



Extell Limited

מעקב I מרץ 2016

1

אנשי קשר:

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

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il



Extell Limited

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2.il באופק יציב לסדרות אג"ח א' ו-ב' של חברת Extell Limited (להלן: "אקסטל" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה (אלפי ₪) ליום 31.12.2015:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	דירוג	אופק	תאריך פירעון סופי
א'	1132299	A2.il	יציב	31/12/2019
ב'	1135367	A2.il	יציב	31/12/2021

דירוג החברה מושפע לחיוב מאיכות, מיקום ומיצוב תיק הנכסים הכולל נכסים מניבים, נכסים מניבים בהקמה, פרויקטים למכירת דירות אולטרה יוקרה, פרויקטים למכירת דירות שאינן בתחום האולטרה יוקרה ופרויקטים לבניית נכסים בעלי מספר שימושים (למשל, מלונות, משרדים מסחר ומגורים). יצוין כי תמהיל תיק הנכסים מספק פיזור מסוים אשר מקטין את החשיפה לפרויקטים בתחום האולטרה יוקרה ומקנה לחברה גמישות תפעולית ופיננסית ליצירת מקורות נוספים בעת הצורך; היקף הון עצמי משמעותי ורמות מינוף נמוכות, ממתנים את החשיפה למחזור עסקים שלילי. תרחיש הבסיס אומנם מניח שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות לאור גידול בחוב הצפוי לצורך פיתוח הנכסים וזאת כחלק מתנופת הבנייה בה מצויה החברה. אולם, עם סיום הפרויקטים פירעון החובות והכרה ברווחיות נוספת, המינוף צפוי לרדת חזרה. כמו כן, בהתחשב בשווי ההון של נכסי החברה בהתאם להערכות שווי, יחסי האיתנות צפויים להמשיך ולבלוט לחיוב ביחס לדירוג; רווחיות בולטת לטובה הגלומה בתיק הנכסים תורמת לנראות התזרים בטווח הארוך ומאפשרת לחברה לייצר רווחים ותזרים לשירות החוב גם במידה ותחול ירידת מחירים מסוימת בשוק; מנראות גבוהה של התזרים בטווח הארוך, הצפוי להביא ליחסי כיסוי מהירים ביחס לצרכי שירות החוב. אף על פי כן, חלק ממקורות התזרים המתוכננים בטווח הקצר בינוני עלולים להשתנות בכפוף לעמידה בתוכניות החברה ולמצב השוק (ראו להלן); ותק וניסיון בולט לחיוב של ההנהלה כחברה יזמית משמעותית בניו יורק והטמעת פלטפורמה לניהול, רכישה, השבחה וייזום לרבות נגישותה למקורות מימון מגוונים ויכולתה לממש נכסים ו/או להכניס שותפים לנכסים/פרויקטים בשלבי ההקמה באופן המקטין את החשיפה לפרויקטים אלו; פעילות החברה במנהטן, המהווה שוק חסין יחסית לאורך זמן, מספקת סביבת פעילות נוחה יחסית ותורמת ליכולת הנזלת הנכסים. אף על פי כן, קיימת חשיפה להאטה בענף האולטרה יוקרה למגורים כפי שבא לידי ביטוי בתקופה האחרונה בחלק מפלחי הפעילות (ראו להלן); צבר קרקעות ופרויקטים בהיקף משמעותי אשר מקטין את צרכי החברה ברכישות נוספות לצורך שמירה על היקף הפעילות הקיים.

דירוג החברה מושפע לשלילה מחשיפה לסיכונים הקשורים לענף ייזום הנדל"ן במנהטן, בדגש על פלח האולטרה יוקרה, הפוגעים בעמידות התיק לעתות משבר ועשויים לחשוף את תוצאות החברה לתנודתיות. יצוין כי פלח זה בתיק הנכסים חווה האטה מסוימת בשנה האחרונה המיוחסת, בין היתר, לקיטון בביקוש לרכישת דירות מחלק מהמשקיעים הזרים. האמור עלול להוביל להאטה בקצב המכירות וביכולת לקבל מימון לבניית הפרויקטים. יצוין, כי בהתאם לסקירות שוק וגורמים בענף, ישנן מכירות בהיקפים משמעותיים לחלק ניכר מהפרויקטים בתחום היוקרה במנהטן לרבות בפרויקטים מקבילים לפרויקטים בהם החברה צפויה להתחיל במאמצי שיווק בטווח הקצר-בינוני. מדיניות החברה לקבלת מקדמות בהיקף של כ-25% מהסכמי המכירה בדרך כלל, ממתנת במידה מסוימת את הסיכון הנ"ל. כמו כן, בסיס העלות של



פרויקטים בחברה בסגמנט זה מאפשר לחברה לייצר תזרים ורווח משמעותי גם בתרחיש של ירידת מחירים משמעותית; תחזית התזרים בטווח הקצר נשענת, בין היתר, על השלמת בניית ושיווק מספר מצומצם של נכסים לרבות פרויקט "One-57" בו קיימת האטה בקצב המכירות וכן 2 פרויקטים נוספים (פרויקט Carlton House ופרויקט ברחוב 94/השדרה השלישית). בנוסף, התזרים מסתמך על יכולת החברה להשלים מספר מהלכים לקבלת מימון בגין חלק מנכסיה לצורך יצירת נזילות נוספת הנדרשת להפעלת עתודות הקרקע הקיימות. חשיבות האמור גדלה לאור העלייה בתשואות האג"ח של החברה. אף על פי כן, מגוון המקורות של החברה ויכולתה לייצר תזרים משמעותי גם ממימוש נכסים מניבים, מימון מחדש של נכסים והכנסת שותפים לפרויקטים, מקנה לחברה גמישות פיננסית גם בתרחיש שבו יחול עיכוב בתוכניות. כך למשל, במהלך השנה האחרונה החברה מימשה פורטפוליו של 4 נכסים מניבים במנהטן תמורת כ-105 מיליון דולר ברוטו ולאחר תאריך המאזן החברה חתמה על חוזה למימוש חניון במנהטן תמורת כ-30 מיליון דולר ברוטו. החברה מצויה במספר תהליכים משמעותיים ליצירת נזילות בתקופה הקרובה. הדירוג משקלל את איכות המקורות, היקף ה-NAV המשמעותי וה-Track Record של החברה ביצירת מקורות; תלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה; לחברה מספר פרויקטים גדולים ומורכבים מבחינה מימונית, הנדסית ושיווקית אשר דורשים השקעה ניכרת של הון עצמי וקבלת מימון בהיקף משמעותי מאוד אשר עשוי לכלול הלוואות Mezzanine ו-Preferred Equity. יש לציין כי החברה השלימה פרויקטים בעלי מורכבות גבוהה בעבר וכן קידמה תכנון ובניית חלק מהפרויקטים בצבר, באופן המשפר את בשלותם.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון כי נזילות החברה תקטן במהלך ברבעון הראשון ויתכן גם בשני של שנת 2016 לטווח של 40-50 מיליון דולר ותגדל חזרה ותגדל ברבעונים 3-4 של השנה בכפוף להשלמת חלק מהמהלכים המתוכננים על ידי החברה לרבות קבלת מימון נוסף בגין נכסים ופרויקטים. בהתאם לדברי בעל השליטה, החברה תשלים ראשית חלק מהמהלכים להגדלת הנזילות לטווח הארוך בטרם ביצוע השקעות הון/חלוקת דיבידנדים משמעותית. מידרוג התחשבה בתרחישי רגישות למועד קבלת התזרים ולהיקף התזרים מהפרויקטים השונים. יחד עם זאת, בעת סיום פרויקטים משמעותיים בתחום הייזום למגורים בשנים 2017-2020 החברה צפויה להפיק רווח ותזרימים ניכר לשירות החוב. בתרחיש קיצון מידרוג התחשבה בדחיית הכרה ברווחים אלו (אף בהיקף נמוך יותר) וקבלת הכספים בעיקר בשנים 2018-2020 (כאשר מרבית הסכום יתקבל בשנים 2019-2020). יתרה מכך, תרחישי הרגישות הניחו ירידת מחירים חדה יותר בפרויקטים One-57 ו-Central Park Tower אשר פונים לסגמנט האולטרה יוקרה. בנוסף, הדירוג מניח כי החברה תסיים בניית נכס מגורים להשכרה במנהטן אשר צפוי להיות בעל שווי משמעותי לאחר התייצבותו (יצוין, כי מימוש הפרויקט ככל שיתרחש צפוי לשמש בעיקר לפירעון חובות אחרים שבכוונת החברה לגייס מלבד האג"ח - אם כי במידה וחובות אלו יגויסו סביר כי נזילות החברה תגדל משמעותית). תרחיש הבסיס מתחשב גם בצפי לעלייה בהיקף החוב ובמינוף בטווח הקצר-בינוני אך עדיין להלום את הדירוג ואף להיות בולט לחיוב בהתחשב בהערכות שווי הקיימות לנכסי החברה (בניכוי התחייבות מס תאורטית של בעל השליטה על תוספת השווי). תרחיש הבסיס אינו מניח מחזור חוב אג"ח לאורך תקופת האג"ח.

פורטפוליו נכסים איכותי במספר מגזרים, בעיקר במנהטן, צפוי להפיק תזרים משמעותי מאוד ביחס לצרכי שירות החוב, באופן התורם מהותית לנראות התזרים

לחברה פורטפוליו איכותי, הכולל נכסים מניבים ופרויקטים בביצוע, בעלי מיצוב גבוה במספר מגזרי פעילות ובאזורי ביקוש במנהטן (ובמידה מועטה יותר בברוקלין בבוסטון וניו ג'רזי). על אף הריכוזיות הגיאוגרפית של התיק והחשיפה לנכסים ספציפיים, לאור היקף הנכסים, מיקומם ומיצובם, מידרוג רואה בתמהיל זה גורם משמעותי הבולט לחיוב ביחס לדירוג. עיקר פעילות החברה הינה בתחום הייזום. תיק הנכסים כולל:

• **פרויקטים במהלך ביצוע:** החברה מצויה בשלבי בנייה שונים של 4 פרויקטים כדלקמן:

א. בניין מגורים להשכרת כ-600 יח"ד ובנוסף שטחי מסחר ושימושים קהילתיים, הממוקם בין רחוב 41 לשדרה ה-10 במנהטן - השלמת הבנייה צפויה במהלך שנת 2016 כאשר תהליכי האכלוס וייצוב הנכס צפויים להימשך במהלך שנת 2017.

ב. בניית 2 בנייני מגורים למכירה במנהטן כאשר בניית פרויקט אחד צפויה להסתיים בשנת 2017 וצפוי להניב לחברה תזרים של כ-80-100 מיליון דולר (החברה מחזיקה ב-20% מהון הפרויקט וזכאית ל-50% מהרווחים החל מרף מסוים). הפרויקט הנוסף הינו משמעותי יותר וכולל בניית מעל 800 יח"ד בנוסף לכ-200 יח"ד בתוכנית דיור בר השגה (סה"כ מעל 1,000 יח"ד) ושטחי מסחר באזור Downtown Manhattan. פרויקט זה צפוי, להערכת החברה, להניב רווח של מעל 500 מיליון דולר ותזרים של מעל 600 מיליון דולר ומשקף מחירים של 2-3 מיליון דולר ליח"ד. בנייתו צפויה להסתיים בשנת 2018. להערכת מידרוג, חלק ניכר מהתזרים בגין הפרויקט עלול להגיע רק בשנים לאחר מכן.

ג. בניית בניין בתחום האולטרה יוקרה אשר הינו פרויקט מהותי לחברה לבניית כ-180 יח"ד באזור הסנטרל פארק ורחוב 57. יצוין כי 7 הקומות הראשונות בפרויקט (המשמשות למסחר) נמכרו תמורת כ-430 מיליון דולר אשר מתקבלים לאורך בניית הפרויקט ומשמשים למימון חלק מהבנייה. פרויקט זה מגלם רמות סיכון גבוהות יותר בשל פלח השוק של הרוכשים, מחיר הדירה הממוצע (כ-20 מיליון דולר ליח"ד) ועלות הבנייה הגבוהה. אף על פי כן, העלות הנמוכה בה נרכשו זכויות הבניה ביחס למחירי השוק של זכויות בנייה באזור (כפי שמשתקף, בין היתר, מהערכת השווי) מאפשר לחברה להפיק תזרים משמעותי מהפרויקט גם בתרחיש של ירידת מחירים.

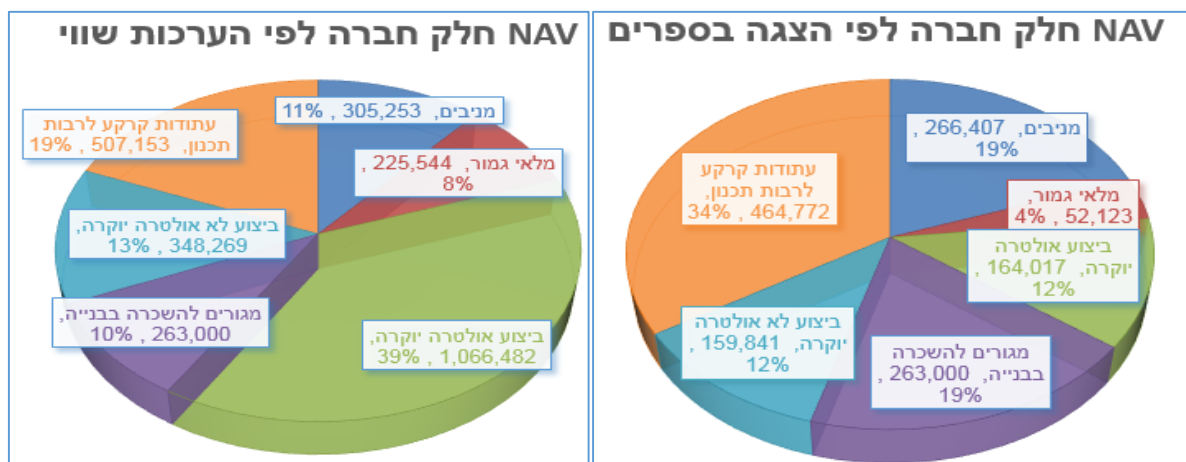
ביחס למועד הדירוג הקודם, חלה התקדמות במצב התכנוני של פרויקטים אלו וכן בביצוע ההנדסי, להערכת החברה, הם צפויים להניב רווח ותזרים שיורי בהיקף של מספר מיליארדי דולר. חלק מעלות הבנייה עד כה מומנה באמצעות כספי גיוס האג"ח, וכן הלוואות בנקאיות, כאשר החברה מצויה בתהליך חתימה על הסכמי ליווי למימון חלק נוסף מהבנייה וכן בוחנת אלטרנטיבות נוספות למימון יתרת ההון העצמי הנדרש לבנייה, לרבות, בין היתר, מימון באמצעות הלוואות/השקעות EB-5 (תוכנית קיימת למימון בארה"ב המזכה את המלווים בגרין קארד בהתקיים מספר קריטריונים) וקבלת הלוואות מזנין. להערכת מידרוג, ככל שהחברה תצליח בקבלת יתרת המימון הנדרש, במתווה כפי שהוצג למידרוג, האמור עשוי להביא לשיפור משמעותי בנראות העתידית של התזרים לשירות החוב ולהשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון.

• **עתודות הקרקע:** לחברה עתודות קרקע משמעותיות לבניית נכסים במנהטן וברוקלין. במהלך 2016-2017 החברה עשויה להתחיל בניית 2 פרויקטים מתוך עתודות אלו- בברוקלין וברחוב 125 במנהטן. פרויקטים אלו אינם פונים לתחום האולטרה יוקרה ובנייתם צפויה לערוך כ-3 שנים. יצוין כי לאורך שנות פעילות קבוצת אקסטל, לאחר קידום, תכנון

והגדלת זכויות הבנייה (בין היתר, בתהליך Assembly של חלקות קטנות יותר), בוצעו מהלכים כגון, הכנסת שותפים ו/או מימון מחדש לחלק מהפרויקטים באופן המקדים קבלת נזילות והקטנת החשיפה לתזרים ארוך טווח מהפרויקטים.

- **פרויקטים שבנייתם הושלמה:** החברה מצויה בשלב מסירת יח"ד ב-2 פרויקטים בתחום האולטרה יוקרה (פרויקטים אלו כוללים שטחים מלונאים, מסחר וכן דירות למכירה) - פרויקט "One-57" ופרויקט "Carlton House", המצויים בקרבת הסנטרל פארק (פרויקטים אלו הניבו תזרים משמעותי לחברה עד כה). בהתאם להערכות החברה צפויים להניב תזרים שירי נוסף (לאחר שירות החוב אשר לטובתו הם משועבדים ולאחר ניכוי חלק השותפים) בהיקף של כ-200-150 מיליון דולר. יצוין כי חלה האטה במכירות ב-2 הפרויקטים (בייחוד בפרויקט One-57). לפיכך, מידרוג התחשבה בתרחישי רגישות לקבלת המזומן בגין פרויקטים אלו.
- **נכסים מניבים:** לחברה מצבת נכסים מניבים (לרבות מלון המסווג בדוחות הכספיים כנכס פיננסי) אשר שוויה המוערך, בהתאם להערכות שווי, עומד על כ-1 מיליארד דולר (חלק חברה כ-0.5 מיליארד דולר וכ-0.27 מיליארד נטו מחוב אשר לטובתו נכסים אלו משועבדים). נכסים אלו מצויים באזורי ביקוש בניו יורק, ניו ג'רזי ובוסטון וחלקם מושכרים לטווח ארוך לשוכרים איכותיים אשר מדורגים בדרגת השקעה במודי"ס. בנוסף כפי שצוין, החברה בונה ובוחנת ייזום של מספר נכסים מניבים נוספים. להערכת מידרוג, מצבת נכסים זו תורמת ליכולת החברה לבצע מימון מחדש/מימוש נכסים נוסף בעתיד לצורך יצירת מקורות תזרים נוספים ככל שנדרש.

להערכת מידרוג, איכות והיקף תיק הנכסים תורמים לפרופיל הסיכון וליכולת שירות החוב. להלן התפלגות ה-NAV:



איתנות פיננסית והיקף הון עצמי בולטים לחיוב, מהווים כרית ספיגה למחזור עסקים שלילי גם בהתחשב בגידול הצפוי בחוב הפיננסי; ההון בספרים אינו משקף במלואו את שווי של תיק הנכסים כפי שהנ"ל משתקף מהערכות שווי

מינוף החברה והיקף ההון העצמי בולטים לחיוב, גם ביחס לרמות דירוג גבוהות יותר ומספקים כרית ספיגה ניכרת 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 שווקי הפעילות בהם הם ממוקמים הינם נזילים יחסית לאורך זמן. לחברה מספר קרקעות ופרויקטים בביצוע, הרשומים בספרים לפי עלות היסטורית ועל כן הדוחות הכספיים אינם מגלמים את שוויין הכלכלי באופן מלא. 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 תוך הפחתת הסיכון הקיים מעליית שיעורי ה-Cap. החברה מבצעת הערכות שווי לכלל



הנכסים והפרויקטים כל שנה באופן המאפשר לבחון את השווי הכלכלי של הפרויקט. אולם, בתרחיש זה מידרוג מתחשבת בחלוקת דיבידנד תאורטי מתמורת השערות בגין חבות המס שתחול על בעל השליטה באופן אישי על מימוש רווחים אלו.

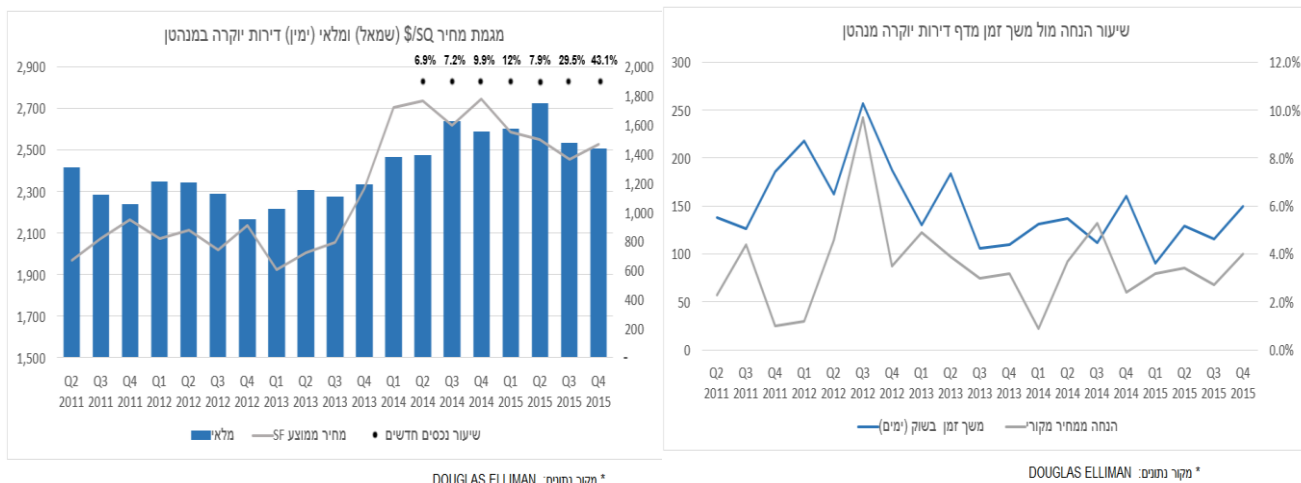
לאור תנופת הבנייה שהחברה מצויה בה ומכיוון שבארה"ב (למעט חריגים מסוימים) לא ניתן להשתמש במקדמות מרוכשי דירות לצורך מימון בניית הפרויקטים, מידרוג צופה כי היקף החוב יעלה בטווח הקצר-בינוני עד להשלמת הפרויקטים ו/או הכנסת שותפים. אולם, השחיקה ביחסי המינוף תתמתן ככל שהחברה תכיר ברווחים מפעילותה. יצוין כי לאחרונה החברה דיווחה על התקשרות בקבלת הלוואה של כ-463 מיליון דולר מתוכם כ-382 הינה חלק החברה (בעל השליטה שעבד נכס בבעלותו הפרטית לסכום נוסף בהלוואה) בגין הזכויות העודפות ב-2 פרויקטים של החברה. מחד, האמור מכניס שכבה נוספת של חוב בין האג"ח לתזרים מהפרויקטים באופן המרחיק את האג"ח ממקורות התזרים. מאידך, הלוואה זו ככל שתושלם יחד עם קבלת הלוואת ליווי הבנייה באחד מהפרויקטים תספק את המימון הנדרש לבנייתו בנוסף לגידול בהיקף של כ-100-150 מיליון דולר בנזילות החברה עצמה. לפיכך, להערכת מידרוג, השלמת תהליך קבלת ההלוואה ומימון החוב הבכיר במתווה שהוצג למידרוג, משפר את יכולת שירות האג"ח.

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

הקבוצה הצליחה להשלים לאורך השנים את פיתוח ומימוש 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, אשר הגדילו את שיעורי הרווח של הקבוצה באופן ניכר. באופן דומה, בהתאם לנתוני החברה מצבת הפרויקטים בביצוע, מגלמת שיעור רווח גולמי גבוה ביחס למקובל בענף (כ-30%-40%). להערכת מידרוג, גם תחת תרחיש של ירידת מחירי דירות, בשיעור דומה לשנת 2008, נכסים אלו צפויים לייצר רווח ותזרים משמעותיים ביחס להיקף החוב.

האטה מסוימת בתחום האולטרה יוקרה במנהטן אף על שהשוק עדיין מגלם מכירות בהיקפים ומחירים משמעותיים; הפרמטרים הכלכליים של ארה"ב תומכים בענף ובייחוד בסגמנטים הנוספים של החברה.

הדירוג מושפע לשלילה מחשיפה לסיכונים הקשורים לענף ייזום הנדל"ן במנהטן ולתחום האולטרה יוקרה הפוגעים בעמידות התיק לעתות משבר ועשויים לחשוף את תוצאות החברה לתנודתיות. יצוין כי פלח זה בתיק הנכסים חווה האטה בשנה האחרונה מסוימת המיוחסת, בין היתר, מקיטון בביקוש לרכישת דירות מחלק מהמשקיעים הזרים וגידול מסוים של היקף המלאי החדש בשוק. כמו כן, לפי פרסומים בעיתונות הרשויות בארה"ב בוחנות היבטים מסוימים ברכישות דירות על ידי משקיעים זרים לרבות חשש מהלבנות הון. האמור עלול להוביל להאטה בקצה המכירות וביכולת לקבל מימון לבניית הפרויקטים. יצוין כי, בהתאם לשיחות עם שמאים וכן מסקירות שוק, גם כיום ישנן מכירות בהיקפים משמעותיים לחלק ניכר מהפרויקטים בתחום היוקרה במנהטן. מדיניות החברה לקבלת מקדמות בהיקף של כ-25% מהסכמי המכירה, ממתנת במידה מסוימת את הסיכון הנ"ל. יצוין כי, קיימת האטה במכירות בפרויקט מהותי של החברה "One-57", הנובעת, בין היתר, מהיצע גבוה של דירות "אולטרה יוקרה" בסביבת הפרויקט. להלן מספר נתונים לענף:



מידרוג מצפה לקיטון בהיקף הנזילות ברבעונים הקרובים עד להשלמת מהלכים על ידי החברה; בשל איכות והיקף מקורות התזרים הכוללים רווח והחזר הון עצמי בגין הפרויקטים ומצבת נכסים מניבים, לחברה מקורות טובים לשירות החוב

נכון ליום 31.12.2015, לחברה יתרת נזילות של כ-118 מיליון דולר (בנטרול מזומנים מוגבלים בהיקף של כ-116 מיליון דולר). קרן האג"ח עומדות לפירעון שנתי בהיקף של כ-135 מיליון דולר בשנים 2018-2019 וכ-77 מיליון דולר בשנים 2020-2021. בנוסף, לחברה הלוואות בנקאיות והלוואות ליווי בנייה אשר צפויות להיפרע, בהתאם לקצב המכירות ומסירת הדירות לרוכשים ולעיתים ממימוש הקרקעות עצמן. כמו כן לחברה הלוואות אשר לטובתן משועבדים נכסים מניבים אשר חלקן מאופיינות ב-LTV סביר ולעיתים אף נמוך יחסית.

בשנתיים הקרובות תרחיש הבסיס מניחה שימושים של הנה"כ ודמי ניהול בהיקף של כ-24 מיליון דולר לשנה ותשלומי ריבית אג"ח של כ-23 מיליון דולר לשנה. בנוסף, החברה צפויה לפרוע הלוואה ולשלם פיצוי לדייר בנכס תמורת פינוי השטח המושכר בסכום כולל של כ-50 מיליון דולר בתקופה הקרובה. בהתאם למידע שנמסר מהחברה, ביצוע השקעות הון משמעותיות וכן חלוקת דיבידנדים יתבצעו בכפוף להשלמת מהלכים בתהליך להגדלת הנזילות והשלמת חתימה על הסכמי המימון הנדרשים לצורך בניית הפרויקטים המרכזיים בביצוע. המקורות לשירות ההתחייבות בשנתיים אלו כוללים את יתרת הנזילות וסכומים בגין פרויקטים שבנייתם הושלמה ופרויקט אחד (94 שדרה 3) שבנייתו מצויה בתהליך מעבר למימון מחדש/מימוש/הכנסת שותפים לנכסים ופרויקטים קיימים.

בטווח הארוך, החברה מתכוונת לשרת את התחייבויותיה, בין היתר, מיתרות הנזילות ומפעילותה השוטפת הכוללת את הפרויקטים שבנייתם הסתיימה בנוסף לפרויקטים בביצוע ושכ"ד מהנכסים המניבים. כמו כן, החברה עשויה לבצע מימון מחדש/ממכירת קרקעות ונכסים. למעשה קיים עודף משמעותי בין מקורות החברה הפוטנציאליים, לבין לוח הסילוקין אשר תורם לעמידות החברה לתנאי משבר בשווקי פעילותה. אף על פי כן, מידרוג מצפה כי החברה תפעל בשנה הקרובה להגדלת הנזילות מעבר לפעילות השוטפת על מנת לגשר על תרחיש של האטה ועיכוב בתזרים הצפוי מהפרויקטים.



* בנוסף ישנה הלוואה ללא רכיב בלון (בולט) כנגד מלון ה-W באזור Times Square

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי דולר) - לשנת 2013 מדובר בנתוני פרופורמה לפני העברת הנכסים לחברה

דוח מאוחד, אלפי דולר ארה"ב	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
הכנסות	24,475	98,297	28,313
רווח גולמי	10,991	47,563	24,200
שיעור רווח גולמי	45%	48%	85%
EBITDA	10,991	34,120	-1,379
EBITDA בתוספת דיבידנד ממוחזקות	36,369	94,520	79,017
הכנסות אחרות ורווח בגין מוחזקות*	203,064	125,048	114,839
שערור נדל"ן להשקעה	26,033	44,207	223,266
רווח (הפסד) נקי	232,551	206,681	294,101
חוב פיננסי	519,950	914,048	1,309,724
יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)	1,544	257,394	118,230
מזומנים מוגבלים	236,809	61,675	116,488
חוב פיננסי נטו	518,406	656,654	1,191,494
CAP	1,173,644	1,827,767	2,447,990
CAP נטו	1,172,100	1,570,373	2,329,760
הון עצמי	636,033	894,526	1,111,676
הון עצמי וזכויות מיעוט	653,694	913,719	1,138,266
מקדמות מרוכשים	102,500	124,500	176,000
סך מאזן בינכ"י מקדמות מלקוחות	1,231,407	1,955,894	2,665,245
הון עצמי למאזן בינכ"י מקדמות מלקוחות	53.1%	46.7%	42.7%
חוב פיננסי / CAP	44.3%	50.0%	53.5%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	44.2%	41.8%	51.1%
FFO כולל החזרים מכלולות	-6,213	94,692	13,083
חוב פיננסי ל-FFO	שלילי	10	100
חוב פיננסי נטו ל-FFO	שלילי	7	91

* הכנסות אחרות לשנת 2013 ולשנת 2014 כוללות רווח ממכירת נדל"ן להשקעה של כ-142 מיליון דולר וכ-55 מיליון דולר בהתאמה. הכנסות לשנת 2014 כוללות כ-89 מיליון דולר בגין מכירת קרקע. מרבית הרווח ממוחזקות נובע ממסירת דירות בפרויקטים 57-1 ו-Carlton House.

- נתון ה-FFO עשוי להיות מושפע לשלילה משלומי ריבית המשולמים מתוך מסגרת ליווי והוצאות מימון שאינן שוטפות

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג:

- עמידת החברה בתחזיות להפקת רווחים והתקדמות במכירת שטחים ומסירות הדירות בפרויקטים
- שמירה על רמות מינוף נמוכות ביחס לדירוג לאורך זמן, בהתחשב בשווי הנכסים בהתאם להערכות שווי
- הורדת התלות בפרויקטים בודדים באופן שלא יפגע בפרופיל הסיכון של החברה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג:

- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה באופן שיביא לפגיעה משמעותית ביחסי האיתנות והכיסוי
- הרעה בגמישות הפיננסית בחברה ומדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- שינוי מהותי במוטת השליטה בחברה

היסטוריית דירוג



אודות המנפיק

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית. בעל השליטה, נשיא ויו"ר החברה הינו מר גארי ברנט, המחזיק בשרשור 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.

דוחות קשורים:

[Extell Limited - פעולת דירוג - מרץ 2015](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)

[דירוג חברות נדל"ן ייזום למגורים - פברואר 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג - מרץ 2016](#)

מידע כללי:

31/03/2016	תאריך הדוח:
16/03/2015	תאריך דוח קודם:
08/05/2014	תאריך מתן דירוג ראשוני:
EXTELL Development Company	שם יוזם הדירוג:
EXTELL Development Company	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק:

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע אשר התקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום המלצה או תמיכה בהחלטות ההשקעה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע.

12

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.