

Extell Limited BVI – נכסים מצוינים, מינוף נמוך, נזילות גבוהה...

תאריך: 25/06/2015
 על בסיס: Q1-2015
 מנהל מחלקה: צורי אילן
 דואל: zury.ilan@tavor.biz
 אנליסט: יאיר אביגור
 דואל: yair.av@tavor.biz

חברת אקסטל לימיטד פועלת בתחום ייזום נדלן למגורים מסוג יוקרה ואולטרה יוקרה, מסחר ומלונאות וכן מחזיקה בנדל"ן להשקעה הכולל קרקעות. אזור הפעילות העיקרי של החברה הוא רובע מנהטן, המאופיין בביקושים גבוהים ומחירים גבוהים מאוד שעולים באופן מתמיד בשנים האחרונות. אקסטל לימיטד היא בבעלותו המלאה של מר גארי ברנט באמצעות קבוצת Extell Holdings, גארי ברנט פועל בתחום הנדל"ן במנהטן משנת 1989 ונתפס כאחד היזמים המובילים באזור הפעילות, עד היום פיתחה קבוצת אקסטל מעל 1.85 מיליון מ"ר. כיום לחברה כ- 5 נכסי ייזום בשלבים שונים של תכנון וביצוע אשר לטענת החברה עתידים להניב לחברה בשנים 2015-2021 רווח גולמי העולה על 2 מיליארד דולר.

אקסטל לימיטד היא חברת אג"ח שנוסדה בשנת 2014 לצורך גיוס חוב בבורסה בת"א ולשם כך העבירה Extell Holdings תיק הכולל חברות נכס המחזיקות לבד ועם שותפים ב- 9 נכסי ייזום נדל"ן ונדל"ן להשקעה במנהטן וכן נכס בבוסטון המסווג כחכירה מימונית.

כיום מחזיקה החברה כ- 22 נכסי נדל"ן בניו יורק וכן נכס בניו ג'רזי ונכס בבוסטון. בתחום ייזום הנדל"ן, האסטרטגיה בה נוקטת החברה היא רכישת נכסים בני 4-5 קומות בסמיכות אחד לשני, פינוי הדיירים, איחוד חלקות ורכישת זכויות אוויר נוספות ובניית נכס חדש לגובה מקסימאלי. המורכבות בתהליך דורשת פרקי זמן ארוכים מאוד מתחילת הייזום ועד לאכלוס הנכס, ומאיךד מייצרת לחברה מרכיב עלות קרקע נמוך מהמקובל ולכן הרווחיות הגולמית בפרויקטים של החברה גבוהה מאוד ולרוב עולה על 30%.

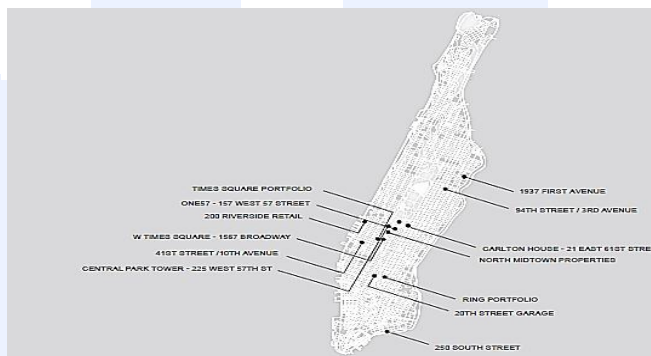
בסה"כ אנו מרגישים יחסית בנוח עם מצבה של החברה, להערכתנו המשקיעים יפגשו עם הכסף בטווח של שנתיים שלוש לעומת חלק מהחברות האמריקאיות.

החברה נוסדה בא"י התולה, מה שמקנה לה מעמד של חברה שקופה לצורך מס, יש לציין כי החברה כפופה לדיני א"י התולה הבריטיים, נושא לו משמעות רחבה ביכולתם של בעלי האג"ח לממש את זכויותיהם במקרה של חדלות פירעון. **מיקום נכסי החברה במנהטן - Location, Location, Location**, עפ"י ניסיון רב שנים, משמעות מיקום הנכסים הינו אחד הפרמטרים הקריטיים בענף הנדל"ן. החברה פועלת באזורים "מנצחים"!

סדרה	מרווח נוכחי	מרווח מומלץ	תשואה ביחס לסיכון
א'	4.7%	2.92%	גבוהה
ב'	5.3%	3.23%	הולמת

הון עצמי (מיליוני \$): 977
 הון עצמי למאזן: 42.4%
 חוב פיננסי נטו ל CAP: 42.2%
 יחס שוטף: 1.6

בעלי עניין



תחום ייזום נדל"ן למגורים, מסחר ומלונאות – כיום לחברה כ- 5 פרויקטים פעילים בשלבים שונים של ייזום תכנון וביצוע. ההכנסות הצפויות מדירות ושטחי מסחר שנמכרו בפרויקטים בשלבים שונים של ביצוע (מרביתם עתידים להסתיים בשנת 2015) אך טרם הוכרו כהכנסות עומד על 1.34 מיליארד (לרבות חלק השותפים), וצפוי להתקבל בשלוש השנים הקרובות. להערכתנו, חלק החברה ברווח הגולמי בגין אותן הכנסות יעמוד על 170-240 מיליון דולר.

תחום נדל"ן להשקעה – החברה מחזיקה במספר נכסים מניבים, אשר חלקם אינם מניבים תזרים משמעותי ומהווים עתודות קרקע לבניה. הנכס המניב המהותי של החברה הוא 41% מבעלות על מלון W Hotel בטיימס סקוור, המושכר לרשת Starwood ומניב NOI 16 מיליון דולר בשנה. בשלב זה להערכתנו תחום פעילות זה לא יתרום תזרים משמעותי לשירות החוב בשנים הקרובות.

דוח מקורות ושימושים - בהתאם לתחזית ולהתקיימות הנחות החברה, בשלוש השנים הקרובות החברה תידרש לתשלום ריבית כנגד סדרות האג"ח בהיקף של כ- 245 מיליון \$, (אל מול חוב פיננסי סולו של כ- 1,650 מיליון \$ נכון לאפריל 2015), וכן תידרש להוצאות דמי ניהול של 70 מיליון דולר, ותשלומי דיבידנד של 150 מיליון דולר. החברה גייסה בהצלחה אג"ח סדרה ב' בסך 600 מיליון \$ בחודש אפריל 2015. להערכתנו היקף התזרים שיתקבל כדיבידנד מחברות בנות מרווחי פעילות ייזום נדל"ן למגורים יעמוד על 279 מיליון דולר בתקופה השוטפת. בכדי לעמוד בהתחייבויותיה ובאמות המידה הפיננסיות להן התחייבה, תידרש החברה לדיבידנד מהחברות הבנות המחזיקות בפרויקטים יזמיים שעתידיים להסתיים בתקופה השוטפת בסך מינימלי של 233 מיליון דולר.

מצבה הפיננסי של החברה - לחברה הון עצמי של כ- 977 מיליון דולר כאשר הון זה מממן כ- 42.4% מהמאזן. החוב פיננסי נטו ל CAP עומד על 42.2%, יחס המבטא רמת מינוף נמוכה. לחברה יתרות נזילות פנויות ליום 31.12.14 בסך 240 מיליון דולר. במהלך שנת 2015 גייסה החברה 600 מיליון \$ באג"ח סדרה ב' וכן חילקה דיבידנד לבעלי השליטה בסך 50 מיליון דולר ולפיכך אנו צופים הרעה נוספת ברמות המינוף של החברה. נוכח גיוס האג"ח אנו צופים בטווח הקצר כי החברה תשמור על רמת נזילות גבוהה, עם זאת בטווח הבינוני להערכתנו החברה תנצל את קופת המזומנים לביצוע השקעות הון בפיתוח נכסיה וכן לצורך ביצוע השקעות חדשות וחלוקת דיבידנד, ועל כן להערכתנו קיים צפי להרעה ביתרות הנזילות של החברה

בטחונות ושעבודים – סדרות האג"ח אינן מובטחות בשעבודים, החברה התחייבה כי לא תשעבד את כלל רכושה בשעבוד שוטף.

כללי

אקסטל לימיטד הינה חברת נדל"ן הפועלת בעיקר ברובע מנהטן בתחום היזמות לבניה למגורים, מסחר ומלונאות ובתחום נדל"ן להשקעה. נכסי החברה שכיום בשלבי תכנון וביצוע שהקמתם עתידה להסתיים עד לשנת 2020 צפויים להניב להערכת החברה רווח גולמי של יותר מ- 2 מיליארד דולר. בעל השליטה בחברה הינו מר גארי ברנט, המחזיק כ-100% מהחברה באמצעות Extell Holdings (חברה בבעלותו המלאה).

חברת Extell Limited התאגדה בשנת 2014 באיי הבתולה לצורך גיוס אג"ח בישראל, החברה הינה בבעלות גארי ברנט (100%) באמצעות קבוצת Extell Holdings שבבעלותו המלאה. Extell Holdings נוסדה בשנת 1989, לחברה שני תחומי פעילות עיקריים:

- ייזום ופיתוח נדל"ן למכירה - לצרכי מגורים, מלונאות ומסחר.
 - נדל"ן להשקעה – רכישה, החזקה והשבחה של נכסי נדל"ן לרבות קרקעות, וכן פיתוח, רכישה והפעלה של נכסי נדל"ן מניב.
- עיקר נכסי החברה מצויים במנהטן, יתרת הנכסים מצויים בניו ג'רזי ובוסטון. הפרויקטים היזמיים של החברה, מצויים לרוב באזורים איכותיים ויוקרתיים במנהטן. שוק המגורים במנהטן, לרבות מגורי היוקרה, נהנה בשנים האחרונות מביקושים גבוהים. מחירי הנדל"ן במנהטן הינם גבוהים, בשנת 2014 מחיר מ"ר לדירות מגורים (Condos) בממוצע עמד על יותר מ \$20,000.
- לצורך גיוס החוב העבירה קבוצת Extell החזקות ב-19 חברות נכס, המחזיקות בנכסי ייזום נדל"ן למגורים ונדל"ן להשקעה באזור מנהטן בשלבים שונים של תכנון וביצוע, וכן נכסים מושכרים המניבים תזרים. נכון לסוף שנת 2014 החזיקה החברה לבד ועם שותפים ב-22 נכסי נדל"ן בניו יורק, וכן בנכס בניו ג'רזי ובמלון בבוסטון. החברה אינה מעסיקה עובדים ומקבלת שירותי ניהול מלאים מקבוצת Extell באמצעות Extell Development Company, הכוללים מעטפת שירותים מלאה הנדרשת בפעילות החברה לניהול הנכסים המניבים וניהול הפרויקטים בשלבי תכנון ופיתוח לרבות שירותי בניה ופיתוח, עיצוב, מימון, שיווק, ניהול כספים וכ"ב. החברה משלמת תמורת השירותים סך של 1% משווי הנכסי הנקי של החברה.¹

נכסי יזום מגורים למכירה מהותיים ליום 31.12.14 (במיליוני \$):

שם הפרויקט	יח"ד	חלק החברה בפרויקט	סטטוס	יח"ד שנמכרו	יח"ד שנמסרו	מועד השלמה צפוי	הכנסות צפויות	הוצאות צפויות	רווח גולמי צפוי (חלק החברה)	רווחיות גולמית
one 57	94	29.9%	בביצוע	49	44	אפר-15	1,270	823	250	36.4%
Carlton house	68	15.8%	בביצוע	-	-	אפר-15	624	412	47	45.5%
Central Park Tower	183	87%	בביצוע	-	-	נוב-18	3,998	2,955	1,044	~30%
250 South street	1,020	94.3%	בתכנון	-	-	ינו-18	1,917	1,259	621	34.4%
94th street / 3rd Avenue.	90	41.8%	בתכנון	-	-	אוג-17	571	396	74	~32%

נכסי יזום מסחר ומלונאות למכירה ליום 31.12.14 (במיליוני \$):

פרויקט	אלפי מ"ר ²	חלק החברה בפרויקט	סטטוס	סטטוס שיווק	מועד השלמה צפוי	הכנסות צפויות	הוצאות צפויות	רווח גולמי צפוי (חלק החברה)	רווחיות גולמית
מלון- one 57	28.9	29.9%	בביצוע	נמכר	אפר-15	21	14	4	35.19%
מסחר- one 57	0.5	98.3%	בביצוע	לא נמכר	אפר-15	46	7	38	35.19%
Carlton house	3.2	15.8%	בביצוע	נמכר	אפר-15	-	-	-	-
Central Park Tower	26.5	87%	בביצוע	נמכר	דצמ-17	394	292	103	~30%
250 South street	4.7	94.3%	בתכנון	לא נמכר	ינו-18	96	63	31	34.4%

נכסי יזום נדל"ן להשקעה מהותיים ליום 31.12.14 (במיליוני \$):

נכס	הנכס סיווג	ייעוד	חלק החברה בנכס	שווי בספרים	שיעור תפוסה	הכנסה שנתית	NOI
W Hotel Times Square	נכס מניב נדל"ן להשקעה בהקמה	מלונאות	41.2%	172	100%	23.1	16.3
41 street / 10 th Avenue	דירות להשכרה	דירות להשכרה	100%	155	-	-	-
Intercontinental Boston	חכירה מימונית	מלונאות	60.1%	42	100%	16	16
Times Squar Portfolio	נדל"ן להשקעה	דירות ושטחי מסחר להשכרה	100%	148	-	-	-

¹ בהתאם להערכות שווי המתקבלות ממעריכי שווי חיצוניים, בשנת 2014 עמדו דמי הניהול על 13 מיליון דולר, בהתאם ל NAV שפורסם, בשנת 2015 דמי הניהול יעמדו על-על 20 מיליון דולר

² דיווחי החברה הינם במונחי Square feet, יחס המרה למ"ר הינו 0.0029 מ"ר = 1 Square feet

אירועים אחרונים

קבלת הלוואת גישור

ביוני 2015 הודיעה החברה כי חברה בת התקשרה עם תאגיד בנקאי בהסכם הלוואת גישור לטווח קצר, ההלוואה תפרע עם חתימת הסכם הלוואת בניה בסך של 150 מיליון דולר לפיתוח פרויקט 250 South street

רכישת קרקע בברוקלין

במאי 2015 הודיעה החברה כי התקשרה בהסכם לחכירת קרקע ברובע ברוקלין, המיועדת להקמת פרויקט נדל"ן יזמי למגורים בשטח של 53 אלפי מ"ר. סכום הרכישה הכולל עומד על 116 מיליון דולר כאשר 86 מיליון דולר ישולמו במזומן והיתרה בהלוואת מוכר לתקופה של 5 שנים הנושאת ריבית בשיעור של 2.5% המגובה בשעבוד ראשון על המקרקעין.

חלוקת דיבידנד

באפריל 2015 הודיעה החברה על חלוקה של דיבידנד לבעל השליטה בסך של 50 מיליון דולר. מטרת חלוקת הדיבידנד הינה לצורך כיסוי חבות המס של בעל השליטה לאור היות החברה שקופה לצורך מס, קרי החברה אינה משלמת מס על רווחיה.

גיוס אג"ח סדרה ב'

במרץ 2015 הודיעה החברה על כוונתה להנפיק סדרת אג"ח חדשה בהיקף של 400 מיליון ₪ ע.נ. נוכח הביקושים הגבוהים לבסוף השלימה החברה גיוס אג"ח סדרה ב' בסך 600 מיליון ₪ לפדיון בשנים 2020-2021 ובריבית שקלית 6.1%. מטרת גיוס החוב הינה לצורך ביצוע השקעת הון בפרויקטים בשלבי תכנון וביצוע של החברה, השקעות בקרקעות ופרויקטים חדשים וכן לצרכיה השוטפים של החברה.

הסכם הלוואה לפיתוח נכס 41 street / 10th Avenue

בחודש מרץ 2015 התקשרה חברה בת בבעלות מלאה של החברה בהסכם הלוואה עם הסוכנות למימון דיור של עיריית ניו יורק (New York State Housing Finance Agency) בסך של 325 מיליון דולר למימון בניית פרויקט 41 street / 10th Avenue. ההלוואה נושאת ריבית של 2.5%+ליבור בתשלום חודשי. קרן ההלוואה תפרע על פני שלושים שנים החל משנת 2019.

רכישת נכסי נדל"ן להשקעה במנהטן - Times Squar Portfolio

בין החודשים ספטמבר 2014 לדצמבר 2014, התקשרה החברה במספר עסקאות לרכישת נכסים ב-Midtown Manhattan:

- בספטמבר 2014 התקשרה החברה בשני הסכמי רכישה עם צדדים שלישיים לרכישת שני נכסים בתמורה כוללת בסך של 52.6 מיליון דולר. כמו כן, בעל השליטה אשר החזיק במישרין בזכויות בנכסים סמוכים, העביר לחברה את זכויותיו בנכסים אלו ללא תמורה.
- בנובמבר 2014 התקשרה החברה, בהסכם עם חברות בבעלות ובשליטה מלאה של בעל השליטה בחברה (33.3%) וצד ג' (66.6%) לרכישת שני נכסים במתחם. תמורת הנכס הראשון שילמה החברה 45.8 מיליון דולר, מתוכם השיב בעל השליטה לחברה 15.3 מיליון דולר. תמורת הנכס השני שילמה החברה לצד ג' סך של 56.1 מיליון דולר, בעוד בעל השליטה העביר לחברה את חלקו בנכס ללא תמורה.
- מימון העסקאות בוצע באמצעות שימוש בתמורה שהתקבלה ממימוש 80% מקרקע שעליה עתיד לקום פרויקט 94th street / 3rd Avenue בסך 81 מיליון דולר (בהתאם לסעיף 1030 בחוק מס הכנסה המאפשר חזיית מס במידה והתמורה מושקעת מחדש בנכסי נדל"ן) והלוואה ממוסד פיננסי בסך 75.7 מיליון דולר הנושאת ריבית 3.25%+ליבור. בכוונת החברה לפעול לאיחוד חלקות הקרקע לחלקה אחת ולהקים פרויקט משולב של מסחר ומגורים להשכרה.

רכישת נכסי נדל"ן להשקעה בניו ג'רזי - Pier Village

באוגוסט 2014 התקשרה חברה כלולה (50%) בהסכם לרכישת מספר נכסי נדל"ן להשקעה בלונג בראנץ' על שפת הים בניו ג'רזי:

- ארבעה בנייני מגורים הכוללים 320 דירות להשכרה בשטח כולל של 27.4 אלפי מ"ר, 31 יחידות מסחר בשטח כולל של 10.6 אלפי מ"ר ו- 1,116 מקומות חניה, וכן שני בנייני מגורים הכוללים 172 דירות להשכרה בשטח כולל של 14.3 אלפי מ"ר ו- 414 מקומות חניה.
- חטיבת קרקע בשטח כולל של 24.6 אלפי מ"ר המיועדת לפיתוח ובנייה של 300 דירות להשכרה, 68 חדרי מלון וכן שטחי מסחר בשטח כולל של 5.7 אלפי מ"ר.

סכום הרכישה הכולל עומד על 200 מיליון דולר, כאשר 180 מיליון דולר מיוחסים לנכסים המניבים ו-20 מיליון דולר מיוחסים לחטיבת הקרקע. הנכסים המניבים עומדים על 91% תפוסה לדירות המגורים ו-97% לשטחי המסחר. ההכנסות השנתיות הצפויות הינן 14.3 מיליון דולר וה- NOI עומד על 9 מיליון דולר לשנה. מימון העסקה בוצע באמצעות שימוש בתמורה שהתקבלה ממימוש נכס- 80 West End בסך 103 מיליון דולר (בהתאם לסעיף 1030 בחוק מס הכנסה המאפשר חזיית מס במידה והתמורה מושקעת מחדש בנכסי נדל"ן), הלוואת גישור לשנה וחצי ממוסד פיננסי בסך 90 מיליון והיתרה תופקד על ידי החברה והשותף.

מכירת הזכויות במלון One 57

באוגוסט 2014 התקשרה חברה כלולה המחזיקה בזכויות בפרויקט One 57 בהסכם עם רשת Hyatt למכירת החלק המלונאי בפרויקט One 57 בתמורה בסך של 388 מיליון דולר.

הכנסות ורווחיות

נתוני הרווח והפסד על פי דוחות מאוחדים (במיליוני \$):

סעיף	FY 2014	FY 2013	Q1/2015	Q1/2014
הכנסות	99	24	3	1
שיעור שינוי	3286%		(97%)	
עלות המכירות	(51)	(13)	(1)	(1)
שיעור שינוי	5575%		(98%)	
רווח גולמי	48	11	2	0
שיעור שינוי	2276%		(95%)	
רווחיות גולמית	49%	45%	70%	13%
עלית ערך גדלן להשקעה	44	26	1	1
חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות כלולות ועסקאות משוטפות, נטו	112	63	57	15
הוצאות הנהלה וכלליות	(13)	0	(6)	0
הוצאות/ הכנסות אחרות	13	140	0	0
סך הכנסות (הוצאות) תפעוליות	156	229	51	15
רווח תפעולי	204	240	54	15
שיעור שינוי	96%		(74%)	
רווחיות תפעולית	206%	981%	1594%	1903%
EBITDA	95	36	26	1
שיעור שינוי	680%		(73%)	
EBITDA / הכנסות	96%	149%	775%	79%
הכנסות מימון	0.8	0.4	0.3	0.1
הוצאות מימון	(13)	(8)	(5)	(1)
הפרשי שער, נטו	16	0	0	0
(הוצאות) הכנסות מימון נטו	3	(8)	(5)	(1)
שיעור שינוי	(175%)		(237%)	
רווח לפני מס	207	233	49	14
רווח נקי	207	233	49	14
רווחיות נקייה	209%	950%	1459%	1784%

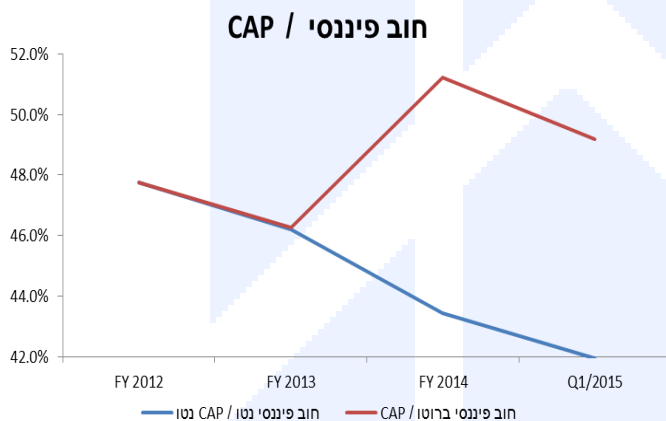
- העלייה בהכנסות וברווח הגולמי של החברה בשנת 2014 נבעו ממימוש 80% מהשקעה בפרויקט 94th Street/3rd Avenue בתמורה לסך של 89.3 מיליון דולר. בשנת 2013 ההכנסות נבעו בעיקר ממכירת זכויות פיתוח במקרקעין בפרויקט Central Park Tower. הכנסות החברה ברבעון הראשון של 2015 נבעו מדמי שכירות.
- עלית ערך גדלן להשקעה בשנת 2014 מיוחסת בעיקר לרווחי שיערוך בסך 25.8 מיליון דולר בפרויקט 41st street / 10th Avenue וכן 14.6 מיליון דולר לנכס 125th Lexington Avenue. רווחי שיערוך בשנת 2013 נובעים בעיקר משיערוך בסך 21.8 מיליון דולר בפרויקט 41st street / 10th Avenue.
- חלק החברה ברווחי חברות כלולות ועסקאות משותפות נטו בשנת 2014 נבע בעיקר מרווח נקי בסך 88.6 מיליון דולר מפרויקט One 57 וכן 14.5 מיליון דולר מ-W Hotel. בשנת 2015 נבע חלק החברה ברווחי החברות הכלולות נבע בעיקר מרווח נקי בפרויקט One 57 בסך 30 מיליון דולר ומרווח נקי בפרויקט Carlton house בסך 25 מיליון דולר.
- הוצאות הנהלה וכלליות הינן בהתאם להסכם הניהול עם Extell Development Company, חברה בבעלות בעל השליטה. החברה משלמת תמורת השירותים סך של 1% משווי ה-NAV של החברה בכפוף לכך שלא יעלה על סך של 3.5% מההון העצמי של החברה.
- הקיטון בהכנסות אחרות נטו של החברה בשנים 2013-2014 מרווח חריג וחד פעמי בסך 142 מיליון דולר ממכירת West 58th Street 225 וזכויות אוויר נוספות בשנת 2013.
- העלייה ב-EBITDA בשנת 2014 נובעת מעלייה של 37 מיליון ₪ ברווח הגולמי ועלייה של 35 מיליון ₪ בדיבידנד שחולק לחברה מחברות כלולות, בקיזוז עלייה בהוצאות הנהלה וכלליות. ה-EBITDA בתקופה השוטפת מיוחס לדיבידנד שהתקבל מחברות בנות

יחסי מינוף ונזילות

להלן יחסי כיסוי של החברה לפי דוח מאוחד:

מאזן מאוחד	FY2013	FY2014	Q1/2015	פרופורמה לגיוס אג"ח ב' ³
סה"כ הון עצמי	654	914	977	973
סה"כ מאזן הון למאזן	1,334	2,080	2,145	2,298
חוב פיננסי ברוטו / CAP	49.0%	43.9%	45.6%	42.4%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	46.3%	51.2%	49.2%	53.0%
יחס שוטף	0.7	1.3	1.6	1.9
יחס מידי	0	0.40	0.37	0.6

החברה מציגה עליה ברמת המינוף הכללית (חוב למאזן) וביחסי חוב פיננסי ברוטו ל- CAP בשנת 2014. עליית המינוף של החברה נובעת בעיקר מעליה בחוב הפיננסי בשנת 2014 בסך של 396 מיליון דולר ומיחוסת ברובה לגיוס אג"ח סדרה א' בסך של 1.05 מיליארד ₪ בשנת 2014, בנוסף למסגרות האשראי שניצלה החברה לצורך המשך פיתוח פרויקטים. עליית המינוף קוזה בחלקה על ידי גידול בהיקף ההון העצמי בסך 260 מיליון דולר שנבע מרווח של 207 מיליון דולר, העברת נכסים על ידי בעל השליטה ללא תמורה בסך 188 מיליון דולר ובניכוי דיבידנד שחולק לבעל השליטה. מאידך, יחס חוב פיננסי נטו / CAP נטו מראה שיפור בתקופה המקבילה לאור עליה משמעותית ביתרות הנזילות ב-255 מיליון דולר, שבעקבותיה העלייה בחוב הפיננסי נטו בשנת 2014 עמדה על 140 מיליון דולר קטנה מהתחזקות ההון העצמי.



ברבעון הראשון של שנת 2015 המינוף ירד מעט לרדת בעיקר בעקבות הגידול בהון העצמי של 63 מיליון דולר, המיחוס בעיקר לרווח הנקי בתקופה בסך 49 מיליון דולר ולהשקעות הון של 11 מיליון דולר. רמות המינוף של החברה נחשבות לנמוכות בהשוואה לחברות דומות בענף, וכן נוכח יתרות המזומן הגבוהות נחשבת נזילותה של החברה למצוינת. במהלך שנת 2015 גייסה החברה 600 מיליון ₪ באג"ח סדרה ב' וכן חילקה דיבידנד לבעלי השליטה בסך 50 מיליון דולר ולפיכך אנו צופים הרעה נוספת ברמות המינוף של החברה. נוכח גיוס האג"ח אנו צופים בטווח הקצר כי החברה תשמור על רמת נזילות גבוהה, עם זאת בטווח הבינוני להערכתנו החברה תנצל את קופת המזומנים לביצוע השקעות הון בפיתוח נכסיה וכן לצורך ביצוע השקעות חדשות, ועל כן להערכתנו קיים צפי להרעה ביתרות הנזילות של החברה.

³ על בסיס נתוני רבעון ראשון, בשקלול גיוס אג"ח סדרה ב' והוצאות ההנפקה, לפי ש"ח 3.9 ₪/ש.

להלן חישוב LTV ו-NAV⁴ (במיליוני \$):

חוב פיננסי ברוטו		תרומה לנכסים	סעיף
זמן קצר		14.3%	282
אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים		30.6%	604
434		0.0%	0
זמן ארוך		16.2%	320
הלוואות מתאגידים בנקאיים ואחרים		39.0%	770
211			
אגרות חוב			1,976
255			
התחייבות בגין חכירה מימונית			946
46			
סה"כ			1,030
946			
			NAV
			יחס שווי נכסים לחוב פיננסי
			2.09
			LTV יחס
			47.9%

להלן ניתוח רגישות יחס שווי נכסים להתחייבויות פיננסיות נטו ויחס LTV לירידה בשווי נכסי הקבוצה (במיליוני \$):

ירידה בשווי הנכסים	-52%	-35%	-20%	-10%	
שווי נכסים לאחר הירידה	946	1,284	1,581	1,778	
יחס שווי נכסים לחוב פיננסי נטו	1.0	1.4	1.7	1.9	
LTV	100%	74%	60%	53%	

במימוש נכסי הקבוצה בדיסקאונט העולה על 52% משווים למועד זה, תעלה יתרת התחייבויות הפיננסיות על היתרה ממימוש הנכסים ולא תיוותר לחברה תמורה ממימוש הנכסים לכיסוי מלוא התחייבויותיה, בעיקר כלפי מחזיקי האג"ח.

NAV עפ"י הצגת החברה (ליום 31.12.14)

נכס	NAV (מיליוני \$)
125th St & Lexington Ave	26.7
West 20th St 19-25	13.4
1937 First Ave	3.7
250 South St	206.4
45th St & 8th Ave	148.2
North Midtown Manhattan Assets	64.2
Ring Portfolio	21.4
41 St / 10th Ave	154.8
Carlton House	49.7
94th Street / 3rd Ave	20.6
Astoria Retail Unit	0.7
Boston Intercontinental	44.4
Central Park Tower	730.5
One 57	243.3
One 57 Retail & Garage Unit	46
Pier Village	28.8
Riverside Retail Unit	7.2
W Hotel	172.7
נכסים (התחייבויות) אחרים	(10.3)
סה"כ	1,977

בהתייחס לאמות המידה הפיננסיות ומגבלות חלוקת הדיבידנד המפורטות בשטרי הנאמנות של סדרות האג"ח, וכן בהתייחס להוצאות הנהלה וכלליות של החברה בהתאם להסכם הניהול בין החברה לבין Extell Development Company, להלן NAV שפורסם על ידי החברה במצגת לשוק ההון בהתאם לדיווח בדוח שנתי לשנת 2014. ה-NAV המפורט הינו חלקה של החברה בשווי של כל נכס על פי הערכת שווי חיצונית בניכוי ההתחייבויות הפיננסיות הכרוכה באותו נכס.

⁴ מודל זה הינו לפי שווי מאזני בלבד. מודל זה אינו מהווה בסיס להערכת שווי כלכלית.

תחזית מקורות ושימושים

להלן תחזית החברה (סולו) לתזרים המזומנים הצפוי בשלוש השנים הבאות (במיליוני \$):

FY2017	FY2016	9M/2015	מקורות \$
139	230	200	י.פ. מזומנים
106	106	67	דיבידנד מחברות בנות (פרויקטים)
0	0	150	גיוס אג"ח
245	336	417	סה"כ מקורות
			שימושים \$
(28)	(25)	(17)	הוצאות מטה
(13)	(13)	(13)	אג"ח א' (קרן + ריבית)
(9)	(9)	(7)	אג"ח ב' (קרן + ריבית)
(100)	(100)	(100)	CAPEX והשקעה בחברות כלולות
(50)	(50)	(50)	חלוקת דיבידנד ⁵
(199)	(197)	(187)	סה"כ שימושים
46	139	230	י.ס. מזומנים

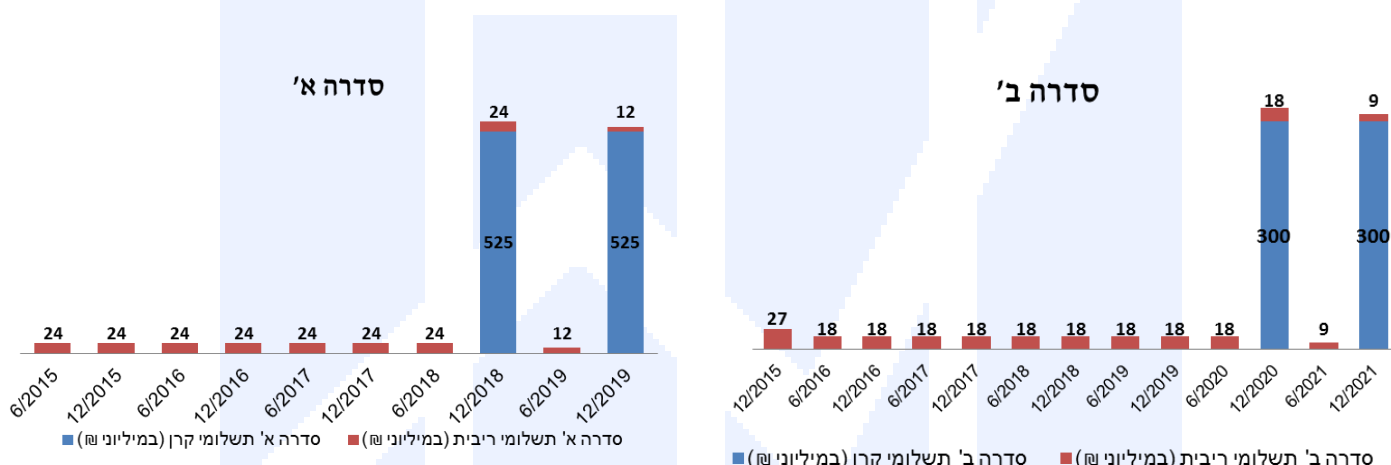
להלן הנחות המרכזיות לתחזית:

- דיבידנד מחברות בנות** – הערכנו דיבידנד מפעילות ייזום בגין הנכסים one 57, Carlton house והחלק המסחרי בפרויקט Central Park Tower. סכומי הדיבידנד תואמים את חלק החברה ברווח הגולמי בגין כל פרויקט בניכוי 25% מטעמי שמרנות. בפרויקטים one 57 ו- Carlton house הערכנו כי עד סוף 2015 יוכרו רווחים באופן יחסי בהתאם לסך ההכנסות הצפויות ממלאי שנמכר בהתאם לתחזית החברה מתוך סך ההכנסות הצפויות בגין כל פרויקט כפי שדווח בדוח השנתי לשנת 2014, בניכוי דיבידנד שחולק בתקופה השוטפת. יתרת הרווח הגולמי בגין המלאי הבלתי מכרו יוכרו בשנים 2016-2017 בשיעור של 70%-30% בהתאמה. בפרויקט Central Park Tower יוכרו הרווחים עם מסירת הנכס בשנת 2017. כמו כן הערכנו כי עודפי הון יושקעו מחדש בנכסים חדשים ובפרויקטים בתכנון לכן אינם מופיעים בשורת התזרים. להערכתנו, התזרים מהנכסים המניבים של החברה אינם משמעותיים בשלב זה. נציין כי ברבעון הראשון, קבלה החברה כ-73 מיליון \$ דיבידנד מחברות הבנות, כך שעדיין נראה כי נהגנו בשמרנות.
- גיוס אג"ח** – בהתאם להשלמת הנפקת אג"ח סדרה ב' בניכוי הוצאות הנפקה לפי שע"ח של \$/מ" של 3.9.
- הוצאות מטה** – בהתאם להסכם הניהול, דמי הניהול יעמדו על שיעור של 1% מהשווי הנכסי הנקי כפי שפורסם בדוח השנתי. ברבעון הראשון עמדו הוצאות הנהלה וכלליות על 5.7 מיליון דולר, ועל כן הערכנו כי ברבעונים הבאים דמי הניהול הערכנו כי בשנים הבאות יעלו דמי הניהול בשיעור של 10% בשנה עקב צפי לרכישות נוספות, השקעות הוניות והתקדמות בפיתוח הפרויקטים שבשלב תכנון וביצוע.
- תשלומי אג"ח** – בהתאם ללוח הסילוקין, לפי שע"ח של \$/מ" של 3.9.
- CAPEX והשקעה בחברות כלולות** – לאור כוונת החברה לנצל את כספי ההנפקה לרכישות חדשות וביצוע השקעות הון עצמי בפיתוח הפרויקטים בצנרת ועל מנת להימנע מהכנסת שותפים לפרויקטים אלו, הערכנו כי החברה תשקיע מכספי ההנפקה סך של 100 מיליון דולר בכל שנה בשלוש השנים הבאות. בשנת 2014 השקיעה החברה בנכסים 107 מיליון דולר והלוותה לחברות כלולות 26 מיליון דולר (סולו). לאחר מועד פרסום הדו"ח חתמה החברה על עסקה לרכישת מקרקעין ברובע ברוקלין, כאשר היקף השקעת המזומן שיידרש לחברה ככל שתושלם העסקה הוא 90 מיליון דולר.
- חלוקת דיבידנד** – בשנת 2015 תשלום הדיבידנד הוא בהתאם להודעת החברה מחודש אפריל 2015. ייעוד חלוקת הדיבידנד הינו תשלום חבות המס של בעל השליטה (חברה שקופה לצרכי מס). הערכנו בשנים הבאות חלוקת דיבידנד בסך של כ-50% בקירוב מדיבידנד שחולק על ידי החברות הבנות בשנה הקודמת, סך של 50 מיליון דולר בשנה.

⁵ חלוקת הדיבידנד משמשת את בעלי השליטה לתשלומי מס כפי שהוצג בהנפקת אגרות החוב בשל אופן ההתאגדות.

פרטי אג"ח

סדרה	סדרה א'	סדרה ב'
הון רשום למסחר	1,050,000	600,000
ריבית נקובה + הצמדה	4.65% לא צמודה	6.1% לא צמודה
מועד גמר פדיון	31/12/2019	31/12/2021
שם הנאמן	רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ	רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ
מחיר באג'	96.25	97.88
מח"מ ברוטו	3.71	5.06
תשואה ברוטו	5.82%	6.03%
מרווח ממשלתי	4.83%	5.26%



דירוג האג"ח

במרץ 2015 אישררה מידרוג את דירוג האג"ח של החברה ברמה של A2 עם אופק יציב להנפקת 600 מיליון ₪ באג"ח סדרה ב'

שעבודים, מגבלות ואמות מידה פיננסיות

להלן פרטים בדבר התחייבויות כלפי מחזיקי אגרות החוב סדרה א':

- הון עצמי: ההון העצמי המואחד של החברה לא יפחת מ-450 מיליון דולר ויחס ההון למאזן על בסיס מאוחד לא יפחת מ-25%.
- דירוג: התחייבה החברה כי במידה ודירוג אגרות החוב ירד מתחת לדירוג A2 או דירוג מקביל לו של חברה אחרת, יתואם שיעור הריבית הנקוב ב-0.25% כנגד כל ירידת דירוג מתחת לרמה של A2 ועד לתוספת מקסימלית של 1.25%.
- יתרות הנזילות של החברה לא יפחתו מסך של 2 תשלומי ריבית חצי שנתיים.
- סך הנכסים המניבים בבעלות החברה בצירוף יתרות המזומן בניכוי 2 תשלומי ריבית חצי שנתיים לא יפחת מסך של 200 מיליון דולר.
- סך החוב הפיננסי נטו על בסיס דוח סולו של החברה לא יעלה על שיעור של 53% מה-NAV.
- החברה לא תבצע חלוקת דיבידנד אלא אם כן יתקיימו כל התנאים הבאים:
 - ההון העצמי של החברה בניכוי הדיבידנד לא יפחת מסך של 600 מיליון דולר ויחס ההון למאזן על בסיס מאוחד לא יפחת מ-35%
 - דירוג אג"ח לא יפחת מרמה של BBB+
 - סך החוב הפיננסי נטו על בסיס דוח סולו של החברה לא יעלה על שיעור של 40% מה-NAV בעקבות חלוקת הדיבידנד.
 - יתרות הנזילות של החברה לאחר חלוקת הדיבידנד לא יפחתו מסך של 100 מיליון דולר.

נכון ליום 31.3.2015 החברה עומדת בכל התחייבויותיה למחזיקי אג"ח סדרה א'

להלן פרטים בדבר התחייבויות כלפי מחזיקי אגרות החוב סדרה ב:

- א. אג"ח סדרה ב' אינן מבוטחות בשעבודים, החברה התחייבה שלא לשעבד את רכושה בשעבוד שוטף כללי.
- ב. הון עצמי: ההון העצמי המואחד של החברה לא יפחת מ-500 מיליון דולר ויחס ההון למאזן על בסיס מאוחד לא יפחת מ-25%.
- ג. דירוג: התחייבה החברה כי במידה ודירוג אגרות החוב ירד מתחת לדירוג A2 או דירוג מקביל לו של חברה אחרת, יתואם שיעור הריבית הנקוב ב-0.25% כנגד כל ירידת דירוג מתחת לרמה של A2 ועד לתוספת מקסימלית של 1.25%.
- ד. יתרות הנזילות של החברה לא יפחתו מסך של 2 תשלומי ריבית חצי שנתיים.
- ה. סך הנכסים המניבים בבעלות החברה בצירוף יתרות המזומן בניכוי 2 תשלומי ריבית חצי שנתיים לא יפחת מסך של 200 מיליון דולר.
- ו. סך החוב הפיננסי נטו על בסיס דוח סולו של החברה לא יעלה על שיעור של 45% מה-NAV.
- ז. החברה לא תבצע חלוקת דיבידנד אלא אם כן יתקיימו כל התנאים הבאים:
 - ההון העצמי של החברה בניכוי הדיבידנד לא יפחת מסך של 750 מיליון דולר ויחס ההון למאזן על בסיס מאוחד לא יפחת מ-35%
 - דירוג אג"ח לא יפחת מרמה של BBB+
 - סך החוב הפיננסי נטו על בסיס דוח סולו של החברה לא יעלה על שיעור של 40% מה-NAV בעקבות חלוקת הדיבידנד.
 - יתרות הנזילות של החברה לאחר חלוקת הדיבידנד לא יפחתו מסך של 100 מיליון דולר.

בטוחות

סדרות האג"ח של החברה אינן מבוטחות בשעבודים, החברה התחייבה שלא לשעבד את רכושה בשעבוד שוטף כללי.



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת אנליזה בתחום אג"ח

מנהל מחלקה: צור אילן

השכלה: BA בכלכלה ומדעי החברה עם התמחות בחשבונאות ומימון מהאוניברסיטה הפתוחה.
 MBA במנהל עסקים עם התמחות במימון מהאוניברסיטה העברית בירושלים.
 ניסיון באנליזה: אנליסט מחקר בשוק ההון החל משנת 2004 ועד היום בחברות הבאות: כרמים שוקי הון, הדס ארזים בית השקעות, ישיר בית השקעות (ביטוח ישיר) ובחברת הברוקרים מרץ השקעות בע"מ.

אנליסט בכיר: יאיר אביגור

השכלה: בעל רישיון לניהול תיקי השקעות משנת 2012.
 BA בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בר אילן.
 ניסיון מקצועי: אנליסט ומנהל תיקי השקעות בחברת דיבינדד השקעות(ת.א) בע"מ החל משנת 2011.

התאגיד מטעמו פועל מכין האנליזה

תבור כלכלה ופיננסים בע"מ
 בית קורקס, רח' זרחין 10 רעננה 4366238. טלפון משרד ראשי 09-7776800/1 www.tavor.biz
 מנהל מחלקת שוק ההון: צור אילן, טלפון 09-7776822 דוא"ל: zury.ilan@tavor.biz

אופן ביצוע הערכת השווי וסקירת הסיכונים העלולים להשפיע לרעה באופן מהותי על הערכת השווי וסיכון.

שיטת הערכת השווי ומתודולוגיה: נתונים מאזני בדוחות החברה, מודל תבור.

גורמי סיכון עיקריים: חשיפת החברה לפעילות ייזום נדל"ן למגורים בארה"ב הינה גבוהה מאוד, האטה בכלכלה האמריקאית והרעה בשוק הנדל"ן למגורים עלולים להשפיע על פעילות החברה ועל תזרים המזומנים. כמו כן, החברה חשופה לסיכונים נוספים לרבות זמינות מקורות מימון ושינויים בעלויות הריבית והמימון. יש לציין כי לחברה תלות בבעל השליטה לאור נסיונו ומומחיותו.

המודל האקונומטרי של חברת תבור	
תשואה גבוהה ביחס לסיכון	ביחס להעדפות הסיכון של השוק ליום פרסום הדוח, התשואה של סדרת האג"ח גבוהה ביחס לסיכון הגלום.
תשואה הולמת את הסיכון	ביחס להעדפות הסיכון של השוק ליום פרסום הדוח, התשואה של סדרת האג"ח הולמת את הסיכון הגלום.
תשואה נמוכה ביחס לסיכון	ביחס להעדפות הסיכון של השוק ליום פרסום הדוח, התשואה של סדרת האג"ח נמוכה ביחס לסיכון הגלום.

גילוי נאות מטעם מכין העבודה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע למכין העבודה כאמור לעיל על ניגוד עניינים מצדו אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו.

הצהרת האנליסט

אני, יאיר אביגור, בעל רישיון לניהול תיקי השקעות מטעם הרשות לניירות ערך מס' 11343, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יאיר אביגור

הערה משפטית

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה ע"י מחלקת שוק ההון בחטיבת מחקר כלכלי ואסטרטגיה בחברת תבור כלכלה ופיננסים. מסמך זה מופנה למשקיעים מוסדיים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, תשכ"ח 1968 בלבד. דו"ח זה מבוסס על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע ציבוריים הנחשבים בעיני החברה כאמינים. הנחת החברה היא כי המידע ונתונים אלו נכונים, אך אין השימוש בהם מהווה אימות ו/או אישור לבדיקת נכונותם.

הניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו המלצה ו/או הצעה ו/או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך שהונפקו בידי התאגיד הנסקר. הניתוח אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הניתוח מופנה למשקיעים מוסדיים בלבד כחומר מסייע ואין לקבל על בסיסו בלבד. החלטות השקעה כלשהן. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. למשקיעים שונים עשויות להיות מטרות שונות, ובהתאם לכך על כל משקיע להתאים את השקעותיו למטרותיו וצרכיו.

חברת תבור כלכלה ופיננסים בע"מ ("תבור"), חברות בשליטתה וכן עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה. תבור ותאגידים מקבוצת תבור עוסקים בייעוץ כלכלי ואסטרטגי, ניהול פרויקטים, ניהול השקעות, בנקאות להשקעות, מחקר וייעוץ למוסדיים בשוק ההון ופעילות אחרות בשוק ההון. בהתאם לכך, הנחת הקורא צריכה להיות שתבור ותאגידים מקבוצת תבור, עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם מחזיקים בניירות הערך המתוארים בדוח זה ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו ו/או ימכרו ו/או יפיצו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. בנוסף הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שלקבוצת תבור יש זיקה אליהם בשל תמורה שתקבל מאת מנפיק ניירות הערך ו/או מוכריו ו/או מפיציו במסגרת מתן שירותים ובכלל זה שירותים בשוק ההון.

סוף מסמך

