

Skyline Investments Inc.

מעקב | אוקטובר 2019

אנשי קשר:

רו"ח אופיר זלינגר, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
Ophir.Zelinger@midroog.co.il

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

Skyline Investments Inc.

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

מידורג מוציאה את דירוג אגרות חוב סדרות א', ב', שהנפיקה Skyline Investments Inc מבחינת דירוג עם השלכות שליליות תוך הותרה על כנו של דירוג Baa1.il ומציבה אופק יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה א' *	1138775	Baa1.il	יציב	15/01/2023
סדרה ב'	1142033	Baa1.il	יציב	15/07/2024

* סדרת אג"ח א' מובטחת בשעבוד על הנכס DEERHURST

סידרה א' נושאת בטוחה בדרך של שיעבוד נכסים מלונאיים. בטוחה זו נבחנה ע"י מידורג בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2019" ונקבע כי לא נמצא מקום למתן הטבה דירוגית לסדרה זו.

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות בענף המלונאות הטומן בחובו, להערכת מידורג, סיכון גבוה יחסית לענפי נדל"ן אחרים. אתרי הנופש והקרקעות בקנדה מהווים בעיקרם מוצרי פנאי, בעלי רגישות גבוהה יותר לשינויים מאקרו-כלכליים, באופן המגדיל את פרופיל הסיכון של פעילות החברה. רכישת צבר המלונות שביצעה החברה ב- 2017, הכולל 13 מלונות מסוג סלקט-סרוויס ברחבי ארה"ב, ממתנת את הסיכון מאחר ומלונות אלו פונים בעיקר למגזר העסקי ומושפעים במידה פחותה מסיכונים הענף, אף שעדיין רמת הסיכון בהם הינה גבוהה יחסית לענפי נדל"ן מניב אחרים.
- צבר נכסים הכולל 18 בתי מלון וכ- 3,300 חדרים (מהם כ- 3,030 בבעלות החברה וכ- 270 מנוהלים) המייצר הכנסות ממלונאות בהיקף של כ- 185 מיליון CAD בשנה. היקפים אלו נמוכים לרמת הדירוג. סיכון זה מתמתן לאור וותק הנכסים, הפעילים לאורך תקופה ארוכה (עוד טרם רכישתם על-ידי החברה) באזורי הפעילות הרלבנטיים, באופן המייצר וודאות יחסית בפעילות העסקית בנכסים אלו. עוד יצוין כי הצבר מתפרש על מספר מגזרי פעילות באופן המשפר את הפיזור הנכסי של החברה ותורם לפרופיל העסקי.
- צבר קרקעות משמעותי של אלפי דונם בסמוך לנכסי החברה באונטריו, המשמש להקמת ומכירת דירות נופש / מכירת מגרשים לאחר פיתוחם / מכירת קרקעות ללא פיתוח. צבר הקרקעות מקנה לחברה תוספת הכנסות ורווח ותוספת תזרים שנתית בנוסף על התזרים השוטף מתפעול נכסיה, ומגדיל את פוטנציאל יחידות הנופש ל"תוכנית ההשכרה" של החברה (כמפורט בהמשך). כך, היקף ההכנסות ממנוש קרקעות משנת 2016 ואילך עלה על 100 מיליון CAD.
- אסטרטגיה מימונית שמרנית של החברה המתבטאת ביחסי איתנות הבולטים לטובה לרמת הדירוג, כך שנכון ל-30.06.2019 לחברה יחס חוב נטו ל-CAP נטו העומד על כ- 48% והון למאזן העומד על כ- 40%, כאשר תחת תרחיש הבסיס היקף המינוף עשוי לעלות עד לטווח של 50-53% אך עדיין לבלוט לטובה ביחס לדירוג.
- נזילות בהיקף גבוה ביחס לחוב הבלתי-מובטח, מסגרת אשראי מובטחת בנכס (מנוצלת חלקית), צבר נכסים בלתי משועבדים ושיעור LTV של 48% בנכסים המשועבדים להבטחת אשראי מקנים לחברה גמישות פיננסית גבוהה וגיוון מקורות לפירעון האג"ח. בשנים 2023-2024 יחול מועד פירעון הבולט של סדרות האג"ח וכן של ההלוואה למימון רכישת 13 בתי המלון, כך שעומס הפירעונות יעמוד על כ- 200 מיליון CAD בתקופה של שנתיים. יתרות הנזילות, הגמישות הפיננסית וגיוון

מקורות האשראי, לצד הנכסים המשועבדים להבטחת אג"ח סדרה א' ולהבטחת ההלוואה הבנקאית מקטינים את החשיפה במועדי מיחזור החוב.

- רוחניות הולמת לרמת הדירוג עם שיעורי NOP ו- Ebitda של 21% ו- 18% בהתאמה, ויחס הכיסוי חוב ל- FFO עומד 18 שנים. מנגד, היקפי Ebitda ו- FFO נמוכים, כ- 35 ו- 18 מיליון CAD (בהתאמה) בשנת 2018, אשר אינם הולמים את רמת הדירוג, אך בהתאם לתרחיש הבסיס צפויים לגדול בשנים הבאות. מנגד, הנתונים התפעוליים של המלונות נמוכים מעט ביחס לממוצע הענפי בארה"ב.

אופק הדירוג

בחודש 11-2018 דיווחה החברה על מחלוקות בין בעלי המניות העיקריים בחברה האם, בכלל זה בכל הקשור לניהול השוטף של החברה. בהתאם, ביום 29.11.2018 הציבה מידרוג את דירוג סדרות האג"ח תחת בחינה. לאור הבהרות שנתקבלו מהחברה בקשר לניהול השוטף של החברה כיום, מידרוג מעריכה כי למחלוקות אלו תהיה השפעה מתונה יותר על סיכון הפעילות של החברה, ובהתאם - החליטה מידרוג על הוצאת הדירוג מרשימת בחינה.

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי בטווח הזמן הבינוני תמשיך החברה בתהליך ההטמעה של 13 המלונות שנרכשו בשנת 2017 ובמקביל תמשיך לבחון אפשרויות להרחבת הפעילות והגדלת הפיזור והגיוון העסקי, בין היתר באמצעות הגדלת שיעור המינוף הכולל כמתואר בתרחיש הבסיס שבהמשך. הרחבת הפעילות והגדלת הפיזור צפויות לתרום לפרופיל העסקי של החברה, מנגד, ככל שיורחב הצבר המלונאי, מעבר לגידול הצפוי בחוב יש בכך גם אתגר ניהולי ותפעולי.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך הגידול בהיקף נכסי החברה תוך הגדלת הפיזור ושמידה על יחסי הכיסוי והאיתנות לאורך זמן.
- יציבות לאורך זמן בפעילות המלונות שנרכשו ב- 2017-11, ושיפור בפעילות מלון רנסאנס קליבלנד.
- הסדרת המחלוקת בין בעלי המניות העיקריים בחברה האם.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בתוצאות הפעילות של בתי המלון.
- רכישת נכסים בהיקף משמעותי, מעבר להיקפים שנלקחו בתרחיש הבסיס.
- שינוי במדיניותה הפיננסית של החברה תוך כדי נקיטת מדיניות אגרסיבית של חלוקת דיבידנדים.
- הרעה במצב הנזילות של החברה ביחס לצרכי שירות החוב
- שינוי בניהול השוטף כתוצאה מהמחלוקות בין בעלי המניות העיקריים.

תרחיש הבסיס של מידרוג מתבסס על מספר הנחות מרכזיות, כפי ששוקפו על ידי החברה, ועל תרחישי רגישות של מידרוג. בין היתר, תרחיש הבסיס מניח רכישת מלונות נוספים במהלך השנים הקרובות והרחבת הפעילות המלונאית בהתאם, בהיקף של כ-100 מיליון דולר קנדי; המשך פיתוח מתון של קרקעות יח' נופש למכירה ואכלוס יח' הנופש שבייזום; השקעות משמעותיות בשיפוץ ושדרוג מלונות קיימים בהתאם לתכנית השקעות סדורה; שמירה על היקף מזומנים לשירות חוב שנתי בהתאם למדיניות החברה כפי שהוצגה למידרוג; תרחיש הבסיס כולל תרחישי רגישות לשחיקה מסוימת בשווי הנכסים, וכן תרחישי רגישות בהיקף ומועד התקבולים ותזרימי המזומנים בגין מכירת קרקעות יח' נופש. מידרוג צופה כי יחסי האיתנות יוותרו בולטים לחיוב לרמת הדירוג אך ייחלשו מעט, כאשר יחס חוב נטו ל-CAP נטו ינוע בטווח של 50-53% לאור אסטרטגיית החברה לשמור על מינוף נמוך. בהתאם לתרחיש הבסיס, ולאחר הנבה שנתית מלאה של בתי המלון, בשנות התחזית של 2019-2021 צפויה החברה לייצר Ebitda בהיקף של 40-50 מיליון דולר קנדי שיביא ליחסי כיסוי חוב ל-Ebitda בטווח של 7-9 שנים ביחס לרמות החוב המתוכננות של החברה.

בשנות התחזית נלקחו בחשבון, בין היתר, מימון בנקאי אופייני לרכישות עתידיות, פירעון הלוואות לבנייה בפרויקטים בייזום המצויים בשלבי סיום ואמורטיזציה שוטפת של החוב הקיים. כמו כן מודל הדירוג מניח חלוקת דיבידנד שנתית בהיקף של עד 2% מההון העצמי.

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

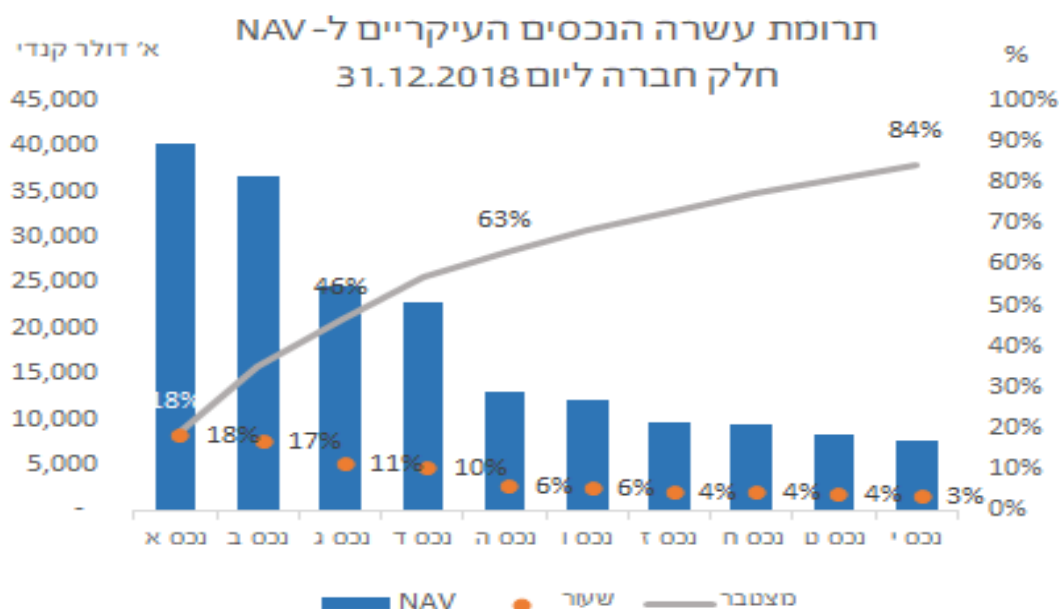
<u>31/12/2016</u>	<u>31/12/2017</u>	<u>30/06/2018</u>	<u>31/12/2018</u>	<u>30/06/2019</u>	
147,994	152,563	109,770	232,256	130,584	הכנסות
8,037	8,621	(1,763)	(7,655)	1,612	רווח נקי
29,837	25,897	28,433	27,983	32,227	יתרות נזילות
130,985	316,462	343,149	367,269	334,343	חוב פיננסי
101,148	290,565	314,716	339,286	302,116	חוב פיננסי נטו
287,372	295,997	298,849	300,840	283,848	הון עצמי כולל זכויות מיעוט
519,753	714,139	748,322	784,437	714,998	סך מאזן
472,718	656,483	685,258	713,916	659,847	CAP
442,881	630,586	656,825	685,933	627,620	CAP נטו
23%	46%	48%	49%	48%	חוב נטו ל-CAP נטו
8,764	12,578	11,984	18,643	13,652	FFO
11.5	23.1	-	18.2	-	חוב נטו ל-FFO
20,806	20,854	21,132	35,097	23,417	EBITDA
4.9	13.9	-	9.7	-	חוב נטו ל-EBITDA
4%	6%	11%	7%	11%	שיעור רווח תפעולי

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה מחזיקה כיום ב- 18 נכסי תיירות ונופש, כאשר בתחילת השנה מימשה החברה שטחי המסחר שהחזיקה בעיירת הסקי Blue Mountain. נכסי החברה בקנדה כוללים את אתרי הנופש Deerhurst ו-Horseshoe, וכן קרקעות לבנייה (באתרי הנופש של החברה ובעיירת הסקי Blue Mountain Village), הנכסים בארה"ב כוללים שני מלונות אורבניים בקליבלנד (מלון Hyatt ומלון Renaissance), פורטפוליו של 13 מלונות מסוג סלקט-סרוויס תחת מותג מאריוט קורטיארד הפזורים על פני 9 מדינות בארה"ב, ואתר הסקי Bear Valley בקליפורניה. אתרי הנופש בקנדה והמלונות בארה"ב כוללים בסה"כ כ-3,300 חדרים ויחידות נופש (כולל כ-270 יחידות בבעלות אחרים במסגרת תכנית ההשכרה של החברה) ופעילים עשרות שנים, באופן המהווה יתרון. יצוין כי המלונות בארה"ב לא הופעלו בעבר על ידי החברה ומרביתם נרכשו במהלך שנת - 2017, כאשר החברה פועלת להשבחת הנכסים, בדרך של החלפת חברת הניהול החיצונית, החלפת מרבית מנהלי המלונות ומנהלי השיווק של המלונות, וביצוע שיפוצים ושידרוגים של הנכסים. להערכת החברה, השינויים הניהוליים ושידרוגי הנכסים צפויים להביא לשיפור בתוצאות פעילות המלונות, ועל-כן נדרש לבחון את פעילותם לאורך זמן.

לאור כך, מידרוג רואה לחיוב את נכסי החברה והיתרונות הנובעים מפעילותם לאורך זמן, הפיזור הגיאוגרפי הרחב של הנכסים על פני ארה"ב וקנדה ופעילות במסגרת מספר מגזרי משנה כגורמים מייצבים התורמים לפרופיל העסקי. יחד עם זאת, הפיזור הנכסי של החברה הינו נמוך, כמודגם בתרשים שבהמשך.



* ללא שטחי המסחר בעיירת הסקי Blue Mountain Village אשר נמכרו במהלך Q1-2019.

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

החברה פועלת להגדלת וגיוון מקורות ההכנסה, בין השאר הן בדרך של השבחה, 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, כך במהלך השנתיים האחרונות השלימה החברה את הקמתן ושיווקן של כ- 300 יח"ד באתרי הנופש Horseshoe ו- Deerhurst.

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 וכדומה), 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.

החברה פועלת לצמצום פעילותה בפיתוח מקרקעין ולמימוש קרקעות שאינן מצויות בליבת העסקים, כך למשל במהלך שנת 2017 השלימה החברה מספר עסקאות למכירת מקרקעין המיועדים לפיתוח בהיקף של כ- 48 מיליון CAD, מימשה ב- 2019 את נכסי המסחר באתר הנופש Blue Mountain Village, ופועלת למימוש קרקעות נוספות שבבעלותה באזור, ובסה"כ משנת 2016 ואילך מימשה החברה קרקעות בהיקף כולל של למעלה מ- 100 מיליון CAD.

יחסי איתנות בולטים לטובה ויחסי כיסוי הולמים ביחס לרמת הדירוג, לצד תזרים מגוון ממספר מקורות, מחזקים את

הפרופיל הפיננסי של החברה, וזאת למרות FFO בהיקף נמוך לרמת הדירוג

החברה מציגה יחסי איתנות בולטים לטובה ביחס לדירוג, גם בהתחשב בתרחיש רגישות לשחיקה בשווי הנכסים ובהנחה של רכישת מלונות נוספים כמפורט בתרחיש הבסיס). יש לציין כי יחסי האיתנות של החברה מהווים נקודה בולטת לחיוב עבור החברה מבחינת עמידות החברה במשברים, מדיניות של מינוף שמרני והשקעות בנכסים בבעלות. יחס החוב נטו ל- CAP נטו, נכון ל-30.06.2019, עמד על כ- 48%, ויחס הון למאזן לאותו המועד עמד על כ- 40%. תחת תרחיש הבסיס יחסי האיתנות צפויים לעמוד בטווח של כ-53%-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 המשווק לבעלי המניות הינו הולם לרמת הדירוג ומסתכם נכון ל- 30.06.2019 לכ- 253 מיליון דולר קנדי.

לחברה תזרים הכנסות בעל מקורות מגוונים הכוללים תקבולים מפעילות מלונאות נופש ומלונאות עסקית, מכירת דירות, מימוש של מגרשים בפיתוח וקרקעות, וכן הכנסות מחדרים מנוהלים במסגרת "תכנית ההשכרה", המגלמים יחסי כיסוי טובים ביחס לרמת החוב הנוכחית. יחד עם זאת, היקף ה- FFO של החברה אינו הולם את רמת הדירוג, כך, היקף ה- FFO לשנת 2018 עמד על כ- 18 מיליון CAD, כאשר מידרוג מעריכה כי ככל שהחברה תגדיל את צבר המלונות (בהתאם לתרחיש הבסיס) תחול עליה מתונה בהיקף ה- FFO לטווח של 24-28 מיליון CAD בשנה. היקף החוב המתון גוזר יחס חוב נטו ל- FFO של כ- 13 שנים ב- 2019-2021, יחס הבולט לחיוב לרמת הדירוג.

ענף המלונאות מאופיין ברמת סיכון ענפי גבוהה. הרחבה משמעותית של היקפי הפעילות במהלך השנתיים האחרונות

מגבירה את הסיכון הענפי. מנגד, מאפייני הפעילות של החברה ממתנים את הסיכון הענפי

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 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

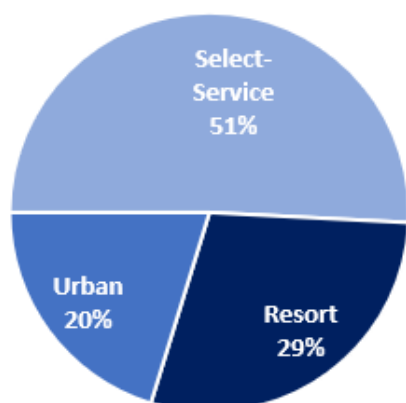
תיירותי דומה. בניגוד לענף הנדל"ן המניב, אשר מסתמך על מספר מועט יחסית של שוכרים קבועים לטווח ארוך, מתבסס ענף המלונאות על מספר רב של לקוחות משתנים. כמו כן, ענף המלונאות כולל מרכיב תפעולי משמעותי, הינו עתיר כ"א ודורש השקעות חוזרות (CAPEX) בהיקף משמעותי יותר.

בחודש 11-2017 השלימה החברה רכישה של פורטפוליו מלונות הכולל 1,913 חדרים ב-13 מלונות פעילים, אשר נוהלו על-ידי רשת מארייט לאורך תקופה ארוכה תחת מותג Marriot Courtyard. מרבית במלונות ממוקמים בחלקה המזרחי של ארה"ב. עובר לרכישה התקשרה החברה עם חברת איימברידג' (חברת ניהול המלונות הגדולה בעולם עם כ-100 א' חדרי מלון מנוהלים, כולל ניהול מאות בתי-מלון תחת מותגי מארייט) בחוזה לניהול השוטף של המלונות. הרכישה הגדילה משמעותית את פיזור נכסי החברה, הן מבחינת הפיזור הגיאוגרפי והן מבחינת קהל היעד, כאשר המלונות שנרכשו הינם ממגזר הסלקט-סרוויס המתאפיין במתן שירות מלונאי ברמה בסיסית-טובה למגזר העסקי.

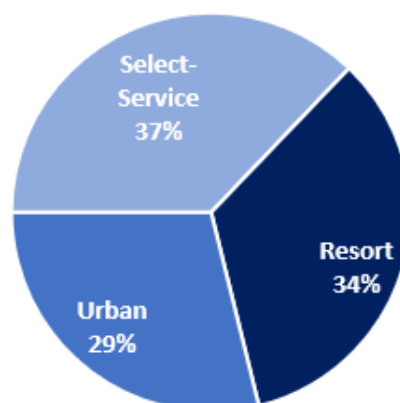
תוצאות הפעילות של המלונות שנרכשו עומדות בתחזיות החברה קודם לרכישה, יחד עם זאת תפעול המלונות על ידי החברה אינו בעל היסטוריה מוכחת וצריך להיבחן לאורך זמן ובעיתות משבר. יצוין כי הפרמטרים התפעוליים של כלל צבר המלונות של החברה נמוכים מהממוצע בארה"ב, עם שיעורי תפוסה של 63%, תעריף יומי ממוצע (ADR) של 119 USD והכנסה ממוצעת לחדר (RevPAR) של 75 USD, כאשר ממוצע התפוסה של כלל השוק בארה"ב עומד על 66% עם ADR ממוצע של 129 USD ו-RevPAR של 86 USD. פעילות החברה במגזר הסלקט-סרוויס בארה"ב ממתנת את הסיכון הענפי ובהיותה מבוססת על מתן שירות ברמה בסיסית למגזר העסקי היא אף בעלת מאפיינים אנטי-מחזוריים. פעילות "תכנית ההשכרה" ממתנת את הסיכון שהפעלת אתר נופש בהיותה מבוססת על יחידות נופש בבעלות צדדי ג', כאשר כלל ההוצאות הקבועות על יחידות אלו (לרבות CAPEX, מיסוי וביטוח) ממומן על ידי בעלי היחידות, וללא כל התחייבות מצד החברה.

התרשימים שלהלן מציגים את התפלגות השווי הנכסי הנקי (NAV) והרווח הגולמי (NOP) לשנת 2018, עפ"י מגזרי הפעילות -

פיזור NOP לפי מגזרי פעילות



פיזור NAV לפי מגזרי פעילות



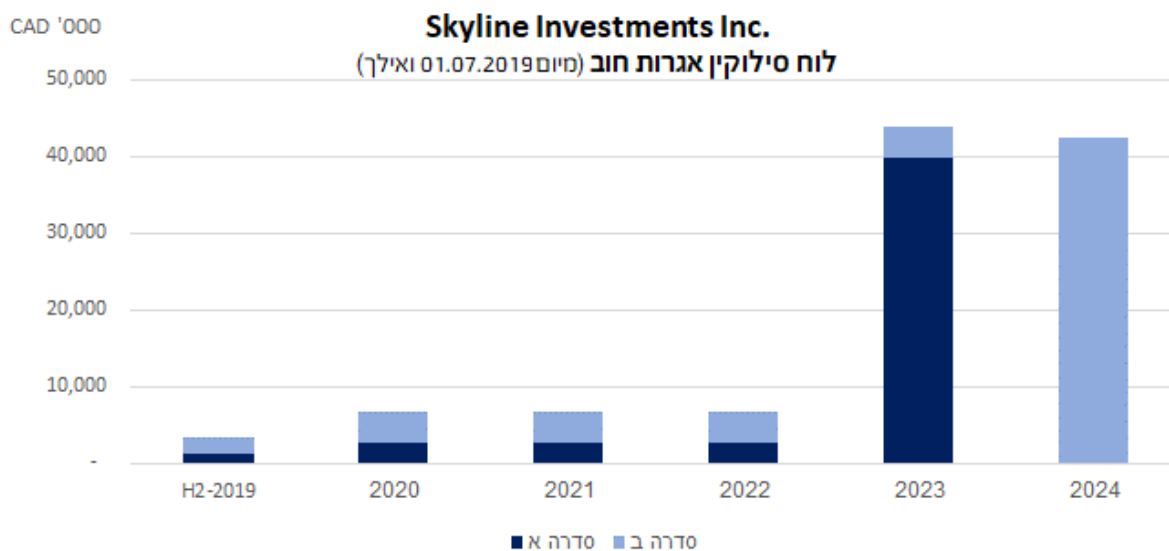
לחברה גמישות פיננסית בינונית ונזילות גבוהה, עומס פירעונות קרן חוב בשנים 2023-2024 יחייב ביצוע מימון מחדש כנגד הנכסים המשועבדים להבטחת חובות אלו. רמת המינוף של הנכסים המשועבדים ממתנת את סיכון המימון מחדש.

מדיניות הנזילות של החברה כוללת שמירת מזומנים בהיקף של שירות החוב לשנה הקרובה (למעט פרעונות Bullet), כך - יתרות הנזילות של החברה ליום 30.06.2019 מסתכמות ל-32 מ' דולר קנדי. נוסף על כך, לחברה מסגרות אשראי מובטחות בנכסים, כאשר יתרת המסגרות שאינה מנוצלת מסתכמת ל-15 מ' דולר קנדי נכון ל-30.6.2019. כמו כן, לחברה גמישות פיננסית הנובעת משיעורי מינוף נמוכים על נכסי החברה ללא קרקעות (שיעור LTV משוקלל של כ-48%) המאפשרים הגדלת מינוף במידת הצורך, באופן שיתרום נזילות נוספת לחברה, וכן צבר קרקעות ונכסים לא משועבדים המקנה לחברה גמישות נוספת דרך קבלת מימון כנגדם או מימוש בעת הצורך.

צרכי שירות חוב האג"ח של החברה (ר' תרשים) כוללים פירעונות קרן של כ-7 מיליון דולר קנדי בשנים 2019-2022 ותשלומי "בולט" של כ-40-45 מיליון דולר קנדי בשנת 2023 (סדרה א') ובשנת 2024 (סדרה ב'). כמו כן, ב-2022-11 חל פירעון הבולט של ההלוואה הבנקאית שנלקחה לרכישת פורטפוליו מלונות מאריט-קורטיארד (המשועבדים להבטחתה) בהיקף של כ-110 מיליון דולר קנדי. פירעונות אלו צפויים לייצר עומס תזרימי של כ-200 מיליון דולר קנדי בתקופה של כשנתיים, מהם כ-155 מיליון דולר קנדי מובטחים בנכסים. רמת המינוף של המלונות שנרכשו, וכן הנכס דירהרסט המשמש כבטוחה לסדרה א' ממתנים סיכון זה בעת ביצוע המימון מחדש.

בשנים הקרובות 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 השוטפים של החברה.

להלן פירוט לוח הסילוקין של סדרות האג"ח הקיימות (החל מיום 31.03.2019 ועד למועד הפירעון הסופי) -



מחלוקות בין בעלי המניות העיקריים בחברה האם עלול לפגוע בפרופיל העסקי ובפעילות השוטפת של החברה

בהתאם לדיווחי החברה אשר נתפרסמו במהלך השנה האחרונה (החל מיום 21.11.2018), קיימת מחלוקת בין בעלי המניות העיקריים בחברה האם, מישורים השקעות נדל"ן בע"מ (להלן: "מישורים"), ה"ה גיל בלוטרייך ואלכס שניידר (להלן "בעלי המניות העיקריים"). מדיווחי החברה עולה כי המחלוקת אף נוגעת לניהול השוטף של החברה ועלולה להשפיע לשלילה על התנהלות העסקית השוטפת. בהמשך דיווחה החברה כי בעלי המניות העיקריים הגיעו להסכם המסדיר המחלוקות ביניהם, הכולל אופציה למשך ארבעה חודשים המקנה לאחד מבעלי המניות העיקריים זכות לרכישת מניות בעל המניות העיקרי האחר.

בעקבות האירועים הנ"ל בחודש 11-2018 הציבה מידרוג את החברה בבחינת דירוג.

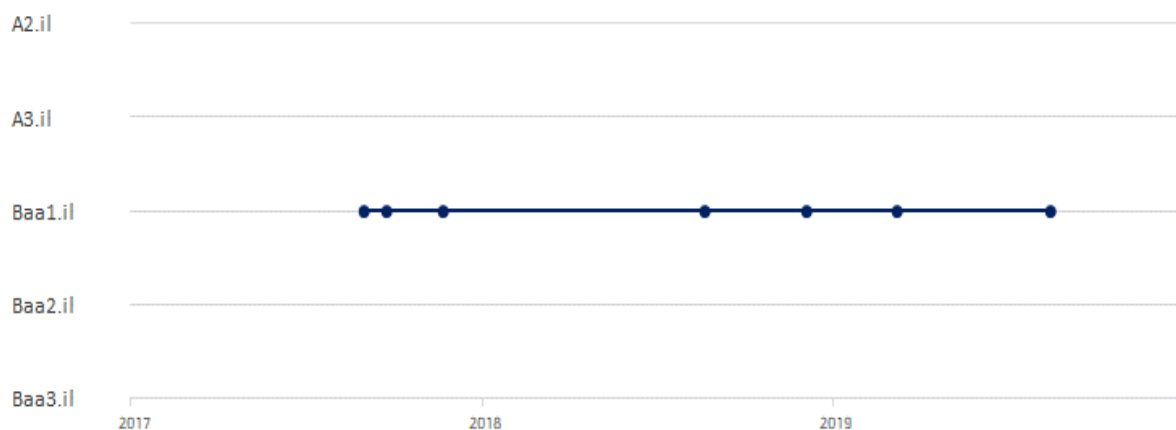
אופציית הרכישה לא מומשה. יחד עם זאת, הדירקטוריון מינה את מר שמשון מרפוגל לדירקטור מוביל ולאחראי על הקשר בין מנכ"ל החברה ליו"ר (גיל בלוטרייך), כמו-כן גיל בלוטרייך התפטר מתפקידו כחבר דירקטוריון במישורים ומכהן כיו"ר לא פעיל בלבד בסקיילין. בעלי המניות העיקריים אינם מעורבים כיום בניהול השוטף של החברה, וככל שדווח למידרוג אין להם השפעה ישירה על התנהלות החברה לרבות בכל הקשור לרכישות, מימושים ועסקאות מימון. בהתאם לכך הוציאה מידרוג את סדרות החברה המדורגות מבחינה עם השלכות שליליות ומציבה אופק יציב.

יחד עם זאת, בשים לב לאופי המחלוקת, מידרוג מעריכה כי ככל שהמחלוקת בין בעלי המניות לא תיפתר, יש בכך להשליך על פרופיל הסיכון של החברה.

אודות החברה

חברת Skyline Investment Inc. נתאגדה בשנת 1998, כחברה פרטית על פי דיני מחוז אונטריו, קנדה. בעלי המניות העיקריים כוללים את מישורים השקעות נדל"ן בע"מ (להלן "מישורים") (כ- 49%) וחברת הכשרת היישוב לישראל בע"מ (כ- 20%), כאשר בעלי המניות העיקריים במישורים כוללים את ה"ה גיל בלוטרייך (כ- 37.6%) ואלכס שניידר (כ- 45%) (מתוכם כ- 3% מוחזקים ביחד עם מר שולם לפידות). החברה פועלת בצפון אמריקה בתחומי המלונאות ותיירות הפנאי, ועוסקת בשני תחומי פעילות: מלונאות ואתרי נופש בקנדה ובארה"ב, וייזום ופיתוח נדל"ן למכירה בקנדה. החברה מחזיקה כיום ב- 18 נכסים: פורטפוליו בן 13 מלונות תחת מותג Marriot-Courtyard בארה"ב אשר נרכש בשנת 2017, שני מלונות במרכז העיר קליבלנד, אוהיו ארה"ב, אתר סקי בקליפורניה, ארה"ב, ושני אתרי נופש (הכוללים מלונות, בתי נופש וקרקעות לפיתוח) באונטריו, קנדה. כפי שנמסר למידרוג, החברה מעסיקה כ- 2,000 עובדים (חלקם עונתיים) בנכסי החברה השונים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דוחות קשורים - Skyline Investments Inc.](#)

[דירוג חברות מלונאות - פברואר 2016](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

24.10.2019	תאריך דוח הדירוג:
05.03.2019	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 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי 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>