

# פתאל נכסים (אירופה) בע"מ

מעקב | מאי 2020

## אנשי קשר:

רו"ח אופיר זלינגר

אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי

[Ophir.Zelinger@midroog.co.il](mailto:Ophir.Zelinger@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## פתאל נכסים (אירופה) בע"מ

דירוג סדרות ודירוג מנפיק	A2.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות
--------------------------	-------	-------------------------------

בהמשך להכנסת החברה לבחינת הדירוג ביום 18 למרץ 2020, מידרוג מודיעה על הורדת דירוג המנפיק של פתאל נכסים (אירופה) בע"מ (להלן "החברה") ודירוג סדרות אגרות החוב של החברה שבמחזור (סדרות א', ב' וג'), מ- A1.il ל- A2.il ומותרה את הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות.

הורדת הדירוג הינה לאור הורדת דירוג חברת האם - פתאל החזקות (1998) בע"מ, מדירוג A1.il לדירוג A3.il, שהינה, באמצעות חברות בנות, השוכרת היחידה של החברה המדורגת וזאת בשל השלכות התפרצות נגיף הקורונה, מגבלות התנועה וההתכנסות אשר הוטלו בעקבות ההתפרצות, והשפעתה על הכלכלה העולמית ועל ענף המלונאות בפרט, הורדת הדירוג אף נובעת משינוי תרחיש הבסיס לגבי רגישות שווי נכסי החברה.

הותרת הדירוג בבחינה תחת השלכות שליליות הינה לאור הצבת דירוג של החברה האם בבחינה עם השלכות שליליות, אשר ככל שדירוגה ירד, כך גם דירוג החברה עלול להיות מושפע לשלילה.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1137512	A2.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	15.08.2025
ב'*	1140854	A2.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	30.06.2026
ג'	1141852	A2.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	30.08.2027

\*סדרה ב' מובטחת בשעבוד על נכס מניב - מלון לאונרדו רויאל אמסטרדם.

### שיקולים להורדת הדירוג ולהותרת החברה בבחינת דירוג

פתאל נכסים (אירופה) בע"מ היא חברה פרטית שכל מניותיה מוחזקות (בעקיפין) ע"י פתאל החזקות (1998) בע"מ (להלן "פתאל החזקות" או "החברה האם"). החברה פועלת בענף הנדל"ן המניב למלונאות, ומחזיקה בבעלות (מלאה או חלקית) בכ- 50 בתי מלון במערב אירופה. כל נכסי החברה מושכרים לחברות/שותפויות מקבוצת פתאל המנהלות ומתפעלות את הנכסים. מאחר וכל נכסי החברה מושכרים למלונאות, החברה חשופה לפגיעה בתוצאות התפעוליות של החברות/שותפויות המתפעלות את המלונות, ועקב כך חשופה להשפעות התפרצות נגיף הקורונה בטווח המיידי, הכוללות מגבלות תנועה והתכנסות.

גם לאחר שניתן יהיה לחזור לפעילות, לאירוע הקורונה עשויות להיות השפעות לאורך זמן, הן על ההכנסה הפנויה של משקי הבית והן על הרצון והיכולת לצאת לנופש תחת מגבלות התנועה וההתכנסות, ככל שיהיו. במקביל למשקי הבית - התגברות המגמה והסתגלות המגזר העסקי לעבודה מרחוק, מגבלות התכנסות בכל הקשור לנכסים מקצועיים, והצורך בקיצוץ הוצאות צפויים לצמצם את היקף הנסיעות של המגזר העסקי.

ביום 17.05.2020 מידרוג הורידה את דירוג החברה האם, פתאל החזקות מדירוג A1.il תחת בחינה עם השלכות שליליות לדירוג A3.il תחת בחינה עם השלכות שליליות, וזאת עקב הפגיעה בפעילות המלונאית של הקבוצה.

הערכת מידרוג הינה כי הכנסות הקבוצה צפויות להישחק ברמה מהותית בשנה הנוכחית ובשנתיים שלאחריה, וייתכן אף מעבר לשנות התחזית. לאור הצפי לפגיעה בהכנסות הקבוצה ובתזרים המזומנים השוטף אותו מייצרת הפעילות המלונאית, קיימת עלייה בפרופיל הסיכון של פתאל החזקות ובכפועל יוצא במקור לתשלום דמי השכירות המשולמים לפתאל נכסים (אירופה) בע"מ.

לאור העלייה בפרופיל הסיכון של פתאל החזקות, מידרוג בחנה תרחיש קיצון של הקפאת תשלומי השכירות מפתאל החזקות ואיתור שוכרים חלופיים לנכסים, לרבות משך הזמן אשר עשוי להידרש למהלך מסוג זה בנסיבות הנוכחיות. מידרוג מעריכה כי לחברה מקורות נזילות מספקים שירות החוב אף במקרה קיצון מסוג זה. יודגש כי תרחיש זה הינו תרחיש קיצון אשר אינו מהווה את תרחיש הבסיס של מידרוג.

בטווח הבינוני והארוך סיכון החשיפה לפתאל החזקות כשוכר יחיד מתמתן מאחר וכלל נכסי פתאל נכסים (אירופה) בע"מ מצויים במיקומים מרכזיים באירופה, בה קיים שוק מפותח ועמוק להשכרת נכסי מלונאות, ובשל יחס כיסוי השכירות EbitdaR-Rent Ratio העומד בשיגרה על 1.45-2.00 - יחס אטרקטיבי למתפעלים, אך לאור מגבלות התפרצות הקורונה קיימת אי-וודאות באשר ליכולת ההשכרה של הנכסים לצד שלישי בעת הזו.

### תרחיש הבסיס של מידרוג כולל את ההנחות הבאות

- פגיעה בפרופיל העסקי בשל הירידה בדירוג האשראי של השוכר היחיד - פתאל החזקות
  - המשך תשלום דמי השכירות מקבוצת פתאל בהתאם לחוזי השכירות הקיימים (כפי שצויין בדיווח פתאל החזקות מיום 08.03.2020)
  - דחיית השקעות בנכסים קיימים והקפאת השקעות חדשות.
  - תרחישי רגישות להשלמת נכסים בהקמה ולמועד האכלוס ותחילת תקופת ההשכרה של נכסים שטרם אוכלסו.
  - תרחיש רגישות לירידה בשווי הנכסים עקב פגיעה בנכס הבסיס - הפעילות המלונאית, ועלייה אפשרית בשיעורי ההיוון של נכסים מלונאיים בשל גידול ברמות הסיכון.
  - אפשרות לקבלת מימון נוסף כנגד נכסים שאינם משועבדים
- תחת תרחיש הבסיס מידרוג מעריכה עלייה בשיעור המינוף חוב נטו ל-CAP נטו משיעור מינוף של 48% כמשתקף מדוח החברה ליום 31.12.2020 לטווח של 60-65%, כאשר היקף ה-FFO צפוי לנוע בטווח של 30-40 מיליון אירו בשנה ולייצר יחסי כיסוי בטווח 11-19 שנים.

סך היתרות הנזילות של החברה ליום 31.12.2019 עומד על כ-63 מיליון אירו. תחת תרחיש הבסיס, כאשר פרעונות קרן החוב הבלתי מובטח בשנים 2020-2022 עומדים על כ-25 מיליון אירו לשנה. היקף הנזילות ביחס לצרכי שירות החוב הבלתי מובטח בולט לחיוב לרמת הדירוג.

נוסף על היתרות הנזילות, לחברה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-570 מיליון ₪, וכן גמישות נוספת מנכסים משועבדים כנגד חוב ב-LTV נמוך. תרחיש הבסיס מניח אפשרות לקבלת מימון בשיעור של 50-60% כנגד הנכסים שאינם משועבדים, באופן שיגדיל את יתרות המזומן להיקף של 135-150 מיליון אירו.

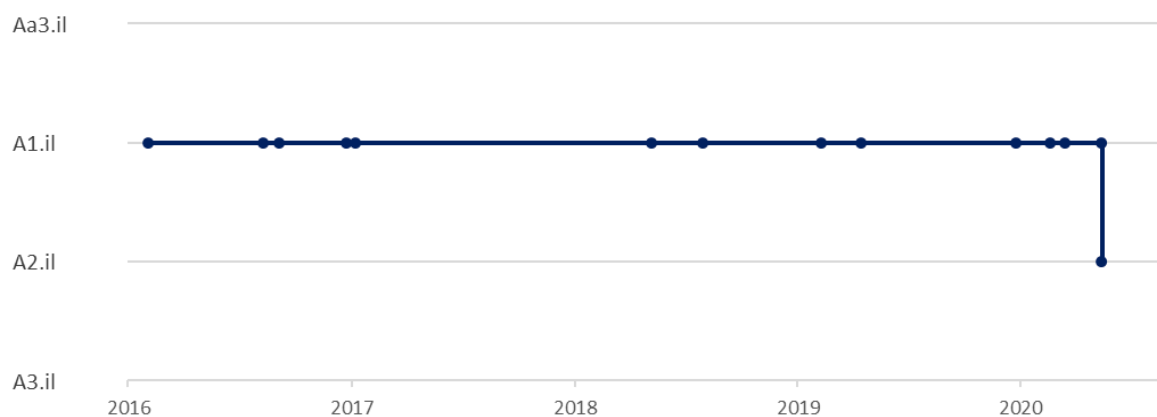
יצוין כי סדרה ב' מובטחת בשעבוד על נכס מניב - מלון לאונרדו רויאל אמסטרדם. לאור הצבת דירוג החברה בבחינה עם השלכות שליליות, מידרוג אף משנה את אופק הסדרה לבחינה עם השלכות שליליות מהשלכות עם כיוון לא ודאי. ככל שיחולו התפתחויות בדירוג החברה, מידרוג תבחן את השפעת הבטוחה על פי מתודולוגיית שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2019.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	1,064	A.il	1,016	סך מאזן (מיליוני אירו)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	60-65%	Aa.il	48%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל סיכון
A.il	30-40	A.il	31	היקף FFO שנתי (מיליוני אירו)	פרופיל פיננסי
A.il	11-19	A.il	14	חוב פיננסי נטו/ FFO	
Ba.il	0%	A.il	18%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	56%	A.il	47%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Aaa.il	237%	Aa.il	152%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>A2.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>A2.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**

[פתאל נכסים \(אירופה\) בע"מ - דוחות קשורים](#)

[מצגת בנושא מגמות בענפי נדל"ן בימי משבר נגיף הקורונה - אפריל 2020](#)

[השפעת התפרצות הקורונה על ענף המלונאות - דוח מיוחד - הערת ענף - מרץ 2020](#)

[דירוג חברות נדלן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2019](#)

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

**מידע כללי**

17.05.2020	תאריך דוח הדירוג:
18.03.2020	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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שאליה 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").

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 וכאלה 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 בייעוץ 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>