

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

מעקב | דצמבר 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

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

דירוג סדרות	A2.il	אופק דירוג: יציב
-------------	-------	------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות ג', ד', ה') שהנפיקה אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'	3870102	A2.il	יציב	01.06.2022
ד'	3870128	A2.il	יציב	31.12.2023
ה'	3870169	A2.il	יציב	31.12.2027

שיקולים עיקריים לדירוג

- מצבת נכסים רחבה בהיקף של כ- 13 מיליארד ₪, הכוללת כ- 40 נכסים מניבים ו- 5 נכסי מלונאות, בישראל, שווייץ, צרפת, אנגליה והולנד. מצבת הנכסים כוללת מספר נכסים במיקומים מרכזיים ובחלקם נכסים הבולטים במיצובם ביחס לשוק והינה בולטת בהיקפה ביחס לחברות מדורגות.
- הדירוג מושפע לחיוב בשל פיזור מצבת הנכסים המניבים בהיקף של כ- 8.7 מיליארד ש"ח על פני 4 מדינות (למעט הולנד), פעילות במגוון תחומים - משרדים, מסחר אזורי וחנויות יוקרה, מרכזים לוגיסטיים, נכסי סופרמרקט ועוד, וללא תלות בנכס מרכזי או בשוכר עיקרי. כ- 55% מכלל המצבת המניבה ממוקמת בשווייץ, מדינה בעלת יציבות פיננסית מהגבוהות בעולם, ומדורגת ע"י מודי'ס בדירוג AAA באופק יציב מאז שנת 1982.
- נכסי המלונאות כוללים 5 נכסים ב- 4 מדינות (למעט שווייץ). כל מלונות החברה ממוקמים במיקומים מרכזיים בערי הבירה, בולטים במיצובם ביחס לשוק. אף שחלק ממלונות החברה עדיין לא הגיעו לייצוב תפעולי, טרם הקורונה המלונות הציגו שיפור עקבי בתוצאות התפעוליות. כך, הרווח התפעולי (NOP) מנכסים זהים (ללא לוטסיה) צמח מ- 55 מ' ₪ בשנת 2016 לסך של 130 מ' ₪ בשנת 2019. מנגד, שיעור הרווחיות של מלונות החברה (ללא לוטסיה) - 22-24% בשנים 2018-19 עדיין נמוך ביחס לקבוצת השוואה.
- מגזר המלונאות מהווה חלק מרכזי מנכסי ופעילות החברה, ובשנת 2019 היווה כ- 35% מצבר הנכסים וכ- 25% מהרווח הגולמי, (בהתחשב בגידול צפוי של ההכנסות ממניבים חדשים/בשיפוץ, חלקו היחסי של מגזר המלונאות ברווח הגולמי צפוי לרדת לכ- 22%). מידרוג מעריכה את מגזר המלונאות כמגזר בעל רמת סיכון גבוהה יותר ממגזר הנכסים המניבים בהיותו בד"כ מוצר פנאי ומותרות, עתיר הוצאות תפעוליות וכ"א, המושפע ממחזוריות כלכלית אירועים ביטחוניים וכיו"ב, ובהתאם לכך, פעילות זו מגבירה את רמת הסיכון הגלומה בפעילות החברה.
- להתפרצות משבר הקורונה השפעה מתונה על מגזר המניבים של החברה, אולם מגבלות התנועה וההתכנסות הביאו לפגיעה משמעותית בפעילות המלונאית של החברה. כך, רובו של מגזר המניבים כולל בנייני משרדים, סופרמרקטים, חברות מתחומי הבריאות ומרכזים לוגיסטיים אשר לא נפגעו ממשבר הקורונה, והחברה אינה צופה פגיעה בהכנסות למעט הנחות לא מהותיות בשנת 2020. גם להערכת מידרוג לא צפויה השפעה מהותית של המשבר על שווי הנכסים ועל הפעילות השוטפת ממגזר זה. מנגד, בדומה לכלל הענף, מלונות החברה חוו פגיעה לרבות הפסד שוטף והוצאות סגירה. מלונות החברה נמצאים בפלח השוק העליון של ענף המלונאות, מתאפיינים במרכיב גבוה של הוצאות קבועות ונסמכים בעיקר על תיירות חוץ, וכנגזר מכך הציגו הפסד תפעולי בסך 40 מיליון ₪ בתקופה 01-09/2020 (כולל עלויות סגירה של כ- 34 מיליון ₪ והפסד שוטף של כ- 6 מיליון ₪). מאידך, מידרוג מעריכה כי קהל היעד של מגזר זה המתבסס בעיקרו על לקוחות אמידים וסלקטיביים, חשוך בצורה פחותה להשפעות מיתון עולמי.

- כמשתקף ממאזן החברה ליום 30.09.2020, שיעור מינוף חוב נטו ל- CAP נטו עומד על כ- 56% ובולט לטובה ביחס לרמת הדירוג. תחת תרחיש הרגישות הכלולים בתרחיש הבסיס, לרבות תרחיש רגישות לשווי הנכסים המניבים והמלונות, מידרוג מעריכה כי שיעור המינוף עשוי לעלות ולנוע בטווח של 57-59%, יחס הולם ואף בולט לחיוב לרמת הדירוג.
- בשנים 2017-2019 החברה הציגה FFO בהיקף של כ- 240-280 מיליון ₪ בשנה, היקף בולט לחיוב לרמת הדירוג. בשנת 2020 ועקב הפסדי מגזר המלונאות בשל משבר הקורונה, החברה צפויה לסיים את השנה עם FFO נמוך, כ- 80 מיליון ₪ בלבד. מידרוג מעריכה כי תקופת החזרה לשגרה של מגזר המלונאות תימשך מספר שנים, מנגד מידרוג מעריכה יציבות במגזר המניבים (בכפוף לשינויים עקב רכישות/מימוש נכסים) וזאת בשים לב לאופי השוברים ומגזרי הפעילות. בהתאם מידרוג מעריכה כי היקף ה- FFO יתאושש בהדרגה וינוע בטווח 230-270 מיליון ₪ בשנים 2021-2022, היקף זה נמוך מהערכות טרום קורונה אולם על אף הפגיעה בהכנסות המלונאות עדיין בולט לחיוב לרמת הדירוג. מנגד, יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO נחלש לשיעור של 27-33 שנים, והינו איטי ביחס לרמת הדירוג.
- החברה נוהגת כמדיניות לשעבד את הנכסים המניבים, ועל כן סך הנכסים הלא משועבדים ביחס לסך המאזן נמוך מאוד ואינו הולם את רמת הדירוג. מנגד, לחברה יתרות נזילות, מניות סחירות ומסגרות אשראי תומכות ובלתי מנוצלות בהיקפים משמעותיים המקנים לחברה מקורות מספקים לתשלומי הקרן השוטפים של החוב הבלתי מובטח. שיעור המינוף של החוב המובטח ביחס לצבר נכסי הנדל"ן ליום 30.09.2020 עומד על 51%, כאשר תחת תרחיש הרגישות של מידרוג לשווי הנכסים שיעור המינוף עלול לעלות מעט ל- 54%. שיעור המינוף מאפשר לחברה גמישות מסוימת להגדלת המימון על נכסים אלו וליצירת מקור תזרימי נוסף על היתרות הנזילות והמסגרות הפנויות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח יציבות של פעילות מגזר המניבים בשנות התחזית, עם אפשרות לשינוי מסויים בהיקפי ההכנסות עקב רכישות, מימושים ושיפוצי נכסים במהלך הפעילות השוטפת של החברה, וללא השפעה של משבר הקורונה על תוצאות הפעילות. במגזר המלונאות מידרוג מעריכה חזרה הדרגתית לשגרה אשר תתפרס על פני מספר שנים ולא לפני 2024¹. נוסף על כך, תרחיש הבסיס כולל תרחיש רגישות לירידת שווי נכסים ולפגיעה אפשרית בהון עקב חלוקות דיבידנד ורכישה עצמית של מניות בהיקפים דומים לשנים קודמות. תרחיש הבסיס מניח המשך פיתוח נכסי החברה בהתאם לתוכניות השבחת נכסים קיימות, מיחזור הלוואות כנגד נכסים ואפשרות לניצול רכישות הזדמנויות של נכסים.

בשנת 2020 השלימה החברה היערכות להנפקת הפעילות בשוויץ, אשר לא הושלמה עקב מצב השווקים הפיננסיים לעת הזו. ככל שיושלם המהלך יש בכך כדי לספק לקבוצה נזילות בהיקף משמעותי ולהגדיל את ההון העצמי (כולל זכויות שאינן מקנות שליטה). בשל אי הוודאות והתלות במצבי שוק חיצוניים תרחיש הבסיס של מידרוג אינו כולל השפעות אפשריות של אירוע זה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב מבטא את הערכת מידרוג כי למרות השלכות משבר הקורונה על הפעילות הכלכלית ובפרט על ענף המלונאות, הדירוג הנוכחי מכיל את ההשפעות האפשריות של משבר הקורונה על החברה וזאת לאור:

- משקלו המשמעותי ויציבותו של מגזר המניבים של החברה אשר הושפע בצורה מינורית ממגבלות הקורונה.
- דירוג החברה משקלל את החשיפה לתנודתיות של ענף המלונאות והשפעתו על הפרופיל הפיננסי של החברה, אם בתקופות שפל ואם בתקופות גאות. בהתאם לכך, גם הרעה מסוימת בתרחיש הבסיס לא צפויה להוביל לשינוי מיידי בדירוג החברה.
- מהלכי חיסון האוכלוסייה שהחלו, אשר עשויים להביא לביטול רוב מגבלות התנועה וההתכנסות במהלך 2021, יודגש כי עדיין מדובר באירוע רפואי מתגלגל, לרבות חשש ממוטציות של הנגיף ומגד חיסונים נוספים בתהליכי אישור ועל כן קיימת אי ודאות בכל הקשור לצמצום או הרחבה של המגבלות בעתיד.

¹ עם זאת, מאחר ומדובר באירוע מתגלגל ובכלל זה אפשרות לגל הדבקה שלישי מחד ומתן חיסונים בהיקף נרחב מאידך, הליך ההתאוששות מהמשבר ועומק הפגיעה הכלכלית עשויים להשתנות.

- קהל היעד של מלונות החברה המושפע בצורה פחותה מהשפעות רחוקות טווח של המשבר כדוגמת מיתון עולמי ופגיעה בהכנסות משקי הבית.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- התאוששות מהירה של מגזר המלונאות, מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג, לרבות גידול בהיקף ה-FFO של החברה והתייצבות הפעילות המלונאית, וכנגזר - שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי.
- השלמת מהלך הנפקת הפעילות בשווייץ.
- שיפור בגמישות הפיננסית של החברה ובמצבת הנכסים הלא משועבדים שלה תוך שמירה על יחסי האיתנות הנוכחיים.

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- השקעה בנכסים ממקורות עצמיים והגדלת היקף הרכישה העצמית של מניות, בהיקף שיפגע משמעותית בנזילות ו/או בגמישות הפיננסית של החברה.
- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שישפיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה.
- הרעה ביחסי הכיסוי ופגיעה בהיקף ה-FFO מעבר לתרחיש הבסיס.

נתונים פיננסיים עיקריים

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ, במיליוני ₪

31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020	
12,669	14,193	14,099	14,117	סך מאזן
5,834	6,978	6,649	7,351	חוב פיננסי נטו
52%	53%	51%	56%	חוב נטו /CAP נטו
846	1,015	1,117	516	הכנסות ממניבים, מלונאות ומכירת דירות
370	387	425	*232	רווח גולמי בנטרול פחת בתי מלון

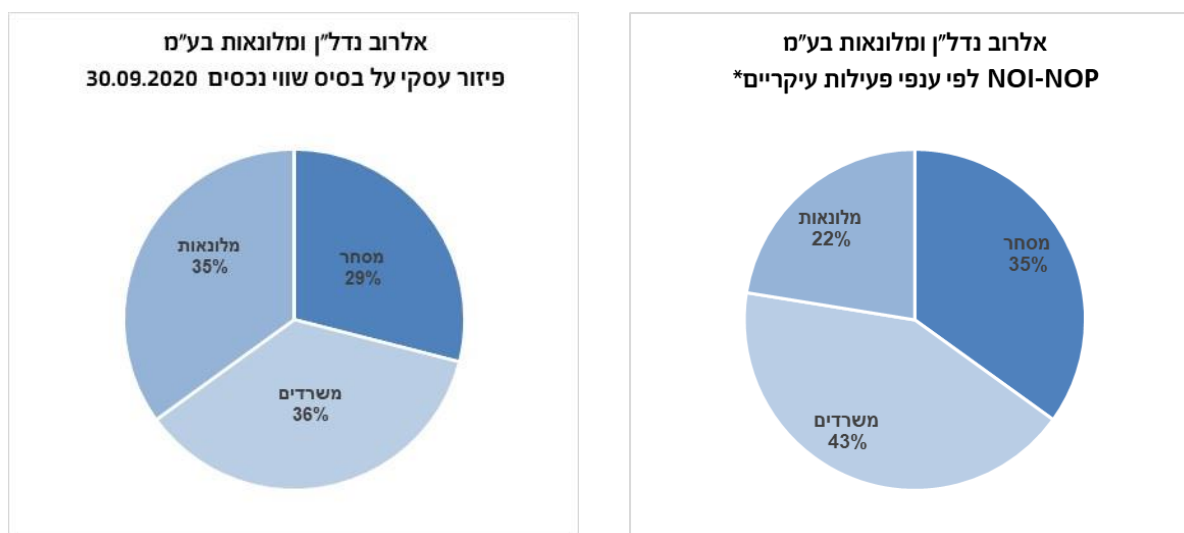
* כולל הפסד מסגירת בתי מלון בסך כ- 34 מיליון ₪.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

החברה הינה בעלת מצבת נכסים מניבים במיקומים מרכזיים עם פיזור גיאוגרפי ונכסי טוב ומציגה תוצאות פעילות וניהול יציבים, המייצרת תזרים משמעותי ויציב לאורך שנים

החברה פועלת בשני תחומים עיקריים: תחום הנדל"ן המניב ותחום המלונאות. מצבת הנכסים של החברה כוללת כ- 45 נכסים אשר ממוקמים במדינות בעלות כלכלות יציבות - שווייץ, ישראל, הולנד, צרפת (בעיקר פריז) ואנגליה (לונדון), מהם 5 בתי מלון והשאר מניבים. נכסי הנדל"ן המניב אשר בבעלותה מהווים כ- 65% מסך השווי של נכסיה.

מצבת הנכסים המניבים כוללת נכסים מובילים בישראל (פרויקט ממילא, מגדל אלרוב ובית אסיה), תיק נכסים בשוויץ המאופיין ברובו במיקומים מרכזיים ובשוכרים יציבים, כולל סופרמרקטים חברות פארמה ובי"ח אוניברסיטאי, ומושפע לחיוב ממצב הכלכלה השווייצרית, 4 בנייני משרדים במרכז לונדון ו-3 חנויות יוקרה במרכז לונדון (רחוב ריג'נט), ותיק נכסים מבוסס צרפת. הכנסות החברה מנכסים מניבים מבוססות בעיקר על שוויץ וישראל. שיעור תרומת ה-NOI של הנכסים בשוויץ עומד על כ-52% ביחס לסך ה-NOI מנכסים מניבים. תיק הנכסים המניבים בישראל כולל 4 נכסים. סך ה-NOI ממניבים בישראל מהווה כ-30% ממגזר המניבים. הנכסים המניבים בלונדון ובצרפת תרמו 12% ו-7% בהתאמה מסך ה-NOI ממניבים. מידרוג מעריכה, כי בשנים הבאות צפויה יציבות במגזר המניבים, עם צפי לגידול מתון בחלקן היחסי של צרפת ובריטניה ב-NOI כתוצאה מרכישת נכסים חדשים ומהשבחות של נכסים קיימים.



* מאחר ובשנת 2020 הציג ענף המלונאות הפסד גולמי אשר אינו מייצג לאורך זמן - לצרכי השוואה נלקח NOP ממלונאות לשנת 2019

יש לציין כי פעילות הנדל"ן המניב של החברה הינה יציבה לאורך השנים ושומרת על שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים (בין 90%-100%), יחד עם השבחת נכסים קיימים בדרך של החלפת שוכרים, הרחבת שטחים נוספים ועדכון חוזים קיימים, שינוי ייעוד ושדרוג נכסים. כמו כן, מח"מ החוזים הממוצע (ללא אופציות) של החברה, כפי שעולה מנתונים שנמסרו מהחברה, עומד על כ-5 שנים, באופן המחזק את יציבות תזרים המזומנים של החברה. מידרוג רואה בתיק הנכסים המניבים של החברה כאיכותי, יציב ובולט לטובה לרמת הדירוג, ומשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי.

ענף המלונאות מאופיין ברמת סיכון ענפי גבוהה יחסית, אשר באה לידי ביטוי מוחשי בשנת 2020 עם התפרצות מגפת הקורונה. נכסי החברה וקהל היעד העמיקו את הפגיעה בשנת 2020 אך מנגד מצמצמים את החשיפה לסיכונים מיתון

להערכת מידרוג, ענף המלונאות הינו ענף בעל רמת סיכון גבוהה יחסית, בעיקר בשל תנודתיות הביקוש, המושפעת ממצב הכלכלה ואינה קשורה בהכרח 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 קשר הדוק למצב המדינה שבה הוא נמצא. הרעה במצב הכלכלי השורר במדינה עשויה להביא לפגיעה משמעותית בתיירות, ובפרט בתיירות הפנים. התחרות בענף המלונאות כוללת לא רק את השוק המקומי אלא גם שווקים בעלי קרבה גיאוגרפית, הפונים לחתר תיירותי דומה. בניגוד לענף הנדל"ן המניב, אשר מסתמך על מספר מועט יחסית של שוכרים קבועים לטווח ארוך, מתבסס ענף המלונאות על מספר רב של לקוחות משתנים. כמו כן, ענף המלונאות כולל מרכיב תפעולי משמעותי, הינו עתיר כ"א ודורש השקעות חוזרות (CAPEX) בהיקף משמעותי יותר.

השפעות משבר הקורונה כוללות, בין היתר, הגבלות שהוטלו באזורי פעילות שונים, צמצום ואף עצירה מוחלטת של התיירות הבינלאומית וענף התעופה, התגברות המגמה של עבודה מהבית ועבודה מרחוק, הצפי למיתון גלובלי והפגיעה בהכנסה הפנויה. כל אלו הביאו לירידה של עשרות אחוזים בהיקפי הפעילות של מגזר המלונאות ולהערכת מידרוג, בהתבסס על גורמים מקצועיים בענף, צפוי תהליך של התאוששות הדרגתית כאשר החזרה לפעילות מלאה בדומה לרמות הפעילות והרווחיות טרום הקורונה לא צפויה לפני שנת 2024.

בדומה ליתר מדינות העולם, המלונאות באירופה ספגה ירידה חדה בפעילות בשל מגבלות התנועה והתקהלויות במדינות אירופה. יצוין כי לא כל המדינות נהגו ונוהגות באופן זהה בנוגע למדיניות ההגבלות אולם ההשפעה הינה רוחבית.

להלן תרשים המציג את פעילות המלונות שהיו פעילים בתקופה בהתאם לנתוני STR (מתוך סקירה של HVS מחודש ספטמבר 2020):

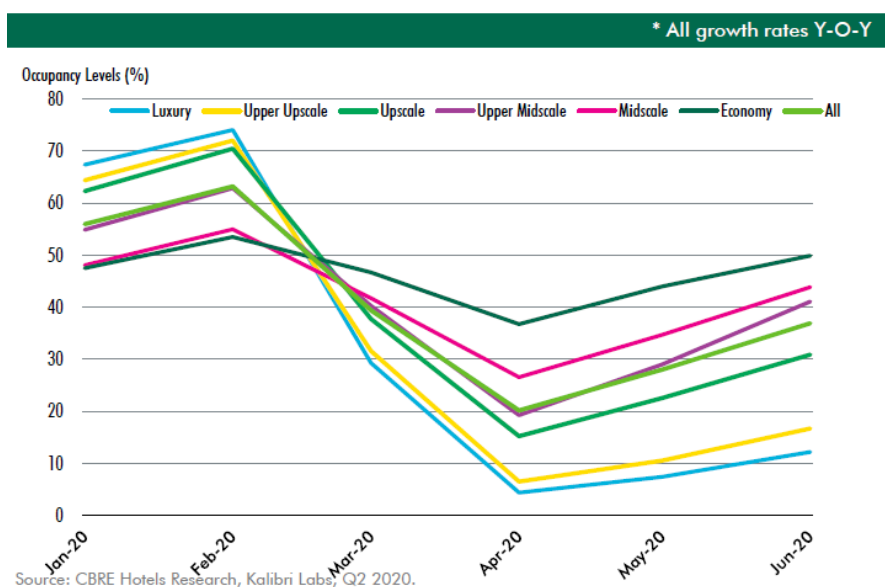


בהתאם לנתוני העבר של STR, מניתוח פעילות המלונות אחרי המשבר הכלכלי של 2008-2009, והמשבר שקדם לו בשל אירוע 9/11 משנת 2001 עולה כי משך החזרה הממוצעת לרמת הפעילות טרום המשבר הינה כשש שנים, אולם המשבר האחרון שארע באירופה כתוצאה מפעילות טרור בשנת 2016 הציג חזרה מהירה יותר לשגרה טרום האירועים.

בהתאם לסקירות הקיימות בתחום זה² ההערכות הינן שכבר שנת 2023 תהיה קרובה בתוצאותיה לשנת 2019, אולם ההחמרה ברמת התחלואה שארעה בתקופה האחרונה במדינות אירופה מעלה את החשש כי גם תחזיות אלו עלולות להשתנות.

סגמנט הפעילות השונה (פלח הלקוחות אליו מיועד המלון) השפיע מהותית על השיפור ברמות התפוסה של המלונות השונים, כך מלונות יוקרה (Luxury) חוו את הירידה הגדולה ביותר ביחס למלונות Economy. להלן תרשים המציג את השוני בין הסגמנטים השונים לאורך התקופה:

² "The Impact of COVID-19 on the European Hotel Sector" By Russel Kett - HVS ספטמבר 2020



בהתייחס להשפעות משבר הקורונה ומגמות אלו על החברה יצוין כי מלונות החברה משתייכים לקצה העליון של תחום המלונאות (כך למשל מלון לוטסיה פאריס מדורג בדרגת תיירות ייחודית - פאלאס), ובהתאם תפעול המלונות כולל מרכיב הוצאות קבועות גבוה ועלויות פתיחה וסגירה גבוהות. כנגזר מכך, צמצום התפוסות וסגירת חלק מהמלונות ייצרו לחברה הפסד גולמי של 40 מיליון ₪ בתקופה 01-09/2020 (לשם השוואה, הרווח הגולמי מהמלונות לשנת 2019 עמד על כ- 113 מיליון ₪). מנגד, קהל היעד במלונות מסוג זה מתאפיין בלקוחות אמידים וסלקטיביים, אשר חשופים פחות להשפעות של מיתון עולמי ופגיעה בהכנסות משקי הבית ורגישים במידה פחותה לשינויים במחירי האירוח.

פעילות החברה בתחום המלונאות טרם התייצבה וחושפת את החברה לתנודתיות בהכנסותיה, מנגד - טרם הקורונה החברה הציגה שיפור בתפוסות ובהכנסה לחדר ממוצע במהלך השנים מ- 2016 ל- 2019. על כן, מידרוג מעריכה חזרה הדרגתית לרווח תפעולי דומה ממגזר המלונאות

לחברה חמישה בתי מלון: מלון מצודת דוד ומלון ממילא בירושלים, מלון קונסרבטוריום באמסטרדם, מלון קפה רויאל בלונדון ומלון לוטסיה בפריז (אשר נפתח מחדש במהלך 2018 לאחר שדרוג מקיף). תחום המלונאות בישראל הציג ב- 19-2017 תפוסות גבוהות, אך עם זאת חשף לתנודות משמעותיות עקב שינויים במצב הגיאופוליטי והביטחוני (כך למשל המגזר חווה פגיעה משמעותית בשנים 15-2014 עקב מבצע "צוק איתן" והאירועים הביטחוניים בירושלים), וחווה שחיקה ברווחיות עקב התחזקות השקל ביחס לדולר. מלון לוטסיה נסגר ב- 2014 לצורך הסבה ושדרוג מקיף ונפתח במדורג במחצית השנייה של 2018, כאשר בשנת 2019 הציג הפסד תפעולי, ומידרוג מעריכה כי תידרש תקופה נוספת להגעה ליציבות ואיזון תפעולי (טרם סגירתו לצרכי שיפוץ ושדרוג הציג המלון רווח תפעולי). מלון קונסרבטוריום באמסטרדם, הציג שיפור רציף ברווח התפעולי משנת 2016 ואילך. מלון קפה רויאל נפתח במהלך שנת 2013 והציג הפסד תפעולי בשנות הפעילות הראשונות, החל להתייצב ובשנים 2017-2019 הציג עודף תפעולי הולך וגדל, אם כי טרם הגיע להתייצבות ולהערכת החברה יציג עודף תפעולי גבוה יותר.

מגזר המלונות של החברה פונה לפלח היוקרה, וכן אינו פועל תחת מותג מקומי ו/או בינלאומי של בתי מלון, באופן המציב אתגרים גדולים יותר בניהול הפעילות, בדגש על יצירת מוניטין ומיצוב בתי המלון תוך הקמת בסיס לקוחות ויכולת פנייה לקהל היעד המתאים. כמו כן, כמלונאות בתחום היוקרה, הפעילות נפגעת באופן משמעותי יותר בעת אירועים מאקרו-כלכליים, גיאופוליטיים וביטחוניים (בהקשר זה נציין את האירועים שהתרחשו בישראל בשנים האחרונות, התחזקות השקל, האירועים הביטחוניים באירופה ועוד). מנגד, כאמור לעיל, מגזר זה מאופיין בלקוחות אמידים וסלקטיביים ועל כן מושפע במידה פחותה ממיתון או מרגישות למחיר.

פעילות בענף המלונאות, בדגש על מלונות יוקרה, משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה לאור הסיכון הבסיסי הקיים, להערכת מידרוג, בתחום פעילות זה, יחד עם היקף פיזור לא משמעותי מבחינת מספר המלונות, בצירוף העובדה ששלושת המלונות באירופה טרם התייצבו ואינם מניבים עדיין תזרים משמעותי לחברה ברמה השוטפת. עם התייצבות פעילות זו ושמירה על איזון ורווחיות תפעולית, מידרוג מעריכה, כי הסיכון הבסיסי יתמתן באופן מסוים ואף יחול שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי ובתזרים החברה. לאור השיפור בפעילות עד 2019, ובהתאם להערכות מידרוג (כאמור לעיל) בדבר השפעות הקורונה בטווח הזמן הבינוני על מגזר המלונאות בכלל ועל מלונות החברה, מידרוג מעריכה כי מלונות החברה יחזרו בהדרגה להציג רווח תפעולי, אם כי בשנות התחזית 2021-2022 לא צפוי רווח תפעולי בהיקף דומה ל-2019.

להלן תרשימים המציגים את הצמיחה (טרם הקורונה) בשיעורי התפוסה, בתעריף היומי הממוצע ובהכנסה הממוצעת לחדר בשנים 2017-2019



לחברה יחסי איתנות בולטים לטובה לרמת הדירוג, מגד - יחסי כיסוי אישיים הנובעים בין היתר מנכסים המאופיינים בשיעורי תשואה נמוכים (מניבים בשוויץ, בנייני משרדים בלונדון ומלונות יוקרה), וכן מכך שהחברה נמצאת בשלבי ייצוב של מגזר המלונאות

שיעור המינוף של החברה ליום 30.09.2020, המתבטא ביחס חוב נטו ל-CAP נטו של 56%, בולט לחיוב לרמת הדירוג. תחת תרחיש הבסיס, ובהתחשב בתרחישי רגישות לשווי הנכסים ולהשפעת שינויים בשערי החליפין של מטבעות הפעילות, מידרוג מעריכה כי יחס המינוף עשוי להיחלש מעט בטווח 57-59%, גם תחת תרחיש זה, יחס המינוף צפוי להלום לבלוט לחיוב לרמת הדירוג.

על פי דוחות החברה כ-75% מנכסי הנדל"ן הינם במדינות שונות באירופה, עובדה היוצרת לה חשיפה הונית שמקורה בתנודות שער חליפין. יחד עם זאת חשיפה זו מגודרת בעיקרה היות ולחברה חשיפה למטבעות שונים הן בצד הנכסים והן בצד ההלוואות. אגרות החוב של החברה נקובות בשקלים וצמודות למדד, כאשר עיקר הכנסות החברה מנכסים בישראל צמודות אף הן. להערכת מידרוג, העודף התפעולי של החברה מנכסים מניבים בישראל, לצד מסגרות אשראי בלתי מנוצלות כנגד נכסים מספק למרבית צרכי שרות אגרות החוב.

יחסי הכיסוי של החברה בשנים קודמות אינם בולטים לרמת הדירוג, כך למשל בשנים 2017-2019 היקף ה-FFO של החברה עמד על 240-280 מ' ש, וגזר יחס כיסוי של 24-28 שנים (חוב נטו ל-FFO), שיעור איטי מהמצופה מחברות ברמת דירוג זהה. חלק ניכר ממגזרי ואזורי הפעילות של החברה מתאפיין בשיעורי תשואה נמוכים וכנגזר מכך - יחסי כיסוי איטיים יחסית. כך נכסים מניבים בשווייץ, וכן מניבים למסחר במרכז לונדון, מתאפיינים בשיעורי תשואה של 3.0-4.5% בלבד. לפיכך מידרוג מעריכה כי לא צפוי שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי גם לאחר חזרה לשגרה.

בשל השפעות הקורונה היקף ה-FFO בשנת 2020 צפוי לעמוד על כ-80 מיליון ש בלבד וזאת בעיקר עקב מעבר מגזר המלונאות מרווח תפעולי של 113 מיליון ש להפסד תפעולי צפוי של למעלה מ-40 מיליון ש (וכן הקלות לשוכרים במתחם ממילא בהיקף של כ-16.5 מיליון ש). מידרוג רואה בתוצאות 2020 אירוע חריג אשר אינו מייצג את פעילות החברה לאורך זמן, ועל כן דירוג החברה נסמך בעיקרו על התחזית לשנים 2021-2022 (עפ"י תרחיש הבסיס). תחת תרחיש הבסיס מידרוג מעריכה יציבות הפעילות במגזר המניבים (בכלל זה גידול כתוצאה מהכנסות מנכסים חדשים וביטול הנחות "קורונה" במתחם ממילא) ושיפור הדרגתי בתוצאות מגזר המלונאות. תחת תרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי היקף ה-FFO בשנות התחזית ינוע בטווח 230-270 מיליון ש לשנה, אשר על אף הירידה עדיין בולט לחיוב לרמת הדירוג. יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי לנוע בטווח 27-33 שנים, שיעור איטי לרמת הדירוג.

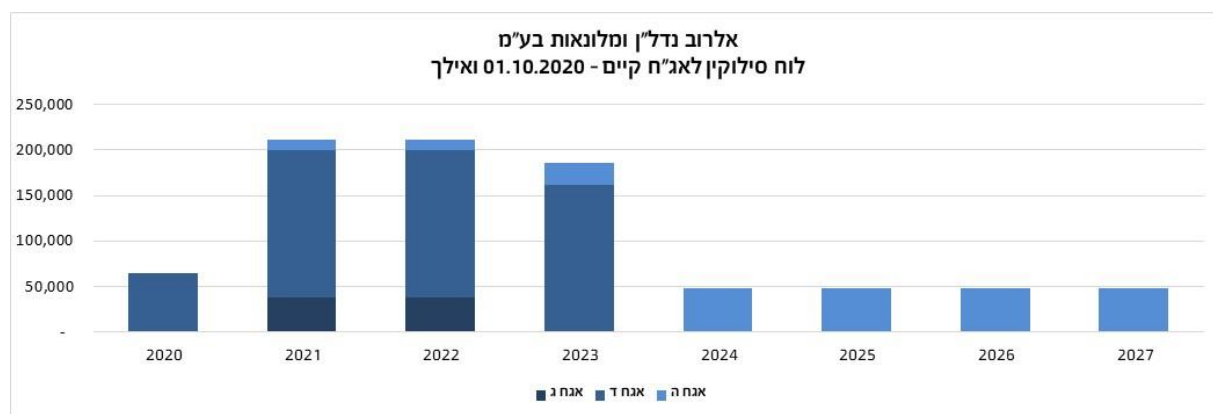
היעדר נכסים בלתי משועבדים משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית של החברה. מנגד - יתרות הנזילות ומסגרות האשראי הפנויות של החברה הינן סבירות ביחס לרמת הדירוג ולהיקף פירעונות האג"ח בשנים הקרובות; לחברה נגישות לשוק ההון ולמערכת הבנקאית בארץ ובחו"ל, בין היתר עקב שיעור מימון נמוך לנכסים משועבדים באופן המאפשר קבלת אשראי נוסף ותנאי מימון טובים

יתרות המזומנים ושוי מזומנים של החברה ל-30.09.2020 עומדות על כ-150 מ' ש, ובתוספת ני"ע סחירים (שאינם משועבדים), בעיקר מניות בל"ל וכלל החזקות, לחברה מקורות נזילים בשווי כולל של 460 מ' ש לאותו מועד (יצוין כי לאחר תאריך המאזן חלה עלייה בשווי ני"ע שבידי החברה). כמו כן, לחברה יתרות מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף של עשרות מיליוני ש"ח המובטחות בנכסי נדל"ן בישראל. נציין, כי החברה עושה שימוש במסגרות אשראי הנושאות שעבוד על נכסי הנדל"ן בישראל (בנוסף לשעבוד של חלק מתיק ני"ע המוחזקים על ידי החברה). שימוש במסגרות אשראי כנגד נכסים, חלף הלוואות לזמן ארוך, מאפשר לחברה גמישות רבה בניצול השוטף של היקף המימון כנגד נכסיה.

כאמור לעיל, חלק מיתרות הנזילות וממסגרות האשראי נובע מני"ע סחירים (בעיקר מניות בל"ל וכלל החזקות) כאשר לאחר תאריך המאזן שווי ני"ע עלה מכ-311 מיליון ש לכ-400 מיליון ש. מידרוג בחנה תרחיש רגישות לירידת שווי תיק המניות ולהערכת מידרוג לא צפויה השפעה מהותית על היקף המקורות של החברה.

מלון לוטסיה ונכסי הנדל"ן המניב בשווי ובצרפת ממומנים בהלוואות ארוכות, בעלות שעבוד Non-Recourse. סקירת שיעור ה-LTV על נכסי החברה מבטא מקור מימון נוסף בדרך של הרחבת המימון על הנכסים. להערכת מידרוג, בעת הצורך, כנגזרת משיעורי המינוף הנמוכים יחסית - כ-51% לנכסים המניבים וכ-29% בלבד למלון לוטסיה.

עומס פירעונות האג"ח של החברה עומד על כ-210 מ' ש בשנה (ר' תרשים לוח סילוקין להלן). בהתייחס להיקף האג"ח וללוח הסילוקין, להערכת מידרוג רמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה הינן סבירות ביחס לצורכי החברה בשנים הבאות. יש לציין, כי הדירוג מסתמך, בין היתר, על נגישותה הגבוהה של החברה למקורות מימון ולשוק ההון, אשר אף מתבטאת, בין היתר, ביכולתה למחזר את ההלוואות ולחדש ואף להרחיב מסגרות האשראי לאורך היסטוריית פעילותה, וכן להחליף את האשראי לזמן קצר והמסגרות השנתיות בהלוואות לזמן ארוך בתנאים נוחים ובמסגרות אשראי רב-שנתיות.



שיקולים נוספים לדירוג

דירוג אגרות החוב בפועל A2.il הינו נמוך בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A1.il, וזאת לאור היקף הפעילות והיקף נכסי מגזר המלונאות המהווה כ- 35% מסך הנכסים ותרם בשנת 2019 כ- 20% מסך הרווח הגולמי של החברה (בשל משבר הקורונה, בשנת 2020 מלונות החברה הציגו הפסד גולמי).

מידרוג מעריכה את תחום המלונאות כתחום פעילות בעל פרופיל סיכון גבוה, בהיותו מוצר פנאי ומותרות, עתיר הוצאות תפעוליות וכ"א, המושפע ממחזוריות כלכלית ומאירועים ביטחוניים. פעילות החברה בתחום המלונאות, ובפרט בתחום מלונאות היוקרה, לצד הפיזור הנמוך של נכסי המגזר (5 בתי מלון ב- 4 ערים) מגבירים את רמת הסיכון הגלומה בפרופיל העסקי של החברה. סיכון זה קיבל ביטוי חלקי במטריצת הדירוג עקב השפעת משבר הקורונה על תוצאות הפעילות ושווי הנכסים.

מטריצת הדירוג

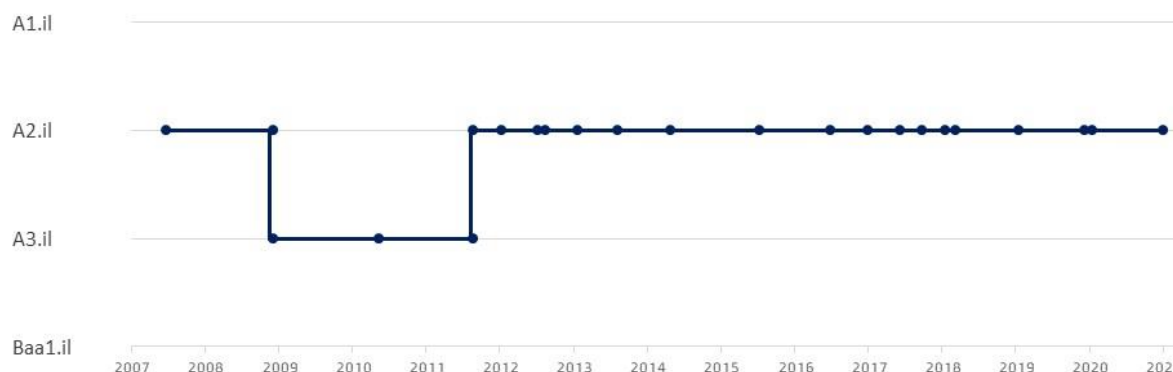
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	14.0	Aa.il	14.1	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	57-59%	Aa.il	56%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל סיכון
Aa.il	230-270	A.il	135	היקף FFO שנתי (LTM ל- 30.09.2020)	פרופיל פיננסי
A.il	27-33	Ba.il	54	חוב פיננסי נטו/ FFO (כנ"ל)	
Baa.il	2%	Baa.il	2%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	54%	A.il	51%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	90%	A.il	93%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A1.IL				דירוג נגזר	
A2.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

אלרוב נדל"ן פועלת בתחומי נדל"ן מניב ומלונאות בארץ ובחו"ל. נכסיה העיקריים בישראל כוללים את מלון מצודת דוד, מתחם ומלון ממילא, מגדל אלרוב ובית אסיה. פעילותה של החברה בתחום הנדל"ן המניב בחו"ל נעשית באמצעות חברות בנות, המוחזקות בשיעורים של 76-78%, האחראיות לאיתור השקעות בנכסי נדל"ן מניב, השכרתם וניהולם. עיקר נכסי החברה המניבים בחו"ל ממוקמים בשווייץ ומיעוטם ממוקמים בפריז ולונדון. פעילות החברה בתחום המלונאות בחו"ל נעשית באמצעות Locka Holding BV (חברה בת, המוחזקת בשיעור 80%). כיום כוללת הפעילות המלונאית בחו"ל החזקה והפעלה של מלון לוטסיה בפריז, מלון הקונסרבטוריום באמסטרדם ומלון קפה רויאל בלונדון. בעל השליטה באלרוב נדל"ן הינו מר אלפרד אקירוב המחזיק (באמצעות חברת אקירוב החזקות בע"מ) בכ-79% ממניות החברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

27.12.2020	תאריך דוח הדירוג:
30.12.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
11.06.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלרוב נדל"ן ומלונאות 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>