

אפי נכסים בע"מ

מעקב | מרץ 2025

אנשי קשר:

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

סיגל יששכר, סמונכ"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 מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרות ח, י, יא, יב, יג, יד, טו) שהנפיקה אפי נכסים בע"מ (להלן "החברה") ואת דירוג המנפיק מ- A2.il ל- A1.il ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. כמו כן מידרוג מותירה על כנו דירוג P-1.il לניירות ערך מסחריים (סדרה 3) שהנפיקה החברה בסך 320.1 מיליון ש"ח.

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	יציב	A1.il	1142231	ח'
30.03.2029	יציב	A1.il	1160878	י'
30.06.2025	יציב	A1.il	1171628	יא'
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'
16.09.2025	-	P-1.il	1168822	נע"מ (סדרה 3)

* לחברה אג"ח סדרה טז' ונע"מ סדרה 4 אשר אינן מדורגות על ידי מידרוג. ** 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

- היקף פעילות נרחב, פיזור נכסי ופיזור גיאוגרפי תורמים לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכון.** פעילות החברה הינה בתחומי ייזום, הקמה רכישה ואחזקה של נכסי נדל"ן מניב לשימושי משרדים, מסחר ומגורים להשכרה, עם סך מאזן בהיקף משמעותי של כ- 21 מיליארד ש"ח הבולט לחיוב לרמת הדירוג. נכסי החברה נפרשים על פני 5 מדינות עיקריות: ישראל (כ- 30% במונחי שווי נכסים מניבים), רומניה (34%), צ'כיה (13%), סרביה (13%) ופולין (10%). חשיפה מהותית לרומניה מכבידה על הערכת סיכון סביבת הפעילות של החברה בשל סיכון הריבון המאפיין מדינה זו, כאשר מנגד מאפייני השוק ממתנים זאת במידה מסוימת, בשל יחס שטח מסחר לנפש ברומניה נמוך משמעותית ממדינות אירופה ואיכות נכסים גבוהה של החברה.
- ייזום ורכישת נכסים מובילים גידול בהיקף החוב ויחס מינוף גבוה מעט לרמת הדירוג אולם הגדלת מצבת הנכסים המניבים תורמת לשיפור התזרים יחס הכיסוי.** החוב הפיננסי בחברה מצוי במגמת גידול בשנים האחרונות, פועל יוצא של אסטרטגיית הצמיחה של החברה באעמדות ייזום פרויקטים בעיקר בתחום משרדים ומגורים להשכרה וכן רכישת נכסים מניבים. החברה הציגה עלייה במינוף בשנת 2024 כפי שנמדד ביחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם של כ- 61% (כולל איחוד יחסי של חברות כלולות) וזאת בעיקר לאור המשך גידול בחוב לצרכי מימון פיתוח נכסי החברה. יש לציין כי החברה לא חילקה דיבידנדים לבעלי המניות בשנים האחרונות ויש בכך להעיד על מדיניות פיננסית מאזנת, בהתחשב באסטרטגיית הצמיחה ובצרכי ההשקעות. בתרחיש הבסיס של מידרוג יחס המינוף צפוי לעמוד בטווח 60%-63% בשנים 2025-2026 ללא שינוי מהערכותינו הקודמות. יחס כיסוי חוב פיננסי נטו ל- FFO צפוי לעמוד בטווח 25-35 בשנים אלו, הולם לרמת הדירוג, והינו במגמת שיפור בשנות התחזית עם הנבה הדרגתית של הנכסים בייזום, שתדביק את הגידול בחוב.
- גמישות פיננסית נשענת מינוף מתון על הנכסים המשועבדים.** לחברה נכסי נדל"ן לא משועבדים בשווי של כ- 2.87 מיליארד ש"ח בספרי החברה ליום 31.12.2024 מתוך כך, שוויים של נכסי נדל"ן מניב ונדל"ן מניב בהקמה שאינם משועבדים עומד על כ- 1.5 מיליארד ש"ח מההווים כ- 7% מהמאזן ל- 31.12.2024, שיעור נמוך יחסית שאינו צפוי להשתנות מהותית ופוגם

בגמישות הפיננסית של החברה. בד בבד יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה הינו מתון יחסית בשיעור של 47% ואינו צפוי לעלות על 50%, מאפיין מייצב בגמישות הפיננסית. הנכסים המניבים של החברה מציגים תזרים יציב מדמי שכירות, מאפיין אשר ממתן את הסיכון שבמימון מחדש של חוב מובטח.

- **נזילות טובה הנשענת על מסגרות אשראי.** ליום 31.12.2024 לחברה מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בסך של כ- 710 מ' ש, מכך כ- 320 מ' ש עומדות כגיבוי לנע"מ סדרה 3 הנושא אופציה לפירעון מייד. כמו כן לחברה ולחברות בנות יתרות מזומנים בהיקף מהותי ונגישות טובה למקורות מימון. להערכת מידרוג, בשנת 2025 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 נע"מ סדרה 3 בכל עת, לצורך גיבוי למול האופציה הקיימת בתנאי נע"מ סדרה 3, להעמידן לפירעון מייד בהתראה של 7 ימי עסקים. הדירוג לזמן קצר P-1.il מבוסס על דירוג המנפיק A1.il ועל ניתוח הנזילות של החברה.

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 בצורכי ההשקעה של החברה. מדידת היחסים בתרחיש הבסיס כוללת את חלקה היחסי של החברה בנכסים, בהתייבויות ובתזרימים של חברות כלולות.

שיקולים נוספים לדירוג

הדירוג בפועל A1.il גבוה מהדירוג A2.il הנגזר ממטריצת הדירוג והוא הושפע לחיוב לאור מיצוב עסקי גבוה של החברה בסרביה, פולין, רומניה, צ'כיה וישראל והיקף נכסים משמעותי במיקומים מרכזיים ואסטרטגיים במדינות הפעילות. בנוסף, הדירוג הושפע לחיוב ממיצובה הגבוה של החברה האם ביג מרכזי קניות 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, בין היתר, בשעבודים שונים בקשר עם נכס מניב למשרדים בסרביה Airport City Belgrade. מידרוג בחנה את טיב הבטוחה והחליטה 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

אופק הדירוג היציב הינו לאור הערכת מידרוג לשמירה על ביצועים תפעוליים בנכסים ויציבות בפרמטרים הפיננסיים של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה בחוב הפיננסי ועלייה בתזרימי המזומנים השוטפים שיובילו לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי של החברה
- שיפור מתמשך ביחס המינוף של החברה 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 שיפורו
- הדירוג לז"ק P-1.il עלול לרדת ככל שתחול היחלשות בהערכת הנזילות של החברה או ככל שדירוג המנפיק ירד

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

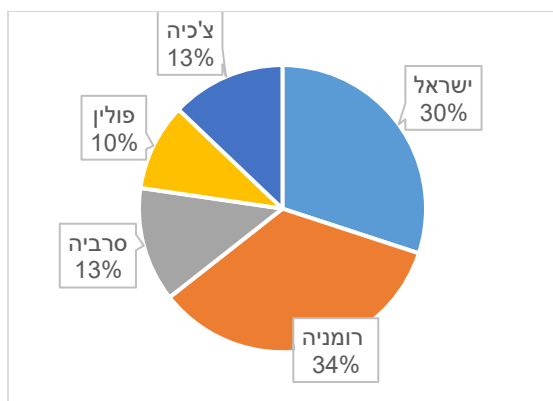
2020	2021	2022	2023	2024	
13,183	14,502	17,938	20,064	21,912	סך מאזן
7,141	8,481	9,556	11,214	12,078	חוב פיננסי נטו
59.4%	62%	58.4%	59.4%	60.6%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
135	208	230	237	310	* FFO
50	40	41	47	38	* FFO / חוב פיננסי נטו
4,286	4,485	5,936	6,615	6,883	הון עצמי זכויות מיעוט

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דצמבר 2024; * נתון FFO מחושב כשהוא כולל עלויות אשראי שהונו לנכסים כשירים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חשיפה למדינות מזרח אירופה ובעיקר רומניה משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון

תרשים 1: שווי נדל"ן להשקעה ליום 31.12.2024 לפי מדינה



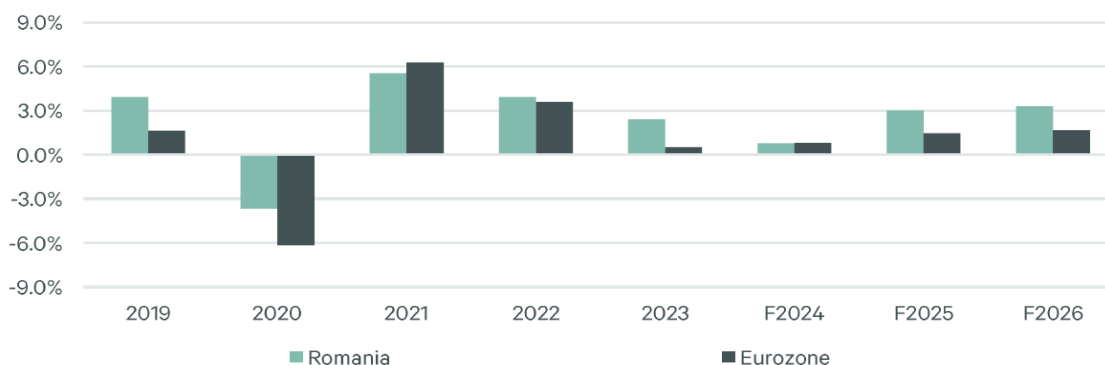
מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג

החברה פועלת בתחומים של ייזום, הקמה, רכישה ואחזקה של נכסי נדל"ן מניב, בעיקר לשימושי משרדים ומסחר וכן במגזר הדירוג להשכרה וזאת ב- 5 מדינות עיקריות, כאשר רומניה וישראל הן המהותיות ביותר ומהוות כ- 34% וכ- 30% משווי הנכסים המניבים, בהתאמה. בנוסף, לחברה פעילות בסרביה, פולין, צ'כיה ובולגריה המהוות יחד כ- 36% משווי הנכסים המניבים.

רומניה מדורגת ע"י Baa3 Moody's אופק שלילי והינה כלכלה חלשה המאופיינת בסיכון פוליטי גבוה, מאזן חלש ואינפלציה גבוהה אשר עמדה על כ- 9.7% בשנת 2023 וכ- 5.8% בשנת 2024. על פי הערכות Moody's, התוצר ברומניה צפוי לצמוח בשיעור שנתי של 1.9% - 2.2% בשנים 2025 - 2026. שיעור האבטלה במדינה יציב ועומד על כ- 5.7% לשנת 2024 עם צפי דומה לשנת 2025.

על פי תחזית האיחוד האירופי¹, על אף הגידול המתמשך בתוצר, כלכלת רומניה צפויה להיות פגיעה ברמת המאקרו לאור המשך גרעון גבוה של כ- 7.7% ביחס חוב תוצר.

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



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

ברומניה לחברה פעילות מסחר, משרדים ופרויקט ראשון של דיור להשכרה בשלבי הקמה. 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 למוצע באיחוד האירופי, ושיעורי אבטלה מתונים יחסית בשנים האחרונות. מגזר המשרדים נשען בדרך כלל על חוזי השכרה ארוכי טווח התורמים לנראות טובה יחסית של תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. בשנת 2024 שוק המשרדים בבוקרשט הציג עליה של כ- 2.4% בשכ"ד הממוצע לצד קיטון בהיצע וירידה בשיעור השטחים הפנויים לכ- 12.1%.

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- 98% נכון ל- 31.12.2024 עם פוטנציאל לפיתוח עתידי הכולל מבני משרדים נוספים ומלון. לחברה פעילות משרדים ודיור להשכרה בפולין (דירוג A2 ע"י Moody's), המצויה במגמת גידול עם המשך פיתוח נכסי דיור להשכרה בשם המותג "AFI HOME" תחתיו פועלת החברה גם בצ'כיה ובסרביה.

בישראל פועלת החברה בעיקר בתחום המשרדים ופארקים תעסוקתיים. מדינת ישראל מדורגת Baa1 באופק שלילי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה וצומחת, מגמה שנחלשה מאז פרוץ המלחמה. על פי נתוני בנק ישראל האינפלציה בשנת 2024 עמדה על שיעור של כ- 3.2% ובהתאם לתחזית בנק ישראל מחדש ינואר 2025, היא צפויה לעמוד על 2.6% בסוף שנת 2025. על פי תחזית בנק ישראל, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ- 4% בשנת 2025 בהשוואה לשנת 2024 שהפגינה חולשה בצמיחה (1%) בשל המלחמה, וביעור של כ- 4.5% בשנת 2026. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנים 2025-2026 יעמוד על כ- 3.1%.

לאור הריבית הגבוהה שוררת במשק כבר תקופה ארוכה ולאור המשך המצב המלחמתי והפוליטי ללא צפי לסיימו, סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל מצוי בהאטה וזאת לאחר שנהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ עד לשלהי שנת 2022 במידה רבה בזכות ענף ההייטק שתרם לצמיחת הסקטור. 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 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

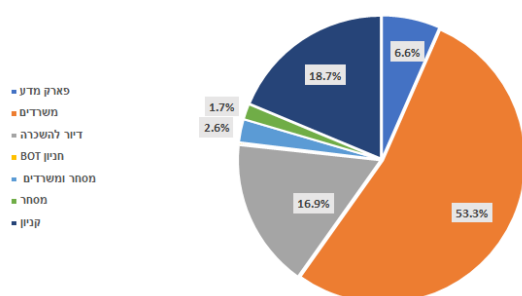
תיק נכסי הנדל"ן המניבים של החברה כולל 49 נכסים, מתוכם 13 נכסים ברומניה, 10 נכסים בישראל, 9 נכסים בצ'כיה והיתר בסרביה, פולין ובולגריה. לחברה מספר פרויקטים בהקמה (משרדים ודיור להשכרה) והיקף רחב של קרקעות לצורך פיתוח עתידי. החברה מציגה גידול עקבי בשווי נדל"ן להשקעה בספריה, העומד נכון ליום 31.12.2024 על כ- 15.3 מיליארד ₪ ושיעור 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 במדינה 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 תפוסת גבוהה מאוד לאורך שנים וגבוהה מהממוצע בבוקרשט. במגזר המסחר,

הנכס המרכזי של החברה הינו קניין קונטרוצ'ן בבוקרשט, קניין ותיק מאוד והגדול ברומניה ובעל כמות המבקרים הגדולה ביותר, המחזיק שטח להשכרה של כ- 88,000 מ"ר ותפוסות גבוהות לאורך שנים (100% נכון ל- 31.12.2024). כמו כן, מעל קניין קונטרוצ'ן השלימה החברה פרויקט משרדים (Afi Loft) אשר צפוי להוביל לגידול ב- NOI. שווי הקניין מהווה כ- 14% משווי הנכסים המניבים של החברה, ושיעורו בסך הנכסים מוסיף לקטון לאורך השנים לאור הרחבת תמהיל הפעילות.

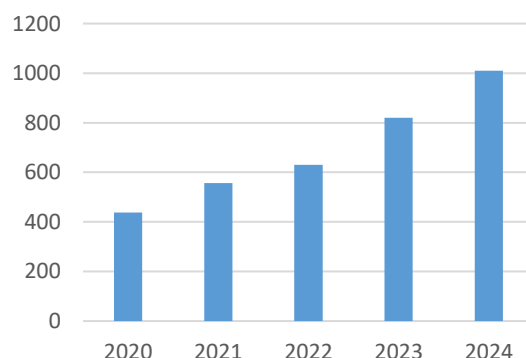
פעילות החברה בישראל מתמקדת בענף המשרדים. נכסי החברה בישראל ממוקמים ברובם מחוץ למעגל התעסוקה המרכזי בתל אביב, והינם ותיקים יחסית. הנכס המניב המהותי של החברה בישראל הינו פארק המדע בקרית וויצמן, נס ציונה (שיעור אחזקה 60% בידי החברה). הנכס רשם ירידה בשיעור התפוסה במהלך שנת 2024 לכ- 84% לעומת 95% בסוף שנה קודמת לאור עזיבת שוכר את אחד הבניינים הותיקים בפארק. בשנת 2024 החברה החלה בהקמת בניין חדש בשטח הפארק ביעוד למשרדים והיא פועלת לתוספת זכויות בפארק. הנכס מיועד לשוכרים בתחום המדע וההייטק וכולל התאמות ייעודיות לצורכי החברות המשכירות. מגדל קונקורד בבני ברק מציג אף הוא תפוסה נמוכה יחסית מזה זמן, שעומדת על כ-84% נכון ליום 31.12.2024 לאור ריבוי מתחרים במבנים דומים באזור. השלמת פרויקט לנדמארק שלב A באזור המשרדים ברחוב הארבעה בתל אביב (עסקה משותפת בה עומד חלקה של החברה על 50%), אשר קיבל אישור אכלוס בחודש אפריל 2024, תרם לחברה כ- 63 מ'ש במונחי NOI בשנת 2024. מרבית שטחי המשרדים של הבניין שלב A הושכרו למספר חברות הייטק, בהן פייסבוק ישראל השוכרת כ-44% משטח הנכס. שיעור ההשכרה בנכס עומד על כ- 90% ליום 31.12.2024 ולאחר תאריך זה חלה עלייה נוספת בשיעור האכלוס בנכס. אכלוס לנדמארק מוביל להגדלת חלקה של ישראל בתמהיל הגיאוגרפי של ההכנסות.

תרשים 4: פילוח שווי נדל"ן מניב לפי שימושים



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

תרשים 3: סך NOI במיליוני ש"ח



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

החברה פועלת להרחבת פעילות ההשכרה למגורים בעיקר במרכז אירופה, תוך צמצום תחום הייזום של דירות מגורים למכירה. החברה מצויה בתהליכי ייזום והקמה של פרויקטים לדיוור להשכרה בהיקף של אלפי יח"ד בעיקר בפולין ובצ'כיה, אולם אלו אינם צפויים להוות שיעור משמעותי בהכנסות החברה לפני שנת 2027. נכון ל- 31.12.2024, פורטפוליו החברה במגזר דיוור להשכרה כולל מלאי של כ- 2,950 יח"ד מושכרות ובתהליכי אכלוס ברחבי מדינות הפעילות, בעיקר בפולין, כאשר החברה פועלת להגדלת פורטפוליו הדיוור להשכרה ע"י ייזום של כ- 750 יח"ד נוספות בשנים 2025 - 2027. להערכת מידרוג מהלכה של החברה לגיוון תמהיל השימושים והנכסים בפורטפוליו הינם חיוביים לפרופיל הסיכון של החברה, עם זאת המהלך כרוך בהיקף ייזום משמעותי בשנים אלו.

לאורך זמן החברה יוזמת ובונה פרויקטים לנכסים מניבים ומכאן שהיא נושאת השקעות ואשראי בגין ייזום בהיקף מהותי מסך המאזן. מידרוג מעריכה כי את היקף הייזום מסך מאזן החברה בטווח של 13%-15% נכון למועד זה וכן בטווח התחזיתי, שהינו מהותי אולם מתון יחסית להיקפי הפעילות של החברה.

מינוף גבוה לרמת הדירוג, לצד תזרימי מזומנים חזקים ובמגמת צמיחה

NOI של החברה הסתכם בכ- 1,010 מ' ש בשנת 2024 לעומת כ- 820 מ' ש בשנת 2023 - גידול בשיעור של כ- 23% שהושפע בעיקר מאכלוס פרויקט לנדמארק A באפריל 2024 ואכלוס פרויקט דיור להשכרה בפולין והשפעות אינפלציוניות. בישראל לבדה רשמה החברה גידול של כ- 2% בלבד ב- NOI מנכסים זהים (לא כולל פרויקט לנדמארק A) בין השנים 2023-2024, שמבטא שחיקה ריאלית הכנסות מהנכסים בישראל, בהתחשב בהצמדת דמי השכירות לאינפלציה וכן ירידה בשיעור התפוסה הממוצע. באירופה רשמה החברה גידול של 12% ב- NOI מנכסים זהים בין אותן שנים, המיוחס בחלקו הגדול לעליית המדד שהשפיעה על גידול בהכנסות מחוזים צמודי מדד וכמו כן המשך איכלוס פרויקטים חדשים שבנייתם הסתיימה בעיקר בתחום הדיור להשכרה.

בשנים 2025 ו- 2026 צפוי גידול ב- NOI בשל השלמת פרויקטים מניבים בבנייה, בעיקר בשנת 2025 עם השלמת אכלוס פרויקט לנדמארק A והנבה שנתית מלאה, והמשך אכלוס פרויקטי דיור להשכרה באירופה. להערכת מידרוג ה- NOI בשנים אלו צפוי לעמוד בטווח של 1.1-1.2 מיליארד ש' 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, המתבטאת ביחס חוב נטו ל- CAP נטו שעמד על כ- 60.6% ליום 31.12.2024 לעומת כ- 59.4% ליום 31.12.2023 ולעומת כ- 58.4% ליום 31.12.2022. תחת תרחיש הבסיס הכולל המשך השקעה בפרויקטים בייזום לצד הנבה משמעותית מפרויקטים שהסתיימו ויסתיימו, מידרוג מעריכה כי שיעור המינוף יעמוד בטווח של 63%-60% בשנים 2025-2026. באומדן שיעור המינוף מידרוג לא הביאה בחשבון אופציות שהנפיקה החברה ועשויות להתממש לכדי הזרמת הון בהיקף של כ- 575 מ' ש' לו ימומשו באופן מלא עד נובמבר 2025, מהלך שאין וודאות לגביו.

הגידול ב- NOI בשנת 2024 בהשוואה לשנת 2023 קוזז בחלקו מצד עלייה בעלויות המימון כך שבשנת 2024 FFO (מבלי לנטרל הוצאות מימון שהונו) הסתכם בכ- 310 מ' ש', בהשוואה לכ- 237 מ' ש' בשנת 2023 וכ- 230 מ' ש' בשנת 2022, היקף הולם לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס, מידרוג צופה FFO בהיקף של כ- 380 מ' ש' בשנת 2025 שצפוי לגדול להיקף של כ- 500 מ' ש' בשנת 2026, בעיקר בעקביות עם הנחת הגידול ב- NOI כנזכר לעיל, מבלי שמידרוג מעריכה גידול מהותי בהוצאות המימון בהשוואה לשנה האחרונה. חוב פיננסי נטו/FFO מצוי במגמת שיפור ועמד על כ- 38 שנים ליום 31.12.2024. יחסי הכיסוי מושפעים לשלילה ממרכיב חוב המשמש לייזום נכסים אשר טרם מניבים. מידרוג מניחה יחס חוב פיננסי נטו/FFO מותאם שינוע בטווח 25-35 בשנים 2025-2026, יחס כיסוי אשר הולם את רמת הדירוג. הטווח הנמוך צפוי להתהוות לקראת שנת 2026 עם האצת ההנבה מנכסים בהקמה.

נזילות טובה ונסמכת על מסגרות אשראי נרחבות ויתרות נזילות שמחזיקה החברה לאורך זמן כחלק ממדיניותה, לצד גם הנחה למחזורי חוב של הלוואות מובטחות בנכסים

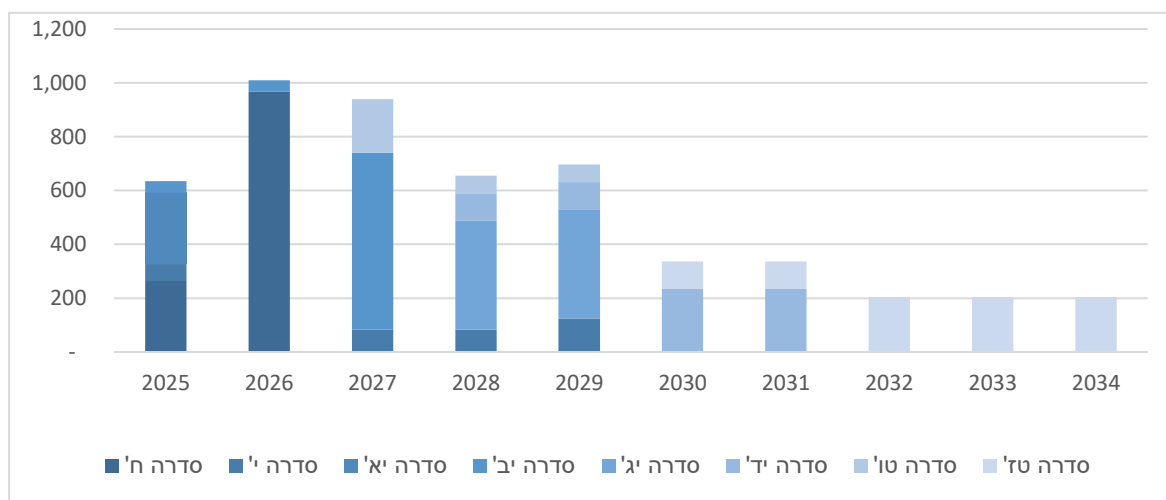
לחברה יתרות נזילות (מאוחד) בהיקף בסך כ- 1,239 מ' ש' נכון ל- 31.12.2024 וזאת לצד מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף של כ- 710 מ' ש'. חלק משמעותי מהיתרות הנזילות מצוי בחשבונות של חברות בנות הפועלות באירופה.

ליום 31.12.2024 לחברה חלויות שוטפות של אג"ח סחיר וניירות ערך מסחריים ("נע"מ") בסך כ- 1,107 מ' ש', מכך נע"מ סדרה 4 בסך כ- 167 מ' ש' ונע"מ סדרה 3 הנושאת אופציה לקריאה מיידית (בהתראה של 7 ימי עסקים) בסך כ- 320 מ' ש'. בנוסף ליום 31.12.2024 לחברה חלויות שוטפות של הלוואות לז"א נקובות באירו מובטחות בנכסי החברה באירופה בסך כ- 1.1 מיליארד ש'. החברה החלה במהלכים למימון מחדש של הלוואות אלו, העיקרית בהם היא הלוואה מובטחת בשעבוד של מספר נכסי משרדים ברומניה.

בשנת 2026 החברה נדרשת לשני מחזורי חוב מהותיים: בישראל לחברה הלוואות בגין פרויקט לנדמארק A ו-B בסך כ- 1.16 מיליארד ש' ליום 31.12.2024 שעומדות לפירעון ביוני 2026 וכן הלוואות בסך כ- 2.0 מיליארד ש' (נקובות באירו), כמחצית מכך הלוואה המובטחת בשלושת הקניונים ברומניה, בתוכם קניון קונטרופין. מידרוג הניחה כי החברה תמחזר הלוואות אלו כפי שעשתה בעבר ולאור איכות הנכסים המשועבדים ויחס המינוף בהלוואות אלו.

ניתוח הנזילות לתקופה של 12 חודשים החל מ- 31.12.2024 מצביע על עודף מקורות על שימושים הולם. מקורות החברה נסמכים בעיקר על יתרות נזילות ומסגרות אשראי נטו כנזכר לעיל, תזרים ממימון מחדש של נכסים כנגד חלויות החוב המובטח ותזרים מפעילות שוטפת. לצד זאת השימושים העיקריים כוללים פירעון אג"ח וכן השקעות בפיתוח נכסים בייזום שהונח כי ימומנו בהלוואות ייעודיות. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת נע"מ סדרה 3 על יתרות מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא יפחת בכל עת מיתרת נע"מ סדרה 3.

תרשים 5: לוח סילוקין קרן אג"ח* ליום 31.12.2024, במיליוני ₪



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. כמו כן, נכסי החברה עומדים בסטנדרטים גבוהים של תקנים ירוקים לאור דרישות רגולטוריות של הגופים הממנים באירופה אשר כוללים גם הנחה בגובה הריבית.

מטריצת הדירוג

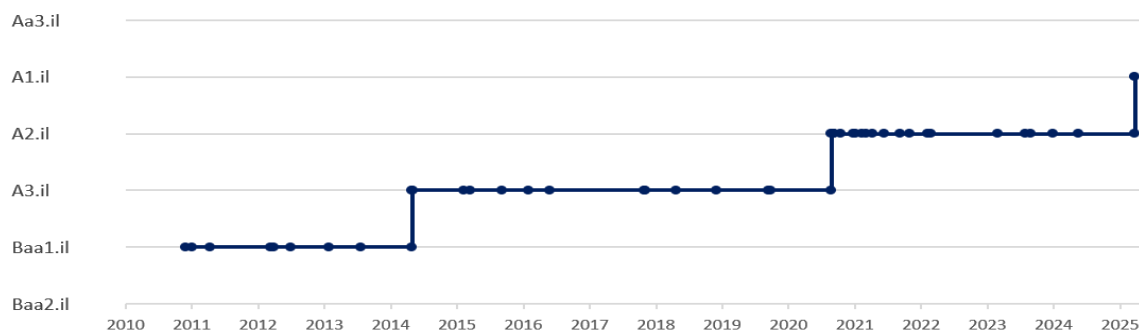
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2024		
Baa.il	---	Baa.il	---	סביבת הפעילות
Aaa.il	23	Aaa.il	21	תחום פעילות וסביבה כלכלית
Aa.il	---	Aa.il	---	סך מאזן (מיליארד ₪)
A.il	60%-63%	A.il	61%	פרופיל עסקי
Aa.il	380-500	Aa.il	310	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים
A.il	25-35	Baa.il	38	פרופיל סיכון
A.il	4%	A.il	7%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
A.il	50%	A.il	47%	היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ש"ח)
A.il	---	A.il	---	פרופיל פיננסי
A2.il		A.il		חוב פיננסי נטו / FFO
A1.il		A.il		שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן
		A.il		חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה
		A.il		מדיניות פיננסית
				דירוג נגזר
				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- 89.3%).

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](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2024](#)

[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](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 30.03.2025

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 23.05.2024

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, המוצרים, 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, בהערכת 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 ביועץ 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 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 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 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 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 בעינינו אמין 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 בעינינו 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 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 רוחנים 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 מצד (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.