

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דו"ח מעקב | אוקטובר 2015

1

אנשי קשר:

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

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית
annaa@midroog.co.il

רו"ח אורן שרייבר - אנליסט
orans@midroog.co.il

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

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דירוג סדרות כו', כז', כח'	Baa2.il	שלילי
---------------------------	---------	-------

בהמשך לדוח הדירוג מחודש מרץ 2015 והעדכון לדו"ח מחודש מאי 2015 בדבר הורדת דירוג והכנסת סדרות האג"ח כו', כז' וכח' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה השקעות", "הקבוצה" או "החברה") ל- Credit Review עם השלכות שליליות, מידורג מודיעה על הורדת דירוג הסדרות, מידורג Baa1.il לדירוג Baa2.il. בנוסף, מידורג מודיעה על הוצאת דירוג הסדרות מ- Credit Review והצבת אופק דירוג שלילי לסדרות כו', כז' וכח' שבמחזור.

להלן פירוט סדרות האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורי	תנאי הצמדה	שיעור ריבית שנתית	יתרת האג"ח ליום 30.06.2015 במיליארדי ₪***	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח כו'	6110365	מאי-10	מדד	7.7% ממוצע **	1.7	2016-2025
אג"ח כז'	6110431	ינו-13	מדד	6.80%	1.2	2016-2025
אג"ח כח'	6110480	ט-14	מדד	5.95%	0.7	2018-2023

סה"כ 3.6

* אומדן יתרת האג"ח הינו גבוה מהערך בספרים בשל ניכיון שנוצר במועד הסדר החוב ** שיעור הריבית של אג"ח כו' עולה באופן מדורג מ-6% ל-10.75% ובממוצע עומד על 7.7% *** לטובת האג"ח, שועבדו כ-55% ממניות אפי פיתוח וכ-51% ממניות אפריקה נכסים כאשר כ-31% ממניות אפי פיתוח משועבדות לטובת אג"ח כ"ח והיתרה לטובת סדרות כו', כז'.

2

הורדת הדירוג והצבת אופק הדירוג השלילי נובעים, בין היתר, מהגידול בסיכון פעילות החברה הנובע מהמשך החולשה ואי הוודאות הסובבת את הכלכלה הרוסית, הסובלת מהירידה החדה והתנודתית במחירי הנפט בשנה האחרונה, בשילוב משבר גיאופוליטי באזור ומשטר הסנקציות הכלכליות שהוחל על המדינה. על רקע האמור, הופחת דירוג האשראי הבינלאומי של רוסיה ע"י מודיט לדירוג Ba1 באופק שלילי (כאשר בטרם המשבר, דירוג המדינה היה Baa1). בהמשך לאמור, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפחות שער הרובל (בייחוד אל מול הדולר) יחד עם השינויים החדים בריבית הבנק המרכזי הרוסי, ירידת דמי השכירות ושוי הנכסים במונחים דולרים וקיטון בביקוש לשטחי נדל"ן חדשים. האמור מוביל לקיטון משמעותי בסבירות כי החברה תמשיך דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני מחברת הבת (65%) "AFI Development Plc" (להלן: "אפי פיתוח"), הפועלת בעיקר במוסקבה ומהווה אחזקה מהותית ביחס לתיק האחזקות של הקבוצה. על כן, התלות והרגישות ביצירת תזרים ממקורות אחרים עולה (בין היתר, ממימוש נכסים וקבלת דיבידנדים מחברות בנות). בנוסף, המשבר הביא לירידות שווי של נכסי אפי פיתוח. בהתאם לאמור, אפי פיתוח הציגה בדוחותיה הכספיים הפסד בהיקף של כ-288 מיליון דולר בשנת 2014 וכ-33 מיליון דולר נוספים במחצית הראשונה של שנת 2015 אשר נבעו משערוכים שליליים של נכסי נדל"ן ברוסיה והיחלשות שער"ח של הדולר ביחס לרובל. לאור המצב ברוסיה, חלה ירידה משמעותית גם במחירי המניה של חברת אפי פיתוח, באופן שפוגע בגמישות הפיננסית של החברה. למעשה, ככל שבוחנים את שווי אחזקות אלו בהתאם לשווי שוק (ולא בהתאם להון העצמי הנגזר מהערכות השווי של הנכסים), ה-LTV של החברה עומד עולה על 100%. כך למשל, נכון ליום 19.10.2015, מניית אפי פיתוח נסחרת



לפי שווי הגוזר יחס של כ-17% בלבד לעומת ההון העצמי של החברה בהתאם לדוחות כספיים. בנוסף, הדירוג מושפע לשלילה באופן מהותי גם מהיעדר נגישות החברה למחזור חוב האג"ח שכן אגרות החוב נסחרות בתשואות לפדיון הגבוהות מ-20%.

אף על פי כן, מידרוג מציינת לחיוב את ההתקדמות החיובית בבשלות ויכולת יצירת מקורות תזרים של חברות אפריקה מגורים ואפריקה נכסים (לצד התפתחויות שליליות בחברת אפריקה תעשיות). בהתחשב בזילות הקיימות ומספר מקורות תזרים נוספים בעלי נראות גבוהה וכוללים, בין היתר, מכירת נכס בניו יורק בהתאם להסכם שנתחם, קבלת דיבידנדים מאפריקה נכסים ומחברת דניה סיבוס וכדומה, לחברה אין תלות בקבלת מקורות מאפי פיתוח עד למאי 2017. בהנחה שהאקלים הכלכלי השלילי ברוסיה ימשך ואף יחריף עד לשנת 2017, על החברה להשלים מהלכים בהיקף של כ-400-500 מיליון ₪ (מהלכים הכוללים מימושי נכסים, מניות ובמידה פחותה) עד למאי 2017 וסכום דומה עד למאי 2018 (בהנחה שגם בשנת 2018 פעילות אפי פיתוח לא תבשיל לכדי יכולת לחלק דיבידנדים באופן משמעותי). יצוין כי מעבר לאחזקה באפי פיתוח, לחברה אחזקה במספר נכסים כגון 50% מחברת אפריקה מלונות, 35% מחברות המפעיל (המחזיקה בפעילות הפעלת כבישים כגון כביש 6, כביש 431 ועוד), שליטה בחברות הציבוריות אפריקה תעשיות ואפריקה מגורים (באמצעות חברת דניה סיבוס) וכ-56% ממניות אפריקה נכסים. כלל החזקות אלו רשומות בספרים לפי שווי מצרפי של כ-1.7 מיליארד ₪, כאשר אפריקה נכסים נסחרת לפי שווי נמוך משמעותית משווייה בספרים וחברות אפריקה תעשיות ואפריקה מגורים נסחרות בשווי גבוה משוויים בספרים. לפיכך, להערכת מידרוג ההיחלשות בגמישות הפיננסית וביכולתה של אפי פיתוח להפיק תזרים מספק שיעלה לחברה, מובילים להרעה בפרופיל הסיכון. אולם, קיימת גמישות תפעולית מסוימת התורמת ליכולת שירות החוב עד לשיפור בפעילותה של אפי פיתוח.

יש לציין כי מיקומם ומיצובם של חלק מנכסי אפי פיתוח, לצד פעולות שננקטו על ידי ההנהלה שלה, תורמים ליכולת הפקת התזרים מאפי פיתוח בטווח הארוך, בכפוף להתייצבות מסוימת של מצב השוק ברוסיה.

אף על פי שלטובת סדרות האג"ח ישנן בטוחות של שעבוד מניות, בשלב זה מאפייני וסוג הבטוחה, שווי השוק והתנודתיות במחיר אינם מביאים להטבה בדירוג בגין סדרות אלו.

הדירוג אינו משקלל בשלב זה התקיימות אירועים אקסוגניים כגון עצירת תשלומים ע"י בעלי אג"ח ופעולות אחרות ע"י החברה. ככל שאלו יתקיימו, כי אז, דירוג החברה יושפע מהותית לרעה.

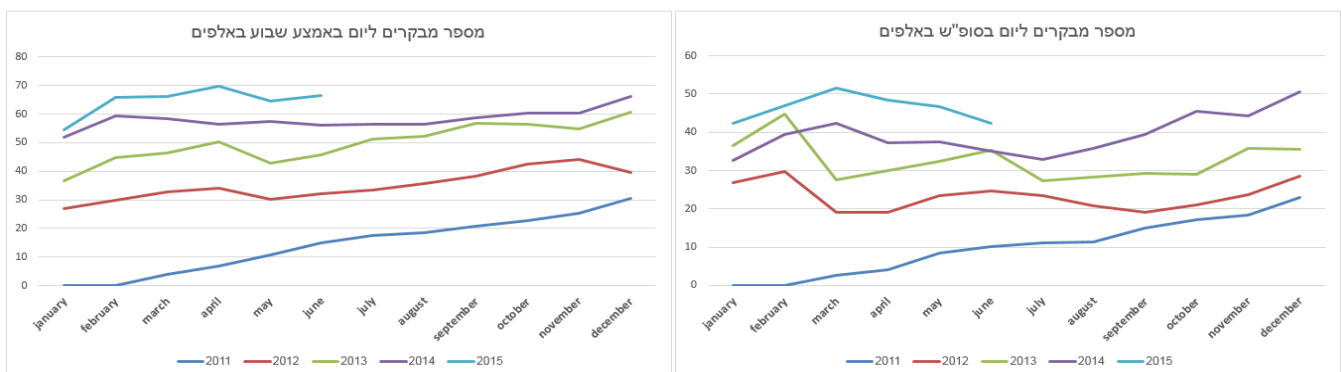
פירוט גורמי מפתח בדירוג

חולשה במצב המאקרו-כלכלי של רוסיה משליך לשלילה על פרופיל הסיכון בחברה; לאפי פיתוח מינוף נמוך לצד יכולת לקדם מספר פרויקטים וכן צבר קרקעות הפונה למספר סוגי נדל"ן שונים, באופן המאפשר את התאמת הפעילות לביקוש

בשנה האחרונה חלה התפתחות שלילית משמעותית בכלכלת רוסיה, הנובעת הן מהרעה במצבה הגיאופוליטי וביחסים עם מדינות המערב והן מירידה משמעותית של מחירי הנפט בעולם. בהמשך לאמור, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפיחות שער הרובל (בייחוד אל מול הדולר). יצוין כי חלק משמעותי מהשווי הנכסי הנקי של החברה מיוחס להחזקותיה בחברת אפי פיתוח, הפועלת ברוסיה, בעיקר במוסקבה. היחלשות זו באה לידי ביטוי בצפי לירידה בתוצר הרוסי של כ-4%-3% בשנת 2015, אינפלציה של כ-13%-12% וירידה בהכנסת משקי הבית הפנויה בשיעור של כ-10%-8%. בשלב זה שיעור האבטלה נותר נמוך ועומד על כ-5% ברוסיה ופחות מ-2% במוסקבה.

לגבי הפעילות המניבה של אפי פיתוח ובייחוד בהתייחס לקניון AFI Mall, היות וחלק ניכר מהחוזים נקובים בדולר לעומת הכנסות השוכרים שלרוב נקובות ברובל, פדיון החנויות בקניון נשחק, לפחות במונחים דולריים, באופן אשר הביא להרעה "בעומס השוכרים" ולשחיקה בדמי השכירות. בהתאם לזאת, החברה נתנה לחלק מהשוכרים הנחות זמניות בחוזי השכירות

ו/או שינוי תנאי ההצמדה של החוזה. שווי הנכס הופחת מכ-1.16 מיליארד דולר לכ-0.99 מיליארד דולר והתפוסה ירדה מכ-85% לכ-77% (למעשה חלק מהקיטון בתפוסה נובע מהפסקת תערוכה בקומה ה-6 בקניון וכן יציין כי התפוסה הייתה 85% לרבעון אחד בלבד ולפני כן עמדה על כ-82%). ה-NOI במונחים דולרים ירד מכ-83 מיליון דולר בשנת 2014 לקצב שנתי של כ-60 מיליון דולר כיום (יש לציין כי בהתאם לנתוני החברה, פדיון הקניון במונחים רובלים עלה בכ-13%). השחיקה בפרמטרים שצינו לעיל מובילה לירידה בצפי לתזרים עודף מהקניון בשנים הקרובות (לאור צרכי שירות חוב של הקניון). מנגד, ישנם גם מספר פרמטרים תפעוליים ועסקיים התומכים לחיוב במיצוב הקניון וביכולתו להפיק תזרים בטווח הארוך לרבות, בין היתר: (1) גידול במספר המבקרים לקניון באמצע וסוף שבוע (ראו גרפים למטה) וזאת לעומת ירידה במספר המבקרים בקניונים במוסקבה בהתאם למידע משמאים וסקירות שוק; (2) צפי להמשך שיפור בדרכי הגישה ובתחבורה הציבורית לקניון בטווח הקצר-בינוני; (3) המשך בנייה ושיווק של חלק ניכר מהפרויקטים לבניית שטחי משרדים ומגורים במתחם Moscow City הסובב את הקניון, כך שבשנים הקרובות יבנו כ-400-450 אלף מ"ר להשכרה נוספים (אכלוס שטחים אלו והשטחים הפנויים במתחם כיום עלולים לארוך זמן רב, אך לאורך זמן צפויים לתמוך במספר המבקרים ובפדיון הקניון); (4) פתיחת מספר חנויות ומותגי אופנה ושטחים אחרים הצפויים לתמוך בתנועה בקניון, כך שלהערכת החברה בתקופה הקרובה התפוסה צפויה לעלות במידה מסוימת; (5) היות וחלק מהחוב כנגדו משועבד הקניון הינו רובלי, ישנו קיזוז חלקי של הירידה בתזרים ושווי הקניון. להלן גרפים המסכמים את ההתפתחות השנתית במספר המבקרים בקניון:



בנוסף, לאור הקיטון בביקוש, החברה עצרה את בנייתם של 2 מתחמי משרדים (נכסים אלו אינם משועבדים) ובמקומם מקדמת את פיתוחן של מספר קרקעות בתחום המגורים, פרויקטים שלהערכת החברה קיים ביקוש גבוה יותר בתקופה זו, כאשר תחום המגורים יותר דפנסיבי לעתות משבר. הערכה זו נתמכת במחסור בשטחי מגורים איכותיים, מבנה עלויות רובלי של הבנייה למגורים, תמיכה במימון משכנתאות לרוכשים מהבנקים ומכיוון שישנו ביקוש אצל רוכשי דירות לנכסים הצפויים לשמור על ערכם הריאלי באקלים הכלכלי הנוכחי. מתחם אחד נמצא בשלבי פיתוח, כך שמתוך זכויות לבניית כ-9,000 יח"ד במתחם, אפי פיתוח נמצאת לקראת השלמת בניית ומכירת כ-720 יח"ד ובמהלך בנייה של שלב נוסף בהיקף של כ-700 יח"ד. הפרויקט כולו צפוי להפיק תזרים משמעותי לחברה גם באקלים הנוכחי. אולם, מרביתו צפוי להתקבל בשנים 2018 ואילך. בנוסף, החברה צפויה להתחיל את בנייתם של 2 פרויקטים נוספים למגורים במוסקבה הכוללים היקף זכויות בנייה נמוך יותר אך בשל מיקומם צפויים להניב הכנסות למ"ר גבוהות יותר. יציין כי בניית הפרויקטים עד כה ממומנת בעיקר ממקדמות מרוכשי הדירות. לפיכך, ככל שהמשק הרוסי לא יסבול מהרעה נוספת, פרויקטים אלו עשויים להפיק תזרים משמעותי לחברה בטווח הארוך.



מעבר לאמור, לאפי פיתוח מתחם משרדים בנוי המצוי בתהליכי השכרה ו/או מימוש, אשר רשום בספרים לפי שווי נטו מהחוב שלטובתו המתחם משועבד של כ-100 מיליון דולר (למעט מימוש בניין אחד מתוך 4 במתחם בשנת 2013 הליכי השיווק הינם איטיים). יצוין כי, להערכת מידרוג, לקראת סוף השנה החברה צפויה להפר אמות מידה פיננסיות כנגד המתחם ובימים אלו אפי פיתוח מצויה במו"מ על קבלת waiver לאמור.

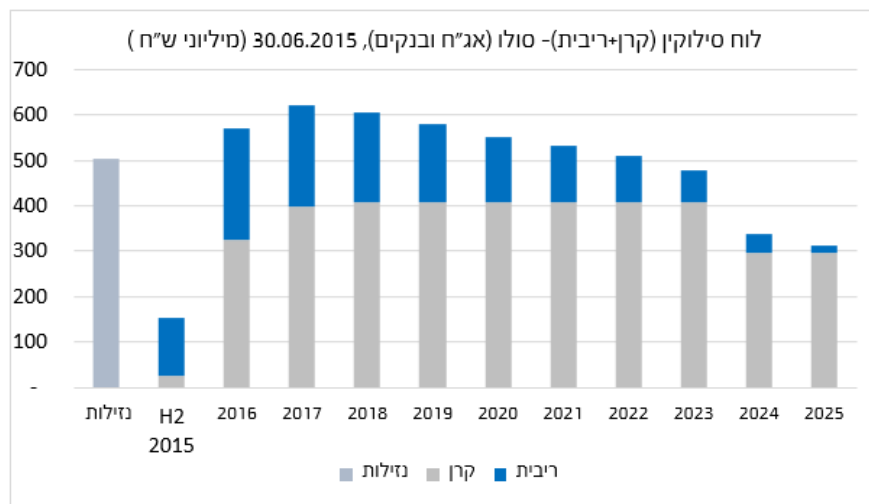
מבין עתודות הקרקע הנוספות של החברה, בכוונתה לפעול לפיתוח מרכז מסחרי באזור ביקוש במוסקבה ובשלב זה לא צפוי פיתוח של קרקעות נוספות.

יש לציין כי נכסי וקרקעות אפי פיתוח ברוסיה ממוקמים באזורי ביקוש, בעיקר במוסקבה. חלקם אף מצויים באזורי ה-Prime של העיר. לפיכך, ככל שיחול שיפור במצב המאקרו-הכלכלי של המדינה, נגישותה של אפי פיתוח למקורות מימון, יכולת ביצוע עסקאות וכן מיצוב הנכסים, עשויים לסייע להתאוששות מהירה של התזרים מהנכסים ביחס לחברות אחרות המחזיקות בנכסים במיצוב נמוך יותר במדינה.

פגיעה משמעותית בנגישות החברה למחזור חוב לצד הקיטון בנראות קבלת כספים מאפי פיתוח מובילים להרעה בפרופיל הסיכון ולצורך במימוש נכסים משמעותיים עד למאי 2017, ככל שלא יחול שיפור בכלכלה הרוסית

נכון ליום 30/06/15, יתרת הנזילות סולו עמדה על כ-0.5 מיליארד ₪. כיום, לאחר השלמת רכישת חלק המיעוט בחברת דניה סיבוס, פירעון חובות (קרן וריבית) בניכוי דיבידנד מחברת דניה סיבוס והלוואה שנתקבלה מחברת דניה, הנזילות עומדת על כ-0.4 מיליארד ₪. עד לסוף שנת 2016 החברה נדרשת לשלם חוב (קרן וריבית) בהיקף של כ-0.67 מיליארד ₪. הנזילות הקיימת, הדיבידנדים הצפויים מחברות אפריקה נכסים, דניה סיבוס וחברת המפעיל (שיעור החזקה של כ-35%), השלמת מימוש נכס בארה"ב ביחד עם הנזילות הקיימת צפויים לספק מקורות מספקים לאמור.

בשנים 2017-2018 שימושי התזרים של החברה (קרן, ריבית והוצאות מטה) מסתכמים לכ-0.58 מיליארד ₪ וכ-0.64 מיליארד ₪, בהתאמה. ככל שהתקדמות הפעילות ובשלות הפרויקטים של אפי פיתוח לא תאפשר חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי ובהתחשב בנגישות הנמוכה של החברה למחזור אג"ח, כפי שעולה מהתשואות לפידיון בהן סדרות האג"ח נסחרות, החברה תידרש למימוש נכסים בהיקף של כ-1-0.8 מיליארד ₪ עד לתום תקופה זו (כמחצית מהסכום נדרש עד למאי 2017) וזאת בנוסף לדיבידנדים השוטפים מהחברות הבנות. אפשרויות החברה למימושים כוללת אחזקה במספר נכסים כגון יתרת החזקתה של כ-50% מחברת אפריקה מלונות, 35% מחברות המפעיל, שליטה בחברות אפריקה תעשיות ואפריקה מגורים (באמצעות חברת דניה סיבוס) וכ-56% ממניות אפריקה נכסים. נכסים אלו רשומים בספרים לפי שווי מצרפי של כ-1.7 מיליארד ₪, כאשר אפריקה נכסים נסחרת לפי שווי נמוך משמעותית משווייה בספרים וחברות אפריקה תעשיות ואפריקה מגורים נסחרות בשווי גבוה משוויין בספרים. חשוב להגדיר כי בשלב זה, לאור התנודתיות הרבה ואי הוודאות סביב מצבה העתידי של כלכלת רוסיה, קשה להעריך באיזה שלב פעילות החברה במדינה תוביל לחלוקת דיבידנדים משמעותית. לפיכך, להערכת מידרוג, ההיחלשות בגמישות הפיננסית וביכולתה של אפי פיתוח להפיק תזרים מספק לשירות חובות אפריקה השקעות מובילים להרעה בפרופיל הסיכון. מנגד, השיפור בחלק מהפעילויות האחרות מגדיל את היכולת להפיק מהן תזרים באמצעות מימוש החזקות מלא או חלקי ו/או מימוש של חלק מנכסי הליבה של אותן חברות.



נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

דוחות סולו אפריקה השקעות					אפריקה השקעות נתונים מאוחדים						
31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2014	30.06.2015	נתונים פיננסיים אלפי ₪
5,145	5,110	5,419	4,482	2,326	672,392	732,395	840,704	649,099	862,476	363,886	הכנסות מהשכרת והפעלת נכסים
105,136	56,954	5,154	243	25,855	3,018,764	3,693,364	3,193,070	2,245,961	2,978,859	1,367,177	הכנסות מעסקאות בניה ומקרקעין
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	1,756,548	2,064,820	2,001,010	1,415,557	1,812,460	909,055	מתעשייה
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	44,841	65,105	76,497	41,823	54,695	22,428	מפעילויות אחרות
110,281	62,064	10,573	4,725	28,181	5,492,545	6,555,684	6,111,281	4,352,440	5,708,490	2,662,546	סה"כ הכנסות
34,222	21,827	7,703	2,476	16,605	867,814	888,318	1,018,461	734,075	936,650	381,953	רווח גולמי בניכי הוצאות שיווק
31.0%	35.2%	72.9%	52.4%	58.9%	15.8%	13.6%	16.7%	16.9%	16.4%	14.3%	% רווח גולמי בניכי הוצאות שיווק
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	802,100	854,891	1,143,349	629,032	831,514	374,282	EBITDA בנטרול שערכים
595,811	-916,579	27,953	-731,219	-114,584	912,005	-1,309,484	253,056	282,325	-974,929	-131,530	רווח (הפסד) לתקופה
4,179,109	4,181,407	3,802,225	4,052,710	3,757,215	12,971,485	13,274,063	13,370,422	13,370,018	13,444,871	13,099,746	חוב פיננסי
310,809	747,030	155,165	796,834	504,831	1,501,728	2,081,635	1,759,688	1,298,507	1,490,415	1,664,860	נזילות **
3,868,300	3,434,377	3,647,060	3,255,876	3,252,384	11,469,757	11,192,428	11,610,734	12,071,511	11,954,456	11,434,886	חוב פיננסי, נטו
7,694,760	7,108,615	6,606,612	6,420,171	5,750,856	21,482,512	20,633,189	20,809,705	21,483,984	20,125,861	19,117,911	CAP
7,383,951	6,361,585	6,451,447	5,623,337	5,246,025	19,980,784	18,551,554	19,050,017	20,185,477	18,635,446	17,453,051	NET CAP
3,508,539	2,900,325	2,777,504	2,331,298	1,956,632	7,814,905	6,644,108	6,558,759	7,114,654	5,820,158	5,230,599	הון עצמי וזכויות מיעוט
8,049,568	7,647,016	6,776,198	6,518,553	5,851,486	24,853,317	23,640,953	23,823,689	24,508,605	22,976,855	22,057,401	סך מאזן בניכי מקדמות מלקוחות
54.3%	58.8%	57.6%	63.1%	65.3%	60.4%	64.3%	64.3%	62.2%	66.8%	68.5%	חוב פיננסי/CAP
52.4%	54.0%	56.5%	57.9%	62.0%	57.4%	60.3%	60.9%	59.8%	64.1%	65.5%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
43.6%	37.9%	41.0%	35.8%	33.4%	31.4%	28.1%	27.5%	29.0%	25.3%	23.7%	הון עצמי/ סך מאזן בניכי מקדמות
					512,531	1,695,065	754,433	659,057	746,965	306,155	תזרים מפעילות שוטפת CFO
					14	13	10	14	14	15	חוב נטו ל-EBITDA

* החוב הפיננסי מוצג בערך התחייבותי (פארי) אשר היוו גבוה מהיתרה בספרים בשל סיבות חשבונאיות. הפער מביא גם להתאמה בהוצאות המימון, ברווח (הפסד) לתקופה ובהון העצמי ** הנזילות סולו הינה לפי נתוני החברה

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- חיזוק משמעותי של המקורות לשירות החוב בטווח הארוך תוך כדי השבחת נכסים
- שיפור בכלכלת רוסיה באופן המשליך לחיוב על נראות חלוקת דיבידנדים מאפי פיתוח
- שיפור בנגישות למקורות מימון ובייחוד לשוק ההון בישראל, לאורך זמן

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שינויים מהותיים בניהול ואסטרטגיית המימון והפיתוח של החברה והעלאת פרופיל הסיכון העסקי
- אי עמידה בתחזיות החברה, באופן אשר יש בו כדי להרע את נזילות החברה
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית ובנזילות, תוך אי עמידה באמות המידה הפיננסיות בשטרי הנאמנות של האג"ח

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

אפריקה השקעות הינה אחת מקבוצות הנדל"ן המשמעותיות הרשומות בישראל והינה בשליטתו של מר לב לבייב. הקבוצה פועלת ברוסיה, ישראל, ארה"ב ומדינות אחרות במרכז ובמזרח אירופה, בייזום, פיתוח ותפעול של מרכזי מסחר, מבני משרדים, תעשייה מלונאות וכן בייזום פרויקטים למגורים. בנוסף, לחברה פעילות במגזרי קבלנות הבנייה, מגזר הפלדה ומגזר הקרמיקה. מטה החברה מרוכז בישראל. ביום 21.03.2010 אישר בית המשפט המחוזי בתל אביב את הסדר החוב בין החברה לבין מחזיקי אגרות החוב שלה. ההסדר כלל, בין היתר, תנאים להמרת חלק מחובות החברה להון החברה והון חברות בנות, השקעה בחברה על ידי מר לב לבייב ופריסת החוב למח"מ ארוך.

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

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים](#) - ספטמבר 2015

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

דוח קודם: מאי 2015 ומרץ 2015

תאריך דוח: 22 באוקטובר 2015

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 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 הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום¹, בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

¹ להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימושו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידי ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראוי ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידיה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידיה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.