

אפי נכסים בע"מ

מעקב | מאי 2024

אנשי קשר:

אלכסנדר ארליך
אנליסט, מעריך דירוג ראשי
Alexander.E@midroog.co.il

חעי רביד
ראש צוות, מעריך דירוג משני
roy.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

אפי נכסים בע"מ

אופק דירוג: חיובי	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: חיובי	A2.il	דירוג סדרות
-	P-1.il	דירוג נייר ערך מסחרי

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il ודירוג זה לאגרות החוב (סדרות ת, י, יא, יב, יג, יד, טו) שהנפיקה אפי נכסים בע"מ (להלן: "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי. כמו כן מידרוג מותירה על כנו דירוג P-1.il לניירות ערך מסחריים (סדרה 3) שהנפיקה החברה בסך 320.1 מיליון ₪ ע.ג.

אגרות החוב וניירות הערך המסחריים במחזור המדורגים על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
15.10.2026	חיובי	A2.il	1142231	ח'
30.03.2029	חיובי	A2.il	1160878	י'
30.06.2025	חיובי	A2.il	1171628	יא'
15.09.2027	חיובי	A2.il	1173764	יב'*
30.06.2029	חיובי	A2.il	1178292	יג'
30.03.2031	חיובי	A2.il	1184530	יד'
15.10.2029	חיובי	A2.il	1199603	טו'
16.09.2024	-	P-1.il	1168822	נע"מ (סדרה 3)

* אגרות חוב סדרה יב' מובטחות במשכנתא ראשונה על נכסי פרויקט Airport City Belgrade וכן בשעבוד ראשון על מניות חברות הפרויקט, והכל בהתאם לתנאים בשטר הנאמנות לאגרות החוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה הינה בתחומי ייזום, הקמה רכישה ואחזקה של נכסי נדל"ן מניב בעיקר לשימושי משרדים ומסחר, עם סך מאזן בהיקף משמעותי של כ- 20 מיליארד ₪ הבולט לחיוב לרמת הדירוג. נכסי החברה נפרשים על פני 5 מדינות עיקריות: ישראל (כ- 22% במונחי שווי נכסים מניבים), רומניה (כ- 40%), צ'כיה (כ- 15%), סרביה (כ- 14%) ופולין (כ- 8%). הפיזור הנכסי והגיאוגרפי של נכסי החברה, לצד פיזור השוכרים, תורמים לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכון.
- טריטוריות הפעילות של החברה, עם חשיפה מהותית לרומניה מכבידות על הערכת סיכון סביבת הפעילות של החברה בשל סיכון הריבון המאפייני מדינה זו, כאשר מנגד מאפייני השוק ממתנים זאת במידה מסוימת, בשל יחס שטח מסחר לנפש ברומניה נמוך משמעותית ממדינות אחרות באירופה ואיכות נכסים גבוהה של החברה.
- החוב הפיננסי בחברה מצוי במגמת גידול בשנים האחרונות, פועל יוצא של אסטרטגיית הצמיחה של החברה ליזום פרויקטים בעיקר בתחום המשרדים והמגורים להשכרה ורכישת פרויקטים מניבים. החברה הפגינה יציבות ביחס המינוף בשנים 2022-2023 כפי שנמדד ביחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם של כ- 59% (כולל איחוד יחסי של חברות כלולות) בזכות עליית ערך נדל"ן מניב ונדל"ן מניב בהקמה וכן גיוס הון מניות בהיקף של כ- 315 מ' ₪ בשנת 2022. החוב הפיננסי צפוי להוסיף ולגדול בשנה הקרובה לצורך המשך השקעות בפרויקטים ובתרחיש הבסיס של מידרוג יחס המינוף צפוי לעמוד על 61%-63% בשנים 2024-2025, הולם לרמת הדירוג. יחס כיסוי חוב פיננסי נטו ל- FFO צפוי לעמוד בטווח 29-34 בשנים אלו, איטי לרמת הדירוג, אולם במגמת שיפור בשנות התחזית עם הנבה הדרגתית של הנכסים בייזום, שתדביק את הגידול בחוב.
- לחברה נכסים מניבים ומניבים בהקמה אשר אינם משועבדים בסך של כ- 1.3 מיליארד ₪ (לא כולל קרקעות שאינן משועבדות) המהווים כ- 7% מהמאזן ל- 31.12.2023, שיעור נמוך יחסית שאינו צפוי להשתנות מהותית ופוגם בגמישות הפיננסית של החברה. בד בבד יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה מתון יחסית של 47% ושאינו צפוי לעלות על 50% תורם לגמישות פיננסית.

- הדירוג לזמן קצר P-1.il מבוסס על דירוג המנפיק A2.il ועל ניתוח הנזילות של החברה. ליום 31.12.2023 לחברה מסגרות אשראי חתומות ומאושרות ובלתי מנוצלות בסך של כ- 110 מ' ש"ח (לאחר ניכוי מסגרות אשראי בסך כ- 320 מ' ש"ח שהחברה שומרת כגיבוי לנע"מ סדרה 3), יתרות מזומנים גבוהות ונגישות גבוהה למקורות מימון. להערכת מידרוג, בשנת 2024 לחברה צפוי עודף מקורות על שימושים באופן שתומך בשימור הנזילות. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא ייפחת מיתרת הנע"מ בכל עת, לצורך גיבוי למול האופציה הקיימת בתנאי הנע"מ, להעמידן לפרעון מידי בהתראה של 7 ימי עסקים.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, הנבה של נכסים שהשלמתם צפויה בטווח התחזית על בסיס חוזים חתומים עם תרחישי רגישות להיקף ומועד ההנבה של נכסים אלו, וכן הנחה להמשך השקעות בפרויקטים בישראל ובאירופה. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד לבעלי המניות ומידרוג לא הניחה חלוקה בטווח התחזית בהסתמך על השנים האחרונות ובהתחשב גם בצרכי ההשקעה של החברה. מדידת היחסים בתרחיש הבסיס כוללת את חלקה היחסי של החברה בנכסים, בהתחייבויות ובתזרימים של חברות כלולות.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה הושפע לחיוב לאור מיצוב עסקי גבוה של החברה בסרביה, פולין ורומניה והיקף נכסים משמעותי במיקומים מרכזיים ואסטרטגיים במדינות הפעילות. בנוסף, מיצובה הגבוה של החברה האם ביג מרכזים מסחריים בע"מ (Aa3.il) המחזיקה בחברה בשיעור של 89.3% ואינה נשענת על תזרימי המזומנים מחברת הבת, מאפיינים התורמים ליציבותה הפיננסית של החברה ולהפניית תזרימי המזומנים להמשך גידול וצמיחה במדינות הפעילות. בד בבד הדירוג הושפע לשלילה מחשיפה גבוהה של ההון העצמי לשינויים בשערי המטבע ובעיקר אירו-שקל המשפיעים לתנודתיות המדדים הפיננסיים במידה בלתי צפויה.

שיקולים מבניים

אג"ח סדרה יב' שהנפיקה החברה מובטחות בשעבוד על נכס מניב למשרדים בסרביה Airport City Belgrade. מידרוג בחנה את טיב ווהחליטה שלא להעניק הטבה דירוגית לאג"ח סדרה יב' לאור הערכתנו לאיכות בטוחה שאינה "גבוהה" מאחר ומימוש הבטוחה כרוך בהליך משפטי שעשוי להיערך במספר מדינות וכמו כן, והמאפיינים הפונדמנטליים של מדינת הפעילות אינם תומכים בסיווג איכות הבטוחה כ"גבוהה".

אופק הדירוג

הצבת אופק הדירוג החיובי לדירוג הינה לאור הערכת מידרוג לשמירה על ביצועים תפעוליים טובים בנכסי החברה תוך המשך מגמת שיפור בפרמטרים הפיננסיים. דירוג החברה עשוי לעלות ככל שנעריך כי יחסי הכיסוי של החברה מצויים במגמת שיפור מתמשך וכי רמת המינוף צפויה להתמתן.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה בחוב הפיננסי ועלייה בתזרימי המזומנים השוטפים שיובילו לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי של החברה.
- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית, חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו, לשיעור נמוך מתרחיש הבסיס.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול מתמשך ברמת המינוף של החברה תוך עלייה מתמשכת ביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג.
- חלוקת דיבידנד משמעותית לאורך זמן שתוביל לשחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה או תקשה על שיפור
- הדירוג לז"ק P-1.il עלול לרדת ככל שהחברה לא תעמוד בהצהרתה לשמור בכל עת יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות מחייבות בגובה יתרת הנע"מ ו/או ככל שתחול ירידה בדירוג החברה.

אפי נכסים בע"מ נתונים פיננסיים עיקריים - מותאם איחוד יחסי, במיליוני ₪

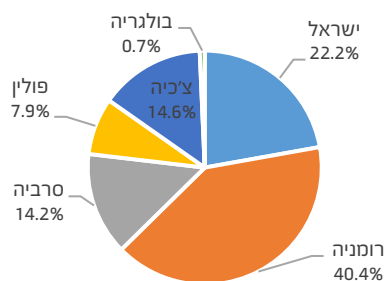
2020	2021	2022	2023	
13,183	14,502	17,938	20,064	סך מאזן
7,141	8,481	9,556	11,214	חוב פיננסי נטו
59.4%	62%	58.4%	59.7%	חוב נטו / CAP נטו
135	208	230	237	* FFO
50	40	41	47	חוב פיננסי נטו / * FFO
4,286	4,485	5,936	6,615	הון עצמי וזכויות מיעוט

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדרוג תאגידים, מאי 2020" * נתון FFO מחושב כשהוא כולל הוצאות מימון מהוונות.

פירוט השיקולים העיקריים לדרוג

חשיפה למדינות מזרח אירופה ובעיקר רומניה משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון

תרשים 1: שווי נדל"ן להשקעה ליום 31.12.2023 לפי מדינה



מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג

החברה פועלת בתחומים של ייזום, הקמה, רכישה ואחזקה של נכסי נדל"ן מניב, בעיקר במגזרי נכסים מניבים למשרדים ולמסחר וכן במגזר הדיור להשכרה וזאת ב- 5 מדינות עיקריות, כאשר רומניה וישראל הן המהותיות ביותר ומהוות כ- 40% וכ- 22% משווי הנכסים המניבים, בהתאמה. בנוסף, לחברה פעילות בסרביה, פולין, צ'כיה ובולגריה המהוות יחד כ- 37% משווי הנכסים המניבים.

רומניה מדורגת ע"י Baa3 Moody's והינה כלכלה חלשה המאופיינת בסיכון פוליטי גבוה, מאזן חלש ואינפלציה גבוהה אשר עמדה על כ- 10% בשנת 2023. על פי הערכות Moody's, התוצר ברומניה צפוי לצמוח בשיעור שנתי של 3%- 3.5% בשנים 2024 - 2025.

האינפלציה בשנת 2023 עמדה על 9.7% עם צפי להתמתנות לכ- 5.2% בשנת 2024. שיעור האבטלה במדינה יציב ועומד על כ- 5.3% לשנת 2023 עם צפי דומה לשנת 2024. על פי תחזית האיחוד האירופי¹, על אף הגידול המתמשך בתוצר, כלכלת רומניה צפויה להישאר פגיעה ברמת המאקרו לאור המשך גרעון גבוה של כ-7% ביחס חוב תוצר.

ברומניה לחברה פעילות משרדים, מסחר ופרויקט ראשון של דיור להשכרה בשלבי הקמה. מגזר המשרדים נשען בדרך כלל על חוזי השכרה ארוכי טווח התורמים לנראות טובה יחסית של תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. בשנת 2023 שוק המשרדים בבוקרשט הציג יציבות בשכ"ד לצד גידול בהיצע ועלייה בשיעור השטחים הפנויים לכ- 14.7%. פעילות המסחר של החברה ברומניה מרוכזת ברובה במרכז בוקרשט באמצעות נכס מהותי של החברה - קניין קונטרוצ'ן, ומציגה יציבות בשיעורי תפוסה ועלייה בפדיונות ובביקושים לאור העלייה בצריכה הפרטית ובתוצר, מעבר לממוצע באיחוד האירופי, ושיעורי אבטלה מתונים יחסית בשנים האחרונות.

תרשים 2: שינויים בתוצר הריאלי ברומניה בהשוואה למדינות האיחוד האירופי (מקור: CBRE)



¹ European commission data, 2024 In – Depth review, March 2024

בסרביה, המדורגת ע"י Ba2 Moody's, מחזיקה החברה 2 נכסים עיקריים, המהותי שבהם הינו פארק המשרדים Airport City Belgrade אשר כולל מבני משרדים בשטח של כ- 142,000 מ"ר בשיעור תפוסה ממוצע של כ- 96% נכון ל- 31.12.2023 עם פוטנציאל לפיתוח עתידי הכולל מבני משרדים נוספים ומלון.

בנוסף, לחברה חשיפה לפעילות משרדים ודיור להשכרה בפולין (דירוג A2 ע"י Moody's) כאשר הפעילות בתחום הדיור להשכרה גדלה עם המשך פיתוח נכסי דיור להשכרה תחת מותג החברה "AFI HOME" עם צפי לתוספת של כ- 1450 יח"ד להשכרה בין השנים 2024 - 2025.

בישראל מחזיקה החברה נכסים מניבים למשרדים, בנוסף לייזום פרויקט לנדמארק שרובו גם כן מיועד למשרדים. מדינת ישראל מדורגת A2 באופק שלילי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה. האינפלציה בישראל גבוהה, אך מתונה ביחס ליתר מדינות OECD, כאשר על פי נתוני בנק ישראל האינפלציה בשנת 2023 עמדה על שיעור של כ- 3% ובהתאם לתחזית הבנק המרכזי מחודש אפריל 2024, היא צפויה לעמוד על 2.7% בסוף שנת 2024. על פי תחזית בנק ישראל, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ- 2% בשנת 2024 ובשיעור של כ- 5% בשנת 2024. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנים 2024-2025 יעמוד על כ- 4%.

סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל מצוי תחת איום ההאטה בכלכלה העולמית ובישראל לאחר שנהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ עד לשלהי שנת 2022. קיומם של חוזי שכירות ארוכי טווח בענף המשרדים מהווה גורם ממתן בפני ירידה חדה בביקושים, אולם זו ייתכן ותיתן אותותיה בירידה בשיעורי התפוסה ובירידה בדמי השכירות לאורך זמן. להערכת מידרוג הפערים בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה בין משרדים ברמת איכות גבוהה, המאופיינים במיקום אטרקטיבי, וברמת גבוהה של גימור ושירותים הם משמעותיים, בפרט לאור התייקרות עלויות הבנייה, כאשר מבנים באיכות גבוהה מבוקשים יחסית גם בשל היצע מוגבל לסוג כזה של משרדים. נכסי משרדים באיכות פחותה ובמעגלים הסובבים את ת"א עלולים לסבול מירידת מחירים ומירידה בשיעורי תפוסה במידה חדה יותר. בשנים האחרונות ניכרת נטייה של שוכרים חדשים לקצר את משך החוזים בשל אי הוודאות וכדי לשמור על גמישות לאור האירועים המאקרו - כלכליים הפוקדים את מדינת ישראל ובראשם הקורונה, הריבית הגבוהה ששוררת במשק ובעולם, המצב הפוליטי ומלחמת "חרבות ברזל". מגמה זו צפויה להימשך, לרבות באמצעות שכירות משנה מצד חברות שצמצמו מועסקים. באופן כללי, שוק המשרדים בישראל מאופיין במיעוט עסקאות מהותיות יחסית להיקף השוק, במידה אשר מקשה על שקיפות שווי הנכסים וכיוונם ברקע העלייה בריבית.

היקף פעילות במגמת צמיחה ופיזור נכסי וגאוגרפי בולטים לחיוב, עם שיעורי תפוסות גבוהים

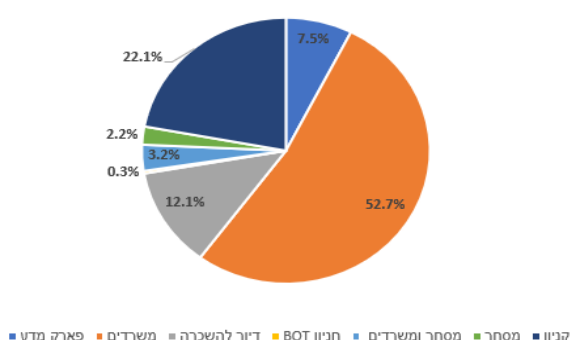
צבר נכסי הנדל"ן המניבים של החברה כולל 43 נכסים, מתוכם 12 נכסים ברומניה, 9 נכסים בישראל, 9 נכסים בצ'כיה והיתר בסרביה, פולין ובולגריה. לחברה מספר פרויקטים בהקמה (משרדים ודיור להשכרה) והיקף רחב של קרקעות לצורך פיתוח עתידי. החברה מציגה גידול עקבי בשווי נדל"ן להשקעה בספריה, העומד נכון ליום 31.12.2023 על כ- 15.7 מיליארד ₪. שיעור התפוסה המשוכלל של נכסיה המניבים עומד על כ- 90% לאותו מועד. להערכת מידרוג, שיעור התפוסה הממוצע בנכסי החברה גבוה ביחס למאפייני הפעילות בכל מדינה, לאור מיקומים מרכזיים ואיכות הנכסים.

לחברה טרק רקורד וניסיון מוכח ומשמעותי ברומניה. עיקר נכסי החברה ממוקמים בבוקרשט. במגזר המשרדים, החברה מציגה שיעורי תפוסה גבוהים למקובל באזורי הפעילות, כאשר הנכס הגדול ביותר בענף המשרדים ברומניה, Afi Park, אשר כולל פארק תעסוקה של מספר מבני משרדים, מציג תפוסה גבוהה מאוד לאורך שנים וגבוהה מהממוצע בבוקרשט. במגזר המסחר, הנכס המרכזי של החברה הינו קניון קוטרוצ'ן הממוקם בבוקרשט, קניון ותיק מאוד והגדול ברומניה ובעל כמות המבקרים הגדולה ביותר, המחזיק שטח להשכרה של כ- 86,000 מ"ר ותפוסות גבוהות לאורך שנים (100% נכון ל 31.12.2023). כמו כן, מעל קניון קוטרוצ'ן מקימה החברה פרויקט משרדים (Afi Loft) אשר צפוי להוסיף לגידול ב- NOI. שווי הקניון מהווה כ- 16% משווי הנכסים המניבים של החברה, ושיעורו בסך הנכסים מוסיף לקטון לאורך השנים לאור הרחבת תמהיל הפעילות.

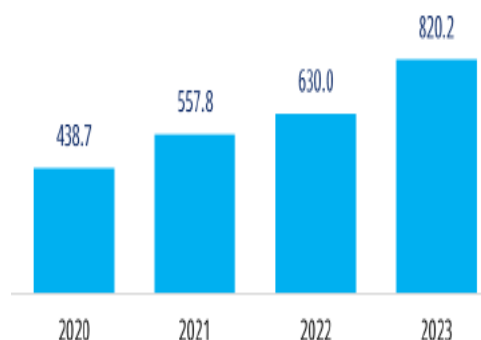
פעילות החברה בישראל מתמקדת בענף המשרדים. הנכס המניב המהותי של החברה בישראל הינו פארק המדע בקרית וויצמן. הנכס מציג תפוסות גבוהות של כ- 95% והחברה ממשיכה להרחיבו. הנכס מיועד לשוכרים בתחום המדע וההייטק וכולל התאמות ייעודיות לצורכי החברות המשכירות. מגדל קונקורד בבני ברק לעומת זאת מציג תפוסה נמוכה יחסית של כ-90% נכון ל 31.12.2023 לאור ריבוי מתחרים במבנים דומים באזור.

השלמת פרויקט לנדמארק שלב A באזור המשרדים ברחוב הארבעה בתל אביב, אשר קיבל אישור אכלוס חודש אפריל 2024, צפויה לתרום משמעותית להכנסות ולתזרים החברה החל משנת 2024 ולהגדלת חלקה של ישראל בתמהיל הגיאוגרפי של ההכנסות. מרבית שטחי המשרדים של הבניין שלב A הושכרו למספר חברות הייטק ושיעור ההשכרה עומד על כ- 80% נכון ליום 31.12.2023.

תרשים 4: פילוח שווי נדל"ן מניב לפי שימושים



תרשים 3: סך NOI במיליוני ש"ח



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

מקור: דוחות החברה. נתונים מוצגים על בסיס חלק החברה וכוללים חברות המוצגות על בסיס אקוויטי

החברה פועלת להרחבת פעילות ההשכרה למגורים בעיקר במרכז אירופה, תוך יציאה מתחום הייזום של דירות מגורים למכירה. החברה מצויה בתהליכי ייזום והקמה של פרויקטים לדירור להשכרה בהיקף של אלפי יח"ד בעיקר בפולין ובצ'כיה, אולם אלו אינם צפויים להוות שיעור משמעותי בהכנסות החברה לפני שנת 2027. להערכת מידרוג מהלכה של החברה לגיוון תמהיל השימושים והנכסים בפורטפוליו הינם חיוביים לפרופיל הסיכון של החברה, עם זאת הדבר כרוך בהיקף ייזום משמעותי בפעילות החברה בשנים אלו, אשר מידרוג מעריכה שינוע בטווח של 17% - 22% מהיקף המאזן. נכון ל- 31.12.2023, פורטפוליו החברה בתחום ייזום פרויקטי דירור להשכרה כולל מלאי של כ- 1,560 יח"ד פעילות ברחבי מדינות הפעילות כאשר מתוכן כ- 750 יח"ד בפולין וכ- 550 יח"ד בצ'כיה. החברה פועלת להגדלת פורטפוליו הדירור להשכרה ע"י ייזום של כ- 2,147 יח"ד נוספות בשנים 2024 - 2025, מרביתן בפולין.

יציבות במינוף ויחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג, לצד תזרימי מזומנים חזקים ובמגמת צמיחה

NOI של החברה הסתכם בכ- 820 מ' ש"ח בשנת 2023 לעומת כ- 630 מ' ש"ח בשנת 2022 - גידול בשיעור של כ- 30% שהושפע בעיקר מהנכסים באירופה, בין השאר בשל התחזקות האירו מול השקל והשפעות אינפלציוניות. בישראל לבדה רשמה החברה גידול של 8.5% ב- NOI מנכסים זהים בין השנים 2022-2023, שנבע מהשפעת האינפלציה, גידול בשיעורי התפוסה וחיידוש חוזים. באירופה רשמה החברה גידול של 16% ב- NOI מנכסים זהים בין אותן שנים, המיוחס בחלקו הגדול להתחזקות שער האירו מול השקל (בשיעור של 13% בממוצע שנתי), עליית המדד שהשפיעה על גידול בהכנסות מחוזים צמודי מדד וכמו כן, תרם לשיפור המשך איכלוס פרויקטים חדשים שבנייתם הסתיימה באירופה.

בשנים 2024 ו- 2025 צפוי גידול ב- NOI בשל השלמת פרויקטים מניבים בבנייה, בעיקר בשנת 2024 עם השלמת אכלוס פרויקט לנדמארק והמשך אכלוס פרויקטי דירור להשכרה באירופה, ולהערכת מידרוג ה- NOI בשנים אלו צפוי לעמוד בטווח של 1-1.15 מיליארד ש"ח לשנה מבלי להביא בחשבון השפעות של שינויים בשער החליפין.

רכישת נכסים מניבים ופעילות ייזום אשר ממומנים בחלקם הגדול באמצעות אשראי, מובילים לגידול מתמשך בחוב הפיננסי נטו של החברה, אשר לצד עלייה בשווי הנכסים וגיוס הון, הובילו ליציבות ברמת המינוף בשנתיים האחרונות, המתבטאת ביחס חוב נטו ל-CAP נטו שעמד על כ- 59.7% ליום 31.12.2023 לעומת כ- 58.4% ליום 31.12.2022. תחת תרחיש הבסיס הכולל המשך השקעה בפרויקטים בייזום לצד הנבה חלקית מפרויקטים שיסתיימו, מידרוג מעריכה כי שיעור המינוף יעלה לטווח של 61%-63% בשנים 2024-2025, שהינו שיעור מינוף הולם ביחס לרמת הדירוג.

הגידול ב- NOI בשנת 2023 בהשוואה לשנת 2022 קוזז מצד עלייה בעלויות המימון כך שבשנת 2023 FFO (מבלי לנטרל הוצאות מימון שהונו) הסתכם בכ- 237 מ' ש, בהשוואה לכ- 230 מ' ש בשנת 2022 וכ- 208 מ' ש בשנת 2021, היקף הולם לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס, מידרוג צופה FFO בטווח של 350-460 מ' ש בשנים 2024-2025, בעיקר בשל הגידול ב- NOI כנזכר לעיל, כאשר מנגד צפוי קיזוז חלקי בהוצאות המימון לאור הגידול הצפוי בחוב. יחסי הכיסוי של החברה מושפעים לשלילה ממרכיב חוב המשמש לייזום נכסים אשר טרם מניבים. מידרוג מניחה יחס חוב פיננסי נטו/FFO מותאם שינוע בטווח 29-35 בשנים 2024-2025, יחס כיסוי איטי שאינו הולם את רמת הדירוג. הטווח הנמוך של צפוי להתהוות במהלך שנת 2025 עם האצת ההנבה מנכסים בהקמה.

שיעור נמוך יחסית של נכסים לא משועבדים המשליך לשלילה על הגמישות הפיננסית

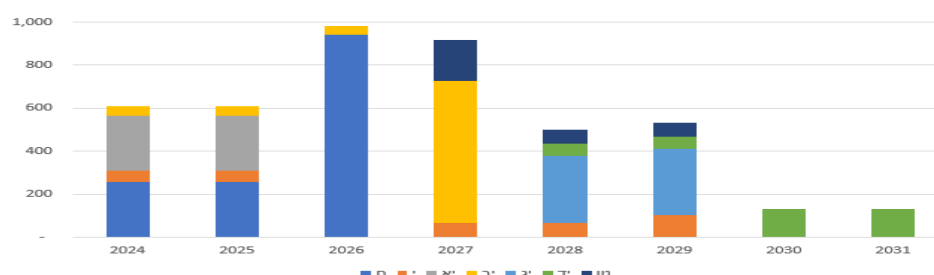
לחברה נכסי נדל"ן לא משועבדים בשווי של כ- 2.6 מיליארד ש' בספרי החברה ליום 31.12.2023, כאשר מתוכם, שוויים של נכסי נדל"ן מניב ונדל"ן מניב בהקמה שאינם משועבדים נאמד בכ- 1.3 מיליארד ש' (כאשר יתר הנכסים שאינם משועבדים הם בעיקר קרקעות), ומהווה כ- 7% מסך המאזן לאותו מועד. בתרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי יחס זה אינו צפוי להשתנות במידה מהותית בטווח התחזיתי.

יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה הינו מתון יחסית ועומד על כ- 47% ליום 31.12.2023 ומידרוג מעריכה כי הוא עשוי לעלות לכ- 50% שהינו הולם לדירוג ומקנה לחברה נגישות טובה למימון מחדש של הנכסים ואף יצירת עודף תזרימי. הנכסים המניבים של החברה מציגים תזרים יציב מדמי שכירות, מאפיין אשר ממתן את הסיכון שבמימון מחדש של חוב מובטח. לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, כך שכ- 30% מהחוב הפיננסי הינו אג"ח סחיר בישראל, והיתר בעיקר הלוואות מובטחות בנכסים, אשראי ליווי בנייה ואשראי פרויקטלי.

מדיניות פיננסית הולמת לרמת הדירוג אשר נתמכת בזילות

לחברה יתרות נזילות (מאוחד) בהיקף משמעותי בסך כ- 528 מ' ש נכון ל- 31.12.2023 וזאת לצד מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף של כ- 430 מ' ש, ובניכוי נע"מ סדרה 3 שיתרתה כ- 320 מ' ש, יתרת מסגרות האשראי הפנויות עומדת על כ- 110 מ' ש. לאותו מועד לחברה חלויות אג"ח סחיר בסך כ- 590 מ' ש. ניתוח הנזילות לתקופה של 12 חודשים החל מ- 31.12.2023 מצביע על עודף מקורות על שימושים הולם. מקורות החברה נסמכים בעיקר על יתרות נזילות ומסגרות אשראי נטו כנזכר לעיל, תזרים ממימון מחדש של נכסים ותזרים מפעילות שוטפת. לצד זאת השימושים העיקריים כוללים פרעון אג"ח והשקעות בפיתוח וייזום נכסים קיימים, שהונח כי ימומנו בהלוואות ייעודיות. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2024 גייסה החברה אגרות חוב (סדרה יב') בסך כ- 220 מ' ש ע.ג. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא יפחת בכל עת מיתרת הנע"מ.

תרשים 5: לוח סילוקין קרן אג"ח ליום 31.12.2023, במיליוני ש"ח



שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת ברמת מינוף מתונה לאורך זמן כאשר מעת לעת תיתכן עליה נקודתית עם מימוש אסטרטגיית הצמיחה (שהינה מדודה). כמו כן, נכסי החברה עומדים בסטנדרטים גבוהים של תקנים ירוקים לאור דרישות רגולטריות של הגופים הממנים באירופה אשר כוללים גם הנחה בגובה הריבית.

מטריצת הדירוג

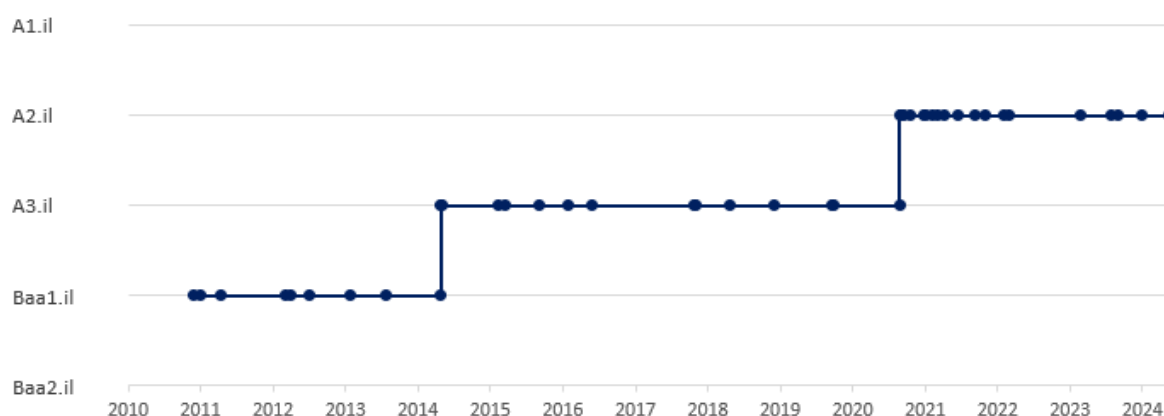
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2023		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית
Aaa.il	22	Aaa.il	20	סך מאזן (מיליארד ₪)
Aaa.il	---	Aaa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים
A.il	63% - 61%	A.il	59%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
Aa.il	350-460	Aa.il	235	היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ש"ח)
Baa.il	29-35	Baa.il	47	חוב פיננסי נטו / FFO
Baa.il	6%	Baa.il	7%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן
A.il	50%	A.il	47%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה
Aa.il	---	Aa.il	---	מדיניות פיננסית
A2.il				דירוג נגזר
A2.il				דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק

אודות החברה

אפי נכסים הפכה לחברה ציבורית בשנת 2004, החברה מתמחה בייזום, הקמה, תפעול והשכרה של נכסים מניבים למשרדים ומסחר ומגורים באירופה ובישראל. החל מינואר 2021, בעלת השליטה בחברה הינה ביג מרכזי קניות בע"מ (כ- 89.29%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אפי נכסים בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)

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

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2023](#)

[השפעת עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - דוח מיוחד \(הערת ענף\), יולי 2022](#)

[דירוגים לזמן קצר - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 21.05.2024

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 23.01.2024

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 16.02.2010

שם יוזם הדירוג: אפי נכסים בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: אפי נכסים בע"מ

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 הגבוה 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.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

P-1.il	מנפיקים המדרגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדרגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדרגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדרגים Not Prime.il אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים²

דירוג זמן ארוך	דירוג זמן קצר
Aaa.il	Prime-1.il
Aa1.il	
Aa2.il	
Aa3.il	
A1.il	
A2.il	
A3.il	Prime-2.il
Baa1.il	
Baa2.il	Prime-3.il
Baa3.il	
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	NotPrime
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	
Ca.il	
C.il	

² דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). ©

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ פיננסי או ביעוץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג ובכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם המהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.