

פתאל נכסים (אירופה) בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2017

אנשי קשר:

אילון גרפונקל - ראש צוות בכיר - מעריך דירוג ראשי
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין - סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

פתאל נכסים (אירופה) בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג מותנה (P-Provisional) A1.il באופק יציב לסדרה חדשה של אגרות חוב (סדרה ב') שתנפיק פתאל נכסים (אירופה) בע"מ (להלן: "פתאל אירופה" או "החברה"), בסך של עד 200 מיליון ₪ ערך נקוב. לטובת אגרות החוב שיגויסו, החברה מתכננת לשעבד בשעבוד ראשון נכס מלונאי באמסטרדם הנמצא בשלבי הקמה (להלן: "הנכס המגבה"), אשר בנייתו צפויה להסתיים, בהתאם לדיווחי החברה, במהלך שנת 2018, ושמיועד להיות מושכר לחברה פרטית הולנדית בבעלות מלאה (100%) של Sunflower Management GmbH & Co. KG שתתפעלו כבית מלון ("להלן: "Sunflower" או "חברת התפעול"). יצוין כי Sunflower מצויה בבעלות מלאה בשרשור של בעלת השליטה בחברה - פתאל החזקות (1998) בע"מ (להלן: "פתאל החזקות"). יצוין כי הנכס מוחזק על ידי חברת Fattal Hotels (Netherlands) B.V. (להלן: "חברת הנכס"), המוחזקת בשיעור של 100% (בשרשור) ע"י החברה.

דירוג ההנפקה מותנה במילוי התנאים המפורטים להלן בדוח דירוג זה, לרבות בקשר למבנה ההנפקה, רישום השעבוד על הנכס לטובת מחזיקי אג"ח ב'. כמו כן, הדירוג מותנה בשימוש בתמורת ההנפקה כאמור בטרם הנאמנות הידוע למידרוג.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|-------|------------|------------------|
| אג"ח א' | 1137512 | A1.il | יציב | 15.08.2025 |

הנכס המגבה הינו נכס שבנייתו החלה ברבעון הרביעי של שנת 2016 ולפי דיווחי החברה, השלמת בנייתו צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2018. עם השלמת הבנייה, הנכס צפוי להיות נכס מלונאי, הכולל 500 חדרים, מסעדה, אולמות כנסים וכ-173 מקומות חניה (כאשר פתאל אירופה צפויה להשכיר את הנכס לחברת התפעול - ראו להלן). העלות הכוללת לבניה הינה 53.25 מיליון אירו (מתוך זה סכום של 6 מיליון אירו שיושקע בריהוט, אותו צפויה לרכוש חברת התפעול), מתוכם שילמה החברה עד כה סכום של כ-21 מיליון אירו באמצעות מתן הלואות בין חברתיות ייעודיות לחברת הנכס. יצוין כי, בהתאם לטרם הנאמנות הידוע למידרוג, תמורת ההנפקה תועמד על ידי החברה לחברת הנכס (הלואות Back to Back אשר תישא את אותם תנאי פירעון של אגרות החוב סדרה ב') ותשמש; (א) לפירעון 75% מיתרת ההלוואות הבין חברתיות הייעודיות, שהועמדו לחברת הנכס עד כה, לצורך התקדמות בהליך הרכישה והבניה של הנכס המגבה. (ב) למימון חלקי של תשלומי חברת הנכס, לצורך המשך השלמת הבניה של הנכס המגבה. לאור האמור, גם לאחר הגיוס הנוכחי (בהתאם להיקף הגיוס הנוכחי) החברה תידרש להקצאת מקורות נוספים להשלמת מימון הבניה בהמשך הבנייה, בין אם באמצעות הרחבת סדרה ב' או מתן הלוואות בין חברתיות ייעודיות נוספות בין פתאל אירופה לחברת הנכס. יצוין כי, לפי הערכת שווי שהוצגה למידרוג, שווי של הנכס בהקמה, נכון ליום 31.12.2016, עומד על 23.2 מיליון אירו.

בתום בנייתו צפוי הנכס המגבה להיות מושכר לחברת התפעול ולהיות מתופעל כמלון, זאת לתקופה של 20 שנה בתוספת אופציה של 5 שנים. דמי השכירות המינימליים, להם תהיה זכאית החברה, יעמדו על סך של 5 מיליון אירו בשנה, זאת לפני מרכיב הכנסות שכירות משתנה (מרכיב הנגזר מתוצאות התפעול ושאינו ודאות שיתקיימו תנאים לשלמו לחברה).

להערכת מידרוג, לתוצאות התפעוליות של הנכס ישנן השפעות על שווי הנכסים ועל יכולת מימושם ומימונם מחדש. יצוין כי, טיטת שטר הנאמנות כפי שפורסמה מאפשרת את הרחבת הסדרה עד ל-LTV של 80% (כשיתרת הגיוס שלא שימשה לפירעון הלוואות הבין חברתיות הייעודיות, ונמצאת בחשבון הנאמנות, מהווה כחלק מהבטוחה). יצוין כי לפי הערכת השווי ליום 31.12.2016, שהוצגה למידרוג, שווי של הנכס עם סיום בנייתו, צפוי לעמוד על 76.21 מיליון אירו.

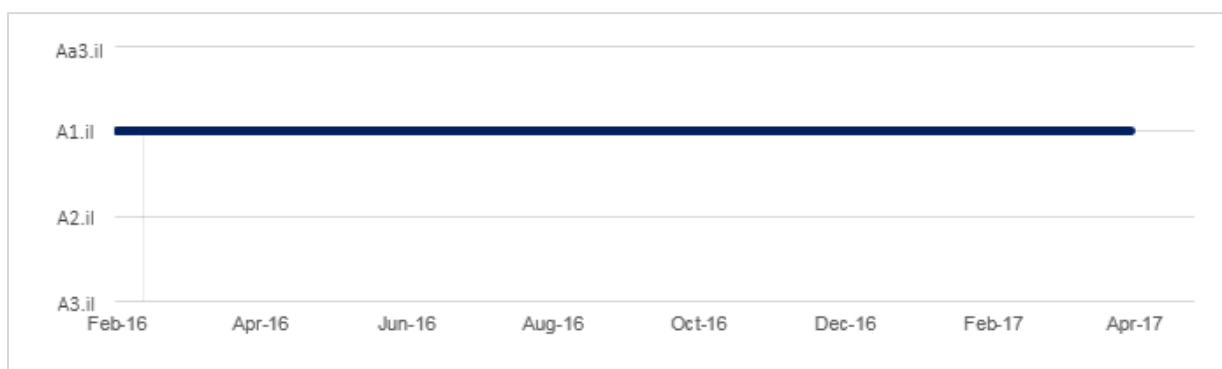
להערכת מידרוג, בהתחשב, בין היתר, בדירוג החברה ובמאפייני הבטוחה, הכולל נכס בהקמה ואפשרות להרחבת הסדרה ב-LTV גבוה יחסית, שעבוד זה אינו מביא לקביעת רמת דירוג שונה בין סדרת האג"ח הקיימת שהנפיקה החברה ובין הסדרה החדשה, משאת השעבוד, אותה כאמור מתכננת החברה להנפיק.

תרחיש הבסיס של מידרוג מתחשב בעובדה כי הנכס, עם השלמתו, צפוי להיות מושכר על פי חוזה לשוכר תפעולי, אשר חשוף יותר לתנודתיות ברווחיות ועל כן ייתכן שבשנה מסוימת, או יותר, לא יצליח השוכר לעמוד בתשלומי שכ"ד, באופן שיפגע בתזרים החברה. בתרחיש מידרוג, סכום הרווח התפעולי השנתי של חברת התפעול בגין הנכס, עלול להיות נמוך ביחס לצפי החברה, בין היתר משום שמדובר במלון חדש שאינו בעל היסטוריה תפעולית ארוכה. אף על פי כן, יצוין כי השוכר הינו חברת בת של Sunflower, אשר מנהלת כ-10 אלף חדרי מלון באירופה והינה חלק מקבוצת "פתאל", המנהלת כ-19 אלף חדרי מלון באירופה וישראל והינה חברת ניהול מלונות בעלת ניסיון רב בתחום. כמו כן, לפי המידע שניתן ע"י החברה למידרוג, קיים רווח תפעולי עודף משמעותי יחסית, בנכסים המושכרים כיום ע"י החברה ל-Sunflower, באופן התומך ביכולתה לעמוד בהסכמי שכ"ד של הנכס המגובה גם בתקופת ההתייצבות של המלון לאחר סיום הקמתו. הדירוג מתחשב בכך שהיקף החוב שיוגיס יביא ל-LTV של עד 80% בתקופת ההקמה. אף על פי כן, יצוין כי רכיב הבולט של הסדרה לפי לוח הסילוקין הנוכחי, עומד על כ-30% מהיקף החוב שיוגיס עד להשלמת הבנייה. לפיכך, ככל שהחברה לא תרחיב את הסדרה באופן משמעותי לאחר הבנייה, סיכון המימון מחדש במועד הבולט מתמתן באופן משמעותי. כמו כן, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג מתחשבת גם במקורות התזרים הנוספים של פתאל אירופה לרבות, בין היתר, התזרים הפרמננטי והגמישות הנגזרת מהנכסים אשר חלקם משועבדים ב-LTV סביר. יצוין, כי הדירוג מתחשב בתרחישים מסוימים לירידת שווי הנכס בעתיד וכתוצאה מכך בעלייה ב-LTV.

כמו-כן, ישנה התאמה טובה בין הרווח התפעולי הצפוי בתרחיש הבסיס של מידרוג, לבין שירות החוב בגין האג"ח (פירעון קרן של כ-10% החל משנת 2019 ועד שנת 2025, ותשלום "בולט" בשנת 2026, בתוספת לריבית שתשולם פעמיים בשנה, בהתאם ללוח הסילוקין שהוצג למידרוג). יצוין כי, כחלק מהבחינה, מידרוג הסתמכה על נתונים שהעבירה החברה בעניין היקף הרווח התפעולי וכן נתונים תפעוליים נוספים, של המלונות בבעלות החברה ומושכרים ל-Sunflower, זאת על מנת לאמוד את יכולת Sunflower להשלים ממקורותיה פער, ככל שיהיה, בין הרווח התפעולי שלה ובין דמי השכירות השנתיים להם זכאית פתאל אירופה.

למידע נוסף אודות שיקולי הדירוג הנכם מופנים לדוח מעקב מחודש אוגוסט 2016.¹

היסטוריית דירוג



¹ הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוחות קשורים

[פתאל נכסים \(אירופה\) בע"מ - מעקב - אוגוסט 2016](#)

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - פברואר 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

| | |
|--------------------------|--------------------------------------|
| 02.04.2017 | תאריך דוח הדירוג: |
| 25.01.2017 | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 04.02.2016 | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: |
| פתאל נכסים (אירופה) בע"מ | שם יוזם הדירוג: |
| פתאל נכסים (אירופה) 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 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.

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

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

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 בהתחייבויות 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 ראוייה 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 עניינו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנושעת 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 שבסובוטו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי 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.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, 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 נושא 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 אחרת שהדין אינו 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, שחוב 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.

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

דירוג שמידרוג הנפיקה 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.