

# אפריקה ישראל מגורים בע"מ

דו"ח מעקב שנתי 24 לדצמבר 2008

ז

## מחבר:

אמיר ארד, אנליסט  
[ami16@mibroog.co.il](mailto:ami16@mibroog.co.il)

## אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכיר - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## אפריקה ישראל מגורים בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

**מידרוג מודיעה על הורדת סדרות האג"ח המדורגות של אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "אפריקה מגורים", "החברה") מדירוג של Aa3 באופק יציב לדירוג A1 וקביעת אופק שלילי.**

### סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	הצמדה ריבית	יתרה לתאריך 30.9.08 כולל הצמדה (אלפי ₪)	סדרה
8	20.12.2016	20.12.2009	5.9%	מדד	סדרה א' 283,256
					283,256

5

### הטעמים העיקריים להורדת הדירוג וקביעת אופק שלילי, הינם כדלקמן:

- גידול בהיקף החוב הפיננסי של החברה, בשל רכישות מקרקעין בהיקפים משמעותיים במהלך השנים 2007 ו- 2008, אשר גרם להרעה ביחסי האיתנות של החברה. כתוצאה מהגדלת החוב הפיננסי והשקעה בפרויקטים לייזום נוספים, עלולה החברה, להערכת מידרוג, לחרוג מיחסי האיתנות אשר נקבעו לה באופק הדירוג.
- חלוקת דיבידנדים לחברת האם - אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה ישראל"), המחזיקה בשיעור של כ- 75% בחברה, לצורך שירות חוב חברת האם: לחברת אפריקה מגורים יתרות עודפים משמעותיות וכן יתרת מזומנים. חברת האם פועלת להגדלת נזילותה לשם התמודדות עם עומס הפירעונות החל עליה. מידרוג סבורה, כי בהתאם לצורכי שירות חוב בחברת האם, במקרה הצורך, יתכן והחברה תחלק דיבידנדים בהיקף משמעותי אשר יא בהם כדי להשפיע על נזילות החברה ויחסי איתנותה. יצוין, כי החברה לא הציגה בפני מידרוג תחזית לפיה החברה תיאלץ לחלק דיבידנד משמעותי.



- האטה בשוק הנדל"ן למגורים אשר החלה להעמיק בחודשים האחרונים, בעיקר בתחום דירות היוקרה. האטה זו עלולה להשפיע על היקף הפרויקטים שיבוצעו על ידי החברה, היקף המכירות ורמת מחירי המכירה. יש לציין כי לחברה היקף מצומצם של פרויקטי יוקרה.
- לחברה שני פרויקטים משמעותיים בירושלים, אשר תחזית התממשותם ומועד התממשותם תלוי בהתפתחות המיתון הקיים במכירת דירות ובעיקר בתחום דירות היוקרה; הסתמכות החברה על התזרים העתידי מפרויקטים אלה תחייב מציאת חלופות הולמות - בין השאר, להערכת מידרוג, באמצעות הגדלת החוב הפיננסי.
- בנוסף, לחברה היקף הלוואות בסך של כ- 123 מיליון ₪ העומדות לפירעון במהלך שנת 2009 ועל החברה לבצע מימון מחדש של הלוואה זו, להערכת החברה לא צפוי קושי במחזור הלוואות אלו היות ומדובר בפרויקטים פעילים וכן לאור שווי הקרקעות העודף אשר עומד כנגד הלוואות.

יש לציין כי שיעור הרווחיות הגולמית של החברה יציב וכי לחברה היקף הון עצמי גבוה בהשוואה לחברות ייזום אחרות הפועלות בתחום. ברשות החברה יתרות מזומנים ואפשרות לשעבוד מספר רב של קרקעות בארץ אשר אינן משועבדות (בהיקף של כ- 265 מיליון ₪), הצפויים לאפשר לחברה לעמוד בהתחייבויותיה לתשלום סדרת אגרות החוב הקיימת, זאת בתנאי שהחברה לא תחלק דיבידנדים משמעותיים בעתיד ולא תרכוש קרקעות נוספות, בהיקף משמעותי.

ε

## התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>

**במהלך התקופה הנסקרת רכשה החברה מספר קרקעות בהיקף השקעה משמעותי, במרבית הקרקעות נדרש שינוי תב"ע ואישור בנייה על השטח הנרכש**

במהלך התקופה הנסקרת רכשה החברה, בחמש עסקאות שונות, שטחים בירושלים, תלמי מנשה, רמת גן, נתניה, פ"ת ותל אביב. מרבית ההשקעות החדשות בוצעו בדרך של עסקאות קומבינציה כאשר חלק מהתמורה ניתן במזומן. על אף שכמות העסקאות בתקופה הנסקרת קטנה לעומת התקופה המקבילה אשתקד, היקפן הכספי של העסקאות גדול, בעיקר כתוצאה משתי רכישות מרכזיות בתקופה זו - רכישת מקרקעין בתל אביב ("פרויקט סמל") ובנתניה ("פרויקט SKY"). בחודשים ינואר עד יוני 2008, השקיעה החברה ברכישת מקרקעין סך מזומן, נטו, של כ- 103 מיליון ₪, עיקר הסכום, כאמור, בגין שתי עסקאות מהותיות.

<sup>1</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מספטמבר 2007.



## להלן פירוט העסקאות שערכה החברה:

שם הפרוייקט	מיקום	תאריך רכישה בעלות	אחוז בעלות	קומביניציה / מזומן	מס' יחיד בתוקף	מס' יחיד משוער	עלות קרקע אלפי ש"ח
עיר ימים - SKY2	נתניה	2/08	50%	מזומן	120	120	30,431
אשד אגרא	ת"א	3/08	100%	מזומן + קומביניציה	119	119	16,360
מגדלי LA	פ"ת	3/08	100%	קומביניציה 31%	106	106	
רמת שרת	ירושלים	3/08	50%	מזומן	86	86	
עץ חיים	ירושלים	7/08	100%	39.3% תקבולים	-	199	
אולפני הרצליה	הרצליה	2/08	51%	43.5% תקבולים	-	330	5,202

### רכישת זכויות ב"פרוייקט סמל" בתל אביב (עסקת מגדלי סומייל)

במהלך חודש נובמבר 2007, רכשה החברה 57.5% מהון המניות המונפק של חברת רמ-נח בע"מ (להלן: "רמ-נח") וכן קיבלה בהקצאה 50% מהון המניות המונפק של חברת מגדלי סומייל בע"מ (להלן: "מגדלי סומייל"). חברת רמ-נח ומגדלי סומייל הינן בעלות שטח בפנית הרחבות ארלוזרוב ואבן גבירול בתל אביב הידוע כ"פרוייקט סמל" - המתחם מחולק לשני מתחמים - צפוני ודרומי. חלק החברה בזכויות כתוצאה מהרכישה עומד על 75 יח"ד בחלקו הצפוני של המתחם ועל 35 יח"ד בחלקו הדרומי של המתחם.

4

תמורת רכישת מניות רמ-נח שילמה החברה כ- 57.6 מיליון ש"ח וקיבלה על עצמה ערבות לחלקה היחסי בחוב רמ-נח לבנק בהיקף של כ- 20.8 מיליון ש"ח. תמורת המניות במגדלי סומייל שילמה החברה סך של כ- 32.4 מיליון ש"ח. בבד עם הרכישה כאמור, חתמה החברה על הסכם עסקה משותפת בין רמ-נח, מגדלי סומייל ואפרירם בע"מ (אפריקה השקעות מחזיקה בכ- 40% מהון המניות). ניהול התכנון, ביצוע הפרוייקט וניהול השיווק, המכירות והכספים יבוצעו בהתאם להחלטות גוף ניהולי, במסגרת ועדת היגוי. תמורת הניהול ישלמו הצדדים בעסקה לחברה סך השווה ל- 3% מסך כל התקבולים שיתקבלו בגין מכירת דירות בפרוייקט אשר יוקם.

### פרוייקט SKY2

במהלך חודש פברואר 2008 התקשרה החברה בהסכם עסקה משותפת עם חברת ב. יאיר בע"מ, על פיו רכשה החברה 50% מחלקה של ב. יאיר במגרשים בנתניה, בתמורה לסך כולל של 57.564 מיליון ש"ח.

### במהלך התקופה הנסקרת מכרה החברה שטחים בבעלותה אשר הניבו לחברה רווח כולל, לאחר מס של כ- 5.7 מיליון ש"ח.

במהלך חודש מאי 2007 מכרה החברה את יתרת זכויותיה במקרקעין בפרוייקט "סביוני השרון" ברמת השרון תמורת סך של כ- 17 מיליון ש"ח. כתוצאה מהמכירה רשמה החברה בדוחות הכספיים רווח, לאחר מס, בסך של כ- 5.7 מיליון ש"ח.

## אירועים נוספים :

### שינויים במצבת ההנהלה של החברה והחברה האם, אפריקה ישראל.

בתאריך 8.7.2008 הודיע מנכ"ל החברה וחבר הדירקטוריון, מר יורם קרן על התפטרותו, מחליפו בתפקיד המנכ"ל הינו מר גיל דקל, אשר שימש כמנכ"ל איירפורט-סיטי בלגרד בחברה האחות - Afi Europe N.V. (חברה בקבוצת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ), משנת 2002 ועד לתאריך מינויו כמנכ"ל החברה בתאריך 3.11.2008. כתוצאה מחילופי תפקידים בחברה האם, אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, סיימו את תפקידם שני חברי דירקטוריון נוספים ואת מקומם תפסו מר רון פאינרו - סמנכ"ל הכספים של אפריקה השקעות ומר נדב גרינשפן - מ"מ מנהל כללי של אפריקה השקעות ואפריקה נכסים. בתאריך 31.12.2007 סיים מר ארז מלצר את כהונתו כיו"ר דירקטוריון החברה ובתאריך 1.1.2008 נכנסה גב' צביה לבייב-אלאזרוב, כיו"ר דירקטוריון החברה לאחר שסיימה את תפקידה כסמנכ"ל השיווק של החברה.

### החברה חילקה דיבידנדים בהיקף של 30 מיליון ₪ במהלך התקופה הנסקרת

בהתאם להחלטת הדירקטוריון, בישיבתו מיום 13.3.2008, במהלך הרבעון השני לשנת 2008 חולק דיבידנד בסך של 30 מיליון ₪ לבעלי המניות, מתוך יתרת הרווח הצבורה של החברה. יתרת הרווחים לחלוקה לאחר תשלום הדיבידנד עומדת על כ- 302 מיליון ₪.

2

## התפתחות התוצאות הכספיות

### לחברה שיעור גבוה של דירות מכורות והיקפי מכירה משמעותיים ואולם קיימת ירידה בשיעור הרווח הגולמי ממכירת דירות

היקף המכירות במהלך חודשים ינואר - ספטמבר של שנת 2008 בפרויקטים של החברה עמד על 437 יח"ד בהיקף של כ- 580 מיליון ₪ (חלק החברה כ- 345 מיליון ₪) לעומת מכירה של 443 יח"ד בתקופה המקבילה אשתקד בהיקף של כ- 530 מיליון ₪ (חלק החברה כ- 316 מיליון ₪). יש לציין כי על אף הגידול בהיקף המכירה, לא יבוא גידול זה לידי ביטוי בהכנסות החברה עד למסירת הדירות והכרה ברווח על פי תקני ה- IFRS. הכנסות החברה ממכירת דירות מגורים לתקופה ינואר - ספטמבר 2008 עלו בצורה משמעותית, ואף ניכרת עלייה בשיעור הרווח הגולמי של החברה ממכירת דירות (עליה מרמה של 15% לרמה של 16% רווח גולמי), על אף האמור, חלה ירידה משמעותית בשיעורי הרווח הכוללים של החברה (גולמי, תפעולי ונקי). אחת מהסיבות נובעת ממכירה של שטחי מקרקעין במהלך התקופה המקבילה אשתקד בהיקף כספי של כ- 104 מיליון ₪. מכירות אלו של שטחים הניבו רווח גולמי, הגבוה באופן משמעותי מהרווח הגולמי של מכירת דירות (רווח גולמי של כ- 52%), כתוצאה מהעדר הכנסות אלו בשנת 2008, צנח שיעור הרווח הגולמי הכולל של החברה (מכירת דירות ומקרקעין) לרמה של 17% בלבד מרמה של 40% בתקופה המקבילה אשתקד.

שיעור רווח גולמי	רווח גולמי	עלויות	הכנסות	שיעור רווח גולמי ינואר - ספטמבר 2007 (אלפי ₪)
15%	8,193	46,472	54,665	מכירת דירות למגורים
52%	53,741	50,217	103,958	מכירת מקרקעין
	8,801	-	8,801	דמי ניהול
	-3,773	3,773	-	שכר ואחרות
<b>40%</b>	<b>66,962</b>	<b>100,462</b>	<b>167,424</b>	<b>סה"כ</b>

שיעור רווח גולמי	רווח גולמי	עלויות	הכנסות	שיעור רווח גולמי ינואר - ספטמבר 2008 (אלפי ₪)
16%	46,817	248,843	295,660	מכירת דירות למגורים
	-	-	-	מכירת מקרקעין
	10,478	-	10,478	דמי ניהול
	-5,112	5,112	-	שכר ואחרות
<b>17%</b>	<b>52,183</b>	<b>253,955</b>	<b>306,138</b>	<b>סה"כ</b>

נכון לתאריך 30.9.2008, לחברה 27 פרויקטים בשלבי ביצוע שונים הכוללים 1,446 יחידות דיור. לחברה שיעור מכירה גבוה של כ- 50% (כ- 715 יח"ד) בהיקף חוזים של כ- 608 מיליון ₪. שיעור ההשקעה של החברה ללא קרקע (כ- 32% במוצק) מצביע על היקף גבוה של מכירה מוקדמת של הפרויקטים השונים.

a

**טבלה מרכזת : פרויקטים, שיעורי מכירה, השקעה ורווח גולמי חזוי לתאריך 30.6.2008 (אלפי ₪)**

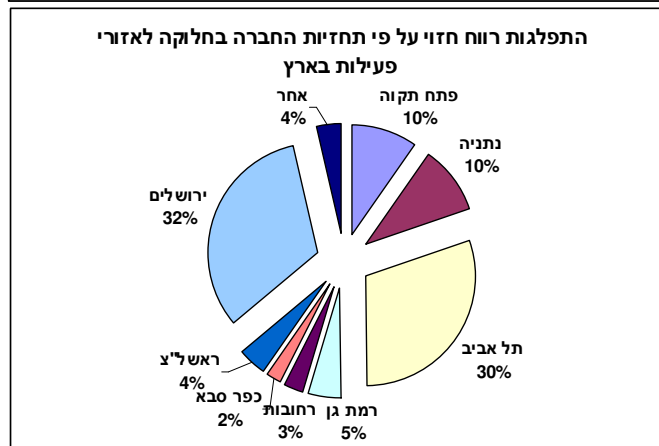
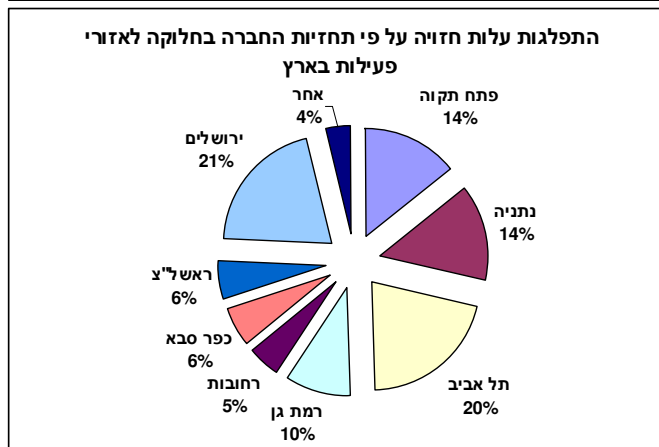
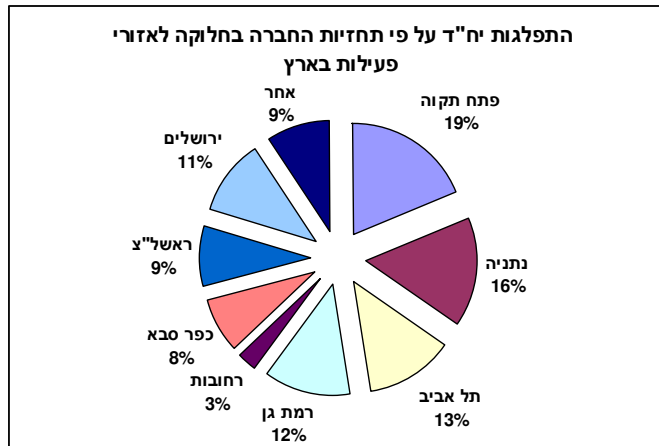
שיעור רווח גולמי חזוי	רווח גולמי חזוי	מועד איכלוס צפוי	שיעור השקעה ללא קרקע	שיעור מכירות	מחיר מכירה ממוצע	מס' יחידות	מיקום	שם הפרויקט
12%	1,936	2008	75%	100%	429	38	פתח תקוה	לב הסביונים בנין 92
15%	6,411	2008	89%	100%	494	84	פתח תקוה	לב הסביונים בנין 131
18%	3,989	2008	81%	100%	790	28	נתניה	סביוני נתניה 6
31%	24,808	2008	88%	100%	856	94	ת"א	ג' החדשה בנינים 17 ו- 18
22%	6,684	2008	83%	97%	440	70	יהוד	מגדלי הסביונים בנין 4
10%	10,070	2008	83%	90%	602	151	רמת גן	סביון טאואר
12%	4,501	2008	48%	92%	1,489	25	רחובות	גינות סביון שלב א'
13%	2,520	2008	88%	100%	639	30	כפר סבא	סביוני כפר סבא 79/1
10%	2,662	2008	79%	91%	586	44	כפר סבא	סביוני כפר סבא 79/2
26%	5,892	2009	53%	96%	860	26	נתניה	סביוני נתניה 4
20%	4,541	2009	57%	100%	823	28	נתניה	סביוני נתניה 5
14%	2,183	2009	53%	93%	495	29	רמת גן	מגדל התמר
20%	12,540	2009	39%	73%	836	66	רמת גן	סביון פלטינום
9%	604	2009	69%	72%	364	18	עפולה	סביוני העמק שלב א' 2
12%	3,910	2009	49%	91%	568	57	ראשלי"צ	שער הים בנין 3
17%	6,827	2009	29%	57%	1,975	21	ת"א	סביוני רמת אביב בנין 7
23%	12,663	2009	21%	93%	910	60	פתח תקוה	לייף פארק בנין 161
11%	6,520	2010	13%	20%	611	87	כפר סבא	סביוני כפר סבא 79/3
19%	6,770	2010	33%	95%	615	58	ראשלי"צ	שער הים בנין 4
18%	8,157	2010	18%	34%	1,615	29	רחובות	גינות סביון שלב ב'
37%	732	2009	0%	100%	99	20	עפולה	סביוני העמק מגרשים שלב א'
25%	11,399	2010	10%	48%	2,120	21	ת"א	סביוני רמת אביב בנין 8
13%	5,802	2010	6%	27%	461	82	פתח תקוה	לב הסביונים בנין 51
14%	3,467	2010	10%	50%	900	26	נתניה	סביוני נתניה בנין 11
18%	4,407	2010	9%	4%	908	26	נתניה	סביוני נתניה בנין 12
15%	3,959	2010	9%	50%	959	28	נתניה	סביוני נתניה בנין 13
27%	9,377	2010	20%	27%	430	70	יהוד	מגדלי הסביונים בנין 2
25%	16,260	2010	3%	8%	1,058	60	פתח תקוה	לייף פארק בנין 162
35%	47,121	2011	14%	62%	1,585	47	ת"א	סביוני רמת אביב בנין 5
34%	47,805	2011	7%	2%	2,482	45	ת"א	סביוני רמת אביב בנין 6
18%	18,738	2011	1%	9%	743	120	נתניה	מגדלי SKY בנין 1
24%	9,492	2011	1%	19%	539	59	ראשלי"צ	שער הים בנין 2
34%	91,432	2012	3%	12%	1,994	99	ירושלים	חצר הנביאים
31%	65,184	2012	1%	7%	1,336	123	ירושלים	הרב קוק
9%	4,043	2008	100%	100%	963	48	פתח תקוה	לייף פארק 2025
17%	3,767	2008	85%	100%	779	28	נתניה	סביוני נתניה בנין 7
21%	6,082	2008	103%	100%	1,215	24	ת"א	סביוני רמת אביב בית 4
<b>24%</b>	<b>483,248</b>		<b>32%</b>	<b>59%</b>	<b>762</b>	<b>1,969</b>		<b>סה"כ / ממוצע</b>

בחינה של אזורי הפעילות מראה כי החברה ממשיכה לבנות ולתכנן בנייני מגורים באזורי ביקוש ובפריסה טובה.

התפלגות העלויות והרווח החזוי מצביעות על שני אזורים בהם ניכרת בנייתם של דירות יוקרה - תל אביב וירושלים. העלויות והרווח החזוי באזורים אלו גבוהים באופן משמעותי בהשוואה להיקף יחידות הדיור הנבנה.

להערכת מידרוג, בהתבסס על המצב הכלכלי הקיים ולאור ריבוי פרויקטים של דירות יוקרה בירושלים, עלולה החברה להיקלע לקושי במכירת דירות אלו.

בתל אביב, לאור שיעור המכירה העומד על 67%, מכסה החברה את מרבית הוצאותיה בפרויקט זה ולפיכך החשיפה באזור זה פחותה.





## הוצאות תפעוליות של החברה נותרו על רמה זהה לרמתן אשתקד

החברה שומרת על רמת הוצאות תפעוליות (הנה"כ ומכירה ושיווק) בהיקפים דומים לתקופה המקבילה אשתקד על אף הגידול בהיקפי הפעילות של החברה. הגידול הקטן בסעיף זה מיוחס לשינויים כתוצאה מהמעבר לתקינה בינלאומית (IFRS), המחייבת רישום הוצאות מכירה ושיווק עם התהוותן.

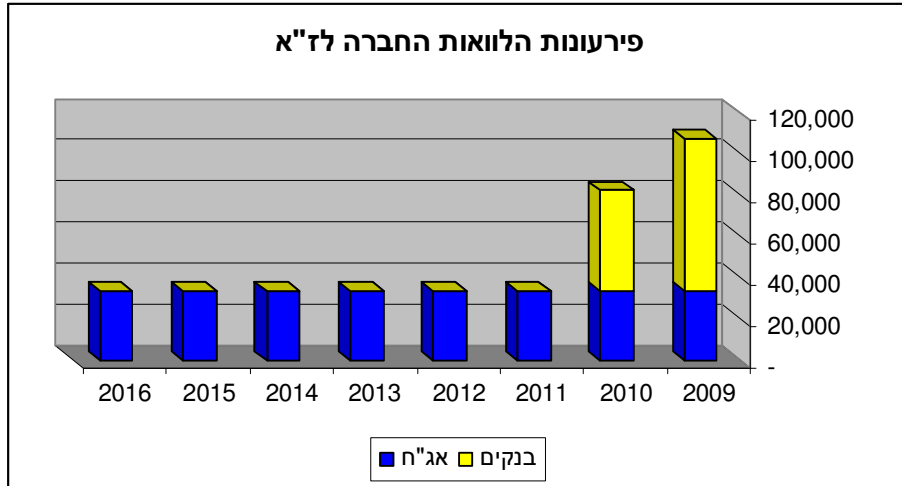
## עלייה משמעותית בהוצאות המימון של החברה בעקבות גידול בחוב הפיננסי ובעקבות חשיפת החברה למדד המחירים לצרכן

עלויות המימון, נטו, של החברה הסתכמו בשלושת הרבעונים של שנת 2008 בכ - 22 מיליון ₪, לעומת עלויות מימון, נטו, בסך של כ - 1.7 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד ולעומת הוצאות מימון בסך של כ - 7.3 מיליון ₪ בכל שנת 2007. גידול זה בהוצאות המימון נובע משילוב של עלייה משמעותית בהיקף החוב הפיננסי של החברה (אשר שימש לרכישת מקרקעין) ומהפרשי הצמדה על אגרות החוב של החברה, הצמודות למדד המחירים לצרכן, שנבעו מעליית המדד בכ - 5% (ביחס למדד הבסיס) בתקופת הדו"ח.

כתוצאה מהירידה בשיעור הרווח ובשילוב עם השפעת העלייה בהוצאות המימון של החברה, רושמת החברה רווח נקי קטן ביחס להיקף המכירות נכון לתאריך 30.9.2008 של כ - 9.3 מיליון ₪ בלבד.

## פירעון קרן הלוואות בנקאיות ואג"ח משליך על נזילות החברה ועל התזרים הפנוי

החברה צפויה להתחיל ולפרוע את סדרת האג"ח הקיימת בסוף 2009, בנוסף, לחברה שתי הלוואות לזמן ארוך מגופים בנקאיים: האחת בסך של כ - 73 מיליון ₪ אשר אמורה להיפרע במהלך שנת 2009 והשנייה בסך של כ - 49 מיליון ₪ האמורה להיפרע בשנת 2010. היות ומדובר בהלוואות שכנגדן משועבדות קרקעות ששווין עודף על פני סכום ההלוואה, החברה מניחה כי תקבל מימון מחדש של הלוואות אלו. מכל מקום, לחברה היקף משמעותי של קרקעות, בהיקף של כ - 265 מיליון ₪ אשר אינן משועבדות, אותן ניתן לשעבד ולפרוע הלוואות אלו, במידת הצורך. לחברה הלוואות On-Call בהיקף של כ - 210 מיליון ₪, מרביתן (כ - 80%), כנגד הלוואות ליווי סגורות בפרויקטים שבביצוע. מנגד לחברה יתרות נזילות של כ - 288 מיליון ₪, חלק משמעותי מסכום זה מופקד בחשבונות ליווי פרויקטים אשר אינו יכול לשמש לפירעון סדרות האג"ח היות ושחרורו מותנה בהסכמת הבנק המלווה ובתנאים מתלים. מתוך סכום זה, עיקר המזומנים הנזילים הקיימים בידי החברה מסתכמים, נכון לדו"ח דירוג זה, בכ - 75 מיליון ₪, המופקדים בבנקים שונים כבטוחות סחירות (פק"מ, מק"מ ואג"ח ממשלה) וניתנים למשיכה בכל עת. בהתבסס על נתונים אלה, לא צפויה החברה להיקלע לבעיית נזילות, האמור כפוף לכך שהחברה לא תחלק דיבידנדים בהיקף משמעותי ו/או תבצע השקעות מהותיות. מידרוג סבורה, כי אי מחזור ההלוואה בשנת 2009 יעמיד את החברה בפני אתגרים מימוניים.



**עלייה בהיקף החוב הפיננסי של החברה וירידה בהון העצמי יצרה הרעה ביחסי האיתנות של החברה**

היקף רכישות מקרקעין משמעותי במהלך השנים 8-2007 ועלייה בחוב הפיננסי בעיקר בשל הלוואות On-Call בהיקף של 210 מיליון ש"ח, במקביל לירידה ברווחיות ובתזרים, הביאה לעלייה מהירה בחוב הפיננסי של החברה. חלוקת דיבידנדים בהיקף של 30 מיליון ש"ח והפסדים לחציון 2008 הביאו לגריעה בהון העצמי של החברה ולהרעה נוספת ביחסי האיתנות. נכון לתאריך 30.9.2008 עומד יחס החוב ל- CAP של החברה על כ- 58%, לעומת יחס חוב ל- CAP של 48% בלבד בתאריך 31.12.2007.

**יחסים פיננסיים נבחרים :**

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	30.9.2008	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ש"ח
169,596	153,373	147,735	207,990	306,138	הכנסות
38,468	26,510	18,952	49,134	35,000	רווח תפעולי
-11,864	-14,554	-5,739	7,339	22,076	הוצאות (הכנסות) מימון
57,231	53,379	29,913	29,668	9,315	רווח נקי
385,180	409,810	522,237	545,815	692,060	חוב פיננסי
31,035	22,002	285,987	296,502	264,328	יתרות נזילות
354,145	387,808	236,250	249,313	427,732	חוב פיננסי נטו
398,821	452,200	563,195	562,100	541,220	הון עצמי וזכויות מיעוט
872,859	923,353	1,175,678	1,621,168	1,806,879	סך מאזן
774,516	853,789	1,081,984	1,085,860	1,201,111	CAP
-39,063	-48,404	-104,080	-157,964	-127,218	FFO
4,594	16,372	28,914	39,183	27,799	FFO בנטרול השקעה במקרקעין
46%	49%	48%	35%	30%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
50%	48%	48%	50%	58%	חוב ל-CAP
48%	47%	30%	32%	46%	חוב נטו ל- CAP
שלישי	שלישי	שלישי	שלישי	שלישי	חוב פיננסי ל-FFO
84	25	18	14	19	חוב פיננסי ל-FFO בנטרול השקעה במקרקעין
N/A	N/A	N/A	6.7	1.6	EBITDA להוצאות מימון

## שיקולים עיקריים לדירוג.

הנהלת החברה הינה בעלת ותק וניסיון רבי שנים; לחברה יכולת ביצוע מוכחת ויכולת הנעה של תהליכים; לחברה מוניטין רב ומותג חזק שפותחים לה פתח לביצוע עסקאות רבות במחירים טובים; פרויקטים של החברה פרוסים היטב וממוקמים באזורי ביקוש; היקף גדול של מכירות מוקדמות תורם להבטחת ההכנסות העתידיות ורווחיות הפרויקטים; לחברה היקף מזומנים של כ- 75 מיליון ₪ היכולים לשרת את פירעון חובותיה (בהנחה שלא יחולקו דיבידנדים משמעותיים); לחברה קרקעות רבות אשר אינן משועבדות אשר כנגדן יכולה החברה לקבל מימון ולהגביר את נזילותה, במידת הצורך, לצורך עמידה בהתחייבויותיה; **מנגד**: לחברה ירידה קלה בשיעורי הרווחיות הגולמית; לחברה מספר מצומצם של פרויקטי יוקרה ופרויקטים במיקומים בעלי רמות סיכון גבוהות מהממוצע העולמיים להתגלות כנטל מימוני על החברה; איתנותה הפיננסית של החברה נפגעה בעקבות הגדלה משמעותית של היקף החוב הפיננסי; החברה צפויה לחלק דיבידנדים נוספים אשר עלולים לגרוע מנזילותה ומאיתנותה הפיננסית.

## אופק הדירוג

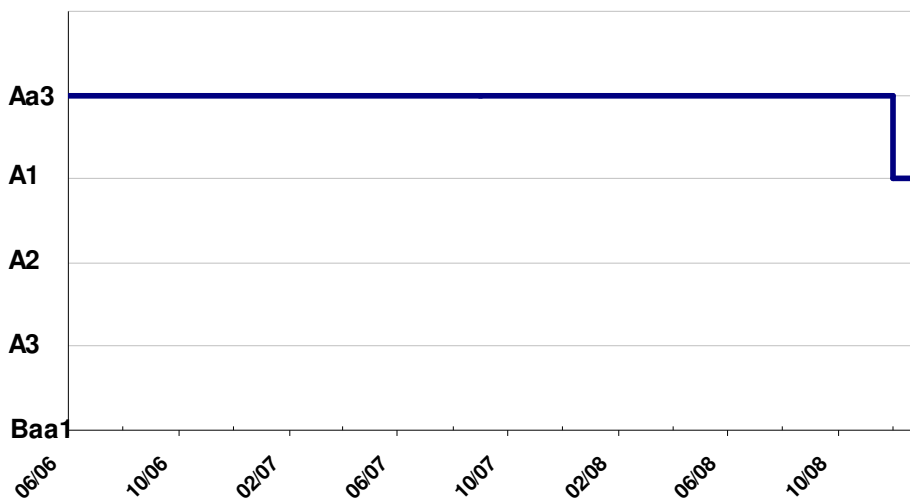
### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי.
- הוספת תחומי פעילויות תוך גיוון מקורות התזרים.

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- גידול ביחס החוב ל - CAP מעל 60%. לצורך חישוב החוב הפיננסי יילקחו בחשבון הלוואות מהקבוצה והתחייבויות למוכרי מקרקעין.
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה, כמו ירידה במחירי הנדל"ן למגורים באזורים בהם פועלת החברה.
- פגיעה בשיעורי הרווחיות ובתזרימי המזומנים.
- ירידה באיתנות הפיננסית או בדירוג של חברות שערבות להחזר פיקדונות שהפקידה החברה.
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה.

## היסטוריית דירוג



15

## אודות החברה

אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "החברה" או "אפריקה מגורים"), הינה חברה העוסקת בייזום פרויקטים למגורים בישראל על דרך של איתור קרקעות, רכישתן, הקמת המבנים ומכירתם ומהווה את הזרוע של החברה האם לייזום פרויקטים של נדל"ן למגורים בארץ. החברה מבצעת עסקאות, לרוב בשותפות עם אחרים, בדרך של רכישת המקרקעין במזומן, בעסקאות קומבינציה עם יזמים אחרים ובעסקאות פינוי בינוי. החברה פועלת בייזום והקמה של שכונות מגורים המאופיינים במיצוע בינוי גבוה ביחס לשוק הדירות, הנובע ממיקומם ומפיתוח סביבתי. לחברה פרויקטים עיקריים בלב אזורי הביקוש במרכז הארץ. בחלק מהפרויקטים אותם מבצעת החברה, הקבלן המבצע הינו דניה סיבוס בע"מ, חברה ציבורית, שהינה חברה אחות.

נכון לתאריך 30.6.2008 לחברה 20 פרויקטים בביצוע המקיפים כ - 1,043 יח"ד ובנוסף משווקת החברה 14 פרויקטים נוספים, טרם ביצוע, בהיקף של כ - 826 יח"ד. מתוך כלל הפרויקטים המשווקים מכרה החברה 1,061 יח"ד המהווים כ - 57%.

החברה הוקמה בשנת 1960 כחברה פרטית והחל מחודש יולי 2006 נסחרות מניותיה בבורסה לני"ע בתל אביב. נכון לתאריך דו"ח מעקב שנתי זה, מוחזקת החברה על ידי חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ בהיקף של כ - 75%. החזקות גופים מוסדיים - בעיקר חברות שונות מקבוצת כלל ומבית ההשקעות אפסילון מסתכמות בכ - 8% נוספים.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operations	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Fund from Operations	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

**מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג 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.**



דו"ח מספר: CRA07101208000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investor Services Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.