

אפי נכסים בע"מ

מעקב | מרץ 2022

אנשי קשר:

מיכאל בן-זקן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

Michael.b@midroog.co.il

אורית תשובה

ראש צוות בכירה, מערכת דירוג משנית

Orit.teshuva@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

אפי נכסים בע"מ

דירוג סדרות ודירוג מנפיק	A2.il	אופק דירוג: יציב
דירוג נייר ערך מסחרי	P-1.il	-

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות החוב (סדרות ז"ד) שהנפיקה אפי נכסים בע"מ (להלן "החברה") וכן את דירוג המנפיק A2.il. אופק הדירוג יציב. מידרוג מותירה על כנו את דירוג החוב לזמן קצר, P-1.il, לניירות ערך מסחריים (סדרה 3) שהנפיקה החברה בהיקף של 170.1 מיליון ₪ ע.ג.

אגרות החוב וניירות הערך המסחריים במחזור המדורגים על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ז'	1132232	A2.il	יציב	30.04.2023
ח'	1142231	A2.il	יציב	15.10.2026
ט'*	1156470	A2.il	יציב	15.11.2023
י**	1160878	A2.il	יציב	30.03.2029
יא'	1171628	A2.il	יציב	30.06.2025
יב'	1173764	A2.il	יציב	15.09.2027
יג'	1178292	A2.il	יציב	30.06.2029
יד'	1184530	A2.il	יציב	30.03.2031
נע"מ (סדרה 3)	1168822	P-1.il	-	16.09.2022

* אגרות חוב סדרה ט' מובטחות במשכנתא ראשונה על נכסי פרויקט AFI Park 1-5, וכן בשעבוד ראשון על מניות חברות הפרויקט והכל בהתאם לתנאים בשטר הנאמנות לאגרות החוב. ** אגרות חוב סדרה יב' מובטחות במשכנתא ראשונה על נכסי פרויקט Airport City Belgrade, וכן בשעבוד ראשון על מניות חברות הפרויקט, והכל בהתאם לתנאים בשטר הנאמנות לאגרות החוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה הינה בעיקר בתחום הנדל"ן המניב למשרדים ולמסחר עם סך מאזן בהיקף משמעותי של כ-14 מיליארד ₪ הבולט לחיוב לרמת הדירוג. הפעילות של החברה נפרשת על פני 5 מדינות עיקריות, אך עם זאת כ-70% מהפעילות הינה בישראל (כ-23% במונחי שווי נכסים) וברומניה (כ-47%). הפיזור הנכסי והגיאוגרפי של נכסי החברה, לצד פיזור השוכרים, תורמים לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכון. הגדלת מרכיב הפעילות לדיור להשכרה, בעיקר בפולין ובצ'כיה צפויה לתמוך בהגדלת הפיזור.
- טריטוריות הפעילות של החברה, עם חשיפה מהותית לרומניה ולסרביה מכבידות על הערכת סיכון סביבת הפעילות של החברה בשל סיכון הריבון המאפיין מדינות אלו, כאשר מנגד מאפייני השוק במדינות אלו מסתנים זאת במידה מסוימת, בשל יחס שטח מסחר לנפש נמוך משמעותית ממדינות אחרות באירופה ובאיכות נכסים גבוהה.
- החברה העלתה את המינוף בשנים 2020-2021 כפי שנמדד ביחס חוב נטו ל-CAP נטו של כ-61% ל-30.09.2021, יחס המינוף הולם לרמת הדירוג, ותחת תרחיש הבסיס צפוי לעמוד על 62%-60%; יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO צפוי לעמוד על 24-32 שנים, והינו איטי לרמת הדירוג. העלייה במינוף היא פועל יוצא של אסטרטגיית הצמיחה של החברה בייזום פרויקטים חדשים וברכישת פרויקטים מניבים, המלווה בגידול בחוב הפיננסי לצד הנבה חלקית מנכסים אלה, אשר צפוי כי יושלמו בשנתיים הקרובות.
- גמישותה הפיננסית של החברה עדיין חלשה ביחס לדירוג, עם היקף נכסים לא משועבדים בסך של כ-1.4 מיליארד ₪ הכוללים בעיקר קרקעות, ומהווים כ-8% בלבד מסך המאזן בתרחיש הבסיס.
- המדיניות הפיננסית בחברה מאוזנת ונתמכת גם בגיוסי הון לצורך ביצוע השקעות לצד גיוסי חוב. בעלת השליטה בחברה היא ביג מרכזי קניות בע"מ (Aa3.il) המחזיקה כ-66% בחברה ומשליכה לחיוב על החברה.

- הדירוג לזמן קצר P-1.il מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, A2.il, ועל ניתוח הנזילות שלה. ניתוח הנזילות מתבסס על פעילות החברה בישראל, על בסיס דוח "סולו מורחב" וכולל, בין היתר, את ניתוח פעילות החברה, המזומנים מפעילותה השוטפת, השקעות צפויות ועוד. להערכת מידרוג, בשנת 2022 לחברה צפוי עודף מקורות על שימושים אשר הולם את רמת הדירוג. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא ייפחת בכל עת מיתרת הנע"מ בכל עת, לצורך גיבוי למול האופציה הקיימת בניירות הערך המסחריים להעמידן לפרעון מיידי בהתראה של 7 ימי עסקים.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל הנבה של נכסים שהשלמתם צפויה בטווח הקצר (תחת תרחישי רגישות להיקף ההכנסות ולמועד התייצבות הנכסים בהקמה). המשך הפעילות השוטפת תוך תרחישי רגישות להיקף ההכנסות, המשך השקעות בפרויקטים בישראל ובאירופה וכן חלוקות דיבידנד לבעלי המניות. יצוין כי לחברה אין מדיניות דיבידנד לבעלי המניות ומידרוג הניחה חלוקה בשיעור של בהיקף של כ- 25% מ-FFO זאת בהסתמך על שיעור חלוקה מתון שאפיין את החברה לאורך השנים. בנוסף, כולל תרחיש הבסיס שערך נכסים על פי דיווח החברה והפחתת הון בגין הפסדי מט"ח. כמו כן תרחיש הבסיס כולל את חלקה היחסי של החברה בנכסים, בהתחייבויות ובפעילות של חברות נכס.

שיקולים מבניים

לחברה 2 סדרות אג"ח המדורגות ע"י מידרוג אשר מובטחות בשעבוד על נכסים - סדרות ט' ו-יב'. מידרוג בחנה את טיב הבטוחות לכל אחת מהסדרות בהתאם למתודולוגיית "שיקולים מבניים" בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019). מידרוג בחנה את טיב הבטוחה ואת יחס ההשבה תחת תרחישי רגישות לכל אחת מהסדרות המובטחות. אג"ח סדרה ט' מובטחות בשעבוד על נכס מניב למשרדים ברומניה AFI Park 1-5 ואג"ח סדרה יב' מובטחות בנכס מניב למשרדים בסרביה, Airport City Belgrade. מידרוג בחנה תרחישי רגישות לשחיקה של 40% בתמורה נטו מהנכסים המשועבדים לגבי כל אחת מהסדרות ביחס לשווי ההון ליום 30.09.2021 ובהתחשב במאפייני הנכסים. תחת תרחישי רגישות יחס ההשבה עולה על 70%. עם זאת, מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאג"ח סדרות ט' ו-יב' לאור הערכתנו לאיכות בטוחה שאינה "חזקה" מאחר ומימוש הבטוחה לגבי כל אחת מהסדרות כרוך בהליך משפטי שעשוי להיערך במספר מדינות. כמו כן, לגבי אג"ח סדרה ט', הערכת איכות הבטוחה הושפעה גם ממאפייני הסביבה המשפטית ברומניה. לגבי אג"ח סדרה יב', הערכת איכות הבטוחה הושפעה גם מרמת הסחירות הנמוכה של הנכסים בבלגרד, סרביה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג נותר יציב בטווח התחזית זאת לאור הערכת מידרוג לשמירה על ביצועים תפעוליים בנכסים ויציבות בפרמטרים הפיננסים של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית, חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו, לשיעור נמוך מתרחיש הבסיס, סביב 50%
- גידול משמעותי בפעילות הדירוג להשכרה שתביא לקטון בחשיפה למסחר
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי של החברה, חוב ל-FFO, שיעמוד בטווח של 16-20

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה בשיעורי התפוסה והדרדרות מצבת הנכסים המניבים
- גידול מתמשך ברמת המינוף של החברה עם יחס חוב נטו ל- CAP נטו של 70% ומעלה תוך עלייה מתמשכת ביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג
- הדירוג לז"ק P-1.il יכול לרדת ככל שירד דירוג המנפיק של החברה ו/או ככל שהחברה לא תעמוד בהצהרתה לשמור בכל עת יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות מחייבות בגובה יתרת הנע"מ

אפי נכסים בע"מ - דוחות מאוחדים - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

2017	2018	2019	2020	9M-2021	
8,863	10,153	11,163	12,809	13,977	סך מאזן
4,102	4,687	4,880	6,768	8,010	חוב פיננסי נטו
52.8%	52.5%	51.2%	58.1%	60.9%	חוב נטו / CAP נטו
107.4	239.4	159.4	175.1	197.1	FFO LTM
38.2	19.6	30.6	38.7	40.6	חוב פיננסי נטו / FFO LTM
2,955	3,421	4,020	4,267	4,483	הון עצמי וזכויות מיעוט

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

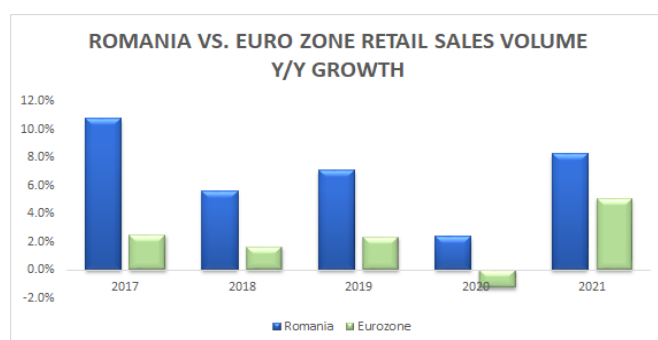
סביבת הפעילות

חשיפה למזרח אירופה ולענף המשרדים הממותנת ע"י איכות הנכסים

החברה פועלת בעיקר במגזר הנכסים המניבים למשרדים (כ- 69% מ- NOI וכ- 67% מהשווי הנכסי) ולמסחר (כ- 28% מ- NOI ושיעור דומה מהשווי הנכסי) ב- 6 מדינות, כאשר הפעילות ברומניה מהווה כ- 49% מ- NOI, הפעילות בישראל כ- 23% והפעילות בסרביה כ- 11%.

ענף הנדל"ן המניב למשרדים האחראי לעיקר הכנסותיה של החברה נשען דרך כלל על חוזי השכרה ארוכי טווח התורמים לנראות טובה יחסית של תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. בשנת 2021 שוק המשרדים בבוקרשט הציג יציבות בשכ"ד לצד גידול בהיצע ועליה ב- Vacancy Rate לכ- 13%. לצד זאת, לאחר 2 רבעונים בתחילת שנת 2020 בהם ה- Net Absorption היה שלילי, בחציון השני של 2020 ובשנת 2021 הוא חזר להיות חיובי למרות השינוי בדפוס העבודה, כאשר הגורם העיקרי שדוחף את הביקושים הינו ענף ההייטק והמחשוב. ענף המשרדים בישראל חווה גידול משמעותי בביקושים, בעיקר באזורי ביקוש, ומביא לעלייה בשכ"ד.

תרשים 1: שיעור שינוי במכירות הריטייל



מקור: JLL עיבוד: מידרוג

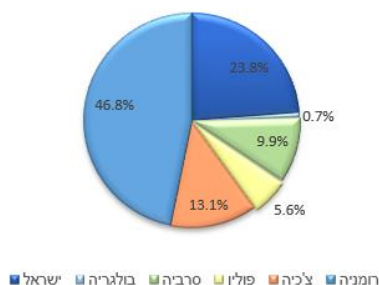
תחום המניבים למסחר נתון לאורך זמן להשפעות המסחר המקוון על השוק הקמעונאי בשל מגמת הקניות באון-ליין אשר מצויה בעלייה. פעילות החברה למסחר מרוכזת כולה ברומניה, אשר מדורגת ע"י Moody's בדירוג Baa3 והינה כלכלה חלשה המאופיינת בסיכון פוליטי גבוה ובמאזן חלש. סיכון זה מתמתן בחלקו בכך שסך המ"ר הקמעונאי לנפש ברומניה הינו מהנמוכים באירופה (נמוך מ- 1) וכי סך הגידול השנתי במכירות הריטייל לאורך שנים גבוה מה- Eurozone.

ענף הנדל"ן למסחר חשוף למגבלות אפשריות בשל הקורונה, גם אם יותר "רוכות" מהעבר. על פי תחזית האיחוד האירופי¹, השפעות האומיקרון על הכלכלה צפויות להיות קצרות טווח וכן הלחצים האינפלציוניים צפויים להיחלש עד סוף שנת 2022. על פי התחזית, התוצר ברומניה לשנים 2022-2023 צפוי לצמוח בשיעור של 4.2%-4.5%. הבנק המרכזי ברומניה העלה בשתי פעימות בשנת 2022 את הריבית מ- 1.75% ל- 2.5%.

¹ [Winter 2022 Economic Forecast](#)

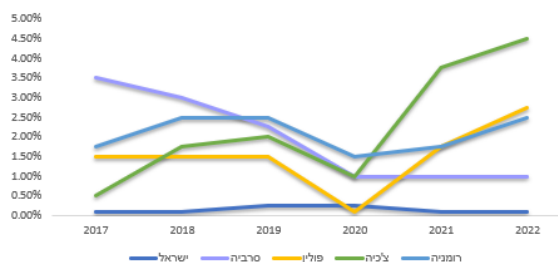
על פי סקירה של Moody's², ללחימה באוקראינה עשויה להיות השפעה משמעותית על הצמיחה במזרח אירופה, בעיקר בשל הסתמכותה על יבוא מרוסיה. ביחס למדינת הפעילות העיקרית של החברה, רומניה, על פי נתוני OEC³ לשנת 2019, רק כ- 1.6% מהייצוא הרומני הינו לרוסיה ואילו כ- 3.5% מהייבוא לרומניה הינו מרוסיה, מורכב בעיקרו מאנרגיה (כ- 76%). עם זאת, רומניה היא בין המדינות האירופאיות שתלותן בגז הרוסי הינה מהנמוכות, כך שרק כ- 10% מהגז מגיע מרוסיה⁴.

תרשים 3: אפי נכסים - פילוח נכסים לפי מדינה



עיבוד: מידורג

תרשים 2: שיעורי ריבית במדינות הפעילות



עיבוד: מידורג

בישראל מחזיקה החברה בעיקר נכסים מניבים למשרדים, בנוסף לייזום פרויקט לנדמארק שרובו גם כן מיועד למשרדים. חזרת העובדים למשרדים ועודפי הביקוש למשרדים, בעיקר באיזורי ביקוש ומחברות הייטק וסייבר, צפויים לתמוך בביקושים לנכסי החברה. על פי תחזית בנק ישראל מינואר 2022⁵, סיכונים הקשורים לקורונה פחתו לאור רמת ההתחסנות הגבוהה וכי השפעת המגבלות פוחתת לאור התאמת המשק לפעילות לצד הקורונה. האינפלציה בישראל עומדת על 3.1% ונמוכה משמעותית ממדינות מערביות אחרות. לצד זאת צופה בנק ישראל ב- 2022 צמיחה של כ- 5.5% בתוצר והריבית צפויה להיותר ברמה נמוכה.

החברה חשופה עוד בעיקר לפעילות משרדים בסרביה (בעיקר דרך Airport City Belgrade) המדורגת ע"י Moody's בדירוג Ba2 ופעילות משרדים בצ'כיה המדורגת ע"י Moody's בדירוג Aa3.

פרופיל עסקי

היקף פעילות במגמת צמיחה ופיזור נכסי וגאוגרפי בולטים לחיוב, עם שיעורי תפוסות גבוהים

צבר הנכסים של החברה כולל 31 נכסים מניבים, מתוכם 10 נכסים ברומניה, 8 נכסים בישראל, 6 נכסים בצ'כיה והיתר בסרביה, פולין ובולגריה. לחברה מספר פרויקטים בהקמה (משרדים ודוור להשכרה) ומספר רב של קרקעות לצורך פיתוח עתידי. החברה מציגה גידול עקבי בשווי הנדל"ן להשקעה, העומד נכון ל- 30.09.2021 על כ- 11 מיליארד ₪. תפוסות החברה עומדות על כ- 87% לאותו מועד. להערכת מידורג, שיעור התפוסה הממוצע בנכסי החברה הינו בהתאם למאפייני הפעילות בכל מדינה. החברה מציגה גידול עקבי ב- NOI וב- FFO לאור הנבה מפעילות ייזום, רכישת נכסים חדשים וגידול בהכנסות מנכסים קיימים.

פעילות החברה נפרסת בעיקר בישראל ובמזרח אירופה, בעיקר ברומניה, המאופיינת בסיכון רב יותר. לחברה נכסים איכותיים הממתנים להערכת מידורג את סיכון מדינות הפעילות. מידורג רואה בפעילות המסחר כפעילות בסיכון מוגבר, אך עם זאת לחברה נכסים באיכות גבוהה ובמיקומים מרכזיים.

² [Russia's Invasion of Ukraine Rattles Global Markets](#)

³ [OEC - Romania](#)

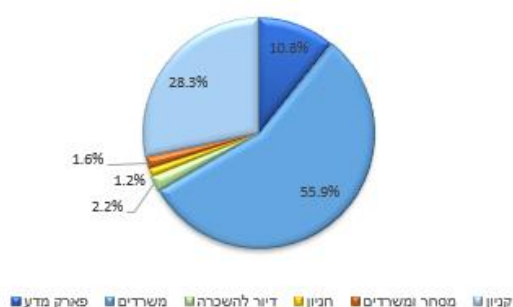
⁴ [Russian Gas Dependency](#)

⁵ [התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר, ינואר 2022](#)

פעילות החברה ברומניה אחראית לכ- 49% מה- NOI וכ- 47% משווי הנכסים. הפעילות ברומניה כוללת בעיקר נכסים מניבים בתחום המשרדים ובתחום המסחר. לחברה טרק רקורד משמעותי ברומניה. עיקר נכסי המשרדים של החברה הינם בבוקרשט. החברה מציגה שיעורי תפוסה דומים למקובל באיזורי הפעילות, כאשר הנכס הגדול ביותר בענף המשרדים ברומניה, AFI Park, מציג תפוסה גבוהה מאוד לאורך שנים וגבוהה מהתפוסות בבוקרשט. בתחום המסחר, הקניון המרכזי של החברה הינו קניון קוטרוצ'ן, הממוקם בבוקרשט, הגדול ביותר ברומניה ועם כמות המבקרים הגדולה ביותר, המציג תפוסות גבוהות לאורך שנים, תוך גידול ב- NOI עד לתחילת הקורונה. שווי הקניון מהווה כ- 19% משווי נכסי החברה, ושיעורו בסך הנכסים מוסיף לקטן לאורך השנים לאור הרחבת תמהיל הפעילות. בשל הקורונה ה- NOI בשנים 2020-2021 נמוך בכ- 23%-29% ביחס לשנת 2019 (כ- 38.4 מיליון אירו). מידרוג מעריכה כי ה- NOI בקניון ימשיך לגדול ובשנת 2023 יחזור לרמתו טרום הקורונה.

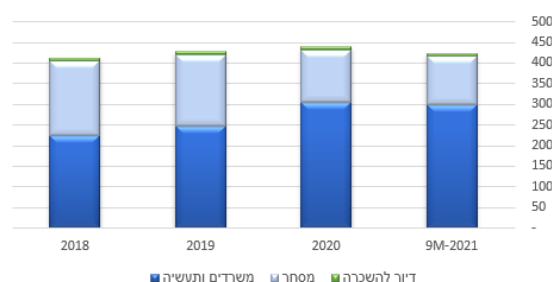
פעילות החברה בישראל מתמקדת בענף המשרדים. הנכס המניב המהותי של החברה בישראל הינו פארק המדע בקרית וויצמן. הנכס מציג תפוסות גבוהות והחברה ממשיכה לפתחו. הנכס מיועד לשוכרים בתחום המדע וההיטק וכולל התאמות ספציפיות בנכס לצורכי החברות המשכירות. מגדל קונקורד הינו נכס מהותי נוסף המציג תפוסה נמוכה יחסית של כ- 77% וזאת לאור היצע גדול של משרדים חדשים באיזור. השלמת פרויקט לנדמארק באיזור המשרדים המבוקש ביותר ברחוב הארבעה בתל אביב, אשר נמצא בשלבי שיווק מתקדמים צפויה לתרום משמעותית ל- FFO של החברה החל משנת 2024 ולהגדלת חלקה של ישראל בפעילות.

תרשים 4: פילוח נכסים לפי שווי נכסי



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

תרשים 3: NOI במיליוני ש"ח



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

החברה מציגה בשנת 2021 ובתשעת החודשים הראשונים של 2022, גידול בשיעור הנכסים המניבים מסך נכסי החברה שעומד על כ- 80% לעומת כ- 70% בשנים 2017-2019. החברה פועלת להגדיל את מרכיב הנדל"ן המניב בפרוטופוליו הנכסים, השלה, ובייחוד הרחבת פעילות הדיור להשכרה בישראל (לאחר אכלוס הפרויקט בשוהם) ובעיקר באירופה. עד 2025 צופה החברה כי היא תחזיק כ- 2,900 יח"ד (כ- 4,400 בהנחת השלמת עסקת T22), מרביתן בפולין ובצ'כיה. מידרוג מעריכה כי השלמת פרויקטים אלה (לצד גידול בפעילות המשרדים), תוך המשך הקטנת מרכיב המסחר מסך נכסי החברה, צפויה לתרום לחברה בגידול הפיזור הנכסי והגאוגרפי, לצד יצירת תזרים מענף מסוכן פחות ובמדינות חזקות יותר מהפעילות הקיימת של החברה.

פרופיל פיננסי

גידול במינוף ויחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג, לצד תזרימי מזומנים חזקים ובמגמת צמיחה

הגידול בנדל"ן להשקעה וירידה בהוצאות המימון הביאו עמם גידול בהיקף ה- FFO של החברה, כך שבשנת 2021 הוא צפוי לעמוד על כ- 270 מיליון ש"ח, בהשוואה לכ- 175 מיליון ש"ח בשנת 2020 וכ- 177 מיליון ש"ח בשנת 2019, היקף הולם לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה- FFO צפוי להמשיך ולצמוח לאחר תחילת הנבנה מפרויקטים בייזום. מידרוג צופה בתרחיש הבסיס FFO

בטווח של 300-425 מיליון ₪ בשנים 2022-2023, בעיקר לנוכח הנבה של פרויקטים של נדל"ן מניב בייזום כולל הנבה בפרויקטים ראשונים של דיור להשכרה וגידול בפעילות הקיימת. מנגד צפוי קיזוז חלקי מצד קיטון בפעילות הייזום למגורים באירופה.

בעקבות רכישת נכסים מניבים ופעילות ייזום, החברה מממנת חלק מהגידול במצבת הנכסים באשראי, אשר מביא לגידול מתמשך בחוב הפיננסי נטו של החברה ואשר הביאה לעלייה ברמת המינוף בשנתיים האחרונות, המתבטאת ביחס חוב נטו ל-CAP נטו שעמד על כ- 61% ליום 30.09.2021 לעומת כ-58% ל-31.12.2020 ובהשוואה לכ- 51% בשנת 2019. תחת תרחיש הבסיס הכולל המשך השקעה בפרויקטים בייזום לצד הנבה חלקית מפרויקטים שיסתיימו, מידרוג מעריכה כי שיעור המינוף יישמר בטווח של 60%-62% בשנים 2022-2023, שהינו שיעור מינוף הולם ביחס לרמת הדירוג.

יחסי הכיסוי של החברה מושפעים לשלילה ממרכיב חוב המשמש לייזום נכסים אשר טרם מניבים. יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO עמד בשנים 2018, 2019 ו-2020 על 48, 42 ו-42, בהתאמה. מידרוג מניחה יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO שינוע בטווח של 27-32 בשנים 2021-2022, יחס כיסוי איטי שאינו הולם את רמת הדירוג. יחס זה צפוי להשתפר בשנת 2023 ולעמוד על כ- 24 עם גידול צפוי בתזרים מנכסים.

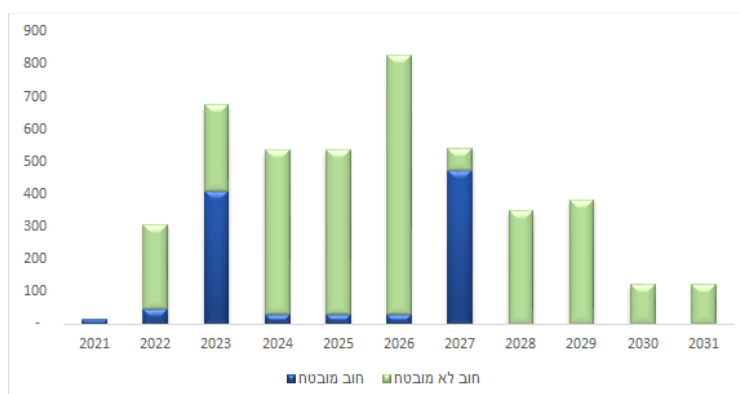
גמישות פיננסית חלשה ביחס לרמת הדירוג בעיקר לאור מיעוט נכסים לא משועבדים

לחברה היקף נכסים לא משועבדים נמוך יחסית של כ- 1.9 מיליארד ₪, המהווה כ-13.5% מסך המאזן ליום 30.09.2021, ומרביתו מורכב מקרקעות באירופה (כ-1.5 מיליארד ₪) ומנכסים מניבים (כ-0.4 מיליארד ₪). מידרוג מניחה כי הפרויקטים בהקמה שאינם משועבדים ימומנו במהלך 2022. בתרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי יחס זה יעמוד על כ- 8% בלבד לאור תרחיש רגישות בהיקף של 30% על שווי הקרקעות בשל מיקומן.

יחס המינוף של הנכסים המשועבדים הינו מתון יחסית ועומד על כ- 50.6% ליום 30.09.2021 ומידרוג מעריכה כי הוא עשוי לעלות לכ- 52.5% שהינו הולם לדירוג ומקנה לחברה נגישות טובה למימון מחדש של הנכסים ואף יצירת עודף תזרימי. הנכסים המניבים של החברה מציגים תזרים יציב מדמי שכירות, מאפיין אשר מממן את הסיכון שבמימון מחדש של חוב מובטח. לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, כך שכ- 50% מהחוב הפיננסי של החברה הינו אג"ח סחיר בישראל, המממן בחלקו גם פעילות ברומניה ובסרביה. עלויות המימון של החברה פחתו עם השנים.

נזילות החברה בולטת לטובה למול צורכי שירות החוב. לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי בסך של כ- 603 מיליון ₪ נכון ל-30.09.2021 וזאת לצד מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף של כ-250 מיליון ₪ וקבלת מסגרת אשראי חדשה נוספת בהיקף של 100 מיליון ₪, אמצעים אלה משקפים יחס של כ- 143% ביחס לשירות הקרן הלא מובטח במשך שנתיים מייצגות. לחברה תשלום קרן אג"ח של כ- 307 מיליון ₪ בשנת 2022, ובשנים 2023-2025 יעלה שירות קרן האג"ח השנתי לכ- 582 מיליון ₪ בממוצע.

תרשים 5: לוח סילוקין קרן אג"ח, במיליוני ש"ח



כולל הרחבת סדרה יג' והנפקת סדרה יד' שבוצעו לאחר תאריך המאזן ל-30.09.2021

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת ברמת מינוף מתונה לאורך זמן כאשר מעת לעת תיתכן עליה נקודתית עם מימוש אסטרטגית הצמיחה (שהינה מדודה).

מטריצת הדירוג

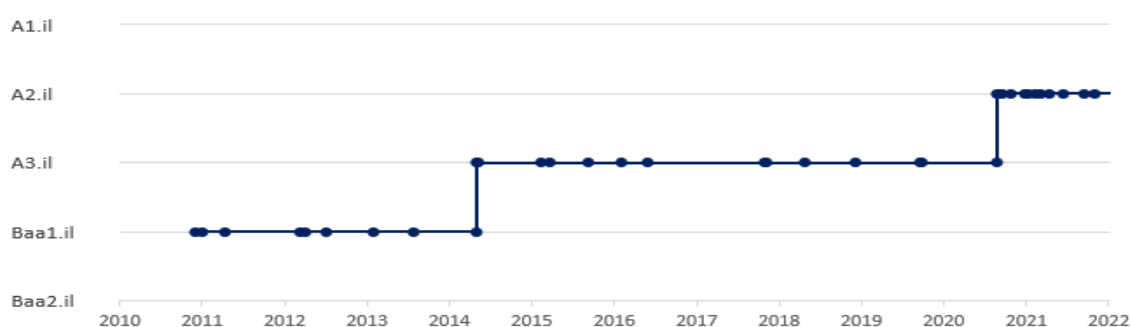
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	16.3	Aaa.il	13.9	סך מאזן (מיליארד ₪)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	62%-60%	A.il	61%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Aa.il	300-425	Aa.il	270	היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
A.il	23-31	Baa.il	40	חוב פיננסי נטו / FFO	
Baa.il	8.4%	A.il	13.5%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	52.5%	A.il	50.6%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Aa.il	143%	Aa.il	150%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A2.il					דירוג נגזר
A2.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק

אודות החברה

אפי נכסים הפכה לחברה ציבורית בשנת 2004, החברה מתמחה בייזום, הקמה, תפעול והשכרה של נכסים מניבים למשרדים ומסחר באירופה ובישראל. החל מינואר 2021, בעלת השליטה בחברה הינה ביג מרכזי קניות בע"מ (כ- 66%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אפי נכסים בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[דירוגים לזמן קצר - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

14.03.2022	תאריך דוח הדירוג:
07.02.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
16.02.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אפי נכסים בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אפי נכסים בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה 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 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.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

P-1.il	מנפיקים המדורגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידורג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדורגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידורג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידורג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים Not Prime.il אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים⁶

דירוג זמן קצר	דירוג זמן ארוך
Prime-1.il	Aaa.il
	Aa1.il
	Aa2.il
	Aa3.il
	A1.il
	A2.il
Prime-2.il	A3.il
	Baa1.il
	Baa2.il
Prime-3.il	Baa3.il
NotPrime	Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il
	B1.il, B2.il, B3.il
	Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il
	Ca.il
	C.il

⁶ דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>