

# Extell Limited

מעקב ופעולת דירוג | יולי 2021

## אנשי קשר:

**שירן פימא**  
אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית  
[Shiranfh@midrog.co.il](mailto:Shiranfh@midrog.co.il)

**רן גולדשטיין, סמנכ"ל**  
ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

---

## Extell Limited

אופק דירוג: חיובי	Baa1.il	דירוג סדרות
-------------------	---------	-------------

מידרוג קובעת דירוג Baa1.il לאגרות חוב שתנפיק Extell Limited (להלן: "החברה" ו/או "אקסטל") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי.

בנוסף קובעת מידרוג דירוג זה לאגרות חוב (סדרה ג') שתנפיק החברה בסך של עד 285 מיליון ש"ח ערך נקוב, בהליך של החלפת אגרות חוב סדרה ב' באגרות חוב סדרה ג', בהיקף של עד הסכום האמור.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2021	חיובי	Baa1.il	1135367	ב'
31.03.2026	חיובי	Baa1.il	1175041	ג'

### שיקולים עיקריים לדירוג

- שינוי אופק הדירוג לחיובי, משקף את השיפור בקצב המכירות בפרויקטי החברה במהלך החציון הראשון של שנת 2021 מעבר לתחזיות שמידרוג לקחה בחשבון במסגרת מעקב הדירוג בחודש מרץ 2021, וכן את ההערכה כי המגמה החיובית במכירות תימשך.
- מאחר ועיקר פרויקטי הייזום של החברה הושלמו או מצויים בשלבים סופיים מאוד, ההנחה היא כי במהלך השנה הקרובה, עם אכלוס הפרויקטים, החברה תכיר בהכנסה ממכירות בגין חוזים חתומים בהיקפים משמעותיים. בהתאם, התקבולים הצפויים בגין המכירות, ישמשו בעיקר לתשלום חוב בכיר ובכך רמת המינוף של החברה, להערכת מידרוג, תסתכם בכ- 63%-65% בטווח הבינוני. נכון ליום 31.03.2021, שיעור המינוף של החברה חוב נטו ל-CAP נטו הינו 77% לאחר איחוד יחסי של חברות המוחזקות בשיטת השווי המאזני.
- בהתאם לקיטון הצפוי בחוב החברה כתוצאה משיפור קצב המכירות, יחס כיסוי הריבית צפוי אף הוא להשתפר ולהסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ- 1.6-1.8.
- תזרים המזומנים של החברה מושפע לחיוב ממספר מהלכים שבוצעו ביניהם מימון מניות C, כפי שפורט בדוחות הדירוג הקודמים והסדרת אמת המידה בפרויקט CPT, עסקת RXR עליה דיווחה החברה בחודש ינואר 2021 וכן גיוס אגרות חוב סדרה ג' במהלך רבעון 2 בשנת 2021. כמו כן, החברה אף הציגה בפני מידרוג מדיניות נזילות שהולמת את רמת הדירוג, לפיה החברה תחזיק מבעוד מועד נזילות מספקת לתשלום מלוא קרן וריבית האג"ח. יצוין, כי לחברה קיימת נגישות וגיוון מקורות מימון אשר באה לידי ביטוי לאורך השנים האחרונות.

**תרחיש הבסיס של מידרוג** כולל מספר התאמות פיננסיות לדוח הכספי, ביניהן, איחוד יחסי של החוב בחברות המוחזקות בשיטת השווי במאזני, הנפקת אגרות חוב (סדרה ג') בהיקף של כ- 240 מיליון ש"ח שבוצע במהלך רבעון 2 2021, השלמת מימון מחדש של יחידות דיור שטרם נמכרו בנכס Point Brooklyn באמצעות הלוואת מלאי שתניב לחברה נזילות בסך 50 מיליון דולר במהלך הרבעון השלישי של שנת 2021 בהתאם להערכת החברה, שחרור פיקדונות (reserves) בסכום של 73 מיליון דולר במסגרת המימון מחדש של מניות C בפרויקט CPT. כמו כן, תרחיש הבסיס מניח, בין היתר, החלפת אגרות חוב (סדרה ב') שיירכשו על ידי החברה כנגד הנפקת אגרות חוב (סדרה ג'). תרחיש הבסיס מניח גם, המשך גידול בהלוואות הליווי לאור המשך השקעה בפרויקטים בהיקף של כ- 77 מ' דולר בהמשך שנת 2021 ופירעון הלוואות בכירות בפרויקטים שצפויים להתאכלס במהלך השנה.

במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים הכוללים, בין היתר, שחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה, שחיקה אפשרית בשע"ח דולר-ש"ח, וכן תרחישי רגישות שונים באשר לעיתוי וגובה המכירות של החברה.

בהתאם לכך, להערכת מידרוג, שיעור המינוף של החברה צפוי להלום את רמת הדירוג ולנוע בטווח של 63%-65% יחס חוב ל-CAP, ויחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח של 1.6-1.8. יחס כיסוי זה, חלש ביחס לדירוג.

### אופק הדירוג

האופק החיובי של החברה משקף את צפי מידרוג להמשך שיפור בקצב המכירות בפרויקטי החברה ביחס לשנים קודמות, התורם להורדת מינוף החברה ולחיזוק הפרופיל הפיננסי. ככל והחברה תמשיך במגמת השיפור במכירות לאורך זמן, תוך שמירה על המדיניות הפיננסית כפי שהחברה הציגה בפני מידרוג, יתכן ויהיה בכך כדי להשפיע לחיוב על הדירוג.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בקצב מכירות, לאורך זמן, אשר יהיה בו כדי להשפיע לחיוב באופן מהותי על יחסי המינוף והכיסוי של החברה
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית ובנזילות של החברה

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ביחסי המינוף וכיסוי
- חלוקת דיבידנדים משמעותית אשר עלולה לפגוע בפרופיל הפיננסי ובנזילות החברה
- העדר אסטרטגיה ברורה בנוגע לפעילות החברה, היקף ההשקעות והיקף החלוקה
- הרעה בתזרים המזומנים של החברה

### שיקולים נוספים לדירוג

דירוג הסדרה בפועל הינו Baa1.il אשר נמוך בנוטש מתוצאת דירוג הנגזר מהמטריצה A3.il וזאת בעקבות היסטוריה של אי עמידה בתחזיות החברה לאורך זמן בקשר עם היקף וקצב המכירות בפרויקטים. בעבר, לאור קצב המכירות האיטי, החברה נאלצה להיות תלויה ביכולתה לפעול בסביבת מימון מורכבת יחסית ומיצירת תזרים מזומנים על ידי מימוש, מימון מחדש והכנסת שותפים לנכסי החברה, לעיתים בצפיפות זמנים אל מול החלויות וצרכי הפעילות השוטפת אשר שחק לאורך זמן את הפרמטרים הפיננסיים של החברה. על אף שיפור במכירות בתקופה האחרונה, מידרוג תעקוב אחר עמידת החברה בתחזיותיה לאורך זמן על מנת לבחון האם יש שינוי בשיקול זה.

### למידע אודות שיקולי הדירוג הנכם מופנים לדוח מעקב מחודש מרץ 2021<sup>1</sup>

<sup>1</sup> הדוחות מתפרסמים באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

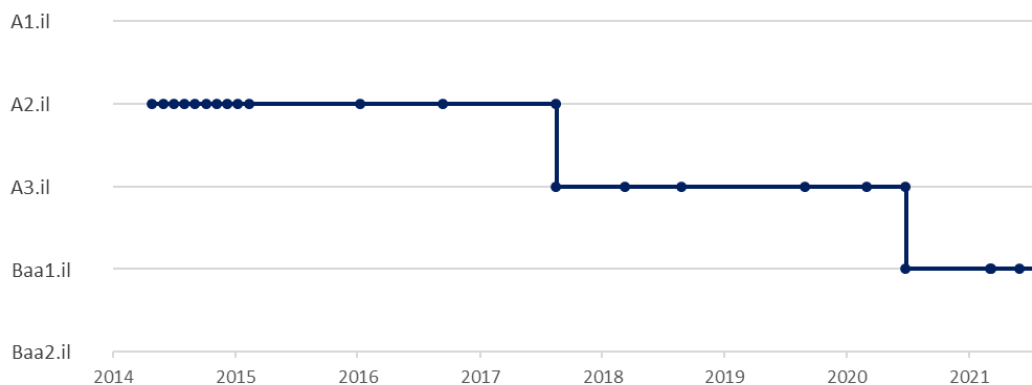
## מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.03.2021 <sup>2</sup>		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	1,500<	Aa.il	1,113	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Aa.il	32%-28%	A.il	23%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
Baa.il-A.il	65%-63%	Baa.il	71% (כ-77% באיחוד יחסי של חברות המוחזקות באקוויטי)	חוב פיננסי / CAP	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.6-1.8	Ba.il	1>	EBIT / הוצאות ריבית	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A3.il</b>				<b>דירוג נגזר</b>	
<b>Baa1.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. נתוני המדידה הינם בהתאם לדוחות הכספיים ולא באיחוד יחסי, כפי שמוצג תרחיש הבסיס ובתחזית מידרוג

<sup>2</sup> נתוני המדידה הינם בהתאם לדוחות הכספיים ולא באיחוד יחסי, כפי שמוצג תרחיש הבסיס ובתחזית מידרוג

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[אקסטל לימיטד - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן ייזום למגורים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

28.07.2021	תאריך דוח הדירוג:
01.06.2021	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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 סיכויי 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 וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות 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 ביעוץ 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 פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי 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 מוכח 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>