

# אפי נכסים בע"מ

מעקב | מרץ 2023

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן, מעריכת דירוג ראשית  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

שירן פימא, רו"ח  
ראש צוות, מעריכת דירוג משנית  
[Shiranfh@midrog.co.il](mailto:Shiranfh@midrog.co.il)

## אפי נכסים בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il ודירוג זה לאגרות החוב (סדרות ז, ח, ט, י, יא, יב, יג, יד) שהנפיקה אפי נכסים בע"מ (להלן "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן מידרוג מותירה על כנו דירוג P-1.il לניירות ערך מסחריים (סדרה 3) שהנפיקה החברה בסך 320.1 מיליון ש"ח ע.ג.

### אגרות החוב וניירות הערך המסחריים במחזור המדורגים על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.04.2023	יציב	A2.il	1132232	ז'
15.10.2026	יציב	A2.il	1142231	ח'
15.11.2023	יציב	A2.il	1156470	ט**
30.03.2029	יציב	A2.il	1160878	י'
30.06.2025	יציב	A2.il	1171628	יא'
15.09.2027	יציב	A2.il	1173764	יב**
30.06.2029	יציב	A2.il	1178292	יג'
30.03.2031	יציב	A2.il	1184530	יד'
16.09.2023	-	P-1.il	1168822	נע"מ (סדרה 3)

\* 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-16 מיליארד ש"ח הבולט לחיוב לרמת הדירוג. הנכסים המניבים של החברה נפרשים על פני 5 מדינות עיקריות: ישראל (כ-26% במונחי שווי נכסים מניבים), רומניה (כ-44%), צ'כיה (כ-13%), סרביה (כ-11%) ופולין (כ-6%). הפיזור הנכסי והגיאוגרפי של נכסי החברה, לצד פיזור השוכרים, תורמים לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכון.
- טריטוריות הפעילות של החברה, עם חשיפה מהותית לרומניה מכבידות על הערכת סיכון סביבת הפעילות של החברה בשל סיכון הריבון המאפייני מדינה זו, כאשר מנגד מאפייני השוק ממתנים זאת במידה מסוימת, בשל יחס שטח מסחר לנפש ברומניה נמוך משמעותית ממדינות אחרות באירופה ואיכות נכסים גבוהה.
- החוב הפיננסי של החברה מצוי במגמת גידול בשנים האחרונות, פועל יוצא של אסטרטגיית הצמיחה של החברה לייזום פרויקטים בעיקר בתחום המשרדים והמגורים להשכרה ורכישת פרויקטים מניבים. יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO צפוי לעמוד על 29-46 שנים, והינו איטי לרמת הדירוג. לצד הגידול בחוב עם הנבה הדרגתית של הנכסים בייזום, היחס מושפע לשלילה גם מעליית הריבית. החברה הפגינה יציבות במינוף בשנים 2021-2022 כפי שנמדד ביחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם של כ-59% (כולל איחוד יחסי של חברות כלולות) ל-30.09.2022 בזכות עליית ערך נדל"ן מניב ונדל"ן מניב בהקמה וכן גיוס הון מניות. יחס המינוף הולם את רמת הדירוג וצפוי לעמוד תחת תרחיש הבסיס על 60%-62%.
- לחברה נכסים לא משועבדים בסך של כ-2.6 מיליארד ש"ח הכוללים נכסים מניבים, נכסים מניבים בהקמה וקרקעות, ומהווים כ-16% מהמאזן ל-30.09.2022, שיעור נמוך יחסית שאינו צפוי להשתנות מהותית ופוגם בגמישות הפיננסית של החברה.

- 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- 85% בחברה ומשליכה לחיוב על המדיניות הפיננסית.

- הדירוג לזמן קצר P-1.il מבוסס על דירוג המנפיק A2.il ועל ניתוח הנזילות של החברה. להערכת מידרוג, בשנת 2023 לחברה צפוי עודף מקורות על שימושים אשר הולם את רמת הדירוג לז"ק. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא יפחת 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, בין היתר, המשך הפעילות השוטפת תוך תרחישי רגישות להיקף ההכנסות מהשכרה, הגבה של נכסים שהשלמתם צפויה בטווח הקצר על בסיס חוזים חתומים ותחת תרחישי רגישות להיקף ההכנסות ולמועד התייצבות הנכסים בהקמה, וכן המשך השקעות בפרויקטים בישראל ובאירופה. יצוין כי לחברה אין מדיניות דיבידנד לבעלי המניות ומידרוג הניחה שלא תבצע חלוקת דיבידנד בטווח התחזית בהסתמך על שיעור חלוקה מתון עד אפסי שאפיין את החברה לאורך השנים. מדידת היחסים בתרחיש הבסיס כוללת את חלקה היחסי של החברה בנכסים, בהתחייבויות ובתזרימים של חברות כלולות.

### שיקולים מבניים

סדרות ט' ו-יב' שהנפיקה החברה מובטחות בשעבוד על נכסים. אג"ח סדרה ט' מובטחות בשעבוד על נכס מניב למשרדים ברומניה AFI Park 1-5 ואג"ח סדרה יב' מובטחות בשעבוד על נכס מניב למשרדים בסרביה Airport City Belgrade. מידרוג בחנה את טיב הבטוחה ואת יחס ההשבה בקרות כשל פרעון תחת תרחישי רגישות לכל אחת מהסדרות המובטחות. מידרוג בחנה תרחישי רגישות לשחיקה של 40% בתמורה נטו מהנכסים המשועבדים לגבי כל אחת מהסדרות ביחס לשווי ההוגן בספרי החברה ליום 30.09.2022 ובהתחשב במאפייני הנכסים. תחת תרחישי הרגישות יחס ההשבה עולה על 70%. עם זאת, מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאג"ח סדרות ט' ו-יב' לאור הערכתנו לאיכות בטוחה שאינה "גבוהה" מאחר ומימוש הבטוחה לגבי כל אחת מהסדרות כרוך בהליך משפטי שעשוי להיערך במספר מדינות.

### 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:

- ירידה בחוב הפיננסי ועלייה בתזרימי המזומנים השוטפים שיובילו לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי של החברה.
- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית, חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו, לשיעור נמוך מתרחיש הבסיס.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה בשיעורי התפוסה והדרדרות מצבת הנכסים המניבים.
- גידול מתמשך ברמת המינוף של החברה תוך עלייה מתמשכת ביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג.
- ירידה בדירוג לז"ק P-1.il 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 ₪**

2018	2019	2020	2021	30.09.2022	
10,153	11,163	12,809	14,018	15,983	סך מאזן
4,687	4,880	6,768	7,996	8,560	חוב פיננסי נטו
52.5%	51.2%	58.1%	60.7%	59.3%	חוב נטו / CAP נטו - מותאם
239.4	159.4	175.1	237.7	202.2	FFO LTM**
19.6	30.6	38.7	33.6	34.7	חוב פיננסי נטו / FFO LTM - מותאם
3,421	4,020	4,267	4,485	5,385	הון עצמי זכויות מיעוט

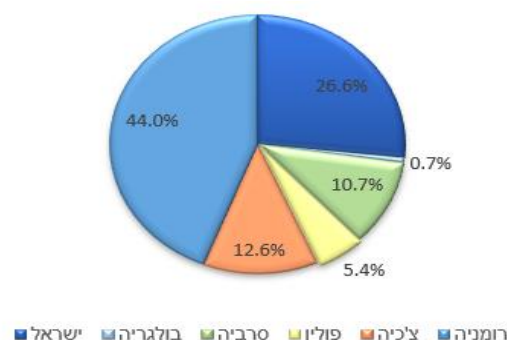
\* יחסי הכיסוי חוב נטו ל- CAP נטו ו- חוב פיננסי נטו ל- FFO נמדדים עם איחוד יחסי של החברות הכלולות מחצית היובל ו- דיור להשכרה שהם.  
\*\* 12 חודשים אחרונים.

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**חשיפה למדינות מזרח אירופה ובעיקר רומניה משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון**

החברה פועלת בעיקר במגזר הנכסים המניבים למשרדים ולמסחר ב- 5 מדינות עיקריות, כאשר הפעילות ברומניה ובישראל הינה פעילות מהותית מאוד המהווה כ- 44% וכ- 26% מסך שווי הנכסים המניבים, בהתאמה. בנוסף לחברה פעילות בסרביה, פולין, צ'כיה ובולגריה אשר מהוות יחד כ- 30% משווי הנכסים.

תרשים 1: אפי נכסים - פילוח שווי נדל"ן להשקעה ליום 30.09.2022 לפי מדינה



מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג

רומניה מדורגת ע"י Moody's בדירוג Baa3 והינה כלכלה חלשה המאופיינת בסיכון פוליטי גבוה, מאזן חלש ואינפלציה גבוהה אשר עמדה על כ- 14% בשנת 2022. על פי הערכות Moody's, התוצר ברומניה צפוי לצמוח בשיעור של 3%- 2.5% בשנים 2023 - 2024. כמו כן, על פי תחזית האיחוד האירופי<sup>1</sup>, השפעות הלחצים האינפלציוניים צפויות להתמתן עד סוף שנת 2023 וצפויה ירידה בריבית הבנק המרכזי ברומניה אשר עומדת על כ- 7% נכון לפברואר 2023.

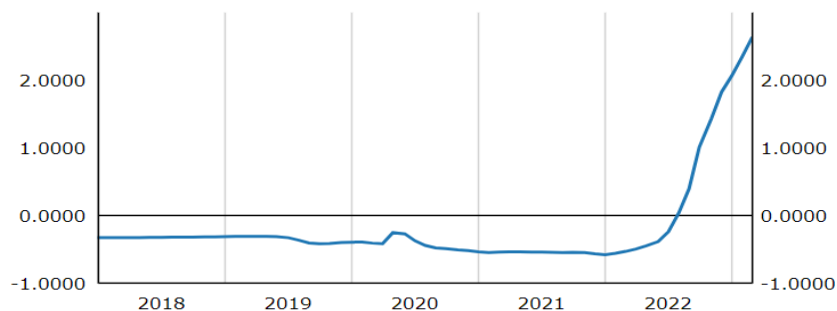
ברומניה לחברה פעילות משרדים ומסחר, כאשר תחום המשרדים האחראי לעיקר הכנסותיה של החברה ברומניה נשען דרך כלל על חוזי השכרה ארוכי טווח התורמים לנראות טובה יחסית של תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. בשנת 2022 שוק המשרדים בבוקרשט הציג יציבות בשכ"ד לצד גידול בהיצע ועליה ב- Vacancy Rate לכ- 14%. פעילות המסחר של החברה מרוכזת כולה

<sup>1</sup> European commission data, 2023 Economic Forecast, February 2023

ברומניה. סך המ"ר הקמעונאי לנפש ברומניה הינו מהנמוכים באירופה (נמוך מ-1) וכי בנוסף לגידול הצפוי בצריכה הפרטית בכ- 5% בשנת 2022, ע"פ דוח של CBRE2.

בנוסף, לחברה חשיפה 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.

### תרשים 2: ריבית היריבור, בסיס חישוב ממוצע 3 חודשים



מקור: European Central Bank

בישראל מחזיקה החברה נכסים מניבים למשרדים, בנוסף לייזום פרויקט לנדמארק שרובו גם כן מיועד למשרדים. ע"פ דיווחי החברה, המגדל הראשון של הפרויקט לנדמארק A אשר צפוי להתאכלס בשנת 2024, הושכר כמעט במלואו עם חוזים חתומים של 86% נכון ל-30.09.2022.

מדינת ישראל מדורגת A1 באופק חיובי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה. האינפלציה בישראל גבוהה, אך מתונה ביחס ליתר מדינות OECD, כאשר על פי נתוני בנק ישראל האינפלציה ב-12 החודשים שעד ינואר 2023 עמדה על שיעור של כ-5.4% ובהתאם לתחזית הבנק המרכזי מחודש ינואר 2022, היא צפויה לעמוד על 3% בסוף שנת 2023. על פי נתוני בנק ישראל מחודש ינואר 2023, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ-2.8% בשנת 2023 ובשיעור של כ-3.5% בשנת 2024. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנים 2023-2024 יעמוד על כ-4%.

סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל מצוי תחת איום ההאטה בכלכלה העולמית ובישראל לאחר שנהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ. קיומם של חוזי שכירות ארוכי טווח בענף המשרדים מהווה גורם ממתן בפני ירידה חדה בביקושים, אולם זו ייתכן ותיתן אותותיה בירידה בשיעורי התפוסה ובירידה בדמי השכירות. להערכת מידרוג הפערים בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה בין משרדים ברמת איכות גבוהה, המאופיינים במיקום אטרקטיבי, וברמת גבוהה של גימור ושירותים הם משמעותיים, בפרט לאור התייקרות עלויות הבנייה, כאשר מבנים באיכות גבוהה מבוקשים יחסית גם בשל היצע מוגבל לסוג כזה של משרדים. נכסי משרדים באיכות פחותה ובמעגלים הסובבים את ת"א עלולים לסבול מירידת מחירים ומירידה בשיעורי תפוסה במידה חדה יותר. מאז פרוץ הקורונה ניכרת נטייה של שוכרים חדשים לקצר את משך החוזים בשל אי הוודאות וכדי לשמור על גמישות. מגמה זו צפויה להימשך, לרבות באמצעות שכירות משנה מצד חברות שצמצמו מועסקים. באופן כללי, שוק המשרדים בישראל מאופיין במיעוט עסקאות מהותיות יחסית להיקף השוק, במידה אשר מקשה על שקיפות שווי הנכסים וכיוונם ברקע העלייה בריבית.

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

צבר נכסי הנדל"ן המניבים של החברה כולל 35 נכסים, מתוכם 11 נכסים ברומניה, 8 נכסים בישראל, 7 נכסים בצ'כיה והיתר בסרביה, פולין ובולגריה. לחברה מספר פרויקטים בהקמה (משרדים ודירות להשכרה) ומספר רב של קרקעות לצורך פיתוח עתידי. החברה

Romania Retail Market Snapshot Q3 2022, CBRE<sup>2</sup>

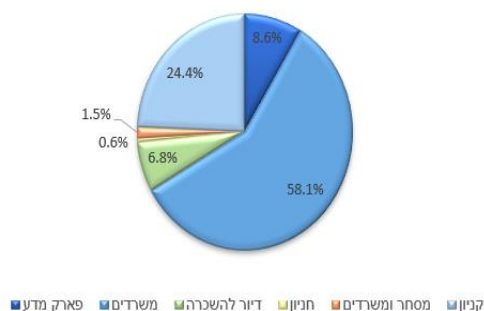
מציגה גידול עקבי בשווי נדל"ן להשקעה בספריה, העומד נכון ליום 30.09.2022 על כ- 12.5 מיליארד ₪. שיעור התפוסה המשוכלל של נכסיה המניבים עומד על כ- 88% לאותו מועד. להערכת מידרוג, שיעור התפוסה הממוצע בנכסי החברה הולם את מאפייני הפעילות בכל מדינה.

הפעילות ברומניה כוללת בעיקר נכסים מניבים בתחום המשרדים ובתחום המסחר. לחברה טרק ריקוד וניסיון מוכח ומשמעותי ברומניה. עיקר נכסי המשרדים של החברה הינם בבוקרשט. החברה מציגה שיעורי תפוסה דומים למקובל באזורי הפעילות, כאשר הנכס הגדול ביותר בענף המשרדים ברומניה, AFI Park, מציג תפוסת 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 מתמיד ב- NOI. שווי הקניון מהווה כ- 17% משווי הנכסים המניבים של החברה, ושיעורו בסך הנכסים מוסיף לקטון לאורך השנים לאור הרחבת תמהיל הפעילות.

פעילות החברה בישראל מתמקדת בענף המשרדים. הנכס המניב המהותי של החברה בישראל הינו פארק המדע בקרית וויצמן. הנכס מציג תפוסות גבוהות של כ- 96% והחברה ממשיכה להרחיבו. הנכס מיועד לשוכרים בתחום המדע וההייטק וכולל התאמות ייעודיות לצורכי החברות המשכירות. מגדל קונקורד לעומת זאת מציג תפוסה נמוכה יחסית של כ- 84% נכון ל-30.09.2022 עם שיפור בתפוסה לשיעור של כ- 92% בסוף 2022, ע"פ דיווחי החברה.

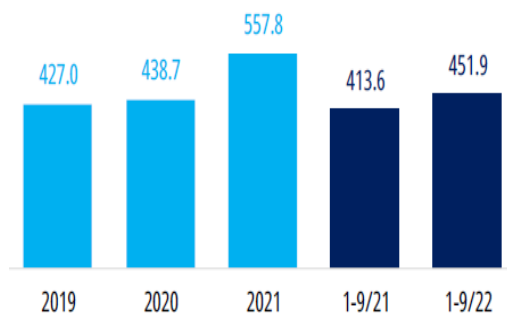
השלמת פרויקט לנדמארק שלב A באזור המשרדים ברחוב הארבעה בתל אביב, אשר בנייתו צפויה להסתיים בתחילת שנת 2024 והוא נמצא בשלבי שיווק מתקדמים, צפויה לתרום משמעותית להכנסות ולתזרים החברה החל משנת 2024 ולהגדלת חלקה של ישראל בתמהיל הגיאוגרפי של ההכנסות. עקב מיקומו המרכזי של הנכס והביקוש הרב להשכרה באזור ששרר בשנה האחרונה, מרבית שטחי המשרדים של הבניין הראשון הושכרו למספר חברות הייטק ושיעור ההשכרה עומד על כ- 86% נכון ל-30.09.2022.

תרשים 4: פילוח שווי נדל"ן מניב לפי שימושים



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

תרשים 3: NOI במיליוני ש"ח



מקור: דוחות החברה. נתונים מוצגים על בסיס חלק החברה וכוללים חברות המוצגות על בסיס אקוויטי

פרויקט לנדמארק תומך באסטרטגיית החברה להקטין את מרכיב הנדל"ן המסחרי בתמהיל פעילותה. כמו כן החברה פועלת להרחבת פעילות ההשכרה למגורים בעיקר במרכז אירופה, תוך יציאה מתחום הייזום של דירות מגורים למכירה. החברה מצויה בתהליכי ייזום והקמה של פרויקטים לדיוור להשכרה בהיקף של אלפי יח"ד בעיקר בפולין ובצ'כיה, אולם אלו אינם צפויים להוות שיעור משמעותי בהכנסות החברה לפני שנת 2027. להערכת מידרוג מהלכיה של החברה לגיוון תמהיל השימושים והנכסים בפורטפוליו הינם חיוביים לפרופיל הסיכון של החברה, עם זאת הדבר כרוך בהיקף ייזום משמעותי בפעילות החברה בשנים אלו, אשר מידרוג מעריכה שינוע בטווח של 10% - 15% מהיקף המאזן.

## יציבות במינוף יחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג, לצד תזרימי מזומנים חזקים ובמגמת צמיחה

ה- NOI הצפוי של החברה לסוף שנת 2022 הינו כ- 620 מיליון ₪ לעומת כ- 558 מיליון ₪ בשנת 2021. הגידול ב- NOI בין השנים הנ"ל מיוחס לשיפור בהכנסות מנכסים קיימים, בדגש על קניון קונטרצ'ן ברומניה אשר הציג שיפור מהותי בהכנסות ביחס לשנת 2021 וזאת לאחר התייצבות במחירי ההשכרה וגמר ההנחות לאחר משבר הקורונה. כמו כן, תרמו לשיפור ב- NOI המשך איכלוס פרויקטים חדשים שבנייתם נסתיימה באירופה. מנגד זאת, היחלשות מטבע האירו לעומת השקל בשיעור של כ- 10% בין השנים 2021 - 2022 תרמה לירידה ב- NOI במונחים שקליים. בשנים 2023 ו- 2024 צפוי גידול ב- NOI בשל השלמת פרויקטים מניבים בבנייה, ובעיקר בשנת 2024 עם השלמת פרויקט לנדמארק ואכלוסו, ולהערכת מידרוג ה- NOI בשנים אלו צפוי לעמוד בטווח של 700-850 מיליון ₪.

הגידול ב- NOI בשנת 2022 בהשוואה לשנת 2021 קוזז מצד עלייה בעלויות המימון כך שבשנת 2022 ה- FFO צפוי לעמוד על כ- 215 מיליון ₪, בהשוואה לכ- 230 מיליון ₪ בשנת 2021 וכ- 160 מיליון ₪ בשנת 2020, היקף הולם לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס, מידרוג צופה FFO בטווח של 250-360 מיליון ₪ בשנים 2023-2024, בעיקר בשל הגידול ב- NOI כנזכר לעיל, כאשר מנגד צפוי קיזוז חלקי עקב קיטון בפעילות מכירת הדירות באירופה ועלייה חדה בהוצאות המימון לאור עליית הריבית, בהתחשב בכך שחלק מהלוואות החברה באירופה הן על בסיס היוריבור וכן לאור המימון מחדש של הקניונים ברומניה שבוצע לאחרונה.

רכישת נכסים מניבים ופעילות ייזום אשר ממומנים בחלקם באמצעות אשראי, מובילים לגידול מתמשך בחוב הפיננסי נטו של החברה, אשר לצד עלייה בשווי הנכסים וגיוס הון, הובילו ליציבות ברמת המינוף בשנתיים האחרונות, המתבטאת ביחס חוב נטו ל- CAP נטו שעמד על כ- 59% ליום 30.09.2022 לעומת כ- 60% ליום 31.12.2021 וכ- 58% ליום 31.12.2020. תחת תרחיש הבסיס הכולל המשך השקעה בפרויקטים בייזום לצד הנבה חלקית מפרויקטים שיסתיימו, מידרוג מעריכה כי שיעור המינוף יעלה לטווח של 60%-62% בשנים 2023-2024, שהינו שיעור מינוף הולם ביחס לרמת הדירוג.

יחסי הכיסוי של החברה מושפעים לשלילה ממרכיב חוב המשמש לייזום נכסים אשר טרם מניבים. מידרוג מניחה יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO מותאם שינוע בטווח של 37-45 בשנים 2022-2023, יחס כיסוי איטי שאינו הולם את רמת הדירוג. יחס זה צפוי להשתפר בשנת 2024 ולעמוד על כ- 27 עם גידול צפוי בתזרים מנכסים.

## שיעור נמוך יחסית של נכסים לא משועבדים המשליך לשלילה על הגמישות הפיננסית

לחברה נכסים לא משועבדים בסך של כ- 2.6 מיליארד ₪, המהווה כ- 16% מסך המאזן ליום 30.09.2022, מכך כ- 1.1 מיליארד ₪ קרקעות באירופה והיתרה נכסים מניבים ונכסים מניבים בהקמה. מידרוג מניחה כי חלק מהפרויקטים בהקמה שאינם משועבדים ימומנו במהלך 2023. בתרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי יחס זה יעמוד על כ- 14% לאור תרחיש רגישות שמידרוג ביצעה על שווי הקרקעות באירופה.

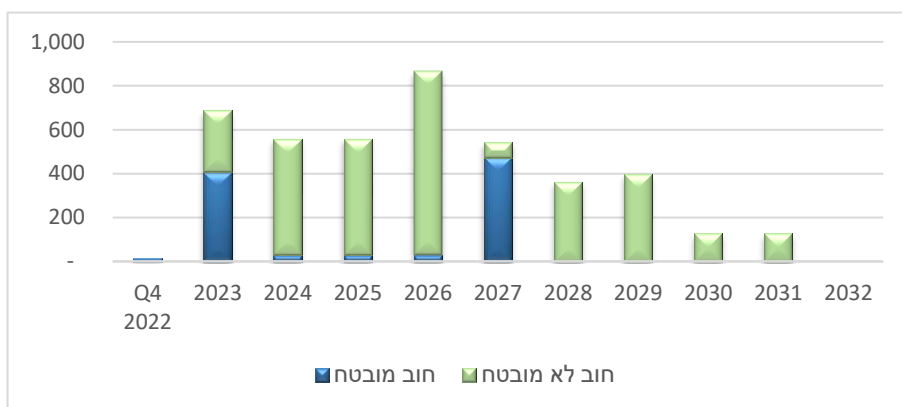
יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה הינו מתון יחסית ועומד על כ- 45% ליום 30.09.2022 ומידרוג מעריכה כי הוא עשוי לעלות לכ- 48% שהינו הולם למידרוג ומקנה לחברה נגישות טובה למימון מחדש של הנכסים ואף יצירת עודף תזרימי. הנכסים המניבים של החברה מציגים תזרים יציב מדמי שכירות, מאפיין אשר ממתן את הסיכון שבמימון מחדש של חוב מובטח. לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, כך שכ- 47% מהחוב הפיננסי של החברה הינו אג"ח סחיר בישראל, המממן בחלקו גם פעילות ברומניה ובסרביה.

## נזילות הולמת למול עומס פרעונות לא מבוטל, ונשענת על היקף משמעותי של יתרות נזילות ומסגרות אשראי פנויות

לחברה יתרות נזילות (מאוחד) בהיקף משמעותי בסך של כ- 793 מיליון ₪ נכון ל- 30.09.2022 וזאת לצד מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף של כ- 350 מיליון ₪. אמצעים אלה משקפים יחס של כ- 81% ביחס לשירות קרן החוב הלא מובטח במשך שנתיים מייצגות. לחברה תשלום קרן אג"ח של כ- 700 מיליון ₪ בשנת 2023, ובשנים 2024-2025 עומד הפרעון השנתי על כ- 560 מיליון ₪ בכל שנה. ניתוח הנזילות לתקופה של 12 חודשים מצביע על עודף מקורות על נזילות הולם. מקורות החברה נסמכים בעיקר על יתרות

נזילות בהיקף משמעותי ל- 30.09.2022, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות, תזרים ממימון מחדש של נכסים ותזרים מפעילות שוטפת. לצד זאת השימושים העיקריים כוללים פרעון אג"ח והשקעות בפיתוח וייזום נכסים קיימים, שהונח כי ימומנו בהלוואות ייעודיות. 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.

תרשים 5: לוח סילוקין קרן אג"ח ליום 30.09.2022, במיליוני ש"ח



### שיקולי ESG

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

### מטריצת הדירוג

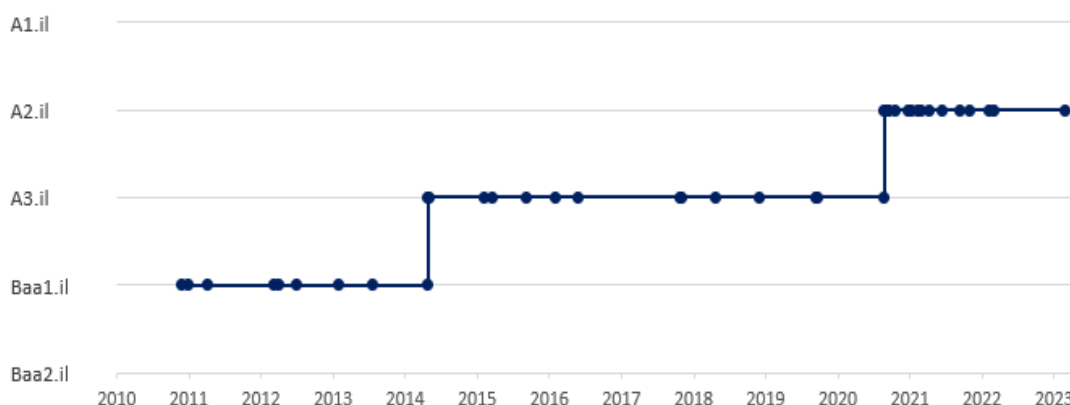
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	18	Aaa.il	15.9	סך מאזן (מיליארד ש"ח)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	62%- 60%	A.il	59.3%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל סיכון
Aa.il	250-360	Aa.il	202	היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
Baa.il	27-45	Baa.il	44	חוב פיננסי נטו/ FFO	
A.il	14%	A.il	16%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	48%	A.il	45%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	81%	Aa.il	141%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>A2.il</b>				<b>דירוג נגזר</b>	
<b>A2.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	

[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- 85%).

## 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 תאגידי - 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](#)

[השפעת עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - דוח מיוחד \(הערת ענף\), יולי 2022](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

## מידע כללי

12.03.2023	תאריך דוח הדירוג:
27.10.2022	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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 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.

**סולם דירוג מקומי לזמן קצר**

P-1.il	מנפיקים המדרגים Prime-1.il הינם, על פי שיפטה של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדרגים Prime-2.il הינם, על פי שיפטה של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדרגים Prime-3.il הינם, על פי שיפטה של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדרגים 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 קיימים<sup>3</sup>

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

<sup>3</sup> 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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 ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>