

ישרוטל בע"מ

מעקב | ספטמבר 2021

אנשי קשר:

אופיר זלינגר, רו"ח
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
ophir.zelinger@midroog.co.il

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

ישרוטל בע"מ

דירוג מנפיק	A1.il	אופק דירוג: יציב
דירוג סדרה א'	Aa3.il	אופק דירוג: יציב
דירוג נייר ערך מסחרי	P-1.il	-

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A1.il לישרוטל בע"מ (להלן: "החברה") וכן דירוג סדרה Aa3.il לאגרות החוב סדרה א' המגובות בבטוחה, ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב. בנוסף, מידרוג מותירה על כנו דירוג לזמן קצר P-1.il לנייר ערך מסחרי שהנפיקה החברה בסך של עד 50 מיליון ₪ ע.ג.

שינוי האופק משלילי ליציב נובע בשל התחזקות הפעילות העסקית של החברה, אף לאורך תקופות הסגרים בתקופת הקורונה, לצד פרמטרים פיננסיים בולטים לחיוב המתבטאים ברמת מינוף נמוכה ותזרים גבוה באזורי פעילות מרכזיים של החברה

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

נייר ערך	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרת אג"ח א'	1139419	Aa3.il	יציב	01.11.2022
נייר ערך מסחרי	1136167	P-1.il	-	18.06.2025

* לטובת אגרות חוב סדרה א' קיים שעבוד על זכויותיה של החברה במלון אגמים באילת. מידרוג בחנה את טיב הבטוחה בהתאם למתודולוגית מידרוג - שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי, ספטמבר 2019, ובהתאם לכך בחנה מתן הטבה דירוגית לאגרות החוב. השיקולים המבניים מפורטים בהמשך דוח זה.

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בענף המלונאות מאופיינת ברמת סיכון ענפי גבוהה ביחס לענפי נדל"ן אחרים לאור חשיפה לתנודתיות מהירה בשל תנאי כלכלה או אירועים אחרים אשר יש בהם כדי להשפיע על ענף זה כגון משבר נגיף הקורונה וכדומה;
- החברה הינה בעלת פעילות מלונאית ותיקה בישראל וכן הנהלה בעלת ניסיון רב בתחום המלונאות והינה בעלת מיצוב בולט בשוק המלונאות בישראל;
- יחסי איתנות וכיסוי בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג תורמים לפרופיל הפיננסי הנתמכים במדיניות פיננסית שמרנית הנשמרת לאורך השנים; פעילות החברה חוותה התאוששות משמעותית, בעיקר ברבעון השני והציגה עמידות גבוהה בעת משבר הקורונה באזורי פעילות מרכזיים של החברה;
- חשיפה לריכוזיות הפעילות באזור אילת וחשיפה לסיכונים רגולטוריים שונים משליכים לשלילה על סיכון החברה, יחד עם זאת החברה פועלת להגדלת פיזור פעילותה בעיקר על ידי ייזום מלונות חדשים;
- גמישות פיננסית בולטת לחיוב הנובעת ממצבת נכסים שאינם משועבדים, שיעור מינוף נמוך במלונות החברה ומסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקפים משמעותיים.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון כי במהלך החציון השני של שנת 2021 החברה תציג המשך שיפור בתוצאות, כאשר שנת 2022 כוללת הנחת קיטון של כ- 15% ב- EBITDAR ביחס לתחזיות של החברה, כתרחיש רגישות אפשרי לאור מגפת הקורונה. יצוין כי, מלונות החברה מוצגים בדוחות הכספיים על פי גישת העלות המופחתת ובמקביל לבחינת תרחיש רגישות לשווי המלונות כתוצאה מהתפרצות מגפת הקורונה ביצעה מידרוג התאמות לשווים ההוגן של הנכסים על סמך הערכות שווי שסיפקה החברה ממעריכי שווי חיצוניים. מידרוג מעריכה כי שווים של המלונות לא ייפגע באופן משמעותי לאור שיעור ההיוון הסביר.

להערכת מידרוג יחס חוב נטו ל-FFO בניכוי CAPEX ובנטרול דמי שכירות, צפוי לנוע בשנים 2021-2022 סביב 2.7-3.7, יחס מהיר לרמת הדירוג. יחס האיתנות, חוב נטו ל-CAP נטו בולט לחיוב לרמת הדירוג וצפוי לנוע בטווח 25%-30% בסוף 2022, וזאת לאחר התאמות מידרוג הכוללות בעיקר תוספת שווי הוגן של חלק משמעותי מהמלונות, CAPEX, השקעה בפעילות יזמית, חכירות חדשות, ו- FFO צפוי מפעילות השנה.

שיקולים מבניים לדירוג סדרה א'

בהתאם למתודולוגיית "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019", ניתנה לאגרות החוב מסדרה א' תוספת דירוג של דרגה אחת מעל דירוג המנפיק.

בהתאם למידע שנמסר מהחברה, להבטחת אגרות החוב סדרה א' נרשם שעבוד קבוע וראשון על מלוא זכויותיה של החברה במלון ישרוטל אגמים באילת. בהתאם להערכת השווי ליום 03.03.2021 שוויו של המלון עומד על כ-313.5 מיליון ₪, מנגד, סך החוב המובטח בגינו, סדרה א', מסתכם ל-138.4 מיליון ש"ח ע.נ.

לאור מאפייני הנכס מידרוג מגדירה את הבטוחה כחזקה. מידרוג בחנה תרחיש רגישות לשווי הנכס המשוועד של עד 50%, ותחת תרחיש רגישות שעור ההשבה לחוב המובטח עולה על 70%. יצוין כי, התפרצות וירוס הקורונה עלולה לפגוע בתוצאות המלון ועל כן פגיעה כאמור נלקחה בחשבון בתרחיש רגישות לשווי הבטוחה, עם זאת, מלון זה מתאפיין בעיקר בתיירות פנים אשר צפויה להיפגע במידה פחותה ביחס לתיירות חוץ.

אופק הדירוג

שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נבע מהשיפור המשמעותי בתוצאות החברה, (ביחס לשנת 2020 שהושפעה מהותית מהקורונה) הכולל ביקושים גבוהים ועליית מחירים ותפוסות, ומהערכת מידרוג כי לאור מהלכי החיסונים ושגרת הקורונה, גם במקרה של התפרצויות נוספות ההשפעה על ענף המלונאות ובפרט תיירות פנים ארצית תהיה מתונה לעומת שנת 2020.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות תוך שמירה על פרמטרים תפעוליים בולטים, לרבות יחסי כיסוי ואיתנות וללא פעילות ייזום אגרסיבית.
- המשך שיפור ניכר בפיזור הגיאוגרפי במלונות החברה, הפועלת בישראל בלבד, ובעיקרה במלונאות נופש באילת וים המלח ומלונות היוקרה של הרשת ברחבי הארץ.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- סיכון של התפרצויות חוזרות במגפת הקורונה, כולל השפעות מהותיות על תיירות הפנים, מעבר לתרחיש הבסיס.
- פגיעה ברווחיות התפעולית של מלונות החברה, אשר תשפיע לשלילה על תזרימי המזומנים מפעילות ועל יחסי הכיסוי הנגזרים.

- 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 לרבות נקיטת מדיניות אגרסיבית של חלוקת דיבידנדים.

ישראל בע"מ - נתונים עיקריים דוחות מאוחדים

מטבע: אלפי ₪	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
הכנסות	604,694	286,252	743,966	1,464,567	1,446,203
רווח נקי	52,795	(54,963)	(24,499)	143,140	163,077
חוב פיננסי נטו	1,086,987	1,288,959	1,292,705	1,045,413	646,038
CAP נטו	2,663,741	2,638,824	2,679,308	2,465,960	1,974,831
הון עצמי וזכויות מיעוט	1,538,788	1,331,597	1,363,761	1,383,071	1,315,196
סך מאזן	3,244,519	3,027,479	3,042,461	2,967,602	2,453,739
חוב ל- CAP	39%	46%	45%	40%	28%
חוב נטו ל- CAP נטו	37%	45%	45%	39%	28%
הון עצמי למאזן	47%	44%	45%	47%	54%

החברה החלה ליישם את תקן דיווח כספי בין לאומי IFRS 16 לראשונה בדוחות הכספיים ליום 31.03.2019

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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 בהכרח לאיכות הפעילות המלונאית ומושפעת מתנודות בכלכלה העולמית ומאירועים גיאופוליטיים. ההוצאה על תיירות ובעיקר תיירות נופש נתפשת בד"כ כהוצאות פנאי ומותרות 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 עלולה להביא לפגיעה משמעותית בתיירות, ובפרט בתיירות הנכנסת. התחרות בענף המלונאות כוללת לא רק את השוק המקומי אלא גם שווקים בעלי קרבה גיאוגרפית, הפונים לחתך תיירותי דומה (כך למשל העיר עקבה עשויה להוות תחרות לעיר אילת). שנת 2019 התאפיינה בשיא כל הזמנים בכניסת תיירים לישראל, עליה של כ-10.5% ביחס לשנת 2018¹ שהייתה שנת שיא בפני עצמה. בהתאם לסקירת HVS² למצב המלונאות בישראל בתחילת שנת 2020, טרם פרוץ משבר הקורונה קרוב ל-12,000 חדרים היו בתהליכי פיתוח שונים ועתידיים להיפתח בשנים הקרובות, היקף המהווה גידול של כ-22% להיצע החדרים הקיים. ככל הנראה, נוכח הנסיבות קיימת סבירות לדחייה של חלק מהפרויקטים שבתהליך. 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 מההון תחרות לענף המלונאות ולשם המחשה מספר הדירות המושכרות לזמן קצר בתל אביב באמצעות

¹ משרד התיירות

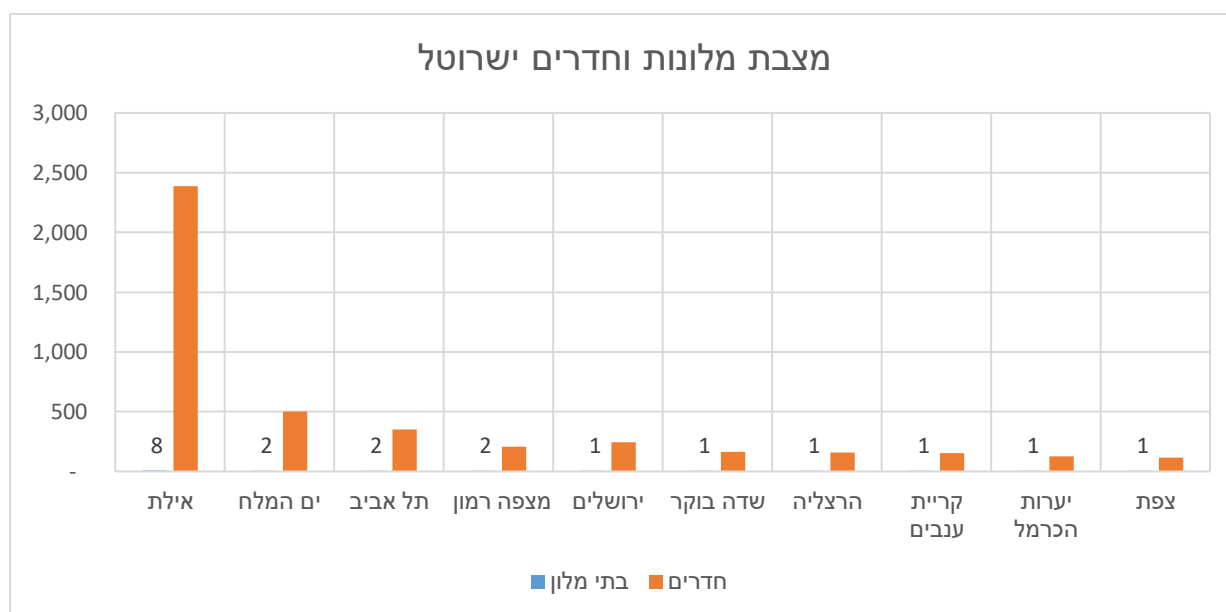
² <https://hvs.com>

פלטפורמות AIRBNB ודומיהן עקף בשנת 2019 את היצע חדרי המלון בעיר. כך, בהתאם ל Airdna³ מספר הנכסים והחדרים המוצעים הרשומים להשכרה לטווח קצר בעיר הגיע בשנת 2019 לכ-26,000, עלייה של כ-16% משנה שעברה. כך למשל, היצע הדירות והחדרים להשכרה בחודשים ספטמבר - אוקטובר עמד על כ-12,000 וזאת בהשוואה לכ-8,800 חדרי מלון בעיר. יש לציין שבשאר חלקי הארץ משקלן של דירות AIRBNB ביחס להיצע חדרי המלון נמוך בהרבה.

פעילות מלונאית ותיקה וכן הנהלה בעלת ניסיון רב בתחום המלונאות; פגיעה רחבה בענף התיירות והמלונאות בשנת

2020 נוכח התפרצות נגיף הקורונה, עם מגמת שיפור משמעותי בשנת 2021

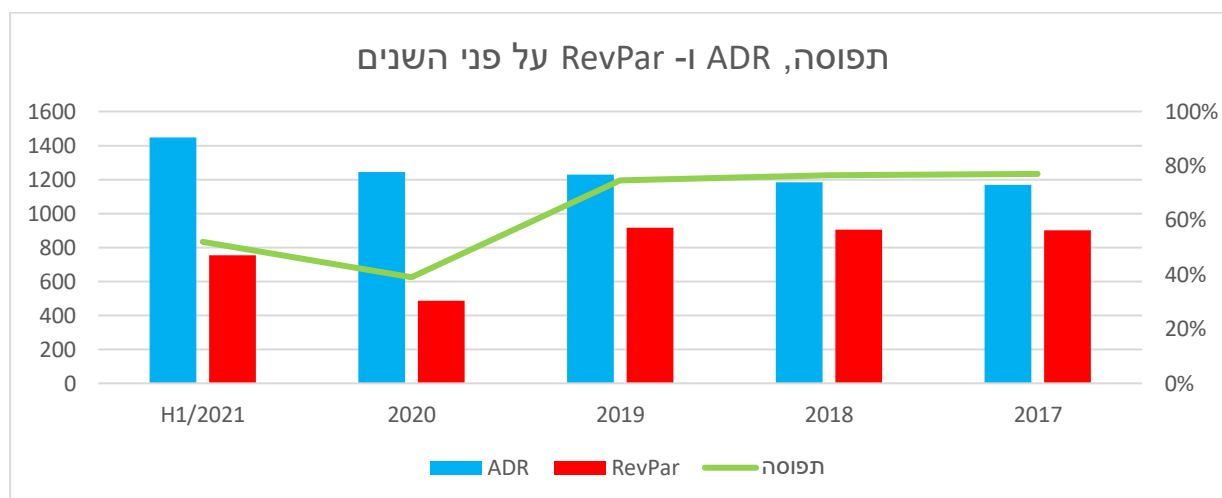
החברה הינה אחת החברות הגדולות בתחום המלונאות בישראל בכלל ובתת ענף מלונאות היוקרה בפרט, אשר נכון למועד הדוח מנהלת 20 בתי מלון בישראל, בהיקף פעילות אשר ממצב את החברה כאחת הרשתות המקומיות הגדולות בענף פעילותה. לחברה נוכחות באזורי תיירות מרכזיים בישראל, בהם אילת, ים המלח, ת"א וירושלים, כאשר קיימת מידת מה של ריכוזיות בפעילות באילת. בנוסף, הסיכון הטמון בפעילות החברה מפוזר, לאור פעילות בקטגוריות מלונאות שונות, המאפשרים פיזור גם עפ"י סוג התיירות (פנים וחוץ), כך בעוד שהמלוונות באילת ובים המלח משמשים לתיירות נופש, משמשים המלוונות 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 באילת מסך החדרים שבניהול החברה כיום מסתכם לכ- 54% (ראה גרף מטה). שיעור זה צפוי לרדת לכ-42% עם השלמת ייזום בתי המלון, עד תום שנת 2025.



מיצוב מלוונות החברה מתבטא אף בהצלחתה לשמר ואף לשפר לאורך זמן את רמת ה-ADR ושיעור התפוסה הממוצע במלוונות החברה. בשנת 2019 (השנה האחרונה המלאה טרום קורונה) עמד ה-ADR על 1,200 ₪ לעומת 1,187 ו-1,100 ₪ בשנים 2018 ו-2017 בהתאמה. שיעור התפוסה הממוצע עמד על כ-77% לעומת 77%-75% ב-2018 ו-2017 בהתאמה. נציין כי, בשנת 2017 שיעור התפוסה וכן ה-ADR הושפעו לשלילה ממלוונות אוריינט בירושלים ופאבליקה בהרצליה אשר החלו לפעול במהלך שנת 2017.⁴

³ <https://www.airdna.co>

⁴ בדוח המעקב הקודם בחרה מידרוג להציג את תפוסות והיקף ה-ADR בשנת 2017 בנטרול מלוונות אשר החלו לפעול במהלך אותה שנה, בדוח זה בחרנו לא לנטרל מלוונות אלה.



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 EBITDAR של כ-25%-24% בממוצע בשנים 2018-2019 וכן שיעור NOP של 37%-38% בשנים אלה.

בהיותה חברת מלונאות, חשופה החברה להשפעות התפרצות נגיף הקורונה, הכוללות מגבלות תנועה והתכנסות. התפרצות הנגיף עלולה להשליך גלובלית על גורמים מאקרו כלכליים שונים, לרבות רמות הנזילות בשווקים, שיעורי הצמיחה, שיעור האבטלה ושיעורי האינפלציה. לפיכך, ענף התיירות והמלונאות בהיותו מוצר פנאי חשוף ביתר שאת להשפעות הכלכליות של המשבר (לרבות פגיעה בצמיחה ומיתון גלובלי). להרחבה בקשר עם הערכת מידרוג בנוגע להשפעת הנגיף על ענף המלונאות הנכם מופנים לדוח הערת ענף מחודש מרץ 2020.⁵

בעקבות התפרצות נגיף הקורונה בשלהי שנת 2019 והתפשטותו בעולם בראשית שנת 2020 חלה ירידה משמעותית בהיקפי הפעילות הכלכלית באזורים רבים בעולם וגם בישראל. במסגרת ההתמודדות עם הנגיף ובניסיון לבלימת התפשטותו ננקטו החל מחודש מרץ 2020 צעדים רגולטוריים דראסטיים המגבילים באופן משמעותי נייודות והתקהלות. למן התפרצות הנגיף ועד למועד החתימה על הדוחות הכספיים של הרבעון השני של שנת 2021 הוטלו בישראל שלושה סגרים לתקופות של כחודשיים-שלושה כל אחד, במהלכם הופסקה כמעט כליל פעילות החברה, הראשון שבהם מחודש מרץ ועד מאי 2020, השני במהלך ספטמבר-אוקטובר 2020 והשלישי מחודש דצמבר 2020 ועד סוף פברואר 2021. בתקופות שבין הסגרים/לאחריהם, הושבו לפעילות באופן מדורג חלק ממלונות החברה בהתאם להוראות הרגולטוריות הרלוונטיות. מלונות החברה נפתחו בהדרגה החל מאמצע חודש פברואר 2021. החל מפתיחת המלונות נרשמו ביקושים ושיעורי תפוסה גבוהים במרבית מלונות הקבוצה נכון לסוף אוגוסט 2021, כל מלונות החברה פתוחים וזמינים לקבלת אורחים בהתאם למתווה "התו הירוק".

חשיפה לריכוזיות הפעילות באזורי אילת 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-54% מהכנסות החברה בשנת 2020 נבע 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 ולשמור על פרמטרים פיננסיים חזקים גם בעתות משברים כלכליים עולמיים וגם תחת השפעות גיאופוליטיות שונות, באופן הממתן את היקף החשיפה. יצוין כי החברה אף פועלת להקטנת התלות בפעילות בעיר אילת בשנים האחרונות, וזאת באמצעות פעולות כמו רכישת ושיפוץ בתי מלון חדשים (דוגמת

⁵ דוח מיוחד - הערת ענף - השפעת התפרצות הקורונה על ענף המלונאות

מלון 'מצפה הימים' בסמוך לראש פינה), רכישת בניינים ומגרשים בעלי פוטנציאל לפעילות מלונאית (דוגמת "בניין השקם" ביפו, צפון הירקון, דיזינגוף 99 בתל אביב, פינסקר 2 בתל אביב, מתחם מד"א - באזל בתל אביב, מונטיפיורי בתל אביב ומלון בים המלח) וכן הסכמי שכירות ארוכי טווח (דוגמת אחד העם ת"א, מגרש הצמוד לרויאל ביץ' ת"א וככר ציון בירושלים). וכן עם הפעלת בתי מלון נוספים דוגמת "אוריינט" בירושלים ו"פאבליקה" בהרצליה פיתוח, שנפתחו בשנת 2017 ומלון קדמא בשדה בוקר שנפתח באוגוסט 2020.

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 וגם בהתחשב בשווי הוגן של בתי המלון של החברה, הגבוה מבסיס העלות על פיו מוצגים בתי המלון בספרי החברה, וזאת בהתבסס על הערכות שווי שהתקבלו מהחברה בגין מרבית המלונות. יש לציין כי יחסי האיתנות של החברה הינם בולטים לחיוב בהשוואה לענף ומהווים נקודה לחיוב עבור החברה בבחינת עמידות אפשרית במשברים, כדוגמת משבר הקורונה הנוכחי, לאור מדיניותה השמרנית. יחס האיתנות חוב נטו ל- CAP נטו תחת תרחיש מידורג צפוי לנוע בטווח של 25%-30% בשנת 2022, בהתאם להנחות תרחיש הבסיס של מידורג שהוצג לעיל ותחת תרחיש רגישות שונים, אשר העיקרי ביניהם הינו תרחיש רגישות לשווי נכסי החברה כתוצאה מפגיעה בתזרים עתידי ועלייה בשיעור ההיוון. יש לציין כי החברה הנפיקה 1.25 מיליון כתבי אופציות, אשר במקרה של מימוש יחזקו את ההון והנזילות בסך של 75 מיליון ₪. מחיר המימוש של האופציות עומד על כ- 60 ש"ח למניה (כ- 21% מתחת למחיר המניה ליום 9.9.2021). תרחיש זה לא נלקח בחשבון ע"י מידורג וככל שיבוצע עשוי להגדיל את ההון העצמי ולהפחית את המינוף ביחס לתחזיות מידורג.

להערכת מידורג, יחס חוב נטו ל- FFO בניכוי CAPEX ובנטרול דמי שכירות, צפוי לנוע בשנים 2021-2022 סביב 2.7-3.7, יחס מהיר לרמת הדירוג.

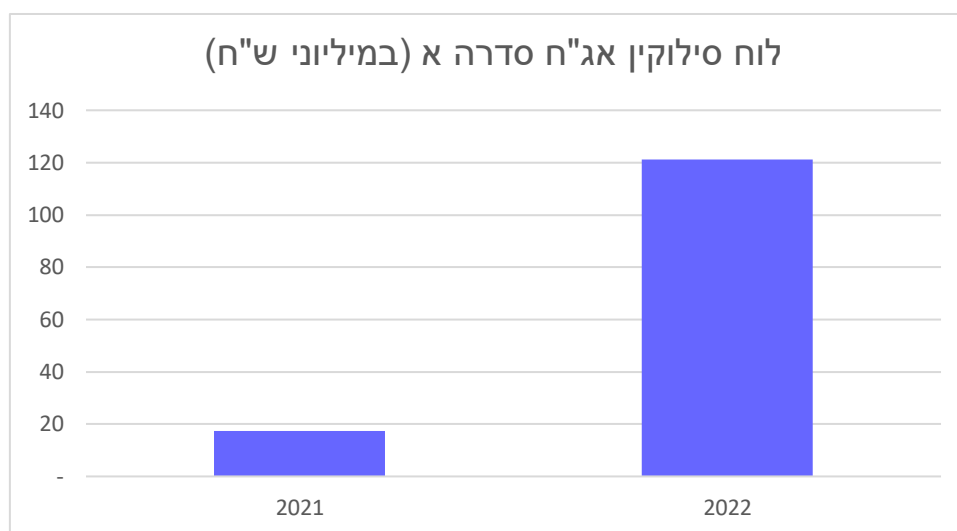
בבחינת יחסי כיסוי החוב, לחברה תזרים הכנסות יציב ובעל מקורות מגוונים (פעילות מלונאית, הכנסה קבועה מחלק מסחרי בבתי המלון וכן תזרים ממכירת דירות בהיקף מצומצם, בפרויקטים גמורים ובהקמה). תחת תרחיש מידורג, בשנת 2022 צפוי יחס כיסוי חוב נטו ל- FFO (בניכוי CAPEX והשקעה במלונות חדשים) לעמוד על כ- 3.7 שנים, יחס מהיר לרמת הדירוג.

יחס זה השתפר משמעותית בשנת 2021 עקב תוצאות מצוינות ברבעון השני והערכות לתוצאות דומות גם ברבעון השלישי, זאת בעיקר עקב המגבלות על תזרים בינלאומית, שהביאו לביקוש גבוה של תזרים פנים, לתפוסות גבוהות ומחירי שיא בהשכרת חדרים במלונות החברה.

גמישות פיננסית בולטת לחיוב הנובעת ממצבת נכסים שאינם משועבדים, שיעור מינוף נמוך במלונות החברה וממסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקפים משמעותיים

לסוף הרבעון השני של 2021 יתרות הנזילות של החברה עומדת על כ- 88 מיליון ₪. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי חתומות, שאינן מנוצלות בהיקף גבוה של כ- 227 מיליון ₪. בנוסף, ברשות חברות הבת מסגרות אשראי מאושרות להקמת הפרויקטים בצפון הירקון ודיזינגוף, המאפשרות משיכת מזומן בסך כ- 55 מיליון ₪ בגין השקעות שבוצעו ע"י החברה בפרויקטים אלו. כמו כן, מחזיקה החברה במספר נכסים בשווי מהותי, שאינם משועבדים (8 בתי מלון ו- 2 קרקעות למטרת ייזום), המאפשרים במידת הצורך נטילת מימון כנגד שעבודם. העלות המופחתת בגינם ליום 31.12.2020 הסתכמה לכ- 44% מסך המאזן (כ- 1.3 מיליארד ₪). כמו-כן, שיעור המינוף על נכסי החברה המשועבדים, בהתאם לשווים ההוגן (על פי הערכות החברה והתאמות מידורג) וכן לאחר תרחישי רגישות לעליית שיעורי היוון ופגיעה בתזרים התפעולי, צפוי לעמוד על כ- 58%, שיעור הולם לרמת הדירוג. יצוין כי לחברה הסכמים עם מוסד בנקאי המהווה מקור מימון מהותי עבורה, לפיהם ניתנת לחברה האופציה, על פי בחירתה, להמרת פירעון חובות זמן קצר לזמן ארוך ובכך לפרוס את שירות החוב בטווח מיידי. לאור כל זאת ובהתחשב בהיקף התזרים השנתי הצפוי, מעריכה מידורג את הגמישות הפיננסית של החברה כטובה.

להלן לוח הסילוקין הצפוי לסדרה א' המובטחת בנכס החברה, מלון אגמים באילת:



דירוג נייר ערך מסחרי

שיקולים עיקריים לדירוג לזמן קצר

הדירוג לזמן קצר מבוסס על דירוג המנפיק של החברה, A1.il באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות שלה. ניתוח הנזילות כולל, בין היתר, ניתוח תזרים מפעילות שוטפת, תזרים מפעילות מימון (לרבות נטילת מימון חדש) צורכי השקעה ודיבידנדים של החברה ועוד. כל אלה מעידים על רמת הנזילות של החברה ועל יכולתה לפרוע את התחייבויותיה השוטפות.

נייר הערך המסחרי צפוי להיות בתוקף למשך 364 יום עם אפשרות חידוש על-ידי החברה לשלוש תקופות נוספות בנות 364 יום, ועד ליום 18.06.2025. תנאי הנע"מ מאפשרים למשקיעים לקרוא לכסף בכל עת, בהתראה מוקדמת של 7 ימי עסקים.

החברה הצהירה כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות ביחס של לפחות 1:1 מיתרת הנע"מ המונפק בכל רגע נתון.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת דירוג:

- שחיקה בנזילות החברה ובגמישותה הפיננסית, לרבות אם נעריך כי אין ביכולת החברה לעמוד בהצהרתה לשמירת יתרות הנזילות.
- ירידה בדירוג המנפיק של החברה.
- סטייה מהותית בביצועי החברה מעבר לתרחישי הרגישות שבוצעו ע"י מידרוג.
- הוצאות תזרימיות מהותיות, לרבות השקעות ולא ודיבידנדים, מעבר לאלה שהוערכו על-ידי החברה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ניתוח הנזילות של החברה

בניתוח הנזילות של החברה נבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים: יתרות המזומנים, תזרים המזומנים מהפעילות השוטפת של החברה תחת תרחישי רגישות בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג כתוצאה מהתפשטות וירוס הקורונה, השקעות במלונות קיימים ובמלונות

בפיתוח וכן פעילות מימון. במסגרת ניתוח הנזילות של החברה, מידרוג ערכה תרחישי רגישות לגבי גובה ולאזן עיתוי תקבולים ותשלומים. כך גם, ניתוח הנזילות התחשב בכך שהחברה הצהירה כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מסגרות אשראי פנויות וחתומות לצורך הנע"מ בלבד ביחס שלא יפחת מ-1:1 מיתרת הנע"מ המונפק בכל רגע נתון.

מקורות לתקופה

- נכון ליום 30.06.2021, לחברה אמצעים נזילים בהיקף של כ- 88 מיליון ש"ח.
- תזרים מפעילות בתי המלון של החברה לאחר תשלום שכירות ובהתאם לתרחישי רגישות של מידרוג.
- מסגרות חתומות שאינן מנוצלות אשר עומדות לרשות החברה ושהינן בהיקף מספק ומאפשרות לחברה לעמוד בהצהרתה לשמור על מסגרות חתומות פנויות ביחס של 1:1 לנע"מ.

שימושים בתקופה

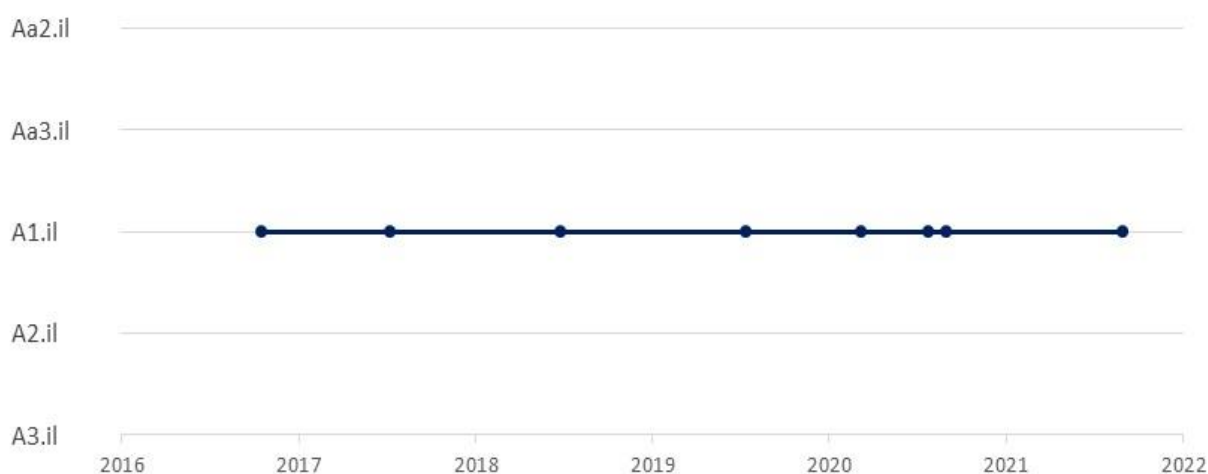
- השקעות שוטפות צפויות בבתי מלון (CAPEX) ובהוצאות בגין פרויקטים בייזום כגון בניין "השקם" ביפו, בפרויקט "צפון הירקון" בסמוך לנמל ת"א, דיזנגוף 99 בתל אביב, פינסקר 2 בתל אביב, מתחם מד"א - באזל בתל אביב, מונטיפיורי בתל אביב, מלון בים המלח, ופרויקט יזמי נוסף בשיתוף עם "איסתא נכסים" באילת.
- תשלומים לפעילות שוטפת, לרבות עלויות שיווק והנהלה וכלליות.
- הוצאות מימון תזרימיות, לרבות החזרי קרן וריבית על הלוואות בנקאיות וכן על אגרות החוב סדרה א'.

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 נשלטת על ידי חברת LFH (בבעלות משפחת לואיס) בשיעור של כ-86%. נחשבת לאחת מרשתות ניהול והפעלת בתי המלון הגדולות בישראל ומפעילה 20 בתי מלון, מתוכם 15 בבעלות מלאה או חלקית ו-5 בשכירות לטווח ארוך. סך החדרים הנמצאים תחת ניהולה של החברה מסתכם לכ-4,402 חדרים, מתוכם כ-3,523 בבעלות מלאה או חלקית.

היסטוריית דירוג מנפיק



דוחות קשורים

[ישרוטל בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

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

[דירוג זמן קצר של ניירות ערך מסחריים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

09.09.2021	תאריך דוח הדירוג:
01.09.2020	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 גבוה 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 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.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

P-1.il	מנפיקים המדורגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידורג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדורגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידורג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידורג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים 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 קיימים⁶

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

⁶ 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 וככאלה 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 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 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 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 בוזזת 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>