

Skyline Investments Inc.

מעקב | דצמבר 2022

אנשי קשר:

תמיר שרמן
אנליסט, מעריך דירוג ראשי
Tamir.s@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

Skyline Investments Inc.

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	---------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לאגרות חוב סדרה ב' שהנפיקה Skyline Investments Inc ("סקיילין" או "החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ב'	1142033	Baa1.il	יציב	15/07/2024

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בענף המלונאות בארה"ב מאופיינת בסיכון ענפי גבוה ביחס לענפי משק אחרים לאור חשיפה לתנודתיות מהירה בשל תנאי כלכלה או אירועים אקסוגניים אשר יש בהם כדי להשפיע על הביקושים בענף כגון התפרצות מגיפת הקורונה או אירועי טרור. עם זאת, לאורך זמן הביקושים לשירותי מלונאות מצויים בעלייה. ההאטה בהתפשטות המגיפה ברחבי העולם עם התרחבות שיעור ההתחסנות וחזרה לשגרה הובילה לעלייה בביקושים לשירותי תיירות, פנאי ונופש בשלהי שנת 2021 ובשנת 2022. שיעורי התפוסה של בתי מלון בארה"ב (בכל הקטגוריות) עלו במהלך 2021-2022 אל מעל 60%, לשיעורים שאפיינו את הענף בשנת 2019 טרום המגיפה. הגידול בביקושים הוביל גם לעלייה במחירי הלינות במהלך שנת 2022 לרמת שיא. תעריפי הלינות הגבוהים יחסית נובעים בין היתר מחזרה מתונה יותר של תיירות העסקים והקבוצות, שמאופיינת בתעריפים נמוכים יחסית ללינות הפרטיות, ואשר היקפה עדין נמוך בהשוואה לתקופה של טרום המגיפה.
- דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי שהולם את רמת הדירוג שמאופיין בפיזור נכסי וגיאוגרפי. החברה פועלת בסגמנט עסקים שמתמקד במלונות "שירות נבחר" בעיקר בפרברי ערים גדולות שמתפרס על פני 10 מדינות שונות בארה"ב. כמו כן, פעילות החברה הינה תחת מותגים מובילים בארה"ב ובעלי בידול כמו Hyatt ו-Marriott. נכון ליום 30.09.2022 החברה מפעילה, באמצעות חברות ניהול חיצוניות, 17 בתי מלון בארה"ב עם כ- 2,856 חדרים, אשר למעט מלון אחד (רנסנס, 50%), מוחזקים בבעלות מלאה של החברה. פורטפוליו הקורטיארד, המהווה חלק מהותי מנכסי המלונאות של החברה, מציג שיפור ב-ADR ביחס לשנתיים האחרונות וכן שיפור בשיעורי התפוסה, הקרובים לביצועי שנת 2019 טרום הקורונה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות החברה צפוי להסתכם בשנתיים הקרובות בטווח של 125-140 מ' דולר קנדי לשנה והינו נמוך יחסית לרמת הדירוג.
- מינוף החברה רשם שיפור מאז השלמת עסקת פריד (דצמבר 2021) והינו בולט לחיוב ביחס לדירוג. כך, נכון ליום 30.09.2022 שיעור הון עצמי למאזן הינו כ-52%, בהשוואה לכ-51% ליום 31.12.2021 וכ-40% ליום 31.12.2020. בהיתן גם איחוד יחסי של שותפות הריזורטים (29% חלקה של החברה), יחס הון למאזן מותאם ל-30.09.2021 עמד על כ-46%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הון עצמי למאזן מותאם צפוי לעמוד בטווח של 46%-48%.
- יחסי הכיסוי של החברה בולטים לשלילה ביחס לדירוג ומעידים על הפרופיל הפיננסי של החברה. חוב פיננסי נטו מותאם ל-EBITDA מותאם עמד על 39X בשנת 2020 ולאחר מכן שופר בשל התאוששות ענף המלונאות ליחס של 6.6X בשנת 2021. להערכת מידרוג, יחס זה צפוי לעמוד בטווח של 9X-11X בשנים 2022-2023. יחס EBIT להוצאות מימון צפוי לעמוד סביב 0.4 בשנה-שנתיים הקרובות וזאת לאור גידול משמעותי בהוצאות המימון של החברה. יחסי הכיסוי של החברה איטיים בין השאר בשל בעלותה על בתי מלון, שחלקם נרכשו בשנים האחרונות, וכן בשל העלייה בהוצאות המימון לאור עליית הריבית. כמו כן יחסי הכיסוי של החברה מושפעים לשלילה מכך שמכירת הריזורטים לא נעשתה במזומן במלואה אלא בחלקה כנגד נכסים, ובעיקר הלוואות מוכר שהועמדו לרוכשת הריזורטים.

- המדיניות הפיננסית של החברה בולטת לחיוב ביחס לדירוג. החברה שומרת לאורך זמן על יחסי מינוף סבירים למאפייני הפעילות ולא חילקה דיבידנדים בשנים האחרונות. רמת המינוף של הנכסים הינה סבירה יחסית, לרבות פורטפוליו קורטיארד עם יחס מינוף של כ- 57% ל- 30.09.2022. לחברה נכסים ספורים שאינם משועבדים, שעיקרם הלוואת המוכר שהעמידה לשותפות הריזורטים וכן הריזורט Bear Valley בקליפורניה.

תרחיש הבסיס

בהתאם להתפתחויות ולהערכות מחודשות של גורמים מקצועיים בענף המלונאות, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח המשך התאוששות של ענף המלונאות במהלך השנים 2023-2024 ובתוך כך המשך שיפור בשיעורי התפוסה של מלונות החברה לרמה הדומה לשנת 2019. תרחיש הבסיס כולל איחוד יחסי של שותפות הריזורטים בהתאם לחלקה היחסי של החברה, מימון מחדש להלוואת Hyatt, שיפוץ מלון רנסנס, הוצאות CAPEX ואמורטיזציה שוטפת להלוואות הבנקאיות ולאג"ח. מידרוג לא הביאה בחשבון רכישה של נכסים חדשים בשנה הקרובה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו כי החברה תוסיף לשפר את הביצועים תפעוליים של בתי המלון וכן תשמור על פרופיל פיננסי סולידי יחסית כפי שמתבטא ברמת המינוף והנזילות בתרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הגדלת הפעילות המלונאית והרווח מהפעילות מעבר לתחזיות מידרוג, תוך שמירה על רמת המינוף הקיימת
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בתוצאות הפעילות של בתי המלון מעבר לתרחישי הרגישות שנלקחו בתרחיש הבסיס
- רכישת נכסים בהיקף משמעותי, אשר תשפיע לשלילה על המינוף הפיננסי של החברה

נתונים פיננסיים עיקריים

Skyline Investments Inc. - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר קנדי

מטבע: דולר קנדי	30.09.2022	30.09.2021	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
הכנסות	99	103	137	129	235	232
רווח מפעולות רגילות *	4.3	8.5	6.5	-12.4	20.4	15.9
רווח מפעולות רגילות % מהכנסות	4.4%	8.2%	4.8%	-9.6%	8.7%	6.8%
הון עצמי למאזן	52.1%	44.8%	51.2%	40.2%	41.0%	38.4%
חוב פיננסי נטו / LTM EBITDA	12.8 X	10.6 X	6.6 X	36.0 X	6.8 X	9.2 X
רווח תפעולי / הוצ ממונ נטו	0.2 X	0.3 X	0.4 X	NEG	1.0 X	0.8 X

* רווח מפעולות לפני הכנסות / הוצאות אחרות ולפני רווחי/הפסדי שערות

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים", מאי 2020.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף המלונות בארה"ב הפגין התאוששות ממשבר הקורונה בזכות תיירות הפנים והפנאי, כאשר תיירות העסקים עדיין משתרכת מאחור

החברה פועלת בתחומים של רכישה, ניהול, הפעלה והשכחה של בתי מלון ברחבי ארה"ב. החברה מחזיקה בבעלותה את בתי המלון ומפעילה ומנהלת אותם באמצעות חברות ניהול חיצוניות. החברה מתמקדת בבתי מלון מסוג "Select Services" ("שירות נבחר") אך בבעלותה גם שני בתי מלון מסוג Full Services ("שירות מלא").

ענף המלונות בו פועלת סקיליין מאופיין על ידי מידרוג ברמת סיכון גבוהה יחסית, היות והביקוש לשירותי מלונאות נתון לתנודתיות הנובעת מעונתיות, ממחזוריות כלכלית ומאירועים אקסוגניים המשפיעים על תיירות הפנים והתיירות הבינלאומית. הביקוש לשירותי פנאי ונופש בארה"ב ובעולם מצוי במגמת עלייה לאורך השנים עם השיפור ברמת החיים ותמורות סוציו-אקונומיות המשפיעות על הרגלי הצריכה. הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים, זמינות קרקעות באזורי ביקוש מרכזיים מהווה חסם כניסה משמעותי בענף. היצע המלונות מבוצר מאוד וכולל רשתות ענק בינלאומיות לצד מלונות פרטיים ופתרונות לינה תחליפיים לבתי מלון בדמות דירות להשכרה קצרת טווח, ועדיין קיימת חשיבות בענף להצעת הערך של המותג המלונאי, למיקום בית המלון ולניסיון של חברת הניהול המהווה פרמטר חשוב ברווחיות הפעילות. תמורות טכנולוגיות המנגישות מידע ושקיפות 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.

פעילות החברה מתבצעת במדינות יציבות בארה"ב ובעלות דירוג אשראי בינלאומי גבוה, המאופיינות בתעשיית תיירות יציבה יחסית לאורך זמן ובהן אהיו (Aa1 חיובי), ניו-יורק (Aa1 יציב), פלורידה (Aaa יציב) ועוד. ההאטה בהתפשטות המגיפה במדינות רבות עם התרחבות שיעור ההתחסנות וחזרה לשגרה במתוונים שונים, הובילה לגידול בביקושים לפעילויות פנאי ונופש בקרב הצרכנים ולעלייה משמעותית בפעילות הנופש והמלונאות החל מהרבעון השני של 2021 ובשנת 2022. בתוך כך, ענף המלונאות בארה"ב מאופיין בעת האחרונה בשיעורי תפוסה דומים לאלה של שנת 2019, ומחירי הלינות מצויים ברמה גבוהה גם יחסית לשנת 2019.

בחודש אפריל 2022 הותירה מודיס את האופק החיובי לענף האירוח הגלובלי¹ לאור חזרת הביקושים לשירותי אירוח, בדגש על מגמת שיפור משתנה בין תחומי האירוח השונים, כגון מסעדות, נופש, תיירות עסקית ובתי קזינו, זאת ביחס לשפל בשנת 2020. להערכת מודיס, ההתאוששות החזקה בתיירות 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, עם חזרה הדרגתית של כנסים ועידות תאגידיות, לאחר שחברות קיצצו בחדות תקציבי נסיעות במהלך המגיפה, וקיימת אי וודאות באשר למידת החזרה של התיירות העסקית לממדיה טרום המגיפה בשל שינויים בהרגלים של תאגידים שהסיטו מפגשים פרונטליים לפלטפורמות דיגיטליות לצד המשך עבודה היברידית ונוכחות נמוכה יותר במשרדים. על פי נתוני CBRE² ונתוני Moody's Analytics CRE³, הגידול החד בתעריפי המלונות בשנת 2022 הינו חריג יחסית, וצפוי להאט בשנה הקרובה. בין היתר, מציינים במודיס ביקושים גבוהים במיוחד לתיירות נופש לאחר עצירת הענף בשנות הקורונה ואת תמהיל הלינות (יותר לינות נופש ופנאי ופחות לינות עסקים וקבוצות) שהשפיע לחיוב על תעריפי הלינות בשנה החולפת. בין הגורמים שצפויים להשפיע לשלילה על שורת ההכנסות בענף המלונות בארה"ב בשנת 2023 ניתן למנות קצב צמיחה שלילי של הכלכלה האמריקאית עם חשש להתפתחות מיתון בשנה הקרובה והתאוששות איטית של התיירות העסקית עם חשש להאטה בסקטור זה. מנגד, המשך התאוששות בתיירות הבינלאומית, ובפרט תיירות ממזרח אסיה צפוי להוות גורם מממן בענף.

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

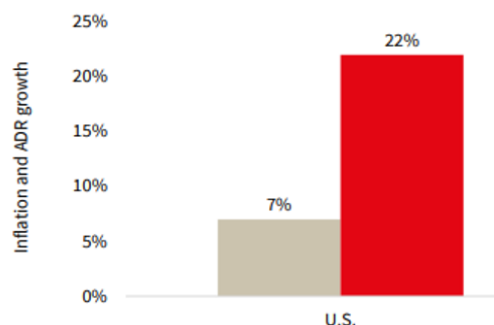
² US Real Estate Market Outlook, December 2022

³ Why are Hotels ADR's Hitting Record Highs? Moody's Analytics CRE, October 2022

שיעור הצמיחה הממוצע היומי בחדר גבוה יותר משיעור האינפלציה

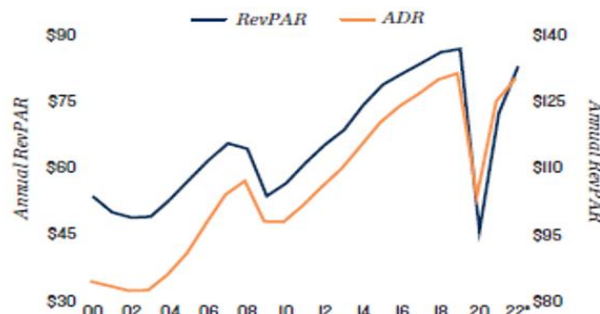
ענף המלונות בארה"ב: התפתחות תעריף ממוצע יומי בחדר ו-RevPar בין השנים 2000-2022

2021 Inflation growth vs ADR growth



Source: JLL Research, Oxford Economics, STR

RevPAR and ADR Growth Trends

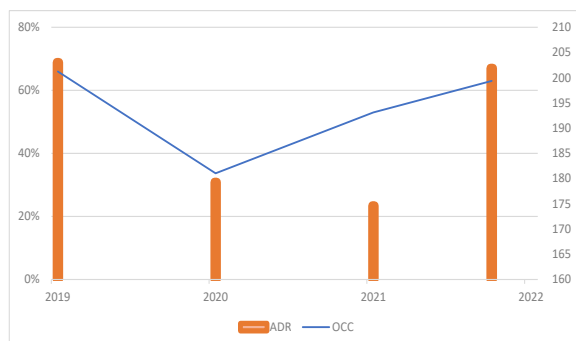


* מקור: Moody's: Hospitality Global, 2022 Outlook based on STR Data

היקף פעילות נמוך יחסית אולם אך אסטרטגיה ממוקדת בקטגוריית סלקט סרוויס בארה"ב תורמת ליציבות

לאחר שהשלימה בסוף שנת 2021 את העסקה למכירת אתרי הנופש בקנדה וקרקעות הסמוכות להם תמורת 210 מ' דולר קנדי, רכשה סקיליין בשנת 2022 מלון נוסף מרשת מארייט קורטיארד בעיר Ithaca במדינת ניו יורק וכעת נותרה סקיליין עם 17 בתי מלון בארה"ב בשווי רכוש קבוע במונחי שווי הוגן בספרים של כ-404 מ' דולר קנדי ל-30.09.2022. הנכסים בארה"ב כוללים שני מלונות אורבניים בקליבלנד (מלון Hyatt ומלון Renaissance), פורטפוליו של 14 מלונות מסוג סלקט-סרוויס תחת מותג מארייט קורטיארד ("CY14") הפזורים על פני 10 מדינות בארה"ב, ואתר הסקי Bear Valley בקליפורניה. פורטפוליו CY13 (ללא מלון Ithaca) נרכש על ידי החברה בסוף שנת 2017, ובשנים הראשונות שלאחר הרכישה היא פעלה להשביח את ניהול המלונות, המתבצע באמצעות חברות ניהול חיצוניות (Urgo ו-Aimbridge) האחראיות על התפעול והשיווק של בתי המלון תמורת 2.5% מהכנסות המלון וכן, תשלום דמי ניהול נוספים בסך של 7.5% מהרווח התפעולי, מעבר לסכום הסף המותאם לאחר עלויות השיפוץ בפועל. כמו כן מאז הרכישה החברה מבצעת שיפוצים בבתי המלון על פני השנים באופן מדורג. שיעור התפוסה של פורטפוליו CY13 (ללא מלון Ithaca) טרום הקורונה עמד על ממוצע של 66%, דומה למקובל במלונות מקטגוריית זו בארה"ב ויציב יחסית. הרווחיות הגולמית של פורטפוליו CY13 הייתה גבוהה טרום המגיפה ועמדה על כ-28% בממוצע בשנים 2017-2019 בהשוואה לכ-20% במלונות היאט ורנסנס שבקליבלנד.

פורטפוליו CourtYard: טרק רקורד חיובי טרום המגיפה אך קצר יחסית (מקור: פרסומי החברה)



התפרצות מגיפת הקורונה בחודש מרץ 2020 גרעה את ביצועי המלונות בחדות, בשל הגבלות התנועה והריחוק החברתי. החברה זכתה לקבל תמריצים ממשלתיים והחזר הוצאות שכ"ע שסייעו לצמצום הפגיעה. החברה המשיכה להשקיע בשיפוץ הנכסים גם בתקופה זו. החברה דיווחה כי נכון ליום 30.09.2022 שיעורי התפוסה במלונות החברה קרובים מאוד לשיעורי התפוסה ביחס לשנת 2019. להערכת מידורג, פעילות החברה במגזר הסלקט-סרוויס בארה"ב תחת מותג מלונאות ידוע (מרייט) ממתנת (בשגרה) את הסיכון הענפי בשל היותה מבוססת על שירות ברמה בסיסית למגזר העסקי.

בתרחיש הבסיס, מידרוג מעריכה כי בשנים הקרובות שיעורי התפוסה יהיו דומים לאלה של שנת 2019. מידרוג מעריכה כי ההכנסות מהמלונות הקיימים בחברה נכון לסוף 2022 יעמדו בשנתיים הקרובות בטווח של 125-140 מ' דולר קנדי לשנה (בהשוואה לכ- 90 מ' דולר קנדי בשנת 2021 וכ- 135 מ' דולר קנדי בממוצע בשנים 2018-2019). היקף הכנסות זה נמוך יחסית לרמת הדירוג וגוזר FFO צר יחסית שמידרוג מעריכה כי יעמוד בטווח של 3-5 מ' דולר קנדי לשנה, כאשר מכך 4-5 מ' דולר קנדי יופנו להשקעות הוניות שוטפות בבתי המלון (CapEx) בנוסף, לשיפוף רחב יותר שהחברה מבצעת במלון Renaissance כנגד הלוואה ייעודית.

הרווח הגולמי מפעילות המלונות בארה"ב (לפני הוצאות פחת) הסתכם בכ- 19.5 מ' דולר קנדי בתקופה ינואר-ספטמבר 2022, שהיוו כ- 20.0% מההכנסות מפעילות זו, בהשוואה לכ- 18 מ' דולר קנדי בתקופה המקבילה אשתקד (כ- 27.7%) וכ- 33 מ' דולר קנדי בשנת 2019 כולה (כ- 23.7%). שנת 2021 אופיינה ברווחיות גבוהה יחסית בשל עלויות תפעול נמוכות ותמיכה שהתקבלה מהרשויות בשל השפעות הקורונה. הרווחיות הגולמית בשנת 2022 צפויה להמשיך השתפר בהמשך השנה, אולם הרווחיות התפעולית נפגעת בשל הירידה בהיקפי הפעילות בחברה עם המכירה של נכסי קנדה. שיעור רווח תפעולי להכנסות צפוי להערכתנו לעמוד בטווח של 5%-6% בהשוואה לכ- 8.7% בשנת 2019.

המשך חשיפה לאתרי הנופש בקנדה דרך הלוואת ה-VTB והאחזקה בשותפות הריזורטים, לצד ריכוזיות נכסים

מכירת אתרי הנופש של החברה בקנדה והקרקות שלצידן ליד Corporation Freed ("פריד") הקנדית באמצעות שותפות הריזורטים, תמורת 210 מ' דולר קנדי שולמה לחברה במספר סוגי תמורות: כ- 109 מ' דולר קנדי שולמו במזומן עם השלמת העסקה; כ- 33 מ' דולר קנדי התקבלו באמצעות הקצאה לחברה של 29% מהזכויות ב- Resorts LP ("שותפות הריזורטים"), שותפות באמצעותה רכשה פריד את הנכסים מידי סקייליין כן העבירה לשותפות נכס נוסף שהיה בבעלות פריד; כ- 60 מ' דולר קנדי שהעמידה סקייליין כ-"הלוואת מוכר" (VTB) לשותפות הריזורטים והיא נושאת ריבית של 5% לשנה ועומדת לפירעון על פני 5 שנים החל מ-2024 כשהיא מובטחת במשכנתא מדרגה שנייה על הנכסים הנמכרים ובשעבוד שוטף על נכסי השותפות; וכן באמצעות הלוואת גישור שהעמידה סקייליין לשותפות בסך כ- 8 מ' דולר קנדי ועומדת לפירעון על ידי השותפות בתוך שנתיים כשהיא הנושאת שיעור ריבית שנתי של 12%.

מכיוון שרק מחצית ממחיר העסקה שולם לחברה במזומן, יתרת התמורה הותירה במאזנה של החברה נכסים בהיקף מהותי הנשענים על פעילות הריזורטים, אלו הן הזכויות בשותפות והתחייבויות השותפות לחברה. נכסי הריזורטים שנמכרו לשותפות אחראים לרווח גולמי שנתי של 9-10 מ' דולר קנדי (לא כולל פעילות הייזום), אשר טרום הקורונה היווה 20%-25% מהרווח הגולמי של החברה בפעילות המלונאית (ללא פעילות הייזום), אולם בשנים 2020-2021 חלקם היחסי ברווח הגולמי מהפעילות המלונאית היה גבוה יותר מכיוון שהם נפגעו במידה נמוכה יותר מהשלכות הקורונה בהשוואה לבתי המלון. לאורך זמן, פעילות אתרי הנופש בקנדה אופיינה בעונתיות גבוהה, תנודתיות וחוסר יציבות שהעיבו על תזרימי המזומנים של החברה. כמו כן בחודש דצמבר 2021 החברה השלימה את העסקה למכירת אתר הנופש Port-McNicol באמצעות העמדת הלוואת מוכר (VTB) שתפרע על פני 5 שנים.

יחסי הכיסוי של החברה בולטים לשלילה ביחס לדירוג ומעביים על הפרופיל הפיננסי של החברה

בעקבות עסקת הריזורטים החברה רשמה ברבעון השלישי בשנת 2021 רווח הון משערוך של כ-31 מ' דולר קנדי. כמו כן חלק מהתמורה במזומן מהעסקה שימשה את החברה במהלך חודש דצמבר 2021 לפדיון מוקדם מלא של אג"ח סדרה א' בתמורה לכ-50 מ' דולר קנדי. כמו כן במהלך שנת 2022 רכשה החברה את מלון איתקה במדינת ניו-יורק וביצעה השקעות הוניות בבתי המלון שהובילו לירידה ביתרות המזומנים וגידול בחוב נטו בהשוואה לסוף שנת 2022. באפריל 2022, החברה השלימה מימון מחדש להלוואת הקורטיארד באמצעות נטילת הלוואה חדשה לחמש שנים, שנושאת ריבית בשיעור SOFR+5.54%, יתרת הלוואה עומדת על כ-137 מ' דולר קנדי. החוב ברוטו של החברה נכון ליום 30.09.2022 מסתכם בכ-240 מ' דולר קנדי.

כחלק מההתאמות שבוצעו על ידי מידרוג לדוחות המאוחדים של החברה, מידרוג ביצעה איחוד יחסי לשותפות הריזורטים בהתאם לחלקה היחסי של החברה (29%). האיחוד היחסי עם שותפות הריזורטים מוביל ליחס מינוף הון עצמי למאזן של כ- 46% בהשוואה

לכ- 52% ללא האיחוד היחסי, וצפוי להיוותר סביב 46% בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ובהנחה כי החברה לא תרכוש נכסים נוספים בעתיד הקרוב. יחס זה בולט לחיוב לרמת הדירוג וממתן את הסיכון העסקי.

חוב פיננסי נטו ל- EBITDA עמד על 39X בשנת 2020 ולאחר מכן ירד בשל התאוששות ענף המלונאות ליחס של 9X בשנת 2021. להערכת מידרוג, יחס זה צפוי לעמוד בטווח של 9X-11X בשנים 2022-2023. מחד, ההכנסות החברה צפויות לעלות בשל התאוששות ענף המלונאות. מנגד, חל גידול בהוצאות המימון של החברה בעקבות המימון מחדש שהחברה ביצעה בשנה החולפת בין היתר, בגין מלונות Courtyard by Marriott. מידרוג העריכה כי היקף ה- FFO של החברה צפוי להסתכם בטווח של 9-15 מ' ש לשנה בשנים 2022-2023. כמו כן, בעקבות גידול בהוצאות המימון וקיטון ב-EBIT של החברה בעקבות מכירת הריזורטים נוצר שחיקה ביחס EBIT להוצאות מימון שבולט לשלילה ביחס לדירוג. להערכת מידרוג, יחס זה צפוי להישחק ולעמוד על מתחת ל- 1.0.

מדיניות הפיננסית של החברה הולמת ביחס לדירוג

המדיניות הפיננסית של החברה הולמת ביחס לדירוג שכן, מאופיינת בשיעורי מינוף סבירים ברוב הנכסים, לרבות נכסי Courtyard שהמינוף עליהם 57% נכון ליום 30.09.2022. החברה לא חילקה דיבידנדים לבעלי המניות בשנים האחרונות ומידרוג לא הביאה בחשבון חלוקת דיבידנד. לחברה גמישות פיננסית הנשענת על היקף נכסים לא משועבדים של כ- 125 מ' דולר קנדי לפי שוויים בספרי החברה, הכוללים בעיקר את הלוואת המוכר לשותפות הריזורטים ביתרה של כ- 95 מ' דולר וכן את הריזורט Bear Valley בקליפורניה. כמו כן, קיים יחס מינוף מתון בהלוואה הבכירה על מלון Hyatt. ליום 30.09.2022 לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ- 29.6 מ' דולר קנדי. בפני החברה חלויות חוב בכיר בהיקף של כ- 31 מ' דולר קנדי במהלך שנת 2023, הכוללים בעיקר את פירעון הלוואת מלון Hyatt בסך כ- 23 מ' דולר קנדי. החברה מצויה במהלך משא ומתן למחזר הלוואה זו לטווח ארוך. בנוסף, לחברה פירעונות אג"ח (סדרה ב') של כ- 3.7 מ' דולר קנדי בשנת 2023 וכ- 40 מ' דולר קנדי ביולי 2024. מידרוג מצפה כי החברה תשמור על יתרות נזילות הולמות לקראת הפירעון המשמעותי בשנת 2024 מתוך יתרות המזומנים הקיימות ומכספי מימון מחדש. להלן הערכת מידרוג למקורות ולשימושים של החברה בתקופה שהחל ב- 30.09.2022 ועד לסוף שנת 2023 (5 רבעונים): יתרות נזילות ל- 30.09.2022 בסך כ- 29.6 מ' דולר קנדי, תזרים תפעולי בניכוי הוצאות מימון, השקעות שוטפות ואמורטיזציה של חוב בכיר בהיקף של כ- 2.0 מיליון דולר קנדי, השקעות הוניות כנגד מסגרות אשראי ייעודיות לתכנית שיפוצים, קבלת תשלומים בגין החזר הלוואות מוכר בסך כ- 3.0 מיליון דולר קנדי ופירעון החלות הקרובה לאג"ח סדרה ב' בסך כ- 3.7 מ' דולר קנדי. יתרת המזומנים לסוף שנת 2013 צפויה בהתאם לכך להסתכם בכ- 27 מ' דולר קנדי. בנוסף מידרוג מעריכה כי ביכולת החברה להגדיל את המזומנים בהיקף של 15-8 מ' דולר קנדי על בסיס מחזור הלוואות ה- Hyatt.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Baa1.il גבוה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Baa2.il, לאחר שבמסגרת השיקולים הנוספים לדירוג מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את הגמישות הפיננסית הנובעת לחברה בשל בעלותה על נכסי נדל"ן בהיקף משמעותי יחסית המקנים לה גמישות פיננסית וכן שיעור מינוף נמוך על נכסים אלו ומרכיב נכסים שאינם משועבדים בהיקף סביר. להערכת מידרוג גורם זה מפצה במידה מסוימת על תזרים צר של החברה שהובא בחשבון לשלילה במסגרת השיקולים הנוספים.

שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים ואגדי בעת הערכת איכות האשראי של החברות. במקרה של סקיליין, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. ענף המלונאות חשוף במידה מתונה לסיכונים סביבתיים, ובעיקר לסיכון של אסונות טבע ואירועי אקלים קיצוניים שעלולים לפגוע בפעילות השוטפת וליצר נזק לרכוש ולמבנים וכן להוביל לדחיית לינות. סיכונים חברתיים נובעים בעיקר בהיבט של קשרי לקוחות ומגמות דמוגרפיות ותרבותיות המשפיעות על הביקושים. הסיכונים הקשורים בקשרי לקוחות כוללים חשיפה לאבטחת מידע ופרטיות המידע וכן סיכון מוניטין למותגי בתי המלון. סיכונים דמוגרפיים וחברתיים כוללים תחרות מצד שירותי תיירות ולינה אלטרנטיביים או סיכון לתמורות בתיירות העסקית.

מטריצת הדירוג

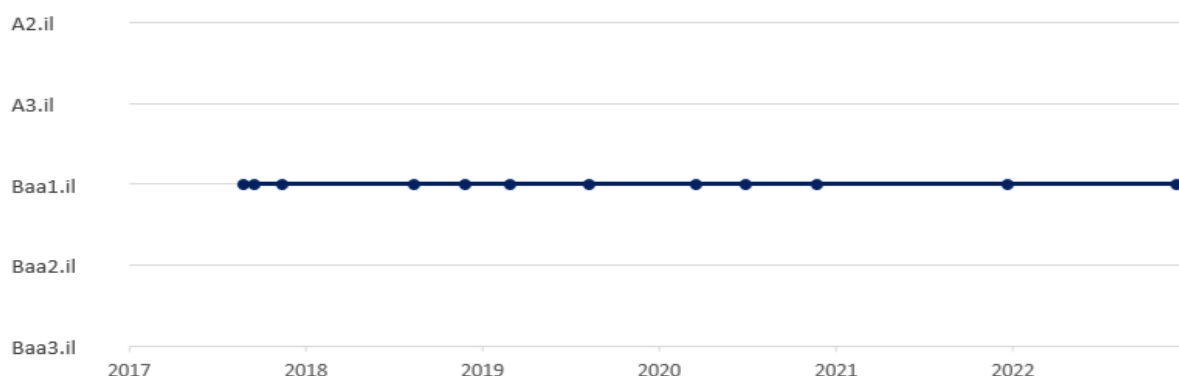
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2022			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Baa.il	320-360	Baa.il	343	היקף הכנסות LTM (במליוני ₪)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	מעמד עסקי	
A.il	5%-6%	A.il	4.4%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
Aa.il	46%-48%	Aa.il	46%	הון עצמי / מאזן מותאם	פרופיל פיננסי
Ba.il	9X-11X	B.il	13X	חוב ברוטו מותאם / EBITDA LTM	
B.il	0.4X	B.il	0.24X	רווח תפעולי / הוצ' מימון	
A.il		A.il		מדיניות פיננסית	
Baa2.il					דירוג נגזר
Baa1.il					דירוג בפועל

[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

חברת Skyline Investment Inc. התאגדה בשנת 1998, כחברה פרטית על פי דיני מחוז אונטריו, קנדה. החברה פועלת בצפון אמריקה בעיקר בתחומי המלונאות ותיירות הפנאי. במהלך חודש דצמבר 2021 מימשה החברה את מרבית פעילותה בקנדה. בעלי המניות העיקריים כוללים את מישורים השקעות נדל"ן בע"מ (כ-49.5%) וחברת הכשרת היישוב לישראל בע"מ (כ-20.3%), כאשר בעל המניות העיקרי במישורים הוא מר אלכס שניידר (כ-44.51%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דוחות קשורים - Skyline Investments Inc](#)

[דירוג תאגידיים פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

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

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

29.12.2022	תאריך דוח הדירוג:
30.12.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
27.08.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
Skyline Investments Inc.	שם יוזם הדירוג:
Skyline Investments Inc.	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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

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 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 שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות 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>