

אפי נכסים בע"מ

מעקב | מרץ 2026

אנשי קשר:

סאני אגאבאבא
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
sunny.a@midroog.co.il

חיריעני, רו"ח
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג משני
hriany@midroog.co.il

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

אפי נכסים בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרות
-	P-1.il	דירוג נייר ערך מסחרי

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il למנפיק ולאגרות חוב (סדרות ח, י, יב, יג, יד, טו, יז) שהנפיקה אפי נכסים בע"מ (להלן: "החברה").
אופק הדירוג יציב. כמו כן מידרוג מותירה על כנו דירוג P-1.il לנייר ערך מסחר (סדרה 3) שהנפיקה החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
15.10.2026	יציב	A1.il	1142231	ח'
30.03.2029	יציב	A1.il	1160878	י'
15.09.2027	יציב	A1.il	1173764	יב**
30.06.2029	יציב	A1.il	1178292	יג'
30.03.2031	יציב	A1.il	1184530	יד'
15.10.2029	יציב	A1.il	1199603	טו'
30.03.2033	יציב	A1.il	1220383	יז'
16.09.2026	-	P-1.il	1168822	נע"מ (סדרה 3)

* לחברה אג"ח סדרה טז' ונע"מ סדרה 5 אשר אינן מדורגות על ידי מידרוג. ** אגרות חוב סדרה יב' מובטחות בשעבוד ראשון על נכסי פרויקט Airport City Belgrade וכן בשעבוד ראשון על מניות חברות הפרויקט, והכל בהתאם לתנאים בשטר הנאמנות לאגרות החוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

- היקף פעילות נרחב, פיזור נכסי ופיזור גיאוגרפי תורמים לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכון. החברה פועלת בתחומי ייזום, הקמה רכישה ואחזקה של נכסי נדל"ן מניב לשימושי משרדים, מסחר ומגורים להשכרה, עם סך מאזן בהיקף משמעותי של 24 מיליארד ש"ח הבולט לחיוב לרמת הדירוג. נכסי החברה נפרשים על פני 6 מדינות עיקריות: ישראל (26% במונחי שווי נכסים מניבים), רומניה (33%), צ'כיה (12%), סרביה (14%), פולין (14%) ובולגריה (1%). חשיפה מהותית לרומניה מכבידה על הערכת סיכון סביבת הפעילות של החברה בשל סיכון הריבון המאפיין מדינה זו. הדירוג נתמך במיצוב עסקי גבוה של החברה במדינות הפעילות ובמצבת נכסים גדולה ואיכותית במיקומים מרכזיים ואסטרטגיים במדינות הפעילות. הביצועים התפעוליים של נכסי החברה חזקים לאורך זמן עם שיעורי תפוסה גבוהים יחסית (93% בממוצע ליום 31.12.2025) וצמיחה בהכנסות מנכסים זהים, שהסתכמה בשנת 2025 ב-5% (במטבע מקור, לפי חלק החברה ב- NOI).

- גידול עקבי בהיקף FFO תומך בהמשך שיפור יחס הכיסוי ותורם לפרופיל הפיננסי, אולם היקפי הייזום מובילים לגידול בהיקף החוב וליחס מינוף גבוה מעט לרמת הדירוג. תוצאות החברה המשיכו במגמת שיפור עם NOI שעמד על 1.1 מיליארד ש"ח ו- FFO של 440 מ' ש"ח בשנת 2025, לעומת 1 מיליארד ש"ח ו-341 מ' ש"ח בשנת 2024, בהתאמה. החוב הפיננסי בחברה מצוי במגמת גידול בשנים האחרונות, פועל יוצא של אסטרטגיית צמיחה באמצעות ייזום פרויקטים, בעיקר בתחום משרדים ומגורים להשכרה וכן רכישת נכסים מניבים. החברה הציגה שיפור במינוף בשנת 2025 כפי שנמדד ביחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם (כולל איחוד יחסי של חברות כלולות) של 56.3% ליום 31.12.2025 לעומת 60.5% ליום 31.12.2024, בעיקר נוכח עיבוי ההון שנבע מרווח נקי בסך 937 מ' ש"ח (מתוכו רווחי שערור של כ-716 מ' ש"ח לפני מס) ותמורה ממימוש אופציות בסך 572 מ' ש"ח. בתרחיש הבסיס של מידרוג, FFO נאמד בטווח של 470-500 מ' ש"ח בשנת 2026 ו-540-570 מ' ש"ח בשנת 2027. הגידול הצפוי נתמך בצמיחה ב-NOI מנכסים קיימים ובהנבה של נכסים בהקמה שצפויים להשלמה ואכלוס, הבולט בהם הינו פרויקט לנדמרק B (2027), ומנגד עלייה בהוצאות המימון. תרחיש הבסיס של מידרוג צופה יחס כיסוי חוב ל-FFO בטווח 27-29 בשנת 2026, בהשוואה ל-27.6 בשנת 2025 ו-36.2 בשנת 2024. יחס חוב נטו ל-CAP נטו צפוי לעמוד בטווח 56%-58%.

- גמישות פיננסית מוגבלת הנשענת על מינוף מתון של הנכסים המשועבדים, וצפויה להשתפר עם שחרור נכסים משעבוד. ליום

31.12.2025, לחברה נכסי נדל"ן לא משועבדים בשווי של 2.8 מיליארד ש"ח, המהווים 12% מסך המאזן. יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה נאמד לאותו מועד ב-48%. לפי מדיניות החברה, שיעור נכסים לא משועבדים מסך מאזן צפוי להשתפר לאור פירעונות צפויים של חוב מובטח במהלך שנת 2026, ולעמוד בטווח 20%-25%. יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה צפוי להשתפר ל-40%-42%.

- **נזילות הולמת ומדיניות פיננסית מאוזנת תורמים לפרופיל הסיכון.** הדירוג לזמן קצר P-1.il מבוסס על דירוג המנפיק A1.il ועל ניתוח הנזילות של החברה. ליום 31.12.2025 לחברה מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בסך של 905 מ' ש"ח, מכך 320 מ' ש"ח עומדות כגיבוי לנע"מ סדרה 3 הנושא אופציה לפירעון מיידי. כמו כן לחברה ולחברות בנות יתרות מזומנים בהיקף מהותי ונגישות טובה למקורות מימון. להערכת מידרוג, בשנת 2026 לחברה צפוי עודף מקורות על שימושים התומך בשימור הנזילות. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא יפחת מיתרת נע"מ סדרה 3 בכל עת, לצורך גיבוי למול האופציה הקיימת בתנאי הנייר להעמידו לפירעון מיידי בהתראה של 7 ימי עסקים. אנו מעריכים את המדיניות הפיננסית של החברה כשקולה ומאזנת בין צרכי בעלי החוב וההון, כאשר העובדה כי החברה לא חילקה דיבידנדים לבעלי המניות בשנים האחרונות תורמת להערכתנו, בהתחשב באסטרטגיית הצמיחה וצרכי ההשקעות. כמו כן, החברה נוהגת לבצע עסקאות גידור להקטנת חשיפה לשערי מט"ח ו/או ריבית משתנה.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, הנבה של נכסים שהשלמתם צפויה בטווח התחזית עם תרחישי רגישות להיקף ומועד ההנבה של נכסים אלו, וכן הנחה להמשך השקעות בפרויקטים בישראל ובאירופה. תרחיש הבסיס של מידרוג אינו כולל הנחה לחלוקת דיבידנד על-ידי החברה, בהסתמך על השנים האחרונות ובהתחשב גם בצרכי ההשקעה של החברה. התאמות מידרוג ליחסים הפיננסים כוללים, בין היתר, את חלקה היחסי של החברה בנכסים, בהתחייבויות ובתזרימי המזומנים של חברות כלולות.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב, בין היתר, מהיקף ופיזור הפעילות הרחב של החברה, וממיצובה העסקי באזורים בה היא פועלת, ברומניה וסרביה בפרט, כפי שמתבטא בנכסים איכותיים במיקומים מרכזיים ואסטרטגיים במדינות הפעילות.

שיקולים מבניים

אג"ח סדרה יב' שהנפיקה החברה מובטחות, בין היתר, בשעבודים שונים בקשר עם נכס מניב למשרדים בסרביה Airport City Belgrade. מידרוג בחנה מתן הטבה דירוגית לאגרות החוב בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום מימון תאגידי" והחליטה שלא להעניק הטבה דירוגית לאג"ח סדרה יב', לאור הערכת איכות בטוחה שאינה "גבוהה" ובהתחשב בדירוג המנפיק. הערכת איכות הבטוחה התבססה, בין היתר, על הערכתנו כי מימוש הבטוחה כרוך בהליך משפטי שעשוי להיערך במספר מדינות, וכן לאור המאפיינים הפונדמנטליים של מדינת הפעילות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו לשמירה על ביצועים תפעוליים בנכסים וליציבות הפרמטרים הפיננסים של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

- המשך שיפור היחסים הפיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג תוך עלייה בהיקף FFO ושיפור יחס חוב ל-CAP נטו
- שיפור הגמישות הפיננסית בדמות גידול היקף נכסים לא משועבדים ביחס למאזן וצמצום יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה
- שמירה על מדיניות פיננסית התומכת במהלכים אקטיביים להקטנת המינוף ו/או לשיפור הגמישות הפיננסית

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- שחיקה מתמשכת ביחסי המינוף ו/או הכיסוי של החברה מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג
- חלוקת דיבידנד משמעותית לאורך זמן שתוביל לשחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה או תקשה על שיפורו

אפי נכסים בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

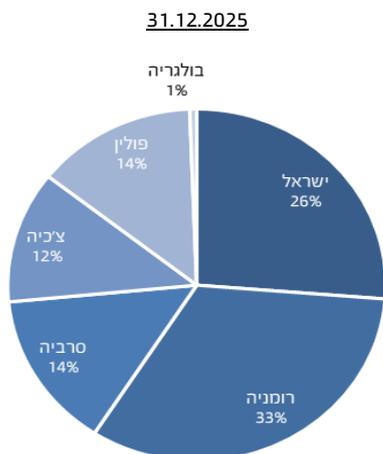
2021	2022	2023	2024	2025	
14,502	17,938	20,064	21,794	23,780	סך מאזן
8,481	9,557	11,214	12,323	12,147	חוב פיננסי נטו
62.0%	58.4%	59.7%	60.5%	56.3%	חוב פיננסי/CAP נטו
209	234	250	341	440	FFO
43.3x	42.4x	42.9x	36.2x	27.6x	חוב פיננסי נטו / FFO
4,485	5,936	6,616	6,883	8,290	הון עצמי וזכויות מיעוט

* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. נתון FFO מחושב כשהוא כולל עלויות אשראי שהונגו לנכסים כשירים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פעילות החברה ברומניה ובסרביה, כלכלות המתאפיינות בסיכון פוליטי גבוה, משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון

תרשים 1: התפלגות שווי נדל"ן להשקעה לפי מדינה, ליום



פעילות החברה מתמקדת בייזום, הקמה, רכישה ואחזקה של נכסי נדל"ן מניב, בעיקר לשימושי משרדים ומסחר וכן במגזר הדיור להשכרה, בישראל ובמרכז-מזרח אירופה (בעיקר רומניה, סרביה, פולין וצ'כיה). פעילויות החברה בישראל ורומניה הן המהותיות ביותר (כ-26% ו-33% משווי נכסים מניבים ליום 31.12.2025, בהתאמה).

ערב מבצע "שאגת הארי" מודיט'ס הודיעה על ייצוב אופק הדירוג של מדינה ישראל והותרת הדירוג על כנו, Baa1. דירוג זה משקף מחד את הסביבה הגיאופוליטית והביטחונית המורכבת של ישראל, ומאידך את הסימנים לחוסן הכלכלה על רקע מלחמה מתמשכת החל מיום 7 באוקטובר 2023, והשפעת הלחימה בגזרות השונות על המשק. במודיט'ס מעריכים כי צמיחת התמ"ג הריאלי תעמוד על 5% בשנת 2026 ועל 3.5% בשנת 2027.

ענף הנדל"ן המניב בישראל מאופיין לאורך זמן ביציבות ובסביבה כלכלית חזקה ובעלת ביקושים צומחים. מסקירה של CBRE' עולה כי שוק הנדל"ן המניב למשרדים בישראל ממשיך להסתגל לשינויים מבניים, כאשר במהלך המחצית הראשונה של 2025 הציג השוק שילוב של אתגרים וסימני התאוששות, על רקע העלייה בצריכה הכללית והצפי לצמיחה מתונה במשק. לאחרונה, חברות רבות מצמצמות את שטחי המשרדים שלהן עקב תהליכי התייעלות, עבודה היברידית ושילוב גובר של AI שמייעל את כוח האדם בענפים מסוימים. כתוצאה, משרדים רבים מוצעים לשכירות משנה, במיוחד לחברות הזנק המחפשות פתרונות גמישים. במקביל, קיימת בשוק מגמה של מעבר לחוזי שכירות קצרים יותר, כשבעלי נכסים מציעים לעתים שטחים במודל plug & play המאפשר כניסה מהירה ונוחה לנכס. בשנים האחרונות, על רקע עליות הריבית שחלו בשנים 2022-2023, הראו נכסי הנדל"ן המניב למשרדים בישראל יציבות יחסית בשיעורי ההיוון, תוך צמצום המרווחים ביחס לתשואות אג"ח ממשלתיות.

חשיפת החברה לכלכלת רומניה משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון. רומניה מדורגת Baa3 באופק שלילי ע"י מודיט'ס, והיא מתאפיינת בין היתר, בסיכון פוליטי גבוה ואינפלציה גבוהה (9.6% נכון לינואר 2026). להערכת מודיט'ס, התוצר ברומניה צפוי לצמוח בשיעור שנתי של 1.1% בשנת 2026. שיעור האבטלה במדינה מסתכם ב-6% וצפוי להתמתן מעט במהלך השנה הקרובה (ל-5.7%). על אף הצמיחה המתונה בתוצר, הכלכלה הרומנית סובלת מגירעון תקציבי מתמשך, שהסתכם ב-9.3% מהתוצר בשנת 2024 וצפוי להסתכם ב-8.4%

¹ CBRE, סקירת שוק הנדל"ן, H1 2025, אוקטובר 2025

ו-6.2% בשנים 2025 ו-2026, בהתאמה.² שוק המסחר ברומניה מתאפיין במגמה מחודשת של העדפות צרכן לחנויות פיזיות חווייתיות, שתורמת לשיעורי תפוסה גבוהים ויציבות דמי השכירות, כאשר שיעור התפוסה הממוצע בבוקרשט מסתכם ב-99%. שוק המשרדים הרומני ממשיך במגמה החיובית ומראה התמתנות בשטחים הפנויים, כאשר על-פי סקירה של Cushman & Wakefield,³ שיעור אי-התפוסה בבוקרשט הסתכם ברבעון הרביעי של שנת 2025 ב-12.1% לעומת 14.2% ב-2024, לאחר שבאופן חסר תקדים לא נוספו לשוק בנייני משרדים חדשים לאורך שנת 2025. דמי השכירות המשיכו להראות צמיחה, כאשר דמי המבוקשים בבניינים באיכות גבוהה (Prime) בבוקרשט הראו צמיחה של כ-5%.

פעילות החברה בסרביה, המדורגת Ba2 באופק יציב במודי'ס, מעיבה גם היא על פרופיל הסיכון של החברה. דירוגה של סרביה מושפע לשלילה מסיכון גיאופוליטי גבוה בשל היחסים עם קוסובו וברקע מלחמת רוסיה-אוקראינה. סיכונים אלו להערכת מודי'ס עלולים לעכב את תהליך התקבלותה לגוש האירו. מאידך, דירוג סרביה מושפע לחיוב מיציבות כלכלית ומשמעת תקציבית, כשמודי'ס צופה המשך שיפור במדדים הכלכליים במדינה, בהם צמיחה ריאלית גבוהה יחסית, הצפויה להסתכם בשנת 2026 ב-3.3%. האינפלציה במדינה צפויה להיוותר סביב 4% בשנת 2026, בדומה לשנת 2025, זאת בהמשך לשיעור של 4.7% בשנת 2024 ו-12.4% בשנת 2023. שוק המשרדים בבלגרד הראה יציבות בדמי השכירות, כאשר אזור בלגרד החדשה (New Belgrade), בו שוכן, בין היתר, אחד הנכסים המהותיים של החברה Airport City Belgrade, מתאפיין בשיעורי תפוסה גבוהים מאוד (96%).⁴

החברה פועלת גם בתחומי הנדל"ן למשרדים והמגורים להשכרה בפולין (A2 שלילי) ובצ'כיה (Aa3 יציב). פעילות המגורים להשכרה הצומחת תחת המותג AFI HOME, תורמת ליציבות סביבת הפעילות של החברה, כאשר שוק המגורים במרכז ומזרח אירופה ממשיך להנות מצמיחה בדמי השכירות. ענף המגורים להשכרה בפולין נהנה מהשקעות גוברות מצד מוסדיים (בעיקר בפרויקט BTR וכיוצ"ב) וצפוי להמשיך במגמת הצמיחה על רקע מחסור בהיצע ותהליכי אורבניזציה, כאשר היצע הקרקעות המוגבל ימשיך להוות אתגר לשחקנים בענף.

הפרופיל העסקי נתמך בהיקף פעילות רחב עם פיזור נכסי וגאוגרפי בולט לחיוב

ליום 31.12.2025 לחברה 50 נכסי נדל"ן מניב הנפרסים על פני רומניה (14 נכסים), פולין (12), צ'כיה (9), ישראל (9), סרביה (5) ונכס אחד בבולגריה. פעילות החברה מתמקדת בעיקר בענפי המשרדים והמסחר, וכן בענף המגורים להשכרה בו היא מרחיבה את פעילותה. היקף הפעילות והפיזור הרחב ברמה הנכסית, הגאוגרפית והסקטוראלית מהווים גורמים חיוביים לדירוג. יציין, כי לחברה חשיפה נכסית מסוימת, אך מיקומי הנכסים ואיכותם ממתנים חשיפה זו, כמו גם שיעורי התפוסה שלהם.

הנכס העיקרי של החברה הינו AFI Cotroceni בבוקרשט (כ-13% מסך שווי נכסי הנדל"ן המניב וכ-16% מהכנסות השכירות של החברה), קניין ותיק מאוד והגדול ברומניה ובעל כמות המבקרים הגדולה ביותר, המחזיק שטח להשכרה של כ-87 אלף מ"ר ומתאפיין בתפוסות גבוהות לאורך שנים (100% ליום 31.12.2025).

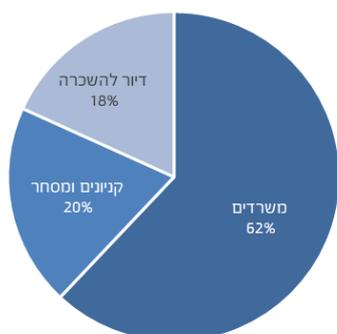
פעילות החברה בישראל מתמקדת בענף המשרדים, והנכס המהותי של החברה בישראל הינו פרויקט המשרדים לנדמרק בת"א בו החברה מחזיקה כ-50%, כאשר בניין A (כ-11.5% מסך הנדל"ן המניב) מניב בתפוסה מלאה (100%) ובניין B מתוכנן להשלמה ואכלוס במהלך שנת 2026.

² European Commission, Economic forecast for Romania, November 2025

³ Cushman & Wakefield, Bucharest Office Marketbeat Q4 2025

⁴ Cushman & Wakefield, Marketbeat Belgrade Office, Q4 2025

תרשים 2: פילוח שווי נדל"ן מניב לפי שימושים ליום 31.12.2025



בתחום המשרדים, החברה ממשיכה להציג שיעורי תפוסה גבוהים ביחס לאזורי הפעילות, כאשר הנכס הגדול ביותר בענף המשרדים ברומניה, AFI Park, אשר כולל פארק תעסוקה של מספר מבני משרדים, מציג תפוסת גבוהות מאוד לאורך שנים וגבוהות מהמוצע בבוקרשט (כ-98% ליום 31.12.2025).

פעילות הדיור להשכרה באירופה של החברה, המתמקדת בעיקר בצ'כיה (פראג) ובפולין, ממשיכה להתרחב עם תחילת הנבה של נכסים נוספים שהוקמו. סך הכנסות החברה מתחום זה הסתכמו בשנת 2025 בכ-90 מ' ש"ח, לעומת כ-50 מ' ש"ח בשנת 2024.

כחלק מאסטרטגיית הצמיחה שלה, החברה יוזמת ובונה פרויקטים לנכסים מניבים ומכאן שהיא נושאת השקעות ואשראי בגין ייזום בהיקף מהותי מסך המאזן. מידרוג מעריכה את היקף הייזום מסך מאזן החברה בטווח של 10%-13% בטווח התחזית. היקף מהותי אך להערכתנו מתמתן, בין היתר, נוכח טרק רקורד של החברה בייזום ואכלוס נכסים וכן נוכח שיעורי השכרה גבוהים מראש בחלק מהנכסים בהקמה.

ה-NOI של החברה הסתכם ב-1.1 מיליארד ש"ח בשנת 2025 לעומת 1.0 מיליארד ש"ח בשנת 2024, גידול בשיעור של 10% שנבע, בין היתר, מהמשך אכלוס והנבה מלאה של פרויקט לנדמרק A, אכלוס פרויקט דיור להשכרה בצ'כיה, שיפור בתפוסה של נכס משרדים ברומניה והשפעות אינפלציוניות. באירופה רשמה החברה גידול של 6.4% ב-NOI מנכסים זהים במטבע מקור לעומת שנת 2024, המיוחס בחלקו הגדול לעליית המדד שהשפיעה על גידול בהכנסות מחוזים צמודי מדד, יחד עם המשך איכלוס פרויקטים חדשים שבנייתם הסתיימה, בעיקר בתחום הדיור להשכרה. עם זאת, בישראל רשמה החברה ירידה של 0.6% ב-NOI מנכסים זהים (בנטרול פרויקט לנדמרק A) לעומת שנת 2024. בשנים 2026-2027 מידרוג צופים גידול ב-NOI בשל השלמת פרויקטים מניבים בבנייה, בעיקר בשנת 2027 עם השלמת אכלוס הפרויקטים לנדמרק B והמשך אכלוס פרויקט דיור להשכרה באירופה. להערכתנו, ה-NOI בשנים אלו צפוי לעמוד בטווח של 1.1-1.3 מיליארד ש"ח לשנה. יצוין, כי האמור אינו כולל הנחה לגבי השפעות אפשריות של שינויים בשער החליפין.

צמיחה מתמשכת בהיקפי ה-FFO תומכת בפרופיל העסקי, מינוף מעט גבוה מעיב על יחס הכיסוי

הגידול ב-NOI תורם לגידול בהיקף ה-FFO, שהסתכם בשנת 2025 ב-440 מ' ש"ח, בהשוואה ל-341 מ' ש"ח בשנת 2024 וכ-250 מ' ש"ח בשנת 2023, היקף הולם לרמת הדירוג. בהתאם, יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO מצוי במגמת שיפור ועמד על 27.6 ליום 31.12.2025, לעומת 36.2 בשנת 2024, זאת כתוצאה מהשיפור בהיקפי ה-FFO תוך קיטון החוב נטו כאמור. יצוין, כי יחסי הכיסוי מושפעים לשלילה ממרכיב חוב המשמש לייזום נכסים אשר טרם מניבים. בהתאם לתרחיש הבסיס, מידרוג צופה FFO בהיקף של 470-500 מ' ש"ח ו-540-570 מ' ש"ח בשנים 2026 ו-2027, בהתאמה. הגידול הצפוי נתמך הן בצמיחה ב-NOI מנכסים קיימים והן מהנבה של נכסים בהקמה שצפויים להשלמה ואכלוס, כשהבולטים ביניהם כוללים את הקריה המחוזית (2026) ופרויקט לנדמרק B (2027). שימותן מצד עלייה בהוצאות המימון. אנו מעריכים כי יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO ינוע בשנת 2026 בטווח של 27-29, כשבמקביל לגידול הצפוי ב-FFO, אנו מעריכים גידול מסוים בהיקפי החוב נטו כתוצאה מהמשך פעילות הייזום של החברה.

יחס חוב נטו ל-CAP נטו הסתכם ליום 31.12.2025 ב-56.3%, לעומת 60.5% בשנת 2024, וזאת בעיקר נוכח עיבוי ההון שנבע בעיקר מרווח נקי בסך 937 מ' ש"ח (מתוכו רווחי שערור של 716 מ' ש"ח לפני מס) ותמורה ממימוש אופציות בסך 572 מ' ש"ח. היקף החוב

נטו של החברה נותר ללא שינוי מהותי בשנת 2025, והסתכם בכ- 12.1 מיליארד ש"ח לעומת 12.3 מיליארד ש"ח בשנת 2024, כאשר עלייה של כ-0.6 מיליארד ש"ח ביתרות הנזילות של החברה קוזזה אל מול עלייה של כ-0.4 מיליארד ש"ח בחוב ברוטו המותאם של החברה (מתוכה 0.2 מיליארד ש"ח מיוחס להפרשי מט"ח והצמדות למדד). תחת תרחיש הבסיס הכולל, בין היתר, המשך השקעה בפרויקטים בייזום לצד הנבה משמעותית מפרויקטים שהסתיימו ויסיימו, מידרוג מעריכה כי שיעור המינוף יעמוד בטווח של 58%-56% בשנות התחזית.

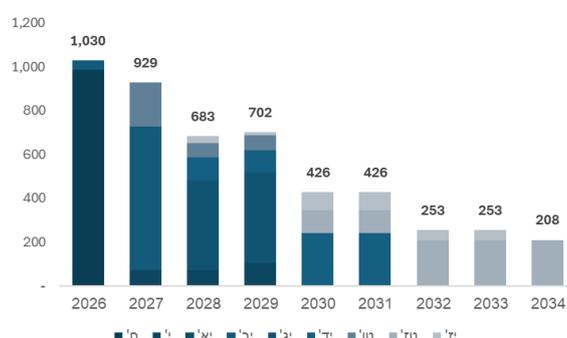
נזילות טובה הנשענת על יתרות מזומנים ומסגרות אשראי בהיקפים משמעותיים; צפי לשיפור בגמישות הפיננסית עם פירעונות חוב מובטח ופינוי נכסים משעבוד

ליום 31.12.2025, לחברה יתרות נזילות (מאוחד) בהיקף בסך 1.6 מיליארד ש"ח, לצד מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף של 905 מ' ש"ח. יצוין, כי חלק משמעותי מהיתרות הנזילות מצוי בחשבונות של חברות בנות הפועלות באירופה. לאותו מועד, לחברה חלויות שוטפות של אג"ח סחיר וניירות ערך מסחריים ("נע"מ") בסך 1,460 מ' ש"ח, מכך נע"מ סדרה 3 הנושאת אופציה לקריאה מיידית (בהתראה של 7 ימי עסקים) בסך 321 מ' ש"ח.

הדירוג לזמן קצר P-1 נסמך על דירוג מנפיק il.A1 באופק יציב, וכן על הערכת נזילותה של החברה, המתבססת על תחזית מקורות ושימושים לשנת 2026. להערכתנו, יחס מקורות לשימושים של החברה צפוי להיות הולם ולהסתכם ב-1.3-1.2, כשסך המקורות צפויים להסתכם ב-3.9-4.0 מיליארד ש"ח ולכלול, בין היתר, יתרות מזומנים ושווי מזומנים, מסגרות אשראי פנויות ותזרים מפעילות שוטפת. סך השימושים צפויים להסתכם ב-3.1-3.3 מיליארד ש"ח ולכלול, בין היתר, השקעות בנכסים ופירעונות נטו של חוב פיננסי. כמו כן, הדירוג לזמן קצר נשען על הצהרת החברה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת חיי הנע"מ על מסגרות אשראי מחייבות ופנויות בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ, זאת בשל תנאי הנע"מ המאפשרים קריאה לפירעון מידי בתוך 7 ימי עסקים

במהלך הרבעון הרביעי החברה ביצעה מימון מחדש של שלושת הקניונים ברומניה, לתקופה של 5 שנים. בשנת 2026 החברה נדרשת למחזורי חוב מהותיים, בהן הלוואות בגין פרויקט לנדמרק A ו-B בסך 1.1 מיליארד ש"ח (ליום 31.12.2025) וכן הלוואות נוספות בסך כ-0.8 מיליארד ש"ח נקובות באירו, לגביהן היא מצויה במהלך מימון מחדש. להערכתנו, החברה תפרע חלק מהחוב המובטח האמור באמצעות מקורותיה ו/או גיוס חוב בלתי מובטח, באופן שיוביל לשיפור הגמישות הפיננסית. בהתאם לתרחיש הבסיס, יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה צפוי להסתכם בכ-40%-42% ויחס נכסים לא משועבדים לסך מאזן צפוי להסתכם ב-20%-25%, לעומת כ-48% ו-12% ליום 31.12.2025, בהתאמה.

תרשים 3: לוח סילוקין קרן אג"ח ליום 31.12.2025, במיליוני ש"ח



שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכתנו, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה, ואנו מעריכים חשיפה נמוכה לסיכוני סביבה, חברה ו/או ממשל תאגידי בחברה.

מטריצת הדירוג

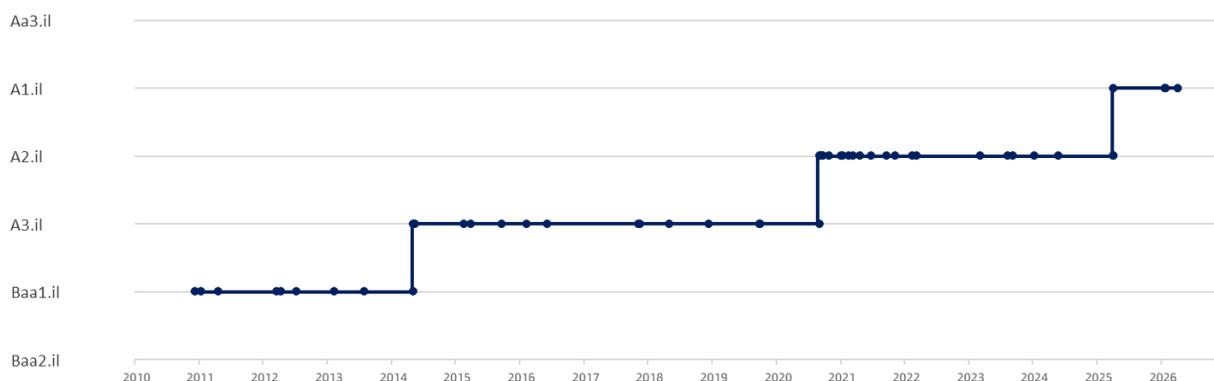
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2025		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	23-26	Aaa.il	23.8	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	פרופיל סיכון
A.il	56%-58%	A.il	56.3%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
Aa.il	470-500	Aa.il	440	היקף FFO (מיליוני ש"ח)	
A.il	27-29	A.il	27.6	חוב פיננסי נטו / FFO	פרופיל פיננסי
A.il	20%-25%	A.il	12%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	42%-40%	A.il	48%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A1.il					דירוג נגזר
A1.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 הינה חברה ציבורית שמנייתיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. 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 (Aa3.il).

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 תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)
- [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](#)

[דירוג לזמן קצר - דוח מתודולוגי, נובמבר 2025](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

31.03.2026	תאריך דוח הדירוג:
18.01.2026	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
16.02.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אפי נכסים בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אפי נכסים בע"מ	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 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.

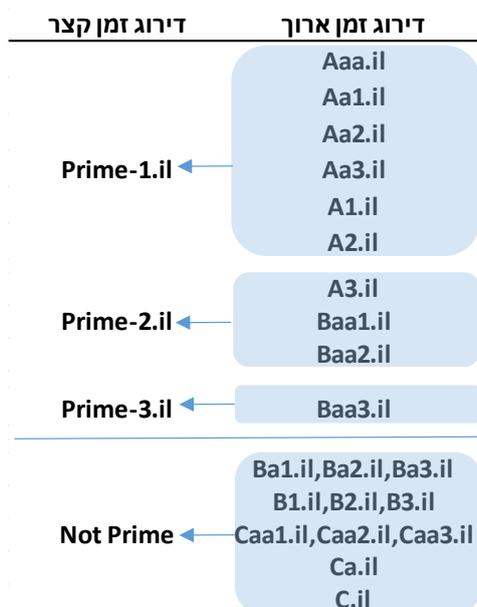
הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

P-1.il	מנפיקים המדורגים 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 המדורגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים 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 קיימים⁵



⁵ 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 לכושר החזר 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, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגימה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר 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 בנוגע לכושר החזר 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 וציפייה 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 ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטת כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים 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 ביועץ פיננסי או ביועץ 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 כשלה 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 בכתב 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 כושר החזר 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, הערכות 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 לאמינים 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 לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו 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 במוקד 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 בזדון 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 www.midroog.co.il.