

Extell Limited

מעקב | אוגוסט 2017

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, ראש צוות בכיר - מעריך דירוג ראשי
Eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל -ראש תחום נדל"ן
Rang@midroog.co.il

Extell Limited

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

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה Extell Limited (להלן: "אקסטל" או "החברה") מ-A2.il ל-A3.il ומוותרת את אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1132299	A3.il	יציב	31.12.2019
ב'	1135367	A3.il	יציב	31.12.2021

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מחשיפה לסיכונים הקשורים לענף ייזום הנדל"ן במנהטן, בדגש על פלח האולטרה יוקרה וריכוזיות הפעילות במספר פרויקטים מהותיים לצד עומס פירעונות אג"ח משמעותי בעיקר בשנים 2018-2019. אף על פי כן, יצוין כי, לאור ההתקדמות במימון פרויקט One Manhattan Square והלוואת RXR (ראו להלן) חל גידול משמעותי בנזילות החברה בחודשים האחרונים. החשיפה לסיכון בפלח האולטרה יוקרה במנהטן הינה משמעותית יותר לאור האטה בענף בשנתיים האחרונות אשר באה לידי ביטוי בהאטה בקצב המכירות בחלק מהפרויקטים המרכזיים, הקשחת תנאי המימון לפרויקטים אלו וכן גידול במלאי הלא מכור של דירות ועלולה להביא לתנודתיות ביחסי הכיסוי ביחס לתחזיות הקיימות. להערכת מידרוג, שוק זה אינו מראה סימני יציבות ותיתכן בו תנודתיות רבה ובהתאם קיימת רמת רגישות בכל הקשור למועדי שיווק ומכירה של הפרויקטים. יצוין, כי מידרוג רואה בנגזר פעילות זה מרכיב סיכון מהותי לחברה. בהתייחס בהשוואה ענפית לתחום יזום המגורים, רגישות ומורכבות המימון בפרויקטים מסוג זה של החברה התבטאה בתהליכים מורכבים לצורך קבלת מימון, אשר לעיתים עלולה לערוך זמן ארוך יותר מהצפוי.

הורדת הדירוג אף מתחשבת, אך לא רק, בחשיפת החברה לאפשרות של Event Risk בשל תלות מסוימת בהשלמת המימון הנדרש להקמת פרויקט Central Park Tower (להלן: CPT). יצוין כבר כעת, כי הדירוג אינו משקף את התממשות הסיכון אשר היה והתממש עלול להוביל להורדת דירוג נוספת, כפי שיורחב בהמשך. פרויקט זה הינו פרויקט מהותי בחברה (בהתאם לדיווחי החברה, השלמת המימון לפרויקט כוללת, נטילת הלוואת ליווי בהיקף של כ-900 מיליון דולר). האמור נובע ממספר גורמים כפי שתוארו בדיווחי החברה, לרבות, בין היתר:

1. אופציית Put מצד שותפה/מלווה בפרויקט Shanghai Municipal Investment (להלן: "SMI") בדבר זכותה של SMI למכור את אחזקותיה בפרויקט חזרה לחברה ככל שקבלת המימון לא תושלם עד לסוף שנת 2017. יצוין כי אופציה זו הוארכה בעבר פעמיים.
2. הפרויקט נמצא בתהליכי בנייה וכן הושגה התקדמות במימון הפרויקט לרבות קבלת כ-300 מיליון דולר מ-SMI, גיוס קרוב לכ-200 מיליון דולר 5-EB (יצוין כי, תחזיות החברה מתבססות על היקף גיוס כולל של מעל 300 מיליון דולר וכי היא עדיין מצויה בהליכי גיוס) והמשך קבלת המקדמות מ-Nordstrom עבור רכישת 7 קומות ראשונות במגדל. אף על פי כן, החתימה על הסכם ליווי הינה אקוטית להשלמת מימון הבנייה ובהעדרה, על החברה יהיה לאתר מקורות חלופיים למימון. יצוין כי לפי החברה, במסגרת חשבונות הפרויקט, קיימת יתרת נזילות אשר צפויה להספיק להמשך הבנייה בטווח הקצר, אך לא לכלל עלויות הבנייה בשנת 2018.
3. השלמת המימון משפרת את נראות המקורות לשירות החוב גם בטווח הקצר בינוני, וזאת בשל אופן ההחזקה המשפטית בפרויקט אשר מקנה לחברה (ביחד עם שותף של כ-13%) עדיפות במפל התשלומים בסוגי מניות שונים, על פי דיווחי החברה, כדלקמן:

מניות B – להן מיוחסות דירות בשטח של כ-115 אלף ר"ר (הכוללות חלק ניכר מהדירות היקרות ביותר בפרויקט), כך שהחברה תהיה זכאית להטבות הכלכליות הנובעות מהן (קרי לחברה זכות למכור מניות אלו המיוחסות ליח"ד ספציפיות ולרוכש המניות זכות להמירם ליח"ד ספציפיות עם סיום הפרויקט או לקבל ריבית בגין ההחזקה במניות B). לחלופין, לדברי החברה היא מעריכה כי ניתן לקבל מימון כנגד מניות אלו.

מניות C – מהוות מעין החזקה בחוב Mezzanine בגין הפרויקט, המקנה זכאות לקבלת ריבית/תשואה שנתית בשיעור של 12% לשנה, אשר מתוכה 6% משולמת ו-6% נצברת. מניות אלו הינם חלק ממפל התשלומים הכללי.

למעשה, מדובר באחזקות משפטיות אשר שווין הינו יציב יותר בתרחיש של ירידת מחירים. לפיכך, על פי הערכות החברה שנמסרו למידורג, השלמת קבלת המימון בגין הפרויקט תשפר את נראות יכולתה של החברה לממש ו/או לקבל מימון כנגד מניות אלו תוך יצירת כרית נזילות משמעותית. יצוין כי בתחזית התזרים של החברה, החברה מניחה קבלת מימון של כ-200 מיליון דולר בגין המניות המוזכרות לעיל בשנת 2018 (סך השקעה שנקבע בהסכם בגין מניות C עומד על כ-300 מיליון דולר + ריבית ומניות B על כ-575 מיליון דולר. להערכת החברה, שווי הדירות המיוחסות למניות B לאחר השלמת הבנייה הינו גבוה משמעותית מסכום זה).

דירוג החברה נתמך, בין היתר, מאיכות, מיקום ומיצוב תיק הנכסים הכולל נכסים מניבים, פרויקטים למכירת דירות ופרויקטים לבניית נכסים בעלי מספר שימושים (למשל מלונות, משרדים, מסחר ומגורים). יצוין כי תמהיל תיק הנכסים מקנה לחברה גמישות תפעולית ופיננסית ליצירת מקורות נוספים בעת הצורך מעבר לפרויקטים הפונים לתחום האולטרה יוקרה, כגון מימון מחדש ומימוש מלא/חלקי של נכסים מניבים, קרקעות ופרויקטים אחרים; היקף הון עצמי משמעותי ורמות מינוף סבירות, ממתנים את החשיפה למחזור עסקים שלילי. בהתאם להנחות הדירוג קודם, חלה שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות (יצוין כי האמור הינו גם בהתחשב בחלק החברה בחוב של חברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני וכן בשווי הנכסים בהתאם להערכות שווי כפי שמוצג בתחשיב ה-NAV של החברה) ולהערכת מידורג, המגמה צפויה להימשך בטווח הקצר-בינוני לאור גידול בחוב הצפוי לצורך פיתוח הנכסים, בהתייחס לתנופת הבנייה בה מצויה החברה. אולם, עם סיום הפרויקטים, פירעון החובות והכרה ברווחיות נוספת, יחסי המינוף צפוי להשתפר; ברווחיות בולטת לטובה הגלומה בתיק הנכסים, התורמת לנראות התזרים בטווח הארוך ומאפשרת לחברה לייצר רווחים ותזרים לשירות החוב גם במידה ותחול ירידת מחירים מסוימת בשוק ו/או האטה בענף; בכפוף להצלחת תוכניות החברה ותחזיותיה, לתזרים 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, ויכולתה לממש נכסים ו/או להכניס שותפים לנכסים/פרויקטים בשלבי ההקמה באופן המקטין את החשיפה לפרויקטים אלו.

מנגד, דירוג החברה מושפע לשלילה מחשיפה לסיכונים הקשורים לענף ייזום הנדל"ן במנהטן, בדגש על פלח האולטרה יוקרה, הפוגע בעמידות התיק בעתות משבר ועשויים לחשוף את תוצאות החברה לתנודתיות; בתחזית התזרים שבטווח הקצר הנשענת, בין היתר, על השלמת בניית ושיווק מספר מצומצם של נכסים ועל השלמת תהליכי המימון לפרויקטים בבנייה (ראו לעיל). חשיבות האמור גדלה לאור העלייה בתשואות האג"ח של החברה אשר אינן מאפשרות מחזור חוב בשוק ההון בישראל. אף על פי כן, הפעולות שהחברה ביצעה לאחרונה להגדלת היקף הנזילות וכן 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; תלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה; לחברה חשיפה למספר 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 אשר עיכוב בקבלתם ו/או קשיים במחזורם, עלולה להוביל מלבד לפגיעה במוניטין החברה, להקטנה משמעותית ביכולת החברה לייצר מקורות נזילות.

יצוין כי, בשנה האחרונה החברה הציגה התקדמות במימון הפרויקטים המרכזיים – פרויקט CPT ופרויקט One Manhattan Square

(להלן: "OMS"). כך למשל, בהתאם למתווה שהוצג למידרוג, אשר כלל קבלת הלוואת מזנין על פרויקט OMS ביחד עם פרויקט 555 שדרה 10 ופרויקט אחר המצוי בבעלות בעל השליטה, החברה קיבלה מימון מלא לפרויקט וכן קיבלה עודפים אשר הגדילו את נזילות החברה בהיקף של מעל 100 מיליון דולר. כמו כן, לדברי החברה, היא מצויה במו"מ להגדלה נוספת של הלוואת הליווי באופן שיביא לתזרים נוסף לחברה.

הקשחת תנאי המימון בתחום דירות היוקרה ואולטרה יוקרה למכירה נעשתה על רקע האטה במגזר בשנתיים האחרונות המיוחסת, בין היתר, לקיטון בביקוש לרכישת דירות מצד המשקיעים הזרים. האטה זו השפיעה גם על קצב מכירת הדירות בפרויקטים בתחום האולטרה יוקרה שבנייתם כבר הסתיימה - One-57 ו-Carlton House. אף על פי כן בהתאם לנתוני החברה, ישנה התקדמות מסוימת במכירות.

היעדר השלמת תהליכי המימון בהתאם למתווה שהוצג למידרוג וכן ככל שקצב חתימת חוזה המכירה בפרויקטים המרכזיים של החברה לא יתמוך בתחזיות החברה, ישפיעו לשלילה על הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון תרחישי רגישות למועד קבלת התזרים ולהיקף התזרים מהפרויקטים השונים. יחד עם זאת, תרחיש הבסיס מניח כי החברה תמשיך ותתקדם בקבלת המימון הנדרש לצורך בניית CPT. תרחיש הבסיס מניח רגישות באשר למועד קבלת הלוואות וקבלת כספים ממשקיעי EB-5 (אם כי, מידרוג עדיין לוקחת בחשבון, כי בטווח הקצר-בינוני האמור יושלם). ככל שהחברה לא תעמוד במתווה זה, האמור ישפיע לשלילה על הדירוג. תרחיש הבסיס מניח כי, בעת סיום פרויקטים משמעותיים בתחום הייזום למגורים בשנים 2018-2020 החברה צפויה להפיק רווח ותזרימים ניכרים לשירות החוב תוך התחשבות בדחיית הכרה ברווחים אלו (אף בהיקף נמוך יותר מתחזיות החברה). יתרה מכך, הנחות הדירוג הניחו ירידת מחירים חדה יותר בפרויקט Central Park Tower אשר פונה לסגמנט האולטרה יוקרה. בהתאם לדברי בעל השליטה, החברה תשלים ראשית חלק מהמהלכים להגדלת הנזילות לטווח הארוך בטרם ביצוע השקעות הון/חלוקת דיבידנדים משמעותית. בנוסף, הדירוג מניח התייצבות ושיפור התפוסה, ברחוב 41 ושדרה 10, אשר צפוי להיות בעל שווי משמעותי לאחר התייצבותו. הנכס נפתח בחלקים ובחודשים הקרובים צפוי להיפתח במלואו. לדברי החברה ביחס לדירות המושכרות במחיר שוק היא מצויה בתהליכי שיווק ואכלוס הנכס (יצוין, כי מימוש הפרויקט ככל שיתרחש צפוי לשמש בעיקר לפירעון הלוואת RXR). תרחיש הבסיס מתחשב גם בצפי לעלייה בהיקף החוב ובמינוף בטווח הקצר-בינוני אך זה עדיין צפוי להלום את הדירוג ואף להיות בולט לחיוב בהתחשב בהערכות השווי הקיימות לנכסי החברה (יצוין כי האמור הינו גם בהתחשב בחלק החברה בחוב של חברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני וכן בשווי הנכסים בהתאם להערכות שווי כפי שמוצג בתחשיב ה-NAV של החברה). תרחיש הבסיס אינו מניח מחזור חוב אג"ח לאורך תקופת האג"ח.

Extell Limited - נתונים פיננסיים עיקריים*

דוח מאוחד, אלפי דולר ארה"ב	31/03/2017	31/12/2016	31/03/2016	31/12/2015	31/12/2014
הכנסות	606	4,597	1,718	28,313	98,297
רווח גולמי	-81	-87	347	24,200	47,563
שעור רווח גולמי	-13%	-2%	20%	85%	48%
EBITDA	-7,174	-32,761	-7,834	-1,379	34,120
EBITDA בתוספת דיבידנד ממוחזקות	-7,049	3,219	-7,584	79,017	94,520
הכנסות אחרות ורווח בגין מוחזקות*	-10,267	71,846	1,098	114,839	125,048
שערוך נדל"ן להשקעה	-	-14,299	1,756	223,266	44,207
רווח (הפסד) נקי	-29,670	-9,716	-30,253	294,101	206,681
חוב פיננסי	1,283,230	1,328,360	1,331,025	1,309,724	914,048
יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)	36,659	54,305	45,703	118,230	257,394
מזומנים מוגבלים	112,797	105,877	70,799	116,488	61,675
חוב פיננסי נטו	1,246,571	1,274,055	1,285,322	1,191,494	656,654
CAP	2,380,508	2,455,614	2,453,144	2,447,990	1,827,767
CAP נטו	2,343,849	2,401,309	2,407,441	2,329,760	1,570,373
הון עצמי	1,072,212	1,101,574	1,093,404	1,111,676	894,526
הון עצמי וזכויות מיעוט	1,097,278	1,127,254	1,122,119	1,138,266	913,719
מקדמות מרוכשים	248,500	201,000	201,000	176,000	124,500
סך מאזן בינכי מקדמות מלקוחות	2,508,804	2,537,056	2,700,442	2,665,245	1,955,894
הון עצמי למאזן בינכי מקדמות מלקוחות	43.7%	44.4%	41.6%	42.7%	46.7%
חוב פיננסי / CAP	53.9%	54.1%	54.3%	53.5%	50.0%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	53.2%	53.1%	53.4%	51.1%	41.8%
FFO כולל החזרים מכלולות	-23,655	-66,588	-18,750	13,083	94,692
חוב פיננסי ל- FFO	שילי	שילי	שילי	100	10
חוב פיננסי נטו ל- FFO	שילי	שילי	שילי	91	7

* הכנסות אחרות לשנת 2014 כוללות רווח ממכירת נדל"ן להשקעה של כ-55 מיליון דולר. הכנסות לשנת 2014 כוללות כ-89 מיליון דולר בגין מכירת קרקע. חלק ניכר הרווח ממוחזקות בשנים קודמות. נובע ממסירת דירות בפרויקטים Carlton House ו-One-57.
 ** בדוחות קודמים שפורסמו על ידי מידרוג עשויים להיות סעיפים שעברו התאמות מסוימות לדוחות על פי מידע שנמסר מהחברה ולכן עשויים להיות שינויים מסוימים בחלק מהנתונים הפיננסיים ביחס לדוחות עבר.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת מימון מאתגרת הערימה קשיים בהשלמת המקורות הנדרשים לבניית הפרויקטים המרכזיים של החברה באופן אשר משליך לשלילה על פרופיל הסיכון; בשנה האחרונה חלה התקדמות משמעותית במימון הפרויקטים באופן המשפר את נראות מקורות התזרים

החברה מצויה בתהליך בנייתם של 4 פרויקטים (למעט הפרויקט ברחוב 41 שדרה 10 אשר מצוי לקראת סיום בנייה) אשר בנייתם צפויה להסתיים בשנים 2018-2020 והם צפויים לייצר חלק ניכר מהמקורות הפוטנציאליים לשירות האג"ח בשנים אלו:

פרויקט One Manhattan Square

החברה מצויה בתהליך הקמה של פרויקט להקמת מגדל בגובה של כ-80 קומות ומעל ל-800 יח"ד (לפי החברה, בניית השלד צפויה להסתיים השנה ובמחצית השנייה של 2018 צפויה השלמת ההקמה של הבניין) וכן דירות נוספות בבניין נפרד שישווקו במחיר בר השגה. בנוסף הפרויקט מכיל שטחי מסחר וחניון.

בהתאם למתווה שהוצג למידרוג, מאז מועד דוח המעקב האחרון החברה הגדילה את הלוואות הליווי מסכום של כ-500 מיליון דולר לכ-700 מיליון דולר וכיום מצויה במו"מ להגדלת הסכום ב-50 מיליון דולר נוספים. בנוסף, היקף הלוואות RXR גדל גם כן כמו כן, החברה התקדמה בתהליך החתמת משקיעים בתחום ה-EB-5. המהלכים הנ"ל, אשר כללו מימון מורכב וקונסורציום של מספר מלווים ואישור מצדדי ג', מהווה להערכת מידרוג התקדמות משמעותית בהבטחת המקורות הדרושים לבניית הפרויקט וכן בהתאם לנתוני החברה גם הגדלת הנזילות הקיימת.

יצוין, כי החברה מצויה מאז דוח הדירוג האחרון בתהליכי שיווק של יח"ד בפרויקט (רוכש דירה אינו מחויב בהשלמת העסקה למעט הפיקדון שעומד בד"כ על 25% מסכום הרכישה).

פרויקט Central Park Tower

החברה מצויה בתהליך הקמת בניין אולטרה יוקרה (שיעור החזקה של 87%) הצפוי לכלול כ-180 יח"ד וכ-7 קומות מסחר (קומות המסחר נמכרו לרשת Nordstrom תמורת כ-430 מיליון דולר אשר מממנים חלק מעלות הבנייה) באזור הסנטרל פארק. יצוין כי היות הפרויקט בסגנון אולטרה יוקרה והיקפי המימון המשמעותיים הנדרשים מהווים גורם סיכון בתהליך להערכת מידורג. בהתאם לדיווחי החברה, לאחרונה נחתם Term Sheet לקבלת הלוואת הליווי בהיקף של כ-900 מיליון דולר מתוך הסכום הנ"ל כאשר בכוונתה להשלים את קבלת המימון עד לסוף שנת 2017. יצוין כי מחירי המכירה ל-SQF הנדרש לצורך החזר הלוואות הליווי הבכירה הינו נמוך ביחס לצפי מחירי המכירה וכתוצאה מוביל ל-LTV נמוך יחסית. החברה גם התקדמה בשנה האחרונה בתהליכי גיוס EB-5 לפרויקט כאשר טרם גיוס כלל הסכום המתוכנן לפרויקט. לאור האמור חלה התקדמות במימון הפרויקט אך טרם הושלמו כל המהלכים הנדרשים להשלמתו.

כפי שצוין לעיל, לאחר חתימה על הסכם הליווי, בכוונת החברה בהתאם לדיווחה, לבחון קבלת מימון ו/או הנפקת הון מועדף בגין מניות C-B אשר הינם בבעלותה, על מנת לייצר מקור מימון נוסף לפרויקט וכן נזילות עודפת ברמת החברה כולה. יצוין כי, בהתאם לדיווחי החברה בעבר, לצורך תשלום מלוא הסכום המיוחס למניות C לרבות הריבית בגינן, מחירי המכירה הנדרשים הינם כ-3,300 דולר ל-SQF. כמו כן, כפי שצוין לעיל כי בהסכם נקבע כי ל-SMI קיימת אופציית Put לחייב את אקסטל לרכוש ממנה מחדש את אחזקותיה בפרויקט בתנאים ומגבלות כפי שמפורט בדיווחי החברה.

להערכת מידורג, מחד אופציית ה-Put וערבות החברה לאופציה משפיעים לשלילה על הדירוג. מנגד, קבלת סכום ההשקעה וקיומן של חלופות נוספות לקבלת המימון כפי שהוצג ע"י החברה משפרים את יכולת השלמת המימון וכן מקנים לחברה את המזומנים להמשך הבנייה בשלב זה. כמו כן, מפל התשלומים שנקבע, משפר את יכולתה של החברה לקבל תזרים משמעותי לשירות החוב גם בתרחיש של ירידה משמעותית במחירי המכירה. לאור כל האמור השלמת קבלת המימון בגין פרויקט CPT הינה מהותית לדירוג.

בנוסף לפרויקטים אלו, לחברה אחזקות בפרויקטים מהותיים פחות כגון פרויקט ה-Kent אשר בנייתו צפויה להיות מושלמת בשנת 2018. בנוסף, החברה מצויה בשלבי חפירה ודיפון בפרויקט בברוקלין להקמת מגדל של כ-70 קומות של דירות למכירה. כמו כן, החברה הינה שותפה 50% בפרויקט לייזום למגורים בניו ג'רזי בו צפויה תחילת בנייה בזמן הקרוב (תהליך שיווק הדירות כבר החל). לחברה בנוסף מלאי לא מכור בפרויקט One 57 אשר בנייתו הסתיימה בשנת 2015 ואשר קצב המכירות בו הינו איטי יחסית.

מעבר לכלל הנכסים המוזכרים לעיל, בהתאם לשווי הנכסי הנקי של החברה כפי שפורסם בדוחות ליום 31.12.2016 מחזיקה בנכסים מניבים בשווי נטו (חלק חברה) של כ-250 מיליון דולר (ללא פרויקט 555 שדרה 10 אשר סביר שמימושו ישמש לפירעון חלק מהלוואות RXR) וכן בקרקעות נוספות בשווי נטו מעל ל-300 מיליון דולר אשר מרביתן ממוקמות באזורי ביקוש בניו יורק. בחלקן רמת ה-LTV הינה נמוכה יחסית באופן המשפר את יכולתה להפיק תזרים משמעותי ממכירתן בעת הצורך גם בתרחיש של ירידת מחירים.

צפי לשיפור משמעותי ברמת נזילות החברה בטווח הקצר, יחד עם זאת, מרבית התזרים המשמעותי של החברה

מהפרויקטים צפוי להתקבל בטווח הבינוני

נכון ליום 31.03.2017, לחברה יתרת נזילות של כ-36 מיליון דולר בלבד (בנטרול מזומנים מוגבלים בהיקף של כ-112 מיליון דולר). אף על פי כן, בהתאם לדיווחי החברה בדבר ההתקדמות עם מימון OMS וכן נתונים שהוצגו למידורג, הנזילות ליום 30.06.17 צפויה להיות גבוהה באופן משמעותי. קרן האג"ח עומדת לפירעון שנתי בהיקף של כ-145-140 מיליון דולר בשנים 2018-2019 וכ-85 מיליון דולר לשנה בשנים 2020-2021. כמו כן, לחברה הלוואות אשר לטובתן משועבדים נכסים מניבים אשר חלקם מאופיינים ב-LTV סביר ולעיתים אף נמוך יחסית.

בשנתיים הקרובות תרחיש הבסיס מניח שימושים של דמי ניהול בהיקף של כ-25 מיליון דולר לשנה בנוסף להוצאות שוטפות כלליות וכן תשלומי ריבית אג"ח של כ-23 מיליון דולר לשנה (כ-17 מיליון דולר בשנת 2019). יצוין כי בנוסף ישנה ריבית בגין הלוואת RXR ו-SMI אולם לדברי החברה, לפחות בטווח הקצר-בינוני ישנם מקורות בפרויקטים הרלוונטיים לתשלום האמור. כמו כן, לפי נתוני החברה, אין צרכי השקעות הון מהחברה ב-OMS ובפרויקט-CPT ישנה נזילות להמשך הבנייה בזמן הקצר עד להשלמת קבלת מקורות המימון הנדרשים.

המקורות לשירות ההתחייבויות בשנים הקרובות כוללים את יתרת הנזילות (אשר כאמור גדלה לאחרונה לאור המימון העודף בפרויקט OMS) וסכומים בגין פרויקטים שבנייתם הושלמה (Carlton House ו-One-57) וכן את פרויקט ה-Kent שבנייתו מצויה בתהליך (אולם, מרבית יח"ד בפרויקט טרם נמכרו). כאמור, בכוונת החברה לפעול ליצירת מקורות נזילות באמצעות קבלת מימון עודף ו/או מימוש של מניות B ו-C בפרויקט CPT. כמו כן, במהלך העסקים, החברה בוחנת מימון מחדש/מימוש/הכנסת שותפים לנכסים ופרויקטים קיימים. בטווח הארוך, OMS, CPT, ברוקלין וכן פרויקטים נוספים שבנייתם עשויה להתחיל, צפויים להפיק מקורות נוספים לשירות החוב.



שיעורי רווחיות בולטים ביחס לענף משפרים את הסבירות ליצירת תזרים משמעותי 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 גבוה באופן יחסי 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 באופן משמעותי, נכסים אלו צפויים לייצר רווח ותזרים משמעותיים ביחס להיקף החוב. אף על פי כן, להאטה בקצת המכירות יש השפעה הן על היקף הרווח והן על מועד קבלתו.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- עמידת החברה בתחזיות תוך התקדמות במכירת שטחים ומסירות הדירות בפרויקטים המרכזיים והצגת רווחים בהתאם לתחזיות
- שמירה על רמות מינוף נמוכות ביחס לדירוג לאורך זמן, בהתחשב בשווי הנכסים בהתאם להערכות שווי
- הורדת התלות בפרויקטים בודדים ושינוי תמהיל הפרויקטים באופן שלא יפגע בפרופיל הסיכון של החברה

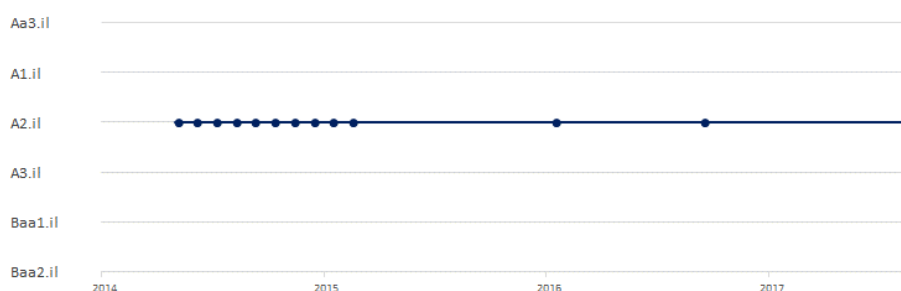
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי עמידה בתוכניות החברה להשלמת קבלת המימון הנדרש לבניית הפרויקטים המרכזיים בביצוע ובייחוד פרויקט CPT
- אי עמידה בתחזיות החברה בכל הקשור למכירות והשכרות בפרויקטים של החברה וכן קבלת מקורות נזילות בהתאם לתוכניותיה
- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה באופן שיביא לפגיעה משמעותית ביחסי האיתנות והיכסוי
- הרעה בגמישות הפיננסית בחברה ומדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- שינוי מהותי במוטת השליטה בחברה

אודות החברה

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.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[Extell Limited - פעולת מעקב - ספטמבר 2016](#)

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

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

28.08.2017	תאריך דוח הדירוג:
08.09.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.05.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
EXTELL Development Company	שם יוזם הדירוג:
EXTELL Development Company	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' 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 ולסיכויי 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>