

## אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2	דירוג סדרה
------------------	-----	------------

הדירוג ניתן למסגרת אג"ח שמתכננת לבצע אפריקה ישראל להשקעות בע"מ ("אפריקה השקעות" או "החברה") בסך של עד 2.0 מיליארד ש"ח. החברה תודיע למידרוג בטרם ביצוע כל גיוס אג"ח במסגרת זו, ומידרוג תבחן את הדירוג הקיים עבור כל סכום שיגויס לאחר יום 31.12.2007, בהתחשב גם בתנאי הגיוס. דירוג מסגרת האג"ח מותנה בכך שיחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP במאזן המאוחד לא יעלה על שיעור של 55.0%. יחס המינוף הותאם לשערוך נכסי החברה ליום 1.1.2007 בעקבות אימוץ תקן חשבונאות 16. גיוס החוב נועד ברובו להשקעות חדשות בתחומי הפעילות של החברה.

מחברים:

סיגל יששכר

ראש צוות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

איש קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידים

ומוסדות פיננסיים

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

### התפתחויות עסקיות עיקריות<sup>1</sup>

**מומנטום השקעות חזק מאוד בארה"ב, עם מספר עסקאות ענק במנהטן ובלאס וגאס. ארה"ב מהווה את עיקר תיק ההשקעות במחצית 2007**

במחצית הראשונה של שנת 2007 התקשרה אפריקה השקעות בארבע עסקאות גדולות לרכישת נכסים בארה"ב, מהן שלוש במנהטן ואחת בלאס וגאס:

**Apthorop** – בחודש מרץ 2007 התקשרה החברה בעסקה לרכישת מחצית מזכויות בניין ה-Apthorop שהינו בניין מגורים ברובע Upper west side במנהטן. הנכס הינו בניין היסטורי הכולל 163 דירות להשכרה (מהן כ-100 דירות בדירור מפוקח) בשטח כולל של כ-32 אלף מ"ר וכן כ-2,600 מ"ר שטחי מסחר המושכרים במלואם. העלות הכוללת של הנכס (100%) הינה כ-426 מיליון דולר, מתוכה כ-114 מיליון דולר ימומנו בהון עצמי של הבעלים (חלקה של החברה הוא מחצית מכך – 57 מיליון דולר). בכוונת החברה לשפץ את הנכס ולהסב אותו לבניין דירות יוקרה למכירה בהיקף השקעה מוערך של כ-95 מיליון דולר. תקופת ההסבה והמכירה של הדירות נאמדת בכ-5 שנים. כמו כן, בכוונת החברה לפעול לקבלת אישורים להרחבת הנכס בהתאם לזכויות בנייה בלתי מנוצלות בהיקף של כ-6,000 מ"ר. לצורך מימון יתרת עלות הנכס כמו גם עלות הפיתוח וההסבה, נטלה חברת הנכס הלוואות מבנק זר בסך של כ-343 מיליון דולר, מהן הלוואה בכירה בשעבוד הנכס (בסך של כ-218 מיליון דולר) והלוואת מזנין (בסך כ-125 מיליון דולר).

**מגדל השעון** – בחודש יוני 2007 השלימה החברה עסקה בה רכשה את מלוא הזכויות בבניין מגדל השעון במנהטן בתמורה לסך של כ-200 מיליון דולר. הנכס הינו בניין משרדים בשטח של כ-26 אלף מ"ר בנויים אשר אינם מושכרים. בכוונת החברה לפתח את הנכס ולהסב אותו לבית דירות יוקרה, עם קבלת האישורים הנדרשים להסבה. החברה מעריכה כי תקופת הפיתוח והשיפוץ להסבה תימשך כשנתיים בהשקעה נוספת של כ-110 מיליון דולר. לצורך מימון חלק מהעסקה נטלה החברה הלוואה בנקאית לשנה אחת בסך של כ-88 מיליון דולר.

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 12.8.2007. אם יחולו 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.

<sup>1</sup> האירועים מתייחסים לתקופה שהחלה ברבעון הראשון של שנת 2007 ועד מועד דוח זה.

**ניו יורק טיימס** – בחודש יוני 2007 הושלמה עסקה שבה רכשה החברה את מלוא הזכויות בבניין הניו יורק טיימס בתמורה לסך של כ-525 מיליון דולר (לפני הוצאות עסקה ומסים). הנכס הינו בניין לשימור (Landmark) הממוקם בכיכר הטיימס סקוור במנהטן בשטח בנוי של כ-72 אלף מ"ר. עד לאחרונה הושכר הבניין במלואו למערכת עיתון הניו יורק טיימס, אשר התפנתה ממנו בחודש יולי 2007. בכוונת החברה לפתח ולשפץ את הנכס ולהשכירו למשרדים ושטחים מסחריים. החברה מעריכה כי תקופת הפיתוח תארך כשנה בהשקעה של כ-250 מיליון דולר נוספים.

לצורך מימון הרכישה וההשקעה בפיתוח נטלה החברה מספר מסגרות אשראי להלוואה בסך של כ-711 מיליון דולר מבנק זר לתקופה של 36 חודשים, וזאת בין היתר כנגד משכנתא ראשונה על הנכס, בסך של כ-475 מיליון דולר ארה"ב.

**קרקע בלאס וגאס** – בחודש אוגוסט 2007 התקשרה החברה ביחד עם קבוצת משקיעים בעסקה לרכישת קרקע בשטח של כ-240 דונם בלאס וגאס בסמיכות ל-Hard Rock Hotel & Casino, בתמורה לסך של כ-625 מיליון דולר (לפני מסים ועלויות עסקה אחרות). חלקה של החברה בקבוצת המשקיעים הינו 49%. סך של כ-196 מיליון דולר מעלות העסקה ימומן בהון העצמי של המשקיעים, מכך חלקה של החברה של החברה כ-96 מיליון דולר. במסגרת זו, העמידה החברה לאחד השותפים בפרויקט הלוואה לז"ק בסך של כ-17.8 מיליון דולר נושאת ריבית, לצורך מימון חלק מחלקו של אותו שותף בהון העצמי של הפרויקט, כנגדה בין היתר שועבדו לחברה זכויותיו של השותף בעסקה המשותפת. יתר עלות הקרקע ויתר עלות הקרקע ועלות הפיתוח תמומן בחוב בנקאי. בכוונת קבוצת המשקיעים להקים על הקרקע פרויקט שיכלול מספר בתי מלון, אולם כנסים, שטחים מסחריים וקזינו. תקופת הפיתוח ועלות הפיתוח אינן ידועות בשלב זה.

#### **השקעות עיקריות בארה"ב בתקופה ינואר – יוני 2007: במיליוני דולר**

הנכס	חלק החברה	עלות הנכס (חלק החברה)
Apthorop	50%	207
NY Times	100%	525
The Clock	100%	200
<b>סך מנהטן</b>		<b>932</b>
Las Vegas	49%	306
<b>סך ארה"ב</b>		<b>1,238</b>

במקביל להשקעות האמורות מימשה החברה בחודש אפריל השנה את בניין המשרדים 14 Wall St. במנהטן בתמורה לסך של כ-325 מיליון דולר והיא אינה צפויה לרשום בגינו רווח הון, לאחר ששערכה את שווי.

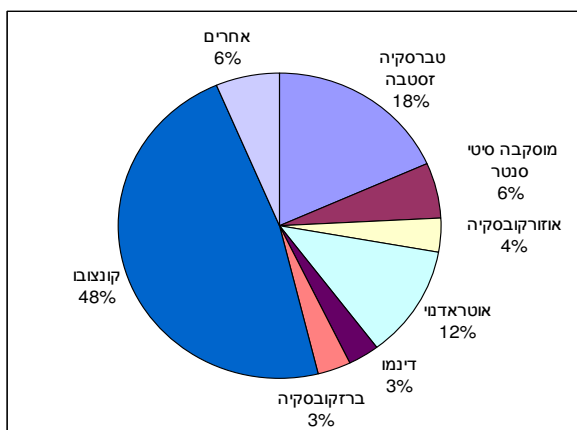
פרויקט המגורים העיקרי הנמצא כיום בהליכי בנייה מתקדמים במנהטן הינו 20 Pine ("The Collection"), באזור וול סטריט במנהטן, הכולל 409 דירות להסבה למגורים. עד לסוף הרבעון הראשון של שנת 2007 נמכרו כשני שלישי מהדירות בפרויקט, והחברה מעריכה כי מכירת הפרויקט תסתיים ברבעון הרביעי של שנת 2007. עד כה השלימה החברה את הבנייה והמסירה של כ-625 דירות במנהטן, מרביתן דירות יוקרה, במסגרת חמישה פרויקטים, מהן 382 דירות בפרויקט אחד. לחברה חמישה פרויקטים במיאמי פלורידה, שניים מהם (כ-372 יח"ד וכן 7,000 מ"ר מלונאות ועוד שטחי מסחר) מצויים בבנייה ורושמים קצב מכירות איטי יחסית, ושלושה נוספים מצויים בבחינה או בתכנון.

בחודש יולי 2007 הודיעה החברה על סיכום עקרוני לחלוקה מחדש של הנכסים בארה"ב בינה לבין קבוצת בוימלגרין, שמשמעה סיום השותפות במרבית הפרויקטים. במסגרת זו, הועברו כל הזכויות של קבוצת בוימלגרין בחמישה נכסים במנהטן ובכל הנכסים במיאמי, לבעלותה המלאה של החברה, כנגד העברת כל הזכויות של החברה בחמישה נכסים אחרים לבעלות המלאה של קבוצת בוימלגרין. השלמת ההסכם המפורט צפויה עד ליום 20.8.2007.

**הצפת ערך של הפעילות ברוסיה הובילה לחיזוק משמעותי של ההון ושל קופת המזומנים. תמורת ההנפקה תממן חלק מההשקעות הנרחבות הצפויות ברוסיה בשש השנים הקרובות**

במחצית הראשונה של שנת 2007 נמשכה תנופת ההשקעות של החברה ברוסיה. בחודשים ינואר עד יולי 2007 נכנסה החברה להתקשרויות להשקעות חדשות בהיקף מוערך של כ-644 מיליון דולר (הכולל בחלק מהפרויקטים גם את אומדן ההשקעה בפיתוח הפרויקט). כמחצית מהסכום הינו בגין עסקאות שטרם הושלמו ומצויות עדיין בבדיקה, וכמחצית הינו בגין עסקאות שהושלמו ברבעון השני של שנת 2007. עיקר ההשקעות הללו הינו בשיפוץ ובפיתוח מבנים להשכרה למשרדים באזור מוסקבה.

**התפלגות תחזית ההשקעות ברוסיה לפי פרויקטים עיקריים בשנים 2007-2012**

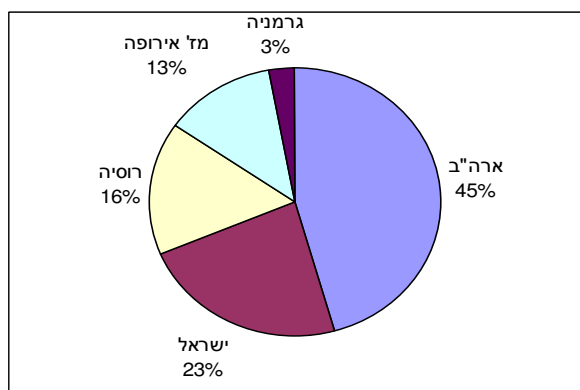


יתרת ההשקעות של החברה בפרויקטים ברוסיה ליום 31.3.2007 עומדת על כ-2.0 מיליארד ש"ח. העלות הנוותרת להשלמת הפרויקטים הללו בין השנים 2007-2012 נאמדת על ידי החברה ליום 31.3.2007 בכ-26 מיליארד ש"ח. בסכום זה נכלל פרויקט קונצובו - בהיקף השקעה מוערך של כ-13 מיליארד ש"ח עד לשנת 2012. הפרויקט הינו ייזום קומפלקס מעורב של משרדים ומסחר בשטח כולל של כ-1,275 דונם. מרבית הפרויקטים המתוכננים ברוסיה לשנים הבאות הינם ייזום פרויקטים מניבים לשימושים מעורבים (מסחר, משרדים ומגורים).

\* ההתפלגות מתייחסת ליתרת ההשקעות בספרים ליום 31.3.2007 וכן השקעות עיקריות שבוצעו לאחר תאריך המאזן ועד חודש יולי 2007 - ללא עסקאות המצויות בשלבי בדיקה וטרם הושלמו.

בחודש מאי 2007 הקצתה AFI Development Plc ("אפי פיתוח"), חברה בת (88%) המרכזת את פעילות אפריקה השקעות ברוסיה, כ-19.2% מהון המניות המונפק שלה, בדרך של הקצאת תעודות פיקדון גלובליות שנרשמו למסחר בבורסה הראשית של לונדון. מחיר ההנפקה שיקף לאפי פיתוח שווי של כ-7.33 מיליארד דולר, והיא גייסה כ-1.4 מיליארד דולר. בעקבות ההנפקה ירד שיעור אחזקתה של החברה באפי פיתוח לכ-71.2% והיא צפויה לרשום רווח הון (בניכוי הוצאות הנפקה) של כ-3.4 מיליארד ש"ח. תמורת ההנפקה מיועדת למימון פיתוח הפרויקטים בתיק הנכסים הקיים ברוסיה ולפרויקטים חדשים במוסקבה, במחוז מוסקבה ובערים מרכזיות נוספות ברוסיה.

**התפלגות יתרת השקעות בנדל"ן לפי מדינות ליום 31.3.2007 (כולל עסקאות לאחר תאריך המאזן)**



במידרוג מעריכים כי תיק ההשקעות של החברה, בהתחשב גם בעסקאות שבוצעו ברבעון השני של שנת 2007, הינו מפורז בצורה טובה, ומצביע על סיכון עסקי סביר בהתחשב בהיקף החשיפה לרוסיה. יחד עם זאת, בבחינת הסיכון העסקי והפיננסי של החברה, מידרוג הביאה בחשבון כי תמורת ההנפקה של אפי פיתוח תופנה להשקעות ברוסיה, המדורגת בדירוג אשראי Baa2, כמו גם את הניסיון וההיכרות הטובים של החברה עם שוק זה.

**אפריקה פיתוח: מצבת נכסים ברוסיה ליום 31.3.2007 (נתונים כספיים במיליוני ש"ח)**

מועד השלמה משוער	סך עלות משוערת	עלות בספרים 31.3.2007	סטטוס פרויקט	שטח ברוטו להשכרה במ"ר (משוער)					שיעור אחזקה	הפרויקט	מיקום		
				סך במ"ר	חניות	מגורים	מלונאות	מסחר				משרדים	
מרץ-10	1,587	256	בנייה	70,706	34,427			36,279	מסחרי	100%	מרכז קניות	טברסקיה זסטבה	
מרץ-11	1,383	65	תכנון ראשוני	143,103	52,764	12,989	24,555	5,132	47,663	100%	מעורב	פלאזה I	
ספטמבר-11	979	120	תכנון ראשוני	89,820	26,075			3,208	60,537	100%	מעורב	פלאזה II	
ספטמבר-11	79	11	תכנון ראשוני	7,823	3,502			101	4,220	100%	משרדים	פלאזה II A	
ספטמבר-11	780	-	תכנון ראשוני	91,254	25,000			2,976	63,278	50%	מעורב	פלאזה IV	
מרץ-08	290	107	בנייה	25,988	5,016			3,416	17,556	50%	מסחרי	ארבע רוחות	
מרץ-08	NA	-	בנייה	36,421	13,692	17,875			4,854	50%	מגורים	ארבע רוחות	
מרץ-09	1,596	473	בנייה	114,989				111,743	3,246	75%	מסחרי	מרכז קניות	מוסקבה סיטי סנטר
יוני-09	319	224	בנייה	60,845	22,338	17,982	7,380	685	12,460	50%	מעורב	שלב II	אוזורקובסקיה
יוני-09	327	63	תכנון	64,124	17,300	5,632			41,192	50%	מעורב	שלב III	
יוני-09	349	25	תכנון ראשוני	30,820	7,820				23,000	70%	מעורב	שלב IV	
דצמבר-12	3,269	334	תכנון	596,460	106,400	450,100		22,000	17,960	90%	מגורים		אוטראדוני
ספטמבר-09	534	130	בנייה	67,000					67,000	100%	משרדים		פאבלקיה
	NA	110	מניב	8,929					8,929	100%	משרדים	H2O	פאבלקיה
ספטמבר-11	15	15	קרקע	NA	NA	NA	NA	NA	NA	100%	NA		רוחה
דצמבר-08	884	-	בנייה	84,671				3,000	81,671	100%	משרדים	דינמו	דינמו
ספטמבר-08	925	77	בנייה	99,600	25,000				74,600	74%	מעורב	ברזקובסקיה	ברזקובסקיה
מרץ-09	89	11	תכנון ראשוני	15,400				15,400		76%	מסחרי	סנט פטרסבורג	סנט פטרסבורג
ספטמבר-11	406	-	תכנון ראשוני	208,611	59,074	122,232		11,100	16,205	50%	מעורב	קמה גייט	פרם
מרץ-10	597	-	תכנון ראשוני	114,960	28,000		7,360	54,100	25,500	78%	מעורב	וולגוגראד	וולגוגראד
מרץ-12	13,164	-	תכנון ראשוני	1,275,414	217,000			125,100	933,314	100%	מעורב	קונצובו	קונצובו
	27,680	2,020		3,136,232	608,981	626,810	39,295	357,961	1,503,185				סה"כ

### התרחבות למספר שווקים חדשים באירופה לפיתוח נכסים מניבים : גרמניה, הונגריה, פולין ולטביה

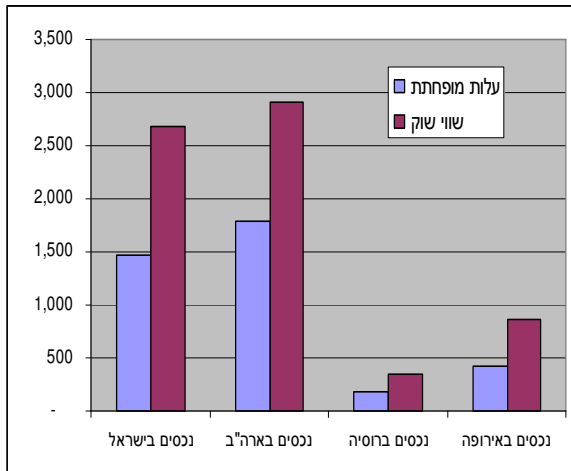
בשנת 2007 התקשרה אפריקה נכסים בעסקה לרכישת 70% מהזכויות בפורטפוליו נכסים בגרמניה בעלות של כ-97 מיליון אירו, בתוספת הוצאות נלוות של כ-7 מיליון אירו. מתוך כך, כ-91 מיליון אירו מומנו בהלוואת בנקאית כנגד שעבוד מדרגה ראשונה על הנכסים ועל מניות החברות הנרכשות. אפריקה נכסים העמידה מהונה העצמי את כל יתרת העלות, כאשר היא מממנת גם את חלקם של השותפים על דרך הלוואה בתנאים זהים להלוואה הבנקאית. הפורטפוליו מורכב מכ-40 נכסים, כמחציתם בברלין והיתר בערים שונות במזרח גרמניה המערבית, הכוללים בנייני מגורים משולבים עם קומת מסחר, קרקע של כ-6 דונם בייעוד למלונאות ומגרש של כ-0.5 דונם ובו מבנים לתעשייה קלה ומסחר. השטח נטו להשכרה של הנכסים הינו כ-150 אלף מ"ר, מהם כ-44 אלף מ"ר מגורים והיתר מסחר ותעשייה. היקף השטחים הפנויים למועד הרכישה הינו כ-20.5 אלף מ"ר (כ-13.6% מהשטח נטו). תשואת התיק במועד העסקה הינה כ-2.7%. תפעול הנכסים נעשה באמצעות חברת ניהול חיצונית.

במחצית הראשונה של שנת 2007 הרחיבה אפריקה נכסים את פעילותה למדינות נוספות במזרח אירופה. בבולגריה התקשרה החברה בהסכם לרכישת פרויקט נדל"ן מניב בורנה הכולל מספר בנייני משרדים בשטח של כ-40 אלף מ"ר וזכויות לבנייה של כ-160 אלף מ"ר נוספים. עלות הרכישה הינה כ-76.5 מיליון אירו, מהם כ-50.5 מיליון אירו במזומן והיתר באמצעות נטילת התחייבויות לאשראי. בהונגריה התקשרה החברה במכתב כוונות לרכישת הזכויות בקרקע בשטח של כ-325 דונם בבודפשט אשר עליה מתוכנן פרויקט מניב לייעודים שונים בשטח בנוי כולל של כ-506 אלף מ"ר. מחיר העסקה הינו כ-105 מיליון אירו, והוא יותאם בהתאם לזכויות הבנייה שיאושרו לבסוף. ברומניה העמיקה אפריקה נכסים את פעילותה עם החתימה על מכתב כוונות לרכישת מלוא הזכויות בשני שטחי קרקע בבוקרשט בשטח של כ-30 אלף מ"ר וכ-125 אלף מ"ר, הכוללים זכויות בנייה בשטח של כ-700 אלף מ"ר בייעודים שונים (מגורים, מסחר ומשרדים). בתמורה תשלם אפריקה נכסים סך של כ-77.5 מיליון אירו, מהם כ-50 מיליון אירו במועד החתימה והיתר על פי אבני דרך שנקבעו. השלמת העסקה כפופה לבדיקת נאותות וקבלת האישורים הנדרשים. במקביל, רכשה אפריקה נכסים מידי בסר אירופה בע"מ מספר פרויקטים למגורים בשלבים שונים של פיתוח ומכירות, בריגה (לטביה), בסופיה (בולגריה) ובקרקוב וורשה (פולין). הרחבת הפעילות בתחום יזום הנכסים המניבים במזרח אירופה הינה חלק מאסטרטגיית החברה לעבודת את תיק הנכסים של אפריקה נכסים - החברה הבת המרכזת את הפעילות הנכסים במזרח אירופה, שעד כה התמקדה בעיקר בצ'כיה, ברומניה ובסרביה.

## איתנות פיננסית

יישום לראשונה של תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה הוביל להגדלת השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה במאזן בכ-2.2 מיליארד ש"ח, מרביתו בישראל ובארה"ב

**התפלגות שווי הנכסים לשערוך לפי מדינות (במיליוני ש"ח)**



החברה החליטה ליישם את מודל השווי ההוגן לשם הצגת נדל"ן להשקעה. לצורך זאת נעזרה בהערכות שווי של חברות שמאות חיצוניות. השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה במאזן המאוחד ליום 1.1.2007 נקבע לסך של כ-5.2 מיליארד ש"ח. מספרי השוואה לא הוצגו מחדש, אך העלות המופחתת של הנדל"ן להשקעה ליום 31.12.2006 סווגה מחדש. הגידול ביתרת הנדל"ן להשקעה במאזן הסתכם בכ-2,188 מיליון ש"ח, כנגדו נרשמו גידול בעתודה למסים נדחים (כ-661 מיליון ש"ח), גידול בזכויות המיעוט (כ-630 מיליון ש"ח) והיתר גידול בעודפים בהון העצמי (כ-897 מיליון ש"ח). כ-40% מתוספת השווי נבעה מנכסים מניבים בארה"ב וכ-40% נוספים מנכסים מניבים בישראל.

### אפריקה השקעות: תמצית מאזן מאוחד, מיליוני ש"ח

31.12.04	31.12.05	31.12.06	31.3.07	
3,574	5,684	1,179	1,386	רכוש קבוע
-	-	3,113	6,812	נדל"ן להשקעה
-	-	2,448	2,090	נדל"ן להשקעה בבנייה
1,928	2,372	2,457	3,540	מלאי בניינים למכירה
643	978	1,134	1,057	השקעה בכלולות ואחרות
1,107	1,164	1,562	1,532	מקרקעין
495	748	1,183	1,551	רכוש אחר
1,577	2,271	2,310	2,808	לקוחות חייבים ויתרות חובה
1,139	2,034	3,046	4,368	מזומנים ושווי מזומנים
253	283	339	699	רכוש שוטף אחר
<b>10,716</b>	<b>15,535</b>	<b>18,771</b>	<b>25,842</b>	<b>סך נכסים</b>
1,407	1,983	2,807	3,613	הון עצמי
645	979	1,236	2,467	זכויות מיעוט
1,695	3,374	3,135	4,528	הלוואות לז"א
115	252	209	962	מסים נדחים
308	362	251	313	התחייבויות אחרות לז"א
957	2,808	4,481	5,654	אג"ח
4,433	4,533	5,340	6,017	הלוואות ואשראי מבנקים לז"ק
-	-	-	383	דיבידנד לשלם
1,157	1,244	1,311	1,906	ספקים, זכאים ויתרות זכות
<b>10,716</b>	<b>15,535</b>	<b>18,771</b>	<b>25,842</b>	<b>סך התחייבויות והון עצמי</b>

**שערוך הנכסים ותמורת הנפקת מניות אפי פיתוח הובילו לשיפור חד ביחסי האיתנות והורדת רמת המינוף כתוצאה מחיזוק קופת המזומנים והגדלת ההון העצמי, אלו קיזזו גידול חד בחוב כתוצאה מהשקעות נרחבות**

יתרת החוב הפיננסי ברוטו של החברה (כל הנתונים במאוחד) ליום 31.3.2007 הסתכמה לכ- 16.2 מיליארד ש"ח, ברובה חוב לבנקים. לצד הגידול בחוב, ניכר גידול בנכסי הנדל"ן להשקעה, בהון העצמי ובזכויות המיעוט, תוצאה של שערוך שווי נדל"ן להשקעה כמפורט לעיל, אשר הוביל לירידה ביחס החוב נטו לקאפ לשיעור של כ-50.9% ליום 31.3.2007 לעומת 57.6% ליום 31.12.2006.

על פי אומדני מידרוג, במהלך הרבעון השני של השנה צפוי גידול חד בחוב הבנקאי כתוצאה משורה של השקעות גדולות שבוצעו בארה"ב, במזרח אירופה ובגרמניה, וכן מגיוס אג"ח באפריקה נכסים (לגבי ההשקעות ברוסיה, מניח חישוב הפרופורמה כי הן ימומנו מיתרות המזומנים. במקביל, הונח כי מרבית התמורה ממכירת 14 Wall St. שימשה להחזר חוב בנקאי). ואולם, חרף הגידול הצפוי בחוב, הנפקת ההון באפי פיתוח במהלך הרבעון השני של השנה צפויה להוביל לגידול חד ביתרות המזומנים, באופן שיחס החוב נטו לקאפ צפוי לרדת באופן משמעותי. כמו כן, החברה ביצעה לקראת סוף הרבעון השני פרעון אג"ח בהיקף משמעותי. כך, להערכת מידרוג, יחס החוב נטו לקאפ 31.3.2007 פרופורמה (לפני גיוס האג"ח המתוכנן) צפוי לעמוד על כ-38.5%. גיוס אג"ח בסך של כ-2.0 מיליארד ש"ח צפוי להעלות במעט את היחס לשיעור של כ-42.0%. יחס ההון העצמי למאזן צפוי לגדול לשיעור 23%-22%. בעקבות שערוך שווי נדל"ן להשקעה בספרי החברה הפחיתה מידרוג את יחס המינוף המרבי התואם את דירוג של החברה, באופן עקבי עם הגידול בשווי המאזני של הנכסים. על פי הערכות מידרוג, יחס החוב נטו לקאפ המרבי לרמת הדירוג הינו 55%. בקביעת היחס נלקחה בחשבון ההערכה כי יתרת המזומנים שנוספה מגיוס ההון תופנה בטווח הקרוב והבינוני למימון תנופת ההשקעות והפיתוח ברוסיה.

**אפריקה השקעות (מאוחד): חוב פיננסי ויחסי איתנות בפועל ופרופורמה לאחר הגיוס\***  
**במיליוני ש"ח**

	<u>12.04</u>	<u>12.05</u>	<u>12.06</u>	<u>3.07</u>	<u>פרופורמה</u> <u>3.07</u> <u>לפני גיוס</u>	<u>גיוס אג"ח</u>	<u>פרופורמה</u> <u>3.07</u> <u>לאחר גיוס</u>	
הלוואות ז"א מבנקים	1,695	3,374	3,135	4,528	7,610		7,610	
אג"ח	957	2,808	4,481	5,654	5,854	2,000	7,854	
אשראי ז"ק מבנקים	4,433	4,533	5,340	6,017	6,389		6,389	
<b>סך חוב פיננסי</b>	<b>7,085</b>	<b>10,715</b>	<b>12,956</b>	<b>16,198</b>	<b>19,852</b>		<b>21,852</b>	
מזומנים, שווי מזומנים, בטוחות								
סחירות והשקעות ז"ק	(1,139)	(2,034)	(3,046)	(4,368)	(7,845)		(7,845)	
דיבידנד לשלם	-	-	-	-	383		383	
<b>חוב פיננסי נטו</b>	<b>5,946</b>	<b>8,681</b>	<b>9,910</b>	<b>11,830</b>	<b>12,390</b>		<b>14,390</b>	
הון עצמי	1,407	1,983	2,807	3,613	8,307		8,307	
זכויות מיעוט	645	979	1,236	2,467	3,107		3,107	
קאפ	9,252	13,929	17,209	23,240	32,228	2,000	34,228	
סך נכסים	10,716	15,535	18,771	25,842	34,830	2,000	36,830	
חוב פיננסי נטו / קאפ	64.3%	62.3%	57.6%	50.9%	38.4%		42.0%	
הון עצמי / סך נכסים	13.1%	12.8%	15.0%	14.0%	23.8%		22.6%	
הון עצמי וזכויות מיעוט / סך נכסים	19.1%	19.1%	21.5%	23.5%	32.8%		31.0%	

\* הנתונים פרופורמה לפני גיוס יוצאים ממאזן ליום 31.3.2007 ולוקחים בחשבון את ההשקעות העיקריות שבוצעו לאחר תאריך המאזן (למעט עסקאות המצויות בתהליכי בדיקה), את הנפקת ההון של אפי פיתוח, גיוס אג"ח על ידי אפריקה נכסים, פרעון אג"ח על ידי החברה ורכישה חוזרת של מניות אפי פיתוח על ידי החברה. פרופורמה לאחר הגיוס כוללת גיוס של כ-2.0 מיליארד ש"ח אג"ח.

## שיקולים עיקריים לדירוג

פיזור גבוה של השקעות באזורים גיאוגרפיים בעלי מאפיינים שונים ועל פני מגזרי נדל"ן שונים; מרכיב גבוה של נדל"ן מניב המאופיין בפיזור שימושים, מיקומים מרכזיים באזורי ביקוש ומיצוב גבוה של הנכסים; הצלחה מוכחת בפעילות בחו"ל, מרכז הכובד של ההשקעות, הבאה לידי ביטוי ברמת רווחיות גבוהה וביכולת מימוש נכסים על בסיס כדאיות כלכלית; בעל מניות אסטרטגי, ובעל תרומה ניכרת לפיתוח העסקי של הפעילות ולגמישות הפיננסית של החברה; גידול עקבי בהכנסות וברווח בשנים האחרונות, בעיקר תרומה של פעילות הנדל"ן למגורים בארה"ב; תזרימי מזומנים יציבים מנכסים מניבים, המאופיינים במיצוב גבוה ובתפוסה גבוהה; יחסי האיתנות המאזניים שופרו מאוד עקב שיעור נדל"ן להשקעה והנפקת מניות בחברה הבת. יחד עם זאת, חלק גדול מיתרות המזומנים מיועדת להשקעות ברוסיה; נגישות טובה לשוק ההון ונכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי תורמים לגמישות פיננסית גבוהה.

תחום ייזום הנדל"ן מאופיין בסיכון עסקי גבוה הנובע מחשיפה גבוהה לשינויים ברמת הביקושים ובאווירה הכלכלית בפרק הזמן שבין ההשקעה בקרקע ועד למכירת הנכסים; תרומת הנדל"ן למגורים בחו"ל הינה תנודתית באופייה, בשל השונות הגבוהה בגודל הפרויקטים, ברווחיותם ובקצב ההתקדמות; חשיפה גבוהה לשינויים חדים באווירה הכלכלית בארה"ב, המהווה יעד השקעות מרכזי בשנים האחרונות. עם זאת ההשקעות הקיימות והעתידיות בארה"ב מפוזרות במדינות בעלות מאפיינים שונים מאוד. עיקר ההשקעות כיום הינו במנהטן הנהנית מביקושים גבוהים בשוק מגורי היוקרה; חשיפה הולכת וגדלה לשוק הרוסי המאופיין ביציבות פיננסית נמוכה וברמת סיכון גבוהה, לצד ביקושים ערים לנכסים. לחברה הכרות טובה מאוד בשוק זה, ניסיון רב ופלטפורמה תפעולית רחבה.

## אופק הדירוג

### גורמים העשויים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו ביחס ל-CAP מעל לשיעור של 55%
- התפתחויות שליליות בתנאים הכלכליים ובסביבה העסקית באזורים ובמדינות בהן פועלת החברה, באופן שיסכן את השפיע במידה משמעותית על רמת הסיכון של הפעילות
- שינוי משמעותי בתמהיל שווקי הפעילות של החברה, באופן שיפגע לרעה על רמת הסיכון העסקי

## אודות המנפיק

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ הינה חברת השקעות המתמקדת, ישירות ובאמצעות חברות בנות, בתחום ייזום נדל"ן למגורים ונדל"ן מניב בישראל ובחו"ל. בשנים האחרונות הרחיבה אפריקה השקעות, ישירות ובאמצעות חברות בנות, את פעילותה בחו"ל והיא מוסיפה ומגבירה את פעילותה הבינלאומית באמצעות השקעות בשווקים קיימים וכניסה לשווקים חדשים. הפעילות הבינלאומית כוללת ייזום ובנייה של נדל"ן למגורים, נדל"ן מניב וקניונים. מוקדי ההשקעה של החברה הם ארה"ב, רוסיה ומזרח אירופה. החברה פועלת במוסקבה החל מסוף שנות ה-90 ועד כה השלימה שם מספר פרויקטים בתחום הנדל"ן המניב והנדל"ן למגורים. מרבית ההשקעות ברוסיה מצויות בשלבי תכנון ראשוניים. בשנה האחרונה הגדילה החברה את השקעותיה בכל שווקי היעד. מר לב לבייב הינו בעל השליטה בחברה המחזיקה כ-74.99% מהון המניות ומזכויות ההצבעה ומכהן כיושב ראש החברה. מנכ"ל החברה החל מחודש אוגוסט 2006 הינו מר ארז מלצר.

## סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות 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	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות 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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CRA0108072000M  
מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2007

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 בעינינו 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](http://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 לסיכוני 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.