

Extell Limited

מעקב ופעולת דירוג | דצמבר 2021

אנשי קשר:

שירן פימא

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
Shiranfh@midrog.co.il

אורית תשובה

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

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

Extell Limited

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידורג מעלה את דירוג אגרות החוב של (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה חברת Extell Limited (להלן: "החברה" ו/או "אקסטל") מדירוג Baa1.il לדירוג A3.il ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. בנוסף קובעת מידורג דירוג זה לאגרות חוב שתנפיק החברה באמצעות סדרה חדשה (סדרה ד') בסך של עד 170 מיליון ש"ח ערך נקוב. תמורת הגיוס מיועדת לפעילותה השוטפת של החברה.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1135367	A3.il	יציב	31.12.2021
ג'	1175041	A3.il	יציב	31.03.2026

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת דירוג אגרות החוב נובעת משיפור הפרופיל הפיננסי של החברה בהתאם לתחזיות מידורג וכן, הפחתת סיכון הייזום לאור השלמת בניית פרויקטי הייזום למגורים באופן מהותי אשר יחד עם המשך המגמה החיובית בקצב המכירות תורמים לחיזוק נראות תוצאות הפעילות החזויות וקיטון בחוב הבכיר.

דירוג החברה נסמך על השיקולים העיקריים הבאים:

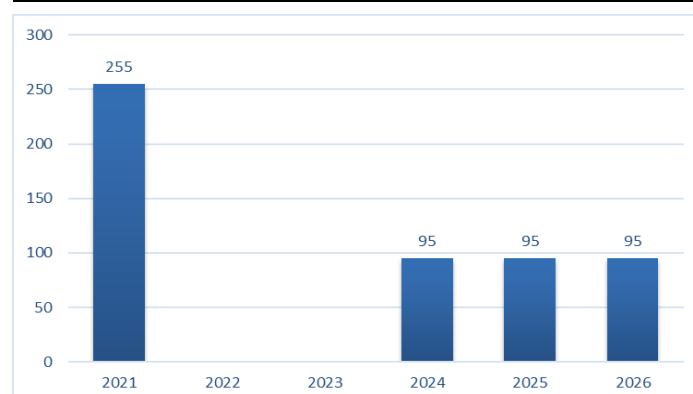
- החברה פועלת בתחום הייזום למגורים בניו יורק ובפרט במנהטן ובעלת פרויקטים המאופיינים במיצוב גבוה מאוד, הפונים לפלחי שוק היוקרה והאולטרה יוקרה. פעילות החברה בקטגוריות שוק אלו, המהווה כיום את עיקר נכסיה, מאופיינת בסיכון עסקי גבוה יחסית לענפי נדל"ן אחרים מכיוון שהיא פונה לפלח שוק מצומצם ובעלת ביקוש תנודתי המושפע מגורמים אקסוגניים רבים. לאחר מספר שנים של מכירות איטיות, שפירו אחר לוחות הזמנים שתוכננו, החברה ניהנית מאז הרבעון האחרון של שנת 2020 מהמגמה החיובית בביקושים לנכסי מגורים במנהטן, לרבות נכסי יוקרה וכן מהתקדמות הבנייה בנכסים שתורמת לקצב המכירה. היקף ההכנסות הרחב הנגזר מפעילות זו והרווחיות הגבוהה מהווים כרית הגנה בפני זעזועים הממתנים במידת מה את הסיכון העסקי בפעילות.
- פעילות החברה עודנה ריכוזית מאוד ובעלת חשיפה גבוהה לפרויקט האולטרה יוקרה CPT, אשר מלאי הדירות למכירה ובהקמה המיוחסים לו מהווה את הנכס העיקרי במאזן החברה. גודלו של פרויקט זה מעיב על הפיזור העסקי, כאשר לחברה עוד מספר פרויקטים למגורים, וכן 6 נכסים מניבים המפיקים NOI שנתי של 49 מ' ד' לשנה (חלק החברה). התזרים השוטף הנובע מנכסים אלו אינו מהותי כיום. עם התקדמות ושיפור קצב מכירות יח"ד, אנו צופים לראות שיפור בפיזור הפעילות תוך גידול בנתח הנכסים המניבים ביחס לכלל פעילות החברה אשר עשוי להשליך לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה.
- שלב ההקמה של פרויקטי הייזום שבבעלות החברה הסתיים בחלקו מהותי וצבר פרויקטים היזמיים הולך וקטן לאורך זמן, גורמים חיוביים בפרופיל הסיכון של החברה. לאורך השנים 2022-2024 החברה צפויה לצמצם את היקף הנכסים ביזום עם המשך מכירת הדירות וצמצום צבר הפרויקטים היזמיים לאורך הזמן, ובהתחשב גם באסטרטגיית החברה לגיוון הפעילות לתחום הנדל"ן המניב. בטווח הזמן הבינוני החברה צפויה ליזום נכסי נדל"ן מניב על קרקעות שברשותה וכן להפנות את עודפי המזומנים שינבעו ממכירת מלאי הדירות להמשך פיתוח פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב, תוך שמירה על יתרות נזילות ומינוף בהתאם למדיניות הפיננסית שהוצגה בפני מידורג.
- מאחר ובנייתם של פרויקטי הייזום למגורים הושלמה מהותית, הכנסות החברה ממכירות בטווח הזמן הקצר-בינוני צפויות לשמש בעיקרן לצורך הפחתת החוב הבכיר ובכך להוריד את שיעור המינוף ולהפחית את עלויות המימון ובהתאם לשפר את הפרופיל הפיננסי של החברה. נכון ליום 30.09.2021 התקשרה החברה בהסכמים למכירת יח"ד (חוזים חתומים וחוזים לקראת

חתימה) בסכום של כ- 430 מ' דולר. כמו כן, מאז ועד למועד הסמוך לפרסום דוחותיה הכספיים של החברה לרבעון השלישי של שנת 2021, התקשרה החברה בחוזים למכירת יח"ד בסכום של כ- 131 מ' דולר. הנ"ל מחזק את נראות התזרים ואת קצב המכירות הצפוי בטווח הקצר-בינוני.

- על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקפי המכירות צפויים להמשיך ולבלוט ביחס לדירוג החברה ולהסתכם בטווח של 1.4-1 מיליארד דולר לשנה. יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו צפוי להשתפר ולנוע בטווח של 60%-65%, ההולם את רמת הדירוג. יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון אינו בולט ביחס לדירוג וצפוי להסתכם בטווח של 1.6-2.5 שנים. בהתאם להצהרת החברה, מידרוג הניחה כי החברה לא תחלק דיבידנדים לבעלי המניות במהלך השנים 2021 ו-2022.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל מספר התאמות פיננסיות לדוח הכספי, ביניהן, איחוד יחסי של החוב בחברות המוחזקות בשיטת השווי במאזני, הנפקת אגרות חוב (סדרה ד') בהיקף של כ- 400 מיליון ש"ח ערך נקוב, שחרור פיקדונות (reserves) בסכום של 73 מ' דולר במסגרת המימון מחדש של מניות C בפרויקט CPT שבוצע במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2021 וכן פירעון אגרות חוב (סדרה ב') בהיקף של 255 מ' ש"ח ברבעון הרביעי של שנת 2021. תרחיש הבסיס מניח גם, המשך גידול בהלוואות הליווי לאור המשך השקעה בפרויקטים ופירעון הלוואות בכירות בפרויקטים שצפויים להתאכלס במהלך השנה. נזילות החברה הינה סבירה גם אם איננו מביאים בחשבון את גיוס האג"ח המתוכנן. לחברה יתרות מזומן בקופתה בסך של כ- 90 מ' דולר ל- 30.09.2021 מכך כ- 80 מ' דולר מיועדים לפרעון המלאה של אג"ח סדרה ב' בסוף שנה זו. אגרות החוב סדרה ג' וכן אגרות החוב שהחברה צפויה להנפיק כוללות מספר שנות גרייס על הקרן כך שלא צפוי תשלום קרן לפני שנת 2024. לחברה חלויות של הלוואות ליווי שפרעון צפוי לנבוע ממכירות הדירות בשנה הקרובה.

תרשים 1: לוח סילוקין של קרן האג"ח, במיליוני ש"ח, נכון ליום 30.09.2021:



אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו כי סיכון ההקמה נמוך וכי סיכון הייזום פחת עם גידול בקצב המכירות בתקופה האחרונה אשר הוביל לשיפור משמעותי בפרופיל הפיננסי. ככל שלא יהיה שיפור ביחסים הפיננסיים בהתאם לתחזיות מידרוג, דירוג החברה עלול להיפגע.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקפי הפעילות בתחום הנכסים המניבים באופן התורם תזרים פרמננטי ומשמעותי
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית ובנזילות של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ביחסי המינוף וכיסוי
- 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

שיקולים נוספים לדירוג

פעילות החברה בתחום הייזום למגורים בניו יורק ובפרט פרויקט משמעותי בתחום האולטרה יוקרה טומנת בחובה תנודתיות בביקושים המשליכה לשלילה על היכולת לאמוד את קצב המכירות ותוצאות הפעילות. בנוסף, לחברה קיימת היסטוריה של אי עמידה בתחזיות לאורך זמן בקשר עם היקף וקצב המכירות בפרויקטים. בעבר, לאור קצב המכירות האיטי, החברה נאלצה להסתמך על יכולתה לפעול בסביבת מימון מורכבת יחסית ויצירת תזרים מזומנים על ידי מימוש, מימון מחדש והכנסות שותפים לנכסי החברה, לעיתים בצפיפות זמנים אל מול החלויות וצרכי הפעילות השוטפת, מה ששחק לאורך זמן את הפרמטרים הפיננסיים של החברה. מנגד, הצהרת החברה למעבר לתחום הנדל"ן המניב אשר יבוא לידי ביטוי בכך שנכסי ייזום חדשים יהיו בתחום המניבים וכן, עודפי המזומנים שייווצרו ממכירת הקונדו ישמשו לפיתוח תחום פעילות זו מפחית במקצת את הסיכון שתואר לעיל עם מימוש אסטרטגיה זו.

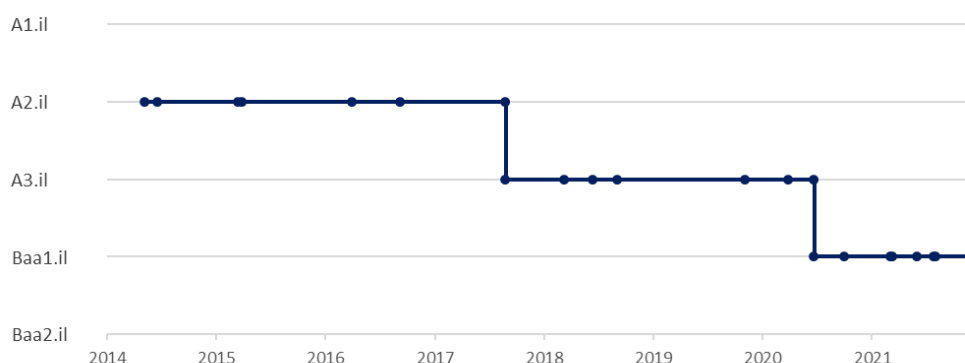
מטריצת הדירוג

תחזית מידורג		ליום 30.09.2021 ¹		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	1,500<	Aaa.il	1,500<	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Aa.il	35%-28%	A.il	21%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	65%-60%	Baa.il	67% (כ- 71% באיחוד יחסי של חברות המוחזקות באקוויטי)	חוב פיננסי / CAP	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.6-2.5	Ba.il	1>	EBIT / הוצאות ריבית	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

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

¹ נתוני המדידה הינם בהתאם לדוחות הכספיים ולא באיחוד יחסי, כפי שמוצג תרחיש הבסיס ובתחזית מידורג

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אקסטל לימיטד - דוחות קשורים](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

15.12.2021	תאריך דוח הדירוג:
05.08.2021	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 שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>