Maalot
S&P Global Ratings

דורסל החזקות בע"מ

15 במאי 2025

דירוג הנפקה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 120 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסטית אשראי ראשית:

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

איש קשר נוסף:

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

S&P מעלות מודיעה בזאת על מתן דירוג 'ilA' לאיגרות חוב בהיקף של עד 120 מיליון ₪ ע.נ. שתנפיק חברת דורסל החזקות בע"מ (ilA/Stable/ilA-1) באמצעות הנפקת סדרה חדשה, סדרה א'. הנפקת סדרה א' תתבצע באמצעות הסדר החלפה כנגד פירעון מלא של סדרה ד' של חברת הבת, דורסל (ב.א.ז.) (ilA/Stable), ביחס החלפה של 1.00 ע.נ. (הן לסך הקרן והן ללוח הסילוקין). למרות שהסדרה תובטח בשעבוד מדרגה שנייה על הקניון במעלות תרשיחא, היקף החוב הבכיר כנגד הנכס (שעבוד ראשון) ומגבלת יתרת האשראי הבכיר כנגדו, מובילה לכך שלהערכתנו מעמד הסדרה בתרחיש של כשל פירעון היפותטי זהה למעמדן של הסדרות הלא מובטחות.

לפרטים נוספים אודות דירוג החברה ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מ-6 במרץ 2025.

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 ומדינת ישראל – דוח מלא, 13 בנובמבר 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו קובעים דירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרת האג"ח המובטחת בשעבוד שני שתנפיק דורסל החזקות, סדרה א'. ציון שיקום החוב לסדרה הוא '3' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.
- ניתוח שיקום החוב של החברה כולל איחוד חלקי יחסי של החזקותיה של החברה בנכס בקרית יבנה.

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 נכסיה שתאפשר לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- שווי הנכסים שמחזיקה החברה בישראל ובאנגליה יקטן ב-40% בהתחשב בריכוזיות השוכרים והנכסים.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית במצב החברה אנו מניחים ניצול של 85% ממסגרות האשראי החתומות.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית תשתמש החברה במרבית יתרת המזומנים העודפים שברשותה.
- 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-696 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-661 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי בכיר: כ-563 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-98 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח: כ-175 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 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

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	06/03/2025
דירוג(י) הנפקה			
ניירות ערך מסחריים			
סדרה 1	ilA-1	20/04/2025	20/04/2025
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	ilA	15/05/2025	15/05/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יולי 04, 2024	ilA\Stable		
טווח קצר			
מרץ 06, 2025	ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	15/05/2025 16:59
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15/05/2025 16:59
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.