



אפריקה ישראל מגורים בע"מ

מעקב

יולי 2014

1

מחבר:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il



אפריקה ישראל מגורים בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג ISSUE ודירוג ISSUER
------------------	----	---------------------------

מידרוג מאשרת דירוג מנפיק A2 באופק יציב לחברת אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "אפריקה מגורים", "החברה") ומאשרת מחדש דירוג A2 באופק יציב לסדרות אג"ח א' ו-ב' שבמחזור, אותן הנפיקה החברה.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31 למרץ 2014:

יטרת שנות פירעון האג"ח	ערך בספרים ליום 31.3.2014 אלפי ₪	תנאי הצמדה	ריבית שנתית	מועד ההנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2014-2016	132,946	מדד	5.9%	יוני-06	1097955	סדרה א'
2015-2020	293,542	מדד	4.7%	אפר-12	1126093	סדרה ב'
	426,488					סה"כ

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמכים, בין היתר, בהיקף פעילות משמעותי ופיזור פעילות, המשתקף בפרויקטים לביצוע, בפרויקטים בתכנון ובעתודות הקרקע של החברה. החברה פעלה בשנה האחרונה לרכישת קרקעות ודיווחה על משאים ומתנים למכרזים וקרקעות נוספות. להערכת מידרוג, היקף פעילות החברה צפוי לגדול מכ-1,100 יח"ד בביצוע בתחילת 2014 לכ-2,000 יח"ד בביצוע לקראת סוף שנת 2015; באיתנות פיננסית הבולטת לטובה של החברה, גם בהתחשב בצפי להמשך עלייה ברמת המינוף בשל רכישת קרקעות ופיתוח פרויקטים; שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי בשנים האחרונות וכן בשיעורי הרווחיות ממכירת דירות. מידרוג מעריכה, כי החברה תמשיך להציג איתנות פיננסית בולטת לטובה וכי יחול גידול בהיקף התזרים הפרמננטי, וזאת בהתבסס על היקף היח"ד המכורות ומועדי האכלוס הצפויים בפרויקטים בביצוע, אשר צפויים לתרום משמעותית להפקת תזרים לשירות החוב, תוך גידול בהיקף הפעילות. שיעורי המכירות הגבוהים בפרויקטים הקיימים מעידים כי, לחברה צפוי תזרים משמעותי מפעילות בשנים 2015-2016; רמת נזילות בולטת לטובה וגמישות פיננסית סבירה, לחברה פריסת פרעונות נוחה ביחס למקורותיה.

גידול בהיקף הפעילות בטווח הקצר-בינוני בשל הפרויקטים בתכנון ורכישת קרקעות זמינות לבינוי

בתחילת שנת 2014 החברה פעלה ב-9 אתרים שונים להקמתם של 14 בניינים. בסמוך למועד דוח זה, החברה הרחיבה את פעילותה לכ-18 בניינים בהקמה. מעבר לכ-939 יח"ד בביצוע (חלק חברה ליום ה-31.3.2014), לחברה מלאי קרקעות לבניה של כ-3,000 יח"ד (חלק חברה). ממלאי זה כ-1,260 יח"ד נמצאות בשלבי תכנון ואישור מתקדמים ובנייתן צפויה להתחיל בשנים 2014-2015. בנוסף, החברה דיווחה על מספר מכרזים ועסקאות לרכישת קרקעות, בעלות תב"ע זמינות לבניה, בהיקף של מאות יח"ד. כך לדוגמא דווח, כי החברה זכתה במכרז לרכישת קרקע בית מפא"י בירושלים (כ-22 א' מ"ר לשימושים שונים) וזכייה במכרז בכפר יונה בו החברה רכשה זכויות לכ-120 יח"ד ואופציות ל-215 יח"ד במגרשים שכנים. מקור עיקר צבר קרקעות של החברה הינו בעלות ועסקאות קומבינציה. בשנה החולפת רכשה החברה את חברת אפריקה 38 בע"מ מתוך מטרה להרחיב את פעילותה בתחום ייזום בניינים לפרויקטים של תמ"א 38. בהתאם לתחזיות החברה, היא צפויה להתחיל בשנים הקרובות בייזום של כ-495 יח"ד במגזר זה, מתוכם כ-307 מיועדות למכירה.

מידרוג מעריכה, כי החברה תגדיל את היקף פעילותה מכ-1,260 יח"ד בביצוע (יח"ד ללא בעלי קרקע, כולל חלק שותפים, בתחילת שנת 2014) לכ-2,000 יח"ד בביצוע בטווח השנה עד שנה וחצי הקרובה. כדי לצמצם את החשיפה לגידול בהיקף הייזום, בכוונת החברה להתחיל בשיווק הפרויקטים עוד בטרם תחילת בנייתם (כ-10% מכירות), לרוב בשלבי ההקמה הראשוניים (עד להקמת מרתפים) החברה מציגה שיעורי מכירות של כ-30% (לדוגמא, החברה מכרה 30%-50% מהדירות המתוכננות בפרויקטים סביון במשתלה א' וספייס 3, עוד בטרם העלייה על הקרקע). לאור הגידול בהיקף הפעילות ועם הבשלתם של הפרויקטים התזרים הפרמננטי של החברה צפוי לגדול משמעותית.

קצב מכירות טוב למצבת הפרויקטים בבניה; צפי להמשך הכרה בהכנסות משמעותיות ותזרים מפעילות לאור אכלוס יח"ד מכורות

לחברה טרק-רקורד בשמירה על מלאי מצומצם של יח"ד בפרויקטים שסוימו והיא לרוב מגיעה לשלב סיום הפרויקט עם שיעורי מכירות גבוהים. מלאי הדירות שטרם נמסרו ליום ה-31.3.2014 עומד על כ-71 יח"ד נכון למועד זה מרבית מיח"ד אלו נמכרו. בצבר העתידי של החברה, בכל אחת מהשנים, 2014-2015 החברה צפויה לסיים את הקמתם של כשישה בנייני מגורים או כ-466 וכ-457 יח"ד, בהתאמה (או כ-289 וכ-391 יח"ד חלק חברה, בהתאמה). החברה מציגה שיעור מכירות גבוה של יח"ד בביצוע, כך שלמעלה מ-94% מיח"ד שהקמתן תושלם בשנת 2014 מכורות ולמעלה מ-60% מיח"ד שיושלמו בשנת 2015 נמכרו. בשל שיעורי המכירה הגבוהים הנראות התזרימית של הפרויקטים הינה גבוהה. להערכת מידרוג, בהתחשב במצבת הפרויקטים בביצוע, החברה צפויה להמשיך ולהציג יחסי כיסוי ההולמים את רמת הדירוג. בשנת 2015 החברה צפויה לסיים את הקמתו של פרויקט היוקרה חצר הנביאים, המשלב מגורים (למעלה מ-46% מיח"ד נמכרו), מסחר (נמכר בחלקו) ומלונאות (שבכוונת החברה לממש), בשל פרויקט זה החברה צפויה לתזרים משמעותי בשנים 2015-2016. בהתאם להתחלות הבניה של שנת 2014 והצפי לשנים הבאות, החל משנת 2016 צפוי גידול משמעותי בתזרים החברה וההכרה בהכנסות. נציין כי תמהיל הפרויקטים בביצוע של החברה כולל

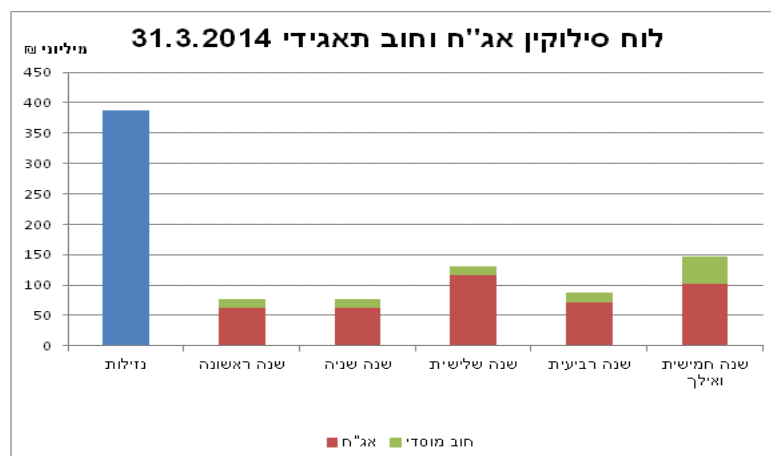


יח"ד בודדות היכולות לענות על דרישות "חוק מע"מ אפס", ככול שחוק זה יכנס לתוקפו, החברה תפעל להתאמת חלק מהפרויקטים העתידיים.

נציין כי בשנת 2013 חל קיטון בשיעור הרווח של החברה ממכירת דירות. בשנים האחרונות החברה הציגה שיפור משמעותי ברווחיות הגולמית ממכירת דירות, חלק מהשיפור נובע מהתנופה החיובית בענף הבנייה למגורים של השנים האחרונות. כך למשל, הרווחיות הגולמית ממכירת דירות עלתה בהדרגה, מרמה של כ-16% לכ-25% בין 2008-2012. תחזיות החברה משקפות רווח גולמי ממוצע, צפוי, של כ-23% לשלוש השנים הקרובות (בפרויקטים בביצוע). מידרוג מעריכה כי, בהתחשב באקלים הנוכחי בשוק הנדל"ן, בהתחשב בכוונות החברה לרכישה של קרקעות שאינן דורשות השבחה משמעותית, הרווחיות הגולמית בטווח הבינוני צפויה להתייצב על שיעור של כ-15%-20%.

נזילות טובה וגמישות פיננסית סבירה ביחס ללוח הסילוקין של החברה

נכון ליום 31.3.2014, לחברה יתרת נזילות של כ-390 מיליון ₪ (בנטרול מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ-187 מיליון ₪). אולם, בשל השקעות עתידיות בקרקעות, תשלומים כנגד זכיה במכרזים (התחייבות לכ-170 מ' ₪ בגין בית מפא"י וכ-100 מ' ₪ בגין כפר יונה, חלקם ימומן בחוב) וחלוקת דיבידנד (50 מ' ₪ באפריל 2014), יתרת הנזילות צפויה לקטון בטווח הזמן הקרוב. בהתאם ללוח הסילוקין של ההתחייבויות הפיננסיות, פירעון קרן האג"ח השנתי עומד על כ-63.5 מיליון ₪ בכל שנה, בשנתיים הקרובות בנוסף לפירעון של כ-14.8 מ' ₪ שנה מהלוואה מוסדית. החברה מתכוונת לשרת את חובותיה, בין היתר, מיתרת הנזילות, ומפעילותה השוטפת, אשר צפויה לייצר תזרים משמעותי בשנים הקרובות. יצוין כי להערכת מידרוג, מקורות אלו הינם גבוהים באופן משמעותי ביחס לעומס הפירעונות הצפוי.



אפריקה ישראל מגורים בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.3.2013	31.12.2013	31.03.2014	אלפי ש"ח
626,584	689,934	724,807	123,332	769,501	111,554	סך הכנסות
146,210	148,817	165,100	35,257	150,097	25,030	רווח גולמי
23.3%	21.6%	22.8%	28.6%	19.5%	22.4%	שיעור רווח גולמי
19.6%	24.3%	24.8%	24.8%	18.9%	23.3%	שיעור רווח גולמי ממכירת דירות
117,998	114,442	140,786	25,800	109,694	13,633	* EBITDA
72,097	77,649	80,134	15,040	43,694	9,006	רווח נקי (הפסד) לתקופה
592,359	778,878	861,965	937,866	979,309	948,531	חוב פיננסי
173,045	205,854	340,575	326,929	451,108	387,589	יתרות זילות
419,314	573,024	521,390	610,937	528,201	560,942	חוב פיננסי נטו
617,214	626,107	672,367	647,688	693,461	652,601	הון עצמי
1,529,789	1,627,667	1,764,193	1,832,204	1,989,041	1,957,578	סך מאזן בנטרול מקדמות
1,200,899	1,396,804	1,523,602	1,577,028	1,664,083	1,591,055	Cap
1,027,854	1,190,950	1,183,027	1,250,099	1,212,975	1,203,466	CAP נטו
40.3%	38.5%	38.1%	35.4%	34.9%	33.3%	הון עצמי/סך מאזן בנטרול מקדמות
49.3%	55.8%	56.6%	59.5%	58.8%	59.6%	חוב ל-CAP
40.8%	48.1%	44.1%	48.9%	43.5%	46.6%	חוב נטו ל-CAP נטו
81,461	69,525	77,309	17,512	63,130	2,346	FFO
239,606	41,547	192,808	-78,932	72,715	-13,481	** CFO
7.3	11.2	11.1	13.4	15.5	101.1	חוב פיננסי ל- FFO
5.1	8.2	6.7	8.7	8.4	59.8	חוב פיננסי נטו ל- FFO
5.2	5.3	5.2	8.9	4.1	3.5	EBITDA לתשלומי ריבית
3.6	5.0	3.7	5.9	4.8	10.3	חוב פיננסי נטו ל- EBITDA

* כולל דיבידנד והחזר הלוואות בעלים מחברות מוחזקות

** תזרים מפעילות שוטפת כולל גם הוצאות בגין רכישת קרקעות

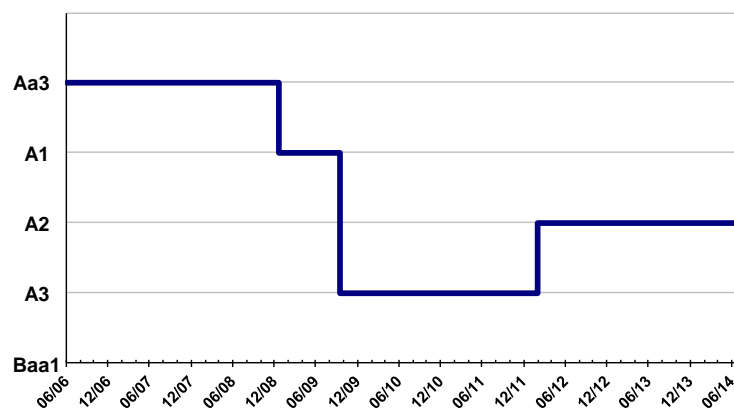
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהון העצמי, תוך שמירה על נזילות סבירה ויחסי האיתנות והכיסוי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים או רכישת מניות החברה, בסכומים מהותיים, אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה ועליה ברמת המינוף של החברה, לאורך זמן
- הרעה מהותית בסביבה העסקית, כגון ירידה במחירי הנדל"ן למגורים באזורים בהם פועלת החברה

היסטוריית דירוג



אודות החברה

אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "החברה" או "אפריקה מגורים"), הינה חברה העוסקת בייזום פרויקטים למגורים בישראל על דרך של איתור קרקעות, רכישתן, הקמת המבנים ומכירתם ומהווה את הזרוע של קבוצת אפריקה השקעות לישראל בע"מ לייזום פרויקטים של נדל"ן למגורים בארץ. החברה פועלת בייזום והקמה של שכונות מגורים, המאופיינות במיצוב בינוני - גבוה ביחס לשוק הדירות, הנובע ממיקומן ומפיתוח סביבתי. לחברה פרויקטים עיקריים בלב אזורי הביקוש במרכז הארץ. בחלק מהפרויקטים אותם מבצעת החברה, הקבלן המבצע הינו דניה סיבוס בע"מ, שהינה בעלת השליטה בחברה. החברה הוקמה בשנת 1960 והחל מיולי 2006 נסחרות מניותיה בבורסה לני"ע בתל אביב.



מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.](#)

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה, נובמבר 2008.](#)

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי - ינואר 2012](#)

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: 27.10.2013

תאריך דוח: 30.7.2014

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 בצידוד, 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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	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 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.

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") 2014.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 במישורין 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 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 (Moody's) (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.