

Extell Limited

מעקב | מרץ 2021

אנשי קשר:

אורית תשובה

ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית
Orit.teshuva@midroog.co.il

שירן פימא

אנליסטית, מעריכת דירוג משנית
Shiranfh@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

Extell Limited

דירוג סדרות	Baa1.il	יציב
-------------	---------	------

מידרוג מוציאה מבחינת דירוג (CREDIT REVIEW) עם השלכות שליליות וקובעת דירוג Baa1.il באופק יציב לאגרות החוב (סדרה ב') שהנפיקה Extell Limited (להלן: "אקסטל" ו/או "החברה")

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1135367	Baa1.il	יציב	31.12.2021

הוצאת הדירוג מבחינת הדירוג וייצוב האופק הינה לאור שיפור בתזרים החברה הנובע ממספר מהלכים שביצעה החברה ביניהם מימון מניות C, כפי שפורט בדוח הדירוג הקודם והסדרת אמת המידה בפרויקט CPT, ועסקת RXR עליה דיווחה החברה בחודש ינואר 2021. החברה אף הציגה בפני מידרוג מדיניות נזילות שהולמת את רמת הדירוג, לפיה החברה תחזיק מבעוד מועד נזילות מספקת לתשלום מלוא קרן וריבית האג"ח. מעבר לכך, בהתאם למידע שהעבירה החברה למידרוג במהלך הרבעון הראשון נחתמו מספר עסקאות מכירה במספר פרויקטים באופן שעשוי לחזק את הפרופיל הפיננסי של החברה בשנות התחזית. נדגיש כי נדרשת בחינה של הדברים לאורך זמן וכי לצד זאת הדירוג מושפע לשלילה מאי עמידה בתחזיות החברה בקשר עם קצב המכירות לאורך זמן.

שיקולים עיקריים לדירוג

- החברה פועלת בתחום הייזום למגורים בעיקר בעיר ניו יורק ובפרט במנהטן ובעלת פרויקטים המאופיינים במיצוב גבוה מאוד, כאשר הבולט מהפרויקטים הינו CPT שהינו נחשב לפרויקט "אולטרה יוקרה" הנמכר ברמות מחירים גבוהות וכפועל יוצא מכך פונה לפלח שוק מצומצם. ענף זה מאופיין בשנים האחרונות בירידה בביקוש ובמיעוט עסקאות אשר משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה. בנוסף, להערכתנו ענף הפעילות עלול להיפגע משמעותית כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה אשר התפרץ בסין והתפשט בתחילת 2020 ליתר העולם, ומטלטל את הכלכלה העולמית להערכתנו, המשבר הנוכחי יש בו כדי לגרום להיחלשות הכלכלה הגלובלית ועלול להגביר את האתגרים וההשפעה על קצב המכירות בענף ובמקרים מסוימים אף על אפשרויות המימון. על אף האמור, בחודשים האחרונים חלה עליה בקצב המכירות בפרויקטים במיצוב זה, כך בהתאם למידע שהעבירה החברה, לאחרונה חלה עליה בקצב המכירות בפרויקט CPT בפרט, אולם עדיין אין וודאות לאורך זמן לגבי קצב המכירות.
- יציבות הפעילות מושפעת לשלילה בעיקר משיעורי מכירה נמוכים אל מול שיעורי הביצוע, כאשר מרבית פרויקטי החברה מאופיינים בשיעור מכירות נמוך מול שיעור הביצוע וביחס לתחזיות החברה. בפרט בשני פרויקטים משמעותיים, פרויקט Central Park Tower (להלן: "CPT") ובפרויקט One Manhattan Square (להלן: "OMS"), המשליך לשלילה על הפרופיל העסקי והפרופיל הפיננסי של החברה. כמו כן, לחברה פיזור פרויקטים חלש עם חמישה פרויקטים עיקריים כאשר CPT הינו פרויקט משמעותי מאוד, אשר תנודתיות בתוצאות פעילות הפרויקט יש בהם כדי להשפיע על תוצאות החברה. מנגד, יציבות הפעילות מושפעת לחיוב מותק וניסיון ההנהלה אשר הינה בעלת ניסיון רב בתחום הפעילות בפרט בפרויקטים מורכבים, וללא אירועי כשל.
- דירוג החברה מושפע לחיוב מהיקפי הכנסות משמעותיים ביחס לקבוצת ההשוואה, אשר מוערכים בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג בטווח של 2-3 מיליארד ש"ח. היקפים אלו מושפעים לחיוב מתקבולים של מכירות שהיו אמורות להיות מוכרות כבר בשנת 2020 אולם הוכרו בשנת 2021 בעיקר לאור עיכוב בפרויקט פיר ויליג' ופרויקט CPT אשר סיום הקמתם התעכב מעבר לתחזיות החברה, בין היתר, לאור השפעות מגבלות הקורונה, והתחלת האכלוס בהם צפויה ברבעון הנוכחי.

- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג אשר כולל תרחישי רגישות, שיעורי הרווחיות צפויים להישחק לאור קצב מכירות איטי מהצפוי בפרט, פרויקט CPT שנמצא בשלבי מכירה התחלתיים ומאופיין בשיעורי מכירה נמוכים. יחד עם זאת, שיעורי הרווחיות הצפויים של החברה (בחישוב ממוצע משוקלל לפרויקטים השונים), על אף שנחלשו, בולטים לטובה ביחס לדירוג וצפויים לנוע בטווח של 28%-32%, וזאת בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח רגישות נוספת ביחס למחירי המכירה. יצוין, כי שיעור רווחיות זה מוטא לטובה לאור שיעור הרווחיות הצפוי של פרויקט מרכזי CPT. בהקשר זה, נציין כי, לחברה מספר הלוואות בכירות שמועד פירעונן הינו בשנות התחזית כאשר ככל שקצב המכירות לא יעלה באופן מספק, עולה חשש כי היקף המכירות לא יהיה הולם לצורך פירעונן במועד ויצריך מהחברה קבלת הסכמות מהגורמים המממנים לגבי שינוי מועדי הפירעון. יצוין כי הנהלת החברה מסרה למידרוג כי לחברה אפשרות להאריך חלק מההלוואות בהתאם להסכמי ההלוואה תחת עמידה בתנאים מסוימים. בנוסף, ככל שקצב המכירות לא יעלה בקצב מספק, החברה עלולה להיות תלויה ביכולתה לפעול בסביבת מימון מורכבת יחסית ומיצירת תזרים מזומנים על ידי אפשרויות מימון חליפיות בהן השתמשה בעבר כמו, מימון מלאי שבחלק מהמקרים הינו בעלות גבוהה לחברה ומגדיל את מורכבות עסקאות המימון בגין הנכסים, ובכך עשויים לשחוק את הפרופיל הפיננסי של החברה. לחברה גם מצבת נכסים מניבה בהיקפים משמעותיים העשויה לאפשר גמישות נוספת ולשמש כמקורות הנזילות נוספת לצרכי שירות החוב.
- נכון ל-30.09.2020 יחס המינוף של החברה חוב ל-CAP הינו 69% (כ-77% בהתאם להתאמות לחוב הפיננסי הכוללות איחוד יחסי של חברות המוחזקות בשיטת השווי המאזני). דירוג החברה מושפע לשלילה משחיקה ביחסי המינוף של החברה בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף צפוי להישחק מעבר לתחזיות קודמות של מידרוג, זאת בין היתר, לאור אי עמידה בתחזיות החברה בקשר עם קצב המכירות בפרויקטים לנוע בטווח של 70%-72% המהווה שחיקה ביחס למעקב קודם.
- שחיקה ביחס כיסוי הריבית בעיקר לאור קצב מכירות איטי ביחס לתחזיות באופן שלא מאפשר לחברה לפרוע את התחייבויותיה מהתמורה מהמכירות אלא באמצעות מימון מחדש אשר לרוב מאופיין בשיעורי ריבית גבוהים יותר. כך, לאורך זמן נראית עלייה בהוצאות המימון של החברה באופן שמשפיע לשלילה על יחסי הכיסוי. בהתאם לתרחישי מידרוג, החברה צפויה להציג יחס כיסוי ריבית חלש הצפוי לנוע בטווח של 1-1.3 בשנות התחזית, אשר אינו הולם את רמת הדירוג.
- המדיניות הפיננסית של החברה הינה מספקת, המתבטאת, בין היתר, במדיניות הנזילות כפי שהוצגה למידרוג. להערכתנו, לשנה הקרובה החברה נערכת לפירעון האג"ח הקרוב ופועלת להגדלת מקורותיה הנזילים לפירעון האג"ח. יחד עם זאת, נציין כי בעבר ניהול סיכונים שוק ונזילות, לא היו שמרניים באופן שהתבטא לעיתים בצפיפות זמנים אל מול החלויות וצרכי הפעילות השוטפת.
- חבר הפרויקטים היזמיים הולך וקטן לאורך זמן לאור אסטרטגיית החברה לגיוון הפעילות לתחום הנדל"ן מניב. לצד זאת, בשנים הקרובות, לפי הערכות החברה, צפויים תקבולים משמעותיים ממכירת מלאי דירות. לאור זאת, מידרוג מצפה כי חלק משמעותי מהתמורה יישאר בחברה וישמש לפיתוח הפעילות וכן לעיבוי הנזילות. ככל שתהיה חלוקה משמעותית או ייזום משמעותי באופן שעלול לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה, ייתכנו השלכות שליליות על הדירוג.
- דירוג החברה מושפע לשלילה מאי עמידה בתחזיות החברה לאורך זמן בקשר עם היקף וקצב המכירות בפרויקטים ומקצב מכירות איטי בפרויקטים באופן שלאורך זמן עלול להשליך לשלילה על הפרופיל הפיננסי של החברה. ככל שהחברה לא תעמוד בשנה הקרובה בתחזיותיה, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל מספר התאמות פיננסיות לדוח הכספי, ביניהן, איחוד יחסי של החוב בחברות המוחזקות בשיטת השווי במאזני, פירעון קרן אג"ח בהיקף של כ-300 מ' ש"ח במהלך חודש דצמבר 2020, מימון מחדש של מניות C בפרויקט CPT ומימון מלאי בפרויקט פיר ויליאג שהתרחש במהלך חודש נובמבר 2020. כמו כן, תרחיש הבסיס מניח, בין היתר, פירעון בהיקף של כ-300 מ' ש"ח בדצמבר 2021. תרחיש הבסיס מניח גם, המשך גידול בהלוואות הליווי לאור המשך השקעה בפרויקטים בהיקף של כ-400 מ' דולר

ופירעון הלוואות בכירות בפרויקטים שצפויים להתאכלס במהלך השנה. בהתאם לכך, תרחיש הבסיס מניח, כי שיעור המינוף של החברה צפוי לנוע בטווח של 70%-72% יחס חוב ל- CAP, ויחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח של 1-1.3 יחסים אלו חלשים ביחס לדירוג. תרחיש הבסיס מניח כי חלק משמעותי מהתמורה מהמכירות תישאר בחברה לצורך פירעון האג"ח.

אופק הדירוג

הצבת אופק דירוג יציב הינה לאור הערכה כי סיכון ההקמה נמוך ולאור היקף עסקאות המציג שיפור מסוים, אם כי, להערכתנו עדיין אינו מהווה בסיס להנחה של שינוי מגמה לאורך זמן. לצד זאת, בשנה הקרובה היקף ההכנסות והיקף פירעון החוב מושפע ממכירות בפועל שהכרתם צפויה בשנה הקרובה בפרט בשני נכסים CPT – Brooklyn point אשר צפויים להוריד את מינוף החברה ולשפר את יחסי הכיסוי. ככל שלא יהיה שיפור ביחסים הפיננסיים בהתאם לתחזיות מידרוג, דירוג החברה עלול להיפגע.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה בסיכון הענפי, המתבטא בשיפור משמעותי בקצב המכירות מול הביצוע ובשמירה על שיעורי רווחיות בהתאם לתחזית
- גידול משמעותי בקצב מכירות, לאורך זמן, אשר יהיה בו כדי להשפיע על יחסי המינוף והכיסוי של החברה
- שיפור בגמישות הפיננסית ובנזילות של החברה
- שיפור משמעותי במדיניות הפיננסית של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- המשך שחיקה ביחסי המינוף, יחסי הכיסוי ורווחיות- בפרט עלייה ביחסי המינוף מעבר לתחזיות מידרוג עלולה להוביל לירידה בדירוג
- חלוקת דיבידנדים משמעותית אשר עלולה לפגוע בפרופיל הפיננסי ובנזילות החברה
- העדר אסטרטגיה ברורה בנוגע לפעילות החברה, היקף ההשקעות והיקף החלוקה
- הרעה בתזרים המזומנים של החברה
- אי עמידה בתחזיות החברה בקשר עם קצב המכירות ושיעורי הרווחיות

Extell Limited - נתונים עיקריים, במיליוני דולר*

	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020	
היקף הכנסות	84	7	95	
רווח גולמי	30%	8%	17%	
חוב פיננסי	1,893	2,459	2,699	
חוב ל- CAP	59%	63%	69%	
EBIT להוצאות מימון	1>	1>	1>	

* נתוני המדידה הינם בהתאם לדוחות הכספיים ולא באיחוד יחסי, כפי שמוצג תרחיש הבסיס ובתחזית מידרוג

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פעילות החברה בתחום הייזום למגורים בניו יורק ובפרט פרויקט משמעותי בתחום האולטרה יוקרה, מאופיינת בביקושים נמוכים בשנים האחרונות, אולם לאחרונה חלה עליה בהיקף המכירות

מדינת ניו יורק ממוקמת בפדרציית ארה"ב, המדורגת Aaa באופק יציב על-ידי Moody's. בתחילת אוקטובר 2020 Moody's הורידה למדינת ניו יורק, כמו גם לעיר ניו יורק, את דירוג האשראי מ-Aa1 ל-Aa2, באופק יציב בעוד שהעיר ניו יורק נותרה באופק שלילי המשקף קשיים פיננסיים משמעותיים שנגרמו ממשבר הקורונה¹. הגבלות הקורונה בניו יורק גרמו לירידה בפעילות הכלכלית בכלל ובתוצר בפרט כאשר הצמיחה בתוצר בשנת 2020 בניו יורק צפויה להיות שלילית ולהסתכם בכ-3.4%. אולם בשנים 2021-2022 צפויה התאוששות בשיעור הצמיחה בתוצר של כ-4.4% וכ-3% בהתאמה².

שוק הדיור בעיר ניו יורק טרום משבר הקורונה ולאחר המשבר הכלכלי בשנת 2008 התאפיין בעליית במגזר דיור היוקרה ואולטרה היוקרה בעיר ניו בכלל ובמנהטן וברוקלין בפרט. עד שנת 2016, קצב המכירות בשוק דיור האולטרה יוקרה במנהטן עלה בצורה קבועה. בשנת 2016 חלה התקררות בביקוש של הלקוחות המיועדים כאשר מאותה שנה ועד לתחילת 2020 רק חצי מהדירות שיצאו לשוק בשנים אלה נמכרו. עם זאת, ברבעון האחרון של שנת 2020 נצפתה בברוקלין כמו גם במנהטן עלייה ניכרת בקצב המכירות ביחס לרבעון העוקב עם עלייה של כ-83% וכ-37%, בהתאמה, נציין כי בעוד שהמחיר הממוצע במנהטן נשאר זהה ביחס לשנה שעברה, המחיר הממוצע בברוקלין עלה ב-5.5% באותו פרק זמן³.

למרות הירידה בשנים האחרונות קיימת אופטימיות במשק ביחד עם המגמה החיובית ברבעון האחרון של שנת 2020, פתיחת השווקים הבין-לאומיים, וקצב החיסונים להתאוששות במשק בשנה הנוכחית ובשנה הבאה. על פי סקירה שנמסרה מהחברה, כמות החוזים שנחתמה בחודש ינואר 2021 ובסוף שנת 2020 היו גבוהים יותר בהשוואה לחודשים המקבילים בשנה העוקבת (גידול של כ-28% בכמות החוזים שנחתמה בחודש ינואר מול ינואר אשתקד). אולם להערכתנו, נדרש פרק זמן משמעותי יותר כדי להבחין בשינוי מגמה בענף.

נציין כי על אף שמדובר בחברה יזמית ביסודה, צבר הפרויקטים היזמיים הולך וקטן לאורך זמן לאור אסטרטגיית החברה לגיוון הפעילות לתחום הנדל"ן מניב. לצד זאת, בשנים הקרובות, לפי הערכות החברה, צפויים תקבולים משמעותיים ממכירת מלאי דירות. לאור זאת, מידרוג מצפה כי חלק משמעותי מהתמורה יישאר בחברה וישמש לפיתוח הפעילות וכן לעיבוי הנזילות.

פרופיל עסקי המושפע לחיוב מניסיון משמעותי של ההנהלה ואיכותה. מנגד, קצב מכירות איטי בפרויקטים ופיזור חלש. היקף הכנסות הצפויות של החברה בולט ביחס לדירוג

לחברה קיימים 6 פרויקטים בייזום אשר עיקרם הושלמו או נמצאים בשלבים מתקדמים של הייזום אשר ממוקמים במיקומים מרכזיים וייחודיים. פרויקטים אלו, המאופיינים בקצב מכירות איטי לאורך זמן, משליכים לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה מאחר וקיים סיכון לירידה במחירי הדירות שטרם נמכרו וליכולת להעריך את התזרים החזוי מהן. נציין כי להערכת החברה ועל-פי נתונים שנמסרו מהחברה לגבי התקשרויות בחוזים למכירת דירות, בחודשים האחרונים נראה שינוי לטובה בקצב המכירות. אולם להערכתנו, נדרש פרק זמן משמעותי יותר כדי להבחין בשינוי מגמה בענף. כמו כן, הפרופיל העסקי של החברה מושפע מפרויקט CPT של החברה אשר הינו במיצוב גבוה ומוגדר "אולטרה יוקרה" אשר לאור רמות המחירים הגבוהות, הוא פונה לפלח שוק מצומצם. בנוסף, פיזור הפרויקטים חלש ביחס לדירוג מאחר ולחברה קיימים מספר פרויקטים משמעותיים כאשר העיקרי בהם הינו פרויקט CPT שאכלסו החל ברבעון הנוכחי מהווה עפ"י הערכת מידרוג כ-57% מכלל הכנסות מתחום הייזום למגורים החזויות של החברה ושלושת הפרויקטים העיקריים מהווים כ-89% מכלל הכנסות החזויות מתחום הייזום למגורים. נציין כי לאור החלק המשמעותי של פרויקט

¹ מקור: מודי'ס

² מקור: FY Economic and Revenue Outlook

³ מקור: The Elliman report Q4 2020 of Manhattan and Brooklyn

CPT, שינוי ברמות המחירים וברווחיותו עלול להשפיע באופן מהותי על כלל הכנסות החברה ורווחיותה. לצד זאת, נציין כי, מידרוג מעריכה את איכות ההנהלה וניסיונה המשמעותי כתורמת לפרופיל העסקי של החברה ומשליכה עליו לחיוב.

היקף הכנסות החברה בולט לחיוב ביחס לדירוג וצפוי לנוע בטווח של 2-3 מיליארד ש"ח בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג הכולל תרחישי רגישות ביחס לקצב מכירת הדירות. יצוין כי היקפים אלו מושפעים לחיוב מתקבולים שנדחו משנת 2020 לשנת 2021 בעיקר לאור עיכוב בפרויקט פיר וילג' ופרויקט CPT אשר סיום הקמתם התעכב מעבר לתחזיות החברה והתחלת האכלוס בהם צפויה ברבעון הנוכחי. כמו כן, היקף פעילות החברה הגבוה ביחס לדירוג הינו מושפע מסקטור היוקרה בו פועלת החברה אשר עלול להיות תנודתי וכרוך בחוסר וודאות.

רווחיות בולטת לחיוב ביחס לדירוג אשר מושפעת בחלקה מפרויקט משמעותי, CPT, אשר קצב המכירות בו איטי עם שיעורי הנחות אשר הובילו לשחיקה מסוימת ברווחיות החזויה

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח תרחישי רגישות, בין היתר, ביחס למחירי המכירה וקצב המכירה, שיעור הרווחיות (ללא עלויות מימון) צפוי לבלוט לחיוב ביחס לדירוג ולנוע בטווח של 28%-32%. נציין כי שיעור הרווחיות עלול להיות תנודתי וקיימת תלות גבוהה בשיעור הרווחיות בפרויקט CPT אשר קצב המכירות בו איטי, אף שאנו מצפים כי קצב המכירות ישתפר ביחס לשנים קודמות, אם בשל הורדת מחירים המסוימת כחלק מהגברת אסטרטגיית השיווק וכן לאור סיום בנייתו במהלך שנה זו, אשר אמורה להקל על תהליכי השיווק. בהתאם להנחות בפרויקט CPT, שיעורי הרווחיות החזויים נשחקו ביחס לתחזיות הקודמות של החברה, אך אף על פי כן גם תחת תרחיש של ירידת מחירי דירות מעבר להערכת החברה, עדיין פרויקט זה צפוי לייצר רווח ותזרים משמעותי הבולט לחיוב ביחס לדירוג.

יחסי מינוף וכיסויי חלשים ביחס לדירוג המושפעים לשלילה מקצב מכירות איטי בפרויקטים

נכון ל- 30.09.2020 שיעור המינוף בחברה הינו 77% בהתאם להתאמות מידרוג לחוב הפיננסי הכוללות איחוד יחסי של חברות המוחזקות בשיטת השווי המאזני. שיעור זה, חלש ביחס לדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח, בין היתר, כי ההכנסות ממכירות הפרויקטים ישמשו בעיקר לתשלום חוב בכיר, שיעור המינוף צפוי לנוע בטווח של 70%-72%, החלש ביחס לדירוג החברה. טווח זה מהווה שחיקה ביחס למעקב קודם וזאת בין היתר, לאור אי עמידה בתחזיות החברה בקשר עם קצב המכירות אשר היה צפוי להקטין את החוב הבכיר בהיקף גבוה יותר. כמו כן, נציין כי מאחר ובנייתם של כל הפרויקטים היזמיים הושלמה ברובה (למעט CPT, הנמצא בשלביים סופיים), החברה צפויה להקטין את החוב בהתאם לקצב מכירת הדירות וזאת בשונה מחברות ייזום אחרות הממשיכות ליזום פרויקטים חדשים ולשמור על יתרת חוב יציבה. כמו כן, בהתאם להערכות החברה המניחה קצב מכירות ומחירי המכירה גבוהים ביחס לתרחיש מידרוג, שיעורי המינוף צפויים להשתפר מעבר לתחזיות מידרוג.

יחס כיסוי הריבית מושפע לשלילה מקצב מכירות איטי ביחס לתחזיות באופן שלא אפשר לחברה לפרוע את התחייבויותיה מהתמורה מהמכירות אלא באמצעות מימון מחדש של פרויקטים יזמיים אשר התאפיין בשיעורי ריבית גבוהים יותר. בהתאם לתרחיש מידרוג, החברה צפויה להציג יחס כיסוי ריבית חלש הצפוי לנוע בטווח של 1.3-1 בשנות התחזית, אשר אינו הולם את רמת הדירוג

מדיניות פיננסית מוגדרת ומספקת לצד ניהול עבר של סיכונים שוק ונזילות באופן שיצר קרבה בין מועדי התשלום להשלמת המקורות

המדיניות הפיננסית של החברה הינה מספקת, המתבטאת, בין היתר, במדיניות הנזילות כפי שהוצגה למידרוג. להערכתנו, לשנה הקרובה החברה נערכת לפירעון האג"ח הקרוב ופועלת להגדלת מקורותיה הנזילים לפירעון האג"ח. יחד עם זאת, נציין כי בעבר ניהול סיכונים שוק ונזילות נוהלו בצפיפות זמנים, בין היתר לאור השפעות משבר הקורונה, אל מול החלויות וצרכי הפעילות השוטפת. מידרוג תמשיך ותיבחן את ניהול הנזילות ועמידתה של החברה בתחזיות לאורך זמן. נציין כי חלוקות דיבידנדים משמעותיות ו/או השקעות משמעותיות בפרויקטים בסיכון גבוה באופן שעלול להשפיע על הפרופיל הפיננסי, עלולים להשפיע שלילה על הדירוג בטווח הקצר.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג הסדרה בפועל הינו Baa1.il אשר נמוך בנוטש מתוצאת דירוג הנגזר מהמטריצה A3.il וזאת בעקבות אי עמידה בתחזיות החברה לאורך זמן בקשר עם היקף וקצב המכירות בפרויקטים. לאור קצב המכירות האיטי, החברה תלויה ביכולתה לפעול בסביבת מימון מורכבת יחסית ומיצירת תזרים מזומנים על ידי מימוש, מימון מחדש והכנסת שותפים לנכסי החברה, לעיתים בצפיפות זמנים אל מול החלויות וצרכי הפעילות השוטפת. בנוסף, בעקבות קצב מכירות איטי הפרמטרים הפיננסיים של החברה נשחקים לאורך זמן וככל שנזילות החברה נסמכת בעיקר על מימון מחדש חלף מכירות, עולה חשש לשחיקה נוספת בפרופיל הפיננסי, לאורך זמן.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2020 ⁴		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	2,000-3,000	Baa.il	325	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Aa.il	32%-28%	Baa.il	17%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
Baa.il	72%-70%	Baa.il	69% (כ- 77% באיחוד יחסי של חברות המוחזקות באקוויטי)	חוב פיננסי / CAP	פרופיל פיננסי
Baa.il	1-1.3	Ba.il	1>	EBIT / הוצאות ריבית	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
Baa1.il					דירוג בפועל

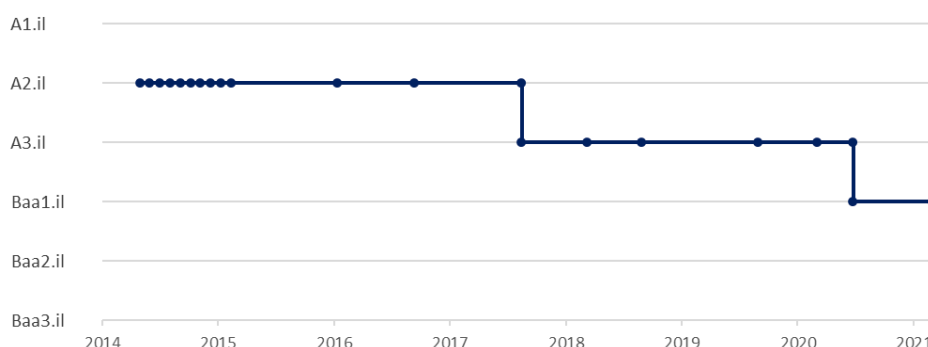
* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. נתוני המדידה הינם בהתאם לדוחות הכספיים ולא באיחוד יחסי, כפי שמוצג תרחיש הבסיס ובתחזית מידרוג.

⁴ נתוני המדידה הינם בהתאם לדוחות הכספיים ולא באיחוד יחסי, כפי שמוצג תרחיש הבסיס ובתחזית מידרוג.

אודות החברה

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית. בעל השליטה, נשיא ויו"ר החברה הינו מר גארי ברנט, המחזיק ב-100% ממניות החברה. למר ברנט ניסיון של מעל 25 שנה בתחום הנדל"ן והינו דמות מרכזית בענף הנדל"ן בניו יורק, גם בפלחי היוקרה והאולטרה יוקרה. 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

[אקסטל לימיטד בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

07.03.2021	תאריך דוח הדירוג:
01.10.2020	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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי 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 וכאמור 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.

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>