

אפי נכסים בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | ספטמבר 2019

אנשי קשר:

רו"ח אופיר זלינגר, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
Ophir.zelinger@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אפי נכסים בע"מ

דירוג סדרות	A3.il	אופק דירוג: חיובי
-------------	-------	-------------------

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A3.il לסדרות אגרות החוב ו' - ט' שהנפיקה אפי נכסים בע"מ (להלן "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי. מידרוג קובעת דירוג A3.il לאגרות חוב שתנפיק החברה באמצעות סדרה חדשה בסך של עד 250 מיליון ₪ ע.ב., אופק הדירוג חיובי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ו' *	1129550	A3.il	חיובי	05.01.2021
ז'	1132232	A3.il	חיובי	30.04.2023
ח'	1142231	A3.il	חיובי	15.10.2026
ט' **	1156470	A3.il	חיובי	15.11.2023

* סדרת אגרות חוב ו' מובטחות בשעבוד על מניות חברת AFI Europe N.V. (חברה בת בבעלות מלאה). מידרוג בחנה את טיב הבטוחה בהתאם למתודולוגית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" - ספטמבר 2017, ולא מצאה מקום למתן עדיפות דירוגית לסדרות אלו.

** סדרת אגרות חוב ט' מובטחת במשכנתא ראשונה על נכסי פרויקט AFI Park 1-5, וכן בשעבוד ראשון על מניות חברות הפרויקט. מידרוג בחנה את טיב הבטוחה בהתאם למתודולוגית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" - ספטמבר 2017, ולא מצאה מקום למתן עדיפות דירוגית לסדרה זו.

שיקולים עיקריים לדירוג

- היקף מאזן וצבר נכסים הבולטים לחיוב לרמת הדירוג. כך היקף המאזן המאוחד ליום 30.06.2019 מסתכם לכ- 10.2 מיליארד ₪, ההון העצמי (כולל זכויות מיעוט) עומד ע"ס כ- 3.5 מיליארד ש"ח, וסך נכסי המקרקעין עומד על כ- 9 מיליארד ₪, מתוכם כ- 7.7 מיליארד ₪ נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה.
- חשיפה לשווקים מתפתחים, בעיקר לרומניה (אשר מדורגת Baa3 באופק יציב ב-Moody's), המהווה כ-45% מה-NAV (בעיקר בשל נכס מהותי - קניין קוטרוצ'ן), וכן לצ'כיה ולסרביה (צ'כיה, בדומה לישראל, מדורגת בדירוג A1 באופק חיובי ב-Moody's, ואילו סרביה החלה להתאושש מהמשבר הפיננסי ודירוגה הועלה ב-2017 ל- Ba3 באופק יציב ב-Moody's).
- פעילות משמעותית במגזר הייזום, בעיקר למגורים, וכן יזום נכסים מניבים ופרויקט BOT. מגזר הייזום מעלה את רמת התנודתיות בתוצאות ומשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון, ובהתאם לכך מידרוג מצפה ליחסי כיסוי מהירים יותר מאשר פעילות במגזר המניבים בלבד. עם זאת, הוותק של הנהלת החברה וניסיונה בייזום, גם בתקופות משבר, מעניקים לחברה יתרון באזורי הפעילות העיקריים.
- תיק נכסים מניבים באזורי הביקוש בישראל ובערים מרכזיות במדינות מרכז-מזרח אירופה (CEE), הכולל בעיקר שטחי מסחר ומשרדים, עם למעלה מ- 900 שוכרים שונים וללא תלות בלקוח עיקרי. מצבת הנכסים המניבים מייצרת פרמטרים תפעוליים טובים ויציבים לאורך זמן. מנגד, לחברה מספר מועט של נכסים מניבים ותלות בנכס מהותי מאוד - קניין קוטרוצ'ן בבוקרשט, רומניה. סיכון המתמתן לאור מיצוב הנכס וביצועיו לאורך השנים האחרונות.
- שיעור מינוף הולם לרמת הדירוג, כך שיעור המינוף חוב נטו ל CAP נטו כמשתקף מהדוחות הכספיים ליום 30.06.2019 עומד על 56%, כאשר תחת תרחיש הבסיס (כולל חלקה היחסי של החברה בחוב חברות מוחזקות) שיעור המינוף צפוי לעמוד על 58-60%. היקף FFO של כ- 235 מיליון ₪ בשנת 2018, כאשר תחת תרחיש הבסיס צפוי לצמוח ל- 300-350 מיליון ₪ לשנה, עם השלמת ומסירת יח"ד בפרוייקטים בייזום למגורים, והפעלת נכסים מניבים בהקמה אשר בחלקם הושכרו מראש. מידרוג מעריכה כי יחס כיסוי חוב נטו ל- FFO יעמוד על 17-22 שנים, אשר הולם ואף בולט לחיוב לרמת הדירוג, אשר חלקו מושפע מהכרה בהכנסה בגין תחום ייזום המגורים ובהתאם צפוי לתנודתיות.
- היקף נמוך של נכסים לא-משועבדים, הכולל נכסים מניבים בהיקף נמוך יחסית, צבר קרקעות לפיתוח עתידי שחלקן צפויות

לשמש כבטוחה למימון הליווי הבנקאי, ויתרת קרקעות הינן בעלות נראות תזרימית נמוכה. מאידך, שיעור מינוף על הנכסים המשועבדים נמוך. שיעור המינוף הנמוך לצד יתרות נזילות ומסגרות גבוהות ביחס לתשלומי קרן החוב הבלתי מובטח, המקנים לחברה גמישות פיננסית ונזילות גבוהה לשירות החוב המובטח והבלתי מובטח.

- שינוי בעלות שהתבצע בחודש פברואר 2019, כך שכיום עיקר הבעלות בחברה מתחלקת בין מספר בעלי עניין. שינוי הבעלות וריבוי בעלי עניין עשוי להשליך על החברה ופעילותה בעתיד. השלכות אלו עשויות לכלול, בין היתר, קביעת מדיניות פיננסית, יציין כי הרכב בעלי העניין עשוי להערכת מידרוג, יש בו כדי לתרום לחוזקות החברה בהיותו מורכב מחברות נדלן מניב בעלות נסיון בענף הפעילות לצד גופים מוסדיים.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח גיוס אג"ח נשוא פעולת דירוג זו, השלמת מהלכי מימון מחדש, הנפקת הון ושינויים במצבת הנכסים המניבים בהתאם לתוכניות האסטרטגיות של החברה, תוך שמירה על פרמטרים תפעוליים טובים במצבת הנכסים. מידרוג מניחה, בין השאר שמירה על התפוסות הקיימות ועל רמת NOI שמניבים הנכסים הקיימים, וגידול ב NOI בשנים 2020-2022 לאור השלמתם הצפויה של נכסים בייזום בשנתיים הקרובות ושינויים נוספים במצבת הנכסים. תרחיש הבסיס כולל תרחישי רגישות לשווי הנכסים ולתוצאות הפרויקטים בהקמה, ומניח שמירה על היקף פעילות ייזום דומה להיקף הנוכחי תוך בחינת רגישות לתוצאות ומועדי האכלוס של הפרויקטים ביזום. מידרוג אינה מניחה חלוקות דיבידנד בהיקף מהותי ביחס ל- FFO. כמו-כן, בהתאם למתודולוגיית מידרוג, תרחיש הבסיס כולל את חלקה היחסי של החברה בנכסים, התחייבויות ופעילות חברות המוצגות בשיטת השווי המאזני.

אופק הדירוג

החברה מציגה לאורך השנים האחרונות גידול מתמיד ב-NOI וברווח הגולמי ממכירת דירות, גידול ב- FFO ובהון העצמי ושיפור ביחס הכיסוי חוב ל- FFO, עם שיעור מינוף חוב נטו ל CAP נטו (כולל חלק יחסי בחוב חברות מוחזקות) בטווח של כ- 57-60%. החברה בוחנת מספר מהלכים אפשריים להפחתת שיעור המינוף, ככל שהחברה תצליח להוריד את שיעור המינוף יש בכך כדי להשליך לחיוב על הדירוג.

אופק הדירוג החיובי משקף את הערכת מידרוג כי קיימת סבירות גבוהה שהחברה תפעל להורדת רמת המינוף, כאשר במקביל הפרמטרים התפעוליים והפיננסיים של החברה ימשיכו להציג מגמת שיפור בטווח הזמן הבינוני, תוך שמירה על שיעורי התפוסה הקיימים בנכסים המניבים ושיפור בשאר היחסים הפיננסיים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדת שיעור המינוף הפיננסי של החברה לטווח של 50-53% חוב נטו ל- CAP נטו, כולל איחוד יחסי של חברות הרשומות לפי שווי מאזני.
- צמצום מרכיב הייזום בפעילות החברה.
- שיפור בסביבת הפעילות של החברה בדגש על רומניה.
- שיפור בפיזור הנכסים, תוך הפחתת חלקו היחסי של קניין קוטרוצ'ן בהיקף ההכנסות של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- כניסה לפרויקטים יזמיים משמעותיים בעלי מאפייני סיכון גבוהים יותר, באופן המגדיל משמעותית את שיעור הייזום של החברה.
- אי עמידה בתחזיות הרווח הגולמי וה- FFO והרעה ביחסי הכיסוי.
- הרעה משמעותית בסביבת הפעילות של החברה.
- שינוי באסטרטגיית החברה או חלוקת הדיבידנד בהיקף משמעותי.

נתונים פיננסיים עיקריים**אפי נכסים בע"מ ***

מיליוני ש"ח	30.06.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	10,650	10,515	9,178	8,694
חוב פיננסי נטו	5,526	5,117	4,454	4,556
חוב נטו / CAP נטו	58%	55%	55%	58%
נכסים לא משועבדים / לסך מאזן	7.5%	7.5%		
הון עצמי כולל	3,471	3,574	3,167	2,808

*הנתונים לפי איחוד יחסי של נכסי והתחייבויות של חברות הרשומות לפי שווי מאזני

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חשיפה לשווקים מתפתחים במרכז-מזרח אירופה משליכה על פרופיל הסיכון של החברה. איכות הנכסים והפעילות בישראל ובצ'כיה ממתנות את סיכוני החשיפה

פעילות החברה מתפרשת בעיקר על-פני 5 מדינות, כאשר עיקר נכסי החברה ממוקמים ברומניה (כ- 46% מסך נכסי הנדל"ן), ישראל (25%), צ'כיה (כ- 13%) סרביה (כ- 8%) ופולין (כ- 3%), בנוסף לחברה פעילות מצומצמת בבולגריה, הונגריה ולטביה, כאשר אין לחברה כוונה להרחיב הפעילות במדינות אלו.

פעילות החברה בישראל כוללת מספר נכסים מניבים בעיקר למשרדים, וייזום להקמת נכסים מניבים, חלקם במכרזי BOT למשרדי ממשלה. הנכסים העיקריים של החברה בישראל כוללים את מגדל היובל בתל-אביב (חלק חברה 50%), מגדל קונקורד בבני-ברק, קריית המדע ברחובות (חלק חברה 60%), דיור להשכרה בגליל-ים ועוד.

פעילות החברה במדינות המתפתחות במרכז- מזרח אירופה, כאשר קיימת קורלציה גבוהה במחזורי הפעילות של כלכלות אלו, חושפת את החברה למחזוריות בכלכלות חלשות יחסית ולתנודות בשערי החליפין של המטבעות המקומיים ביחס לאירו העלולים לפגוע באיתנות השוכרים ויכולתם לשלם את דמי השכירות (דמי השכירות נקובים בד"כ באירו). הפעילות בישראל ובצ'כיה, לצד איכות ומובילות הנכסים ברומניה ובסרביה, ממתנות את הסיכון הענפי הגלום באזורי הפעילות.

רומניה (מדורגת ע"י Moody's בדירוג Baa3 באופק יציב) מציגה בשנים האחרונות שיפור באינדיקטורים כלכליים, עם שיעור צמיחה 7% בשנת 2017 ושיעור צמיחה ממוצע של 4.4% בחמש השנים האחרונות, וירידה בשיעורי האבטלה (שיעור האבטלה בבוקרשט עומד על 2% בלבד, מהנמוכים באירופה), לצד חסמי כניסה נמוכים, אולם התוצר לנפש עומד על כ- 10,600 \$ בלבד, ושוק הנדל"ן תלוי בהשקעות חוץ וטרם הגיע לרמות השקיפות הנזילות והוודאות המשפטית של מדינות מערב אירופה. היקף ההשקעות בשנת 2017 עמד על כ- 950 מיליון אירו, כאשר היקף ההשקעה המקומית עומד על אחוזים בודדים.

צ'כיה (מדורגת ע"י Moody's בדירוג A1 באופק חיובי) מתאפיינת בשיעורי צמיחה של 2-3%, שיעורי אבטלה של 6-7% ותוצר לנפש של כ- 22,500 \$ לשנה, ושע"ח אירו-קרונה יציב. שוק הנדל"ן מתאפיין בשקיפות גבוהה, ודאות משפטית, חסמי כניסה נמוכים, לצד נזילות בינונית -גבוהה, כאשר היקף ההשקעות ב- 2017 עמד על כ- 3.5 מיליארד אירו ושיעור ההשקעות המקומיות מהווה כ- 30% ממחזור העסקאות.

סרביה (מדורגת ע"י Moody's בדירוג Ba3 באופק יציב) בעלת מאפיינים כלכליים חלשים משמעותית עם שיעורי צמיחה תנודתיים (ואף צמיחה שלילית של 1.8% בשנת 2014), תוצר לנפש של כ- 6,000 \$ בלבד ורמת תנודתיות גבוהה של שער החליפין. רמת השקיפות וההגנה המשפטית נמוכות גם ביחס למדינות מזרח אירופה ומגדילות את הסיכון הגלום בהשקעה בסרביה, וכפועל יוצא - היקף ההשקעות לשנת 2017 עמד על כ- 190 מיליון אירו בלבד. עם זאת, שיעורי תפוסה גבוהים וחוסר בשטחי משרדים ומרכזים מסחריים מודרניים, מצמצמים את סיכון הביקוש לנכסים מניבים.

להלן טבלת שיעורי תשואה אופייניים לנכסים איכותיים (Prime Yield) במדינות הפעילות בחו"ל (מקור - דוחות שוק, CBRE)

מדינת פעילות	רומניה	צ'כיה	סרביה	פולין
בנייני משרדים	7.25%	4.75%	8.5%	5.0%
מרכזים מסחריים	6.5%	4.5%	8.0%	5.0%

מצבת נכסים מניבים בהיקף משמעותי מחזקת את נראות התזרים הפרמננטי; ריכוזיות גבוהה לאור מספר נכסים מהותיים וקיום נכס מהותי מאוד חושפת את החברה לסיכונים ברמה המקומית, סיכון זה מתמתן בהתחשב במיצוב הנכסים המרכזיים, פיזור השוכרים ויתרת תקופת השכירות הממוצעת (WALT)

לחברה מצבת נכסים מניבה הפרוסה על פני 5 מדינות ונכס נוסף בהקמה במדינה נוספת. מצבת נכסים הקיימת כוללת תמהיל מגוון של נכסים בתחום הקניונים, המשרדים והמסחר, בשווי כולל של כ- 7 מיליארד ש"ח ובשווי נכסי נקי (NAV) של 3.6 מיליארד ש. בנוסף למצבת הנכסים הקיימת, החברה מקדמת באופן שוטף את הקמתם והשבחתם של נכסים מניבים נוספים באופן ששומר על היקף הפעילות המניבה.

מצבת הנכסים הקיימת הניבה בתקופה 01-06/2019 NOI בהיקף של כ-210 מיליון ש. שיעורי התפוסה הינם סבירים ונמצאים במגמת שיפור, כך ששיעור התפוסה הכללי של החברה הינו כ-89%, וקיים גידול עקבי בהכנסות מנכסים זהים. כמו-כן, בין השנים 2019-2020 החברה צפויה להשלים את הקמתם של מספר נכסים מניבים נוספים בהיקף של כ- 125 אלף מ"ר להשכרה, כאשר בחלקם קיימות השכרות של שטחים מראש, באופן שצפוי להגדיל את התזרים הפרמננטי בעתיד.

מידרוג מעריכה, כי היקף ה-NOI מהמצבת המניבה צפוי לצמוח בשנים הקרובות, וזאת הן בשל גידול בתפוסות וגידול מובנה בדמי השכירות והן בשל גידול במצבת הנכסים המניבים, עם הנבה מלאה של נכסים שהחלו לפעול ב-2019 ואכלוס הנכסים בפיתוח שסיום בנייתם, כאמור, צפוי להתפרס על פני שלוש השנים הקרובות. עם זאת, ייתכנו מעת לעת מימושים חלקיים של נכסים אשר ישפיעו בטווח הקצר על היקף הפעילות המניבה.

לחברה תלות גבוהה במספר מועט של נכסים מרכזיים, כך ששיעור ההכנסות משלושת הנכסים המהותיים של החברה הינו כ-54% מסך ההכנסות מנכסים מניבים, כאשר כ-30% מסך ההכנסות מהשכרה נובע מההחזקה בקניין קוטרוצ'ן. יחד עם זאת, מדובר בקניין בשטח להשכרה של כ-90 אלף מ"ר, הנחשב לקניין מוביל בבוקרשט, הכולל בתי קולנוע ומתחמי בילוי שונים, ובו מעל ל-300 שוכרים. שיעור התפוסה בנכס הינו כ-97%, כאשר בשנת 2018 הניב הקניין NOI בסך 37 מיליון אירו. בשל הנתונים החיוביים שמציג הקניין, הכוללים, בין היתר, מיצוב גבוה, צמיחה בפדיון החנויות, תמהיל לקוחות רחב ופיזור שוכרים טוב, הסיכונים הכרוכים בהחזקה בנכס בסדר גודל זה מתמתנים במידה מסוימת. לאור האמור, מידרוג רואה במצבת הנכסים של החברה גורם חיובי, הן לפרופיל העסקי והן לנראות התזרים הפרמננטי ויכולת שירות החוב בעתיד הנראה לעין.

איתנות פיננסית הולמת והיקף FFO בולט לחיוב לרמת הדירוג, יחסי הכיסוי הולמים את רמת הדירוג אולם איטיים מעט בהתייחס לאופי הפעילות של החברה הכולל ייזום למגורים

שיעור המינוף חוב נטו ל-CAP נטו של החברה עפ"י הדוח המאוחד ליום 30.06.2019 עומד על 56%, ובצירוף החלק היחסי בחוב חברות מוחזקות 58%. בהתאם לתרחיש הבסיס, הכולל תרחישי רגישות לשווי הנכסים, הגדלת המימון בדרך של מימון מחדש לנכסים מניבים, וגידול במימון במקביל להשקעה בנכסים ובפרויקטים בהקמה, מידרוג מעריכה כי יחס חוב נטו ל-CAP נטו יעלה מעט לטווח של 58-60%, שיעור הולם ואף בולט לחיוב לרמת הדירוג.

היקף ה-FFO של החברה לשנת 2018 עמד על כ-240 מיליון ₪. להערכת מידרוג היקף ה-FFO בשנת 2019 צפוי לרדת לכ-180 מ' ₪ (בין היתר בשל תנודתיות הרווח ממכירת דירות המדווח במלואו במועד המסירה של יח"ד והוצאות חד-פעמיות), כאשר מידרוג מעריכה כי בשנים 2020 ואילך תציג החברה גידול ב-FFO להיקפים של 300-350 מיליון ₪ לשנה, וזאת בשל אכלוס צפוי של פרויקטים מניבים בייזום, כאשר בחלקם קיימות השכרות מראש, וכן עקב צפי לסיום פרויקטים למגורים המצויים בתהליך. היקף ה-FFO, לשנת 2018 והצפוי בשנים הבאות, בולט לחיוב לרמת הדירוג.

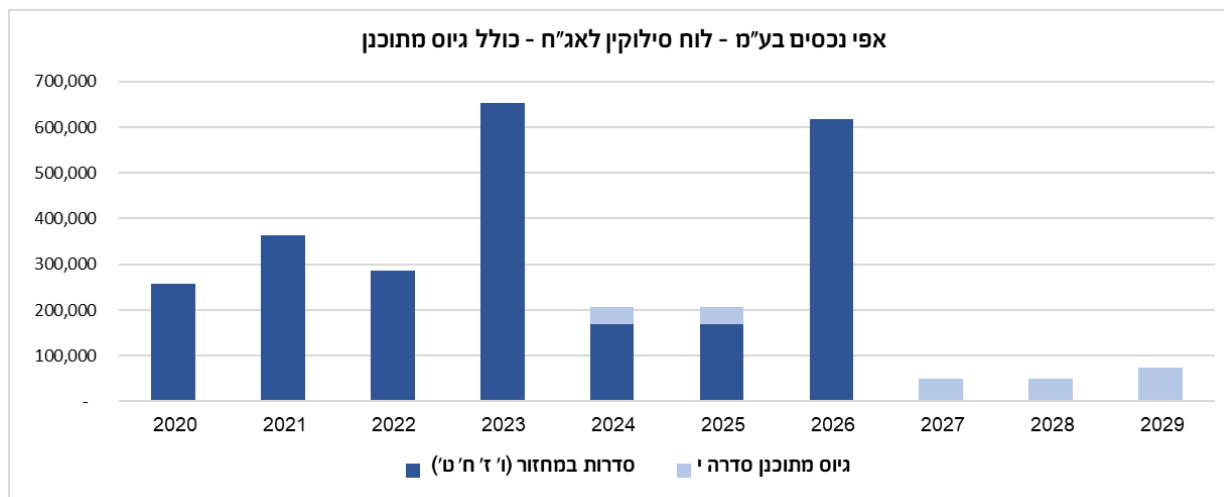
למרות היקף ה-FFO הגבוה, יחס חוב נטו ל-FFO לשנת 2018 עומד על 22 שנים ולהערכת מידרוג צפוי לנוע בשנים הקרובות בטווח של 17-22 שנים, בין היתר עקב הגדלת המימון לנכסים בהקמה. יחס כיסוי זה הולם ואף בולט לחיוב לרמת הדירוג, אולם בהתחשב באופי הפעילות, הכולל בנוסף למגזר המניבים גם ייזום למגורים תיתכן תנודתיות גבוהה יותר בהיקף ה-FFO ובהתאם ביחסי הכיסוי שתציג החברה..

חוב מובטח נמוך ביחס להיקף הנדל"ן להשקעה, ויתרות נזילות ומסגרות פנויות בהיקף משמעותי מקנים לחברה מקורות מספקים לשירות החוב, ומפצים על גמישות מוגבלת עקב מיעוט נכסים לא משועבדים

סך החוב הפיננסי של החברה, כולל חלק יחסי בחוב מוחזקות, עומד על כ-6 מיליארד ₪, ותחת תרחיש הבסיס צפוי לגדול לכ-6.8 מיליארד ₪. החוב מורכב בעיקר מחוב בנקאי המובטח בנכסים, סדרת אג"ח ט' המובטחת בנכסי וחברות פרויקט אפי פארק, וסדרות אג"ח ה'-ח' שאינן מובטחות בנכסים ספציפיים (חלק מהסדרות מובטחות במניות חברת הבת אפי אירופה כאשר מידרוג רואה בהן חוב קורפורטיב).

שעור החוב המובטח לסך הנדל"ן להשקעה, כולל חלקה היחסי של החברה בחברות מוחזקות עומד על 37% והינו בולט לחיוב לרמת הדירוג ומקנה מקור משמעותי לשירות החוב. כמו-כן החברה שומרת על נזילות בהיקף של מאות מיליון ₪ לאורך זמן, לצד מסגרות

פנויות בסך כ- 400 מיליון ₪. היקפי הנזילות הגבוהים מספקים מקורות הולמים לשירות החוב הבלתי מובטח, כאשר בשנים הקרובות היקף פירעונות הקרן של סדרות אג"ח ו-ח' עומד על כ- 285 מיליון ₪ בממוצע לשנה (ר' תרשים להלן).



מרבית נכסי החברה משועבדים, כאשר היקף הנכסים המניבים שאינם משועבדים נמוך מאוד ביחס לסך הנכסים. נוסף על נכסים אלו לחברה צבר קרקעות שאינן משועבדות בהיקף של כ- 950 מיליון ₪. תרחיש הבסיס של מידרוג מסתמך באופן מוגבל על קרקעות אלו, לאור הנראות התזרימית הנמוכה של חלק מהן, ומאחר וחלק מהקרקעות המיועדות לפיתוח בטווח הזמן הבינוני צפויות לשמש כבטוחה במסגרת ליווי בנקאי. מיעוט הנכסים הבלתי משועבדים פוגע בגמישות הפיננסית של החברה ואינו הולם את רמות הדירוג. סיכון זה מתמתן בשל המקורות המספקים לכיסוי החוב המובטח והבלתי מובטח כאמור לעיל.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג אגרות החוב בפועל A3.il הינו נמוך בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A2.il, וזאת לאור היקף היזום המשמעותי שיש לחברה אשר חלקו מצוי בכלכלות בעלות מאפיינים כלכליים תנודתיים ביחס לכלכלות מפותחות

פעילות הייזום למגורים וצבר הקרקעות המשמעותי תורמים למקורות התזרים והקטנת הצורך ברכישת קרקעות; מנגד, אופי הפעילות היזמי של החברה משליך לשלילה על הדירוג

לצד הפעילות המניבה ופעילות ייזום נכסים מניבים, החברה פועלת גם לייזום דיור למגורים במספר אתרים במזרח אירופה. היקף הדירות בבניה עומד על כ- 1,350 יח"ד בפרויקטים, מתוכן כ- 530 יח"ד בפראג והשאר בבוקרשט, קראקוב, בלגרד, ריגה וסופיה. שיעור המכירות הממוצע נכון ליום 30.06.2019 עומד על 60%, כאשר שיעור הביצוע הממוצע עומד על 45%. כמו כן, לחברה מלאי דירות שבנייתן הסתיימה ושטרם נמכרו בהיקף של כ- 40 יח"ד, נכון ל- 30.06.2019. כמו כן, בכוונת החברה לפעול לייזום פרויקטים חדשים ו/או שלבים נוספים באתרים קיימים. בהקשר זה נציין, כי לחברה צבר קרקעות משמעותי במזרח אירופה ללא חוב בנקאי, ובכוונתה לפתח קרקעות אלה בשלבים במהלך השנים הקרובות. צבר קרקעות זה מקטין את הצורך ברכישת קרקעות בהיקפים משמעותיים, והיעדר החוב מצמצם את הסיכון שהחזקת צבר זה.

מלבד ייזום למגורים, לחברה יש כיום 10 פרויקטים בהקמה, הכוללים 6 נכסים מניבים באירופה ובישראל (חלקם הושכר מראש), פרויקט משולב מסחר-משרדים-מגורים במתחם שרונה, תל-אביב (חלק חברה 50%), ו-3 פרויקטי BOT - מתחמי משרד המשפטים והקריה המחוזית בירושלים, וקריית התקשוב בבאר שבע.

ההשקעות בפרויקטים בייזום (לרבות ייזום למגורים), ליום 30.06.2019, מהוות כ- 14% מסך המאזן, ועם התקדמות הפרויקטים בייזום (בעיקר שרונה וקרית התקשוב) היקף הייזום צפוי לגדול לכ- 25%-30% מסך המאזן. מידרוג רואה בפעילות הייזום תחום תנודתי ובעל מרכיבי סיכון גבוהים יותר מתחום הנכסים המניבים, ובהתאם - היקף הייזום משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה. גורמים ממתנים לסיכון כוללים היקף מכירות הגבוה של פרויקטים למגורים, השכרות מראש של נכסים מניבים עוד במהלך תקופת ההקמה, הקמת שלבים נוספים בפרויקטים ובמתחמי נכסים מניבים בהתאם לביקוש בנכסים/שלבים נוכחיים, ופעילות BOT בה אין לחברה חשיפה לצד הביקוש ולסיכון המימוני והתזרימי.

נציין כי לחברה Track Record ניהולי חיובי, המאופיין בייזום, תפעול, ומימוש מספר רב של פרויקטים. מידרוג רואה בחיוב את קיומו של צוות מקצועי, בעל ניסיון רב שנים בתחום, באופן המעניק לחברה התמחות ספציפית באזורי הפעילות העיקריים, ובכך ממתן, במידה מסוימת, חלק מהסיכונים הכרוכים בייזום פרויקטים באותם אזורים.

מנגד, בבעלות החברה מספר קרקעות במזרח אירופה, שהנראות להפקת תזרים משמעותי מהן הינה נמוכה, אך מאחר ואין חוב כנגדן הן אינן מהוות גורם סיכון (יצוין כאמור כי מידרוג מתחשבת בתרחישים להפחתת חלק משווי הקרקעות האמורות).

מטריצת הדירוג:

תחזית מידרוג		ליום 30.06.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	11,250	Aa.il	10,650	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	59%	A.il	58%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל סיכון
Aa.il	300-350	A.il	*225	היקף FFO שנתי	פרופיל פיננסי
A.il	17-22	A.il	25	חוב פיננסי נטו/ FFO	
Baa.il	7.5%	Baa.il	7.5%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	37%	Aa.il	34%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	120%	A.il	124%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A2.il				דירוג נגזר	
A3.il				דירוג בפועל	

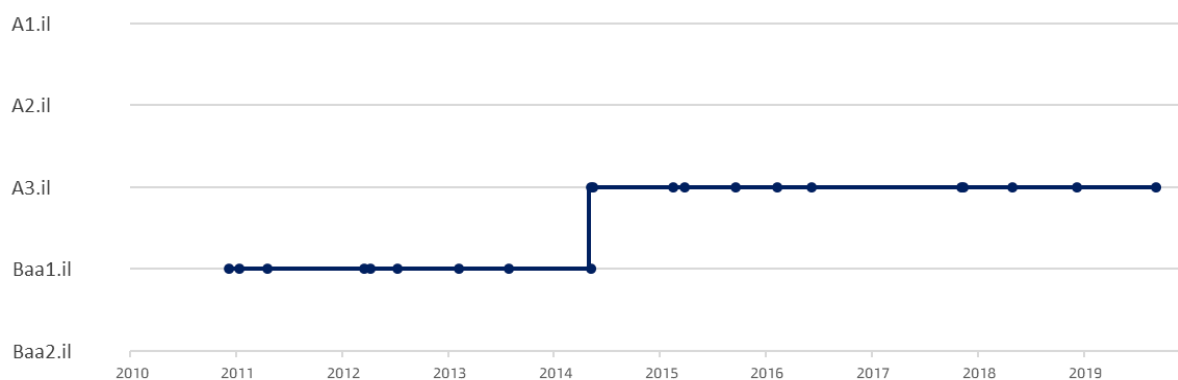
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק. כך גם, היחסים הינם על בסיס איחוד יחסי של נכסי והתחייבויות חברות הרשומות בשווי מאזן.

* 12 חודשים שנתיים ב- 30.06.2019, מיליוני ₪

אודות החברה

אפי נכסים בע"מ (לשעבר - אפריקה ישראל נכסים בע"מ) היא חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל-אביב. החברה מוחזקת ע"י קבוצת בעלי עניין הכוללת את החברות הציבוריות ביג מרכזי קניות בע"מ ומגה אור החזקות בע"מ (13% כ"א) ומספר גופים מוסדיים, ביניהם גופים מקבוצת כלל ביטוח (כ- 13%), מקבוצת הפניקס (כ- 10.5%) ומקבוצת פסגות (כ- 8.5%) לחברה Track Record בייזום, פיתוח, ניהול ומימוש נכסים בישראל במרכז-מזרח אירופה (CEE) משנת 1997. צבר הנכסים המניבים של החברה כולל מרכזים מסחריים ובנייני משרדים (חלקם בשלבי פיתוח) בערים מרכזיות באירופה ובאזורי הביקוש בישראל. בנוסף, החברה מעורבת בפרויקטים מסוג BOT בישראל כדוגמת דיור להשכרה, משרדי ממשלה וקרית התקשוב, ופעילה בתחום ייזום פרויקטים למגורים במספר מדינות ב- CEE. לחברה צבר משמעותי של קרקעות המיועדות לפיתוח נכסי נדל"ן מניב או ייזום למגורים (בחלקו מיועד לשלבים עתידיים והרחבות של פרויקטים קיימים) בישראל, ברומניה, צ'כיה, סרביה ובולגריה. הנכס העיקרי של החברה - קניון AFI Palace Cotroceni בבוקרשט, רומניה, פותח על-ידי החברה ומנוהל על-ידה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אפי נכסים בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2017](#)

[דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - אוגוסט 2018](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

18.09.2019	תאריך דוח הדירוג:
10.12.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
07.09.2014	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.

© 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 וליסכנוי 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 וכאמור 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 ויהיה 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>