

Extell Limited

מעקב | נובמבר 2019

אנשי קשר:

אורית תשובה

ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית

Orit.teshuva@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 מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות א' ו ב') שהנפיקה חברת Extell Limited. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות 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

- חברה אשר תחום פעילותה המהותי הינו ייזום למגורים, בעיקר בעיר ניו יורק ובפרט במנהטן. פרויקטים החברה מאופיינים במיצוע גבוה מאוד ומוגדרים בחלקם כפרויקטי "אולטרה יוקרה" המאופיינים ברמות מחירים גבוהות וכפועל יוצא מכך פונים לפלח שוק מצומצם. ענף זה מאופיין בשנים האחרונות בירידה בביקוש ובמיעוט עסקאות אשר משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה.
- שחיקה ביחסי המינוף של החברה, עם חוב נטו ל- CAP נטו של 64%, נכון ל- 30.06.2019. תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון, בין היתר, חלק החברה בחוב הקיים בחברות המוחזקות באקוויטי ומניח שווי עודף בגין נכסים בהקמה ובהתאם להערכות שווי של הנכסים. נציין כי, בחינת המינוף בהתחשב בשווי הגלום מתאפשרת לאור הערכות שווי קיימות בנכסים ולאור העובדה שהחברה מצליחה לממן מלאי של פרויקטים בתום ההקמה, לדוגמה מימון מלאי בפרויקט OMS. בנוסף נציין כי נלקח תרחיש רגישות לשווי העודף לאור החלשות הענף ואפשרות לירידת מחירים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף צפויים לנוע בטווח של 64%-68%, יחסים הבולטים לשלילה ביחס לדירוג. נדגיש כי בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי המינוף עלולים להישחק משמעותית עד ליחס של חוב נטו ל- CAP נטו של 68%, לאור תרחיש רגישות בקשר עם שווי הנכסים. ככל שקצב המכירות יוותר איטי לאורך זמן ובפרט ככל שתהיינה ירידה במחירי העסקאות שיש בה כדי להעיד על שחיקה בשווי הנכסים, עלולה להיות לכך השפעה משמעותית על הדירוג.
- שיעור מכירות נמוך מול שיעור הביצוע וביחס לתחזיות החברה, בפרט בפרויקט Central Park Tower (להלן: "CPT") ובפרויקט One Manhattan Square (להלן: "OMS"), המשליך לשלילה על הפרופיל העסקי והפרופיל הפיננסי של החברה.
- מצבת נכסים מניבה המאופיינת בשיעור LTV נמוך ונכסים מניבים במיצוע גבוה ובמיקום מרכזי המאפשרת גמישות נוספת ומקורות נוספים לפירעון החוב הפיננסי.
- יחסי כיסוי תנודתיים הנובעים מהעדר פיזור הפרויקטים, בהתאם לתרחיש הבסיס, המניח תרחישי רגישות ביחס לקצב המכירות ולשיעורי הרווחיות, היקף ה- FFO צפוי להיות שלילי עד לשנת 2021, ולאחר מכן יחסי הכיסוי צפויים להשתפר בהתאם לקצב מכירות בפרויקטים השונים והכרה בהכנסה מהם. נזילות הולמת ביחס לצרכי שירות האג"ח, נכון ליום ה- 30.06.2019 בקופת החברה כ- 80 מ' דולר זאת בנוסף למסגרת אשראי חתומה בהיקף של כ- 153 מ' דולר. בנוסף, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בהתאם לתחזיות החברה, כי החברה צפויה לייצר נזילות של כ- 75 מ' דולר ממימון מחדש של הנכס 555 10th Avn. (להלן: "555") והנכס ברחוב 14. נציין כי מסגרת החברה הינה חלק מהלוואת JP Morgan. בהיקף של כ- 550 מ' דולר אשר מועד פירעונה הסופי הינו באוגוסט 2020. הלוואה זו מגובה במספר נכסים, ביניהם, הנכס 54th

Street, 45th Street, 125th Street ומניות C בנכס CPT. הלוואה זו הינה בשיעור LTV של כ- 54% אשר בהתאם להערכות החברה, ניתנת למימון מחדש או להאריך בתקופה בהתאם למימונים דומים שערכה.

- תזרים החברה ביחס לצרכי שירות החוב הינו הולם לרמת הדירוג. נציין כי תזרימי החברה נשענים על סכום משמעותי של כ- 75 מ' דולר הנובעים, בין היתר, ממימון מחדש של הנכס 555 ועל תמורה ממכירות בפרויקטים בביצוע שצפויים להסתיים במהלך שנת 2020-2021 כאשר העיקרים בהם הינם: Brooklyn Point, OMS, CPT, Pier Village. נדגיש כי, תרחיש הבסיס מניח תרחישי רגישות משמעותיים בקשר עם קצב המכירות בפרויקטים ועם מחירי המכירה. כך, היקף חוב האג"ח הצפוי להיפרע בשנתיים הקרובות הינו כ- 220 מ' דולר וזאת לעומת יתרות נזילות של כ- 80 מ' דולר נכון לרבעון השני 2019 ומסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ- 153 מ' דולר.
- גמישות ורגישות טובה למקורות מימון, לחברה גמישות הנובעת מקיומה של מצבת נכסים מניבה כאשר הנכסים הבולטים בה הוא מלון W במנהטן ונכס מגורים להשכרה, נכס 555, בשדרה העשירית במנהטן. נציין כי החברה חרגה מתרחיש הבסיס ולא מכרה את הנכס אלא פועלת למימונו מחדש. נציין כי מימון מחדש של הנכס הינו בשיעור LTV של כ- 60% וצפוי להסתיים עד סוף חודש נובמבר 2019. הנחת מימון מחדש של הנכס הינה משמעותית לצורך הדירוג כך שסטייה ממנה עלולה להוביל לשינוי בדירוג. בנוסף, לחברה שתי מניות לא משועבדות B בנכס CPT בשווי של כ- 100 מ' דולר.
- בהתאם לתחזיות החברה, צפויים שיעורי רווחיות גבוהים מפרויקטים בביצוע ביחס לדירוג, יחד עם זאת, נציין כי תרחיש הבסיס מניח שחיקה אפשרית בשיעורי הרווחיות לאור שיעורי המכירות הנמוכים לאורך זמן בפרויקטים. עוד נציין, כי לאור קצב המכירות האיטי שיעורי הרווחיות בהתאם לדוחות הכספיים הינם שליליים. יחד עם זאת, תרחיש הבסיס נותן משקל גם לשיעורי רווחיות צפויים מהפרויקטים בביצוע.
- חשיפה לאמת מידה פיננסית בהלוואות הליווי בפרויקט CPT, יתרת הלוואות הליווי, נכון ל- 30.06.2019, הינה כ- 400 מ' דולר עם מסגרת של עד 900 מ' דולר ושמועד פירעונה הסופי הינו בדצמבר 2021 (לא כולל אופציית הארכה). בהתאם לאמת המידה, על החברה להתקשר בחוזי מכירה בהיקף של כ- 500 מ' דולר עד שלוש שנים ממועד העמדת הלוואה (מועד העמדת הלוואה הינו דצמבר 2017). בהתאם לכך, על החברה להתקשר בחוזי מכירה בהיקף של כ- 500 מ' דולר עד תום שנת 2020. בנוסף נציין כי, בהלוואת ה- Preferred בפרויקט CPT קיים קובנט כן שהעמדה לפירעון מידי בהלוואות הליווי הינה עילה לפירעון מידי בהלוואת ה- Preferred. בסמוך למועד הדוח, לאור קצב המכירות, כדי לעמוד בקובנט תידרש החברה לחתום על חוזה מכירה בקצב גבוה משמעותית משחתמה עד כה. להערכת החברה, היקף זה ביחס לסך שווי מלאי הדירות הינו לא משמעותי. בנוסף, החברה מעריכה כי לאור השווי המשמעותי של הנכס ושיעור ה- LTV הנמוך של הנכס כגמור (שיעור של כ- 29%), תתאפשר נטילת הלוואות מלאי בדומה ל- OMS. נציין כי, להערכתנו, היקף המכירות הנוכחי והסבירות הטובה של מימון מלאי, בפרט לאור ניסיון החברה והיכרותה עם השוק, מתננים סיכון זה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בין היתר: איחוד יחסי של החוב בחברות המוחזקות בשיטת השווי במאזני, פירעון בהיקף של כ- 145 מ' דולר של סדרת אג"ח א' בדצמבר 2019, תרומת נכס ע"י בעל השליטה, ברחוב 14, ומכירה של שני נכסים לבעל השליטה, אשר צפויים להגדיל את ההון העצמי בחברה בהיקף של כ- 57 מ' דולר ומנגד להעלות את החוב ב- 200 מ' דולר, מימון מחדש של 555, אשר צפוי להוביל לעליה בנזילות ברמת הסולו בהיקף של כ- 75 מ' דולר, נטילת הלוואת מלאי בהיקף של כ- 690 מ' דולר בגין המלאי ב- OMS, ופירעון הלוואת חוב בכיר בהיקף של כ- 570 מ' דולר ופירעון של הלוואת RXR בהיקף של כ- 420 מ' דולר. תרחיש הבסיס מניח גם, המשך גידול בהלוואות הליווי לאור המשך השקעה בפרויקטים בהיקף של כמיליארד דולר ושווי עודף בגין הנכסים בהקמה בהתאם להערכות שווי של החברה לצד תרחישי רגישות ביחס לשווי הנכסים בפרט לאור קצב מכירות איטי. לאור זאת, תרחיש הבסיס מניח, כי שיעור המינוף של החברה צפוי לנוע בטווח של 64%-68% יחס חוב נטו ל- CAP נטו, יחסים חלשים ביחס לדירוג. נציין כי, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון גם שווי נוסף הגלום בפרויקטים בהקמה לאור קיומן של הערכות שווי לפרויקטים עם סטרו משמעותי

עקב תרחיש רגישות בנוגע לרמת המחירים לאור קצב מכירות איטי בענף הפעילות ובפרט בפרויקטי החברה. יצוין כי בהתאם לדוח הכספי של החברה, הלוואת הליווי בפרויקט CPT כוללת אמת מידה פיננסית בקשר עם היקף חוזי המכירה החתומים. בהתאם לכך, על החברה להתקשר בחוזי מכירה לכל הפחות בהיקף של כ- 500 מ' דולר עד לחודש דצמבר 2020. בנוסף נציין כי, בהלוואת ה- Preferred בפרויקט CPT קיים קובנט כך שהעמדה לפירעון מידי בהלוואת הליווי הינה עילה לפירעון מידי בהלוואת ה- Preferred. להערכת החברה, לאור העובדה שהקמתו של נכס נמצאת בשלבי סיום, החברה תעמוד בהתחייבות זו. בנוסף, ציינה החברה כי לאור השווי המשמעותי של הנכס כגמור אשר בהתאם להערכת השווי עומד על כ- 3.2 מיליארד דולר נכון ל- 31.12.2018, ושיעור LTV בפרויקט כגמור, ניתן לבצע מימון מחדש על בסיס שווי המלאי, בדומה למתווה בפרויקט OMS. לאור האמור, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי לא תהיה הפרה של אמת מידה זו. נדגיש כי הנחות אלו בקשר עם שווי עודף ומימון מחדש הינן ספציפיות לשוק בו פעולת החברה, במנהטן, בו, בהתאם למידע שהעבירה החברה, קיימות עסקאות מימון משמעותיות מסוג זה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג הינו יציב לאור הירידה בסיכון ההקמה הנובעת מהתקדמות בייזום הפרויקטים כך שמרבית הפרויקטים נמצאים בשיעור ביצוע גבוהים. בנוסף, החברה פעלה לחזק את תזרים המזומנים והגדלת מסגרות האשראי החתומות להיקף של כ- 153 מ' דולר בפרט ביחס להיקף הפירעון הקרוב. בנוסף פעלה החברה למימון מחדש של נכסים שתורמו לנזילות החברה בפרט מימון מלאי ב-OMS, מימון מחדש של ⁵⁵⁵¹⁰. קיימת שיחקה מסוימת בשיעור המינוף אם כי, שחיקה זו נובעת בחלקה מעלייה בהלוואות הליווי לצורך התקדמות בייזום הפרויקטים שמנגד תורמת לעלייה בשווי הנכסים וכך גם לרמת המינוף הכוללת של החברה. נקודה זו חשובה בפרט לאור אפשרות מוכחת של החברה להשיג מימון באמצעות הלוואי על המלאי ולאור המיצוב הגבוה של הפרויקטים ומיקומם הייחודי. נציין כי להערכתנו חלה האטה בענף בו פועלת החברה אשר נמשכת מזה מספר שנים ופוגעת בפרופיל הסיכון של החברה. בנוסף, להערכתנו נגישות החברה למקורות מימון בשוק המקומי, יחד עם קיומה של מצבת נכסי מניבה ופרויקטים במיצוב גבוה עם שולי רווח גבוהים מאפשרים לחברה גמישות הממתנת במידה מסוימת סיכון זה

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה בסיכון הענפי, המתבטא בשיפור משמעותי בקצב המכירות מול הביצוע ובשמירה על שיעורי רווחיות בהתאם לתחזית
- שיפור ביחסי המינוף והכיסוי של החברה
- שיפור בגמישות הפיננסית ובנזילות של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- המשך שחיקה ביחסי המינוף ויחסי הכיסוי
- העדר שיפור בסביבת הפעילות ובקצב המכירות בפרט בפרויקטים הגדולים כמו CPT ו-OMS
- שחיקה משמעותית בשיעורי הרווחיות
- הרעה בתזרים המזומנים של החברה

Extell limited - נתונים עיקריים, באלפי דולר

מטבע: אלפי דולר ארה"ב	30/06/2019	31/12/2018	30/06/2018	31/12/2017	31/12/2016
הכנסות	2,565	84,314	41,496	84,127	4,597
רווח גולמי	(379)	25,430	9,908	1,632	(87)
שיעור רווח גולמי	(15%)	30%	24%	2%	(2%)
EBITDA	(23,066)	(18,985)	(11,432)	(30,315)	(32,761)
שערוך נדל"ן להשקעה	-	(1,270)	150	41,033	(14,299)
רווח (הפסד) נקי	(48,871)	(47,539)	(14,993)	16,350	(9,716)
חוב פיננסי	2,280,066	1,893,168	1,543,038	1,529,194	1,328,360
יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)	101,193	56,979	146,596	304,427	54,305
מזומנים מוגבלים	134,163	72,179	152,130	86,864	105,877
חוב פיננסי, נטו	2,178,873	1,836,189	1,396,442	1,224,767	1,274,055
CAP	3,554,418	3,212,034	2,695,009	2,725,517	2,455,614
CAP נטו	3,453,225	3,155,055	2,548,413	2,421,090	2,401,309
הון עצמי	985,107	1,030,522	1,041,319	1,132,806	1,101,574
הון עצמי וזכויות מיעוט	1,274,352	1,318,866	1,151,971	1,196,323	1,127,254
סך מאזן	3,983,136	3,584,015	3,075,986	2,976,455	2,537,056
הון עצמי למאזן	32%	37%	37%	40%	44%
חוב פיננסי / CAP	64%	59%	57%	56%	54%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	63%	58%	55%	51%	53%
FFO כולל החזרים מכלולות	(73,215)	(86,451)	(915)	29,065	(66,588)
חוב פיננסי ל-FFO	-	שלילי	-	53	שלילי
חוב פיננסי נטו ל-FFO	-	שלילי	-	42	שלילי

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרויקטים במיצוב גבוה מאוד, ביניהם פרויקטים בענף האולטרה יוקרה המאופיין בקצב מכירות איטי ופניה לפלח שוק מצומצם המשליך לשלילה על פרופיל הסיכון. פיזור פרויקטים חלש ביחס לדירוג כן שפרויקט CPT מהווה כ- 37% מהשווי הנקי בחברה

לחברה שלושה פרויקטים שהקמתם הסתיימה: פרויקט ONE 57, פרויקט השייך למגזר האולטרה יוקרה הממוקם באזור מרכזי בעל מיצוב גבוה, בסמיכות לסנטרל פארק. הקמתו של הפרויקט הסתיימה בשנת 2015 ובסמוך למועד הדוח עדיין לא נמכר במלואו, ושיעור המכירה נמוך מהחזוי ע"י החברה. בנוסף, לכך, במלאי החברה קיימות יחידות שהקמתם הסתיימה מפרויקט The KENT הממוקם ברחוב 95 והשדרה השלישית ב- Upper East Said במנהטן. הקמתו של הפרויקט הסתיימה בשנת 2018 ובסמוך למועד הדוח, שיעור המכירה בו הינם נמוכים ביחס לשיעור הביצוע וביחס לתחזיות החברה. בנוסף לכך, לחברה ארבעה פרויקטים בביצוע אשר הינם ממומנים באופן מלא: פרויקט OMS הינו פרויקט של שני בניינים כאשר האחד מהם הינו מבנה מגורים לדירור בר השגה והשני הינו מבנה בעל שמונים קומות של דירות למכירה עם כ- 815 יחידות. הקמת הפרויקט הסתיימה באוקטובר 2019, ושיעור הביצוע בפרויקט עומד על כ- 85% נכון ל- 31.03.2019. בנוסף, החברה בעיצומו של ייזום פרויקט CPT השייך גם כן למגזר האולטרה יוקרה וממוקם בסמוך ל- ONE 57, ועל כן גם הוא מאופיין במיקום מרכזי ומיצוב גבוה מאוד. הקמתו של פרויקט צפויה להסתיים בנובמבר 2020, בהתאם להערכות החברה. כמו כן, החברה יוזמת את פרויקט Brooklyn Point בנין מגורים עם כ- 483 יחידות. נציין כי, גם בפרויקטים אלה שיעורי המכירה נמוכים ביחס לתחזיות החברה וביחס לשיעור הביצוע. בנוסף, החברה יוזמת גם פרויקט מגורים בסמוך לחוף בניו ג'רזי, The Loft pier Village. בפרויקט כ- 245 יחידות למכירה כאשר שיעור המכירה בפרויקט זה הינם טובים בהשוואה ליתר הפרויקטים בחברה. פיזור הפרויקטים בחברה הינו נמוך ולכן משליך לשלילה על הפרופיל העסקי. מנגד, נציין כי לחברה יש גם מצבת נכסים מניבים אשר תורמת לגיוון מקורות התזרים וליציבות הפעילות. נדגיש כי שיעורי המכירה בפרויקטים ובפרט בפרויקטים בביצוע הינם נמוכים ביחס לדירוג, מנגד מדובר בפרויקטים במיצוב גבוה מאוד במיקומים מרכזיים וייחודיים כאשר, להערכתנו, הגמישות מהם

הינה גבוהה כגון אפשרות הלואה על המלאי, הממתנת במידה מסוימת סיכון זה. בפרט לאור יכולות מוכחות של החברה להשיג מימון מלאי בפרויקטים, בהתאם לשווי שוק.

שחיקה ביחסי המינוף בעיקר לאור שינוי בתרחיש הבסיס ומימון מחדש של 555 חלף מימוש ופירעון חוב. בנוסף, מינוף החברה נשחק עם קצב התקדמות הפרויקטים לאור הגידול בהלוואות הליווי. בהתאם לתרחיש הבסיס יחסי הכיסוי גם הם איטיים ביחס לרמת הדירוג, זאת בעיקר לאור תרחישי רגישות משמעותיים ביחס לשיעור המכירות

בהתאם לדוחות הכספיים לרבעון השני לשנת 2019 מינוף החברה הינו כ-64%, זאת בהשוואה למינוף בשיעור של 59% בהתאם לדוח השנתי 2018. עלייה זו במינוף נובעת, בין היתר, מגידול בהלוואות הליווי לאור התקדמות בהקמת הפרויקטים בייזום. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, המניח, בין היתר: איחוד יחסי של החוב בחברות המוחזקות בשיטת השווי במאזני, פירעון בהיקף של כ-145 מ' של סדרת אג"ח א', תרומות נכס ע"י בעל השליטה, ברחוב 14, ומכירה של שני נכסים לבעל השליטה, אשר צפויים להגדיל את ההון העצמי בחברה בהיקף של כ-57 מ' דולר ומנגד להעלות את החוב ב-200 מ' דולר, מימון מחדש של 555, נטילת הלוואת מלאי בהיקף של כ-690 מ' דולר בגין המלאי ב-OMS, ופירעון הלוואת חוב בכיר בהיקף של כ-570 מ' דולר ופירעון של הלוואת RXR בהיקף של כ-420 מ' דולר, והמשך גידול בהלוואות הליווי לאור המשך השקעה בפרויקטים בהיקף של כמיליארד דולר, שיעור המינוף של החברה צפוי לנוע בטווח של 64%-68% יחס חוב נטו ל-CAP נטו, יחסים חלשים ביחס לדירוג. נציין כי, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון גם שווי נוסף הגלום בפרויקטים בהקמה לאור קיומן של הערכות שווי לפרויקטים עם סטריס משמעותי לאור תרחיש רגישות בנוגע לרמת המחירים לאור קצב מכירות איטי בענף הפעילות ובפרט בפרויקטי החברה. נדגיש כי יחסי המינוף נשחקים משמעותית לאור תרחיש רגישות בקשר עם שווי הנכסים. ככל שקצב המכירות יוותר איטי לאורך זמן ופרט ככל שתהינה ירידת מחירי העסקאות שיש בה כדי להעיד על שחיקה בשווי הנכסים, עלולה להיות לכך השפעה משמעותית על הדירוג.

בהתאם לתרחיש הבסיס יחסי הכיסוי צפויים להיות תנודתיים מאוד בפרט לאור מיעוט פרויקטים וסיום של מספר פרויקטים משמעותיים בשנים 2020-2021. לאור זאת, בשנתיים הקרובות היקף ה-FFO צפוי להיות שלילי ולאחר מכן יחסי הכיסוי צפויים להשתפר בהתאם לקצב מכירות בפרויקטים השונים והכרה בהכנסה מהם. נציין כי, לחברה תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת לאורך זמן ולאור זאת קיימת אף הערה בדוחותיה הכספיים. נציין כי, להערכתנו זו תוצאה ישירה אופי פעילות החברה וההאטה בענף הפעילות, החברה יוזמת מספר פרויקטים במקביל, לצד שיעורי מכירה נמוכים. מנגד, החברה מייצרת תזרים ממקורות אחרים כמו למשל, ממימון מחדש של נכסים ומלאי ומאפשרת פריסה נוחה של לוח הסילוקין המותאמת לקצב המכירות האיטי.

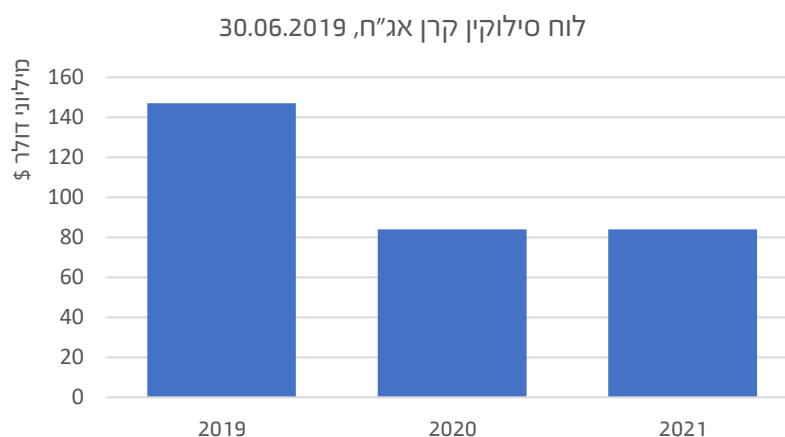
היקף הון עצמי משמעותי ביחס לקבוצת ההשוואה ושיעורי רווחיות צפויים מפרויקטים בביצוע, בולטים ביחס לענף משפרים את הסבירות ליצירת תזרים משמעותי גם בתרחיש של ירידת מחירים

החברה הצליחה להשלים לאורך השנים את פיתוחן ומימושן של עסקאות מורכבות בהיקפים גדולים, המגלמים שיעורי רווחיות יוצאי דופן. בהתאם לנתוני החברה, מצבת הפרויקטים בביצוע מגלמת שיעור רווח גולמי גבוה ביחס למקובל בענף (כ-30%-40%). להערכת מידורג, גם תחת תרחיש של ירידת מחירי דירות באופן משמעותי, נכסים אלו צפויים לייצר רווח ותזרים משמעותיים ביחס להיקף החוב. אף על פי כן, להאטה בקצב המכירות יש השפעה הן על היקף הרווח והן על מועד קבלתו. נציין כי, נלקחו בחשבון בתרחיש הבסיס תרחישי רגישות ביחס לקצב המכירות ומחיר המכירה גם בתזרים המזומנים הצפוי וגם בשווי העודף מנכסים. בנוסף נציין כי יכולת החברה לממן מלאי בפרויקטים ממתנים מעט את הסיכון מקצב המכירות האיטי ומאפשרים גמישות נוספת לחברה. נציין לחיוב את היקף ההון העצמי שלהחברה העומד על כמיליארד דולרים, נכון ל-30.06.2019, היקף הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג ומשפיע לחיוב על איתנות החברה.

נזילות וגמישות הולמת ביחס לרמת הדירוג, בין היתר, לאור מצבת נכסים מניבה המאפשרת גמישות מסוימת ומסגרות חתומות בהיקף של כ- 153 מ' דולר ותזרים משמעותי הנובע מימון מחדש של הלוואות. זאת בנוסף להארכת מח"מ הלוואות בפרויקט 555 ו-OMS ופריסת לוח הסילוקין בצורה נוחה יותר. תרחיש הבסיס מניח מימון מחדש ושמירה

על מסגרות אשראי חתומות בהיקף של 75 מ' דולר

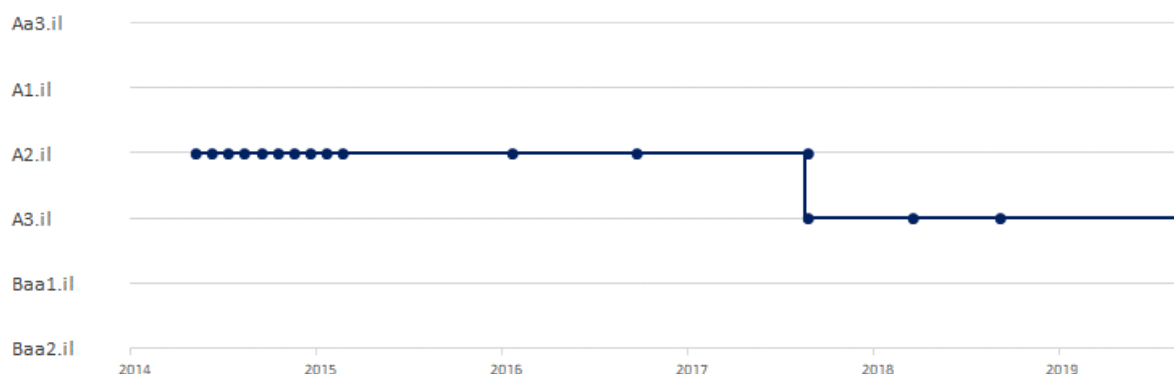
בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ- 80 מ' דולר, נכון ל- 30.06.2019 זאת בנוסף למסגרות חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ- 153 מ' דולר בסמוך למועד הדו"ח. זאת, ביחס לפירעון של כ- 145 מ' דולר של אג"ח א' בדצמבר 2019 ופירעון בהיקף של כ- 80 מ' דולר בשנת 2020. נציין כי, מסגרת האשראי חתומה עד לחודש אוגוסט 2020 וכי היא חלק מהלוואה על סך של 550 מ' דולר מ- JP Morgan המגובה במספר נכסי קרקעות ומניות C עם LTV של כ- 54%. להערכת החברה ניתן יהיה להאריך את מועד פירעון הלוואה או לממן מחדש בפרט לאור שיעור ה- LTV. נציין כי, תרחיש הבסיס של מידרוג שמירה על קיומן מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של לפחות כ- 75 מ' דולר. בנוסף, בהתאם למידע שהעבירה החברה, החברה במגעים מתקדמים למימון מחדש של 555 אשר צפוי לתרום כ- 75 מ' דולר לתזרים החברה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח תרחישי רגישות משמעותיים ביחס לשיעורי המכירות בפרויקטים השונים וכן גם תרחיש רגישות ביחס למחיר המכירה וכפועל יוצא מכך גם תזרימים נמוכים מאוד מהפרויקטים בהם שיעורי המכירה נמוכים. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית טובה לאור מצבת נכסים מניבים במינוף נמוך של כ- 40% ושוי משמעותי המהווים מקור נזילות נוסף. לחברה אף שתי מניות מסוג B אשר אינה משועבדות, המיוחסות לפרויקט CPT, בשווי של כ- 100 מ' דולר אשר גם כן מהוות מקור נזילות נוסף התורם לגמישות החברה. להערכתנו לחברה קיימת נגישות טובה וגיוון מקורות מימון, בשוק המקומי זאת בפרט לאור יכולת מוכחת שנראתה לאורך השנים ובפרט בתקופת הדוח. נציין כי, תזרים המזומנים של החברה מושפע גם מעסקאות החלף לגידור הריבית אליהם נכנסה החברה כדי לגדר הלוואות בריבית משתנה, לאור חשש מעליות אפשריות בשיעורי הריבית. נכון להיום החברה הפקידה בטחונות בהיקף של כ- 90 מ' דולר. להערכתנו, לאור שיעור ריבית נמוך השורר במשק לאורך זמן, חשיפה זו הינה מוגבלת, יחד עם זאת, ירידה בריבית עלולה לפגועה בתזרים החברה וכתוצאה מכך גם בדירוג. להלן, לוח הסילוקין של האג"ח:



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

[אקסטל לימטד בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות ייזום למגורים - דוח מתודולוגי, פברואר 2016](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

05.11.2019	תאריך דוח הדירוג:
05.09.2018	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 התחייבות פיננסית 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 ויהיה 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 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 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>