



Extell Limited

דוח דירוג ראשוני | מאי 2014

1

מחברים:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

גבריאל דרנוב - אנליסט
gabrieled@midroog.co.il

איש קשר:
רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל
rang@midroog.co.il

Extell Limited

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרות (Issue)
------------------	----	---------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2 באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 700 מיליון ש"ח ע.ג. אותה תנפיק חברת Extell Limited (להלן: "אקסטל" או "החברה"). בכוונת החברה לבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר. התמורה תשמש בעיקר לפיתוח הקרקעות והפרויקטים הקיימים במנהטן וכן לפעילות השוטפת.

הדירוג כפוף לאמור בתשקיף ההנפקה לפיו בעל השליטה - מר גארי ברנט, התחייב כי קודם לרישום למסחר בבורסה של אגרות החוב, יעביר לחברה את הזכויות בתאגיד LLC, כפי שמפורטים בתשקיף, המחזיקים בשרשור ובזכויות בעלות וחכירה בפרויקטים יזמיים בעיר ניו יורק ובנכסי נדל"ן להשקעה (לרבות נדל"ן להשקעה בהקמה וכן במלון הממוקם בעיר בוסטון) וכל זאת תמורת הקצאת מניות בלבד.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 08/05/2014. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית, המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה, על החברה יחולו הוראות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל ואשר נסחרות בבורסה בישראל). בעל השליטה, נשיא ויו"ר החברה הינו מר גארי ברנט, המחזיק בשרשור בכ-100% ממניות החברה. למר ברנט ניסיון של מעל 25 שנה בתחום הנדל"ן בניו יורק והינו בעל ניסיון וותק בייזום נדל"ן, בעיקר בפלחי היוקרה והאולטרה יוקרה. עם השלמת ההנפקה, יעביר מר ברנט לחברה את אחזקותיו בתאגידים המחזיקים בפרויקטים בפיתוח, בנכסי נדל"ן מניב וקרקעות לפיתוח עתידי, הכוללים, בין היתר, את הנכסים הבאים:

- פרויקטים בפיתוח** - לחברה שני פרויקטים הנמצאים בשלב ביצועי מתקדם כאשר הבולט הוא "One 57", הנמצא לקראת השלמה ביצועית ובגינו נחתמו חוזי מכר בהיקף של כ-70%, על בסיס צפי ההכנסה הכללית. מדובר בבניין המגורים הגבוה ביותר בניו-יורק, המתנשא לגובה של כ-310 מטר ומונה 90 קומות וכ-132 דירות קונדו. כמו כן, הפרויקט כולל בית מלון שנמכר בחלקו לרשת Hyatt העולמית עבור כ-370 מיליון דולר. יציין כי, לחברה נותרה החזקה במלון, בשרשור סופי של כ-16.6%. בהתאם לנתוני החברה, בשנים הקרובות, הפרויקטים בביצוע צפויים להפיק תזרים לאחר שירות חוב ולפני מס בהיקף של כ-400-500 מיליון דולר (חלק חברה).
- נכסים מניבים** - לחברה מצבת נכסים מניבה, הכוללת נכסים איכותיים במנהטן, המושכרים בחוזים ארוכי טווח (מרבית השוכרים מדורגים בדרגת השקעה במודי'ס). בהקשר זה נציין את ההחזקה של כ-42% ב-W Hotel, הממוקם ב-Times Square במנהטן והינו אחד מהמלונות המוכרים בניו-יורק. המלון בן 54 קומות ומונה מעל ל-500 חדרים ושלוש קומות מסחר הפונות ל-Times Square - מבין שטחי המסחר עם הביקוש הגבוה ביותר בעולם. סך החזקות החברה בנכסים מניבים מתפרס על שטח של כ-133 אלף מ"ר, המייצרים NOI שנתי של כ-28 מיליון דולר - חלק חברה.
- קרקעות לייזום/בתחילת בנייה** - לחברה החזקות משמעותית במספר קרקעות לפיתוח עתידי במגזר זה. הקרקע המשמעותית לפיתוח הינה פרויקט Central Park Tower - מגדל מגורים אשר עתיד להיות גבוה אף יותר מפרויקט One 57 ובהתאם לנתוני ותחזיות החברה צפוי ליצור תזרים שיורי של מעל 2 מיליארד דולר. יציין, כי

החברה התקשרה עם רשת Nordstrom למכירת שבע הקומות הראשונות במגדל תמורת כ-390 מיליון דולר. נכון למועד דוח זה הפרויקט ומספר פרויקטים נוספים מצויים בשלבי ביצוע התחלתיים.

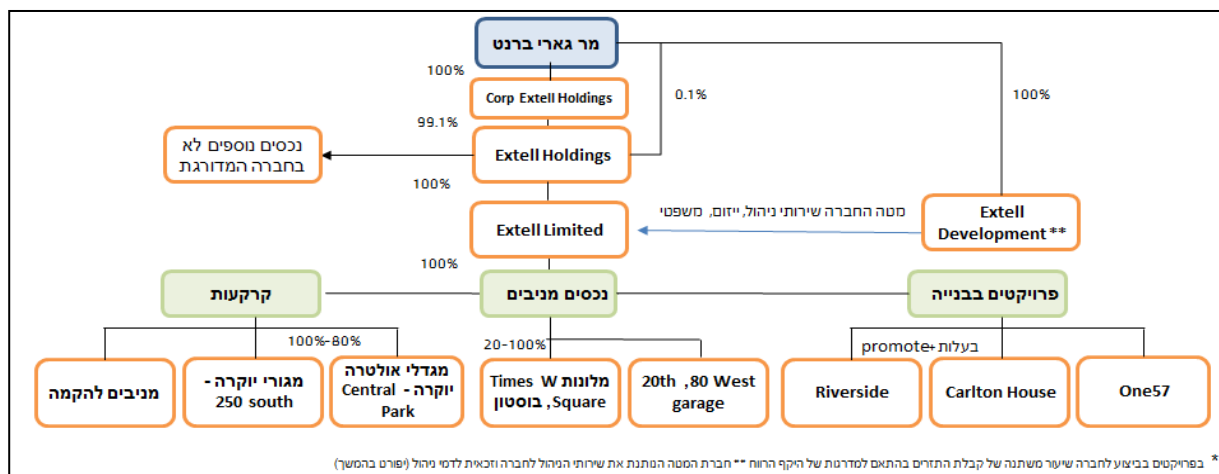
נכסי החברה הינם חלק מתיק הנכסים של קבוצת Extell Holdings (להלן: "הקבוצה"). הקבוצה משלבת תחת קורת גג אחת שלל שירותי מעטפת לפעילותה, כגון: מנגנון רכישות, מימון, פיתוח, עיצוב, בניה, שיווק, ייעוץ משפטי, חשבונות, דיווח חשבונאי, גזברות, ניהול כספים וניהול נכסים. בתמורה לשירותים אלה, אקסטל תעביר לחברת הניהול של הקבוצה סך השווה ל-1% מהשווי הנכסי הנקי של החברה (NAV), השווה לכ-20 מיליון דולר בשנה, אך בכל מקרה לא יועברו למעלה מ-3.5% מההון העצמי החשבונאי, בנטרול זכויות מיעוט.

אקסטל - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי דולר)

דוח מאוחד, אלפי דולר ארה"ב	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	לא מבוקר -
הכנסות	24,475	2,922	2,833	
רווח גולמי	10,991	2,028	2,269	
שיעור רווח גולמי	45%	69%	80%	
EBITDA בתוספת דיבידנד ממוחזקות	36,369	12,204	4,019	
הכנסות אחרות ורווח בגין מוחזקות*	203,064	85,997	25,196	
רווח (הפסד) נקי	232,551	99,563	78,151	
חוב פיננסי	519,950	325,770	290,074	
יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)	1,544	46	22	
מזומנים מוגבלים	236,809	2,169	2,491	
חוב פיננסי נטו	518,406	325,724	290,052	
CAP	1,173,644	726,888	546,154	
CAP נטו	1,172,100	726,842	546,132	
הון עצמי	653,694	401,118	256,080	
מקדמות מרוכשים	102,500	-	-	
סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	1,231,407	783,788	614,479	
הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	53.09%	51.18%	41.67%	
חוב פיננסי / CAP	44.30%	44.82%	53.11%	
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	44.23%	44.81%	53.11%	
FFO	-6,213	994	-5,928	
FFO מותאם **	135,954	994	-5,928	
חוב פיננסי ל-FFO	שלילי	328	שלילי	
חוב פיננסי נטו ל-FFO	שלילי	328	שלילי	
חוב פיננסי ל-FFO מותאם **	4	328	שלילי	
חוב פיננסי נטו ל-FFO מותאם **	4	328	שלילי	

* הכנסות אחרות לשנת 2013 כוללות רווח ממכירת נדל"ן להשקעה של כ-142 מיליון דולר ** כולל רווח ממכירת נדל"ן להשקעה.

בשל מבנה ההחזקות ומנגנוני ה-Promote (ראו להלן), חלק מהפרויקטים מוצגים בספרים לפי שיטת השווי המאזני, באופן שהיקף התזרים מהם אינו משתקף במלואו בדוחות.



אסטרטגיה

התמקדות בתחום ייזום נדל"ן במנהטן, בעיקר בפלחי היוקרה והאולטרה יוקרה

כאמור, החברה ממקדת את פעילותה בתחום ייזום הנדל"ן במנהטן ופונה למספר קהלים שונים מהמעמד הבינוני-גבוה ועד לעשירי תבל. אסטרטגיית ארוכת הטווח של הקבוצה עד עתה, אשר תיושם בפעילות החברה מעתה ואילך, מתמקדת באיסוף קרקעות לצורך יצירת רצף טריטוריאלי בתהליך הידוע בשם "Assembly". פעולות אלה עשויות לקחת שנים רבות ולכלול עסקאות רבות. איחוד הקרקעות לחלקה גדולה אחת, בהינתן תנאים מסוימים, מאפשר לקבוצה לנצל זכויות אוויר ובכך לבנות לגובה. בנוסף, תהליך זה מביא לתרומה לרווחיות, שכן הקבוצה אוספת את הקרקעות במחירים נמוכים באופן משמעותי ביחס לתרחיש בו היו קונים את השטח בעסקה אחת.

כחלק מההשקפה האסטרטגית, הקבוצה נוהגת להתקשר בהסכמי מימון עם שותפים לצורך ייזום הפרויקטים ובין היתר מגדירים הסכמי "Promote" לטובת הקבוצה - המוגדרים כחלוקה של עודפי מזומנים ליזם לעומת השותפים הפיננסיים, אשר מגדילים את אחוז ההשתתפות של הקבוצה ברווחים, ללא השקעה נוספת מצידה ולמעשה מקנים לה אחוזי החזקה אפקטיביים גבוהים יותר מההשקעה הכספית. מנגנוני ה-Promote מקובלים בתחום פעילות הייזום בארה"ב. כך לדוגמה, שיעור הבעלות ההונית על פרויקט One 57 הינו כ-11% (לחברה עדיין מעל 50% מזכויות ההצבעה) אך החברה זכאית לשיעור של כ-26% מהתזרים הכולל של הפרויקט, לפי הצפי כעת. יצוין כי בחלק ניכר מהמקרים, בשל הפער בין עלות הקרקע לקבוצה לשוויה לאחר ה-Assembly, הכנסת השותפים מלווה גם בתזרים ורווח לטובת הקבוצה, כתוצאה מהירידה בשיעור ההחזקה וזאת אף מעבר למנגנון ה-Promote.

כאמור, תמורת הגיוס מיועדת לפיתוח נכסים ובמקרים מסוימים, ללא הכנסת שותפים, כאשר בכוונת החברה לפעול לצורך גיוון מקורות מימון והורדת עלויות החוב. מידרוג תבחן לאורך זמן את התנהלות החברה בפועל כחברה מדווחת בישראל והמדיניות הפיננסית לאור גיוס חוב אג"ח.

חלוקת דיבידנד אשר צפויה לכלול לפחות את תשלום חבות המס בגין הפרויקטים המשולמת ע"י בעל השליטה

החברה טרם פרסמה מדיניות דיבידנדים, אך בהתאם למדיניות שנמסרה למידרוג ע"י החברה, קיימת כוונה לכסות את חבות המס של בעל השליטה בגין פעילות החברה. קרי, החברה אינה משלמת מס בגין רווחיה ולפיכך הדיבידנד צפוי לעמוד לכל הפחות על היקף חבות המס של בעל השליטה. יצוין כי לדברי החברה, צפויות מגבלות על חלוקת דיבידנד בשטר הנאמנות של האג"ח כגון שחלוקת דיבידנד תתאפשר רק כאשר לאחר החלוקה יותרו יתרות מזומנים של לפחות 100 מיליון דולר וכן כי לאחר החלוקה ההון העצמי יעמוד על לפחות 400 מיליון דולר.

שיקולים עיקריים לדירוג

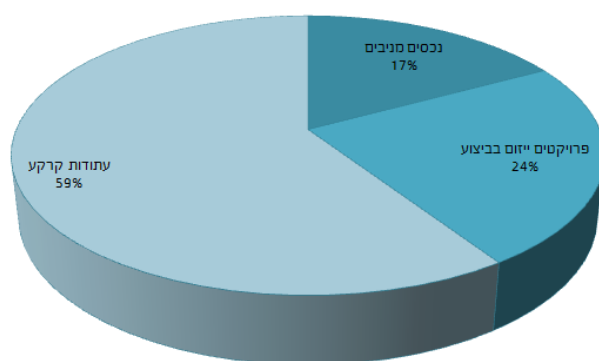
דירוג החברה מושפע לחיוב מאיכות ומיצוב תיק הנכסים ונראות התזרים, הצפוי להביא ליחסי כיסוי מהירים בשנים הקרובות ביחס לצרכי שירות החוב; רמות מינוף נמוכות ושווי עודף גבוה לנכסים, ממתנים את החשיפה למחזור עסקים שלילי; רווחיות בולטת לטובה גלומה בתיק הנכסים, תורמת לנראות התזרים גם בטווח הארוך ומאפשרת לחברה לייצר רווחים גם במידה ותחול ירידת מחירים מסוימת בשוק; ותק וניסיון בולט לחיוב של ההנהלה והטמעת פלטפורמה לניהול, רכישה, השבחה וייזום; פעילות החברה בשוק הדיור במנהטן, המהווה שוק חסין יחסית לאורך זמן, מספקים סביבת פעילות נוחה יחסית, למרות החשיפה לירידת מחירים וירידה בהיקף העסקאות בשוק היוקרה, זאת אף, כאמור, ביחס לרווחיות הגלומה בתיק נכסי החברה אשר יש בה כדי להוות כרית ספיגה לתקופות האטה.

דירוג החברה מושפע לשלילה מחשיפה לסיכונים הקשורים לענף ייזום הנדל"ן במנהטן ולתחום היוקרה ואולטרה יוקרה הפוגעים בעמידות התיק לעתות משבר ועשויים לחשוף את תוצאות החברה לתנודתיות. יצוין כי, מדיניות החברה לקבלת מקדמות בהיקף של 25% מהסכמי המכירה, ממתנת את הסיכון הנ"ל; תלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה; ריכוזיות של תיק הנכסים בפרויקטים מהותיים כך ש-2 הפרויקטים המהותיים של החברה אחראים על כ-60% מה-NAV (כ-20% מהאמור, הינו פרויקט One 57, מצוי בשלבי ביצוע מתקדמים ואף לאחרונה החל שלב מסירת הדירות). אף על פי כן, לחברה נכסים בהיקף מספק לצורך שירות החוב גם בנטרול נכסים אלו; אחזקה בנכסים ביחד עם שותפים והעדר נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף משמעותי ביחס לאג"ח, פוגעים בגמישות הפיננסית; היעדר ותק בפעילות כחברה מדווחת והרגולציה החלה בעניין.

פורטפוליו נכסים איכותי במספר מגזרים במנהטן, צפוי להפיק תזרים משמעותי מאוד ביחס לצרכי שירות החוב, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך, באופן התורם משמעותית לנראות התזרים

לחברה פורטפוליו איכותי, הכולל נכסים במיצוב גבוה במספר מגזרים, לרבות נכסים מניבים המושכרים לשוכרים איכותיים (מדורגים בדרגת השקעה בדירוג בינלאומי) לטווח ארוך. למרות הריכוזיות הגיאוגרפית של התיק והחשיפה לנכסים

פילוח NAV, חלק חברה



ספציפיים (ראו להלן), לאור היקף הנכסים, מיקומם ומיצובם, מידרוג רואה בתמהיל זה גורם משמעותי הבולט ביחס למידרוג. השווי הנכסי הנקי (NAV) של תיק הנכסים הינו כ-3.7 מיליארד דולר, כאשר חלק החברה המשוקלל בתיק הינו קרוב לכ-2 מיליארד דולר (כולל גם את רכישת פורטפוליו נכסי "רינג", אשר הושלמה לאחר תאריך המאזן). חלק ניכר מה-NAV מיוחס לנכסים אשר הינם בלב הביקוש העולמי לנכסים מסוגם בייחוד לדירות יוקרה ומלונות. הפורטפוליו כולל שני פרויקטים בשלב מתקדם של ביצוע, נכסים מניבים וכן צבר קרקעות גדול, חלקו בשלבי פיתוח ראשוניים

באזורים המובילים במנהטן. מידרוג מציינת לחיוב את ההתאמה בין מועד קבלת התזרים הצפוי של החברה מהנכסים לייזום עתידי וצרכי שירות חוב האג"ח בשנים הבאות, גם בהתייחס לתרחישי רגישות למועד קבלת הכספים. בנוסף, החברה צפויה לייצר בשנים הקרובות יחסי כיסוי מהירים ביחס לענף בשל הצפי למסירת דירות והרווח הגלום באותם פרויקטים. כך לדוגמה, לאחר תאריך המאזן, החברה מסרה דירות בפרויקט One 57 בהיקף של כ-180 מיליון דולר המהוות כ-10% מההיקף החוזים שנחתמו עד כה.

איתנות פיננסית והיקף הון עצמי בולטים לחיוב, מהווים כרית ספיגה למחזור עסקים שלילי; בשל עליית שווי של הקרקעות שנרכשו ב-Assembly ורשומות בספרים לפי עלות היסטורית, ההון בספרים אינו משקף במלואו את שווי של תיק הנכסים

מינוף החברה והיקף ההון העצמי בולטים לחיוב, גם ביחס לרמות דירוג גבוהות יותר ומספקים כרית ספיגה גדולה כנגד האפשרות לאירועים שליליים בענף. יתר על כן, איכות נכסי החברה משפיעה באופן ניכר גם על איתנותה ועשויה לסייע במקרה הצורך למימוש/למימון מחדש של הנכסים, שכן מנהטן מהווה שוק נזיל יחסית של נכסים לאורך זמן, גם בעתות משבר. לחברה קרקעות ופרויקטים בביצוע, הרשומים בספרים לפי עלות היסטורית ועל כן הדוחות הכספיים אינם מגלמים את שווי הכלכלי באופן מלא. בהתחשב בזאת, ובהתבסס על הערכות השווי של הנכסים, ואירועים לאחר תאריך המאזן, היקף ההון העצמי היה גדל באופן משמעותי מאוד (גידול של כ-1.3 מיליארד דולר, אשר להערכת מידרוג ממנו יש להפחית את חבות המס של בעל השליטה באופן תיאורטי בתרחיש של מימוש הנכסים הרלוונטיים בשוויים המשווער). בחלק מהנכסים המניבים קיימים הסכמי שכ"ד היסטוריים, הנמוכים משמעותית מרמות שכ"ד בשוק ועל כן, עם התקרבות סיום מועדי אותם החוזים, שווי הנכסים ייתמך בגידול הפוטנציאלי בשכ"ד, אשר ישקף בצורה טובה יותר את הנהוג בשוק.

שיעורי רווחיות בולטים ביחס לענף משפרים את הסבירות ליצירת תזרים שיורי גם בתרחיש של ירידת מחירים

הקבוצה הצליחה להשלים לאורך השנים את פיתוחן ומימושן של עסקאות מורכבות בהיקפים גדולים, המגלמים שיעורי רווחיות יוצאי דופן. כך לדוגמה, בהתאם לנתוני הקבוצה, הקבוצה השלימה פרויקטים יזמיים, במהלך עשרים השנים האחרונות, עם שיעור רווח לפני מס משוקלל של כ-33% וזאת ללא התחשבות בהסדרי הקבוצה עם השותפים, הכוללים את מנגנון ה-Promote (ראו לעיל), אשר הגדילו את שיעורי הרווח של הקבוצה באופן ניכר. באופן דומה, מצבת הנכסים הנמצאים בביצוע, מגלמת שיעור רווח גולמי (לאחר מימון) של כ-41%, כאשר החברה עשויה ליהנות מרווחים עודפים בגלל ה-Promote. במצבת הנכסים בתכנון, שיעור הרווח הגולמי הצפוי לאחר מימון הינו כ-50%. להערכת מידרוג, גם תרחיש של ירידת מחירי דירות, בשיעור דומה לזה של 2008, נכסים אלו צפויים לייצר רווחים משמעותיים ביחס להיקף החוב. יתרה מכך, גם בירידת מחירים רוחבית של כ-25%, עדין יישאר בידי החברה תזרים שיורי, הגבוה משמעותית מהיקף האג"ח המתוכנן וזאת גם בהתייחס לחבות המס של בעל השליטה (ראו לעיל). יכולת הקבוצה לייצר רווחים משתקפת גם בשיעור ה-ROE אשר עמד על כ-28% בממוצע ב-3 השנים האחרונות וברווחים משמעותיים מעסקאות בנכסי נדל"ן, כפי שהטבלה הבאה ממחישה:

דוגמאות לעסקאות מימוש מהשנתיים האחרונות - באלפי דולר				
נדל"ן להשקעה *	80 West	Central Park	** מסחר Carlton	סה"כ
עלות רכישה	84,000	29,037	81,000	194,037
תאריך רכישה	מרץ-13	2005-2013	יולי-10	NR
מחיר מימוש	194,500	171,204	277,375	643,079
תאריך מימוש	מאי-14	אוק-13	דצמ-12	מימוש תוך 2-3 שנים
רווח	110,500	142,167	196,375	449,042
שיעור רווח	57%	83%	71%	70%

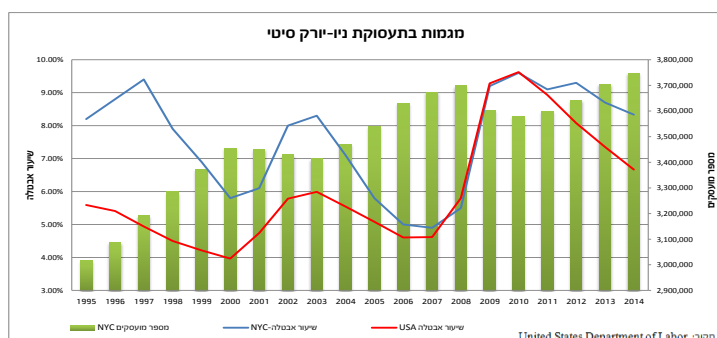
* מכיוון שנכסים אלו סווגו כנדל"ן להשקעה, הרווח הניל אינו משתקף ב-FFO אלא רק ב-FFO המותאם. עסקת West 80 תגולם רק לאחר ביצוע ה-Closing המתוכנן ליוני 2014 ** מדובר בחלק מהפרויקט אשר נמכר לפני היווצרות החברה ולכן אינו משתקף במאזן. החלק הנותר הינו המגורים. 50% מעלות הרכישה יוחסה למסחר.

ותק וניסיון בולט לחיוב של ההנהלה וקיום פלטפורמה לניהול, רכישה, השבחה ויזום, בנוסף למנגנונים לשליטה ובקרה, מאפשרים לחברה להצליח באחד מהשווקים התחרותיים בעולם

לקבוצה Track Record ניהולי חיובי, המתאפיין במוניטין גבוה וניסיון חברי ההנהלה הבכירה ובעיקר של בעל השליטה. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את יכולת הקבוצה להשיג מימון בנקאי בעסקאות גדולות, גם ביחס להיקפי המימון במנהטן. כך לדוגמה, הקבוצה הייתה הראשונה בעת המשבר לקבל הלוואות ליווי בסדר גודל של 700 מיליון דולר על פרויקט One 57. כך גם, הקבוצה הצליחה להאריך את ההלוואה על הקרקע "בסנטרל פארק" בתקופה זו ובסכום דומה. בנוסף, לקבוצה יכולת הגעה לעסקאות Off Market, תוך כדי גיוס שותפים פיננסיים וקביעת מנגנון Promote, המעניק לה זכות גדולה ברווחים ביחס לשיעור הבעלות בהן, אשר תורם, כאמור, בצורה ניכרת לרווחים. גם הליך ה-Assembly ורכישת זכויות אוויר לצורך בנייה לגובה, תוך ביצוע השבחה תכנונית של הפרויקטים, תורם לרווחיות ומיצוב הקבוצה. על כן, מידרוג רואה במרכיבים אלה גורם חיובי אשר מאפשר לחברה באמצעות שייכות וניהול של הקבוצה לבלוט באחד מהשווקים התחרותיים ביותר בעולם. מנגד, יכולות וניסיון זה חושפים את הקבוצה והחברה לתלות באנשי מפתח ובעיקר לתלות בבעל השליטה (ראו להלן).

התחזקות כלכלת ארה"ב והחוסן של שוק הדיור במנהטן מספקים לחברה יציבות למרות החשיפה לירידת מחירים וירידה בהיקף העסקאות בשוק היוקר

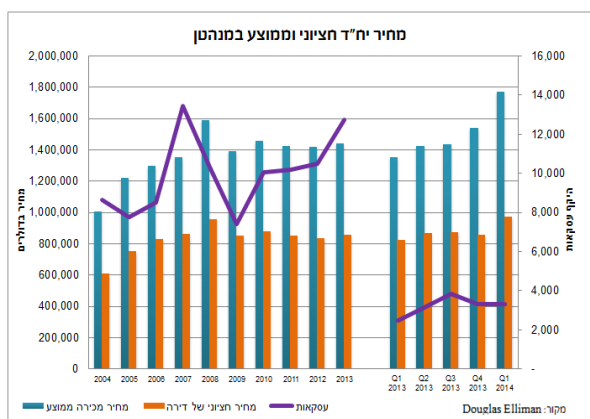
כלכלת ארה"ב הינה אחת מהכלכלות הגדולות והמובילות בעולם (מדורגת Aaa יציב במודי'ס), כאשר מטרופולין ניו-יורק נחשב לאחד האזורים העשירים בארה"ב. ניו-יורק הינה העיר בעלת האוכלוסייה הגדולה והצפופה ביותר בארה"ב ומונה כ- 8.3 מיליון תושבים. העיר משמשת כביתן של חברות מרכזיות במגוון תחומים ובעיקר תחום הפיננסים, הביטוח והנדל"ן. בשנים האחרונות התחזקו בעיר תעשיות נוספות, כגון חינוך והיי-טק, אשר צפויות להמשיך ולהתחזק לאור פיתוחם של מרכזים נוספים להשכלה גבוהה ומתחמי טכנולוגיה, באופן המקטין את תלות העיר בתעשיית הפיננסים. למרות שהעיר



מהווה מוקד משיכה עבור רבים, שיעור האבטלה גבוה משיעור האבטלה של כלל ארה"ב. בדומה לשאר המדינה, החל משנת 2011 קיימת מגמת ירידה בשיעור האבטלה ועלייה בהיקף המועסקים וכיום בניו-יורק היקף המועסקים גבוה בכ-1.4% בהשוואה להיקף המועסקים ערב המשבר (תוספת של 50 אלף מועסקים).

שוק הדיור במנהטן רשם התאוששות מרשימה מאז

תקופת המשבר, כך שהשווי החציוני לדירה באזור נמצא בשיא, בעוד שבאזורים מרכזיים אחרים בארה"ב שווי הבתים עדין רחוק בהשוואה לנתוני 2007-2008. העלייה ארוכת הטווח נובעת בעיקר מהשיפור בכלכלת ניו-יורק, לצד עלייה במעורבותם של רוכשי דירות לא אמריקאים ושיעורי ריבית נמוכים. עיקר ההתחזקות של החודשים האחרונים נובעת



מהעלייה בהיקף הרכישות של דירות יוקרה חדשות ועלייה בגודלן הממוצע של הדירות. כך למשל, המחיר הממוצע של דירות יוקרתיות במנהטן עומד כיום על כ-2.7 אלף דולר ל-SQF לעומת כ-1.9 אלף דולר ל-SQF ברבעון הראשון של 2013 (מחירי הדירות

עיבוד נתוני מדד שווי דירות בארה"ב לפי אזורים				
USD	ערב המשבר	כיום	% פער מהמשבר	שיעור ירידה במשבר
United States-Metro	196,300	169,800	-13%	-23%
New York-Metro	451,300	371,200	-18%	-24%
Los Angeles-Metro	614,100	508,400	-17%	-37%
Chicago-Metro	244,700	178,800	-27%	-34%
Manhattan	1,051,600	1,192,400	13%	-13%

מקור: עיבוד נתוני Zillow Real Estate Research

בתחום האולטרה יוקרה נעים בטווח של כ-4 אלף דולר ל-SQF. קרי, כ-150-200 אלף ש"ל למ"ר). במנהטן, המשבר הכלכלי הביא לירידה של כ-12% במחיר הממוצע של דירה (בארה"ב שיעור הירידה היה יותר מכפול) ועל כן סיכון השוק באזור יורד משמעותית ביחס לניו-יורק בפרט וארה"ב בכלל. ירידת המחיר המתונה בזמן המשבר נובעת, בין היתר, מהיצע הדירות הנמוך באזורי הפעילות של החברה (בעיקר ב-Downtown Manhattan).

אסטרטגיה יזמית מביאה לחשיפה לסיכונים הקשורים לענף ייזום הנדל"ן במנהטן

לחברה אסטרטגיה יזמית, הכוללת זיהוי ופיתוח של פרויקטים גדולי היקף, בעלי מספר רב של שימושים, המאופיינים במורכבות הנדסית, ביצועית, שיווקית ופיננסית. משך השלמת הפרויקטים במגזרי היוקרה והאולטרה יוקרה הינו ארוך בהשוואה לזמן ההקמה של מבנים בעלי רמת גימור נמוכה יותר או מבנה נמוך יותר, באופן החושף את תוצאות החברה לתנודתיות. כך לדוגמה, רכישת הקרקעות בפרויקט One 57 החלה בשנת 1998 והסתיימה בשנת 2010 ומסירת הדירות לרוכשים צפויה להימשך גם בשנת 2015. מנגד, ישנם נכסים המאופיינים במשך זמן קצר יותר לפיתוח ואשר פונים לפלח שוק רחב יותר לצד נכסים מניבים, המייצרים תזרים פרמננטי וממתנים במידה מסוימת את החשיפה לענף הייזום.

חשיפה לתחום היוקרה ואולטרה יוקרה פוגעים בעמידות התיק לעתות משבר בייחוד לאור העדר מחויבות משפטית של הרוכשים להשלמת העסקאות; מדיניות החברה לקבלת מקדמות בהיקף של 25% מהסכמי המכירה ממתנת את הסיכון

לפי תחזית¹ של מחלקת המחקר של "קרדיט סוויס", היקף העושר העולמי צפוי לצמוח בחמש השנים הקרובות בכ-40%, עלייה אשר תלווה בהגדלת מספר המיליונרים בעולם. מגמת העלייה בהיקף העושר העולמי צפויה להביא לעלייה מהירה יותר בהיקף העושר של פלח ה-Ultra High Net Worth Individuals (UHNW) (אדם ייכלל בפלח זה כאשר השווי הנכסי של נכסיו גבוה מ-50 מיליון דולר) ובכך להגדיל את כמות הלוקחות הפוטנציאליים של החברה למגזרי דירות היוקרה וה-"אולטרה יוקרה". כך לדוגמה, בין שנת 2012 לשנת 2013, היקף העושר העולמי עלה בכ-4.9% אך מספר המיליונרים בעולם צמח בכ-6.1% בעוד שפלח ה-UHNW צמח ב-10%. למרות הסיכון בירידת מחירים, אחד הסיכונים העיקריים להערכת מידרוג, הינו החשיפה לירידה בהיקף העסקאות וביכולת למכור דירות בתקופות של אי ודאות. כך לדוגמה, בין השנים 2008-2009 היקף העסקאות ביח"ד במנהטן ירד בכ-55%, סיכון המתעצם בפלחי היוקרה ובעיקר ב"סופר-יוקרה", הנוטים להיות תנודתיים יותר. למרות זאת, לא היה קיפאון כללי בשוק הדיור במנהטן.

משך זמן הקמת הדירות לצד המבנה המשפטי בארה"ב, המאפשר לרוכש דירה לוותר על הנכס, מגדיל את פרופיל הסיכון הנובע מהאסטרטגיה היזמית של החברה. יש לציין כי, החברה נוהגת לקחת מקדמה של 20% בעת ההתקשרות ועוד 5% במהלך חצי השנה לאחר ההתקשרות. על כן, חשיפת החברה לתנודתיות במחירים ובתמריץ של לקוח לוותר על יתרת התשלום של הדירה יורדת משמעותית, שכן גם במשברים האחרונים לא חלה ירידת מחירים בהיקפים אלו.

¹ ראו <https://www.credit-suisse.com/ch/en/news-and-expertise/research/credit-suisse-research-institute/publications.html> Global Wealth Report 2013

תלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה

בראש החברה עומד מר גארי ברנט, המחזיק ב-100% מהון מניות החברה אותה הקים ומשמש כנשיא ויו"ר דירקטוריון. למר ברנט ולצוות הניהול הבכיר ותק וניסיון עשיר, התורמים רבות להתפתחות הקבוצה. 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 השליטה בחברה, הדבר עשוי להשפיע מאוד על החברה. על כן, מידרוג רואה בתלות זאת גורם המשפיע על פרופיל הסיכון בחברה. בנוסף להשפעתו הניהולית וראייתו האסטרטגית בחברה, לבעל השליטה ערבויות אישיות (מוגבלות בסכום) בחלק מהסכמי המימון אשר החברה היא צד בהן. מידרוג רואה במבנה הארגוני של הקבוצה, בוותק ובעומק של הדרג הניהולי הבכיר גורמים חיוביים, הממתנים תלות זאת. בייחוד בהתחשב בבשלות היחסית מבחינת היתכנות תכנונית וכדאיות כלכלית, של מצבת הקרקעות הקיימת.

ריכוזיות יחסית של תיק הנכסים בפרויקטים מהותיים; גם בנטרול הנכסים המהותיים ישנו שווי עודף משמעותי ביחס לחוב

למרות היקף הנכסים הניכר, כמעט כל נכסיה מתרכזים באזור גיאוגרפי אחד (למעט מלון Intercontinental, הממוקם בבוסטון). אך לאור איכות הנכסים ומיקומם באזורים המרכזיים במנהטן, להערכת מידרוג, הסיכון בהעדר פיזור גיאוגרפי הינו פחות משמעותי. אולם, לחברה תלות במספר מצומצם של נכסים: קיימת חשיפה של כ-40% מה-NAV לפרויקט סנטרל פארק, שהינו קרקע הנמצאת בתהליכי פיתוח ראשוניים. עם זאת, העלות היסטורית הנמוכה של הקרקעות, הגזרת צפי תזרימי משמעותי בסיום הביצוע, מעניקה לחברה כרית ביטחון מסוימת. הנכס המרכזי השני, המהווה כ-20% מה-NAV, הינו פרויקט One 57, מצוי בשלבי ביצוע מתקדמים ואף לאחרונה החל שלב מסירת הדירות. כך שעם ההתקדמות במכירות ויצירת תזרים משמעותי, חל קיטון בסיכון הנובע מפרויקטים אלו.

10

סיכונים פיננסיים

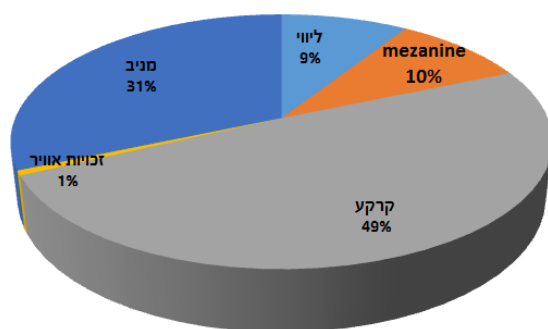
חשש לפגיעה בנגישות למקורות מימון בעת משבר

לחברה קרקעות בשיעור של כ-59% מה-NAV ופרויקטים במגזרי היוקרה והסופר יוקרה, אשר מעלים את רמת הסיכון בחברה וחושפים אותה למחזוריות בשוק. שיעור קרקעות זה חושף את החברה לסיכון ריפינס הבא לידי ביטוי ביכולת ל-"גלגול" מחדש, בעיקר בעת מחנק אשראי. עם זאת, מיקום הקרקעות יכול להעניק לחברה יתרון על פני חברות אחרות. כך שלהערכת מידרוג, בהתבסס על היקפי העסקאות בשוק, המחסור בקרקעות ובזכויות אוויר, יחד עם היותה של מנהטן יעד אטרקטיבי לביצוע השקעות, הסיכון מתמתן. כך לדוגמה, היקף העסקאות על קרקעות ואתרים בפיתוח במנהטן, בשנים האחרונות עומד על כ-3.5-3 מיליארד דולר לשנה. אומנם בתקופת המשבר היקף העסקאות ירד באופן משמעותי, בין היתר, בגלל העדר מקורות מימון לצד חוסר נכונות של בעלי הקרקעות לממש את אחזקותיהם בדיסקאונט. אך עדיין ניכר, כי השוק במנהטן מסוגל לקלוט עסקאות גדולות בכל תקופה וזאת בהתאם למחיר. יצוין כי גם בעת המשבר, הקבוצה הצליחה ל-"גלגל" את ההלוואה בהיקף של כ-300 מיליון דולר בגין פרויקט ה-Central Park Tower אשר הינה הלוואת הקרקע הגדולה ביותר של החברה.

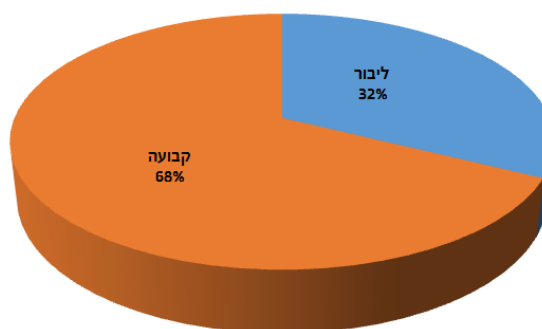
אחזקה בנכסים ביחד עם שותפים והעדר נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף משמעותי ביחס לאג"ח פוגעים בגמישות הפיננסית

לחברה גמישות פיננסית מסוימת, כך שה-LTV המשוקלל על נכסיה המשועבדים הינו כ-35% בלבד ועל כן תוכל, במידת הצורך, להגדיל את רמת המינוף כנגד עלייה בנזילות. עם זאת, לחברה מספר נכסים, המוחזקים יחד עם שותפים, הדורשים את הסכמתם לביצוע ריפינס או פוגעים בחופש קבלת ההחלטות בחברה. יתרה מכך, לחברה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-45 מילוני דולר בלבד (חלק חברה) - היקף אשר אינו משמעותי ביחס לגיוס הצפוי. יצוין, כי לחברה אין חשיפה מטבעית (גם לאור כוונתה לגדר את תמורת הגיוס) וכי מרבית החוב של החברה הינו בריבית קבועה, באופן הממתן סיכונים פיננסיים, הנובעים משינויים בסביבת הריבית ושינויי מטבע.

פילוח קרן לפי סוג הלוואה, חלק חברה



פילוח קרן על בסיס תנאי הצמדה, חלק חברה



גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- עמידת החברה בתחזיות להפקת רווחים והתקדמות במסירות הדירות בפרויקטים
- שמירה על יחסי איתנות גבוהים לאורך זמן גם בהתחשב בשווי הנכסים בהתאם להערכות שווי
- הורדת התלות בפרויקטים בודדים באופן שלא יפגע בפרופיל הסיכון של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה באופן שיביא לפגיעה משמעותית ביחסי האיתנות והכיסוי
- הרעה בגמישות הפיננסית בחברה וחלוקת דיבידנד חריגה, שאינה תואמת את היקף החלוקה שנלקחה בשיקולי הדירוג
- שינוי מהותי במוטת השליטה בחברה

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 08 במאי 2014

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.