

Extell Limited

מעקב | דצמבר 2024

אנשי קשר:

רועי רביד
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
roy.r@midroog.co.il

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

Extell Limited

אופק דירוג: שלילי	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: שלילי	A3.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ג' ו- ד') שהנפיקה Extell Limited (להלן: "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.03.2026	שלילי	A3.il	1175041	ג'
31.12.2027	שלילי	A3.il	1183169	ד'

שיקולים עיקריים לדירוג

- אופק הדירוג השלילי** משקף חשש מהיחלשות בפרופיל הפיננסי של החברה בשל קיטון בהיקף ההכנסות ממכירת דירות ביחס לעבר לאור צמצום הדרגתי במלאי הדירות בשיווק ללא כניסה של דירות חדשות למלאי והגברת התלות ב-CPT, אשר רמת הריכוזיות שלו עולה ככל שמלאי הדירות בפרויקטים האחרים שבשיווק מצטמצם ובחלקם אף עשוי להסתיים בשנתיים הקרובות. כמו כן, החברה החלה לפתח פרויקט חדש המשלב מלונאות ומסחר, שתקציב הקמתו מוערך בסך של כ- 1.16 מיליארד דולר ובנייתו צפויה להימשך כ- 4.5 שנים, ולהערכת מידרוג משפיע לשלילה על סיכון האשראי בחברה בשנים הקרובות.
- הישענות גבוהה על מכירת דירות בשוק האולטרה יוקרה במנהטן חושפת את החברה לסיכונים לאור תנודתיות בביקושים.** עיקר פעילות החברה מתמקדת בניו יורק ובפרט במנהטן, בתחום מכירת מלאי דירות בפרויקטים שבנייתם הושלמה, לצד הפעלה וניהול נכסים מניבים והשקעה בפיתוח פרויקט חדש להקמת נכס לשימוש מעורב של מלונאות ומסחר. הפרויקטים של החברה שבהם נותר מלאי דירות שטרם נמכרו מאופיינים במיצוב גבוה מאוד, כאשר הפרויקט העיקרי שלה פונה לפלח שוק האולטרה יוקרה. פעילות החברה בקטגוריית שוק זו, המהווה חלק מהותי מהכנסותיה, מאופיינת בסיכון עסקי גבוה יחסית לענפי נדל"ן אחרים מכיוון שהיא פונה לפלח שוק מצומצם ובעלת ביקוש המאופיין בתנודתיות גבוהה. להערכת מידרוג, ענף הפעילות חשוף לפגיעה כתוצאה מהיחלשות הכלכלה הגלובלית ועלול להגביר את האתגרים, בין היתר, בקשר לקצב המכירות ולמחירי המכירה.
- הפרופיל העסקי של החברה מושפע לשלילה מריכוזיות נכסים וחשיפה גבוהה לפרויקט עיקרי.** פעילות החברה עודנה ריכוזית מאוד ובעלת חשיפה גבוהה לפרויקט האולטרה יוקרה Central Park Tower (להלן: "CPT"), אשר מלאי הדירות בו מהווה את הנכס העיקרי במאזן החברה. ליום 30.09.2024 לחברה מלאי דירות למכירה בהיקף של כ- 217 יח"ד ב- 4 פרויקטים שבנייתם הושלמה, לעומת כ- 270 יח"ד ליום 31.12.2023 באותם פרויקטים. לצד זאת לחברה החזקות (בחברות כלולות) ב- 5 נכסים מניבים עיקריים בתחום המגורים והמלונאות בניו יורק המייצרים NOI שנתי בטווח של 65-70 מ' דולר לשנה (חלק החברה ב- NOI בחברות כלולות). ריכוזיות הנכסים מעיבה על הפרופיל העסקי של החברה. לחברה אין תכנית לייזום פרויקטים חדשים בתחום הדיור למכירה, ובהתאם למדיניות החברה, בכוונתה להתמקד בייזום, הקמה ואחזקה של נכסים מניבים למגורים, מלונאות ומסחר בניו יורק.
- היקף הכנסות ממכירת דירות בולט לחיוב לרמת הדירוג אולם מצוי במגמת ירידה בשנים האחרונות.** הדירוג מושפע לחיוב מהיקף הכנסות ממכירת דירות משמעותי ביחס לקבוצת השוואה, אשר נאמדות בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג בטווח של 450-500 מ' דולר בממוצע לשנה בשנים 2024-2025, בהשוואה להכנסות בסך כ- 550 מ' דולר בשנת 2023 וכ- 817 מ' דולר בשנת 2022. הירידה בהיקף ההכנסות ממכירת דירות בשנים האחרונות נרשמת בעקבות התקדמות בקצב

מכירת מלאי הדירות והיעדר פיתוח פרויקטים חדשים למכירה. שיעור הרווחיות הגולמית ממכירת דירות מושפע לחיוב מרווחיות גבוהה במיוחד בפרויקט CPT, וצפוי לנוע בטווח של 37%-40% בממוצע בשנים 2024-2025.

• **מינוף החברה צפוי לקטון כתוצאה ממכירת דירות לצד גידול בניצול אשראי לצורך השקעה בפרויקט חדש.** מכירת קרקעות שביצעה החברה במהלך השנים 2023-2024 לצד מכירת דירות תרמו להורדת היחס חוב נטו ל-CAP נטו שעמד על כ-67% ביום 30.09.2024 בהתאם להתאמות מידרוג לחוב הפיננסי הכוללות איחוד יחסי של חברות כלולות, בהשוואה לשיעור של כ-74% ביום 31.12.2022. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח פירעון של הלוואות מלאי כתוצאה מהמשך מכירת דירות לצד גידול באשראי לצורך השקעה בהקמת פרויקט חדש. בהתאם לכך, על פי תרחיש הבסיס של מידרוג היחס חוב נטו ל-CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 62%-65% בשנים 2024-2025. יחס EBIT להוצאות ריבית צפוי על פי תרחיש הבסיס של מידרוג לנוע בטווח של 0.9-1.4 שהינו חלש ביחס לרמת המידרוג.

• **מדיניות פיננסית הולמת המתבטאת ביתרות נזילות מספקות ביחס לחלויות החוב.** מכירת דירות וקרקעות לצד השהיית השקעות חדשות בשנים האחרונות וכן גיוס אג"ח הובילו לעיבוי המזומנים בקופת החברה. כך יתרת הנזילות של החברה (על פי דוחות כספיים סולו) עמדה על כ-102 מ' דולר ליום 30.09.2024, לעומת כ-95 מ' דולר ליום 30.09.2023. למול זאת, לחברה חלויות צפויות של קרן אג"ח בסך של כ-53 מ' דולר ב-12 החודשים הקרובים. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, מכירת מלאי דירות בחברות הבנות עשויה להעלות לחברה בשנות התחזית תזרים מזומנים אשר יאפשר לה לפרוע את תשלומי הקרן והריבית של אגרות החוב במרווח מספק. החברה לא חילקה דיבידנד במזומן בשנים האחרונות ועל פי דיווח שהתקבל מהחברה אין בכוונתה לחלק דיבידנד במזומן בטווח הבינוני.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל איחוד החלק היחסי של החברה בנכסים, בהתחייבויות ובתזרים השוטף של חברות כלולות המדווחות בשיטת השווי המאזני. כמו כן, תרחיש הבסיס מניח המשך מכירת מלאי דירות בעיקר בפרויקטים CPT, Brooklyn Point ו-OMS, יציבות בביצועים התפעוליים בנכסים המניבים בעיקר בתחומי המגורים והמלונאות, השקעות בעבודות פיתוח בקרקע הממוקמת ברחוב 45 במנהטן באזור הטיימס סקוור לצורך הקמת מגדל מניב חדש לשימוש מעורב של מלונאות ומסחר באמצעות ליווי בנקאי, ופירעון קרן אג"ח לפי לוח סילוקין. בתרחיש הבסיס של מידרוג נערכו תרחישי רגישות לקצב מכירת מלאי הדירות ולמחירי המכירה לכל פרויקט בנפרד על פי מאפייניו, תוצאותיו ההיסטוריות והערכת מידרוג לתוצאותיו העתידיות בטווח הקצר והבינוני.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי משקף חשש כי החברה תתקשה להוריד את רמת המינוף במידה שיש בה ליצור לחץ על הדירוג בהתחשב בפרופיל העסקי הריכוזי של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- צמצום החשיפה של החברה לתזרים ממכירת דירות יוקרה ושיפור בפיזור העסקי של החברה
- שיפור לאורך זמן ביחסי המינוף והכיסוי של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי עמידה בתחזיות החברה בקשר עם קצב המכירות ושיעורי הרווחיות
- השקעות משמעותיות אשר עלולות לפגוע בפרופיל הפיננסי ובנזילות החברה

Extell Limited - נתונים עיקריים (מאוחד), במיליוני דולר*

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	(LTM) 30.09.2024	
238	1,020	684	462	395	היקף הכנסות
23%	21%	20%	15%	15%	שיעור רווח גולמי
2,727	2,347	2,156	1,571	1,421	חוב פיננסי
69%	64%	66%	53%	54%	חוב נטו ל-CAP נטו
1>	1.1	1>	1>	1>	EBIT להוצאות מימון

* הנתונים לעיל הינם בהתאם לדוחות הכספיים ולא באיחוד יחסי, כפי שמוצג בתרחיש הבסיס ובתחזית מידרוג

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת הפעילות של החברה בניו יורק ובפרט במנהטן מאופיינת בכלכלה חזקה ויציבה. עם זאת, תחום הדיור למכירה בניו יורק, בדגש על סגמנט האולטרה יוקרה, מאופיין בתנודתיות בביקושים

מדינת ניו יורק מדורגת Aa1 באופן יציב על ידי Moody's והינה חלק מארה"ב המדורגת Aaa באופן שלילי על ידי Moody's, ומאופיינת בכוח כלכלי יוצא דופן המתבטא בגיוון, תחרותיות, רמת הכנסה גבוהה לנפש וכן, חשיפה נמוכה לסיכונים נזילות בשל תפקידיו המרכזיים של הדולר האמריקאי ושוק האג"ח של ארה"ב במערכת הפיננסית העולמית. על פי Moody's האתגר של ארה"ב הוא ירידה צפויה בנגישות לחוב של הבנק הפדרלי. כלכלת ארה"ב צמחה בשנת 2023 בשיעור של כ- 2.5% לאחר עליה של כ- 1.9% בשנת 2022. לאחר שיא של אינפלציה בשיעור של כ- 9.1% ביוני 2022 החלה ירידה הדרגתית באינפלציה בעיקר על רקע ירידה במחירי חומרי גלם והתמתנות השיבושים בשרשראות האספקה. נכון לאוקטובר 2024 שיעור האינפלציה עמד על כ- 2.6%. במהלך חודש ספטמבר 2024 הוריד הבנק הפדרלי בארה"ב את שיעור הריבית הפדרלית ב- 0.5% ובמהלך חודש נובמבר 2024 הוריד את שיעור הריבית הפדרלית ב- 0.25% נוספים לטווח של 4.5%-4.75%. שוק התעסוקה האמריקאי חזק ויציב כאשר שיעור האבטלה בו עמד על כ- 4.1% באוקטובר 2024 בהשוואה לכ- 3.7% בדצמבר 2023 וכ- 3.5% בדצמבר 2022.

אוכלוסיית מנהטן מונה כ- 1.65 מיליון בני אדם¹, המתפרשים על שטח של כ- 59 קמ"ר בלבד. מנהטן מרכזת את מרבית הפעילות העסקית במדינות ניו יורק וניו ג'רזי, ומתאפיינת בפעילות עסקית ענפה ויוקרתית באמצעות השירותים הפיננסיים המוענקים בעיר, לרבות קיומן של שתיים מהבורסות הגדולות בעולם: בורסת ניו יורק (New York Stock Exchange) ובורסת נאסד"ק (NASDAQ).

העיר ניו יורק (על כל רובעיה, לרבות מנהטן, ברונקס, ברוקלין, קווינס וסטטן איילנד) מתאפיינת בריכוז גבוה של עובדי צווארון לבן, המעיד על איתנות כלכלית ועל ביקוש גבוה לשכירות למגורים בעיר. נכון לנובמבר 2024 דמי השכירות הממוצעים בעיר עמדו על כ- 3,499 דולר, לעומת כ- 3,500 דולר בתקופה המקבילה אשתקד, נתון המשקף יציבות במחירים. בתוך כך, דמי השכירות הממוצעים בניו יורק גבוהים בשיעור של כ- 70% מהממוצע של כלל ארה"ב².

על פי נתוני Douglass Elliman, ב- 12 החודשים שהסתיימו בספטמבר 2024 נרשמו במנהטן 7,381 עסקאות למכירת דירות לעומת 7,421 עסקאות בתקופה המקבילה אשתקד, נתון המשקף ירידה של כ- 0.5%. בשנת 2023 נרשמו במנהטן 9,828 עסקאות למכירת דירות, לעומת 13,657 בשנת 2022, 13,957 בשנת 2021 ו- 7,048 בשנת 2020. ברבעון השלישי בשנת 2024 נמכרו במנהטן 280 דירות יוקרה במחיר הגבוה מ- 3.9 מ' דולר, לעומת 288 דירות בתקופה המקבילה אשתקד, נתון המשקף ירידה של כ- 2.8%. ברמות מחירים גבוהות יותר של מעל 10 מיליון דולר ליח"ד, ברבעון השלישי בשנת 2024 נמכרו במנהטן 35 דירות אולטרה יוקרה לעומת 24 דירות בתקופה המקבילה אשתקד, נתון המשקף עליה של כ- 46%. ברבעון השני בשנת 2024 נמכרו במנהטן 33 דירות אולטרה יוקרה לעומת 35 דירות בתקופה המקבילה אשתקד, נתון המשקף ירידה של כ- 6%.

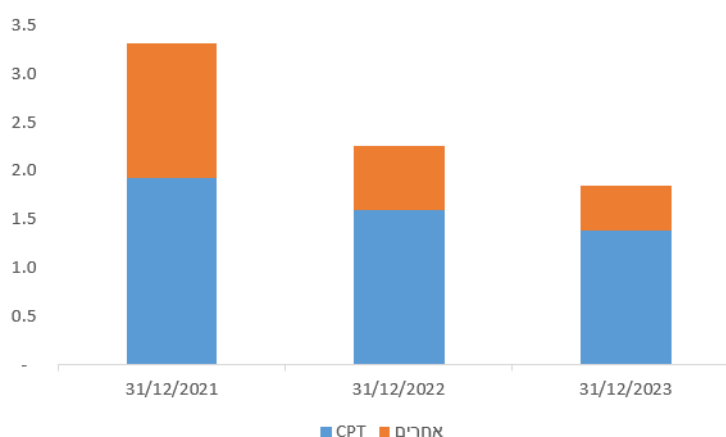
¹ מקור: <https://worldpopulationreview.com/boroughs/manhattan-population>

² מקור: <https://www.zillow.com/rental-manager/market-trends/new-york-ny>

הישענות גבוהה על מכירת דירות בפרויקט יוקרה מהותי

פעילות החברה בתחום הייזום למגורים מתמקדת כיום במכירת מלאי דירות שטרם נמכרו בפרויקטים שבנייתם הושלמה, אשר מצטמצם בהדרגה והוא כולל כ- 217 יח"ד ליום 30.09.2024 (במונחי 100%) בהשוואה לכ- 270 יח"ד ב- 31.12.2023, כ- 414 יח"ד ב- 31.12.2022 וכ- 893 יח"ד ב- 31.12.2021. בהתאם לכך, בשנת 2022 נמכרו כ- 479 יח"ד, נתון המשקף קצב מכירות ממוצע של כ- 120 יח"ד ברבעון, בשנת 2023 נמכרו כ- 144 יח"ד, נתון המשקף קצב מכירות ממוצע של כ- 36 יח"ד ברבעון, ובתשע"ה החודשים עד ליום 30.09.2024 נמכרו כ- 53 יח"ד, נתון המשקף קצב מכירות ממוצע של כ- 18 יח"ד ברבעון. המלאי הנותר ליום 30.09.2024 נפרס על פני 4 פרויקטים, אשר שלושה מתוכם מהותיים (Brooklyn Point - OMS, CPT). פיזור הפעילות של החברה חלש ביחס לדירוג לאור זאת שהרווח הגולמי הצפוי מפרויקט ה-CPT מהווה כ- 80% מסך הרווח הגולמי ממכירת דירות בשנים 2024-2025. פעילות החברה בתחום השכרת נכסים מניבים תורמת למיתון סיכון הריכוזיות באופן ששיעור הרווח הגולמי מפרויקט ה-CPT מהווה כ- 64% מסך הרווח הגולמי כולל חלק החברה ב- NOI באותה תקופה.

תרשים 1: פילוח שווי מלאי הדירות למכירה בחלוקה לפי פרויקטים, במונחי 100%, במיליארדי דולר



פרויקט CPT הנכלל בפלח השוק "אולטרה יוקרה" הינו יוצא דופן מבחינת איכותו הגבוהה, מיקומו ברחוב 57 במנהטן המכונה "שדרת המיליארדים", וקהל היעד הייחודי והמצומצם יחסית שאליו הוא פונה. התנודתיות בביקושים המאפיינת את סגמנט היוקרה והאולטרה יוקרה, משפיעה לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה בשל קצב מכירות איטי יחסית המאפיין פרויקטים מסוג זה, ובשל הקושי להעריך את התזרים החזוי ממכירת דירות אלו, המהווה את המקור העיקרי לתזרימי המזומנים השוטפים של החברה בשנים הקרובות. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג ההכנסות ממכירת דירות בפרויקט CPT צפויות להוות כ- 70% מכלל ההכנסות מתחום הייזום למגורים בשנים 2024-2025, וחלקן היחסי צפוי לגדול ככל שמלאי הדירות בפרויקטים האחרים (שאינם מוגדרים "אולטרה יוקרה") ילך ויקטן ובחלקם אף יסתיים.

היקף הכנסות החברה בולט לחיוב ביחס לדירוג וצפוי לנוע בטווח של 450-500 מיליון דולר בממוצע לשנה בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, כאשר שיעור הרווחיות הגולמית נאמד בטווח של 37%-40%. יצוין כי לאור החלק המשמעותי של פרויקט CPT, שינוי בקצב המכירה, ברמות המחירים וברווחיותו עלולים להשפיע באופן מהותי על כלל הפרמטרים הפיננסיים של החברה.

ייזום פרויקט מהותי למלונאות ומסחר בטיימס סקוור מעלה את סיכון האשראי בחברה לצד גורמים ממתנים

החברה מבצעת השקעות לצורך עבודות קדם בנייה ראשוניות וחפירה בפיתוח הקרקע Eighth Avenue 740 ברחוב 45 באזור הטיימס סקוור לשם הקמת מגדל בן 52 קומות לשימוש מעורב של מלונאות ומסחר. תקציב ההקמה של הפרויקט נאמד על ידי החברה בכ- 1.16 מיליארד דולר. החברה מתכננת לממן את הפרויקט בהלוואת בנייה, הלוואת מזנין וחוב נוסף ככל שיידרש. החוב בגין הקרקע

של פרויקט טיימס סקוור עמד על כ- 150 מ' דולר ליום 30.09.2024 ביחס לשווי בספרי החברה בסך כ- 460 מ' דולר, משקף LTV בשיעור של כ- 33%. להערכת מידרוג ההשקעות בפרויקט אינן צפויות להשפיע באופן מהותי על מינוף החברה בטווח הקצר לאור שיעור המימון המתון הצפוי במועד סגירת הליווי הבנקאי ולאור כך שההשקעות בפרויקט צפויות להשפיע לחיוב על שווי הקרקע. עם זאת הקמת הפרויקט נושאת סיכונים הקמה, וצפויה להגדיל את החוב הפיננסי במידה משמעותית ועלולה להכביד על יחס הכיסוי. מיקומו של הפרויקט וייעודו לצד גם הניסיון הרב של החברה בייזום והקמה של פרויקטים משמעותיים, כל אלו ממתנים את סיכונים ההקמה והשיווק הנובעים מפרויקט בהיקף זה.

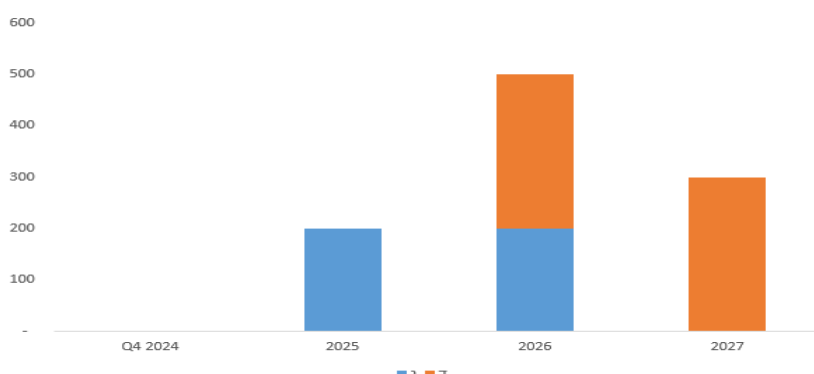
שיפור המינוף מושפע במידה רבה מקצב ההתקדמות במכירת הדירות וממחירי המכירה. יחס הכיסוי נותר חלש

עיקר תזרים המזומנים של החברה צפוי לנבוע ממכירת מלאי הדירות בשלושה פרויקטים עיקריים, כאשר החלק הארי מתקבולי המכירה משמש תחילה לפירעון הלוואות מלאי והיתרה משמשת לתשלום הוצאות ריבית ואחרות בגין אותם פרויקטים. הנכסים המניבים שבבעלות החברה מניבים NOI יציב שמשרת את הקרן והריבית של הלוואות בגין הנכסים ללא יצירת עודף תזרימי משמעותי לחברה. עיקר הלוואות בגין מלאי דירות ובגין קרקעות הינן בריבית משתנה בעוד שעיקר הלוואות בגין נכסים מניבים ואגרות חוב הינן בריבית קבועה. חשיפה זו השפיעה על הוצאות המימון של החברה החל מתחילת שנת 2022 עם עליית הריבית בארה"ב. יחס כיסוי הריבית מושפע גם במידה רבה מקצב המכירות, שכן ככל וחוב החברה יפרע באמצעות מימון מחדש ולא מתמורת המכירות, עשויות להיות לכך השלכות שליליות על הוצאות המימון. בהתאם לתרחישי מידרוג, יחס כיסוי הריבית של החברה צפוי לנוע בטווח של 0.9-1.4 בטווח הזמן הבינוני, שהינו חלש ביחס לרמת המידרוג.

החברה רשמה בדוחותיה הכספיים המאוחדים ירידה בחוב הפיננסי במהלך שנת 2023 הודות לשערוך שלילי של התחייבות לרכישת החזקות השותף SMI בפרויקט CPT מכוח אופציית ה-PUT המוקנית ל-SMI כנגד החברה, באופן בו מחיר רכישת החזקות SMI מכוח אופציית ה-PUT יופחת מכ- 640 מיליון דולר לכ- 308 מיליון דולר, וכן מתקבולים בגין מכירות יח"ד ובגין חלקת קרקע ששימשו לפירעון החוב. כך, יתרת החוב המותאם עמדה על סך של כ- 2.2 מיליארד דולר ליום 30.09.2024, בהשוואה לסך של כ- 2.5 מיליארד דולר ליום 31.12.2023 וסך של כ- 3.2 מיליארד דולר ליום 31.12.2022. יחס חוב נטו ל-CAP נטו הינו כ- 67% ליום 30.09.2024 בהתאם להתאמות מידרוג לחוב הפיננסי הכוללות איחוד יחסי של חברות כלולות, לעומת כ- 65% ליום 31.12.2023 וכ- 74% ליום 31.12.2022. יחס המינוף הושפע לשלילה מהפסד שרשמה החברה בתקופה ינואר-ספטמבר 2024 בשל האטה בהכרה בהכנסות ממכירת דירות, שערוך שלילי של נדל"ן להשקעה והוצאות מימון כבדות. בהתאם לתרחיש הבסיס, אשר מניח כי ההכנסות ממכירת דירות ימשיכו לשמש בעיקר לפירעון הלוואות מלאי, שיעור המינוף צפוי לרדת באופן מתון ולנוע בטווח של 62%-65% עד סוף שנת 2025. ככל שקצב המכירות ומחירי המכירה יהיו גבוהים יותר ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור המינוף עשוי להשתפר מעבר לתחזית של מידרוג.

יתרות נזילות הולמות ביחס לחלויות אג"ח

המדיניות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב ממיקוד פעילותה במכירת מלאי הדירות שטרם נמכרו בפרויקטים שבנייתם הושלמה באופן שיוצר לחברה עודפי מזומנים לאחר פירעון הלוואות מלאי, המשמשים את החברה לפיתוח פעילותה וכן לעיבוי יתרות הנזילות שלה. כמו כן, בחודשים אפריל וספטמבר 2024 הנפיקה החברה אגרות חוב מסדרה ד' בתמורה ברוטו של כ- 330 מ' ש' שתורמו לעיבוי הנזילות בחברה. לחברה יתרות נזילות (סולו) בסך כ- 102 מ' דולר נכון ליום 30.09.2024 בהשוואה לסך של כ- 95 מ' דולר ליום 30.09.2023, וזאת למול חלויות קרן אג"ח בסך כ- 53 מ' דולר ב- 12 החודשים הקרובים. מידרוג תמשיך לעקוב אחר היקף ההשקעות שיבוצעו בפרויקט הטיימס סקוור עד לכניסתו לליווי בנקאי סגור ולהשפעותיהן על ניהול תזרים המזומנים של החברה. החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות כלפי מחזיקי האג"ח במרחק מספק למרות שחיקה מצטברת בהון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה בסך כ- 350 מ' דולר מיום 31.03.2023 עד ליום 30.09.2024. החברה לא חילקה דיבידנדים במזומן בשנים האחרונות ובתרחיש הבסיס של מידרוג לא נלקחה הנחה של חלוקת דיבידנד בטווח הבינוני.

תרשים 2: לוח סילוקין של קרן אג'ח ליום 30.09.2024, במיליוני ₪:**שיקולים נוספים לדירוג**

הדירוג A3.il הינו נמוך בנושך אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A2.il. הדירוג הושפע לשלילה מכך שפעילות החברה בתחום הדיור למכירה בניו יורק ובפרט חשיפתה המשמעותית לפרויקט מהותי בתחום האולטרה יוקרה טומנת בחובה סיכונים אשראי הנובעים מתנודתיות בביקושים. כמו כן, כניסתה של החברה לפרויקט משמעותי חדש שתקציב הקמתו מוערך בסך של כ- 1.16 מיליארד דולר ובנייתו צפויה להימשך כ- 4.5 שנים צפוי להערכת מידרוג להשפיע לשלילה על סיכון האשראי בחברה בשנים הקרובות. הטרק רקורד החיובי של החברה בהקמת פרויקטים גדולים, מיקום הפרויקט והביקוש למלונאות במנהטן ממתנים להערכת מידרוג את סיכון הייזום. לחברה חשיפה לאיש מפתח, מר גארי ברנט המחזיק (בשרשור) במלוא הון מניות החברה אותה הקים ומשמש בה כנשיא וכדירקטור. למר ברנט מעורבות ניכרת בייזום עסקאות, השגת מימון והבנת הסביבה העסקית בה פועלת הקבוצה. לאור זאת, מידרוג מעריכה כי לחברה תלות במר ברנט ובמקרה בו יחדל מלכהן כבעל שליטה בחברה, הדבר עשוי להשפיע מאוד על החברה. על כן, מידרוג רואה בתלות זאת גורם המשפיע על פרופיל הסיכון של החברה. מידרוג רואה במבנה הארגוני של הקבוצה, בוותק ובניסיון של הדרג הניהולי הבכיר גורמים חיוביים הממתנים תלות זאת.

שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות. סיכונים ממשל תאגידי כוללים תלות באיש מפתח, אי עמידה בתחזיות החברה בנוגע לקצב מכירות ולמינוף החברה וניהול נזילות. אלו הובאו בחשבון בשיקולי הדירוג.

מטריצת הדירוג

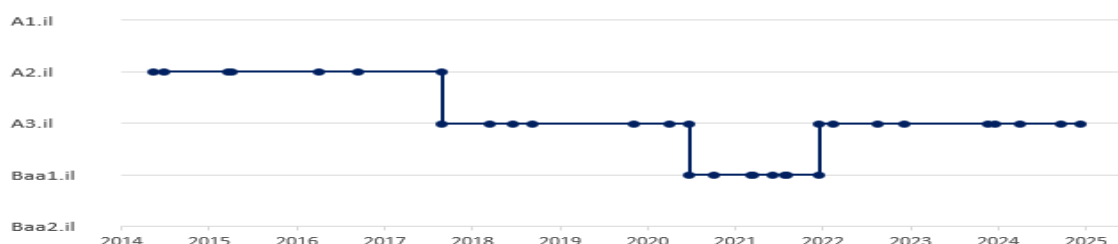
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	450-500	Aaa.il	441	סך הכנסות מפעילות ייזום LTM (מיליוני דולר)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Aa.il	37%-40%	Aa.il	36%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	62%-65%	Baa.il	67%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	0.9-1.4	Ba.il	0.8	EBIT / הוצאות ריבית	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

אודות החברה

החברה הוקמה ביום 10 בפברואר 2014 כחברה פרטית מוגבלת במניות בהתאם להוראות BVI Business Companies Act, 2014 לצורך גיוס אגרות חוב בבורסה לני"ע בתל אביב. בעל השליטה בחברה הינו מר גארי ברנט, המחזיק (בשרשור) במלוא הון המניות המונפק והנפרע של החברה וזכויות ההצבעה בה. החזקות החברה כוללות, בין היתר, פרויקטים לייזום למגורים בתחום היוקרה והאולטרה יוקרה, פרויקטים להקמת נכסים מניבים, עתודות קרקע לבניית פרויקטים לעיתים למספר שימושים (למשל מסחר ומגורים) וכן מספר נכסים מניבים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דוחות קשורים - Extell Limited](#)

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים, דצמבר 2024](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

18.12.2024	תאריך דוח הדירוג:
19.09.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.05.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
Extell Limited	שם יוזם הדירוג:
Extell Limited	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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.