

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרות
--------------------------	-----------	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג כל סדרות האג"ח שבמחזור אותן הנפיקה אפריקה ישראל להשקעות בע"מ ("אפריקה ישראל" או "החברה") לדירוג A3, והותרת אופק שלילי.

בחודש ספטמבר השנה הורד דירוג החברה ל-Aa3 עם אופק שלילי. הותרת אופק הדירוג השלילי היוותה אינדיקציה לכיוון התפתחות הדירוג וזאת לאור אי הוודאות הגבוהה בשוקים בהן פועלת החברה ונוכח חשיפת החברה לפרויקטים מהותיים החשופים למשבר הכלכלי העולמי. הורדת דירוג זו הינה נוכח החרפת המשבר הכלכלי אשר פוקד את הסביבה העסקית בה פועלת החברה בארה"ב וברוסיה, ואף התרחבותו לאזורים כלכליים נוספים במדינות מזרח אירופה. באזורים אלו לחברה פעילות ייזום משמעותית והשקעות גבוהות בפרט בפרויקטים בהקמה ובקרקעות.

על רקע ההתרחבות העסקית המשמעותית של החברה בשנים האחרונות, אשר לוותה בגידול היקף החוב הפיננסי וכוללת בתקופה זו בעיקר פרויקטים המצויים בשלבי הקמה וקרקעות, קיימת שחיקה ביכולת שירות החוב של החברה.

לתהליכים אלו נלווית פגיעה בגמישות הפיננסית שאמורה לאפיין חברה המחזיקה בשורה של חברות ציבוריות סחירות וזאת לאור המשבר בשוקי ההון וירידת שווי מניות הנסחרות של החברה והחברות המוחזקות. בפרט נציין את ירידת שווי השוק המשמעותית של חברת אפ"י פיתוח המרכזת את פעילות הקבוצה ברוסיה.

לצורך הערכת יכולת שירות החוב ועל רקע המשבר העולמי בחנה מידרוג את יכולת שירות החוב בהיקף של כ- 3 מיליארד \$ עמו צפויה החברה ברמת הסולו להתמודד עד תום שנת 2010, הכוללים בעיקר אג"ח, ריביות ונעמ"ס.

בחינת מקורות שירות החוב בשנים אלו כללה ניתוחי מקורות המימון וניתוחי רגישות שונים, בכלל זאת נכללו:

- יתרות נזילות ומסגרות מאושרות שאינן מנוצלות. כפי שנמסר מהחברה, מרבית מסגרות האשראי הינן לתקופה של שנה ואמורות להתחדש בתקופה של עד חודש נובמבר 2009. כמו-כך, לחברה נכסים בעלי איכות גבוהה בישראל (בעיקר במסגרת חברת אפריקה נכסים) היכולים לשמש אותה כמקור תזרימי משמעותי, אם על ידי מימוש או נטילת הלוואות בהיקף משמעותי. בנוסף, לחברה אף יתכנו דיבידנדים מחברות בנות.

מחברים:

רן גולדשטיין, עו"ד
 (חשבונאי)

ראש צוות

rang@midroog.co.il

סיגל יששכר

ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל בכירה,

ראש תחום תאגידים

ומסודות 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

• **פעילות החברה בארה"ב** –

בוצעו ניתוחי רגישות לשווי הנכסים, לתמורה ממכירת דירות בביצוע, לעיתוי קבלת התמורות וליכולת החברה להכניס משקיעים חדשים. בתוך כך, הונחה מכירה סלקטיבית של נכסים בנייתוח רגישות משמעותי למחירי המכירה. נלקחה בחשבון השלמת עסקאות המכירה בגין הנכסים בארה"ב WALL 23, NY TIMES, אשר יכולה להניב כ- 100 מיליון דולר תזרים לחברה ברמת הסולו. יצויין, כי מידרוג סבורה כי רמת הודאות של קבלת התמורה בסך של כ- 50 מיליון דולר בגין מכירת הנכס WALL 23 הינה גבוהה יותר.

מידרוג מניחה, לצורך מבחני הרגישות, כי לא יתקבלו תזרימים משמעותיים מפעילות נוספת של החברה מפרויקטים בהקמה ארה"ב, זאת לאור החרפת המשבר הכלכלי בארה"ב וקשיי הנזילות בשווקים, הצפי בקיטון שווי הנכסים והביקוש לנכסים בתקופה זו וכן הקפאת פרויקטים אשר יכולים להניב תזרים לחברה.

יצוין, כי לחברה קיימות אופציות להארכת מועדי פירעון ההלוואות בגין הנכסים המשמעותיים בארה"ב ובכך יש כדי להקנות לחברה גמישות מסוימת לגבי פעילותה בנכסים אלו.

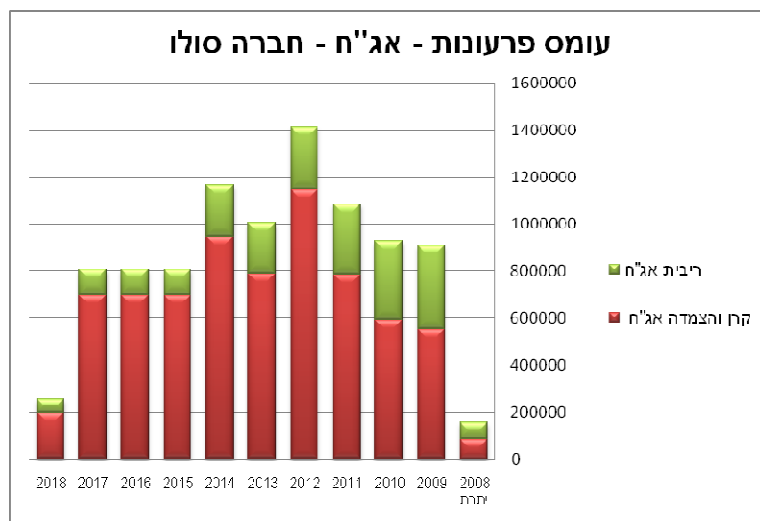
• **פעילות החברה ברוסיה באמצעות אפ"י פיתוח**

לאור מצב אי הוודאות הכלכלי השורר ברוסיה ורגישות הכלכלה הרוסית, מידרוג צופה קיטון בביקושים וכן ירידה במחירים, על כן, במסגרת ניתוחי הרגישות שביצעה מידרוג, הונחה ירידה משמעותית בהכנסות לעומת תחזיות החברה, כמו-גם, עיכוב בפתחה של פרויקטים בביצוע ובסך הכל הונח, כי בשנתיים הקרובות פעילות זו לא תניב תזרים משמעותי. יש לציין לצד זאת, כי שיעורי הרווחיות הגלומים בפרויקטים ברוסיה הינם גבוהים מאוד ועשויים להותיר רווח גם לאחר ניתוח רגישות חריף.

לחברה מספר פרויקטים מהותיים ברוסיה אשר תקופת סיום הקמת מרביתם אמורה להתפרס עד תום הרבעון הרביעי לשנת 2009. לחברה היקף הלוואות מאושרות אשר אמורה לממן חלק משמעותי מעלויות הקמת הפרויקטים (חלק ממסגרת זו נוצלה) והיתרה תמומן מתוך המזומנים הקיימים בקופתה, לצד זאת, לאפ"י פיתוח נכס מניב המושכר לחברות פיננסיות רב לאומיות והמניב שכ"ד שוטף ותשואה דו ספרתית גבוהה על ההשקעה, פרויקט מגורים אשר ברובו מכור וצפוי למסירה במהלך שנת 2009, מלון שהקמתו הושלמה וצפויות בגינו הכנסות ושני מרכזים מסחריים בבניה אשר המרכזי מביניהם - מוסקווה סיטי, מתוכנן להיות מושלם במהלך שנת 2009 ולו מסגרת מימון בה נוצל כ- 25%. בהתאם לכך מידרוג סבורה כי הפעילות ברוסיה מסוגלת לממן באופן עצמאי את הקמת הפרויקטים שבתהליך ביצוע.

כאמור, מידרוג מניחה, כי לצורך פירעון החובות של החברה ברמת הסולו, כי הפרויקטים להקמה באפ"י פיתוח לא יתרמו תזרימים משמעותיים לחברה סולו עד תום שנת 2010. יחד עם זאת, ברשות אפ"י פיתוח היקף מזומן משמעותי אשר ממנו יכולה החברה לחלק כדיבידנד זאת בהתחשב בצרכי המזומן שלה לצורך ביצוע הפרויקטים.

להלן פירוט לוח סילוקין אג"ח ונעמ"ס של חברת אפריקה ישראל השקעות (סולו) (הצמדה למדד על פי נתוני מדד אחרון):



* לחברה היקף נוסף לפירעון של כ-1 מיליארד ₪ של נעמ"ס עד תום 2010

השפעה חיובית על דירוג החברה הינה בעיקר, היותה מבין החברות היזמיות הותיקות ובעלות ניסיון מגוון, פרויקטים ייחודיים בהקמה המצויים בערי בירה ובערים מרכזיות אחרות, בבעלותה נכסים מניבים איכותיים בישראל, התורמים לגמישותה הפיננסית; מידרוג רואה בחיוב את פעילות החברה במהלך החודשים האחרונים לשם הגדלת נזילות החברה; תמיכת בעל המניות אשר אף קיבלה ביטוי בעת הנפקת המניות שערכה החברה בחודש יוני 2008. בתוך כך נלקח בחשבון כי חלה הרעה בגמישות הפיננסית של בעל השליטה לאור הירידה בשווי המניות והעלייה בצרכי המימון.

אופק הדירוג

אופק הדירוג הותר על שלילי לאור חשיפת החברה למדינות המושפעות באופן מהותי מהמשבר הכלכלי ובהתייחס לעמידת החברה בתחזיות אשר הציגה בפני מידרוג. כמו-כן, תנודתיות שוקי ההון מקשה לאמוד את יחסי האיתנות של החברה בהתייחס לשווי אחזקותיה הציבוריות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג: התייצבות ושיפור בשווקי הפעילות המרכזיים בהן פועלת החברה אשר יש בהם כדי לשפר את פעילותה העסקית של החברה; שיפור בנזילות החברה ובגמישותה הפיננסית; עמידה בתחזיות החברה אשר יש בהן כדי לשפר את איתנותה הפיננסית של החברה ויחסי הכיסוי.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג: הרעה חמורה בתנאי הנזילות של החברה ובגמישותה למערכת הפיננסית בישראל ובעולם; פגיעה בערך בנכסי החברה, מעבר לתחזיות שהונחו, באופן שיוביל להחלשת הונה העצמי והרעת יחסי האיתנות; היחלשות כלכלת רוסיה באופן שיש בו לאיים על התממשות תוכניות החברה במדינה; עיכובים מהותיים בהתקדמות המכירות וההשכרות בפרויקטים מרכזיים ברוסיה ובארה"ב, מעבר לתחזיות שהונחו.

אודות המנפיק

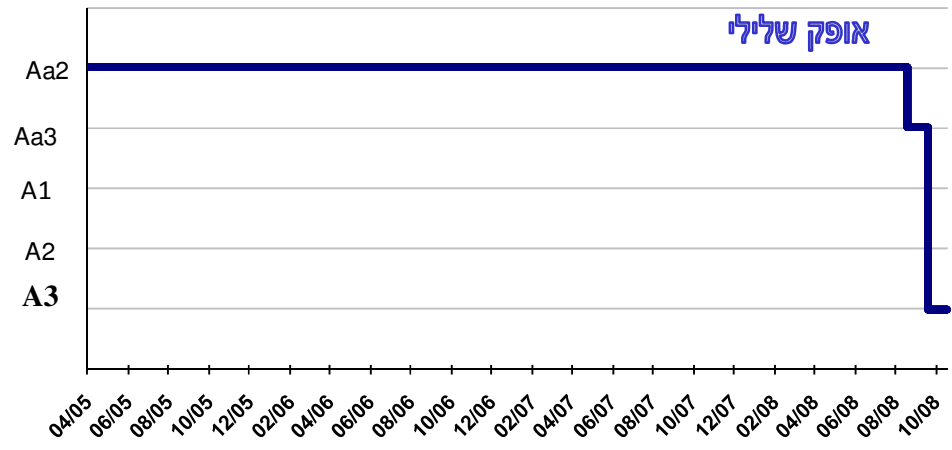
אפריקה ישראל להשקעות בע"מ הינה חברת השקעות הפועלת במגוון תחומים בישראל ובחו"ל, ובעיקר בתחום ייזום נדל"ן למגורים ונדל"ן מניב. אפריקה השקעות פועלת בתחום הקבלנות והתשתיות באמצעות החברה בת דניה סיבוס בע"מ, בתחום התעשייה באמצעות אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ובתחום המלונאות באמצעות מלונות אפריקה ישראל בע"מ. לאפריקה השקעות פעילויות נוספות באמצעות חברות כלולות, בהן החזקה של 26.15% באלון חברת הדלק לישראל בע"מ - חברת דלק בינלאומית הפועלת בתחום האנרגיה בארץ ובארה"ב. בשנים האחרונות הרחיבה אפריקה השקעות, ישירות ובאמצעות חברות בנות, את פעילותה בחו"ל וכיום עיקר פעילותה הנדל"נית הינה בארה"ב, רוסיה ומרכז מזרח אירופה.

מר לב לבייב הינו בעל השליטה בחברה ויו"ר הדירקטוריון. מנכ"ל החברה הינו מר איזי כהן וסגן יו"ר הדירקטוריון הינו מר נדב גרינשפון.

פירוט סדרות האג"ח המדורגות של החברה:

דירוג	סיום פירעון קרן	יתרה 23.9.2008 אלפי ש"ח	ריבית	הצמדה	סדרה
A3 / אופק שלילי	11/2008	40,800	5.25%	צמוד	א
A3 / אופק שלילי	11/2008	9,987	5.15%	צמוד	ב
A3 / אופק שלילי	11/2008	1,892	5.25%	צמוד	ג
A3 / אופק שלילי	11/2008	34,323	5.15%	צמוד	ד
A3 / אופק שלילי	11/2009	541,785	4.20%	צמוד	ט
A3 / אופק שלילי	12/2012	538,110	5.40%	צמוד	י
A3 / אופק שלילי	03/2011	537,590	5.10%	צמוד	יא
A3 / אופק שלילי	09/2014	418,487	5.20%	צמוד	יב
A3 / אופק שלילי	09/2018	164,955	5.35%	צמוד	יג
A3 / אופק שלילי	12/2018	809,519	4.90%	צמוד	יד
A3 / אופק שלילי	12/2012	269,840	4.80%	צמוד	טו
A3 / אופק שלילי	03/2017	791,083	4.70%	צמוד	טז
A3 / אופק שלילי	03/2011	193,273	4.25%	צמוד	יז
A3 / אופק שלילי	03/2012	100,000	6.15%	נומינלי	יח
A3 / אופק שלילי	09/2014	1,814,769	4.80%	צמוד	כא
A3 / אופק שלילי	10/2017	743,936	5.10%	צמוד	כב
A3 / אופק שלילי	10/2010	320,000	5.90%	נומינלי	כד

היסטוריית דירוג החברה



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.

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"). 2008

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

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 ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודיס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.