

# ישרוטל בע"מ

מעקב | יולי 2019

## אנשי קשר:

יוגב יגודה,  
אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[Yogev.y@midroog.co.il](mailto:Yogev.y@midroog.co.il)

שחר רובין  
אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני  
[Shahar.r@midroog.co.il](mailto:Shahar.r@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל  
סמנכ"ל - ראש תחום נדל"ן  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## ישרוטל בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרה ודירוג מנפיק
-	P-1.il	דירוג נייר ערך מסחרי

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A1.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה ישרוטל בע"מ (להלן: "החברה") וכן את דירוג המנפיק. בנוסף, מידרוג מותירה על כנו את דירוג זמן קצר P-1.il לנייר ערך מסחרי שהנפיקה החברה בסך של עד 51 מיליון ₪ ע.ג.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	נייר ערך
01.11.2022	יציב	A1.il	1139419	סדרת אג"ח א'
-	-	P-1.il	1136167	נייר ערך מסחרי

\* לטובת אגרות חוב סדרה א' קיים שעבוד על זכויותיה של החברה במלון אגמים באילת

### שיקולים עיקריים לדירוג

- פרופיל עסקי חזק המתבטא בהיותה של החברה אחת מבין החברות המובילות בתחום המלונאות בישראל ובעלת ותק וניסיון רב. לחברה מצבת חדרים של 4,222 חדרים בכ-19 בתי מלון מהם 15 בבעלות מלאה או חלקית. כמו כן, החברה הנית משיעורי תפוסה גבוהים ביחס לממוצע הארצי<sup>1</sup> ויציבות בפרמטרים התפעוליים של הפעילות כגון: ADR (Average Daily Rate) ו-RevPAR (Revenue Per Available Room) התורמים לרווחיות מלונות החברה.
- יחסי כיסוי ואיתנות, בולטים לחיוב לרמת הדירוג ונעים בכ- 28%-32% חוב נטו ל-CAP נטו ו-3-4 שנים חוב נטו ל-EBITDA, תחת תרחיש הבסיס של מידרוג כמפורט בהמשך.
- מדיניות פיננסית שמרנית לאורך זמן המשפיעה לחיוב על פרופיל הסיכון, כך שהחברה מציגה שיפור מתמשך ביחסים הפיננסיים תוך שמירה על היקף תזרים יציב והולם לרמת הדירוג, לצד חלוקות דיבידנד מתוננות בשנים האחרונות ביחס להיקף התזרים.
- גמישות פיננסית טובה לאור היקף נכסים לא משועבדים משמעותי ורמת מינוף נמוכה (LTV) בנכסים המשועבדים של כ-31% נכון ל-31.03.2019. לצד זאת, לחברה גמישות נוספת בשל יתרות נזילות הנובעות בעיקרן ממסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בהיקף של כ-94 מיליון ש"ח נכון ל-31.03.2019.
- חשיפת החברה לענף הפעילות, שהינו, לפי מידרוג, בעל חשיפה גבוהה יותר למחזורי עסקים ואירועים גיאופוליטיים אזוריים. כמו-כן, החברה חשופה למספר השפעות רגולטוריות העשויות להשפיע על הביקוש וההיצע בענף, על מחירי השירותים והיקפי ההשקעות.

<sup>1</sup> בשנת 2018 שיעור התפוסה הממוקלל במלונות החברה עמד על כ-77% ובענף המלונאות בארץ על כ-68% בהתאם לנתוני התאחדות המלונות בישראל

- לחברה היקף פעילות אשר אינו בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג, הבא לידי ביטוי במצבת החדרים ומספר המלונות. ראייה לכך, מספר החדרים המנוהלים על ידי החברה נכון למועד הדוח הינו כ-4,222, בכ-19 מלונות החברה. נציין, כי בבחינת היקף ההכנסות ההיקף הינו הולם לרמת הדירוג, החברה רשמה בשנת 2018 הכנסות של מעל ל-1.4 מיליארד ₪ וזאת לאור פרמטרים תפעוליים טובים כגון שיעורי תפוסה ומחירי לינה ממוצעים גבוהים במלונות החברה. נציין כי על אף היקף פעילות נמוך ביחס למנפיקים בינלאומיים החברה הינה אחת הגדולות במשק המקומי, והינה רשת המלונות השנייה בגודלה בארץ בבחינת היקף הכנסות ומספר חדרי מלון מנוהלים.
- פעילות החברה הינה בישראל בלבד ומתאפיינת בריכוזיות וחיפיה לעיר אילת, כך שטרם פתיחתם הצפויה של בתי מלון חדשים מחוץ לאילת ובדגש על מטרופולין ת"א הצפויה לצמצם חשיפה זו, 56% ממצבת החדרים של החברה נמצאים באילת, באופן החושף את פעילות החברה באופן ישיר למצב התיירות בעיר. השפעות חשיפה זו יבחנו לאור המעבר לשדה התעופה "רמון" וסגירתו של שדה התעופה "שדה דב" אשר השלכותיהם על מצב המלונאות באילת טרם נבחנו לאורך זמן. הפרמטרים הפיננסיים הבולטים של החברה ממתנים את השחיקה, ככל שתהיה, מפעילותה זו.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה לכל הפחות תשמור על היקפי פעילותה הנוכחיים לצד המשך השקעות ברכישתם, הקמתם, וחכירתם של מלונות חדשים ובהשקעות ושיפוץ מלונות קיימים, תוך כדי שמירה על יחסים פיננסיים בולטים לאור מדיניותה הפיננסית השמרנית.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ללא פעילות ייזום אגרסיבית תוך שמירה על פרמטרים תפעוליים בולטים לרבות יחסי כיסוי ואיתנות
- המשך שיפור ניכר בפזור הגיאוגרפי במלונות החברה, הפועלת בישראל בלבד, ובעיקרה במלונאות נופש באילת וים המלח

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה בפעילות המלונות תוך הרעה לאורך זמן ביחסי הכיסוי והאיתנות, בעקבות הרעה, בין היתר, בפעילות החברה או במבנה וחשיפה של ההכנסות למקורות נוספים בעלי סיכון
- גידול בחשיפה של החברה לענפי פעילות שלא בתחום פעילות הליבה של החברה, אשר יש בהם כדי להשפיע על פרופיל הסיכון של החברה
- שינוי במדיניותה הפיננסית של החברה תוך כדי נקיטת מדיניות אגרסיבית של חלוקת דיבידנדים

**תרחיש הבסיס** של מידרוג לוקח בחשבון שמירה על היקף הפעילות הנוכחי במסגרת בתי המלון של הרשת בישראל הצפויים לייצר רווח תפעולי יציב בדומה לשנים האחרונות, וזאת לצד התייצבות הפעילות הצפויה ממלון "אוריינט" בירושלים אשר הפעלתו החלה בשנת 2017 ומפתיחתו המחודשת של מלון מצפה הימים אשר עובר שיפוץ מקיף הצפוי להסתיים לקראת סוף שנת 2019. יצוין כי מידרוג בחנה גם תרחישי רגישות שהביאו לשחיקה מסוימת ברווח התפעולי שמייצרים בתי המלון לאור אירועים ביטחוניים, גיאופוליטיים ותיירותיים שונים, שיכולים להיות בעלי השלכה שלילית על רמת התיירות בישראל. במקביל ובהמשך לאמור, החברה צפויה לשמור על סך EBITDA הנע בין 330-360 מ' ₪ בשנים הקרובות אשר צפוי לגזור יחס כיסוי חוב נטו ל-EBITDA של כ-3-4 שנים. כמו כן, יחס האיתנות, חוב נטו ל-CAP נטו צפוי לנוע בכ-28%-32% וזאת לאחר התאמת מידרוג לשוויים של בתי המלון שנמצאים בעלות החברה, המוצגים בדוחות הכספיים על פי גישת העלות המופחתת. כמו כן, מידרוג בוחנת את יחס האיתנות בהתחשב בחלק

החברה בחוב חברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני (מלון בייזום "צפון הירקון" בת"א). תרחיש הבסיס מניח המשך השקעה נרחבת בייזום מלונות חדשים, רכישת קרקעות חדשות, בשיפוץ ובשמירה על הקיים במלונות קיימים בהיקף ממוצע של כ-200 מיליון ₪ מדי שנה בשנות התחזית. יצוין, כי יחסי האיתנות והכיסוי של החברה נותרו בולטים לרמת הדירוג על אף יישומו לראשונה של תקן דיווח כספי בינלאומי 16 (IFRS) בדוחותיה הכספיים האחרונים שפרסמה ב-31.03.2019. לחברה אין מדיניות דיבידנד, אולם החברה הצהירה על חלוקת דיבידנד ברבעון השני בשנת 2019 בגובה של כ-33 מיליון ש"ח ועל כן תרחיש הבסיס של מידרוג מניח חלוקות דיבידנד בהיקף של כ-35-40 מיליון ₪ בשנות התחזית. ביחס לסדרת אג"ח א', שלטובתה משועבד מלון "אגמים" באילת, בהתאם למתודולוגיה<sup>2</sup>, לא קיימת הבחנה דירוגית בין סדרה א' ובין דירוג מנפיק כאמור לעיל.

### ישראל בע"מ - נתונים עיקריים

מטבע: אלפי ₪	31/12/2016	31/12/2017	31/03/2018	31/12/2018	31/03/2019
הכנסות	1,246,406	1,387,434	276,342	1,446,203	270,892
רווח גולמי	332,753	362,038	41,173	395,700	38,055
EBITDA	242,864	267,789	20,450	301,662	25,482
הוצאות מימון	19,769	16,997	(2,352)	16,697	8,448
רווח נקי	120,333	137,859	540	163,077	(9,077)
יתרות נזילות	10,354	11,770	10,052	10,047	13,828
חוב פיננסי	782,886	682,658	694,834	565,519	1,051,676
חוב פיננסי נטו	772,532	670,888	684,782	555,472	1,037,848
CAP	1,853,353	1,919,953	1,918,265	1,984,878	2,372,179
CAP נטו	1,842,999	1,908,183	1,908,213	1,974,831	2,358,351
הון עצמי וזכויות מיעוט	1,030,855	1,166,080	1,150,130	1,315,196	1,231,653
סך מאזן	2,395,133	2,432,017	2,429,095	2,453,739	2,863,767
חוב ל-CAP	42%	36%	36%	28%	44%
חוב נטו ל-CAP נטו	42%	35%	36%	28%	44%
הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות	43%	48%	47%	54%	43%
חוב ל-EBITDA	3	3	-	2	-
חוב נטו ל-EBITDA	3	3	-	2	-

החברה החלה ליישם את תקן דיווח כספי בין לאומי IFRS 16 לראשונה בדוחותיה הכספיים ב-31.03.2019

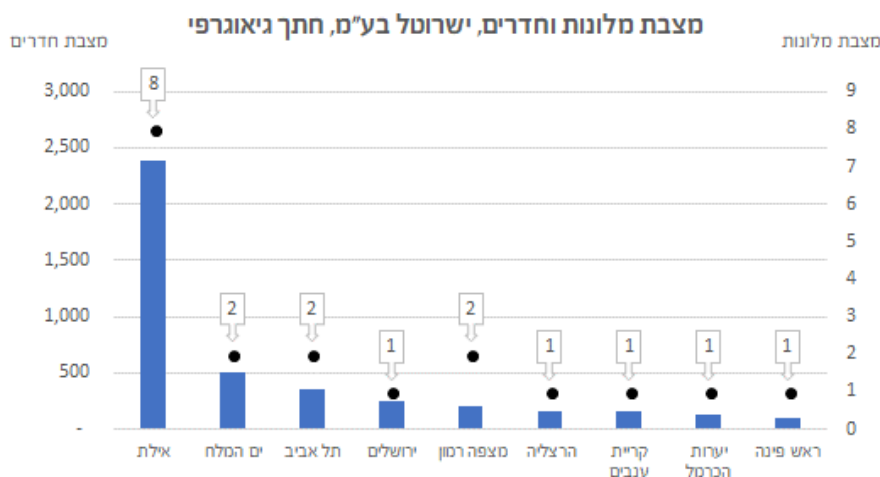
### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

#### פעילות מלונאית רחבת היקף וותיקה וכן הנהלה בעלת ניסיון רב בתחום המלונאות

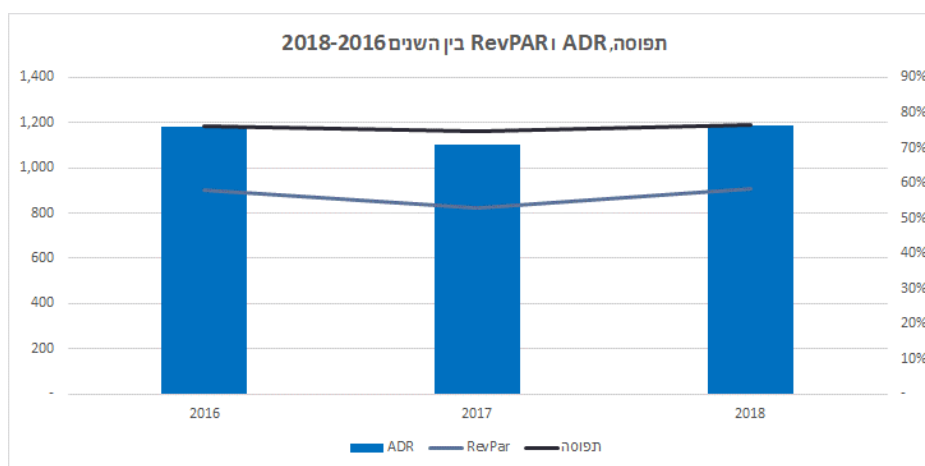
החברה הינה אחת החברות הגדולות בתחום המלונאות בישראל בכלל ובתת ענף מלונאות היוקרה בפרט, אשר נכון למועד הדו"ח מנהלת 19 בתי מלון בישראל, בהיקף פעילות אשר ממצב את החברה כאחת הרשתות המקומיות הגדולות בענף פעילותה. לחברה נוכחות באזורי תיירות מרכזיים בישראל, בהם אילת, ים המלח, ת"א וירושלים, כאשר קיימת מידת מה של ריכוזיות בפעילות באילת. בנוסף, הסיכון הטמון בפעילות החברה מפוזר בהיבט של קטגוריות מלונאות שונות, המאפשרים פיזור גם לסוג התיירות (פנים וחוץ), כך בעוד שהמלונות באילת ובים המלח משמשים לתיירות נופש, משמשים המלונות בת"א בעיקר לתיירות עסקית. לאור האמור לעיל, מידרוג רואה את החברה כבעלת מיצוב גבוה באופן המגביר את יכולתה לעמוד בפני משברים ואירועים עתידיים. שיעור החדרים

<sup>2</sup> [שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2017](#)

באילת וים המלח מסך החדרים שבניהול החברה כיום מסתכם לכ- 68% (ראה גרף מטה). שיעור זה צפוי לרדת לכ-62% עם השלמת ייזום בתי מלון בת"א-יפו (צפון רחוב הירקון, בניין שקם ביפו ובדיזינגוף 99) עד תום שנת 2021-2022.



היבט חיובי נוסף בפעילותה היא העובדה כי החברה מצליחה לשמר את רמת ה-ADR וכן לשפר את שיעור התפוסה הממוצע במלונות החברה. בשנת 2018, ביחס לשנים קודמות (ראה גרף), ה-ADR הממוצע עמד על 1,206 ש"ח לעומת 1,165 ו-1,183 ש"ח בשנים 2017 ו-2016 בהתאמה, ושיעור התפוסה הממוצע עמד ב-2018 על כ-77% לעומת 75% ו-76% ב-2017 ו-2016 בהתאמה. נציין כי, בשנת 2017 שיעור התפוסה וכן ה-ADR הושפעו לשלילה ממלונות אוריינט בירושלים ופאבליקה בהרצליה אשר החלו לפעול במהלך שנת 2017.



להערכת מידרוג, שמירה על מיצוב גבוה של בתי המלון ועל פרמטרים תפעוליים טובים ביחס לענף נובעים גם מיכולות שיווק וניהול טובות המאפיינות את החברה. חוזק ההנהלה בא לידי ביטוי גם ברווחיות ברמת החברה שהינה יציבה לאורך השנים האחרונות, עם שיעור EBITDA של כ-20% בממוצע בשנים 2016-2018.

## יחסי איתנות וכיסוי בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג תורמים לפרופיל הפיננסי; מדיניות פיננסית שמרנית תומכת בפרופיל הסיכון

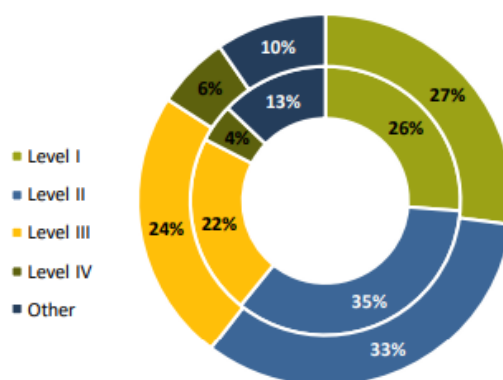
החברה מציגה יחסי איתנות בולטים לחיוב, גם בהתאם לדוחות הכספיים כפי שמפורסמים לציבור וגם בהתחשב בפוטנציאל שווי הוגן של בתי המלון של החברה, הגבוה מבסיס העלות על פיו מוצגים בתי המלון בספרי החברה, וזאת בהתבסס על הערכות שווי שהתקבלו מהחברה. יש לציין כי יחסי האיתנות של החברה הינם בולטים לחיוב בהשוואה לענף ומהווים נקודה לחיוב עבור החברה בבחינת עמידות אפשרית במשברים, לאור מדיניותה השמרנית. יחס האיתנות חוב נטו ל- CAP נטו תחת תרחיש מידרוג צפוי לנוע בטווח של 28%-32% בהתאם להנחות תרחיש הבסיס של מידרוג שהוצג לעיל ותחת תרחישי רגישות שונים.

בבחינת יחסי כיסוי החוב, לחברה תזרים הכנסות יציב ובעל מקורות מגוונים (פעילות מלונאית, הכנסה קבועה מחלק מסחרי בבתי המלון וכן תזרים ממכירת דירות בהיקף מצומצם, כחלק מפרויקטים מוכנים ובהקמה), המגלם יחסי כיסוי טובים ביחס לרמת החוב הנוכחית. כך למשל, עמד יחס חוב ל- EBITDA בשנת 2018 על כ-2 שנים ובממוצע נע סביב 3 שנים בשנים האחרונות (כפי שמשקף מדוחותיה הכספיים של החברה - כמוצג בטבלת היחסים הפיננסיים לעיל). תחת תרחיש מידרוג, בשנות התחזית צפוי יחס כיסוי זה לנוע בטווח שבין 3-4 שנים<sup>3</sup>. לאור האמור לעיל, מידרוג מעריכה את יחסי האיתנות והכיסוי של החברה כגבוהים וטובים ביחס לרמת הדירוג התורמים לפרופיל הפיננסי. יצוין, כי לחברה מדיניות פיננסית שמרנית לאורך זמן המשפיעה לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה.

## ענף המלונאות מאופיין ברמת סיכון ענפי גבוהה ביחס לענפי נדל"ן אחרים

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 הדוק למצב המדינה שבה הוא נמצא. הרעה במצב הפוליטי והביטחוני השורר במדינה עשויה להביא לפגיעה משמעותית בתיירות בה, בפרט בתיירות הנכנסת. התחרות בענף המלונאות כוללת לא רק את השוק המקומי אלא גם שווקים בעלי קרבה גיאוגרפית, הפונים לחתך תיירותי דומה (למשל העיר עקבה עשויה להוות תחרות לעיר אילת מבחינת תיירים המגיעים מאירופה). שנת 2018 התאפיינה בשיא כל הזמנים בכניסת תיירים לישראל, עליה של כ-14% ביחס לשנת 2017<sup>4</sup> שהייתה שנת שיא בפני עצמה. בתרשים מטה<sup>5</sup>, ניתן לראות את מגמות היצע והביקוש לחדרים בענף המלונאות בישראל, נכון לשנת 2017. מהתרשים ניתן להיווכח כי לא קיימים עודפי היצע משמעותיים, נתון התומך ביציבות הפעילות בישראל.

היצע חדרים (מעגל חיצוני) מול ביקוש (מעגל פנימי), ישראל, שנת 2017



Source: Central Bureau of Statistics

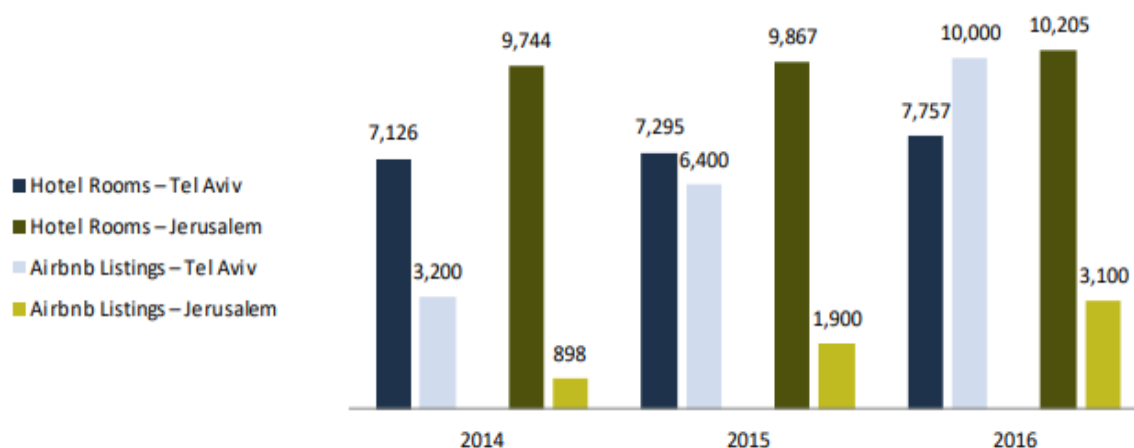
<sup>3</sup> עד לדוחותיה הכספיים של החברה ב-31.12.2018 כולל לא יושם תקן דיווח כספי בינלאומי 16, ועל כן ישנם הבדלים בתחזיות מידרוג בהשוואה לדוחות הכספיים בשל שינוי בחישוב ה-EBITDA והחוב הפיננסי

<sup>4</sup> [משרד התיירות](#)

<sup>5</sup> [HVS- Israel hotel market overview](#)

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 כוח אדם ודורש השקעות חוזרות (CAPEX) בהיקף משמעותי יותר. בשנים האחרונות משקלן של דירות AIRBNB מהווה נתח משמעותי יותר מההווה תחרות לענף המלונאות ולשם המחשה מספר הדירות המושכרות לזמן קצר בתל אביב באמצעות פלטפורמת AIRBNB דומה להיצע חדרי המלון בעיר. יש לציין שבשאר חלקי הארץ משקלן של דירות AIRBNB ביחס להיצע חדרי המלון נמוך בהרבה (כמתואר בתרשים מטה<sup>6</sup>).

היצע חדרי מלון ו-AIRBNB בערים ירושלים ותל אביב, שנים 2014-2016



Source: Airdna

### חשיפה לריכוזיות הפעילות באזורי אילת וים המלח וחשיפה לסיכונים רגולטוריים שונים משליכים לשלילה על סיכון החברה

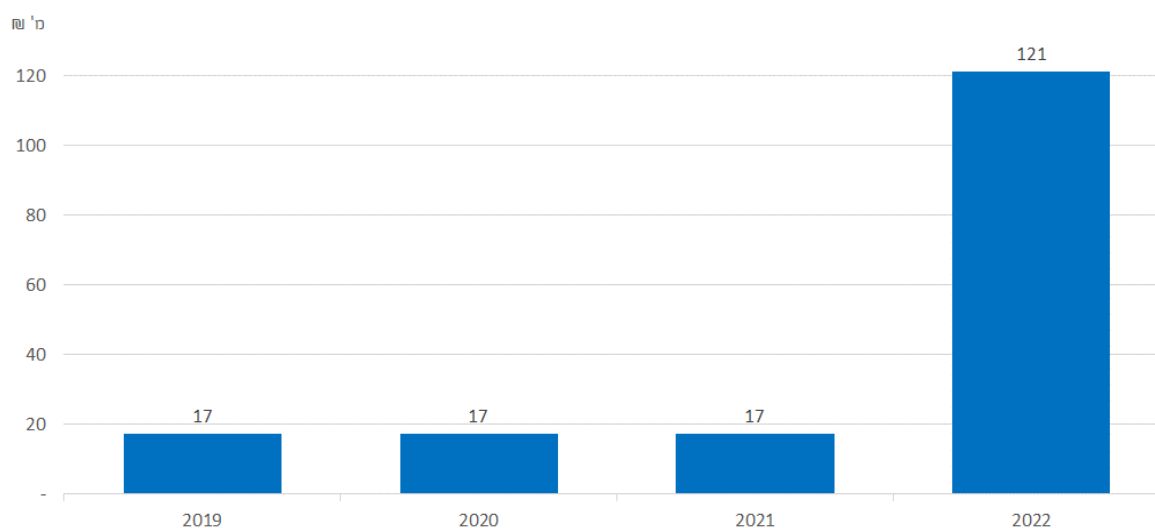
כאמור, חלק ניכר מפעילות החברה מיוחס לאזור הדרום (בדגש על העיר אילת). לפי נתוני החברה, שיעור של כ-53% מהכנסות החברה בשנת 2018 נובע ממלונות הפועלים בעיר אילת. שיעור הריכוזיות חושף את החברה לתנודות ביקושים לתיירות באילת. יחד עם זאת, סיכון זה מתמתן לאור יכולת החברה להמשיך ולייצר הכנסות ושיעורי רווחיות יציבים גם בעתות משברים כלכליים עולמיים וגם תחת השפעות גיאופוליטיות שונות לרבות פרמטרים פיננסיים חזקים, הממתנים את היקף החשיפה. יצוין כי החברה אף פועלת להקטנת התלות בפעילות בעיר אילת בשנים האחרונות, וזאת באמצעות פעולות כמו רכישת בתי מלון חדשים (דוגמת מלון 'מצפה הימים' בראש פינה), רכישת בניינים ומגרשים בעלי פוטנציאל לפעילות מלונאית (דוגמת "בניין השקם" ביפו, צפון הירקון ודיזינגוף 99 בתל אביב) וכן עם הפעלת בתי מלון נוספים דוגמת "אוריינט" בירושלים ו"פאבליקה" בהרצליה פיתוח, שנפתחו בשנת 2017.

<sup>6</sup> Airdna

### גמישות פיננסית בולטת לחיוב הנובעת ממצבת נכסים שאינם משועבדים ומסגרות אשראי בלתי מנוצלות

יתרות הנזילות של החברה אינן גבוהות ועומדת על כ-14 מיליון ₪ נכון לסוף הרבעון הראשון של 2019. יחד עם זאת, לחברה מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף גבוה המגיע לכ-94 מיליון ₪. כמו כן, מחזיקה החברה במספר נכסים בשווי מהותי ושאין משועבדים לטובת הלוואות (8 בתי מלון וקרקע למטרת ייזום), המאפשרים במידת הצורך נטילת מימון כנגד שעבודם. שיעור המינוף על נכסי החברה המשועבדים, בהתאם לשוויים ההוגן (על פי הערכות החברה), הינו נמוך כ-31% ומאפשר הגדלת המינוף במידת הצורך. יצוין כי לחברה הסכמים עם מוסד בנקאי המהווה מקור מימון מהותי עברה, לפיהם ניתנת לחברה האופציה, על פי בחירתה, דחיית פירעון חובות זמן קצר לזמן ארוך ובכך לדחות הצורך בשירות חובות בטווח מיידי. לאור כל זאת, מעריכה מידרוג את הגמישות הפיננסית של החברה כטובה, לרבות התזרימים השנתיים אותם מייצרת החברה וזאת ביחס לצרכי שירות החוב של החברה ולחלוקות דיבידנד בהיקף הולם לתזרים אותו מייצרת.

לוח סילוקין קן אג"ח 31/03/2019



### דירוג נייר ערך מסחרי

דירוג נייר ערך מסחרי, שהינו דירוג לזמן קצר, מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, A1.il באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות שלה, בו נבחנו בין היתר הפרמטרים הבאים כפי שהוצגו למידרוג על ידי החברה; יתרות המזומן, הפעילות השוטפת של החברה הכוללת הכנסות וכן הוצאות תפעוליות שוטפות והשקעות צפויות. כמו-כן יתרות אשראי חתומות ושאין מנוצלות, וכדומה, כמפורט להלן:

נכון למועד הדוח, נע"מ בהיקף של כ-50 מיליון ₪ ע.ג עומדים לפירעון בתום 90 יום ממועד הנפקתם (21/07/2015) עם אופציה הקיימת לחדשם למשך 20 תקופות נוספות בנות 90 יום ועד יוני, 2020. תנאי הנע"מ מאפשרים למשקיעים לקרוא לכסף בכל עת, בהתראה מוקדמת של 7 ימי עסקים.

החברה התחייבה לשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות ביחס של לפחות 1:1 לנע"מ. נכון לרבעון 1, 2019 לחברה יתרות נזילות בהיקף של 14 מיליון ₪ ומסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בהיקף של כ-94 מיליון ₪. דירוג ניירות הערך המסחריים לא יהיה תקף עם פקיעת מסגרות האשראי החתומות, כאמור.



## מקורות לתקופה

- תזרים מפעילות בתי המלון של החברה לאחר תשלום שכירות ובהתאם לתרחישי רגישות של מידרוג.
- תזרים ממכירת מלאי דירות באוריינט, ירושלים, לגביהם נלקחו תרחישי רגישות לשווי הדירות שטרם נמכרו.
- מסגרות חתומות שאינן מנוצלות אשר עומדות לרשות החברה ושהינן בהיקף מספק ומאפשרות לחברה לעמוד בהתחייבותה לשמור על מסגרות חתומות פנויות ביחס של 1:1 לנע"מ.

## שימושים בתקופה

- השקעות צפויות בבתי מלון (CAPEX) ובהוצאות בגין פרויקטים בייזום כגון בניין "השקם" ביפו, בפרויקט "צפון הירקון" בסמוך לנמל ת"א, דיזנגוף 99 בתל אביב ופרויקט יזמי נוסף בשיתוף עם "איסתא תיירות" באילת.
- הוצאות מימון תזרימיות, לרבות החזרי קרן וריבית על הלוואות בנקאיות וכן על אגרות החוב סדרה א' שהנפיקה החברה.
- תשלום דיבידנד בגובה של כ-35 מיליון ₪ ברבעון שני ב-2020.<sup>7</sup>

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת דירוג - נייר ערך מסחרי

- אי שמירה על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות, בהתאם למה שהוצג למידרוג
- ירידה בדירוג זמן ארוך ומנפיק של החברה.
- אי עמידה בתקבולים מפעילות שוטפת, מעבר לתרחישי הרגישות שנלקחו ע"י מידרוג
- צרכי השקעה מהותיים נוספים ו/או הוצאות תזרימיות מהותיות אחרות, מעבר לאלו שהוערכו על ידי החברה

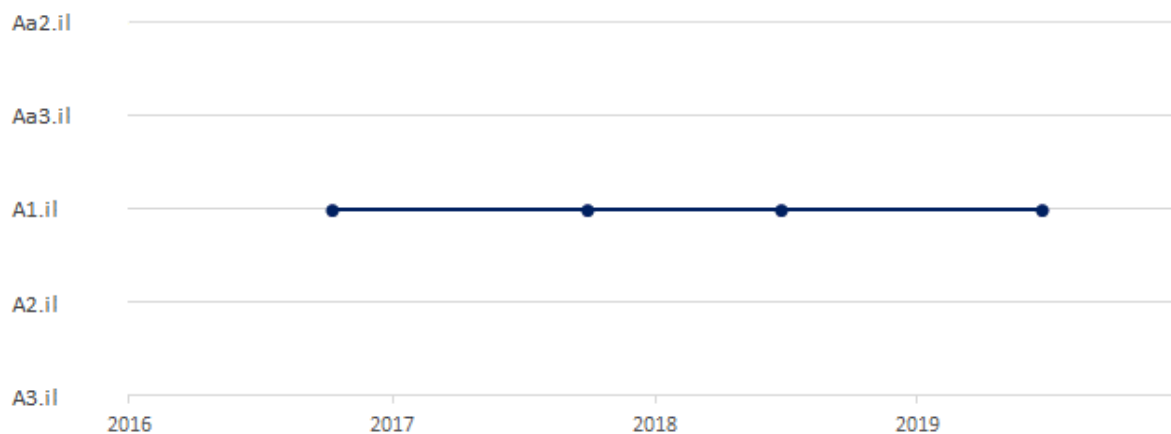
## להערכת מידרוג, לתקופת דירוג נייר הערך המסחרי - לחברה עודף מקורות על שימושים אשר הולם את הדירוג.

## אודות החברה

חברת ישרוטל פועלת בענף המלונאות בישראל בניהול בתי מלון בבעלות מלאה, חלקית או בשכירות לטווח ארוך. החברה הוקמה בשנת 1981 והינה ציבורית משנת 1995. החברה מוחזקת על ידי חברת LFH (בבעלות משפחת לואיס) בשיעור של כ-90%. נחשבת לאחת מרשתות ניהול והפעלת בתי המלון הגדולות בישראל ומפעילה 19 בתי מלון, מתוכם 15 בבעלות מלאה או חלקית ו-4 בשכירות לטווח ארוך. סך החדרים הנמצאים תחת ניהולה של החברה מסתכם לכ-4,222 חדרים, מתוכם כ-3,506 בבעלות מלאה או חלקית.

<sup>7</sup> הנ"ל הינו הערכת מידרוג ולא מידע שנתקבל מהחברה

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[ישרוטל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות מלונאות - מתודולוגיה - פברואר 2016](#)

[מתודולוגיה לדירוג ז"ק של ניירות ערך מסחריים - יולי 2015](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

15.07.2019	תאריך דוח הדירוג:
27.06.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
19.10.2016	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ישרוטל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ישרוטל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת 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 המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

**סולם דירוג מקומי לזמן קצר**

P-1.il	מנפיקים המדרגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדרגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדרגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדרגים Not Prime.il אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime

**הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר**

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים<sup>8</sup>

דירוג זמן ארוך	דירוג זמן קצר
Aaa.il	Prime-1.il
Aa1.il	
Aa2.il	
Aa3.il	
A1.il	
A2.il	
A3.il	
Baa1.il	Prime-2.il
Baa2.il	Prime-3.il
Baa3.il	
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	NotPrime
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	
Ca.il	
C.il	

<sup>8</sup> דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין 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 להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>