

פתאל החזקות (1998) בע"מ

מעקב | מאי 2020

אנשי קשר:

רו"ח אופיר זלינגר

אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי

Ophir.Zelinger@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

Rang@midroog.co.il

פתאל החזקות (1998) בע"מ

דירוג סדרות ודירוג מנפיק	A3.il	בחינת דירוג בעל השלכות שליליות
--------------------------	-------	--------------------------------

בהמשך להכנסת החברה לבחינת הדירוג ביום 18 למרץ 2020, מידרוג מודיעה על הורדת דירוג המנפיק של פתאל החזקות (1998) בע"מ (להלן: "החברה" או "הקבוצה" או "פתאל"), ודירוג אגרות החוב של החברה שבמחזור מדירוג A1.il לדירוג A3.il ומותירה את הדירוג תחת בחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1150812	A3.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	31/12/2026
ג'	1161785	A3.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	31/08/2031

הורדת הדירוג והותרת הדירוג תחת בחינה נובעות מהתפרצות נגיף הקורונה והשלכות ההתפרצות על ענף המלונאות ועל החברה. אירוע התפרצות הקורונה, מגבלות התנועה וההתכנסות לרבות מגבלות התעבורה הבינלאומית, הביאו לפגיעה משמעותית בפעילות מגזרי התיירות והמלונאות, כאשר בשלב זה טרם אושרה הפעלת בתי מלון במדינות הפעילות (למעט בהולנד, בה לא ניתנו הנחיות לסגירת בתי מלון).

גם לאחר חזרה 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 והסתגלות המגזר העסקי להתנהל ללא צורך בנסיעות מרובות ולינה, מגבלות התכנסות בכל הקשור לכנסים מקצועיים, והצורך בקיצוץ הוצאות צפויים לצמצם את היקף הנסיעות של המגזר העסקי.

בהתאם לאמור, מידרוג מעריכה ירידה משמעותית בפעילות בשנת 2020, והתאוששות מדורגת החל מהחציון השני של 2020 ובמהלך השנים הקרובות, בהתאם לכך, מידרוג צופה כי בשנת 2020 החברה תציג EBITDA ו- FFO שליליים, כאשר בשנים 2021-2022 תחול צמיחה הדרגתית בתוצאות התפעוליות.

הירידה הצפויה ב- EBITDA מקימה חשש לאי עמידה באמות מידה פיננסיות של סדרות אגרות החוב בחציון השני של השנה, ובהתאם לחשיפה לעילה של העמדה לפרעון מיידי של אגרות החוב עקב הפרת אמת המידה. יצויין כי ביום 14.05.2020 פרסמה החברה הצעה למחזיקי אגרות החוב לאישור מתווה ויתור זמני של של בדיקת אמת המידה הרלבנטית.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מושפע לחיוב מהגורמים הבאים

- צבר נכסים משמעותי הכולל (נכון ל- 31.12.2019) כ- 43 אלף חדרי מלון בכ- 220 מלונות (מתוכם כ- 40% מצויים בבעלות מלאה/חלקית של החברה ו-60% בחוזי שכירות/ניהול עבור אחרים) במספר תת-מגזרים מאפשר פיזור וגיוון של מקורות ההכנסה.
- פיזור גיאוגרפי ונכסי של בתי המלון, כך, כ- 30% מהנכסים ממוקמים בגרמניה, 20% בישראל, 25% בבריטניה והשאר במדינות נוספות באירופה. כנגזר מפיזור הפעילות, החשיפה לנכס בודד בפורטפוליו הן מבחינת ה-NOP (Net Operating Profit) והן מבחינת ה-NAV הינה נמוכה ביחס לחברות מדורגות אחרות.
- בטרם משבר התפרצות נגיף הקורונה, החברה הציגה צמיחה עקבית בהיקף ההכנסות, ה-EBITDA, ה-FFO והתזרים לשרות החוב שהחברה צפויה לייצר. כך למשל, היקף ההכנסות (כולל חלק החברה בפעילות חברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני) הציג צמיחה עקבית מכ-1.8 מיליארד ש"ח בשנת 2015 ל- 2.7 מיליארד ש"ח בשנת 2017, וכ- 5.3 מיליארד ב-2019.

היקף ההכנסות ורווחיות החברה צפויים להיפגע משמעותית בשנת 2020 עקב התפרצות נגיף הקורונה, כאשר בהתאם לתרחיש הבסיס (כפי שיפורט בהמשך) להערכת מידרוג צפויה התאוששות הדרגתית בשנים שלאחר מכן.

- בטרם המשבר החברה הציגה שיעורי רווחיות גבוהים (בשגרה) המתבטאים בשיעורי רווח גולמי של כ- 43-47% לאורך זמן, ושיעורי רווח תפעולי לפני דמי שכירות, פחת והפחתות (EbitdaR) של 30-35%, הבולטים לחיוב לרמת הדירוג. כך גם, יחס כיסוי השכירות (EbitdaR-Rent-Ratio) במלונות המושכרים מצדדי ג' עמד בשנת 2019 על שיעור של 1.50. מידרוג מעריכה כי התפרצות הקורונה תוביל לירידה משמעותית ברווחיות, ואף להפסדים בשנת 2020. יחד עם זאת, בהתבסס על יכולות החברה בטרם המשבר, להערכת מידרוג, לחברה קיימת יכולת יצירת הרווחים מעבר למקובל בענף אשר צפויה לאפשר לחברה לחזור לרווחיות בטווח הזמן הבינוני, גם תחת תרחיש הבסיס הכולל תרחישי רגישות לירידה בהכנסות בשל התפרצות מגיפת הקורונה.
- היקף הנזילות של החברה, עפ"י המאזן המאוחד ליום 31.12.2019, עמד על כ- 1.1 מיליארד ₪, מתוכם כ- 250 מיליון ₪ בפתאל נכסים (אירופה) בע"מ, חברת אג"ח בבעלות מלאה של החברה. בהתאם לדיווח מידי של החברה מ- 14.05.2020, סך יתרות הנזילות המעודכן של הקבוצה עומד על כ- 820 מיליון ₪ (מתוכם כ- 280 מיליון ₪ בפתאל נכסים (אירופה) בע"מ). להערכת מידרוג, הנזילות הקיימת לצד גמישות ביצירת מקורות מימון נוספים צפויים לספק לחברה מקורות הולמים לשירות החוב ולכיסוי הוצאות הקבועות לתקופה הקרובה, זאת חרף הירידה המהותית בהכנסות החל מאמצע הרבעון הראשון.

הדירוג מושפע לשלילה מהגורמים הבאים

- התפרצות נגיף הקורונה, אשר הביאה להפסקה כמעט מוחלטת של הפעילות המלונאית בישראל ובאירופה, פוגעת בצמיחה הכלכלית הגלובלית ובהכנסות משקי הבית, וצפויה להשפיע על פעילות החברה והענף לאורך זמן, הן בשל הירידה בהכנסה הפנויה של משקי הבית והקיצוץ הצפוי בהוצאות המגזר העסקי, והן בשל צמצום הנסיעות הפרטיות והעסקיות עקב מגבלות התכנסות ותנועה עתידיות.
- ענף הפעילות של החברה. להערכת מידרוג, ענף המלונאות בהיותו בעיקרו מוצר פנאי, הוא בעל חשיפה גבוהה יותר לתנודתיות למחזורי עסקים ואירועים גיאופוליטיים אזוריים ומגדיל את פרופיל הסיכון של החברה במיוחד בתקופה הנוכחית.
- יחסי איתנות חלשים, בעיקר עקב יישום תקן IFRS-16, כאשר יחס חוב נטו (הכולל התחייבות בגין חכירות לזמן ארוך) לCAP נטו ליום 31.12.2019 מגיע לכ- 83% ואינו הולם את רמת הדירוג. תחת תרחיש הבסיס, הכולל תרחישי רגישות לשווי הנכסים, יחס זה צפוי אף לעלות עד לרמה של כ- 90%. יחד עם זאת יצוין כי ההתחייבות בגין חכירות, אשר מאפייניה שונים מחוב כספי, מהווה למעלה מ- 70% מסך החוב הפיננסי.
- אסטרטגיית צמיחה מהירה אשר באה לידי ביטוי בהרחבת הפעילות בשנים האחרונות באופן החושף את תוצאות הפעילות החדשה לתנודתיות. יצוין כי בשל אי הודאות הכרוכה בהתפרצות הקורונה החברה אינה שוקלת כיום ביצוע השקעות חדשות.
- גמישות פיננסית¹ מוגבלת לאור שיעור נמוך של נכסים בבעלות החברה שאינם משועבדים ביחס לכלל נכסי החברה.
- תלות בבעל השליטה שהינו בעל ערך משמעותי בתחום הפיתוח העסקי בחברה. יצוין כי על אף סיכויי הצמיחה המואצים של החברה, לחברה שדרת ניהול נרחבת יחסית עם ניסיון רב, אשר יש בה כדי למתן סיכון זה.

¹ דירוג החברה לוקח בחשבון ניתוח של רמות הגמישות ברמת הסולו. יחד עם זאת, נציין כי יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי נמדדים ברמת המאוחד

תרחיש הבסיס של מידרוג

בכל הקשור להתפרצות מגיפת הקורונה, תרחיש הבסיס כולל את ההנחות הבאות:

- ירידה של 50 מיליון ₪ ב EBITDAR לרבעון הראשון של 2020 (ביחס לרבעון המקביל), וזאת בהתאם לדיווח המייד שפרסמה החברה ביום 08.03.2020, והפסקה כמעט מוחלטת של הפעילות המלונאית ברבעון השני, לרבות קיצוץ עמוק בהוצאות השוטפות.
- חזרה מדורגת לפעילות העסקית החל מרבעון Q3-2020, כאשר מידרוג מניחה כי בתקופת התחזית היקף ההכנסות יהיה נמוך מהכנסות 2019, מנגד, בהתאם להערכות החברה, מידרוג מניחה הפחתה בהוצאות המשתנות אשר תמתן במידת מה את הפגיעה בהכנסות.
- פגיעה בשווי ההון של הנכסים המלונאיים, עקב הצפי של קיטון בהכנסות ובתזרים הנקי מהנכסים לצד אפשרות לעלייה בשיעורי ההיוון.
- צמצום ודחיית השקעות שוטפות בנכסים קיימים והשקעות ברכישת ובהקמת נכסים חדשים.

בנוסף, מידרוג מניחה כי בשל הפגיעה ברווחיות לא יבוצעו חלוקות דיבידנד במהלך שנות התחזית.

בהתאם לתקן דיווח IFRS 16, חלק מהתחייבויות החברה הינן בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך. תחולת תקן הדיווח IFRS-16 החל מ-1 בינואר 2019 הביאה לגידול מהותי בנכסים ובהתחייבויות במאזן החברה בגין חכירה תפעולית לז"א, מידרוג רואה בהתחייבות זו חוב פיננסי. במקביל להצגת התחייבות כחוב פיננסי, מידרוג רואה בתשלומי השכירות כאמורטיזציה של ההתחייבות ובהתאם לכך מבצעת התאמות לתזרים השוטף ול- FFO ובוחנת יחסי כיסוי מתאימים.

תחת תרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי יחס האיתנות חוב נטו ל- CAP נטו צפוי להגיע לכ- 90%, כאשר החברה צפויה לסיים את שנת 2020 ללא FFO בהיקף מהותי, ובשנים 2021-2022 להציג FFO בהיקף של 470 ו- 820 מיליון ₪ בהתאמה, ויחסי כיסוי נגזרים של 20 עד 10 שנים.

הצבת הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות

הותרת הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות משקפת את אי הודאות בקשר עם ההשלכות האפשריות של הפגיעה בפעילות החברה בשנת 2020 ובשנים הבאות, לרבות שווי הנכסים, תפוסות והכנסות, ושחיקה ברווחיות, וזאת מעבר להערכות שבתרחיש הבסיס. הפגיעה בפעילות ענף המלונאות והירידה הצפויה ב- EBITDA עלולה להוביל להפרה של אמת מידה פיננסית בשטרי הנאמנות של אגרות החוב, ולהקנות למחזיקי אגרות החוב עילה להעמדה לפירעון מייד. ביום 14.05.2020 פנתה החברה לנאמן אגרות החוב בבקשה לכינוס אסיפת מחזיקי אגרות החוב לדיון בויתור זמני על בחינת אמות המידה הרלבנטיות, וזאת בהתאם למתווה שהציגה החברה. ככל שלא יושגו הסכמות עם בעלי אגרות החוב עלולה ללהיות לכך השפעה שלילית על דירוג החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- חזרה מהירה לשיגרה, לרבות בתפוסות בתי המלון, והשפעה פחותה של התפרצות המגיפה ביחס לתרחיש הבסיס.
- הקטנה משמעותית של רמות המינוף לאורך זמן.
- שיפור בגמישות הפיננסית של החברה, לרבות החזקה בנכסים שאינם משועבדים בהיקף משמעותי

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- אי-הסדרה של סיכון הפרת אמת מידה מול מחזיקי אגרות החוב.

- השפעות ארוכות טווח של התפרצות המגיפה, בכלל זה סיכון של התפרצויות חוזרות, מעבר לתרחיש הבסיס.
- שחיקה ברמת הנזילות
- שחיקה בשווי הנכסים של החברה מעבר לתחזיות מידרוג.
- חזרה איטית מהמצופה לרווחיות התפעולית של מלונות החברה אשר תשפיע לשלילה על תזרימי המזומנים מפעילות ועל יחסי הכיסוי הנגזרים.
- חלוקות דיבידנדים בשנים הקרובות וטרם התיצבות הפעילות.

פתאל החזקות (1998) בע"מ - נתונים עיקריים , באלפי ₪

31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	
2,159,161	2,586,084	3,765,643	5,342,389	הכנסות
1,000,086	1,144,054	1,771,260	2,433,283	רווח גולמי
138,767	197,461	241,926	40,842	רווח נקי
747,854	854,806	1,320,002	1,810,609	EbitdaR
34.6%	33.1%	35.1%	33.9%	שיעור EbitdaR
339,954	440,257	899,981	1,120,263	נזילות
2,402,769	3,326,131	3,963,618	17,177,058	חוב פיננסי *
2,062,815	2,885,874	3,063,637	16,056,795	חוב נטו
4,671,726	5,702,649	7,496,231	20,495,613	CAP
4,331,772	5,262,392	6,596,250	19,375,350	CAP נטו
1,951,713	2,101,194	3,220,230	3,118,101	הון עצמי כולל זכויות מיעוט
5,332,486	6,362,458	8,888,900	21,788,467	סך מאזן
48%	55%	46%	83%	חוב נטו ל- CAP נטו
37%	33%	36%	14%	הון עצמי למאזן
309,523	336,535	441,696	819,958	FFO
7	9	7	20	חוב נטו ל- FFO

* בהתאם להואות תקן IFRS16, החל משנת 2019, החברה זוקפת בדוחות הכספיים התחייבות בגין הסכמי חכירה לז"א. בהתאם למתודולוגיית מידרוג, התחייבות זו נכללת בחוב הפיננסי.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

התפרצות מגיפת הקורונה הביאה לפגיעה מהותית בפעילות העסקית השוטפת של החברה, לרבות צפי להשפעות ארוכות טווח על הפעילות העסקית ועל שווי הנכסים

התפרצות מגיפת הקורונה ומגבלות התנועה וההתכנסות אשר הטלו בישראל ובשאר מדינות הפעילות הביאו לפגיעה בפעילות השוטפת של החברה. כך, ביום 03.08.2020 דיווחה החברה על ירידה של כ- 50 מיליון ₪ ב- EBITDAR הצפוי לרבעון Q1-2020 ביחס לרבעון המקביל, ובהתאם לדיווחי החברה, ברבעון Q2-2020 הפעילות העסקית הופסקה כמעט לחלוטין (למעט מלונות בודדים הפועלים התפוסות נמוכות).

מעבר להשלכות המיידיות, מדובר ב"אירוע מתגלגל" שתוצאותיו טרם נתבררו במלואן וצפויות לו השפעות ארוכות טווח, הן עקב הפגיעה בצמיחה הגלובלית והן עקב שינויים אפשריים בהרגלי הנסיעות והנופש של משקי הבית ושל הסקטור העסקי. כך, גם לאחר חזרה לפעילות, לאירוע הקורונה עשויות להיות השפעות לאורך זמן, הן על ההכנסה הפנייה של משקי הבית והן על הרצון והיכולת לצאת לנופש תחת מגבלות התנועה וההתכנסות, ככל שיהיו.

במקביל למשקי הבית, התגברות והסתגלות המגזר העסקי להתנהל ללא צורך בנסיעות מרובות ולינה לצד מגבלות התכנסות בכל הקשור לכנסים מקצועיים, והצורך בקיצוץ הוצאות צפויים לצמצם את היקף הנסיעות של המגזר העסקי. מנגד, סיוע ממשלתי כדוגמת הלוואות ומענקים לצד דחיית/ביטול תשלומים מוניציפליים עשויים לסייע להתאוששות מהירה של המגזר העסקי ובפרט של ענף המלונאות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח חזרה לפעילות חלקית בחציון השני של 2020, עם הפחתה ממוצעת של כ- 50% ביחס להערכות קודמות לשנת 2020, והפחתה ממוצעת של 25% ו- 15% בהתאמה בשנים 2021 ו- 2022. עוד מניחה מידרוג כי במקביל לירידה בהכנסות החברה תבצע קיצוץ מקביל בהוצאות המשתנות בהיקף של כ- 50% מהיקף הירידה בהכנסות (לשם השוואה שיעור ההוצאה טרם התפרצות הקורונה עמד על כ- 65%). עוד מניח תרחיש הבסיס כי העלייה ברמות הסיכון והפגיעה בהכנסות עלולים להוביל לפגיעה בשווי הנכסים המלונאיים.

יצוין כי על פי מתווי הקלות המתפרסמים בישראל ובמדינות הפעילות האחרות, וכן עפ"י הערכות חברה, חלק ממלונות החברה עשויים לחזור לפעילות במהלך הרבעון הנוכחי. על אף זאת, תרחיש הבסיס אינו מניח הכנסות בהיקף מהותי ברבעון זה.

פרופיל עסקי חזק המתבטא בהיקף פעילות משמעותי, פיזור נכסי וגיאוגרפי. נתח שוק החברה בחדרים בניהול בישראל הינו הגבוה ביותר מתוך החברות המלונאיות בישראל, נפח פעילותה באירופה מבססים את מעמדה באזורי הפעילות

פורטפוליו המלונות של החברה בישראל כולל פריסה ארצית נרחבת של 46 בתי מלון וכ- 9 אלפי חדרים, מתוכם כ- 5.6 אלפי חדרים מצויים בבעלות (מלאה או חלקית), כ- 2.2 אלפי חדרים בשכירות וכ- 0.9 אלפי חדרים בניהול.

בנוסף, החברה מפעילה ומנהלת 170 בתי מלון נוספים באירופה הכוללים כ- 34 א' חדרים, כאשר עיקר הפעילות מתמקד בגרמניה ובבריטניה. ליום 31.12.2019 החברה פעילה ב- 19 מדינות, כאשר ישראל מהווה כ- 20% ממצבת החדרים של החברה ואירופה מהווה כ- 80%. בבחינת התפלגות סוג הזכויות, כ- 40% ממצבת החדרים מצויים בבעלות מלאה/חלקית של החברה ו- 60% בחוזי שכירות/ניהול עבור אחרים באופן המקנה פיזור של מקורות הכנסה על מגוון סוגיה ולחברה אין תלות בנכס מסוים. לאור כל האמור, להערכת מידרוג הפיזור הנכסי, הגיאוגרפי וכן הפיזור של מקורות ההכנסה משפיעים לחיוב על הקטנת החשיפה למקור בודד. הפעילות חשופה להאטה וסיכונים כלל ענפיים, אולם הגדלת מרכיב המלונאות העסקית ממתי את חשיפת החברה למחזוריות כלכלית.

יחסי איתנות חלשים הנובעים בעיקר מהתחייבות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך. יחסי הכיסוי צפויים להיפגע עקב השחיקה בפעילות העסקית. מנגד, שיעור רווחיות גבוה בפעילות באירופה תורם לשיעור הרווחיות הכולל ומשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי

בהתאם למאזן ליום 31.12.2019, לחברה יחס איתנות חוב נטו ל- CAP נטו העומד על 83%, יחס אשר אינו הולם את רמת הדירוג. מעבר לכך, תרחיש הבסיס כולל תרחישי רגישות לשווי הנכסים ותוצאות הפעילות בשנה הקרובה ובהתאם מניח עלייה בשיעור המינוף עד 90%. יחס זה מושפע באופן משמעותי מהיקף ההתחייבות בגין חכירה המהווה למעלה מ- 70% מסך החוב הפיננסי של החברה, אשר הינה בעלת מאפיינים עסקיים שונים מחוב כספי, כאשר התחייבות זו נפרעת בעיקרה מתוך העודף התפעולי של המלונות המושכרים (בנטרול ההתחייבות בגין חכירה יחס חוב נטו ל- CAP נטו ליום 31.12.2019 היה עומד על 49% ותחת תרחיש הבסיס 66%). יחס הפרעון EbitdaR-Rent-Ratio לנכסים המושכרים מצדדי ג' עומד טרום משבר התפרצות נגיף הקורונה על כ- 1.5 ולהערכת מידרוג צפוי להישחק בשנים הקרובות, אולם גם בהתחשב בשחיקה בפעילות העסקית מידרוג מעריכה כי עם החזרה לפעילות העודף התפעולי יספק מקור נאות לכיסוי תשלומי החכירה.

היקף ה-FFO של החברה לשנת 2019 (לאחר התאמות מידרוג) עמד על כ- 780 מיליון ₪ והמשיך להציג מגמת גידול ביחס לשנים קודמות. בשל משבר התפרצות הקורונה מידרוג מעריכה, כי בשנת 2020 היקף ה-FFO של החברה יעמוד על כ- 120 מיליון ₪ בלבד, כאשר על פי תרחיש הבסיס היקף ה-FFO צפוי לצמוח לכ- 470 מיליון ₪ בשנת 2021 וכ- 820 מיליון ₪ בשנת 2022, כאשר יחסי

הכיסוי חוב נטו ל- FFO הנגזרים לשנים 2021-2022 צפויים להשתפר ולנוע מ- 20 ל- 10 שנים, טווח ההולם את רמת הדירוג (יצוין כי סך החוב כולל התחייבות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך, ובמקביל סך ה- FFO אינו כולל את פירעון המרכיב ההוני של דמי השכירות).

החברה הציגה לאורך זמן שיעורי רווחיות גבוהים, עם שיעורי רווח גולמי של 42-47% ושיעורי EbitdaR רווח תפעולי לפני שכירות, פחת והפחתות של 30-35%, שיעורים גבוהים ביחס למקובל בענף. מידרוג מעריכה כי שיעור הרווחיות הגבוה יישחק בשל המשבר הנוכחי, ולאחר 2020, בשנים 2021-2022 החברה תציג שיעורי רווחיות נמוכים יותר עם שיעור EbitdaR של 24-29% ושיעור רווח גולמי בטווח 35-42%. על אף השחיקה ברווחיות, שיעורי הרווחיות הצפויים בולטים לחיוב אף ביחס לרמות דירוג גבוהות יותר.

קצב הגידול בפעילות החברה הינו מהיר ומהווה גורם סיכון

החברה, אשר הוקמה בשנת 1998, מאופיינת בקצב גידול מהיר של היקף הפעילות. תיק הנכסים של החברה מצוי במגמת צמיחה משמעותית, אשר מחד תורמת לגידול בהיקף ההכנסות ופיזור הפעילות של החברה, ומאידך מהווה גורם סיכון המשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון. כך לדוגמה, מאז שנת 2008 היקף החדרים בניהול ע"י החברה גדל בלמעלה מ- 30 אלף חדרים, כולל גידול של כ- 20 אלף חדרים בשנתיים האחרונות.

קצב גידול מואץ מהווה סיכון מאחר והוא כרוך בהטמעה ובהשקעת תשומות ניהוליות ככל שצבר המלונות גדל, אולם סיכון זה מתמתן בשל הוותק והניסיון של החברה ובעל השליטה בענף המלונאות, ושדרת ההנהלה המנוסה של החברה. כך, במקביל לגידול המשמעותי, החברה הטמיעה בהצלחה את המלונות החדשים, שמרה על תוצאות תפעוליות טובות והציגה רווחיות ויעילות תפעולית גבוהה לאורך השנים.

לאור אי הודאות הכרוכה בהתפרצות נגיף הקורונה, הודיעה החברה על הקפאת פעילות ההשקעה לרבות הקפאת רכישות, צמצום ההשקעה בנכסים חדשים שנרכשו/בהקמה וצמצום ההשקעה בשיפוץ נכסים קיימים.

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 הכלכלה שבה הוא נמצא. הרעה במצב הפוליטי והביטחוני השורר בסביבת הפעילות הכלכלית עלול להביא לפגיעה משמעותית בתיירות בה, בפרט בתיירות הנכנסת. התחרות בענף המלונאות כוללת לא רק את השוק המקומי אלא גם שווקים בעלי קרבה גיאוגרפית, הפונים לחתר תיירותי דומה (למשל העיר עקבה עשויה להוות תחרות לעיר אילת מבחינת תיירים המגיעים מאירופה). 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. רמת הסיכון של הענף ותנודתיות הביקוש מתחדדת כיום, לאור התפרצות נגיף הקורונה והצפי לפגיעה בצמיחה הגלובלית ובהכנסה הפנויה, כפי שפורט דלעיל.

נזילות המספקת לחברה מקור כספי בטווח הקצר. מנגד לחברה גמישות פיננסית מוגבלת עקב מיעוט נכסים שאינם משועבדים

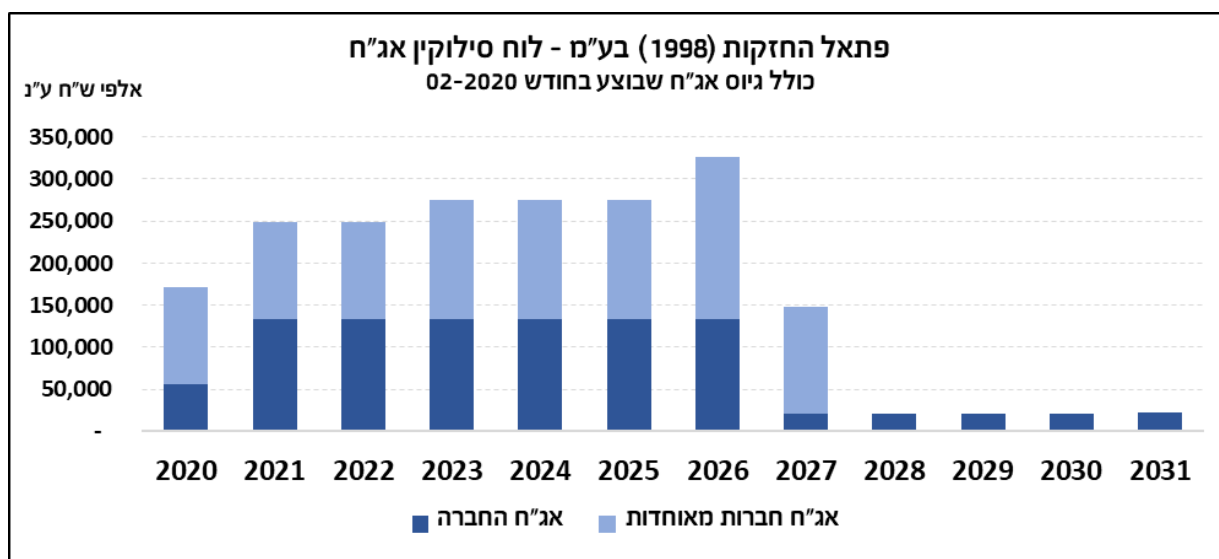
לחברה גמישות פיננסית מוגבלת לאור מיעוט נכסים בבעלותה שאינם משועבדים. היקף הנכסים שאינם משועבדים ליום 31.12.2019 עומד על כ- 10% בלבד מסך הרכוש הקבוע. בנוסף, נכון ל- 31.12.2019 היו לחברה (במאוחד) יתרות נזילות משמעותיות של למעלה מ- 1,100 מיליון ש"ח יצויין כי מתוך המקורות הנ"ל, נכון ל- 31.12.2019, יתרות מזומן בסך 63 מיליון אירו (כ- 250 מיליון ש"ח) וכן כל הנכסים שאינם משועבדים מצויים בבעלות פתאל נכסים (אירופה) בע"מ, אשר הינה חברת אג"ח בבעלות מלאה של החברה.

בהתאם לדיווח מידי של החברה מ- 14.05.2020, סך יתרות הנזילות המעודכן של הקבוצה עומד על כ- 820 מיליון ש"ח, מתוכם כ- 73 מיליון אירו בפתאל נכסים (אירופה) בע"מ. היקף הנזילות יאפשר לחברה מקורות מספקים לכיסוי ההוצאות הקבועות, דמי השכירות

ושירות החוב על אף הפגיעה המשמעותית בפעילות השוטפת בשנת 2020, לחברה אף גמישות פיננסית מסוימת מ-LTV נמוך יחסית על נכסים משועבדים המאפשר מימון מחדש של נכסים.

החברה בוחנת בימים אלו אפשרויות להגדלת היתרות הנזילות, בין היתר באמצעות הלוואות בערבות מדינה במדינות הפעילות השונות, קבלת מימון לנכסים שאינם משועבדים, הנפקת זכויות ופעולות אחרות. להערכת החברה פעולות אלו יספקו לחברות הקבוצה מקורות בהיקף של כ- 1.0 מיליארד ש"ח נוספים, מהם למעלה מ- 500 מיליון בחברה עצמה.

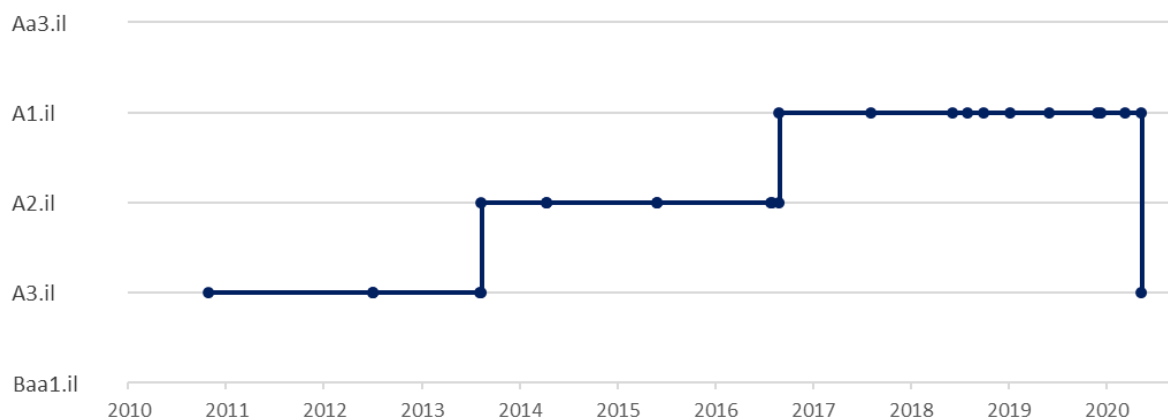
בבחינת לוח הסילוקין של אגרות החוב, היקף הפירעון השנתי של הקבוצה עומד על כ- 250 מ' ש"ח בשנים 2021-2025, (כמתואר מטה בלוח הסילוקין). לאור האמור, מידרוג מעריכה כי לחברה יכולת טובה לשירות החוב בטווח הקצר-



אודות החברה

חברת פתאל פועלת בענף המלונאות בארץ ובחו"ל. החברה מנהלת מלונות הנמצאים בבעלותה, או אשר נשכרים על ידה וכן מנהלת מלונות עבור אחרים. במהלך 2018 השלימה החברה הנפקה לראשונה של מניות לציבור ורישום למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ והפכה לחברה ציבורית. בעל השליטה בחברה - מר דוד פתאל - מחזיק, נכון ליום 31.03.2020, בכ- 56.6% ממניות החברה ומשמש כיו"ר דירקטוריון החברה. 7.1% נוספים מהמניות מוחזקים בנאמנות עבור גב' הדסה פתאל ויתרת המניות מוחזקת ע"י גופים מוסדיים (6.3%) והחזקות הציבור (30%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[פתאל החזקות \(1998\) 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 - מאי 2020](#)

[דירוג חברות מלונאות - דוח מתודולוגי, פברואר 2016](#)

[התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דוח מתודולוגי, יולי 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

17.05.2020	תאריך דוח הדירוג:
18.03.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
09.02.2012	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
פתאל החזקות (1998) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
פתאל החזקות (1998) 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 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.

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 ולסיכוני 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 סיכונים 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 שמפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים 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 ויהיה 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 ממטודולוגיה 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 בודדו 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>.