

Extell Limited

מעקב | ספטמבר 2018

אנשי קשר:

רובי ויניצקי, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
Rubiv@midroog.co.il

שחר רובין, אנליסט בכיר - מעריך דירוג משני
Shahar.r@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 מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה חברת Extell Limited (להלן: "החברה" או "אקסטל") ומותירה על כנו את הדירוג A3.il ומציבה אופק דירוג 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

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב שהנפיקה החברה. בחינת הדירוג התייחסה לדיווחי החברה ממרץ 2018 אודות חלוקת דיבידנד בהיקף של 75 מיליון דולר והתפטרותם של שני דירקטורים בחברה. בנוסף, החברה דיווחה ב-29.8.18 על חלוקת דיבידנד נוספת בסך של 50 מיליון דולר. עם זאת, הודעת החברה בדוחות הכספיים ל-30.6.18 על כך שהיא מחזיקה במלוא סכום פירעון הקרן של סדרת אג"ח א' בדצמבר 2018 (50% מהסדרה), יחד עם חתימה על הסכם מימון למסגרת אשראי מתאגיד JP Morgan והמדיניות הפיננסית שמסרה החברה לידי מידרוג בנוגע לשמירת נזילות ומסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות, ממתנים את השפעת החלוקות האמורות לעיל. יש לציין, כי חלוקת דיבידנד נוספות שאינן בתרחיש הבסיס של מידרוג, כפי שיפורט להלן, עלולות להשפיע לשלילה על דירוג החברה.

דירוג החברה נתמך בותק ובניסיון הנהלת החברה בפעילות יזמית בניו יורק ובפלטפורמות ניהול, ייזום, רכישת והשבחת נכסים. היקף הפעילות של החברה, בולט לחיוב לרמת הדירוג. נכון ל-30.6.18, היקף ההון העצמי של החברה מסתכם בכ-1.2 מיליארד דולר וצפוי לגדול בכ-120 מיליון דולר בהתאם להודעת החברה על תרומת זכויות בעל השליטה בנכס ברחוב 54, במנהטן. בנוסף, החברה נמצאת בשלבים לבניית מעל ל-2,000 יחידות דיור. יש לציין, כי שיעורי רווחיות הפרויקטים הצפויה הינה בולטת בהתייחס לחברות השוואה. כך למשל, בהתאם לדוחות הכספיים של אקסטל, נכון ל-31.12.17, פרויקטי היזום Central Park Tower (להלן: "CPT") ו-One Manhattan square המצויים במנהטן צפויים להניב רווח גולמי של כ-44% וכ-28%, בהתאמה. מלבד פרויקטי היזום, לחברה החזקות בפורטפוליו נכסים מניבים המצויים במיקום מרכזי המאפשרים לה גמישות ויכולת מימוש.

מנגד, דירוג החברה מושפע לשלילה מחשיפת החברה לסיכונים המאפיינים את ענף הייזום בסקטור דיור היוקרה אשר משפיעים על קצב המכירות בפרויקטים. לאור קצב המכירות התגודת, החברה תלויה ביכולתה לפעול בסביבת מימון מורכבת יחסית ומיצירת תזרים מזומנים על ידי מימוש, מימון מחדש והכנסת שותפים לנכסי החברה. תחזית החברה שהוצגה למידרוג מציגה מספר מקורות תזרימיים הצפויים להוות מקור להתמודדות עם תנאי השוק. בנוסף, לחברה מספר פרויקטים מצומצם בהשוואה לרמת הדירוג באופן היוצר תלות בפרויקטי יזום מהותיים.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח שמירה על יתרת נזילות משמעותית יחד עם מסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקף של כ-100 מיליון דולר במקביל לאי חלוקת דיבידנד בשנת 2019. על פי התרחיש, איתנות החברה מחד תושפע לטובה מתרומת זכויות בעל השליטה בנכס ברחוב 54 ומפירעון תשלום סדרת אג"ח א' בדצמבר 2018, אך מנגד מניחה חלוקת דיבידנד בסך של 50 מיליון דולר; מידרוג מצפה, כי רמת המינוף תיותר ברמתה נכון ל-30.6.18. תרחיש הבסיס מניח, כי החברה תשלים את מכירת הנכס המניב 555 Tenth Avenue (אשר יתרת המזומנים נטו צפויה לפרוע חלק מחוב ל-RXR) וכי החברה תיצור מקורות תזרים במהלך שנת 2019 על ידי מכירות בפרויקט OMS (אם כי יתכן בקצב איטי מהמצופה) וקבלת מימון בגין יתרת מלאי גמור בפרויקט, אשר אמורים לשמש לפירעון יתרת חוב RXR ולהותיר לחברה יתרת נזילות נוספות. בנוסף, מידרוג מצפה, כי לחברה ינבעו תזרימי מזומנים נוספים, אם כי בהיקפים

נמוכים יותר, ממכירות בפרויקטים אחרים של החברה. יחסי הכיסוי של החברה עשויים להיות תנודתיים וזאת בהתאם למועד מסירת דירות.

Extell Limited - נתונים עיקריים

מטבע: אלפי דולר ארה"ב	30/06/2018	31/12/2017	30/06/2017	31/12/2016	31/12/2015
הכנסות	41,496	84,127	42,486	4,597	28,313
רווח גולמי	9,908	1,632	1,210	(87)	24,200
שיעור רווח גולמי	24%	2%	3%	(2%)	85%
EBITDA	(11,432)	(30,315)	(12,677)	(32,761)	(1,379)
שערוך נדל"ן להשקעה	150	41,033	4,631	(14,299)	223,266
רווח (הפסד) נקי	(14,993)	16,350	(33,550)	(9,716)	294,101
חוב פיננסי	1,543,038	1,529,194	1,322,737	1,328,360	1,309,724
יתרת נדילות (ללא מזומנים מוגבלים)	146,596	304,427	147,000	54,305	118,230
מזומנים מוגבלים	152,130	86,864	97,672	105,877	116,488
חוב פיננסי נטו	1,396,442	1,224,767	1,175,737	1,274,055	1,191,494
CAP	2,695,009	2,725,517	2,435,659	2,455,614	2,447,990
CAP נטו	2,548,413	2,421,090	2,288,659	2,401,309	2,329,760
הון עצמי	1,041,319	1,132,806	1,085,372	1,101,574	1,111,676
הון עצמי וזכויות מיעוט	1,151,971	1,196,323	1,112,922	1,127,254	1,138,266
סך מאזן	3,075,986	2,976,455	2,606,591	2,537,056	2,665,245
הון עצמי למאזן	37%	40%	43%	44%	43%
חוב פיננסי / CAP	57%	56%	54%	54%	54%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	55%	51%	51%	53%	51%
FFO כולל החזרים מכלולות	(915)	29,065	102,673	(66,588)	13,083
חוב פיננסי ל-FFO	-	53	-	שלילי	100
חוב פיננסי נטו ל-FFO	-	42	-	שלילי	91

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

החברה חשופה לסיכוני סקטור היוקרה ואולטרה-יוקרה של ענף הייזום למגורים בניו יורק; במהלך השנה החולפת, החברה צלחה בהשגת מימון מהותי לפרוייקט ייזום

נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה בנכסים מניבים (לרבות מסחר, מגורים ומלונאות), קרקעות, מלאי דירות ופרוייקט ייזום למגורים. עם זאת, עיקר החשיפה של החברה הינה לשוק הייזום בניו יורק בכלל ולסקטור היוקרה בפרט. בשנים האחרונות, מאפייני השוק הינם תנודתיים ומשפיעים לשלילה על קצב המכירות בחלק מהפרוייקטים של החברה, באופן המשפיע על מימון פרויקטים אלו. עם זאת, יש לציין, כי החברה הצליחה בדצמבר 2017, לממן את מלוא פרויקט CPT, פרויקט אולטרה-יוקרה במנהטן אשר יכול כ-179 יחידות ושטחים מסחריים. בנוסף, ביולי 2018, הודיעה החברה על מימון מלא לפרוייקט Brooklyn Point אשר צפוי לכלול כ-458 יחידות דיור ושטחי מסחר בדרום ברוקלין, ניו יורק.

היקף ההון העצמי של החברה ושיעורי הרווחיות של החברה משפיעים לחיוב על פרופיל הפיננסי

נכון ל-30.6.17, היקף ההון העצמי של החברה הסתכם בכ-1.2 מיליארד דולר באופן הבולט לחיוב לרמת הדירוג, כאשר תרחיש הבסיס לוקח בחשבון חלוקת דיבידנד בסך של 50 מיליון דולר ותרומת זכויות בהיקף של כ-120 מיליון דולר. נכון לתאריך זה, יחס החוב ל-Cap הסתכם בכ-57%. מידרוג רואה חשיבות בשמירת החברה על יחסי המינוף ברמתם לאור מאפייני שוק הייזום למגורים. בהתאם לנתוני החברה, שיעורי הרווחיות הגולמית בפרוייקטים בביצוע אשר בולטים לחיוב (40%-25%) ביחס לחברות השוואה, מאפשרים לאקסטל גמישות גם בעת תרחיש של ירידת מחירים.

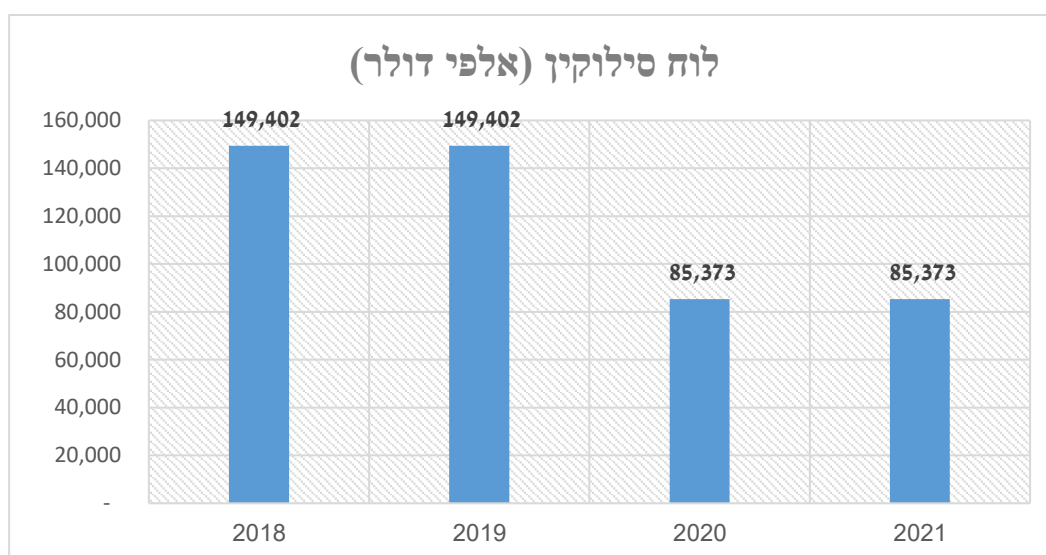
גמישות פיננסית מסוימת מנכסים מניבים וקרקעות המשמשים כמקורות תזרימיים לפעילות החברה; מידרוג מצפה לשמירה על יתרות נזילות ומסגרות אשראי בהיקף של כ-100 מיליון דולר במקביל לקבלת תזרים מזומנים ממקורות שונים

לחברה היקף לא מהותי של נכסים שאינם משועבדים. כמו כן, היא מחזיקה בקרקעות ובנכסים מניבים המאפשרים גמישות פיננסית הולמת לרמת הדירוג. כך, החברה דיווחה על קבלת מסגרת אשראי כנגד 3 נכסי קרקעות ומניות מחברת הנכס המחזיקה בפרוייקט CPT.

בדוחות הרבעון השני לשנת 2018, דיווחה החברה על כך שהיא מחזיקה במזומנים בגובה העולה על גובה תשלום קרן וריבית אג"ח א' בדצמבר 2018. בנוסף, לאחר החתימה על מסגרת האשראי, לחברה צפויים להתווסף מסגרת פנויה בגובה של כ-99 מיליון דולר. על פי תרחיש הבסיס, מידרוג צופה, כי החברה תשמור על יתרות נזילות משמעותיות וכן מסגרות אשראי בהיקף של כ-100 מיליון דולר. כמו כן, להלן הנחות מידרוג אודות יתרות נזילות נוספות של החברה:

1. מימוש נכס מניב 555 Tenth Avenue ופירעון חלק מהלוואת RXR באמצעות יתרות המזומנים נטו מהמכירה.
2. תזרים ממכירות מפרוייקט One Manhattan Square הצפוי להניב לחברה יתרות נזילות בעת השלמת הפרוייקט ומסירת הדירות במהלך שנת 2019.
3. קבלת הלוואה על יתרת המלאי בפרוייקט One Manhattan Square.
4. פירעון הלוואת RXR במלואה ומשיכת כספים לחברה הצפויים להוות מקור נזילות נוסף.

להלן לוח הסילוקין של החברה, נכון ל-30.6.18:



* החברה מגדרת את סדרת אגרות חוב א' כך שבשנת 2018 ו-2019 תצטרך לפרוע סך של כ-138 ו-145 מיליוני דולר בהתאמה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

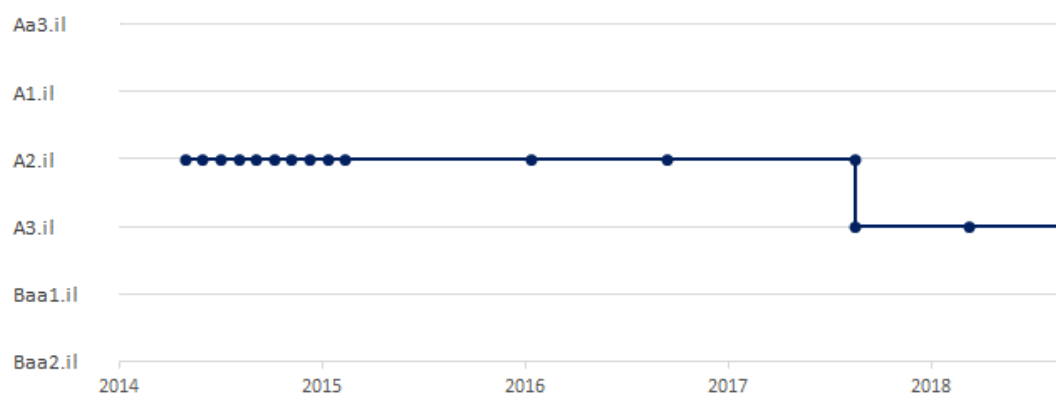
- עמידת החברה בתחזיות הנוגעות להתקדמות במכירות הפרויקטים היזמיים
- הקטנת התלות בפרויקטים מרכזיים ושינוי תמהיל הפרויקטים
- שמירה על יתרות מינוף נמוכות לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי עמידה בתחזיות החברה המתייחסת למכירות וקבלת מקורות תזרימיים
- שמירה על נזילות ומסגרות אשראי כפי שפורט בדוח
- הרעה בסביבת הפעילות המרכזית
- חלוקת דיבידנד שלא נלקחה בתרחיש הבסיס

אודות החברה

חברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית. בעל השליטה, נשיא ויו"ר החברה הינו מר גארי ברנט. החזקות החברה כוללות, בין היתר, פרויקטים לייזום למגורים בתחום היוקרה והאולטרה יוקרה, נכסים מניבים ועתודות קרקע.

היסטוריית דירוג**דוחות קשורים**

[דוחות קשורים - Extell Limited](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

05.09.2018	תאריך דוח הדירוג:
14.06.2018	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' 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>