Maalot
S&P Global Ratings

דה לסר גרופ לימיטד

10 בספטמבר 2026

עדכון דירוג

הורדת דירוג המנפיק ל-'ilBBB-' והכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות בשל הפרה של התניות פיננסיות והרעה בנזילות

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

יאיר דיק 972-3-7539739 yair.dyk@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג.....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....2
רשימת מעקב.....3
תיאור החברה.....4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....4
רשימת דירוגים.....5

תמצית פעולת הדירוג

- ב-1 בספטמבר 2026 פרסמה דה לסר גרופ לימיטד ("דה לסר" או "החברה") את הדוחות הכספיים למחצית הראשונה של 2026. בדוחות הודיעה החברה כי היא הפרה את ההתניה הפיננסית של שמירה על יחס חוב פיננסי נטו מתואם ל-CAP נטו של עד 75%, הכלולה בשטר הנאמנות של סדרת אג"ח ח' המובטחת. אם תחרוג דה לסר מהתניה זו גם ברבעון השלישי של השנה, תעמוד למחזיקי סדרה ח' זכות להעמדת הסדרה לפירעון מידי.

- דה לסר חרגה מהתניות פיננסיות נוספות, המקנות למחזיקי כל הסדרות הקיימות תוספת ריבית. להבנתנו, בעקבות הפסדים מתמשכים, הצטמצם משמעותית המרווח מההתניה הפיננסית של שמירה על הון עצמי מינימלי, שגם הפרתה לאורך שני רבעונים רצופים מהווה עילה לפירעון מידי, וקיים חשש לחריגה גם מהתניה זו ברבעונים הבאים.

- מתחילת 2026 דווחה החברה על היקף משמעותי של עסקאות למימושי נכסים לצורך יצירת מקורות נזילים לפירעון חלויות איגרות החוב. עם זאת, בחלק מהעסקאות קיימים תנאים מתלים שאינם בשליטת החברה ולהערכתנו גברה אי הודאות להשלמתן לפני מועד הפירעונות. עומס גבוה של פירעונות קרן וריבית, גירעון במקורות ברמת ודאות גבוהה ביחס להתחייבויותיה כלפי מחזיקי איגרות חוב וחריגה מהתניות פיננסיות משקפים להערכתנו נזילות חלשה.

- בהתאם לזאת, ב-10 בספטמבר 2026 הורדנו את דירוג המנפיק של החברה ל-'ilBBB-', את דירוגי הסדרות הלא מובטחות (סדרות ז' ו-ט') ל-'ilBBB-' ואת דירוג הסדרה המובטחת (סדרה ח') ל-'ilBBB', והכנסנו את דירוג המנפיק של החברה ואת דירוגי סדרות האג"ח שלה לרשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות.

- הכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את אי הוודאות לגבי השלמת העסקאות למימוש הנכסים בזמן ויצירת המקורות המספקים לעמידה בחלויות איגרות החוב. הכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת גם את אי הוודאות לגבי יכולת החברה לשפר את המרווח מההתניות הפיננסיות, בעיקר של שמירה על הון עצמי מינימלי, ולתיקון ההפרות הקיימות.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הורדת דירוגי החברה והכנסתם לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת בעיקר את הערכתנו כי חלה הרעה בפרופיל הנזילות של החברה, המשקפת חריגה מהתניותיה הפיננסיות ואי יצירת מקורות נזילים בהיקף מספק ובמרווח זמן הולם, בעיקר ביחס למועד פירעון קרן וריבית של איגרות חוב סדרה ח'.

בדוחותיה הכספיים למחצית הראשונה של 2026 שפורסמו ב-1 בספטמבר 2026 הודיעה דה לסר כי יחס המינוף שלה, חוב פיננסי נטו מתואם ל-CAP נטו, עומד על 77%, וכי בכך היא מפרה את ההתניה הפיננסית

כלפי מחזיקי סדרת אג"ח ח' לשמירה על יחס מקסימלי של 75%. על פי שטר הנאמנות, הפרה של התניה זו גם בדוחות הכספיים לרבעון השלישי של 2026, שיפורסמו עד סוף נובמבר 2026, יקנו למחזיקי סדרה ח' עילה לפירעון מידי. החברה דיווחה גם על הפרות של ההתניות הפיננסיות לשמירה על הון עצמי מינימלי (כלפי סדרות ח' ו-ט'), על יחס חוב ל-CAP מקסימלי (כלפי סדרות ז' ו-ט') ועל יחס הלוואה לבטוחה מקסימלי (כלפי סדרה ח'), שזיכו את מחזיקי איגרות החוב סדרות ז' ו-ט' בתוספת ריבית של 0.5% ואת מחזיקי סדרה ח' בתוספת ריבית של 1%. ההפסדים ברבעונים האחרונים, בין היתר בשל היקף חוב גבוה וכפועל יוצא עומס עלויות מימון, ובשל השפעות הפרשי שער חליפין, הובילו לשחיקה בהון העצמי של החברה ולצמצום במרווח מהתניית ההון העצמי המינימלי, ולהערכתנו גבר הסיכון להפרה של התניה פיננסית זו, בעיקר ביחס לסדרה ט'.

במסגרת הדיווח ב-1 בספטמבר 2026 הודיעה דה לסר גם על מספר עסקאות למימושי נכסים, בהמשך לעסקאות אחרות שהושלמו מתחילת השנה. בין היתר דיווחה החברה על חמישה הסכמי מכירה בסך כולל של כ-115 מיליון דולר. החברה דיווחה גם כי קיבלה שני מכתבי כוונות לא מחייבים לנטילת הלוואות גישור בהיקף כולל של 28 מיליון דולר, ולהבנתנו בכוונתה ליטול הלוואות אלה אם העסקאות לא יושלמו בזמן. עם זאת, נכון להיום אין כל ודאות כי החברה אכן תוכל ליטול את ההלוואות ולהשתמש במקורות אלה בזמן הנדרש. ב-31 בדצמבר 2026 יהיה על החברה לשלם חלויות קרן וריבית על סדרת אג"ח ח' בסך כולל של כ-97 מיליון דולר (נטו לאחר הפחתת פיקדונות בחשבון הנאמנות), גבוה ביחס להיקף המזומנים הזמינים כיום. על אף מועד הפירעון החוזי של סדרה זו, אנו מעריכים כי החברה תיאלץ לפרוע אותה בפירעון מוקדם עד סוף נובמבר 2026 (מועד פרסום הדוח הכספי הצפוי). בשל משך הזמן הקצר עד מועד הפירעון והתקיימות תנאים מתלים בחלק מהעסקאות שאינם בשליטת החברה, אנו מעריכים כי התגבר סיכון ההתממשות בזמן. בנוסף קיים עומס חלויות אג"ח גם בשנה הקרובה, כולל פירעון שוטף של קרן סדרה ז' ותשלומי ריבית בסך כולל של כ-70 מיליון דולר עד סוף יוני 2027, ולהערכתנו החברה תלויה בהמשך פעילות מוגברת למכירת נכסים נוספים על מנת לעמוד בתשלומים אלה. הגירעון בהיקף המקורות הנזילים ברמת ודאות גבוהה ביחס לעומס פירעונות איגרות החוב, הסיכון הגובר לאי-התממשות בזמן של עסקאות למכירת נכסים, הפרת ההתניות הפיננסיות וסיכון להפרות נוספות בהתבסס על האפשרות להפסדים נוספים ברבעונים הקרובים, משקפים נזילות חלשה וכפועל יוצא היחלשות באיכות האשראי, מה שהוביל להורדת הדירוגים ולהכנסתם לרשימת מעקב עם השלכות שליליות.

רשימת מעקב

הכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את אי הוודאות לגבי השלמת העסקאות למימוש הנכסים בזמן ויצירת המקורות המספקים לעמידה בחלויות איגרות החוב. הכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת גם את אי הוודאות לגבי יכולת החברה לשפר את המרווח מההתניות הפיננסיות, בעיקר של שמירה על הון עצמי מינימלי, ולתיקון ההפרות הקיימות.

אנו עשויים להוריד את דירוג המנפיק במספר רמות דירוג (נוצ'ים) אם נעריך כי חלה הרעה נוספת בנזילות החברה או אם יתגברו הסיכונים בשל המשך חריגה מההתניות הפיננסיות של איגרות החוב. בנוסף אנו עשויים להוריד את דירוג סדרות האג"ח במספר רמות דירוג אם נעריך כי חלה שחיקה בהערכתנו לשיעור שיקום החוב שלהן.

נשקול להוציא את דירוגי החברה מרשימת מעקב ולאשררם אם נעריך כי סיכוני הנזילות פחתו והפרת ההתניה הפיננסית תוקנה, בין היתר על ידי השגת מקורות נזילות מספקים, שתוביל ליציבות במבנה החוב ובנזילות.

תיאור החברה

דה לסר גרופ לימיטד פועלת בעיקר בהשכרת נכסים מניבים בתחום המשרדים ומוסדות ציבור, מסחר ומגורים, בעיקר במדינות ניו-יורק ופנסילבניה. נכון ל-30 ביוני 2026 כלל תיק הנכסים של החברה כ-50 נכסים מניבים (בניו יורק, פנסילבניה, ניו ג'רזי), קרקעות להשקעה בניו יורק ויחידות לא מכורות בפרויקט נדל"ן יזמי למגורים בניו יורק. שווי הנדל"ן להשקעה (כולל הון בחברות כלולות ונכסים המוחזקים למכירה) עמד על כ-1.12 מיליארד דולר. בעל השליטה בחברה הוא מר אברהם לסר, הפעיל בתחום הנדל"ן בארה"ב יותר מ-45 שנה.

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: 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
- 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
- מתודולוגיה: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

רשימת דירוגים

דה לסר גרופ לימיטד	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilBBB-\Watch Neg	29/08/2012	28/12/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה ח	ilBBB\Watch Neg	03/01/2023	28/12/2025
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ז	ilBBB-\Watch Neg	01/07/2021	28/12/2025
סדרה ט	ilBBB-\Watch Neg	12/03/2024	28/12/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
ספטמבר 10, 2026	ilBBB-\Watch Neg		
נובמבר 02, 2025	ilA-\Negative		
דצמבר 24, 2015	ilA-\Stable		
אוגוסט 29, 2012	ilA\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	10/09/2026 13:36
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	10/09/2026 13:36
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.