

# פתאל נכסים (אירופה) בע"מ

מעקב | אוקטובר 2022

## אנשי קשר:

### תמיר שרמן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[Tamir.s@midroog.co.il](mailto:Tamir.s@midroog.co.il)

### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן, מעריכת דירוג משנית

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## פתאל נכסים (אירופה) בע"מ

אופק הדירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק הדירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות א', ג', ד'
אופק הדירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרה ב'

מידרוג מאשרת דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות א', ג', ו-ד') שהנפיקה פתאל נכסים (אירופה) בע"מ (להלן: "החברה") וכן דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרה ב') של החברה ומותירה את אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
15.08.2025	יציב	A2.il	1137512	א
30.06.2026	יציב	A1.il	1140854	ב *
30.08.2027	יציב	A2.il	1141852	ג
30.09.2026	יציב	A2.il	1168038	ד *

\* אגרות החוב מסדרות ב' ו-ד' מובטחות בשעבודים על נכסים מלונאיים כמפורט בשטרי הנאמנות.

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

- פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב למלונאות במרכז אירופה תורמת לפרופיל האשראי של החברה בהיותה בעלים של נכסים בערים מרכזיות המחזיקים חוזי שכירות ארוכי טווח. החשיפה של החברה למאפייני הסיכון של ענף המלונאות אינה ישירה ומיידית מכיוון שהיא אינה מפעילה את בתי מלון אלא נשענת על חוזים בדמי שכירות קבועים. החברה מחזיקה בכ-53 בתי מלון פעילים על פני 12 מדינות באירופה. הפעילות המלונאות באירופה מייצרת סביבת פעילות וודאית יותר ביחס לשנתיים האחרונות, עקב התמתנות המגיפה וחזרה לאורך חיים נורמלי במידה משתנה בין המדינות.
- הכנסות החברה מדמי שכירות נשענות על שוכר יחיד, חברות מקבוצת פתאל החזקות (1998) בע"מ (A3.il, אופק דירוג חיובי), שהינה גם חברת האם (100%) של פתאל נכסים. מחד, קשרי הבעלות עם הגוף המנהל והמפעיל של נכסי החברה עשויים לתרום ליציבות ולאיכות הנכסים. מאידך, יחסי הגומלין הללו מעצימים את החשיפה של החברה לענף המלונאות התנדתי בהשוואה לחברות נדל"ן מניב אחרות. להערכת מידרוג, משמעות הדברים הינה כי לאורך זמן הפער הדירוגי בין החברה לבין פתאל החזקות צפוי להיות מוגבל.
- רמת המינוף של החברה בולטת לחיוב ביחס לדירוג ומשפיעה לחיוב על הפרופיל הפיננסי של החברה. נכון ליום 30.06.2022 שיעור החוב נטו מותאם (כלולות) ל-CAP נטו הינו 54%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר רכישה והקמה של מלונות חדשים באירופה ואיחוד יחסי של שותפות המלונות, שיעור זה צפוי לעלות לטווח 65%-60% ההולם לרמת הדירוג.
- ה-FFO מותאם (כלולות) של החברה ל-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.06.2022 עמד על כ-19 מ' אירו. יחס כיסוי חוב פיננסי נטו מותאם ל-FFO עמד על כ-27 שנים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל איחוד יחסי של שותפות המלונות בהנחה כי חלקה בהון השותפים יעמוד על 25%, ה-FFO צפוי לגדול עם הנבה ממלונות שנרכשו ובהקמה ולעמוד בטווח 20-25 מ' אירו לשנה בשנים 2022-2023. יחס הכיסוי חוב נטו מותאם ל-FFO מותאם צפוי לעמוד בטווח 23-28 שנים.
- מיעוט נכסים לא משועבדים פוגם בגמישות הפיננסית של החברה. כך, נכון ליום 30.06.2022, היחס בין שווי נדל"ן להשקעה פנוי משעבוד לסך מאזן הסתכם לכ-14%. יחס זה צפוי להיות נמוך בטווח הזמן הבינוני בולט לשלילה ולהישחק במידה מסוימת לטווח של 10%-15% בעקבות גידול בסך מאזן החברה. שיעור נמוך של חוב מובטח לנכסים מהווה גורם מתתן לסיכון זה, כאשר היחס עמד על כ-38% מסך המאזן ליום 30.06.2022.

- נזילות החברה חלשה יחסית, ונכון ליום 30.06.2022 לחברה יתרת נזילות של כ- 8 מ' אירו ביחס לחלויות קרן אגרות החוב של כ- 44 מ' אירו ב-12 החודשים שהחל מאותו מועד, והחברה נסמכת על מחזור אג"ח גיוס הלוואות לצורך פרעון חלויות החוב וכן למימון השקעות הוניות בנכסים קיימים וחדשים, לרבות השקעות בשותפות המלוונות. במהלך ספטמבר 2022 גייסה החברה אג"ח (סדרה ג') בסך של כ- 25 מ' אירו שעיבה את נזילותה למול חלויות האג"ח, וכן היא צפויה לייצר תזרים שיורי מהנכסים (FFO) בניכוי אמורטיזציה של הלוואות בנקאיות מובטחות) בסך 10-12 מ' אירו על פני 12 חודשים. מידרוג מעריכה כי יתרות הנזילות צפויות לגדול במהלך 2022 באמצעות קבלת הלוואות למימון השקעות ולעיבוי הנזילות. יחס הנזילות של החברה לשירות קרן חוב אג"ח בלתי מובטח לשנתיים צפוי לנוע בטווח של 50%-100% בשנים 2022-2023.

**תרחיש הבסיס** של מידרוג מניח, בין היתר, החל מיולי 2022 ועד לסוף שנת 2023, גיוס אג"ח בסך כ-95 מ' אירו (מכך גייסו בפועל כ- 25 מ' אירו) וקבלת הלוואות בנקאיות בסך כ-150 מ' אירו. הגיוסים שבוצעו והעתידיים ישמשו את החברה לפרעון חלויות אג"ח בסך כ-68 מ' אירו בתקופה זו והיתר בעיקר להשקעות הוניות בנכסים בפיתוח ובנכסים פעילים וכן להשקעה בשותפות המלוונות, זאת בנוסף לתזרים שוטף מפעולות של כ-30 מ' אירו מצטבר בתקופה זו, ובניכוי אמורטיזציה של הלוואות בנקאיות בסך כ-12 מ' אירו. מידרוג לא הניחה חלוקת דיבידנד בכל אחת מהשנים 2022-2023.

### שיקולים מבניים לדירוג סדרות ב' ו-ד'

מידרוג בחנה הטבה דירוגית בגין אג"ח סדרות ב' ו-ד' שהנפיקה החברה ומגובות בבטוחות, כדלקמן:

#### אגרות חוב סדרה ב'

לטובת מחזיקי אגרות חוב סדרה ב' שעבדה החברה בשעבוד קבוע ראשון בדרגה את זכויותיה (באמצעות תאגידי הנכס) במלון לאונרדו רויאל אמסטרדם בו היא מחזיקה בבעלות מלאה באמצעות תאגידיים בבעלותה המלאה. השעבוד חל בין היתר על הסכם חכירת המקרקעין בנכס מול עיריית אמסטרדם, התקבולים מהמלון, הסכם השכירות למול פתאל החזקות (באמצעות חברה בת בבעלותה המלאה של פתאל החזקות) המפעילה את הנכס כבית מלון וכן זכות החברה לקבלת תקבולי ביטוח. מידרוג בחנה בטוחה זו בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019) ומצאה כי הבטוחה מאופיינת באיכות "גבוהה" ובשווי המקנה לה יחס השבה מספק בקרות כשל פירעון. איכות הבטוחה נשענת על תזרים שוטף ויציב בהיותו מושכר לפתאל החזקות ומשמש אותה להפעלת מלון מאז שנת 2019 ובשל מיקומו באמסטרדם, הולנד, המקנה לו סחירות סבירה וסביבה כלכלית ומשפטית יציבה. תחת תרחיש רגישות לשווי הנכס במימוש מהיר, מידרוג מעריכה כי יחס השבה מהנכס בקרות כשל פירעון עולה במידה סבירה על 70%. בשל כך, מידרוג העניקה לאגרות חוב סדרה ב' הטבה דירוגית בגובה נוטש אחד מעבר לדירוג החוב הבכיר הבלתי מובטח.

#### אג"ח סדרה ד'

לטובת מחזיקי אגרות חוב סדרה ד' שעבדה החברה בשעבוד קבוע ראשון בדרגה את זכויותיה (באמצעות תאגידי הנכסים המוחזקים בידיה בבעלות מלאה) ב-6 מלונות פעילים ובמלון אחד בהקמה: Leonardo Hotel, Leonardo Hotel Edinburgh Capital, Leonardo Hotel, Leonardo Hotel Glasgow West End, Edinburgh City Centre Budapest – Apollo Almere, Apollo Lelystad, Leonardo Hotel. המלון בהקמה הינו Corpus Christi, Lisbon. מידרוג בחנה את הבטוחות בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג משירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019) ומצאה כי הבטוחות מאופיינת באיכות "בינונית" בלבד, זאת בשל הישענות גבוהה של הבטוחות על בית מלון המצוי בהקמה שהוא מרכיב מהותי. לאור זאת מידרוג לא העניקה לאגרות חוב סדרה ד' הטבה דירוגית מעבר לדירוג החוב הבכיר הבלתי מובטח.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה צפויה לעמוד בתרחיש הבסיס של מידרוג, תוך שמירה על הנתונים התפעוליים והיחסים הפיננסיים. בחודש אוקטובר 2022 הוצב דירוג החברה האם פתאל החזקות (A3.il) באופק חיובי. מידרוג אינה מעריכה כי העלאת הדירוג של פתאל החזקות, ככל שזו תתרחש בעתיד, תביא לבדה לשיפור הדירוג של פתאל נכסים.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול ב- FFO של החברה ושיפור ביחסי הכיסוי מעבר לתחזיות מידרוג
- הורדת שיעור המינוף הפיננסי המותאם (לאחר איחוד יחסי של חברות הרשומות לפי שווי מאזני) לאורך זמן

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- ירידה בדירוג פתאל החזקות, המהווה שוכר יחיד בנכסי החברה
- עלייה ברמת המינוף של החברה ושחיקת יחסי הכיסוי

### פתאל נכסים (אירופה) בע"מ נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני אירו\*

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022	
950	981	911	926	סך מאזן
378	343	403	468	חוב פיננסי נטו
426	391	356	389	הון עצמי וזכויות מיעוט
48%	48%	53%	54%	חוב נטו מותאם/ CAP נטו
27.5	25.7	18.0	18.6	FFO LTM
16X	15X	25X	27X	חוב פיננסי נטו מותאם ל-FFO

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

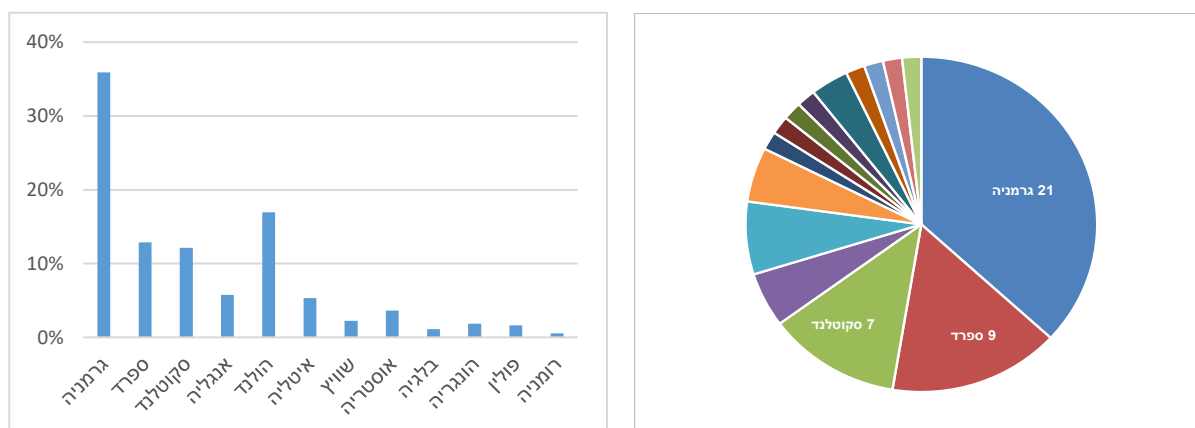
## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### פורטפוליו נכסים הממוקם בערים מרכזיות באירופה עם חשיפה לשוכר יחיד

החברה פועלת בתחום הנדל"ן המניב למלונות באירופה ומחזיקה ב-53 מלונות פעילים המונים כ-6,790 חדרים ובעוד 4 מלונות בהקמה הצפויים למנות כ-840 חדרים נוספים. כ-10 מלונות מצויים באחזקה חלקית של החברה (50%) והיתר באחזקה של 95%-100%. החברה מוחזקת בבעלות מלאה של פתאל החזקות (A3.il באופק דירוג חיובי), ונכסי החברה מושכרים לחברות בבעלות פתאל החזקות, המפעילה את בתי המלון בעיקר תחת רשת המותג Leonardo שבבעלות פתאל החזקות. לאורך השנים אסטרטגיית החברה היא להתמקד בהקמה או ברכישה של מלונות בערים ראשיות באירופה (למעט קפריסין ויוון) בדרגת מלונאות 3-4 כוכבים. המודל העסקי של החברה מתבסס בעיקר על השכרת הנכסים לחברות מקבוצת פתאל החזקות, בחוזים ארוכי טווח לתקופה מקורית של 20 שנה ובתוספת אופציה ל-5 שנים נוספות, בדמי שכירות קבועים הצמודים למדד המחירים לצרכן במדינת הפעילות. מודל זה ממתן את החשיפה של החברה לענף המלונאות, המאופיין על ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית, מכיוון שהחברה אינה חשופה באופן ישיר ומיידי לתנודתיות ולמחזוריות הכרוכות בפעילות המלונאית ולסיכונים התפעול והתחזוקה. לאורך זמן, החברה נותרת חשופה לאיתנות הפיננסית ולמיצוב העסקי של השוכר העיקרי ושל ענף המלונאות בכללו.

פעילות החברה נפרסת על פני 12 מדינות באירופה, ובעיקר גרמניה, ספרד, הולנד וסקוטלנד. להערכת מידרוג, פריסת הפעילות על פני מספר מדינות יציבות ובערים מרכזיות מחזקת את הפרופיל העסקי של החברה. גרמניה מהווה 27% מתוך השווי הנכסי הנקי (NAV) של נכסי החברה באיחוד יחסי ומדורגת ע"י מודיס בדירוג Aaa באופק יציב. הולנד, המדורגת Aaa עם אופק יציב, מהווה כ- 21% מה-NAV, ואילו סקוטלנד מהווה כ- 15% נוספים. ספרד המדורגת Baa1 אחראית לכ- 8% מה-NAV וכ- 13% מ-NOI באיחוד יחסי. לחברה פיזור סביר ברמת הנכס הבודד, כאשר המלון המרכזי בתיק הנכסים (Royal Hotel Amsterdam Leonardo) בשיעור אחזקה של 100% מהווה כ- 16% מה-NAV ושלושת הנכסים המרכזיים מהווים כ- 29%.

פתאל נכסים: התפלגות מספר מלונות החברה (כולל מלונות פתאל נכסים: התפלגות NOI לפי מדינות ינואר-יוני 2022  
בהקמה) בחלוקה למדינות עיקריות, 30 ביוני 2022



### חשיפה לשוכר יחיד מגבילה את דירוג החברה

פתאל החזקות, המהווה את השוכר היחיד בנכסי החברה ומחזיקה בחברה בבעלות מלאה, מדורגת A3.il באופק דירוג חיובי. פתאל החזקות מחזיקה כ-234 בתי מלון נכון ל-30 ביוני 2022, הכוללים כ-44 אלף חדרים, מכך כ-19 אלף חדרים בבעלות מלאה או חלקית של הקבוצה. כשליש מהחדרים בבעלות פתאל החזקות מוחזקים באמצעות פתאל נכסים. כשוכר עיקרי של החברה, סיכון האשראי של פתאל החזקות ודירוגה הם בעלי השפעה על דירוג החברה. מאז חודש מאי 2020 דירוג פתאל נכסים גבוה בנוטש אחד מזה של פתאל החזקות בזכות יציבות גבוהה שהציגה פתאל נכסים בשנים האחרונות, בניגוד לפתאל החזקות שהציגה הרעה משמעותית בתוצאות בשל השלכות מגיפת הקורונה. להערכת מידרוג, סיכון האשראי של פתאל החזקות השתפר בשנה האחרונה עם שוך מגיפת הקורונה בישראל וברחבי העולם, והתאוששות הדרגתית בענף התיירות העולמי במהלך השנים 2021-2022. בחודש אוקטובר 2022 הוצב דירוג פתאל החזקות באופק חיובי לאור השיפור בביצועים התפעוליים של פתאל החזקות ובציפייה כי היא תשפר את יחסי כיסוי החוב בעקבות זאת. מידרוג אינה מעריכה כי העלאת הדירוג של פתאל החזקות ככל שזו תתרחש בעתיד תביא לבדה לשיפור הדירוג של פתאל נכסים.

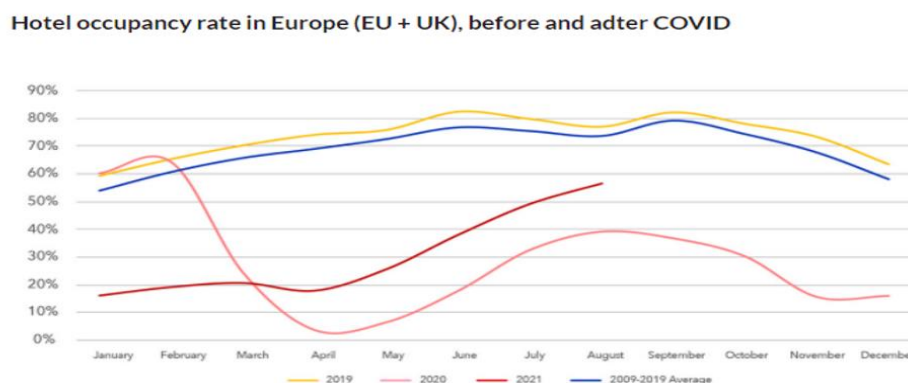
ענף המלונאות בו פועלת פתאל החזקות מאופיין על ידי מידרוג ברמת סיכון גבוהה יחסית, היות והביקוש לשירותי מלונאות נתון לתנודתיות הנובעת מעונתיות, ממחזוריות כלכלית ומאירועים אקסוגניים המשפיעים על התיירות הבינלאומית. הביקוש לשירותי פנאי ונופש בישראל ובעולם מצוי במגמת עלייה לאורך השנים עם השיפור ברמת החיים ותמורות סוציו-אקונומיות המשפיעות על הרגלי הצריכה. הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים. היצע המלונות מבוצר מאוד וכולל רשתות ענק בינלאומיות לצד מלונות פרטיים ופתרונות לינה תחליפיים לבתי מלון, בדמות דירות להשכרה קצרת טווח, ועדיין קיימת חשיבות להצעת הערך של המותג המלונאי, למיקום בית המלון ולניסיון של חברת הניהול המהווה פרמטר חשוב ברווחיות הפעילות. בנוסף, זמינות קרקעות באזורי ביקוש מרכזיים מהווה חסם כניסה משמעותי בענף. תמורות טכנולוגיות המנגישות מידע ומעודדות שקיפות מחירים תורמות להגדלת הביקוש אך גם מעודדות תחרות. ענף המלונאות עתיר תחזוקה יומיומית והשקעות הוניות. רמת הסיכון משתנה לאורך שרשרת הערך בענף, בהלימה

למידת סיכוני הביקוש והתפעול שנוטלים על עצמם השחקנים השונים. חברות המפעילות בתי מלון בבעלות או בשכירות נושאות במירב סיכוני הביקוש והתפעול של הענף לצד השקעות הוניות משמעותיות או התחייבויות להסכמי שכירות ארוכים.

הן החברה והן פתאל החזקות פועלות במדינות יציבות ובעלות דירוג אשראי בינלאומי גבוהה, המאופיינות בתעשיית תיירות יציבה יחסית לאורך זמן ובהן ישראל (פתאל החזקות), מרכז אירופה, ובעיקר גרמניה, ספרד והולנד, וכן בריטניה, אירלנד וסקוטלנד.

מגיפת הקורונה והגבלות התנועה וההתכנסות, לרבות מגבלות התעבורה בין מדינות, הובילו לפגיעה משמעותית, עד כדי עצירה מוחלטת, בענף התיירות הבינלאומי, וענף המלונאות בתוכו. ההאטה בהתפשטות המגיפה במדינות רבות עם התרחבות שיעור ההתחסנות וחזרה לשגרה במתווים שונים, הובילה לגידול בביקושים לפעילויות פנאי ונופש בקרב הצרכנים בשלהי שנת 2021 ובשנת 2022. בתוך כך, ענף המלונאות באירופה מאופיין בעת האחרונה בשיעורי תפוסה שכמעט חוזרים לשיעורי התפוסה של שנת 2019, ומחירי הלינות עולים. בחודשי הקיץ של שנת 2022, תעשיית המלונאות האירופית רשמה עלייה של 14.2% ב-RevPar ביחס לשנת 2019. לצד זאת, מידרוג סבורה כי איום המיתון הגלובלי, בדגש על יבשת אירופה, מטיל עננה על המשך הצמיחה בענף המלונאות בטווח הקצר-הבינוני.

התפתחות שיעור התפוסה בענף המלונאות באיחוד האירופי ובבריטניה:



Source : MKG\_destination

בחודש אפריל 2022 הותירה מודיס את האופק החיובי לענף האירוח הגלובלי לאור חזרת הביקושים לשיירות אירוח, בדגש על מגמת שיפור משתנה בין תחומי האירוח השונים, כגון מסעדות, נופש, תיירות עסקית ובתי קזינו. להערכת מודיס, התאוששות תיירות הנופש תימשך אך הקצב יואט, הצרכנים ממשיכים להראות ביקושים חזקים לפעילות פנאי וזאת למרות האטה בצמיחה הכלכלית. לצד זאת, התיירות העסקית מפגינה התאוששות איטית ביחס לתיירות הנופש והפנאי, לאחר שחברות קיצצו בחדות תקציבי נסיעות במהלך המגיפה, ווקיימת אי וודאות באשר למידת החזרה של התיירות העסקית למימדיה טרום המגיפה בשל שינויים בהרגלים של תאגידים שהסיטו מפגשים פרונטליים לפלטפורמות דיגיטליות לצד המשך עבודה היברידית ונוכחות נמוכה יותר במשרדים.

דירוג פתאל החזקות נשען על פרופיל עסקי חזק המתבטא בהיקף פעילות משמעותי ופיזור נכסי גיאוגרפי. נתח השוק של פתאל החזקות בחדרים בניהול בישראל הינו הגבוה מבין החברות המלונאיות בישראל, ונפח פעילותה באירופה מבסס את מעמדה באזור פעילות זה. לפתאל החזקות טרק רקורד של רווחיות טובה בפעילות המלונאית הנשענת על יכולות הניהול של הקבוצה, מיקום המלונות, ואיכות המותגים המלונאיים, המצויים בבעלותה של פתאל החזקות. כתוצאה מעלייה חדה בשיעורי התפוסות, עלייה ב-ADR והתייעלות בהוצאות התפעול, הציגה פתאל החזקות התאוששות משמעותית בתוצאות התפעוליות במהלך 12 החודשים שעד ליום 30 ביוני 2022, בהשוואה לשנים 2020-2021 שנפגעו בעוצמה רבה מהשלכות מגיפת הקורונה.

<sup>1</sup> "Hospitality - Global: Outlook remains positive, but growth is slowing as recovery becomes more uneven" April 2022

להערכת מידרוג, תוצאותיה של פתאל החזקות צפויות להשתפר בשנה הקרובה. הגידול בחוב הפיננסי של פתאל החזקות בשנתיים האחרונות, שמימן בעיקר צמיחה ברשת המלונות והשקעות בפיתוח מלונות חדשים, מעיב על המינוף של פתאל החזקות ועל יחסי הכיסוי ומידרוג מצפה ליציבות ברמת החוב הפיננסי ושיפור יחס הכיסוי של פתאל החזקות.

### **מיזם המלונאות נועד להוות את זרוע ההשקעות של קבוצת פתאל במלונות באירופה ולתמוך בהתרחבות הקבוצה, תוך הגבלת החשיפה והגדלת התיק וגיוונו אולם חלקה של החברה בהשקעות נותר מהותי**

בחודש אפריל 2022 השלימה החברה הקמת שותפות ישראלית ביחד עם משקיעים מוסדיים אשר תפעל לאיתור הזדמנויות השקעה במלונות באירופה, אם בדרך של רכישה והשבחה של מלונות קיימים ואם בדרך של הקמת מלונות חדשים, תפעולם השוטף וכן מכירתם. בכונת השותפות לפעול לגיוס הון שותפים של עד כ-400 מ' אירו שימשו להשקעות בהיקף של כ-1.0 מיליארד אירו על פני 3 שנים, כאשר יתרת ההשקעות תמומן באמצעות הלוואות בנקאיות שתיטול השותפות. החברה התחייבה להשקיע במיזם עד 100 מ' אירו. במועד הקמת השותפות התקבלו התחייבויות השקעה בסך של כ-315 מ' אירו. בסמוך למועד דוח זה, התקבלו התחייבויות השקעה בשותפות בהיקף כולל של כ-346 מ' אירו. בד בבד, מלונות פתאל התחייבה כי ככל והחברה לא קיבלה תשואה שנתית (ברוטו) של לפחות 5% מסכום השקעתה (הון עצמי), מלונות פתאל תעביר לה את הסכום החסר לשם השגת תשואה זו. מנגנון זה בא במקום מנגנון תיחום הפעילות שנקבע בין החברה לבין פתאל החזקות בעבר. עד כה דיווח החברה על עסקאות שנחתמו על ידי השותפות בשווי של 248 מ' אירו לרכישת 12 מלונות (מהם 8 בספרד) הכוללים כ-1791 חדרים.

להערכת מידרוג, השותפות צפויה להוות את זרוע ההשקעות העיקרית של קבוצת פתאל במלונות חדשים באירופה בשנה-שנתיים הקרובות עד לסיום השקעות השותפות, ומוקדם מלהעריך האם החברה תמשיך לפעול באמצעות שותפויות מסוג זה גם בעתיד. מידרוג סבורה כי מנגנון השותפות נושא השפעה חיובית מסוימת על סיכון האשראי של החברה כאשר מחד, היקף ההשקעות של פתאל נכסים בשותפות (כ-100 מ' אירו) נותר מהותי ואינו נופל במידה רבה מהיקף השקעותיה בשנים האחרונות, ומאידך, מנגנון השותפות מאפשר לחברה חשיפה להיקף רחב יותר של השקעות תוך גיוון הפורטפוליו, אך עם הגבלת היקף החשיפה של כל אחד מהשותפים, לרבות החברה. יש לציין כי לפתאל נכסים קיימת אופציה לרכוש בעתיד את חלקם של השותפים במלונות.

### **הפרופיל הפיננסי מושפע לחיוב מיחסי כיסוי ההולמים את רמת הדירוג ויחסי איתנות שבולטים לחיוב לרמת הדירוג**

ה-NOI לשנת 2021 (מאוחד ללא חברות כלולות) עמד על כ-36 מ' אירו, לעומת כ-40 מ' אירו בשנת 2020. הירידה ב-NOI נבעה בעיקר ממנימוש שני נכסים. חלקה של החברה ב-NOI מחברות כלולות מסתכם לעוד כ-10 מ' אירו לשנה. בד בבד החברה הציגה עלייה בהוצאות המימון במהלך השנים 2021-2022 בשל התחזקות השקל למול האירו והתייקרות החוב השקלי של החברה כפועל יוצא מכך. בשל כך חלה שחיקה בהיקף ה-FFO המותאם של החברה (הכולל רווחי חברות כלולות בניטרול שערך שווי נדלן להשקעה) שהסתכם בכ-19 מ' אירו ב-12 החודשים שעד 30.06.2022, בדומה לשנת 2021 כולה, ובהשוואה לכ-26 מ' אירו לשנה בשנים 2019-2020 (טרום מכירת הנכסים). יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו מותאם ל-FFO מותאם עמד על כ-27 שנים ליום 30.06.2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-FFO יושפע לחיוב בעיקר מאיחוד יחסי של שותפות המלונות, אולם זה יקוזז בחלקו בצד הגידול שאנו צופים בהוצאות המימון, בשל הגידול בחוב הפיננסי. להערכת מידרוג סכום ה-FFO המותאם בשנים 2022-2023 צפוי לעמוד בטווח של 20-25 מ' אירו לשנה. יחס הכיסוי של החברה הולם את רמת הדירוג, וצפוי לעמוד בטווח של 25-28 שנים.

נכון ליום 30.06.2022, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה הינו 52% ובאיחוד חברות כלולות עומד על 54%, יחס בולט לחיוב לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר רכישה והקמה של מלונות חדשים באירופה לרבות באמצעות שותפות המלונות, יחס המינוף מותאם חברות כלולות (ולרבות שותפות המלונות) צפוי להישחק ולהסתכם בטווח הזמן הבינוני ב-60%-65% ולהיות הולם ביחס לדירוג.

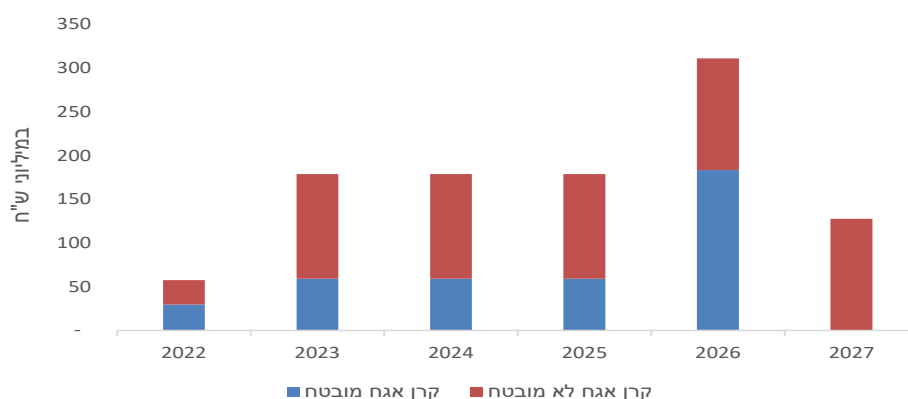
## גמישות פיננסית ונזילות חלשות יחסית אך נתמכות במינוף מתון של הנכסים המשועבדים

הפרופיל הפיננסי של החברה מושפע לשלילה מגמישות פיננסית חלשה ובולטת לשלילה ביחס לדירוג, זאת לאור מיעוט בנכסים שאינם משועבדים. נכון ליום 30.06.2022, היחס בין שווי הנדל"ן להשקעה פנוי משעבוד לסך מאזן הסתכם ל-14%. יחס זה צפוי להיות בטווח הזמן הבינוני בולט לשלילה ולהישחק במידה מסוימת בעקבות גידול בסך מאזן החברה, ולהסתכם ב-15%-10%.

היקף החוב המובטח (כולל אג"ח סדרות ב' ו-ד' המובטחות בשעבוד על נכסים מלונאיים) לסך הנכסים עמד על כ-38% ליום 30.06.2022, והינו בולט לחיוב לרמת הדירוג ומהווה גורם מתן בפרופיל הפיננסי.

נזילות החברה חלשה יחסית, ונכון ליום 30.06.2022 לחברה יתרת נזילות של כ-8 מ' אירו ביחס לחלויות קרן אגרות החוב של כ-44 מ' אירו ב-12 החודשים שהחל מאותו מועד, והחברה נסמכת על מחזור אג"ח וגיוס הלוואות לצורך פרעון חלויות החוב וכן למימון השקעות הוניות בנכסים קיימים וחדשים ולרבות השקעות בשותפות המלונות. במהלך ספטמבר 2022 גייסה החברה אג"ח (סדרה ג') בסך של כ-25 מ' אירו שעיבה את נזילותה למול חלויות האג"ח, ובהתחשב גם בתזרים שיורי שהחברה מייצרת מנכסיה (FFO בניכוי אמורטיזציה של הלוואות בנקאיות מובטחות) בסך 10-12 מ' אירו לשנה. מידרוג מעריכה כי יתרות הנזילות צפויות לגדול במהלך 2022 באמצעות קבלת הלוואות למימון השקעות ולעיבוי הנזילות. יחס הנזילות של החברה לשירות קרן חוב אג"ח בלתי מובטח לשנתיים צפוי לנוע בטווח של 50%-100% בשנים 2022-2023.

### פתאל נכסים (אירופה) בע"מ: לוח סילוקין לקרן אגרות החוב ליום 30.06.2022, בחלוקה בין חוב מובטח לחוב לא מובטח, במיליוני ₪



## שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה הושפע לשלילה מקיומו של שוכר יחיד לחברה, החברה האם פתאל החזקות, ומכך שקשרי גומלין אלו מעלים את החשיפה של החברה לסיכון האשראי של פתאל החזקות ולענף המלונאות בכללו, בהשוואה לחברת נדל"ן מניב עם פיזור שוכרים.

## שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים ותאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות. במקרה של פתאל נכסים, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. ענף הנדל"ן משפיע על איכות הסביבה לאורך תהליך הבנייה היוצר בעיקר זיהום, שימוש עודף במים ופסולת. הענף חשוף במידה מתונה לסיכונים סביבתיים, ובעיקר לסיכון של אסונות טבע ואירועי אקלים קיצוניים שעלולים לפגוע בפעילות השוטפת וליצר נזק לרכוש ולמבנים.

להערכת מידרוג, לחברה קיימות תלות באיש מפתח, מר דויד פתאל שהינו בעל השליטה בחברה ויו"ר הדירקטוריון. להערכת מידרוג, קיומו של שוכר יחיד לחברה, שהינה החברה האם יוצר קשרי גומלין המחזקים את תלות החברה בחברה האם ובסיכון האשראי שלה.



מטריצת הדירוג

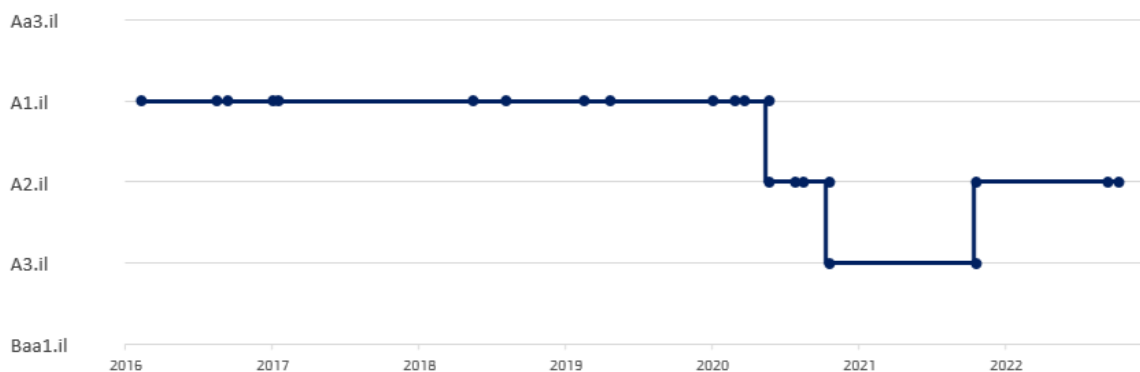
תחזית מידרוג		ליום 30.06.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	4.0-4.5	A.il	3.4	סך מאזן (מיליארד ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	60%-65%	Aa.il	54%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו מותאם	פרופיל סיכון
A.il	75-90	Baa.il	65	LTM FFO (מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
A.il	25-28	A.il	27	חוב פיננסי נטו / FFO	
Baa.il-A.il	10%-15%	A.il	14%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il-Aa.il	40%-45%	Aa.il	38%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Baa.il-A.il	100%-50%	Ba.il ומטה	14%	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.

אודות החברה

החברה הוקמה והתאגדה בישראל בשנת 2015 כחברה פרטית בערבון מוגבל, לצורך גיוס חוב ציבורי. עם השלמת גיוס האג"ח, החברה הפכה להיות תאגיד מדווח בבורסה בתל-אביב. מניות החברה מוחזקות (בשיעור של 100%) ע"י מלונות פתאל בע"מ, חברה פרטית בבעלות מלאה של פתאל החזקות (1998) בע"מ. פעילות החברה הינה חלק מפעילות פתאל החזקות אשר יחד עם החברות המוחזקות על ידה, עוסקת בפעילות מלונאית בישראל ובאירופה.

היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**

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

[פתאל החזקות \(1998\) בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

20.10.2022	תאריך דוח הדירוג:
06.09.2022	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 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.

© 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>