

Skyline Investments Inc.

דירוג ראשוני | אוגוסט 2017

אנשי קשר

שחר רובין, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
Shahar.r@midroog.co.il

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

Skyline Investments Inc.

אופק דירוג: יציב	(P)Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	------------	------------

מידרוג קובעת דירוג מותנה (P)Baa1.il באופק יציב לסדרת אגרות חוב חדשה שתנפיק חברת Skyline Investments Inc. ("החברה"), בסך של עד 170 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת ההנפקה הינה לצורך רכישת 13 מלונות תחת מותג Marriott Courtyard. תמורת ההנפקה תועבר לחברה בהתקיים התנאים המתלים לעסקת הרכישה, והכל כמפורט בטיטוט שטר הנאמנות שהתקבלה במידרוג במועד 24/08/2017.

הדירוג מותנה בהשלמת רכישת 13 מלונות תחת מותג Marriott Courtyard בהתאם לתנאים אשר הוצגו למידרוג על ידי החברה ובהתאם לתנאים המפורטים בשטר הנאמנות אשר, בין היתר, קובעים מנגנון של פדיון של האג"ח במקרה בו עסקת המלונות לא תושלם.

עם התקיימות התנאים כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:

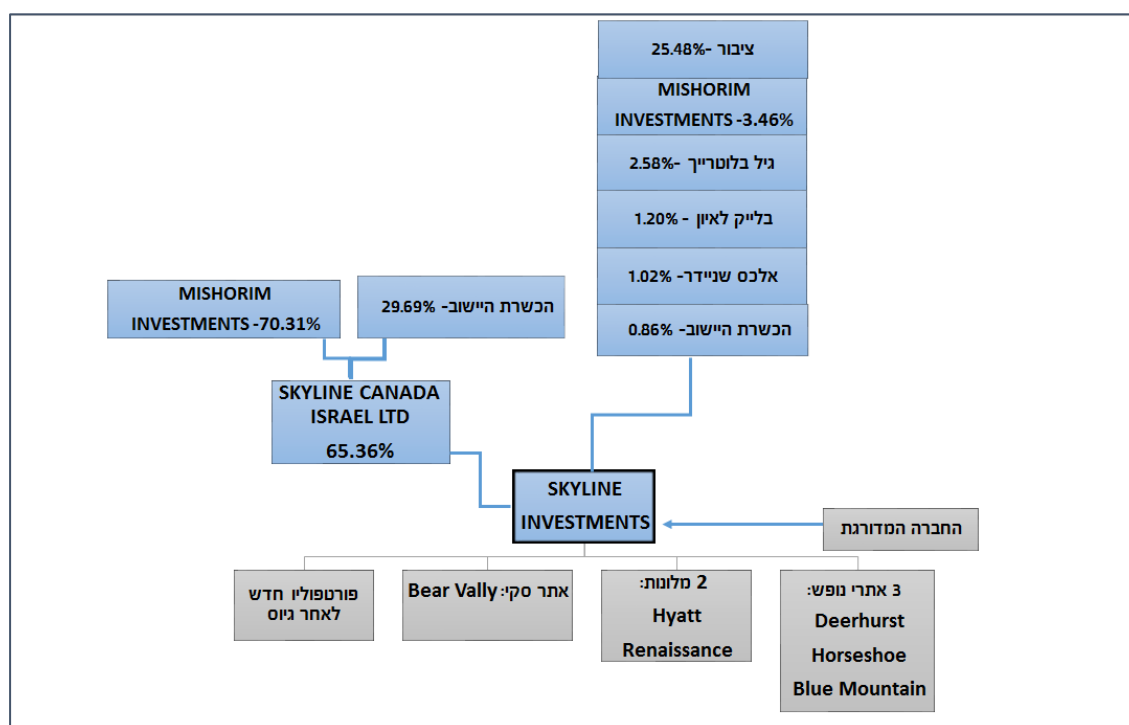
השלמת רכישת המלונות בהתאם לתנאים המפורטים בשטר הנאמנות. הרכב המלונות יהיה כמתואר בדוח זה להלן ובהתאם לנתונים שנמסרו למידרוג עד ה- 24.08.2017.

* לחברה סדרת אגרות חוב במחזור (סדרה א') אשר אינה מדורגת ע"י מידרוג.

אודות החברה

חברת Skyline Investment Inc. נתאגדה על ידי מר גיל בלוטרייך ומישורים השקעות נדל"ן בע"מ (להלן "מישורים") ביום 4 בדצמבר 1998, כחברה פרטית על פי דיני מחוז אונטריו, קנדה. בעלת השליטה בחברה הינה מישורים (ראו תרשים בעלות). החברה פועלת בצפון אמריקה בתחומי המלונאות ותיירות הפנאי, ועוסקת בשלושה תחומי פעילות: מלונאות ואתרי נופש בקנדה ובצפון ארה"ב, ייזום ופיתוח נדל"ן למכירה בקנדה ונדל"ן להשקעה. החברה מחזיקה כיום ב-6 נכסים: שני מלונות במרכז העיר קליבלנד, אוהיו ארה"ב, אתר סקי בקליפורניה, ארה"ב, שני אתרי נופש (הכוללים מלונות, בתי נופש וקרקעות לפיתוח) באונטריו, קנדה ומקבץ שטחים מסחריים וקרקעות בעיירת הנופש Blue Mountain, אונטריו, קנדה. כפי שנמסר למידרוג, החברה מעסיקה מעל 1000 עובדים (חלקם עונתיים) בנכסי החברה השונים. בחודש 08/2017 דיווחה החברה כי היא עומדת לרכוש 13 מלונות במזרח ארה"ב, מימון הרכישה צפוי להתבצע באמצעות הלוואה בנקאית ספציפית (65%), מקורות עצמיים של החברה וכן באמצעות תמורת ההנפקה.

מבנה בעלות ואחזקות



תיאור כללי של עסקת Marriott Courtyard

ביום 03.08.2017 דיווחה החברה כי הצעה שהגישה במסגרת RFP לרכישת 13 מלונות נבחרה כהצעה הזוכה. החברה מצויה כיום בשלב DD, וככל שיאומתו מצגי המוכרת צפויה החברה להשלים את עסקת הרכישה בתוך כשלושה חודשים. הרכישה החדשה של המלונות כוללת 13 בתי מלון ברמת Select-Service תחת מותג "Marriott Courtyard" בהיקף כולל של 1,913 חדרים, הפונים בעיקר ללקוחות עסקיים ופזורים על פני 9 מדינות, ברובן במזרח ארה"ב. עלות הרכישה, בסך 135 מ' USD (לא כולל עלויות עסקה) תמומן בהלוואה בנקאית ספציפית בשיעור של כ- 65% ויתרת העלות תמומן ממקורות עצמיים של החברה ומתמורת ההנפקה המתוכננת. המלונות המיועדים לרכישה מנוהלים כיום ע"י רשת Marriott, כך שבטווח הזמן המיידי לא צפוי שינוי בפעילות המלונות.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב מנכסים הפעילים תקופה ארוכה על פני שנים רבות באזורי הפעילות הרלבנטיים, באופן התורם לפרופיל העסקי של החברה ובהתאם מייצר וודאות יחסית בפעילות העסקית בנכסים אלו. אתרי הנופש בקנדה קיימים עשרות שנים, באופן המחזק את עמידותם ומקנה להם יתרון; מאסטרטגיה מימונית שמרנית של החברה המתבטאת ביחסי איתנות הבולטים לטובה לרמת הדירוג, כך שנכון ל-30.06.2017 לחברה יחס חוב ל-CAP העומד על כ-27% והון למאזן העומד על כ-56%. יצוין כי בעקבות הגיוס ורכישת המלונות החדשים יחסים אלו צפויים להשתנות בצורה מהותית, אך עדיין לבלוט לטובה ביחס לדירוג; מהיקף ההון העצמי המשווה לבעלי המניות של החברה אשר הינו הולם לרמת הדירוג ומסתכם נכון ל-30.06.2017 לכ-245 מיליון דולר קנדי; מנזילות טובה וגמישות פיננסית מסוימת המתבטאת בשיעור LTV נמוך על נכסי החברה המקנה לחברה יכולת לייצר נזילות נוספת ממינוף הנכסים, ומקטין את החשיפה במועדי מחזור החוב; מהיקף FFO (אשר אינו כולל רווח גולמי ממכירת קרקעות) המייצר יחסי כיסוי הבולטים לטובה לרמת הדירוג כך שיחס החוב ל-FFO צפוי לעמוד בשנים 2017-2019 בטווח של כ-20-16 שנים. יצוין כי מידרוג רואה לחיוב את פיזור מקורות המימון של החברה, באופן המקטין את החשיפה של החברה לשוק ההון, ואינה תלויה בגורם מממן יחיד. כך למשל, נכון ל-30.06.2017, סך החוב של החברה מסתכם לכ-129 מיליון דולר קנדי, מתוכו כ-43 מיליון דולר קנדי בגין חוב אג"ח (סדרה א'). גם בהינתן תרחיש הבסיס (ראו להלן), המניח בין היתר גידול מהותי בהיקף האשראי, צפויה החברה לשמור את תמהיל החוב ופיזור מקורות המימון.

דירוג ואופק הדירוג מושפעים לשלילה, נכון למועד הדירוג, מחוסר פיזור נכסי הנובע הן מהיקף נמוך של נכסים (6 נכסים) והן מקירבה גאוגרפית, באופן המגדיל את החשיפה לכל נכס; מפעילות בענף המלונאות הטומן בחובו להערכת מידרוג, סיכון גבוה יחסית לענפי נדל"ן אחרים. אופיים של אתרי הנופש והקרקעות בקנדה, המהווים בעיקרם מוצרי פנאי, בעלי רגישות גבוהה יותר לשינויים מאקרו-כלכליים, באופן המגדיל את הסיכון. הסיכון מושפע מהתפיסה כי תיירות (פנים וחוצץ), ובעיקר תיירות הנופש הינה מוצר מותרות, אשר הביקוש לו יורד בעתות של מיתון כלכלי מקומי ועולמי. עם זאת, כי ככל שתושלם העסקה לרכישת המלונות המתוארת לעיל יש בכך כדי לצמצם את הסיכון הגלום בענף תיירות הפנאי ובחוסר הפיזור הגיאוגרפי, אף שגם לאחר הרכישה עדין החברה תהיה חשופה למספר נכסים מרכזיים; לצד זאת, הדירוג מושפע לשלילה בשל כניסה לפעילות בהיקף רחב ביחס להיקף פעילות החברה כיום המצריך תהליך הטמעה של המלונות החדשים ובניית תשתיות ניהוליות מתאימות לשם פיקוח ובקרה; משינויים בצוות הניהולי של החברה במהלך השנתיים האחרונות באופן המגדיל את פרופיל הסיכון העסקי בטווח הקצר-בינוני. עם זאת, סיכון זה מצטמצם לאור היכרותו של מנכ"ל החברה עם פעילותה במהלך 10 שנים טרם מינויו למנכ"ל, וזאת במסגרת תפקידי ייעוץ הן לחברה והן לבעלי השליטה, וכן לאור המשך פעילותם של חלק מאנשי המפתח בהנהלת החברה; נכון למועד הדוח היקף ה-FFO של החברה הינו מצומצם ובהתאם נוטה לתגודתיות, אולם עם ביצוע הרכישה היקפו אמור להשתפר, כך שבהתאם לתחזיות החברה, רמת תגודתיות יחסי הכיסוי צפויה להתמתן.

מודל הדירוג - תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל מספר הנחות מרכזיות, כפי ששוקפו על ידי החברה. בין היתר, הדירוג לוקח בחשבון גיוס חוב בהנפקת אג"ח, גידול בהיקף הפעילות הנוכחי במסגרת רכישת בתי המלון בארה"ב, ומימון הרכישה באמצעות אשראי בנקאי וכספי תמורת ההנפקה. יש לציין כי מידרוג בחנה גם תרחישי רגישות לשחיקה מסוימת בשווי הנכסים, וכן תרחישי רגישות בהיקף ומועד התקבולים ותזרימי המזומנים בגין הנכסים. מידרוג צופה כי יחסי האיתנות של החברה יישמרו יציבים, באופן שיביא את שיעורי המינוף ברמת החוב ל-CAP לטווח של 55%-50%, לאור אסטרטגיית החברה לשמור על מינוף נמוך. בהתאם לתרחיש הבסיס, ולאחר הנבה של בתי המלון, בשנות התחזית של 2018-2019 צפויה החברה צפויה לייצר FFO, בהיקף שיביא ליחסי כיסוי בטווח של בין 20-16 שנים ביחס לרמות החוב המתוכננות של החברה (ללא רווח גולמי בגין מימוש קרקעות), הלווקחות בחשבון את הגיוס המתוכנן, מימון בנקאי לרכישה ואמורטיזציה שוטפת. כמו כן מודל הדירוג מניח חלוקת דיבידנד בהיקף של עד 30% מה-FFO השנתי. יש לציין, כי דירוג החברה מסתמך על נתונים אלו וככל שלא יתממשו, הנ"ל עשוי להשליך לשלילה על הדירוג.

Skyline Investments Inc - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי דולר קנדי

31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016	31/12/2016	30/06/2017	מטבע: א' דולר קנדי
80,325	96,663	80,549	147,994	60,825	הכנסות
4,832	13,619	5,087	11,907	5,054	רווח גולמי
(1,770)	7,357	2,075	5,549	2,455	רווח תפעולי
13,891	1,045	2,790	7,095	4,903	שערוך נדל"ן להשקעה
(6,375)	(7,049)	(4,269)	(10,121)	(2,220)	הוצאות מיסוך, נטו
4,196	8,095	502	8,037	3,044	רווח נקי
5,165	11,755	(907)	112,183	576	רווח כולל
14,942	14,204	12,191	29,837	18,192	יתרות נדירות
117,472	133,973	132,167	130,985	128,708	חוב פיננסי
102,530	119,769	119,976	101,148	110,516	חוב פיננסי נטו
157,975	169,784	175,495	287,372	286,447	הון עצמי כולל זכויות מיעוט
150,387	158,551	155,846	245,968	244,734	הון עצמי המשויך לבעלי המניות
335,364	381,858	377,666	519,753	514,495	מאזן
296,230	331,341	332,333	472,718	469,228	CAP
281,288	317,137	320,142	442,881	451,036	CAP נטו
47%	44%	46%	55%	56%	הון עצמי למאזן
40%	40%	40%	28%	27%	חוב ל-CAP
36%	38%	37%	23%	25%	חוב נטו ל-CAP נטו
(1,334)	5,862	3,093	6,300	5,073	FFO
(88.1)	22.9		20.8		חוב ל-FFO
(76.9)	20.4	38.8	16.1	27.8	חוב נטו ל-FFO
4,049	24,628	5,554	20,806	8,422	EBITDA
(2%)	8%	3%	4%	4%	שיעור רווח תפעולי
5%	8%	1%	5%	5%	שיעור רווח נקי

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

לחברה מצבת נכסים הפעילים תקופה ארוכה על פני שנים רבות באופן התורם לפרופיל העסקי, אך מנגד לחברה, נכון למועד הדירוג, פיזור נכסי נמוך המשליך לשלילה על פרופיל הסיכון

החברה מחזיקה כיום בשלושה נכסים בקנדה הכוללים את אתרי הנופש Horseshoe ו-Deerhurst, שטחי מסחר וקרקעות לבנייה בעיירת הסקי Blue Mountain Village, ובשלושה נכסים בארה"ב הכוללים את אתר הסקי Bear Valley בקליפורניה ושני מלונות בקליבלנד: מלון Hyatt ומלון Renaissance. אתרי הנופש בקנדה והמלונות בקליבלנד כוללים בסה"כ כ-1200 חדרים ויחידות נופש (כולל יחידות השייכות לתכנית ההשכרה של החברה) ופעילים עשרות שנים, באופן המהווה יתרון. יצוין כי חלקם לא הופעלו על ידי החברה, אלא רק בשנתיים האחרונות. לאור כך, מידורג רואה לחיוב את נכסי החברה ויתרונותיהם באופן התורם לפרופיל העסקי. יחד עם זאת, כיום הפיזור הנכסי של החברה הינו נמוך, כמוודגם בתרשים שבהמשך, וחושף את החברה לריכוזיות הן מבחינה גיאוגרפית והן בתחומי הפעילות. באופן המשפיע לשלילה על הפרופיל העסקי ופרופיל הסיכון. עם זאת, כפי שפורח בהמשך, הדירוג מתחשב ברכישת המלונות באופן שתורם לפיזור הנכסי של החברה, אולם אף לאחר הרכישה החברה תהיה חשופה למספר נכסים מרכזיים.

אסטרטגיית החברה להשבחת נכסים קיימים במקביל לצמצום ייזום פעילות במקרקעין תורמת לפרופיל העסקי

החברה פועלת להגדלת וגיוון מקורות ההכנסה, בין השאר הן בדרך של פיתוח ומכירת מקרקעין ויח"ד בשטחי אתרי הנופש שבבעלותה (אתרי הנופש הם בשטח של אלפי דונם כ"א), והן ע"י פיתוח והרחבת פעילויות הנופש באתרים אלו. כמו-כן, החברה פועלת להגדלת השטחים המסחריים שבבעלותה.

פיתוח ומכירת דירות בתחומי אתרי הנופש מעניקים לחברה יתרונות סינרגטיים - רכישת דירה באתר נופש פעיל מקנה לרוכש סביבת נופש מלאה בהשוואה ליח"ד רגילה בשוק דירות הנופש ומהווה יתרון שיווקי. החברה נהנית מהכנסה נוספת מרוכשי הדירות, כאשר במהלך החופשה השנתית בעלי הדירות רוכשים שירותים נוספים מהחברה (פעילויות נופש, מסעדה, חנות המלון וכיו"ב), כמו-כן החברה מאפשרת לרוכשים להצטרף ל"תכנית השכרה" וככל שהאתר משכיר את הדירה, זכאי הרוכש לתקבול מחלק ממחיר הלינה ונהנה מתשואה מסוימת על הנכס. "תכנית ההשכרה" מקנה לחברה גמישות תפעולית בניהול הלינות ע"י גישה למאגר דירות נוסף והגדלת הכנסות, הן מלינה והן משירותים נוספים לאורחים, וזאת ללא כל הוצאה קבועה.

כמו כן, החברה פועלת לצמצום פעילותה בפיתוח מקרקעין ולמימוש קרקעות שאינן מצויות בליבת העסקים, כך למשל בחודש 05/2017 השלימה החברה עסקה למכירת מקרקעין המיועדים לפיתוח בעיר פורט מקניקול באונטריו, קנדה, בתמורה לסך של 42 מ' CAD, בחודש 07/2017 דיווחה החברה על עסקה נוספת למכירת מקרקעין באתר Horseshoe בתמורה לכ- 6 מ' CAD, ופועלת למימוש קרקעות נוספות שבבעלותה באזור אתר הנופש Blue Mountain.

יחסי איתנות ויחסי כוסי בולטים לטובה ביחס לרמת הדירוג; תזרים מגוון ממספר מקורות

החברה מציגה יחסי איתנות בולטים לטובה ביחס לדירוג, בהתאם לדוחותיה הכספיים כפי שמפורסמים לציבור וגם בהתחשב בתרחישי רגישות הכוללים שחיקה בשווי הנכסים ופעולות הכוללות גיוס סדרת אג"ח חדשה ורכישת המלונות החדשים. יש לציין כי יחסי האיתנות של החברה מהווים נקודה בולטת לחיוב עבור החברה מבחינת עמידות החברה במשברים, מדיניות של מינוף שמרני והשקעות בנכסים בבעלות. ראה לכך, יחס החוב ל- CAP נכון ל-30.06.2017 עמד על כ- 27%, ויחס הון למאזן לאותו המועד עמד על כ- 56%. יחסי האיתנות צפויים לעמוד במהלך 2017 (לאחר הנפקת האג"ח המתוכננת) בטווח של כ- 55%-50% חוב נטו ל- CAP נטו. יש לציין, כי מידרוג רואה לחיוב את המדיניות הפיננסית השמרנית של החברה באשר לשמירה על מינוף נמוך. כמו כן היקף ההון העצמי המשויך לבעלי המניות הינו הולם לרמת הדירוג ומסתכם נכון ל-30.06.2017 לכ- 245 מיליון דולר קנדי.

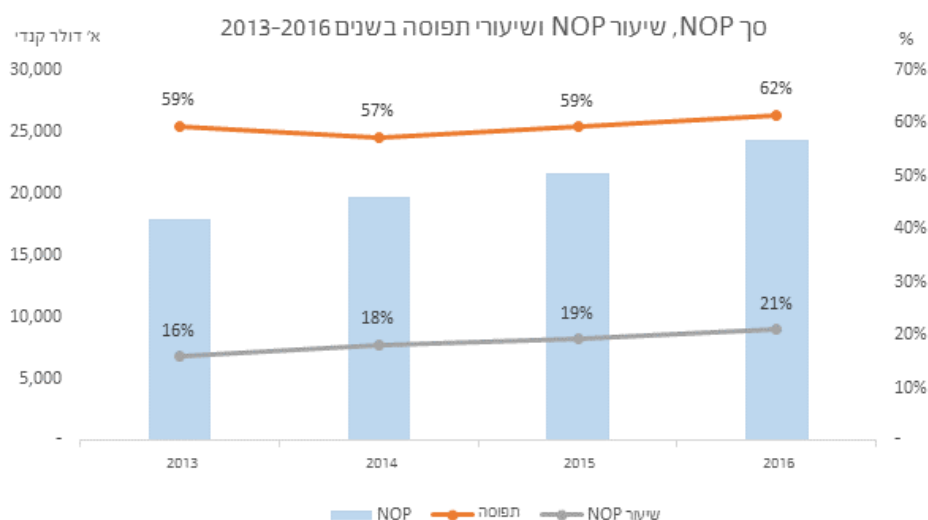
לחברה תזרים הכנסות ובעל מקורות מגוונים הכוללים תקבולים מפעילות מלונאית, מכירת דירות, מימוש של מגרשים בפיתוח וקרקעות, תקבולים בגין תכניות השכרה והכנסות מהשכרת שטחים מסחריים, המגלמים יחסי כוסי טובים ביחס לרמת החוב הנוכחית. כך למשל, יחס חוב ל- FFO בשנים 2017-2019 צפוי לנוע בממוצע סביב 20-16 שנים. בהתאם לתרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי היקף FFO (אשר אינו כולל רווח גולמי בגין מימוש קרקעות) הצפוי בשנים 2018-2019 (כולל הנבה של פ המלונות הנרכשים) הינו הולם את רמת הדירוג. לאור האמור לעיל, מידרוג מעריכה את יחסי האיתנות והכיוון של החברה כבולטים לטובה ביחס לרמת הדירוג ובהשוואה ענפית. ההיקף נכון להיום הינו נמוך ובהתאם נוטה לתנודתיות, הגידול בהיקף אמור להקטין תנודתיות זו.

ענף המלונאות מאופיין ברמת סיכון ענפי גבוהה; רווחיות ושיעורי תפוסה בינוניים

ענף המלונאות, להערכת מידרוג, 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 השורר במדינה עשויה להביא לפגיעה משמעותית בתיירות בה, ובפרט בתיירות הפנים. התחרות בענף המלונאות כוללת לא רק את השוק המקומי אלא גם שווקים בעלי קרבה גיאוגרפית, הפונים לחתר תיירותי דומה.

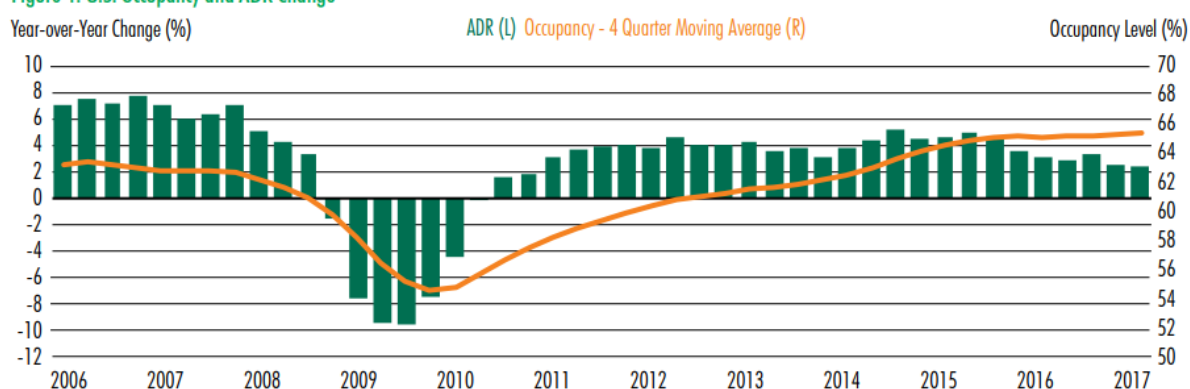
בניגוד לענף הנדל"ן המניב, אשר מסתמך על מספר מועט יחסית של שוכרים קבועים לטווח ארוך, מתבסס ענף המלונאות על מספר רב של לקוחות חד יומיים משתנים. כמו כן, ענף המלונאות הינו עתיר כ"א ודורש השקעות חוזרות (CAPEX) בהיקף משמעותי יותר.

החברה מציגה שיעורי NOP של 16-21% (ראה תרשים מטה) ממגזר המלונאות ושיעורי תפוסה סביב 60%.



להערכת מידרוג שיעורים אלו אינם גבוהים ביחס לממוצע הענפי של שיעור NOP העומד על 25%-30%, ושיעורי התפוסה הממוצעים בארה"ב (ראה תרשים מטה מתוך סקירת שוק של CBRE¹) העומדים על כ- 65%.

Figure 4: U.S. Occupancy and ADR Change



Source: CBRE Hotels' Americas Research, STR, Q1 2017.

¹ <https://www.cbre.com>

כניסה לפעילות בהיקף רחב ביחס למצב החברה היום לצד תהליך הטמעה מהווה גורם סיכון, מנגד, הנכסים הנרכשים מרחיבים את הפיזור הגאוגרפי ומגוונים את אופי הפעילות, היות הפעילות הנרכשת מנהלת זה מכבר ע"י רשת Marriott ממתנת את רמת אי הוודאות בתוצאות העסקיות הצפויות של המלונות החדשים

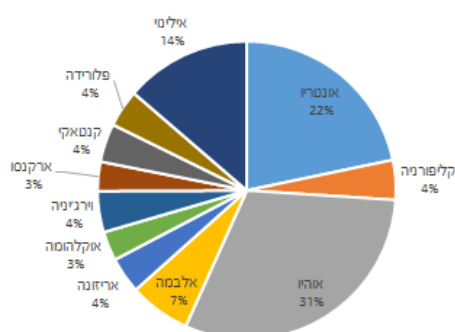
ביום 03.08.2017 דיווחה החברה כי הצעה שהגישה במסגרת RFP לרכישת מלונות נבחרה כהצעה הזוכה. החברה מצויה כיום בשלב DD, וככל שיאומתו מצגי המוכרת צפויה להשלים את הרכישה בתוך כשלושה חודשים ממועד הדיווח. המלונות כוללים 1,913 חדרים ב- 13 מלונות תחת מותג Marriot Courtyard, מרביתם בחלקה המזרחי של ארה"ב. האמור יגדיל את פיזור החברה, הן מבחינת הפיזור הגיאוגרפי והן מבחינת קהל היעד השונה מקהל היעד של הנכסים הקיימים. תפעול המלונות, על-אף שתורם לפיזור נכסי החברה, אינו בעל וותק מוכח ואינו ברמת ניהול ושליטה מקומיים כדוגמת הנכסים בקנדה או בקליבלנד הסמוכה. להערכת מידרוג טרם הצליחה החברה לבסס יתרון יחסי בפעילות בשווקים אלה ובהיקף כזה, אולם מאחר והמלונות הינם בעלי נתוני פעילות היסטוריים של פעילות, דבר הממתן את הסיכון.

מנגד, לרכישה הצפויה היבטים חיוביים כגון גידול מהותי של הפיזור הגיאוגרפי הנכסי של החברה, גיוון אופי וסוגי הנכסים (מאחר והנכסים הנרכשים פונים למגזר העסקי ותלויים פחות בתיירות הפנאי) ופיזור של מקורות התזרים - ראו תרשימים להלן.

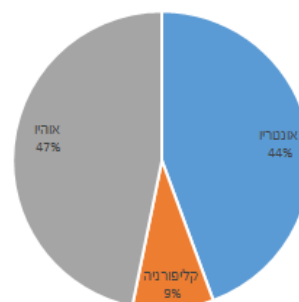
על אף הכניסה לפעילות בהיקף רחב ברכישת חבר מלונות בעל היקף ופיזור גיאוגרפי מהותי (ביחס להיקף ואזור הפעילות הנוכחי של החברה), מאחר והמלונות מנוהלים ומתופעלים כיום ע"י רשת מאריוט וקיימת להם היסטוריית פעילות, הדבר ממתן את רמת הסיכון ברכישה, כך שהרחבת הפעילות אינה צפויה לדרוש תקופת התייצבות או להעמיס תקורות ניהוליות מהותיות על החברה.

השפעת הרכישה הצפויה של המלונות על הפיזור הגיאוגרפי והעסקי של פעילות החברה

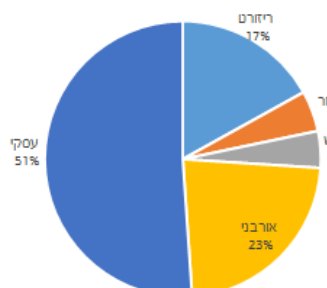
פיזור נכסי צפוי בחתך גאוגרפי - לאחר הרכישה



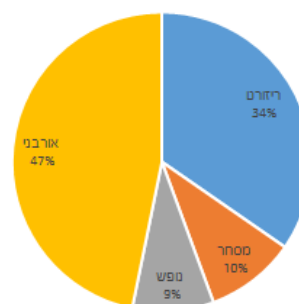
פיזור נכסי בחתך גאוגרפי - מצב קיים



פיזור נכסי צפוי עפ"י אופי הפעילות - לאחר הרכישה



פיזור נכסי עפ"י אופי הפעילות - מצב קיים



שינויים בצוות הניהולי של החברה במהלך השנתיים האחרונות מגדילים את פרופיל הסיכון בטווח הקצר-בינוני. מנגד, ניסיון ההנהלה והקשר רב-השנים עם החברה מצמצמים את הסיכון.

להערכת מידרוג, קיומה של הנהלה חדשה בחברה מגדילה במידה מסוימת את פרופיל הסיכון העסקי, לאור חוסר ניסיון לאורך זמן (במסגרת החברה) בהתמודדות עם משברים. יש לציין, כי סיכון זה מצטמצם לאור היכרותו של מנכ"ל החברה עם פעילותה במהלך 10 שנים במסגרת תפקידי ייעוץ הן לחברה והן לבעלי השליטה, וכן לאור המשך פעילותם של חלק מאנשי המפתח בהנהלת החברה.

לחברה גמישות פיננסית בינונית ונזילות גבוהה

יתרות הנזילות של החברה גבוהות ביחס לצרכי שרות החוב ועומדות על כ-18 מ' דולר קנדי נכון ל-30.06.2017. נוסף על כך, לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף של כ-20 מ' דולר קנדי נכון ל-30.06.2017. כמו כן, לחברה גמישות פיננסית מסוימת הנובעת משיעורי מינוף נמוכים על נכסי החברה ללא קרקעות (שיעור LTV משוקלל של כ-34%) המאפשרים הגדלת מינוף במידת הצורך, באופן שיתרום נזילות נוספת לחברה. צרכי שרות חוב האג"ח הקיים של החברה (סידרה א') כוללים פירעונות קרן של כ-2 מיליון דולר קנדי בשנים 2017-2022 ותשלום "בולט" של כ-30 מיליון דולר קנדי בשנת 2023. לפי מידע שהתקבל מהחברה והמתווה שהוצג למידרוג, לוח הסילוקין הצפוי של האג"ח המתוכנן וההלוואות הבנקאיות צפוי לייצר עומס תזרימי בשנת 2023 בגין הפירעונות בשנה זו, אולם רמת המינוף של המלוונות החדשים ממתנת סיכון זה בעת ביצוע המימון מחדש. אי-לכך קיימת פריסה נוחה והלימה של לוח הסילוקין לתזרים השוטף שהחברה מייצרת. כמו כן, התזרים הפנוי לשירות החוב של החברה הינו בהיקף גבוה ומאפשר את כיסוי פירעונות האשראי של החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף נכסי החברה תוך הגדלת הפיזור ושמירה על יחסי הכיסוי והאיתנות לאורך זמן
- הטמעה ניהולית ואירגונית של בתי מלון חדשים שצפויים להירכש על ידי החברה ועמידתם בתחזיות התזרים והרווחיות.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- 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 וכן אי בהטמעת בתי המלון החדשים הצפויים להירכש על ידי החברה
- גידול בחשיפה של החברה לענפי פעילות שלא בתחום פעילות הליבה של החברה
- נקיטת מדיניות אגרסיבית של חלוקת דיבידנדים
- הרעה במצב הנזילות של החברה ביחס לצרכי שרות החוב

דוחות קשורים

[דירוג חברות מלונאות](#) - פברואר 2016

[דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים](#) - פברואר 2016

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

27.08.2017	תאריך דוח הדירוג:
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.

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 ולסיכונים 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 וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>