



פתאל נכסים (אירופה) בע"מ

דוח דירוג ראשוני | פברואר 2016

1

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות בכיר
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

פתאל נכסים (אירופה) בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	(P)A1.il	אופק דירוג: יציב
--------------------	----------	------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג (P)A1.il באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך כולל של עד 260 מיליון ש"ח. (כ-60 מיליון אירו) אותה תנפיק חברת "פתאל נכסים (אירופה) בע"מ" (להלן: "החברה" או "פתאל אירופה"). תמורת ההנפקה תשמש בעיקרה לצורך רכישת נכסים חדשים. בכוונת החברה לבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול האירו.

דירוג ההנפקה מותנה, (P)-Provisional, כפוף להתקיימות נסיבות כמפורט בדוח להלן, למבנה ההנפקה, ייעוד השימוש בכספי ההנפקה ומתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 02/02/2016 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. כמו-כן, הדירוג הינו כפוף לאמור בתשקיף ההנפקה הידוע, נכון ליום פרסום הדוח, לפיו בעל השליטה התחייב להעביר לחברה את זכויותיו בתאגידים המפורטים בתשקיף.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2015 כחברה פרטית בערבון מוגבל המאוגדת בישראל לצורך גיוס חוב ציבורי בישראל. לפיכך, לאחר השלמת הגיוס, החברה צפויה להיות תאגיד מדווח בבורסה בישראל. מניות החברה מוחזקות (בשיעור של 100%) ע"י חברת "מלונות פתאל בע"מ" (להלן: "מלונות פתאל") אשר מוחזקת (בשיעור של 100%) ע"י חברת "פתאל החזקות (1998) בע"מ" (להלן: "פתאל החזקות"). פעילות החברה הינה חלק מפעילות פתאל החזקות אשר יחד עם החברות המוחזקות על ידה, עוסקת בפעילות מלונאית בישראל, גרמניה, שווייץ, בלגיה, ספרד, איטליה, אנגליה, הונגריה ואוסטריה (להלן: "קבוצת פתאל"). קבוצת פתאל מנהלת כ-35 מלונות בישראל בהיקף של כ-7,700 חדרים (מהווה אחת מהחברות המשמעותיות בישראל בתחום המלונאות) וכ-60 מלונות באירופה בהיקף של כ-9,500 חדרים. אופן החזקת הקבוצה בבתי המלון נחלק לשני מבני החזקה עיקריים: בעלות (מלאה/חלקית) בבתי המלון או התקשרות בחוזה שכירות/ניהול של בתי המלון - בד"כ לתקופות ארוכות. חלק מהמלונות בישראל ומרבית המלונות בחו"ל מופעלים תחת המותג "לאונרדו". קבוצת פתאל נוסדה בשנת 1998 ומצויה בשליטת מר דוד פתאל (להלן: "בעל השליטה") מאותו מועד (כ-71.9% בנוסף לזכויות הצבעה בהיקף של כ-9.6% מכח הסכמים עם גב' הדסה פתאל). בנוסף, כ-18.5% מבעלות הקבוצה מוחזקת ע"י מגדל חברה לביטוח.

החברה הוקמה כחלק משינוי מבני בקבוצת פתאל כך שהחזקה במרבית המלונות שבבעלות קבוצת פתאל באירופה תועבר לפתאל אירופה (ללא הרכיב התפעולי ראו להלן) וכלל פעילות תפעול וניהול המלונות של קבוצת פתאל באירופה תיוותר תחת חברת אחות - השותפות הגרמנית Sunflower management GmbH & Co. KG (להלן: "Sunflower" או "השוכרת"). מתוך הנכסים באירופה בבעלות הקבוצה, הועברו כלל האחזקות בבעלות במלונות, למעט מלון בווינה, אשר לדברי החברה אינו ניתן להעברה ו-5 מלונות בבלגיה (המיועדים למכירה ע"י הקבוצה). יצוין כי פתאל החזקות ומלונות פתאל ערבות לחלק מהלוואות החברה.

קודם לרישום למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב של אגרות החוב המוצעות לציבור על פי תשקיף החברה, קבוצת פתאל תעביר לחברה את אחזקותיה בתאגידים המחזיקים בשרשור ב-23 נכסי נדל"ן בתחום המלונאות כאשר מרביתם מיעדים להשכרה לטווח ארוך לחברות קשורות - מלונות מניבים. כדלקמן:



- 20 מלונות מניבים בגרמניה בהיקף של כ-3,189 חדרים. כ-18 מלונות מושכרים לקבוצת פתאל וכ-2 מלונות לממשלת גרמניה/רשויות מקומיות בגרמניה למטרת הלנת מבקשי מקלט מדיני ופוליטיים.
- מלון מניב בציריך בהיקף של כ-69 חדרים.
- 50% מהזכויות במלונות בתפעול (קרי, לא חוזה שכירות המבטיח שכ"ד מינימאלי) בברצלונה בהיקף של כ-110 חדרים ובמילאנו בהיקף של כ-130 חדרים.

מודל השכירות:

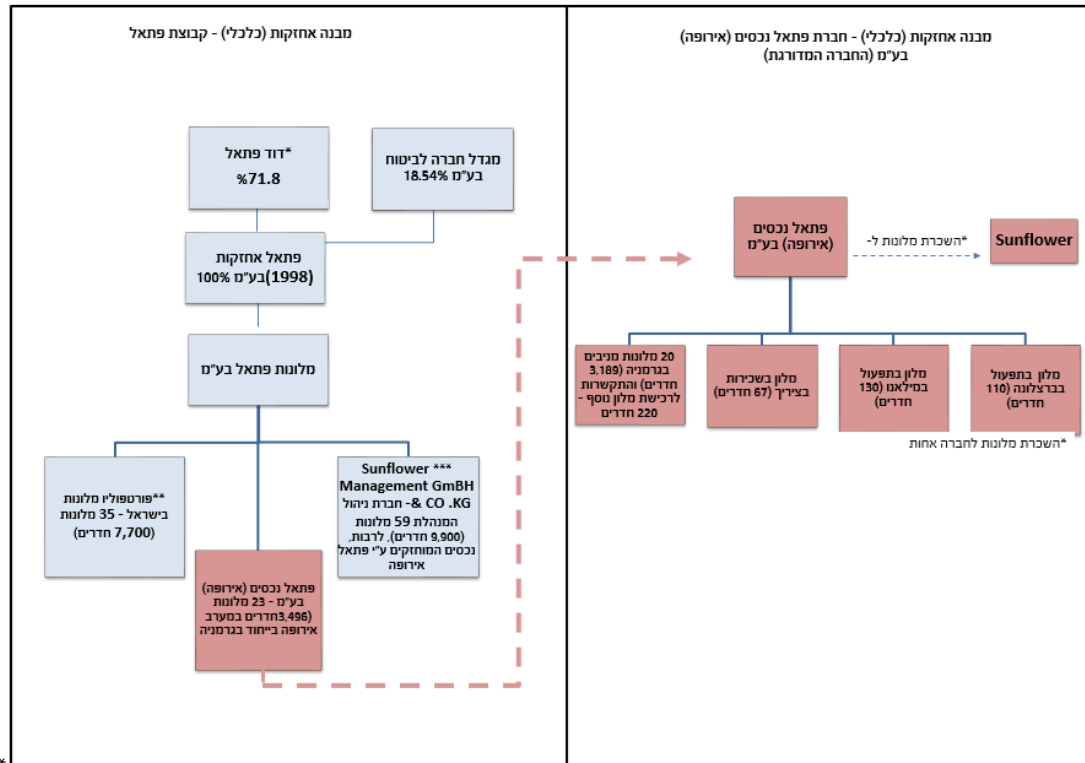
הנכסים המושכרים לצדדים קשורים מושכרים בד"כ ל-Sunflower לתקופה של כ-20-25 שנים (בנוסף, בד"כ לשוכרת אופציה להארכת ההסכם ב-5 שנים נוספות). דמי השכירות כוללים שכירות שנתית קבועה אשר בד"כ הינה צמודה בשיעור של כ-75%-85% למדד המחירים המקומי. בנוסף, קיימת אופציה לעליית דמי השכירות בכפוף לעליית מחזור ההכנסות של המלון בשיעור של בין 10%-15% בהתאם לרף שנקבע לכל מלון (להלן: "שכירות שנתית משתנה"). בהתאם לתשקיף ההנפקה, קיים תחום פעילות לפיו בכפוף למנגנון זכות סירוב ראשונה החברה תהיה זכאית לרכוש את המלונות שירכשו ע"י קבוצת פתאל באירופה בכפוף למבנה הסכם שכירות דומה לאלו שהוצגו לעיל כאשר השכירות השנתית הקבועה תיקבע ע"י שמאי חיצוני בהתאם למקובל באותה העיר. הוצאות התחזוקה וה-CAPEX, למעט תיקוני גג ושלד המבנה, יחולו על השוכרת. מידרוג רואה במודל השכירות בעלי מאפייני סיכון נמוכים יותר מאשר חשיפה לסיכון תפעולי של המלונות. מנגד, מידרוג בוחנת את היקף הרווח התפעולי של המלונות וכן נתונים נוספים שנתקבלו לגבי Sunflower על מנת להתייחס לחשיפה הקיימת לשוכרת. לפיכך, ככל שבגוף דוח הדירוג ישנה התייחסות ל-NOP, ADR ותפוסה מלונאית של הנכסים המושכרים, הכוונה הינה לביצועים התפעוליים של נכס הבסיס ולא לשכ"ד החוזי בין Sunflower לחברה. נכון למועד הדו"ח, לחברה אין מנגנון ניהולי עצמאי ולכן התקשרה החברה בהסכם על פיו, חברה בבעלות מלאה של בעל השליטה תעניק שירותי ניהול אדמיניסטרטיבי בעלות של 20 אלף אירו לחודש לאורך חיי האג"ח.

פתאל נכסים (אירופה) בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (פרופורמות) - דוח מאוחד (אלפי אירו)

31/12/2012*	31/12/2013	30/09/2014	31/12/2014	30/09/2015	פתאל אירופה - אלפי אירו
21,918	22,680	17,022	22,953	17,577	סה"כ הכנסות
20,745	21,472	15,960	21,535	16,567	NOI
20,745	21,472	15,960	21,535	16,567	EBITDA ללא שערכים
95%	95%	94%	94%	94%	שיעור EBITDA מההכנסות
13,269	18,154	-	3,078	33,317	הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה
19,857	24,690	4,696	7,011	40,300	רווח כולל
201,642	183,769	195,441	198,218	195,826	חוב פיננסי
178	197	1,048	2,098	2,259	יתרת נזילות
201,464	183,572	194,393	196,120	193,567	חוב פיננסי נטו
287,345	333,229	341,002	347,524	400,397	CAP
287,167	333,032	339,954	345,426	398,138	CAP נטו
327,042	345,156	348,203	354,472	419,784	סך מאזן
321,146	339,119	339,390	342,506	378,261	נדל"ן להשקעה
73,622	126,509	121,742	124,732	171,339	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות כולל הלוואות בעלים ***
73,622	133,296	128,943	132,035	180,635	הון עצמי וזכויות מיעוט כולל הלוואות בעלים ***
70%	55%	57%	57%	49%	חוב ל-CAP
70%	55%	57%	57%	49%	חוב נטו ל-CAP
23%	39%	37%	37%	43%	הון למאזן
9,445	10,723	8,410	11,417	10,273	מותאם FFO **
21	17	17	17	14	חוב ל- FFO מותאם בגילום שנתי
21	17	17	17	14	חוב נטו ל- FFO מותאם בגילום שנתי
2	2	2	1	3	EBITDA לתשלומי ריבית

*נתוני 2012 אינם מבוקרים והתקבלו מהחברה. **כולל התאמה בשנת 2014 וליום 30.09.14 בגין קנס פירעון מוקדם ופירעון מוקדם של SWAP לקיבוע ריבית. ***מדובר בהלוואות בעלים בהיקף של כ-6 מיליון אירו אשר הינה בעלי מאפייני הון עצמי

בעלות ותרשים אחזקות החברה המגייסת (צד ימין) וקבוצת פתאל (צד שמאל)



בנוסף מר דוד פתאל מחזיק בזכויות הצבעה בהיקף של כ-9.66% מכח הסכמים שנחתמו מול גב' הדסה פתאל (רעייתו לשעבר) **בעלות, שכירות ניהול ואחזקה *** בבעלות Sunflower בית מלון אחד יתר המלונות הינם בשכירות ו/או חוזי ניהול בלבד

אסטרטגיה

מיקוד פעילות החברה בתחום השכרת נכסי נדל"ן מלונאי באירופה ואף הגדלת היקף הפעילות, בין היתר, על ידי רכישת נכסים נוספים

החברה מעוניינת להמשיך ולהגדיל את היקף פעילותה באמצעות רכישת מלונות במדינות הפעילות הנוכחיות (גרמניה, ספרד, איטליה) וכן במדינות נוספות במערב אירופה כגון אנגליה, הולנד וכדומה. הנכסים הנוספים עשויים להירכש ביחד עם שותפים וסביר כי ירכשו באמצעות כספי הגיוס בנוסף לחוב בנקאי ברמת הנכס. בנוסף, יתכן שחלק מהרכישות יהיו בחוזה Turn-key לקבלת מלון חדש אשר יבנה ע"י צד ג' במחיר מוסכם מראש (לדוגמה החברה התקשרה בהסכם מסוג זה למלון נוסף במינכן בהיקף של כ-220 חדרים אשר צפוי להימסר לחברה במהלך שנת 2017). כמו כן, החברה תמשיך להשכיר את הנכסים בבעלותה, כאשר יתכן והמלונות המושכרים לממשלת גרמניה ימומשו בעתיד לצורך קבלת מקורות נוספים לרכישת נכסי מלונות חדשים. בכוונת החברה, כפי שהוצגה למידרוג, לשמור על רמות מינוף ונזילות ההולמות את הדירוג, לצד קבלת תזרים יציב וצומח מפעילות הנדל"ן המניב. פעילות החברה בעתיד צפויה להמשיך ולהישען על איכות הניהול, מערך השיווק והתפעול של קבוצת פתאל ועל מותג לאונרדו למלונות של 3-4 כוכבים בגרמניה ובמדינות נוספות במערב אירופה.

מדיניות דיבידנד

החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, עם זאת, מידרוג מתייחסת במסגרת שיקולי הדירוג להיקף חלוקה משוער של עד 30% מסך ה-FFO המיוחס לחברה.

הנחות המודל

יש לציין כי בניתוח ושקלול כלל הגורמים המשפיעים על הדירוג, מידרוג נשענת על מספר הנחות מרכזיות, כפי ששוקפו על ידי החברה. בין היתר, הדירוג לוקח בחשבון את ההנחות הבאות: העברת הזכויות של כלל הנכסים המפורטים בתשקיף לחברה לאחר קבלת כלל האישורים הנדרשים מהגורמים הרלוונטיים. זאת, תוך פרק זמן סביר ממועד הגיוס; שימוש בתמורת האג"ח, בין היתר, לרכישת נכסים מניבים בתחום המלונאות במערב אירופה (לרבות התקשרות בחוזה Turn-key, ראו לעיל); החברה תגדר את תמורת הגיוס לשינויים בשער החליפין של השקל מול האירו; החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, אך בהתאם למדיניות כפי שהוצגה למידרוג על ידי החברה, ניתן לצפות לשיעור חלוקה משוער אשר עשוי להגיע עד לשיעור של כ-30% מסך ה-FFO המיוחס לחברה; בכונת החברה לשמור על יחסי איתנות ההולמים את רמת הדירוג (חוב נטו ל-CAP נטו של כ-60%); בהתאם למידע שהוצג למידרוג, החברה צפויה לשמור על נזילות וגמישות מספקת לפירעון החוב; כפי שמצוין בתשקיף, לחברה תהיה זכות סירוב ראשונה מקבוצת פתאל לרכישת נכסים או פרויקטים חדשים בתחום של נדל"ן מניב למלונאות באירופה; יש לציין, כי דירוג החברה מסתמך על נתונים אלו וככל שלא יתממשו, הנ"ל עשוי להשליך לשלילה על הדירוג. כמו כן, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה במספר תרחישי גישות לפרמטרים כגון היקף הכנסות, שיעורי היוון והשפעתם על רווחיות, הון עצמי, מינוף החברה וכדומה.

שיקולים עיקריים לדירוג

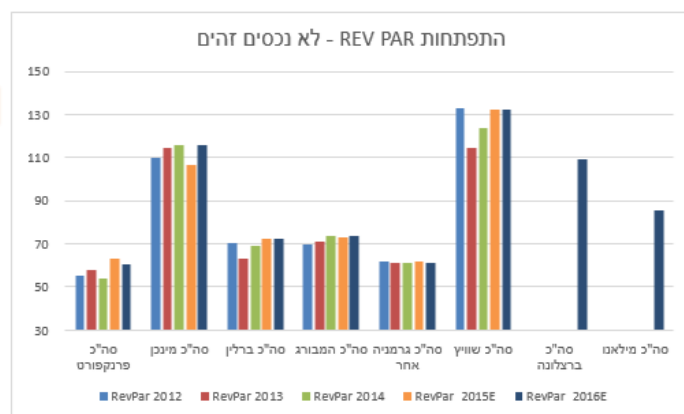
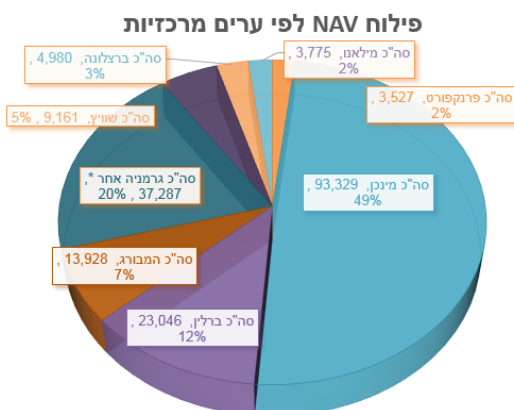
דירוג החברה מושפע לחיוב, בין היתר, מפורטפוליו נכסים איכותי בתחום נדל"ן מניב לשימוש מלונאי להשכרה לטווח ארוך, הממוקם בעיקר באזורי ביקוש בגרמניה; מיחסי כיסוי מהירים ותזרים שוטף משמעותי ההולם את צרכי החברה; להערכת מידרוג צפויה תנודתיות מסוימת ביחסי הכיסוי בדוחות החברה עד להנבה שנתית מלאה לגבי נכסים שירכשו מכספי הגיוס; מניסיון ומוניטין רב של הנהלת הקבוצה בישראל ובגרמניה בתחום המלונאות ואיכות מותג לאונרדו, התורמים ליכולת החברה לשמור על מיצוב הנכסים הקיימים וליכולתם לרכוש נכסים נוספים; מיחסי איתנות ההולמים את הדירוג גם לאחר גיוס האג"ח ורכישת נכסים נוספים התורמים לגמישות פיננסית.

דירוג החברה מושפע לשלילה, מחשיפה לשוכר בודד אשר הינו צד קשור. בנוסף, הפיזור הנכסי הינו בינוני. מנגד, איכות השוכר והעודף התזרימי של Sunflower לעומת דמי השכירות וכן היות שוק השכירות לנכסי מלונות מניבים בגרמניה שוק בו קיימים שחקנים רבים באופן התומך ביכולת להשכיר נכסי מלונות לצדדים שלישיים, ממתנים במידה מסוימת את האמור; מנכסי הבסיס, המושכרים לצורך שימוש מלונאי, ענף המאופיין ברמת סיכון ענפי גבוהה, בהשוואה לענפי נדל"ן אחרים; מחשיפה לעלייה בסביבת הריבית, לחברה חשיפה מאזנית ותזרימית לעליית שיעורי היוון בטווח הקצר-בינוני. חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול המובנה של שכ"ד הקיים ואכלוס והשבחה של נכסים קיימים.

פורטפוליו נכסים איכותי הממוקם בעיקר באזורי ביקוש באירופה ובייחוד בגרמניה; משך חוזי השכירות וההלוואות הבנקאיות תורמות ליציבות התזרים

נכון למועד הדו"ח, מצבת הנכסים של החברה כוללת 23 מלונות בהיקף כולל של כ-3,496 חדרים באירופה. כ-85% מחלק החברה ב-NOP/NOI הצפוי נובע מנכסים המושכרים ל-Sunflower, כ-7% לממשלת גרמניה וכ-8% הינם מלונות בתפעול. יצוין כי בהתאם לנתוני שנת 2015, היקף השכירות המשתנה הייתה אחראית על כ-2% מסך ההכנסות בלבד. השווי הכולל (100%) של תיק הנכסים לפי הערכות שווי עומד על כ-480 מיליון אירו (כ-378 מיליון אירו בנטרול נכסים המוצגים בדוחות לפי שיטת השווי המאזני). נכסים אלו צפויים להניב NOP+NOI בהיקף כולל (100%) של כ-30 מיליון אירו (כ-22 מיליון אירו בנטרול נכסים המוצגים בדוחות לפי שיטת השווי המאזני). משך חוזי השכירות המשוקלל עומד על כ-18.5 שנים והנכסים מושכרים במלואם (למעט 2 המלונות בתפעול). יתרה מכך, מרבית החוב של החברה הינו בריבית קבועה (בהתחשב ב-SWAP לקיבוע ריבית) ולוח הסילוקין של החוב הבנקאי פרוס באופן סביר. לאור כל האמור, נראות התזרים לשירות החוב הינה טובה באופן המשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון.

מצבת הנכסים כוללת בעיקר נכסי מלונאות הפונים בייחוד לתיירות עסקית במישוב של 3-4 כוכבים. המחיר לחדר ללילה הממוצע עומד על כ-112 אירו והשווי לחדר הממוצע בהתאם להערכות שווי עומד על כ-137 אלף אירו לחדר (כ-146 אלף אירו לחדר בנטרול מלונות המושכרים לממשלת גרמניה). התפוסה הממוצעת של המלונות עומדת על מעל 75% (כנכסים תפעוליים ולא לפי ההשכרה לקבוצה). הנכסים ממוקמים באזורי ביקוש באירופה ובגרמניה (מדורגת Aaa) בדגש על מינכן, המאופיינת בסביבה עסקית וכלכלית יציבה ביחס לאזורים אחרים בגרמניה באופן התומך בביקוש לנכסי החברה. יצוין כי בשוק הנדל"ן באירופה ובייחוד בגרמניה קיים שוק שכירות משמעותי לנכסי מלונות כך שהאמור תומך ביכולת החברה להשכיר את נכסיה המרכזיים לצדדים שלישיים במידה והדבר יידרש.

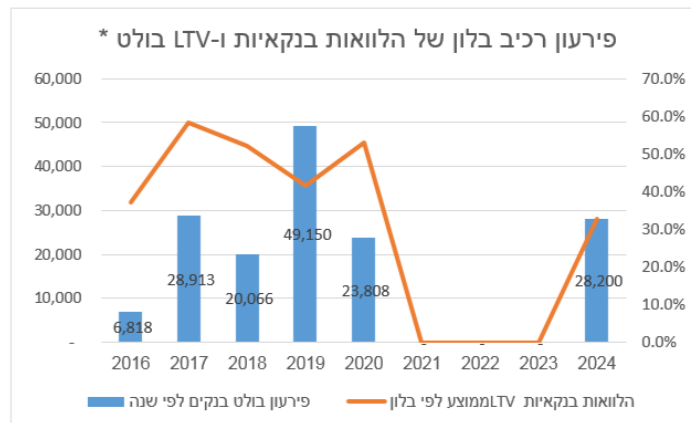


* גרמניה אחר כולל מספר ערים נוספות בגרמניה

יחסי כיסוי מהירים ותזרים שיווי שוטף ההולם את צרכי החברה משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון; להערכת מידרוג צפויה תגודתיות מסוימת ביחסי הכיסוי בטווח הקצר עד להגבה שנתי מלאה של נכסים שירכשו מכספי הגיוס

נכון למועד הדו"ח, היקף ה-NOP+NOI (NOP - מתייחס לשכ"ד נטו מנכסים מניבים, NOP מתייחס לרווח תפעולי ממלונות בתפעול) וה-FFO בגילום שנתי עומדים על כ-22 מיליון אירו ו-13 מיליון אירו, בהתאמה. בהתחשב בחלק החברה בתזרים

השוטף בחברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני ותזרים הצפוי מהמלונות בברצלונה ומילאנו אשר טרם באו לידי ביטוי מלא בדוחות, היקף ה-NOI וה-FFO השנתיים צפויים לעמוד על 26 מיליון אירו ו-16 מיליון אירו, בהתאמה. בהתאם לאמור, יחסי הכיסוי (חוב ל-FFO וחוב נטו ל-FFO) הינם מהירים ביחס לדירוג ועומדים על כ-14-13 שנים. אולם, להערכת מידרוג בשנת 2016 ועד להנבה שנתית מלאה של הנכסים שירכשו מתמורת הגיוס, יחסי הכיסוי יהיו איטיים יותר ויעמדו על טווח של 21-27 שנים עד להתייצבותם על טווח של 15-18 שנים בשנים 2017-2018. בנוסף, התזרים השוטף (חלק החברה ב-FFO בניכוי אמורטיזציה בנקאית שוטפת ו-CAPEX) הינו משמעותי ביחס להיקף הפירעון הצפוי של האג"ח. ה-LTV הסביר של ההלוואות הבנקאיות, העומד בממוצע על כ-50%, וכן הפריסה הסבירה יחסית של ההלוואות הבנקאיות, משפרים את יכולת החברה למחזר את החוב הבנקאי ולעיתים אף להגדילו ככל שנדרש (ראו להלן). לאור האמור ובהתחשב ביציבות התזרים וחוזי השכירות, להערכת מידרוג תלות החברה במחזור חוב אג"ח הינה נמוכה ביחס לחברות מדורגות אחרות.



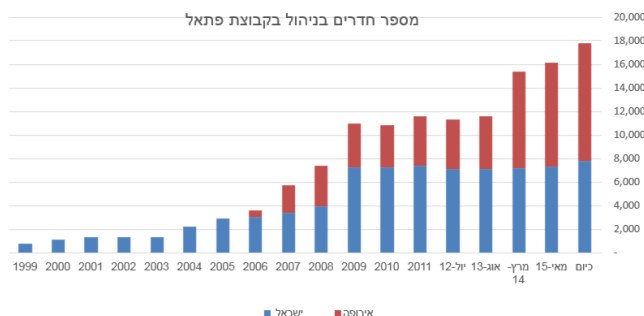
* התחשיב הינו רק לרכיב הפירעון הסופי (בלון) של הלוואות בנקאיות קיימות. ישנן הלוואות ללא רכיב בלון אשר נפרעות במלואן לאורך חיי הלוואה

ניסיון ומוניטין רב של הנהלת הקבוצה בישראל ובגרמניה בתחום המלונאות וחוזקת מותג לאונרדו תורמים ליכולת החברה לשמור על מיצוב הנכסים הקיימים וליכולתה לרכוש נכסים נוספים

הנהלת החברה הינה בעלת ניסיון רב ומוניטין בתחום המלונאות בישראל ואירופה לרבות, בין היתר, ניהול, השבחה, רכישה ומימון של הנכסים. לפי Treugast, אשר מדרגת קרוב ל-70 חברות ניהול בגרמניה, רשת לאונרדו מדורגת בדירוג AA¹ - דירוג זהה לרשתות מובילות כגון Hilton, Hyatt, Starwood, כאשר רק 4 חברות מדורגות בדירוג גבוה יותר - AAA¹. מערכת ההזמנות של החברה, יכולות ה-Revenue Management, ההשקעות ושיפורים במושכר תורמים למיצוב הנכסים וליכולת הקבוצה להפיק תשואה גבוהה על ההשקעה ברכישות חדשות - כאמור החברה תהיה זכאית לשכירות שנתית משתנה במידה ותיווצר השבחה בנכסים. כך למשל, הזמן הנדרש להתייצבות מלונות חדשים בקבוצה עד כה הינו מהיר יחסית.

¹ מדובר בדירוגים של חברת Treugast אשר מעידים על היקף פעילות הרשת והמוותג ולא מדובר בדירוג חוב או דירוג המקביל לדירוג מידרוג.

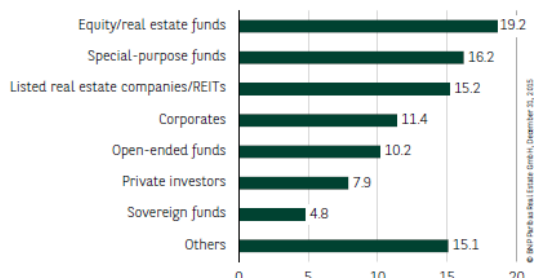
יכולות הקבוצה תורמים לשמירה על מיצוב המלונות ובאים לידי ביטוי בצמיחת ה-NOP מנכסים זהים בשנים האחרונות וכן בשיעור הרווחיות והתפוסות. בנוסף, נגישות הקבוצה לעסקאות ולמקורות מימון תורמים גם כן ליציבות החברה. להלן גרף המתאר את התפתחות היקף החדרים בניהול בקבוצת פתאל:



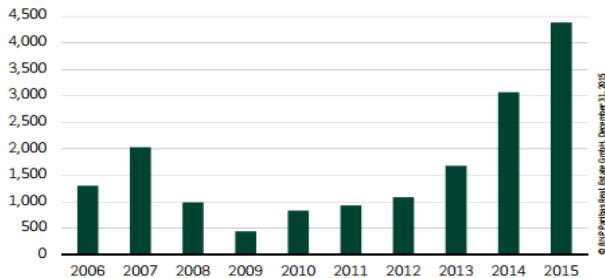
יחסי איתנות ההולמים את הדירוג גם לאחר גיוס האג"ח ורכישת נכסים נוספים מספקים כרית לירידת שווי וכן גמישות פיננסית מסוימת משפרים את יכולת החברה ליצור תזרים מעבר לתזרים השוטף בעת הצורך

נכון למועד הדו"ח, ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות עומד על כ-171 מיליון אירו (הון עצמי כולל זכויות מיעוט על כ-180 מיליון אירו). באופן המקנה כרית משמעותית ביחס לגיוס האג"ח המתוכנן. יחס ההון למאזן עומד על כ-43% ויחס החוב ל-CAP עומד על כ-49%. להערכת מידרוג, יחסי המינוף צפויים להישחק לאחר גיוס האג"ח ונטילת הלוואות בנקאיות נוספות לצורך רכישת נכסים. יחד עם זאת, גם לאחר מהלכים אלו, יחסי המינוף צפויים להלום את הדירוג ולעמוד על יחס חוב נטו ל-CAP של כ-60%. בהתאם למצגי החברה, מידרוג מצפה שהחברה תשמור על יחס זה לאורך זמן, תוך איזון בין תכניות הצמיחה לשמירה על רמות המינוף. יתר על כן, להערכת מידרוג, איכות ומיקום נכסיה של החברה בכלכלות חזקות, ללא רכיב יזמי וקרקעות ב-NAV החברה, לצד הגידול האינהרנטי בשכ"ד בשל ההצמדה למדד ובשל השכירות השנתית המשתנה, תורמים לאיכות ההון. בהקשר זה, איכות הנכסים וה-LTV הסביר בהם הנכסים משועבדים לטובת הלוואות בנקאיות, עשויה לסייע במקרה הצורך למימוש/למימון מחדש, בייחוד לאור כך שכיום קיים שוק פעיל להשכרת, מימוש ומימון נכסי מלונאות בגרמניה. להלן גרפים המתארים את היקף ההשקעות בענף המלונאות בגרמניה:

Hotel Investments according to buyers' groups 2015
in %



Hotel investments in Germany
in €m

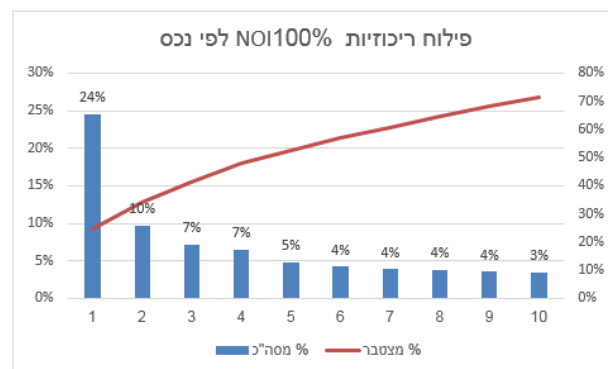


מקור: BNP PARIBAS REAL ESTATE

חשיפה לשוכר בודד אשר הינו צד קשור משפיע לשלילה על הדירוג. בנוסף, הפיזור הנכסי הינו בינוני; איכות השוכר והעודף התזרימי של Sunflower לעומת דמי השכירות וכן קיום שוכרים חלופיים בשוק ממתנים במידה מסוימת את האמור

כ-85% מהכנסות החברה נובעות מחוזים מול חברת Sunflower, באופן המביא לתלות בשוכר אשר הינו צד קשור. בהקשר זה קיימת גם תלות מסוימת בקבוצת פתאל ובבעל השליטה מר דוד פתאל. יצוין כי בהתאם לנתונים שנמסרו למידרוג, לשוכרת קיים עודף תזרימי הנובע מחוזי הניהול והשכירות של השוכרת אל מול מלונות שאינם בבעלות החברה. בנוסף, קיים עודף תפעולי משמעותי לחברת Sunflower בגין מלונות החברה, באופן התומך ביכולתה לעמוד בהסכמי השכירות. יתר על כן, בגרמניה קיים שוק פעיל להשכרת נכסי מלונאות כפי שבא לידי ביטוי בהשכרת כ-28 מלונות ע"י Sunflower מצדדים שלישיים. בהתחשב באמור, במיקום הנכסים ובמשך החוזים הארוך יחסית, החשיפה הנ"ל מתמתנת במידה מסוימת.

בנוסף לחשיפה לשוכרים, פיזור הנכסים הינו בינוני. כך למשל הנכס המרכזי בחברה אחראי על כ-24% מה-NOP+NOI (חלק חברה) וחמשת הנכסים המרכזיים אחראים יחדיו על כ-53%. מידרוג מצפה כי הפיזור הנכסי והיקף הפעילות ישתפרו לאחר שימוש בכספי הגיוס לרכישת נכסים מניבים נוספים. בנוסף, הנכס המרכזי, Leonardo Royal Munich, הינו נכס בולט במיצובו ביחס לתיק הנכסים כפי שבא לידי ביטוי בשיעור NOP של כ-44%, שיעור תפוסה (מלונאית) של כ-75% והכנסה ממוצעת (כולל הכנסות נלוות) של כ-185 אירו ללילה.

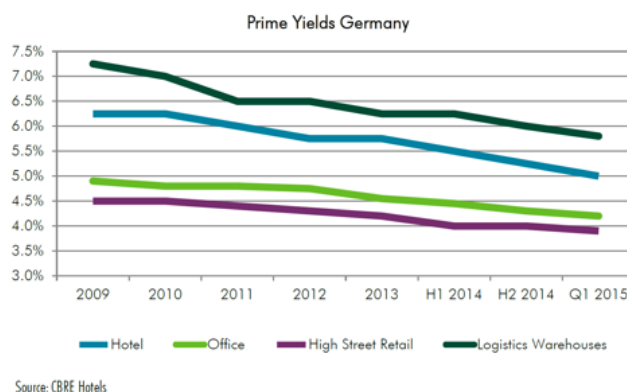


נכסי הבסיס מושכרים לצורך שימוש מלונאי; ענף המלונאות מאופיין ברמת סיכון ענפי גבוהה, בהשוואה לענפי נדל"ן אחרים

במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג מתייחסת כי נכסים הבסיס מושכרים לשימוש מלונאי. ענף המלונאות נחשב כענף בעל רמת סיכון גבוהה יחסית, בעיקר בשל תנודתיות הביקוש, שאינה קשורה לאיכות הפעילות המלונאית. ההוצאה על תיירות ובעיקר תיירות נופש נחשבת בד"כ כהוצאת מותרות ועל כן, בעת האטה או מיתון כלכלי עולמי או מקומי, ענף זה הינו מהראשונים להיפגע ובאופן משמעותי. מעבר לכך, מצב ענף המלונאות קשור קשר הדוק למצב המדינה שבה הוא נמצא. הרעה במצב הפוליטי והביטחוני השורר במדינה עשוי להביא לפגיעה משמעותית בתיירות בה, ובפרט בתיירות הנכנסת. התחרות בענף המלונאות כוללת לא רק את השוק המקומי אלא גם שווקים בעלי קרבה גיאוגרפית, הפונים לחתך תיירותי דומה.

בניגוד לענף הנדל"ן המניב, אשר מסתמך על מספר מועט יחסית של שוכרים קבועים לטווח ארוך, מתבסס ענף המלונאות על מספר רב של לקוחות חד יומיים משתנים. כמו כן, ענף המלונאות הינו עתיר כ"א ודורש השקעות חוזרות (CAPEX) בהיקף משמעותי יותר.

יחד עם האמור לעיל, מלונות החברה פועלים בעיקר במגזר העסקי במיצוב של 3-4 כוכבים. מגזר זה הינו יציב יותר מאשר תחום ה-Leisure או תחום מלונות היוקרה אשר דורשים זמן רב יותר להתייצבות לאחר פתיחתם והינם חשופים עוד יותר למגמות שליליות בכלכלה וכן לעונתיות. אף על פי כן, גם המלונאות העסקית הינה חשופה להאטה כלכלית אשר תביא לפחות כנסים, השקעות ורכישות וכן עלולה לפגוע בשווי נכס הבסיס. יציין, כי מודל השכירות הנהוג בחברה מסייע במידה מסוימת למיתון התנודתיות המיוחסת לענף. להלן גרף המשווה את תשואת השוק של נכסי מלונות לנדל"ן אחר בגרמניה:



סיכונים פיננסיים

ככל שתחול עלייה בסביבת הריבית, לחברה חשיפה מאזנית ותזרימית לירידת שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני; חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול המובנה של שכ"ד הקיים ואכלוס והשבחה של נכסים קיימים

בשל סביבת הריבית הנמוכה והצמיחה בכלכלות אירופה, שיעור ההיוון ירדו בשנים האחרונות והובילו לעליית שוויים של נכסים מניבים. מדובר בשיעורי היוון נמוכים היסטורית (אם כי המרווח בין שיעור ההיוון לבין התשואה של אג"ח האיחוד האירופי הינו גבוה יחסית), גם לענף עצמו. על פי הערכות השווי של נכסי החברה שיעור ההיוון המשוקלל בחברה עומד על כ-6% ביחס להנבה שנתית מלאה של ה-NOI הצפוי בשנת 2016. שינוי לרעה בסביבת ריבית השוק עלול להשליך לשלילה על שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני, בשל עליית שיעורי ההיוון. יציין, כי מרבית תחזיות המקרו מניחות כי תואי עליית הריבית באיחוד האירופי צפוי להיות מתון ביחס לעליית הריבית הצפויה בארה"ב (בין היתר, בשל תחזיות צמיחה ואינפלציה נמוכות יותר). במסגרת שקלול הנתונים וההשפעות האפשריות, ניתן לציין ירידה בהיקף ההון העצמי של החברה. להערכת מידרוג, חשיפה זו מתמתנת בטווח הארוך, לאור מספר גורמים הכוללים, בין היתר, את העובדה כי העלייה בשווי הנכסים איננה נובעת באופן מלא מירידה בשיעור ההיוון, אלא בנוסף, בין היתר, בעקבות השבחת הנכסים ועלייה טבעית ב-NOI התורם לעליית שווי הנכסים. כפי שצוין לעיל לחברה חוזים חתומים לטווח ארוך עם עלייה מובנית של שכ"ד (הצמדה חלקית למדד ושכירות שנתית משתנה). ישנה גם חשיפה מסוימת לגמישות החברה הנגזרת ממיומן מחדש בעתיד ולא מהתזרים החופשי שעתידי לנבוע במצב של מכירת נכסים בעתיד, אולם, המינוף הנמוך ברמת הנכסים בחברה מממן סיכון זה.

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי ברמות המינוף וביחסי הכיסוי אף מעבר לתחזיות מידרוג
- גידול משמעותי בהיקף פעילות החברה ובפיזור
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- אי עמידה ביחסי האיתנות והמינוף מעבר ליחס חוב נטו ל-CAP נטו של כ-60%, לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד חריגה, אשר יש בה בכדי לפגוע באיתנות החברה
- הרעה או שינוי בסביבת הפעילות העסקית של החברה

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[דירוג חברות מלונאות - דוח מתודולוגי](#), מאי 2014

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 4 בפברואר 2016

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך



לפגום², בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

² להגדרת חוב פגום הנכנס מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.



מידרוג הינה חברת בת של מודי's Moody's (להלן: "מודי's"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי's, ואינם כפופים לאישורה של מודי's. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.