בשל הצמדת רוב חוזי השכירות למדד.
- שיעור NOI מהכנסות יציב בשל צפי לשמירה על שיעורי תפוסה ממוצעים יציבים למדי, ובהתחשב בתמהיל השוכרים ובאופי חוזי השכירות.
- השקעות בהיקף כולל של כ-120-150 מיליון ₪ בשנים 2024-2025, המיוחסות בעיקר לרכישת מחצית הזכויות בנכס במעלות ופיתוח הקניון בקפריסין.
- חלוקת דיבידנד שנתי בהתאם לתוכניות העסקיות של החברה.

יחסים עיקריים

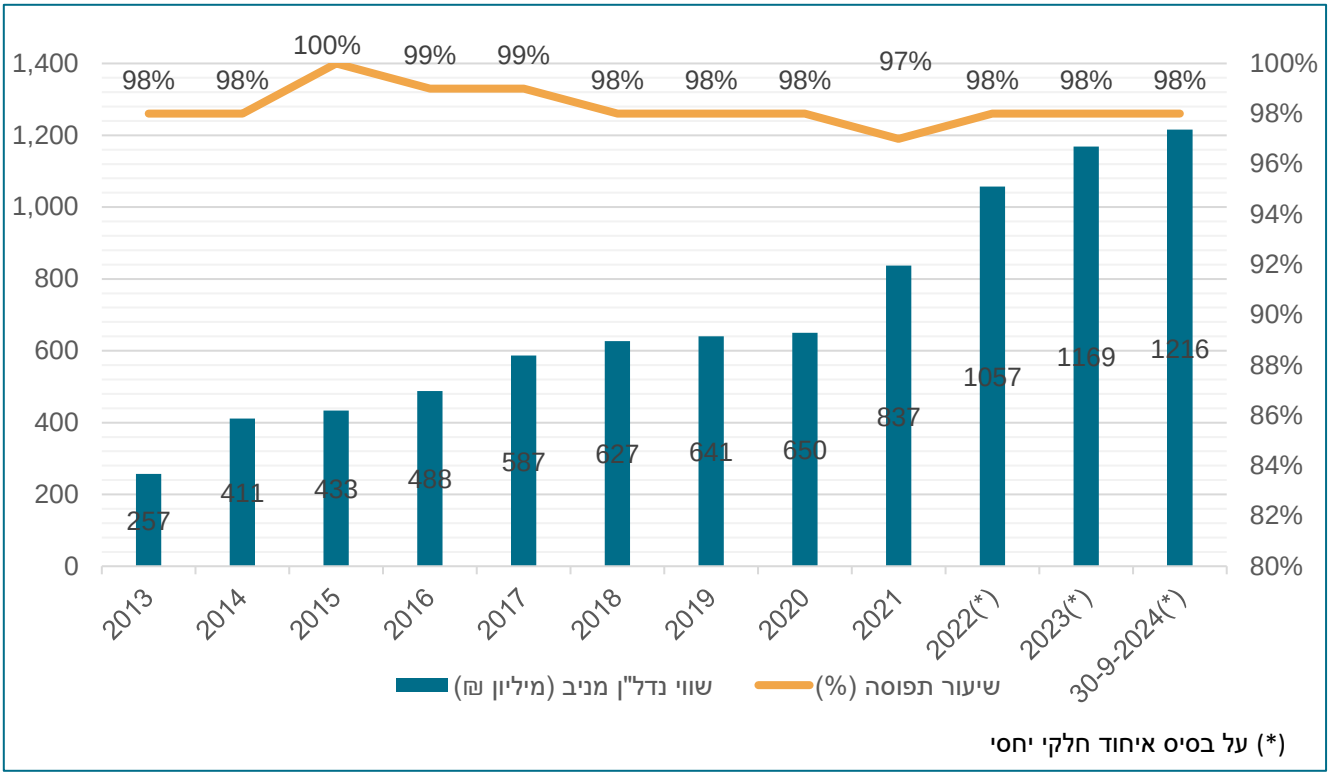
יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
הוצאות מימון/EBITDA	2.1x	2.2x-2.0x	2.3x-1.9x
חוב/חוב והון עצמי	57.8%	61%-59%	63%-60%
חוב/EBITDA	8.3x	11.5x-9.5x	11.0x-8.0x

A-בפועל. E-צפוי.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של הקבוצה נתמכת בביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים המניבים, הכוללים, בין היתר, מח"מ חוזים הולם ושיעורי תפוסה ממוצעים גבוהים של כ-97%-99% לאורך זמן. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2024 צמח ה-NOI (כולל איחוד חלקי יחסי של הפעילות בקפריסין וביבנה) בכ-10% בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2023, בעיקר הודות לעלייה בדמי השכירות בנכסים הקיימים בגין הצמדה למדד וצמיחה ריאלית. שיעור התפוסה הממוצע בנכסי הקבוצה נותר גבוה ועמד על כ-98% בסוף ספטמבר 2024, בדומה לשנים קודמות. בהתבסס על תמהיל ואופי חוזי השכירות הקיימים ועל שיעור התפוסה הנוכחי, אנו צופים כי הקבוצה תמשיך להציג ביצועים תפעוליים יציבים למדי ברבעונים הבאים.

תרשים 1: התפתחות שווי תיק הנכסים ושיעורי התפוסה



הערכתנו לפרופיל העסקי נתמכת גם בהיכרות טובה של ההנהלה ושל בעל השליטה עם אזור הפעילות העיקרי של הקבוצה (צפון הארץ) ועם צורכי חברות הטכנולוגיה, שכן גבריאל בוגנים, בעל השליטה ומנכ"ל החברה, פעיל בשוק הטכנולוגי יותר מ-25 שנה באמצעות חברת סינאל מלל פייוויי בע"מ.

איכות הנכסים בישראל, התורמים כ-68% מסך ה-NOI של דורסל, תומכים גם הם בהערכתנו את הפרופיל העסקי. הקבוצה פועלת גם באנגליה ובקפריסין (כ-14% וכ-18%, בהתאמה), מה שיוצר גיוון גיאוגרפי מסוים. עם זאת, אנו מעריכים כי הפעילות באנגליה ובקפריסין מסוכנת יותר, וכי אין לקבוצה יתרון תחרותי במדינות אלה, אם כי ברבעונים האחרונים היא מציגה ביצועים תפעוליים הולמים בנכסים.

בשנים האחרונות גדל שווי תיק הנכסים המניבים של הקבוצה, בין היתר כתוצאה מרכישת נכסים חדשים. בדצמבר 2024 השלימה דורסל את רכישת 50% מהזכויות בקניון במעלות תרשיחא תמורת כ-121 מיליון ₪. על פי הנמסר מהחברה, לקניון ביצועים תפעוליים חזקים הכוללים, בין היתר, שיעורי תפוסה של כ-99%, והוא נהנה מתחרות מצומצמת באזור גאוגרפי זה. זאת בהמשך למספר עסקאות שביצעה הקבוצה בשנים 2022-2021, שכללו רכישת ארבעה נכסי משרדים באנגליה בשווי כולל של כ-45 מיליון פאונד ורכישת 41.5% מהזכויות הקניון My Mall בלימסול שבקפריסין (המסווג כחברה כלולה בדוחות הכספיים) תמורת כ-45 מיליון אירו בסך הכול.

הערכתנו את הפרופיל העסקי משקפת גם את גודלו הקטן של תיק הנכסים לעומת קבוצת ההשוואה, ואת העובדה שארבעה נכסים עיקריים מהווים כ-55% מסך השווי ותורמים כ-62% מסך ה-NOI של החברה. בתיק קיימת גם ריכוזיות ענפית שכן כ-59% מסך הפעילות הם במגזר המשרדים וכ-34% במגזר ההיי-טק. עם זאת, חלק ניכר מהכנסות החברה מענף ההיי-טק נובע מלקוחות מבוססים ויציבים, כגון מארוול וקוואלקום העוסקות בתחום השבבים ופועלות בישראל כ-25 שנים, וחברת סלקום ישראל בע"מ (ilA+/Stable/ilA-1) העוסקת בתחום התקשורת, גורם הממתן להערכתנו סיכון זה. כמו כן, סלקום ישראל בע"מ ייצר כ-10% מההכנסות ב-2024. נציין כי בפברואר 2025 חתמה החברה על הסכם שכירות חדש מול השוכר לתקופה של חמש שנים שתחל מינואר 2026, היות שההסכם הנוכחי מסתיים בסוף 2025.

הפרופיל הפיננסי

הפרופיל הפיננסי של הקבוצה נתמך בצמיחה של תזרים המזומנים מפעילות שוטפת לאורך זמן ובמדיניותה הפיננסית לשמירה על מינוף ההולם את הדירוג. בתשעת החודשים הראשונים של 2024 הציגה הקבוצה יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-2.1x (בחישוב שנתי), בדומה לשנת 2023 ולעומת כ-2.9x ב-2022. השחיקה ביחס זה נבעה בעיקר מעלייה בהוצאות המימון בשל סביבת הריבית, היות שכ-60% מהחוב המתואם של החברה נושא ריבית משתנה. היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי ירד לכ-57% בסוף ספטמבר 2024 מכ-61.1% בסוף 2022. הירידה משקפת בעיקר פירעונות חוב שוטפים וצמיחה בהון העצמי בעיקר בשל צבירת רווחים. בהתחשב בתקציב ההשקעות ובמדיניות הפיננסית של החברה, אנו מעריכים כי גם בהינתן עלייה ביחס המתואם חוב לחוב והון עצמי ברבעונים הבאים, דורסל צפויה להמשיך לשמור על מינוף מאזני ההולם את הדירוג. כמו כן אנו מעריכים כי גם אם תחול עלייה נוספת בהוצאות המימון של החברה, בסיס ה-EBITDA צפוי לתמוך בשמירה על יחס EBITDA להוצאות מימון ההולם את הדירוג.

אנו מנתחים את הנתונים הפיננסיים של הקבוצה על בסיס איחוד חלקי יחסי של הפעילות בקפריסין וביבנה, כלומר כולל חלקה היחסי של החברה בחברות המוצגות על פי שיטת השווי המאזני (קניון My Mall בקפריסין וקרית יבנה). זאת מאחר שלדעתנו תמונה זו משקפת נאמנה את בסיס ההכנסות וה-EBITDA של החברה ואת החשיפה שלה לחוב בפעילויות אלו.

Table 1.

Dorsel Holdings Ltd -- Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust

	2023	2022	2021
Revenue	109.8	92.2	63.5
EBITDA	78.3	64.7	46.9
Funds from operations (FFO)	44.8	47.9	32.2
Interest expense	37.8	22.6	13.8
Cash interest paid	31.0	13.1	12.7
Cash flow from operations	45.4	21.0	32.7
Capital expenditure	1.1	0.0	0.3

	2023	2022	2021
Free operating cash flow (FOCF)	44.3	21.0	32.5
Discretionary cash flow (DCF)	30.1	21.0	32.5
Cash and short-term investments	31.1	108.5	103.9
Debt	653.3	694.1	487.6
Equity	477.1	442.1	368.3
Adjusted ratios			
EBITDA margin (%)	71.4	70.2	73.8
EBITDA interest coverage (x)	2.1	2.9	3.4
Debt/EBITDA (x)	8.3	10.7	10.4
FFO/debt (%)	6.9	6.9	6.6
Cash flow from operations/debt (%)	7.0	3.0	6.7
Debt/debt and equity (%)	57.8	61.1	57.0

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של הקבוצה כהולמת. אנו בוחנים את הנזילות על בסיס מאוחד, כלומר כוללים את נתוני החברות המאוחדות במקורות ובשימושים ומוסיפים דיבידנדים צפויים מחברות כלולות. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות הוודאיים של החברה לבין השימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2024. הערכתנו מתבססת בעיקר על יתרת המזומנים הקיימת, על תזרים המזומנים השנתי החזוי ועל היקף החלויות השוטפות. אנו מעריכים את רמת הנזילות של הקבוצה כהולמת גם בשל צפי שהיא תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA, בשל נגישותה למקורות מימון שונים ובשל מדיניות ניהול הסיכונים שלה. נזילות החברה נתמכת בנכסים לא משועבדים בהיקף של כ-200 מיליון ₪ ובשיעור LTV (loan to value) ממוצע של כ-42% בנכסי החברה (לא כולל חוב אג"ח לא מובטח), התורמים לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה למחזר את החוב הקיים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2024:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים, כולל ניירות ערך סחירים, בהיקף כולל של כ-66 מיליון ₪ (כולל את הערכתנו לתנודתיות אפשרית במחירי ניירות הערך הסחירים). • תזרים שוטף של כ-20-25 מיליון ₪, להערכתנו, הכולל תזרים שוטף ברמה המאוחדת ודיבידנדים מהחברות הכלולות. • נטילת הלוואות בנקאיות וניצול מסגרות אשראי בסך כולל של כ-164 מיליון ₪ (הושלם).	• חלויות חוב של כ-79 מיליון ₪. • הוצאות הוניות (capex) בהיקף של כ-2 מיליון ₪. • רכישת 50% מהזכויות בנכס המסחרי במעלות-תרשיחא בהיקף של כ-121 מיליון ₪ (הושלם).

ניתוח התניות

לקבוצה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-30 בספטמבר 2024 החברה עומדת בכולן.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלית (אין השפעה)

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של דורסל החזקות בע"מ או של דורסל (ב.א.ז.) בע"מ.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרת האג"ח הלא מובטחת של דורסל (ב.א.ז.) בע"מ (סדרה ד'). דירוג שיקום החוב לסדרה הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בטווח 50%-70%.
- דירוג שיקום החוב מושפע בין היתר מתמהיל והיקף החוב הנוכחי והצפוי, הכולל שיעור גבוה של חוב מובטח ביחס לחוב הבלתי מובטח.
- ניתוח שיקום החוב של החברה נעשה על בסיס איחוד חלקי יחסי, לפי חלק החברה במבנה האחזקה בנכסים.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל יפגע בענף ההיי טק ויפחית משמעותית את הביקוש לשטחי משרדים, מה שיוביל לירידה חדה בשיעורי התפוסה ובדמי השכירות ולשחיקה מהותית בשווי הנכסים. מיתון עמוק בכלכלות אנגליה וקפריסין יגרור קיטון משמעותי בשיעורי התפוסה, ירידה בדמי השכירות ושחיקה מהותית בשווי תיק הנכסים.

- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת באיכות של נכסיה שתאפשר לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- שווי הנכסים שמחזיקה החברה בישראל ובאנגליה יקטן ב-45% בהתחשב בריכוזיות השוכרים והנכסים. שווי הנכס שמחזיקה החברה בקפריסין יקטן ב-50% בהתחשב בריכוזיות בנכס יחיד באזור הפעילות.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית תשתמש החברה במרבית יתרת המזומנים העודפת שברשותה.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- במהלך תהליך ההתדרדרות ההיפותטי במצב החברה, החוב הבכיר ייפרע לפני פירעון האג"ח.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-668 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-634 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי בכיר: כ-557 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-77 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח: כ-121 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 50%-70%

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 דורסל החזקות בע"מ לשנת 2023:

- הוספת התחייבות בגין חכירה לחוב הפיננסי.
- שימוש בריבית התזרימית לצורך חישוב ה-FFO (funds from operations).

Table 2.

Dorsel Holdings Ltd--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2023

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**500.9**	**471.1**	**82.1**	**73.8**	**30.9**	**78.3**	**33**
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(2.5)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(31.0)	--
Reported lease liabilities	45.3	--	--	--	--	--	--
Deconsolidation/consolidation	107.1	--	27.7	19.0	6.9	--	12.4
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	--	(14.5)	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	6.0	--	--	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	--	--	--	--
Total adjustments	**152.4**	**6.0**	**27.7**	**4.5**	**6.9**	**(33.5)**	**12.4**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Adjusted	**653.3**	**477.1**	**109.8**	**78.3**	**37.8**	**44.8**	**45.4**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017

- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: 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
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024

רשימת דירוגים

דורסל החזקות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1	06/03/2025	06/03/2025
טווח ארוך	ilA\Stable	04/07/2024	04/07/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יולי 04, 2024	ilA\Stable		
טווח קצר			
מרץ 06, 2025	ilA-1		

דורסל (ב.א.ז.) בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	09/06/2014	19/02/2024
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ד	ilA	02/06/2021	19/02/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
פברואר 19, 2024	ilA\Stable		
מאי 16, 2016	ilA-\Stable		
יוני 09, 2014	ilBBB+\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	06/03/2025 15:46
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	06/03/2025 15:46
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.