



אפריקה ישראל מגורים בע"מ

מעקב - פברואר 2012

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד-חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
ranq@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אפריקה ישראל מגורים בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה (Issue)
------------------	-----------	--------------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג לסדרת אג"ח א' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "אפריקה מגורים", "החברה"), מדירוג A3 לדירוג A2 וקביעת אופק הדירוג יציב.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31 בדצמבר 2011:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.11 באלפי ש"ח *	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1097955	יול-06	5.9%	מדד	214,132	2012-2016

* לאחר פירעון שנערך בדצמבר 2011

העלאת הדירוג נתמכת, בין היתר, בשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי בשנתיים האחרונות וכן בעלייה בשיעורי הרווחיות ממכירת דירות והצפי להמשך מגמה זו, בהתבסס על היח"ד המכורות ומועדי האכלוס הצפויים בפרויקטים בביצוע, אשר צפויים לתרום משמעותית להפקת תזרים לשירות החוב תוך שמירה לפחות על היקף הפעילות הנוכחי; שמירה לאורך זמן על איתנות פיננסית טובה לרמת הדירוג, גם בהתחשב בעלייה מסוימת ברמת המינוף שעלולה לחול בטווח הקצר בשל רכישת קרקעות; שיעורי מכירות גבוהים בפרויקטים בביצוע באופן המקטין את חשיפת החברה בטווח הקצר-בינוני להאטה במגזר הייזום למגורים בישראל. אף על פי כן, להערכת מידרוג, התממשות תרחיש קיצון של הרעה חדה במגזר, תשפיע על פרופיל הסיכון בטווח הארוך; היקף פעילות משמעותי ופיזור פעילות המשתקף הן בפרויקטים לביצוע ובפרויקטים בתכנון והן בעתודות הקרקע הניכרות של החברה; שיפור בשנים האחרונות בשליטה והבקרה לרבות מנגנונים לניהול הסיכונים ותזרים המזומנים. השיפור הנ"ל בא לידי ביטוי בחוסנה של החברה ביחס לאי הוודאות הקיימת כיום בתחום שוק הדיור בישראל; רמת נזילות טובה וגמישות פיננסית סבירה ביחס ללוח הסילוקין הנוח יחסית של החברה.

פירוט גורמי מפתח

קצב מכירות טוב למצבת הפרויקטים בבניה; צפי להמשך הכרה בהכנסות משמעותיות לאור צפי לאכלוס יח"ד מכורות

נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה כ- 20 פרויקטים, בהליכי ביצוע שונים, אשר אמורים להסתיים במהלך השנים 2012-2014. ההכנסות בגין היח"ד שנמכרו בפרויקטים אלו צפויות לייצר תזרים משמעותי אשר יש בו כדי להוות מקור לתשלום התחייבויות החברה בטווח הבינוני. למעשה, כ-70% מיח"ד הנמצאות בשלבי בנייה שונים הינן מכורות ובהתייחס ליח"ד שבנייתם צפויה להסתיים בשנת 2012 שיעור המכירות הינו כ-85%. האמור, מקטין את רגישות החברה לירידת מחירים והאטה בקצב המכירות כתוצאה מאי הוודאות השוררת בשוק הנדל"ן למגורים כיום. יתרה מכך, למרות האטה בקצב המכירות של החברה בין יולי לאוקטובר 2011, במהלך נובמבר-דצמבר 2011, חלה התאוששות של קצב מכירת יח"ד ע"י החברה. אף על פי כן, בתחשיבי מידרוג נלקח בחשבון תרחיש של האטה נוספת בקצב המכירות ומתן



הנחה מסוימת לרוכשי הדירות. להערכת מידרוג, בהתחשב במצבת הפרויקטים בביצוע, החברה צפויה להמשיך ולהציג יחסי כיסוי בולטים לטובה.

בנוסף, מידרוג מציינת לחיוב את השיפור ברווחיות הגולמית ממכירת דירות בשנים האחרונות, בין היתר, בזכות התנופה החיובית בענף הבנייה למגורים בשנים אלו. כך למשל, הרווחיות הגולמית ממכירת דירות עלתה בהדרגה מרמה של כ-16% לכ-23% במהלך 2008-2011. אף על פי שהחברה צפויה לשמור על רווחיות זו בטווח הקצר, מידרוג מעריכה כי בהתחשב באקלים הנוכחי בשוק הנדל"ן, בטווח הארוך הרווחיות הגולמית הענפית צפויה להתייצב על שיעור של כ-15%-20%.

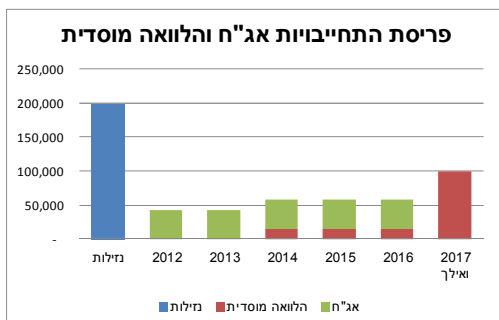
צפויה יציבות ואף גידול מסוים בהיקף הפעילות בטווח הבינוני-ארוך לאור מצבת הפרויקטים בתכנון

לחברה מלאי קרקעות משמעותי לבניית מעל 3,500 יח"ד (כולל פרויקטים מותלים והליכים לשינוי מצ"ב תכנוני אך ללא מו"מ בתהליך לרכישת קרקעות). שמתוכם החברה צופה להתחיל את בנייתם של כ-800 יח"ד בשנת 2012. מלאי הקרקעות הנ"ל בתוספת לרכישת קרקעות שהחברה בוחנת, צפוי להבטיח את המשך היקף הפעילות הניכר של החברה ואף להביא לגידול מסוים. יצוין, כי מדיניות ניהול הסיכונים של החברה הינה לשמור על שיעור מכירות של בין 60%-70% מתוך מלאי הדירות בבנייה ולפיכך המשך היקף הפעילות הינו כפוף לביקושים והמשך קצב המכירות ובחלק מהמקרים אף ב-Pre Sale משמעותי.

נזילות טובה וגמישות פיננסית סבירה ביחס ללוח הסילוקין של החברה

נכון ליום 30.09.2011, לחברה יתרת נזילות של כ-256 מיליון ₪ (בנטרול מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ-200 מיליון ש"ח). אולם, בשל פירעון האג"ח בחודש דצמבר ורכישה עצמית של מניות, יתרת הנזילות כיום צפויה לעמוד על כ-200 מיליון ש"ח. בהתאם ללוח הסילוקין של ההתחייבויות הפיננסיות, פירעון קרן אג"ח השנתי עומד על כ-43 מיליון ₪ לשנה עד לשנת 2016. בנוסף, החל משנת 2014, החברה צפויה לפרוע כ-14 מיליון ₪ בשנה בגין הלוואת corporate של כ-100 מיליון ₪ שנתקבלה מגופים מוסדיים. כמו כן, לחברה הלוואות בנקאיות בגין רכישת קרקעות בהיקף של כ-300 מיליון ₪ והלוואות ליווי בנייה בהיקף של כ-100 מיליון ₪. החברה מעריכה, כי בשנתיים הקרובות תחל הבנייה בגין מרבית הקרקעות אשר בגינן קיים חוב ולפיכך הן ההלוואות בגין קרקעות והן הלוואות בגין ליווי בניה בפרויקטים תפרענה בהתאם לקצב קבלת מקדמות מרוכשי הדירות.

החברה מתכוונת לשרת את חובותיה, בין היתר, מיתרת הנזילות הקיימת, מהמזומנים המוגבלים בשימוש ומפעילותה השוטפת, אשר צפויה לייצר תזרים משמעותי בשנים הקרובות, כמו גם מכירת קרקעות אפשרית. יצוין כי להערכת מידרוג מקורות אלו הינם גבוהים באופן משמעותי ביחס לעומס הפירעונות הצפוי. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית ביחס ללוח הסילוקין, המתבטאת בעיקר בערכם בספרים של הנכסים הלא משועבדים (בעיקר קרקעות). בסך של כ-150 מיליון ₪ (בנטרול קרקעות אשר צפויה להתחיל עליהן בנייה בשנה הקרובה); (הסכום הנ"ל אינו כולל מלאי דירות גמורות הצפויות להימכר, בהיקף של כ-12 מיליון ₪ ואת המזומנים המוגבלים בהיקף של כ-200 מיליון ₪).



התפתחות התוצאות הכספיות

אפריקה ישראל מגורים בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.09.2011 (אלפי ₪)

31.12.2008	31.12.2009	30.09.2010	31.12.2010	30.09.2011	פרופורמה **	אלפי ₪
436,609	299,657	405,314	626,584	533,240		סך הכנסות
74,471	80,158	96,087	146,210	103,179		רווח גולמי
17.1%	26.7%	23.7%	23.3%	19.3%		שיעור רווח גולמי
16.3%	18.5%	18.0%	19.6%	22.7%		שיעור רווח גולמי ממכירת דירות
49,612	57,132	76,215	117,998	77,719		EBITDA
16,948	28,172	44,963	72,097	49,670		רווח נקי (הפסד) לתקופה
635,374	659,878	668,460	550,729	634,560	632,734	חוב פיננסי
71,213	124,526	150,761	173,045	256,010	199,184	יתרות נזילות
564,161	535,352	517,699	377,684	378,550	433,550	חוב פיננסי נטו
549,327	564,348	590,179	617,214	611,872	597,872	הון עצמי
1,728,130	1,952,018	2,225,607	2,139,568	2,293,634	2,277,808	סך מאזן
323,548	476,146	678,714	609,779	680,717	680,717	מקדמות מלקוחות
1,404,582	1,475,872	1,546,893	1,529,789	1,612,917	1,597,091	סך מאזן בנטרול מקדמות
1,150,558	1,200,786	1,238,186	1,159,269	1,238,916	1,223,090	Cap
1,079,345	1,076,260	1,087,425	986,224	982,906	1,023,906	נטו CAP
39.1%	38.2%	38.2%	40.3%	37.9%	37.4%	הון עצמי/סך מאזן בנטרול מקדמות
41.2%	41.8%	42.3%	45.5%	45.1%	42.8%	הון עצמי/סך מאזן בנטרול נזילות
55.2%	55.0%	54.0%	47.5%	51.2%	51.7%	חוב ל-CAP
52.3%	49.7%	47.6%	38.3%	38.5%	42.3%	חוב נטו ל-CAP נטו
3,728	33,367	51,973	81,461	52,903		FFO
-88,693	150,594	168,563	262,461	107,611		CFO (תזרים מפעילות שוטפת)*
170.4	19.8	9.6	6.8	9.0		חוב פיננסי ל- FFO
151.3	16.0	7.5	4.6	5.4		חוב פיננסי נטו ל- FFO
1.9	3.0	5.2	6.2	7.3		EBITDA להוצאות מימון
11.4	9.4	5.1	3.2	3.7		חוב פיננסי נטו ל- EBITDA

* תזרים מפעילות שוטפת כולל גם הוצאות בגין רכישת קרקעות ** הפרופורמה כוללת מספר אירועים לאחר תאריך המאזן לרבות פירעון אג"ח בהיקף של כ-42 מיליון ₪, רכישה עצמית של מניות בניקף של כ-14 מיליון ₪ ונטילת התחייבות השותף כלפי בנק בקשר לפרויקט בירושלים

אופק הדירוג

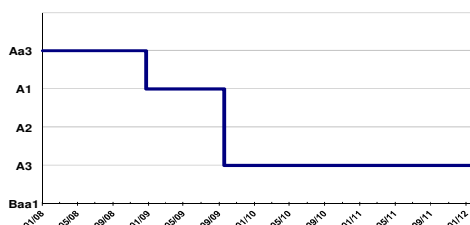
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ובהון העצמי תוך שמירה על נזילות גבוהה ויחסי הכיסוי הנוכחיים לאורך זמן וכן שיפור ביחסי האיתנות

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה ועליה ברמת המינוף של החברה תוך פגיעה משמעותית בשיעורי הרווחיות ובתזרימי המזומנים
- הרעה מהותית בסביבה העסקית, כגון ירידה במחירי הנדל"ן למגורים באזורים בהם פועלת החברה

היסטוריית דירוג



5

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 קבוצת אפריקה השקעות לישראל בע"מ לייזום פרויקטים של נדל"ן למגורים בארץ. החברה פועלת בייזום והקמה של שכונות מגורים, המאופיינות במיזבוג בינוני - גבוה ביחס לשוק הדירות, הנובע ממיקומן ומפיתוח סביבתי. לחברה פרויקטים עיקריים בלב אזורי הביקוש במרכז הארץ. בחלק מהפרויקטים אותם מבצעת החברה, הקבלן המבצע הינו דניה סיבוס בע"מ, שהינה בעלת השליטה בחברה. החברה הוקמה בשנת 1960 והחל מיולי 2006 נסחרת מנייתה בבורסה לני"ע בתל אביב.

מחקרים מתודולוגיים

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

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח מעקב פברואר 2011

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

סולם דירוג התחייבויות

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

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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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. 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 לסיכוני 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 צריכים 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 (Moody's) (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.