



תקציר דוח אנליטי יוני 2006

אפריקה מגורים בע"מ

Aa3	דירוג Issue
-----	-------------

הדירוג Aa3 ניתן לגיוס אג"ח (סדרה א') בסכום של כ- 260 מיליון ₪. האג"ח צמודות מדד ונושאות ריבית בגובה שלא יעלה על 5.9%. אגרות החוב עומדות לפירעון ב- 8 תשלומים שנתיים שווים ביום 20 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2009 עד 2016. הדירוג מותנה בגיוס הון בסך שלא יפחת מ- 260 מיליון ₪.

פרופיל החברה

אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "החברה") הינה חברה פרטית שעובר ליום ההנפקה מלוא הזכויות בהון ובהצבעה שלה הוחזקו על ידי אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "החברה האם" או "אפריקה השקעות"), שבשליטת מר לב לביב. החברה עוסקת בייזום פרויקטים המיועדים למגורים על דרך של איתור קרקעות, רכישתן, הקמת המבנים ומכירתם ומהווה את הזרוע של החברה האם לייזום פרויקטים של נדל"ן למגורים בארץ. החברה מבצעת עסקאות, לרוב בשותפות עם אחרים, בדרך של רכישת המקרקעין במזומן, בעסקאות קומבינציה עם יזמים אחרים ובעסקאות פינני בניוי. החברה פועלת בייזום והקמה של שכונות מגורים בבנייה רוויה, המאופיינים במימון גבוה ביחס לשוק הדירות, הנובע ממיקומם ומהפיתוח הסביבתי האיכותי. החברה משווקת את הדירות תחת שם המותג "סביונים". לחברה פרויקטים עיקריים בלב אזורי הביקוש במרכז הארץ כדוגמת: רמת אביב, רמת גן, פתח תקווה, ראשון לציון, נתניה ויהוד. בחלק מהפרויקטים, אותם מבצעת החברה, הקבלן המבצע הינו דניה סיבוס בע"מ (להלן: "דניה"), חברה ציבורית, שהינה חברה בת של החברה, ואשר עתידה לעבור ללא תמורה לחברה אחות. פרויקט של החברה כולל בניית מגדל מגורים או קומפלקס/שכונה, הכוללים מאות יחידות דיור ומבוצעים על פני מספר שנים. בפרויקטים משותפים לרוב, החברה או החברה האם, מנהלות את הפרויקטים וזכאיות לדמי ניהול מפעילות זו. לחברה מלאי מקרקעין גדול שחלקו בביצוע, חלקו זמין לשיווק המקרקעין וחלקו בשלבי אישור שונים.

נתונים פיננסיים עיקריים - דוחות החברה (נתונים תוצאתיים לא כוללים תוצאות פעילות מופסקת)

(אלפי ₪)	Q1 2006	Q1 2005	FY 2005	FY 2004	FY 2003
הכנסות	42,379	39,033	153,373	169,596	166,757
עלות ההכנסות	35,590	33,799	120,651	124,802	130,177
רווח גולמי	6,789	5,234	32,722	44,794	36,580
רווח תפעולי	5,150	3,833	26,510	38,468	30,654
חוב פיננסי	478,111		412,455	388,688	
חוב פיננסי, נטו	416,470		365,613	347,630	
הון עצמי	469,499		452,200	398,821	
סך מאזן	1,017,952		917,552	872,859	

מחברים:

אביטל איגנר

אנליסטית

a.ignar@midroog.co.il

יובל מועלם

אנליסט בכיר

yuvalm@midroog.co.il

אשת קשר:

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידיים

ומסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 19.6.2006. אם שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

הפרויקטים ממוקדים בשני מגזרים עיקריים: פלח השוק הבינוני (מחיר ממוצע של כ-200 אלף דולר לדירת ארבעה חדרים באזורים עממיים, כדוגמת נתניה ופתח תקווה) ופלח השוק הגבוה (מחיר דירה מינימלי של כ-350 אלף דולר לדירת ארבעה חדרים באזורים כדוגמת רמת אביב).

לחברה, ביחד עם שותפיה, קרקעות לבניית כ-14 אלף יח"ד בשלבי בנייה/אישור¹ שונים – מתוכם כאלף יח"ד בביצוע וכ-2,500 יח"ד בקרקעות באתרים פעילים.

מלאי הקרקעות אשר בבעלות החברה, ביחד עם שותפים, כולל כ-14 אלף יח"ד בשלבי בנייה/אישור שונים – חלק החברה כ-9.9 אלפי יח"ד. כ-60% - 70% מהקרקעות אינן זמינות לשיווק ונמצאות בתהליכי אישור שונים.

פרויקטים לפי סטאטוס בניה²

סטאטוס ביצוע	מספר אתרים	סה"כ יח"ד ³	חלק החברה ביח"ד ³	מועד סיום	יתרת עלות* בספרים ליום 31.3.2006
פרויקטים בבצוע שנוקפו לדוח רווח והפסד	4	457	270	2007	8,107
פרויקטים בבצוע שטרם נוקפו לדוח רווח והפסד	7	511	294	2006-2008	115,724
פרויקטים בתכנון	14	3,154	1,850		412,550
עתודות קרקע	15	689	568		99,265
פרויקטים מותלים	20	806	806		6,089
סה"כ		5,617	3,788		641,735

מבוסס על נתוני החברה

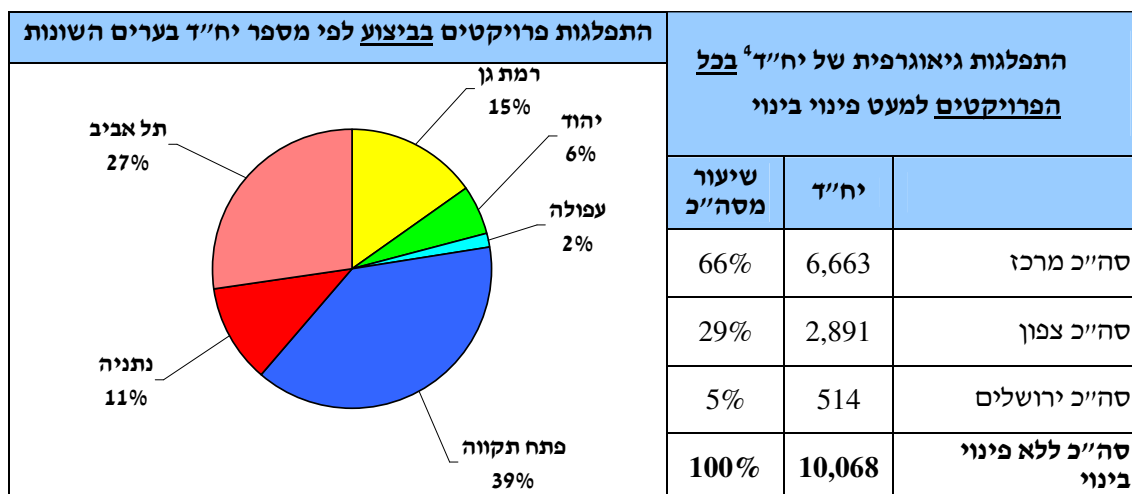
* באלפי ש"ח - כולל קרקע ומלאי עבודות

לחברה כיום פרויקטים בביצוע הכוללים כאלף יח"ד אשר מתוכנן נמכרו, עד ליום 31.3.2006, כ-575. מרבית הפרויקטים ממוקמים באזורי הביקוש העיקריים במרכז הארץ – רמת אביב, רמת גן, פתח תקווה ונתניה. החברה משווקת בהדרגה יח"ד בכל אחד מהאתרים בהם היא מבצעת פרויקטים על מנת לא להגדיל את ההיצע, שכן יש לשוק קושי לקלוט כמות גדולה של יח"ד באזור נתון בזמן קצר.

¹ בכלל זה יח"ד בהתאם לתביע שטרם אושרו ויח"ד במסגרת הסכמי פינוי בינוי

² לא כולל פרויקטים של פינוי בינוי, פרויקט פארק עסקים רחובות (ביצוע) ופרויקטים של החברה האם שמנוהלים על ידי החברה

³ בהתאם לתביע שבתוקף



לחברה כיום מספר פרויקטים מהותיים בביצוע בארבעה אתרים עיקריים. הפרויקטים בלב הסביונים בפתח תקווה וסביוני נתניה - מיועדים ללקוחות שהכנסתם בינונית - גבוהה. הפרויקטים סביוני רמת אביב, ו- ג' החדשה (ברמת אביב) הינם מגדלי יוקרה המיועדים לבעלי הכנסה גבוהה מאד.

פרויקטים בביצוע

אתר	חלק החברה	יח"ד ⁵ בביצוע	יח"ד שנמכרו עד ל- 31.3.06	שיעור דירות מכורות	רווח שהוכר עד ליום 31.3.2006	קבלן מבצע
פרויקטים שטרם הוכר בגינם רווח בדוחות						
סביון טאואר ריג	50%	148	60	41%	0	ב.ס.ט
מגדלי הסביונים יהוד	50%	55	13	24%	0	מצלאווי
סביוני העמק עפולה	50%	16	1	6%	0	תורג בע"מ
סביוני נתניה	100%	28	13	46%	0	דניה
לב הסביונים פ"ת 91,131	50%	122	21	17%	0	דניה
ג' החדשה	50%	94	42	45%	0	המרמן מש"פ
ליף פארק פ"ת	100%	48	-	0%	0	דניה
סה"כ		511	150	29%		
פרויקטים שהוכר בגינם רווח בדוחות						
לב הסביונים פ"ת	50%	206	190	92%	10,195	דניה
סביוני נתניה	100%	82	80	98%	4,294	דניה
רמת אביב	50%	72	63	88%	3,544	דניה
ג' החדשה	50%	97	92	95%	11,646	המרמן מש"פ
סה"כ		457	425	93%	29,679	

מבוסס על נתוני החברה

במרבית הפרויקטים בביצוע כיום, ישנן קרקעות נוספות, עליהן מתוכנן המשך בניה בהיקף של כ-2,500 יח"ד. בפרויקטי לב הסביונים בפתח תקווה מתוכננת בניה בהיקף של כ-910 יח"ד נוספות, בעפולה כ-580

⁴ בכלל זה יח"ד לפי תב"ע שטרם אושרו.

⁵ לפי תב"ע בתוקף

יח"ד ובאתרים סביוני נתניה, ג' החדשה, סביוני רמת אביב ומגדלי הסביונים ביהוד, היקף של כ- 250-210 יח"ד בכל אתר. חלק החברה בסך יחידות הדיור הללו עומד על כ-1,400.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

עובר ליום ההנפקה החברה הינה חברה פרטית שמלוא הזכויות בהון ובהצבעה שלה הוחזקו על ידי אפריקה השקעות. לאחר ההנפקה כ- 20% ממניותיה יוחזקו על ידי הציבור. אפריקה השקעות הינה חברה ציבורית אשר נכון לאפריל 2006 כ- 80% מהמניות שלה הוחזקו על ידי מר לב לבייב ויתרתם על ידי הציבור.

לקראת ההנפקה יבוצע רה-ארגון בחברה ובמסגרתו התקשרה החברה במספר הסכמים שלהלן תמצית המהותיים שבהם:

העברת החזקות החברה במניות דניה – כל החזקות החברה בדניה יועברו לחברה קשורה (כנגד הפחתת הון עצמי), בכפוף לביצוע ההנפקה.

דמי ניהול מניהול פרויקטים בחו"ל - עובר ליום 31.3.2006, החברה הייתה זכאית לקבל מחברה קשורה דמי ניהול בגין פרויקטים שבוצעו בחו"ל. ברבעון הראשון לשנת 2006 ובשנים 2005 ו- 2004 דמי הניהול (ברוטו ממס) הסתכמו לסך של כ- 7,935, 24,840 ו- 10,023 אלפי ש"ח בהתאמה. החל מיום 31.3.2006 החברה תחדל מלקבל סכומים אלו.

הסכם לשיטוף פעולה עם דניה - לצורך ביצוע פרויקטים, מתקשרת החברה עם קבלני ביצוע שונים ובכללם דניה. אגב הנפקת דניה בפברואר 2000, חתמה החברה האם על הסכם במסגרתו התחייבה, בין השאר, לפעול כמיטב יכולתה כי ימסרו לדניה לביצוע כל עבודות הבניה בפרויקטים שחלקה של החברה האם קטן מ- 100%, אם וככל שבהתאם למערכת הזכויות וההתחייבויות של החברה האם בכל פרויקט כנ"ל, יהיו בידיה הכוח והזכות לגרום לכך שעבודות הבניה יבוצעו באמצעות דניה, ובהתאם להיקף העבודה שיהיה בידי החברה האם הכוח והזכות להעביר לדניה כאמור.

יובהר, כי לאור הנפקת המניות לציבור, ביצוע עסקאות כאמור יהיו כפוף לקבלת אישורים שידרשו, ככול שידרשו, בכפוף לכל דין ובכלל זה לאישורים כנדרש בסעיף 275 לחוק החברות.

דניה מנגד התחייבה לבצע את עבודות הבניה שימסרו לביצועה בכפוף לצורך אישורים שידרשו ככול שידרשו על פי כל דין. בפועל, החל בשנת 2004, שילמה החברה לדניה כ- 66% מכלל תשלומיה לספקים, ובשנת 2005 וברבעון הראשון של לשנת 2006 שילמה החברה לדניה כ- 50% מכלל תשלומיה לספקים. החל מפברואר 2005 הוארך ההסכם לתקופה בלתי קצובה וכל צד יכול להביאו לידי סיום בכפוף להודעה מוקדמת של כ- 3 חודשים.

הסכם תיחום פעילות - בהסכם עם החברה האם נקבע כי החברה האם לא תעסוק בפעילות יזמית לנדל"ן למגורים בארץ, למעט מספר חריגים, במהלך תקופה של 5 השנים הקרובות. כמו כן נקבע כי החברה האם לא תחזיק בדבוקת השליטה בחברות העוסקות בתחום זה (למעט בחברות ציבוריות). כיום, החברה האם מחזיקה במספר פרויקטים למגורים ובכללם: קרית הסביונים, סביוני ים, נצר סירני ונווה סביון. בנוסף נקבע כי החברה לא תעסוק בפעילות בנדל"ן מחוץ לישראל אלא אם כן ניתן לכך אישור החברה האם.

דמי ניהול פרויקטים - החברה התקשרה עם החברה האם בהסכמים, שבמסגרתם הומחו לחברה הסכמי ניהול פרויקטים של החברה האם. במסגרת זו, החברה מקבלת על עצמה את התחייבויותיה של החברה האם בקשר עם ניהול פרויקטים בהם שותפה החברה, ובקשר עם ניהול מספר פרויקטים של החברה האם.

בתמורה לשירותים אלו, זכאית החברה לאחוזים מתמורת הפרויקטים, בהתאם לקבוע בהסכם הניהול של כל פרויקט. שירותי הניהול ניתנו, ברובם, באמצעות עובדי החברה האם שיועברו לחברה, כמפורט להלן.

העברת עובדים - חלק ניכר מפעילות החברה בוצע באמצעות עובדי החברה האם. במסגרת הרה-ארגון יועברו כ- 50 עובדים אל החברה, שתשא בעלויות העסקתם. החברה האם תשא בעלויות ההעסקה עד למועד ההנפקה.

הסכמי מימון - לחברה הסכם עם אפריקה ישראל מימון (1985) בע"מ (להלן "אפריקה מימון") ל- 5 שנים. על פי ההסכם, לבקשת החברה ובהסכמת אפריקה מימון, תוכל החברה לקבל הלוואות On Call בעלות של פריים בניכוי 1.25% לשנה, ובסכום שלא יעלה על 250 מיליון ₪. נכון למועד התשקיף, יתרת ההלוואות שקיבלה החברה מאפריקה מימון, הינה בסכום של כ- 194 מיליון ₪. בנוסף, יכולה החברה להפקיד באפריקה מימון, ובכפוף להסכמתה, פיקדונות On Call, בסכום שלא יעלה על 33% מהונה העצמי של החברה. החברה תהיה זכאית בגין הפיקדונות לריבית בשיעור שנתי של פריים בניכוי 1.25%. החברה האם תערוב לחברה להחזר הפיקדונות שיופקדו באפריקה מימון.

החברה התחייבה כי להלוואות שיועמדו לחברה על ידי החברה האם וחברות בשליטתה, לא תינתן קדימות, בסדרי בנשיה, על פני האג"ח המדורגות. להסרת ספק מובהר שאין באמור לעיל למנוע מהחברה מלקבל ולפרוע הלוואות מהחברה האם וחברות בשליטתה, במהלך העסקים הרגיל.

הסכם ניהול - החברה חתמה על הסכם ניהול לתקופה של 5 שנים, במסגרתו תקבל החברה שירותי ניהול יעוץ, ליווי משרד ומנהלה מהחברה האם ובתמורה תשלם סכום של 1,100 אלפי ₪, אחת לרבעון.

האסטרטגיה של החברה להגדיל את רווחיותה באמצעות מתן מענה לדרישות הלקוחות כדוגמת בניה באזורי ביקוש גבוהים, מיצוב התואם את אופי הלקוחות בכל אזור ובאמצעות תודעת שירות גבוהה.

החברה פועלת להגדלת רווחיה ולהרחבת היקף פעילותה באמצעות ניצול הידע והמוניטין שצברה תוך שמירה ושיפור מתמיד של איכויות הפרויקטים והדירות הנמכרות בהם. החברה פועלת לשמור ולחזק את מעמדה כחברה מובילה בבניית שכונות מגורים, תוך הקפדה על תכנון ובניה של פרויקטים באיכות גבוהה. לשם מימוש האסטרטגיה, החברה מגדילה את פעילותה העסקית באמצעות רכישת קרקעות חדשות, חותרת להתאמת הדירות הנבנות לדרישות השוק ומקפידה על מתן שירות איכותי ללקוחותיה, תוך שימת דגש על טיפול בתלונות דיירים.

שיקולים עיקריים לדירוג

הנהלת החברה בעלת היכרות רבת שנים עם התחום, יש לה יכולת ביצוע מוכחת ויכולת להניע תהליכים; לחברה מוניטין רב, מותג חזק ואיתנות פיננסית חזקה שפותחים לה פתח לביצוע עסקאות רבות במחירים טובים; החברה בצמיחה ועל כן יש לה תזרים מזומנים שכיום הוא אינו גבוה. אולם להערכתה, גידול משמעותי בנפח הפעילות ידרוש הגדלה של מסגרת החוב; רוב נכסי החברה נרכשו במימון ההון העצמי; המקרקעין של החברה ממוקמים באזורי ביקוש עולים; לחברה נכסים רבים אשר טמון בהם רווח כלכלי סמוי, שלהערכת מידרוג כולל תוספת משמעותית להונה העצמי גם בהפעלת מקדמי שמרנות; במסגרת ההנפקה תגייס החברה הון עצמי בסך של כ- 260 מיליון ₪;

היכולת להשבחת מקרקעין ולהנעת פרויקטים, ניהולם ושיווקם וכן יציבותה הפיננסית יצרו לחברה מוניטין טוב, שמספק לה הצעות התקשרות בייזום פרויקטים במחירים טובים.

לחברה מוניטין טוב הנובע מניסיונה הרב בתחום ואשר בא לידי ביטוי באיכות הבניה, ביכולת ביצוע פרויקטים וביכולת טובה להנעת תהליכים וקבלת אישורים מהרשויות המוניציפאליות השונות. כפועל יוצא מהאמור, יזמים ובעלי קרקעות פונים אל החברה על מנת להתקשר איתה בעסקאות ייזום בניה למגורים.

לאורך השנים, היותה החברה חלק מקבוצת אפריקה ישראל, אשר אופיינה לאורך השנים במובילות עסקית ובאיתנות פיננסית גבוהה, בתחום הבניה, שמאופיין במימון בשיעורים גבוהים. נתונים אלו ויכולת ביצוע טובה, מהווים גורמים חשובים בשיקולים של לקוחות ויזמים אחרים להתקשר עם החברה בפרויקטים.

לחברה מלאי מקרקעין גדול שחלקו בביצוע לתקופות ארוכות ובחלקו טרם החלו העבודות. מלאי זה מבטיח לחברה יכולת ביצוע פרויקטים בעתיד הקרוב ומגלם שווי סמוי.

להערכת החברה יש לה מקרקעין עם שווי סמוי גבוה אשר טרם בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים. על בסיס הערכות החברה את שווי הפרויקטים שבהקמה ומלאי המקרקעין, ולאחר הפעלת בדיקות רגישות עפ"י שיקול דעתה של מידרוג, יחס המינוף המתבסס על יחס החוב הפיננסי (לאחר הנפקת החוב וההון) לשווי הנכסים עומד, ערב ההנפקה, על כ- 40%. ההערכות הנ"ל מבוססות על מידע צופה פני עתיד שמניח שווי למקרקעין שייתכן ולא ימומש.

הנהלה בעלת ניסיון רב בתחום

לחברה הנהלה בעלת ניסיון ניהולי ומקצועי רב אשר יכולה לקדם את החברה. להלן פרטי ניסיונם של בעלי תפקידים בכירים בחברה:

שם המנהל	תפקיד	ניסיון
פנחס כהן	יו"ר דירקטוריון ⁶	מכהן בתפקידו החל משנת 1999. מנכ"ל החברה האם ומנכ"ל אפריקה נכסים ודירקטור בחברות רבות.
יורם קרן	מנכ"ל	מהנדס ושמאי מקרקעין, מנכ"ל החברה החל משנת 2000, בעבר ביצע תפקידי ניהול בכירים בקבוצת אשטרום ובקבוצת אזורים.
אהרן פרנקל	מנהל כספים	רו"ח, מכהן בתפקידו הנוכחי החל משנת 2003, עובד בחברה האם החל משנת 1998.
ארנון פרידמן	סמנכ"ל הנדסה ופיתוח מקרקעין	עובד בחברה האם כ- 11 שנה, מוסמך למדעים בהנדסה אזרחית בטכניון
אוריאל עזרן	מבקר פנים	רו"ח, מבקר פנים בכל קבוצת אפריקה מכהן בתפקידו הנוכחי החל משנת 1997.
ז'קיש צימרמן	מזכיר	עו"ד, מזכיר חברות בקבוצת אפריקה השקעות משנת 1999
אורה שדות	אדריכלית וראש אגף תב"ע ורישום	בעלת תואר B.sc באדריכלות, עובדת בתפקידה הנוכחי בחברה האם החל משנת 2000.
ויקי קידר	מנהלת אגף כלכלה	תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים ותואר שני במנהל עסקים, עובדת בתפקידה הנוכחי בחברה האם החל משנת 1991.
מרדכי ליבוביץ, שאול גליקסברג, צביה לבייב אלאזרוב	דירקטורים	בעלי תפקידים בכירים בקבוצת אפריקה ישראל, בעלי ניסיון רב בענף ובניהול חברות גדולות.

לחברה מקרקעין באזורים בהם חלה עליית מחירים משמעותית בשנים האחרונות

על פי נתוני בנק ישראל, בשנים האחרונות, מחירי דירות היוקרה, שוק בו פועלת החברה, מצויים במגמת עלייה. הגידול בביקוש לדירות יקרות יותר נובע, ככל הנראה, כתוצאה מהגידול באי השוויון הכלכלי, הצמצום בעלייה ממדינות פחות מבוססות ומשיפור תנאי הדיור של עולים חדשים לשעבר. בנוסף, באזורים כדוגמת ירושלים, ת"א ואזור השרון, בהם לחברה יש מקרקעין, נרשמה עלייה חדה מאוד במחירי הדירות בשנתיים האחרונות כתוצאה, בין השאר, מביקוש לדירות מצד עולים ממדינות מבוססות.

⁶ יכהן בתפקידו עד 1.8.06 טרם נקבעה זהות היו"ר שיחליף את מר כהן

הסכם תיחום פעילות עם החברה האם ירכז עסקאות של הקבוצה בנדל"ן למגורים בישראל בידי החברה.

כפי שצוין, לחברה יש הסכם תיחום פעילות עם החברה האם. על פיו, מחד, החברה האם וחברות, בהן היא מהווה חלק מדבוקת השליטה, (להלן: "קבוצה") לא יתחרו בחברה ומאידך, הזדמנויות עסקיות שיעלו אגב פעילות הקבוצה בתחום הבניה למגורים, ינותבו לחברה.

לחברה גמישות פיננסית לאור מסגרות האשראי הלא מנוצל, שנכון ליום 31.3.2006, היה בסך של כ- 430 מיליון ₪.

לחברה גמישות פיננסית טובה הנובעת ממסגרת אשראי של 550 מיליון ₪, שמתוכה מנוצלים רק כ- 119 מיליון ₪, נכון ליום 31.3.2006. כיוון שלא כל הפרויקטים של החברה בליווי בנקאי, יש ביכולתה לשעבד נכסים לטובת הגבלת חוב. לחברה מקרקעין לא משועבדים בסך של כ- 160 מיליון ₪ ומקרקעין משועבדים בסך של כ- 310 מיליון ₪. יובהר כי יש ביכולת החברה לגייס חוב נוסף בהתבסס על המקרקעין המשועבדים. גמישות זו אומנם מאפשרת לחברה מרחב פעולה, אולם ניצול מלוא המסגרת יגדיל מהותית את מינוף החברה.

לחברה יחסי איתנות פיננסית טובים - עד לשנת 2005, פעילות החברה מומנה באמצעות אשראי לזמן קצר מבנקים ומהקבוצה. חלק מתמורת ההנפקה תשמש לפירעון האשראי מהקבוצה ותגדיל את משקל החוב לזמן ארוך.

סך החוב הפיננסי של החברה הסתכם, נכון ליום 31.12.2005, לסך של כ-478 מיליון ₪ ומתוכו כ- 124 מיליון ₪ בגין אשראי מתאגידים בנקאים לזמן קצר ו- 156 מיליון ₪, מקבוצת אפריקה ישראל. ביום 31.3.2006, האשראי מקבוצת אפריקה ישראל עלה ל- 489 מיליון ₪. בכוונת החברה לפרוע את ההלוואות לקבוצת אפריקה מתמורת ההנפקה. האשראי הבנקאי לזמן קצר מהווה, בעיקר, אשראי שניתן כליווי בנקאי לפרויקטים. כנגד אשראי זה, משעבדת החברה את הפרויקט לבנק המלווה, שממומן באמצעות ההכנסות מהמכירות של הפרויקט שבלייווי. במקרים מסוימים כדוגמת ירידת מחירי הדירות בפרויקט, קצב מכירות נמוך, הרעה ביכולת הפירעון של הלווה וכו', יש למלווה זכות להעמיד את ההלוואות לפירעון מיידי. נציין כי ערב גיוס ההון והחוב לחברה איתנות פיננסית טובה. גיוס ההון עתיד לחזק אותו.

31.12.2004	31.12.2005	31.3.2006	פרופורמה ⁷ 31.3.2006	(אלפי ₪)
388,688	412,415	478,111	488,997	חוב פיננסי ⁸
41,058	46,842	61,641	262,527	יתרות נזילות ⁹
347,630	365,613	416,470	156,470	חוב פיננסי נטו
398,821	452,200	469,499	587,425	הון עצמי
872,859	917,552	1,017,952	1,146,764	סך מאזן
778,024	856,434	938,983	1,067,795	Cap
736,966	809,592	877,342	735,268	Cap נטו
0.50	0.48	0.51	0.46	חוב ל- Cap
0.47	0.45	0.47	0.21	חוב נטו ל- Cap
0.46	0.49	0.46	0.51	הון עצמי לסך מאזן

⁷ מחושב כמאזן ליום 31.3.2006 לאחר העברת החזקות החברה במניות דניה לחברה קשורה ולאחר גיוס ההון העצמי בסך של כ- 260 מיליון ₪ וחוב בסך של כ- 260 מיליון ₪.

⁸ כולל התחייבויות של פעילות המיועדת למימוש - התחייבויות לרשויות המס בגין דמי ניהול פרויקטים בחו"ל.

⁹ כולל נכסים אחרים המיועדים למימוש (דמי ניהול מפרויקטים בחו"ל)

גורמי סיכון עסקיים

אי ודאות ביחס למחירי הנדל"ן מקשה על היכולת להעריך כדאיות השקעה בפרויקטים וירידה במחירים יכולה לגרום לחברה להפסדים.

ייזום פרויקטים לבניה מאופיין במכירת הדירות מספר שנים לאחר רכישת הקרקע והשקעת עלויות גבוהות בפרויקט. בתקופה זו, מחירי הנדל"ן יכולים להשתנות מהותית. ירידה במחירי הנדל"ן, מקטינה את שולי הרווח של החברה ויכולה, בתרחיש של ירידה חדה, אף לגרום להפסדים. החברה מצמצמת סיכון זה באמצעות ביצוע פרויקטים בשלבים, כך שהשקעה בשלבים מאוחרים בפרויקט מבוצעת לאחר ששלבים מוקדמים יותר נמכרו. חלק ניכר מעלות הפרויקטים בעסקאות במזומן (לא עסקאות קומבינציה) משולם בשלבים ראשונים של הפרויקט (בעיקר קרקע). בעסקאות קומבינציה, העלות מתפרסת על פני תקופת הפרויקט. עלויות של עסקאות במזומן, באם ממומנות באמצעות חוב, מהוות השקעה ללא תשואה עד מועד הבשלת הפרויקט, ועלויות המימון שלהן יכולות להקשות על פעילות החברה.

ביצוע פרויקטים לבניה כולל אומדנים ביחס לעלות הבניה. אומדן שגוי של העלויות, כגון עקב גידול במחירי תשומות הבניה, יכול לשחוק את רווחי החברה מהפרויקט.

הסדרי ההתקשרות עם דניה יכולים להקשות על יכולת החברה להקטין את עלויות הבניה.

לצורך ביצוע פרויקטים, מתקשרת החברה עם קבלני ביצוע שונים ובכללם דניה. אגב הנפקת דניה בפברואר 2000, חתמה החברה האם על הסכם במסגרתו התחייבה, בין השאר, לפעול כמיטב יכולתה כי ימסרו לדניה לביצוע כל עבודות הבניה בפרויקטים שחלקה של החברה האם קטן מ-100%, אם וככל שבהתאם למערכת הזכויות וההתחייבויות של החברה האם בכל פרויקט כנ"ל, יהיו בידיה הכוח והזכות לגרום לכך שעבודות הבניה יבוצעו באמצעות דניה, ובהתאם להיקף העבודה שיהיה בידי החברה האם הכוח והזכות להעביר לדניה כאמור.

להערכת מידורג, התקשרות זו יכולה להחליש את יכולת המיקוח של החברה בקשר לתנאי קבלת שירותי בניה מדניה. יחד עם זאת, הוסכם בהסכם של החברה האם עם דניה כי התמורה שתשולם ותנאי ביצוע העבודות יהיו בהתאם לתנאי השוק, כפי שיהיו מקובלים בעת מסירת עבודות הבניה. כמו כן, לחברה פרויקטים עם שותפים הממתנים השפעה זו.

סיכונים מאקרו כלכליים ורגולטורים המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן.

החברה חשופה לסיכונים המשפיעים על ענף הנדל"ן, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים, במצב ביטחוני, בזמינות גורמי ייצור וחומרי גלם ובגורמים ענפיים, הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסי נדל"ן. בנוסף, לשינוי בעמדת הבנקים לגבי גובה ההון העצמי והביטחונות שידרשו מרוכשי הדירות, יכולה להיות השפעה על הביקוש לדירות מגורים. שינוי במחירי חומרי הגלם הנדרשים לבנייה, בייחוד העלייה במחירי הברזל ועליה בעלות כח העבודה, כתוצאה מהגבלת מתן רישיונות עבודה לעובדים זרים, עלולים להשפיע לרעה על רווחיות החברה.

רגולציה וגורמים אקסוגניים המשפיעים על ענף הנדל"ן, מהותיים לפעילות החברה ולרווחיותה.

חלק מפעילות הייזום בחברה מבוסס על קרקעות שנרכשות במסגרת מכרזים של מינהל מקרקעי ישראל. החברה חשופה למדיניות שיווק הקרקעות של המינהל, המחזיק במרבית הקרקעות במדינה. קצב הליכי תכנון ורישוי של פרויקטים, המדיניות ביחס למענקים וסובסידיות לרוכשי דירות, עשויים להשפיע על הביקוש לדירות למגורים וכתוצאה מכך על תוצאות פעילות החברה.

הרחבת פעילות הייזום של החברה, תדרוש השקעות בסכומים גבוהים בשנים הקרובות, אשר עלולים ליצור לחץ על תזרים המזומנים של החברה לכל הפחות, בטווח הבינוני.

בסוף שנות ה-90, החברה הגבילה את רכישת הנדל"ן, בין השאר, לאור המיתון בענף. בעקבות זאת, הידלדלו הפרויקטים הזמינים לשיווק ורק מספר מועט של פרויקטים (בשנת 2005 מספר האתרים שבהן בוצעו פרויקטים עמד על 5). מסיבות אלו נבעו לחברה תזרימי מזומנים מפעילות נמשכת נמוכים יחסית. עמידה ביעדים של הרחבת הפעילות שהחלה בשנת 2000, דורשת להערכתנו, המשך הגדלת השקעות בנדל"ן בסכומים מהותיים אשר יניבו תזרימי מזומנים מהותיים בטווח הבינוני. לפיכך, בטווח הביניים היקף החוב אשר מממן את פעילות החברה, עשוי לגדול.

לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת, קיימת יתרת עודפים הראויים לחלוקה.

ביום 31.3.2006, יתרת העודפים הראויים לחלוקה שבידי החברה (בהנחה של פיצול דניה) הייתה בסך של כ- 317 מיליון ₪. חלוקה של סכומים גבוהים מיתרה זו יכולים לפגוע באיתנותה הפיננסית של החברה.

לעיתים הייתה החברה בפוזיציה short/long ביחס לשערי החליפין.

החברה לוקחת לעיתים אשראי במט"ח ולעיתים משקיעה את עודפי המזומנים שלה בפקדונות צמודי מט"ח. פעמים היא מגנה חלקית על אותן פוזיציות מפני שינויים בשערי החליפין. נכון ליום 31.3.2006 כל יתרת האשראי של החברה שקלית או צמודה למדד (למעט סך של כ- 16.8 מיליון ₪ שצמודים לין היפני) ואין לה פקדונות במט"ח. יובהר כי ניהול סיכונים בשוק בחברה מבוצע ברמת החברה ולא ברמת הקבוצה. החברה התחייבה כי היא לא תעסוק בפעילות בנגזרים, מכל סוג שהוא, שלא למטרות הגנה. החברה התחייבה לא לעסוק בפעילות במטבע חוץ שמטרתה הפקת רווחים הנובעים מהפרשי שערים ו/או ריביות.

עלייה בשערי הריבית יכולה ליצור לחברה קשיים תזרימים עקב רגישות ענף הנדל"ן לפרמטר זה.

ענף הנדל"ן מאופיין בכך שרוכשי הדירות (לקוחות החברה) מממנים חלק גדול מסכום הרכישה באמצעות אשראי בנקאי. על כן, גידול בשיעורי הריבית יקטין את הביקושים לדירות ובנוסף, יגדיל את עלויות המימון של פרויקטים בליווי בנקאי, שמבצעת החברה. על כן, לעליה בשיעורי הריבית לזמן הקצר ולזמן הארוך, יש השפעה שלילית על תוצאותיה העסקיות של החברה.

מגבלות על גיוס אשראי מבנקים מכוח התקנות הנוגעות לקבוצת לווים.

חברות קבוצת אפריקה השקעות, ובכללן החברה, מהוות קבוצת לווים. בתחילת שנת 2006, נמסר לחברה האם, כי גם אלון חברת הדלק לישראל בע"מ (חברה המוחזקת בעקיפין בשיעור של 26.15% על ידי החברה האם) מהווה אף היא חלק מקבוצה זו. מכוח הוראות בנק ישראל, חלות על הבנקים מגבלות על היקף האשראי המרבי אותו הם רשאים להעמיד לקבוצת לווים. היות החברה חלק מקבוצה כה גדולה מגביל את יכולתה לקבל אשראי בנקאי ועלול ליקר אותו.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי בפרמטרים פיננסיים עיקריים בהם יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי.
- הוספת תחומי פעילות נוספים תוך גיוון המקורות התזרימים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- גידול ביחס חוב פיננסי ל-Cap למעל ל-60%. לצורך חישוב החוב הפיננסי יילקחו בחשבון הלוואות מהקבוצה והתחייבויות למוכרי מקרקעין.
- ירידה במחירי הנדל"ן למגורים באזורים בהם פועלת החברה.
- פגיעה בשיעורי הרווחיות ובתזרימי המזומנים
- ירידה באיתנות הפיננסית או בדירוג של חברות שערבות להחזר פקדונות שהפקידה החברה.
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה



הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווחה"פ	Net Income	הכנסות נטו
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומון ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operation (CFO)	תזרים מזומנים מפעילות

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש ורכויות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CRA040606520M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו : www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג