



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

פעולת דירוג ו מרץ 2009

1

מחבר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות

rang@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

אופק: שלילי	דירוג: Baa1	דירוג סדרות ודירוג Issuer
-------------	-------------	---------------------------

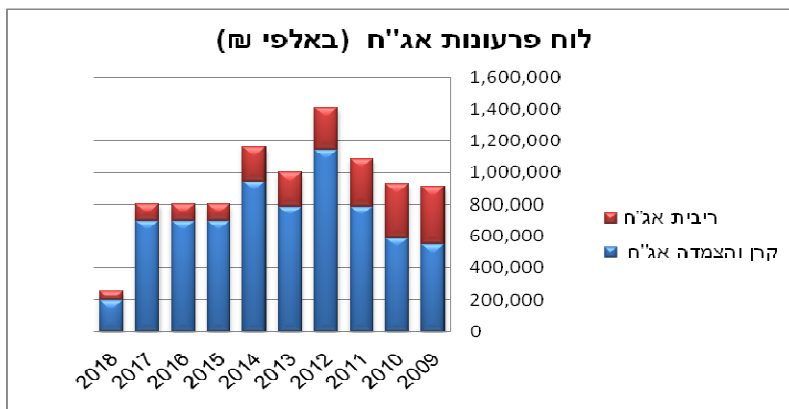
בהמשך להורדת הדירוג וקביעת אופק שלילי מחדש נובמבר 2008 מודיעה מידרוג על הורדת דירוג סדרות אג"ח ובהתאם דירוג Issuer, של חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "החברה"), מדירוג A3 ל- Baa1 והותרת אופק שלילי.

בחדש נובמבר 2008 הורד דירוג סדרות אג"ח החברה ל-A3 עם אופק שלילי. הותרת אופק הדירוג השלילי היוותה אינדיקציה לכיוון התפתחות הדירוג.

הורדת הדירוג הינה נוכח עליה נוספת ברמת הסיכון של החברה לאור הימשכות והחרפת המשבר בשוקי פעילותה המרכזיים של החברה, הפוגעת ביכולת החברה לשפר את רמת נזילותה ולהשפיע על יכולתה לייצר תזרימים משמעותיים לשירות היקף הפרעונות החל עליה, בעיקר בשנים 2011 ואילך. העלייה ברמת הסיכון אף באה לידי ביטוי בהחלשות משמעותית של יחסי איתנותה הפיננסית במהלך שנת 2008, הצפוי להתבטא בעיקר ברבעון האחרון לשנת 2008 עקב הפסד משמעותי בהיקף של כ- 2.7 מיליארד ₪ הכולל ירידת שווי נכסים (שאינה על בסיס מזומן).

לחברה עומס פרעונות משמעותי לשנים הקרובות, כך היקף הפירעונות לשנים 2009-2010 עומד על 1.8 מיליארד ₪ בגין קרן, ריבית והצמדה של אג"ח. על מנת לשרת את עומס הפרעונות, במהלך החודשים האחרונים החברה מבצעת צעדים משמעותיים להגדלת נזילותה זאת על ידי מימושים או נטילת הלוואות על נכסה המרכזיים, בעיקר בישראל. יש לציין, כי לחברה מוגוון נכסים איכותיים, בעיקר בישראל, כגון קניין רמת אביב. יש לציין, כי במהלך חודש דצמבר 2008 חילקה חברת אפ"י פיתוח דיבידנד משמעותי, בהיקף של כ- 200 מיליון דולר (חלקה של אפריקה השקעות כ- 72%, כהיקף החזקתה). מנגד, החברה במהלך התקופה פרעה נעמ"ס בהיקף משמעותי, כך שהחברה לא צברה יתרות מזומנים נוספות כתוצאה מקבלת הדיבידנד.

החל משנת 2011 גדל היקף הפרעון, שעל החברה לעמוד בו, בגין קרן אג"ח, ריבית והצמדה ומגיע לכ- 1.1 מיליארד ₪,



וכ- 1.4 מיליארד בשנת 2012. על מנת לשרת חוב זה, אמורה החברה לייצר תזרימים משמעותיים אשר חלקם נובע גם מפעילותה ברוסיה.

לאחרונה חלה היחלשות נוספת בכלכלת רוסיה באופן שיש בה לאיים על התממשות תוכניות החברה במדינה.



מידרוג

ההיחלשות בכלכלת רוסיה מתבטאת בעלייה ברמת האבטלה, קיטון בשווי נכסים, בין היתר, בשל עלייה בשיעורי ההיוון של נכסים מסחריים ומשרדים. התחזיות הצפויות הינן המשך ירידה בשיעורי התפוסה, ירידה בדמי השכירות ועלייה נוספת בשיעורי ההיוון של הנכסים.

המשבר הכלכלי הנמשך עלול לגרום לעיכובים בהתקדמות המכירות וההשכרות בפרויקטים מרכזיים ברוסיה ואף בארה"ב, מעבר לתחזיות שהונחו, ולירידות שווי נוספות של נכסים, נכסים אשר עליהם, בין היתר, מסתמכת החברה לשם שירות היקף הפירעונות החל עליה בשנים הקרובות.

יצוין, כי החברה צופה, כי החל משנת 2010 שני פרויקטים משמעותיים יתחילו להניב תזרים לחברה. האחד, קניון קוטרוצ'ין ברומניה והשני, קניון Moscow City, ברוסיה. מידרוג סבורה, כי הסבירות של התממשות תחזיות החברה באשר לפרויקט קוטרוצ'ין הינה גבוה לאור שיעור ההשכרות מראש, העולה על 80%, לעומת Moscow City, אשר שיעור חוזי השכירות מראש כולל מזכרי הבנה בו, הינו כ- 35%.

יחסי איתנות החברה שיפורסמו בדוחות הקרובים צפויים להעיד על פגיעה משמעותית בשל היקף ההפסד עליו דיווחה החברה, שנוצר במהלך תקופת הרבעון הרביעי לשנת 2008, העומד על כ- 2.7 מיליארד \$, אשר נבע בעיקר מירידת ערך שווי נכסיה. הפסד זה יתבטא בקיטון בהון העצמי של החברה ובהתאם יגרע מיחסי איתנותה. מידרוג רואה חשיבות בציון העובדה כי ירידת שווי הנכסים אף מבטאת את מחיקת ההון העצמי התזרימי שהושקע על ידי החברה בחלק מהפרויקטים, אשר יתכן ולא יוחזר בעתיד.

מידרוג צופה, כי במסגרת התיקון לתקן IAS 40 אשר נכנס לתוקף מיום 1/1/2009, החברה תבצע העלאות שווי ניכרות בפרויקטי נדל"ן להשקעה בהקמה אשר יתבטאו ברווחי החברה אם כי לא יבואו לידי ביטוי בתזרים המזומנים, כך, חברת אפי"ו פיתוח דיווחה על כך היא צופה על עליית שווי של פרויקטים בהקמה בכ- 680 מיליון דולר ארה"ב.

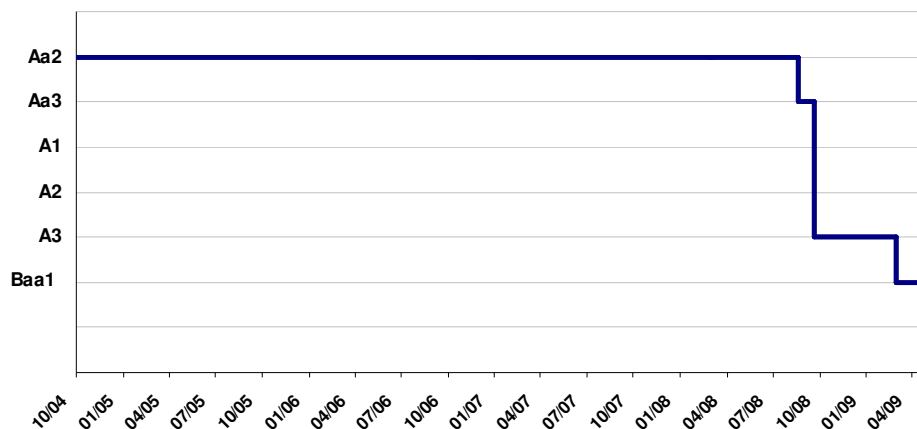
דירוג החברה נתמך, בין היתר, לאור היקף מגוון מקורותיה התזרימיים הכוללים נכסי נדל"ן ואחזקות בפרויקטים משמעותיים בישראל ואחזקות בחברות, היכולים לשמש את צרכי מימון החברה לשנים 2009-2010.

אופק הדירוג הותר על שלילי לאור חשיפת החברה למדינות המושפעות באופן מהותי מהמשבר הכלכלי ובהתייחס ליכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים אל מול היקף הפירעונות החל עליה. כמו-כן, תגודתיות שוקי ההון מקשה לאמוד את יחסי האיתנות של החברה בהתייחס לשווי אחזקותיה הציבוריות, כך גם את שווי נכסיה התומכים בפעילותה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג: התייצבות ושיפור בשווקי הפעילות המרכזיים בהן פועלת החברה אשר יביאו לכדי מימוש התחזיות של הפרויקטים משמעותיים של החברה אשר הינם בתהליך הקמה; 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.

גרף היסטוריית דירוג:



אודות המנפיק

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ הינה חברת השקעות הפועלת במגוון תחומים בישראל ובחול, 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 בחול 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 18.03.2009 אלפי ש"ח	ריבית	הצמדה	סדרה
Baa1 / אופק שלילי	11/2009	535,358	4.20%	צמוד	ט
Baa1 / אופק שלילי	12/2012	531,727	5.40%	צמוד	י
Baa1 / אופק שלילי	03/2011	531,212	5.10%	צמוד	יא
Baa1 / אופק שלילי	09/2014	410,133	5.20%	צמוד	יב
Baa1 / אופק שלילי	09/2018	162,998	5.35%	צמוד	יג
Baa1 / אופק שלילי	12/2018	794,549	4.90%	צמוד	יד
Baa1 / אופק שלילי	12/2012	261,964	4.80%	צמוד	טו
Baa1 / אופק שלילי	03/2017	767,111	4.70%	צמוד	טז
Baa1 / אופק שלילי	03/2011	190,980	4.25%	צמוד	יז
Baa1 / אופק שלילי	03/2012	100,000	6.15%	נומינלי	יח
Baa1 / אופק שלילי	09/2014	1,788,904	4.80%	צמוד	כא
Baa1 / אופק שלילי	10/2017	732,443	5.10%	צמוד	כב
Baa1 / אופק שלילי	10/2010	320,000	5.90%	נומינלי	כד

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב+ סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

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

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.



דו"ח מספר: CRAFRICA030309000M

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") 2009.

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 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 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 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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 מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.