



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

2014 דצמבר - Credit Review

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דירוג סדרות	A3	Credit review השלכות שליליות
-------------	----	------------------------------

מידרוג מודיעה על הכנסת דירוג סדרות אג"ח כו, כז', ו- כח' שבמחזור, אותן הנפיקה אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "החברה"), לבחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות שליליות.

בחודשים האחרונים התעצמו ההתפתחויות שליליות בכלכלת רוסיה, בין היתר לאור הרעה במצב הגיאופוליטי וביחסים עם מדינות המערב וירידה משמעותית של מחירי הנפט בעולם. בהמשך לאמור לעיל, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפיחות שער הרובל בייחוד אל מול הדולר. בתגובה להתפתחויות אלו הבנק המרכזי של רוסיה העלה ביום 15/12/2014 את שיעור הריבית ("key interest") מ-10.5% ל-17%. יצוין כי חלק משמעותי מהשווי הנכסי הנקי של החברה מיוחס לאחזקותיה בחברת AFI DEVELOPMENT PLC (להלן: "אפי פיתוח") הפועלת בעיקר ברוסיה. אף על פי כן, בטווח הקצר-בינוני לאור היקף הנזילות של החברה ומגוון המקורות הנוספים לשירות החוב, לחברה אין תלות משמעותית בקבלת דיבידנדים מאפי פיתוח. אולם, להערכת מידרוג, בטווח הארוך קיימת לחברה תלות בהפקת תזרים משמעותי מפעילות זו.

לפיכך, אף על פי שבשלב זה טרם נראתה השפעה מהותית בדוחות הכספיים של החברה ועל פעילותה התפעולית, הימשכות והעמקת המשבר בכלכלת המדינה צפוי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה. כמו כן, יצוין כי עליית התשואות לפדיון על אגרות חוב החברה עלו באופן המקטין את נגישותה למחזור חובות ומגדיל את תלותה במקורות פנימיים לצורך עמידה בעומס הפירעונות הצפוי. לפיכך, בתקופה הקרובה, מידרוג מתכוונת לבחון את התפתחות המצב הכלכלי ברוסיה ובהתאם לבחון האם קיימות השלכות על הדירוג בראי האמור. במסגרת הבחינה יבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים:

- השפעות שחיקת הרובל ושינויים בהיקף התזרים, בדגש על השפעות ביחס לשירות חוב האג"ח, בהתייחס לכך שלחברה אג"ח שקלי צמוד מדד בעוד שלאפי פיתוח חשיפה לשינויים בשערי החליפין של הרובל והדולר.
- לגבי הפעילות המניבה ובייחוד בהתייחס לקניין אפי מול, היות וחלק ניכר מהחוזים נקובים בדולר לעומת הכנסות השוכרים אשר לעיתים הינם נקובות ברובל, קיים חשש, כי לאורך זמן פדיונות החנויות בקניונים ישחקו, לפחות במונחים ריאליים באופן אשר עלול להביא להרעה בעומס השוכרים ולשחיקה בדמי השכירות.
- כמו כן, לאפי פיתוח פרויקט למגורים אשר ההכנסות בגינו נקובות ברובל. מנגד, גם ההוצאות לרבות חוזים עם קבלנים, הסכמי הלוואות וכדומה בגין פרויקט זה נקובות ברובל. לאור האמור, סך התזרים מהפרויקט במונחים דולריים, עלול להיות נמוך מהציפיות.
- השפעת המצב הכלכלי על שווי הנכסים המניבים, ורווחיות הפרויקטים המתוכננים ובביצוע, שיעורי ההיוון ותנאי מימון בנקאי, לרבות זמינות האשראי. בהקשר זה, מידרוג תבחן את השפעת עליית שיעור הריבית, תלות במחזור חוב בנקאי והקרבה לאמות מידה פיננסיות בתרחיש של שחיקת שווי ותזרים המופק מהנכסים.
- מצב נזילות וגמישות החברה והתלות במחזור חוב אג"ח, קבלת דיבידנדים מאפי פיתוח ובייחוד דיבידנדים הנובעים



ממימוש נכסים מניבים, והשלמת ייזום נכסים מניבים נוספים בנוסף לקבלת תזרים משמעותי מביצוע מימון מחדש של נכסים בטווח הקצר-בינוני.

- המשך ההתפתחות המצב הגיאופוליטי, מחיר הנפט ואינדיקטורים כלכליים משמעותיים.

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

תאריך דוח קודם: ספטמבר 2014

תאריך דוח: 16 בדצמבר 2014

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

* 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

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפטה 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 שיפטה 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 שיפטה 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 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: CRM101214000M

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 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 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 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. 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.