



אפריקה ישראל מגורים בע"מ

מעקב - אפריל 2013

1

מחבר:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

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

אפריקה ישראל מגורים בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק יציב לסדרות אג"ח א' ו-ב' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "אפריקה מגורים", "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31 בדצמבר 2012:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.12 אלפי ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	1097955	5.90%	מדד	173,771	2013-2016
ב'	1126093	4.70%	מדד	150,912	2014-2020
סה"כ				324,683	

אישור מחדש של הדירוג ושל אופק הדירוג נתמכים, בין היתר, באיתנות הפיננסית הגבוהה של החברה, גם בהתחשב בעלייה מסוימת ברמת המינוף שחלה לאחרונה, עקב חלוקת דיבידנד ורכישת קרקעות לאחר תאריך המאזן; שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי בשלוש השנים האחרונות וכן בשיעורי הרווחיות ממכירת דירות. מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך להציג איתנות פיננסית בולטת לטובה וכי יחול גידול בהיקף התזרים הפרמננטי, וזאת בהתבסס על היקף היח"ד המכורות ומועדי האכלוס הצפויים בפרויקטים בביצוע, אשר צפויים לתרום משמעותית להפקת תזרים לשירות החוב, תוך שמירה לפחות על היקף הפעילות הנוכחי; שיעורי המכירות הגבוהים בפרויקטים בביצוע מקטינים את חשיפת החברה בטווח הקצר-בינוני להאטה במגזר היזום למגורים בישראל. אף על פי כן, להערכת מידרוג, התממשות תרחיש קיצון של הרעה חדה במגזר, עשויה להשפיע על פרופיל הסיכון בטווח הארוך; שיפור בשנים האחרונות בשליטה ובקרה, לרבות מנגנונים לניהול הסיכונים ותזרים המזומנים, הבאים לידי ביטוי בחוסנה היחסי של החברה ביחס לאי הוודאות הקיימת כיום בתחום שוק הדיור בישראל; היקף פעילות משמעותי ופיזור פעילות המשתקף, הן בפרויקטים לביצוע, הן בפרויקטים בתכנון והן בעתודות הקרקע של החברה; רמת נזילות בולטת לטובה 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 אכלוס יח"ד מכורות

נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה כ- 17 פרויקטים, בשלבי ביצוע שונים, אשר אמורים להסתיים במהלך 2013-2015. ההכנסות בגין היח"ד שנמכרו בפרויקטים אלו צפויות לייצר תזרים משמעותי אשר יש בו כדי להוות מקור לתשלום התחייבויות החברה בטווח הבינוני. למעשה, כ-60% מיח"ד הנמצאות בשלבי בנייה שונים הינן מכורות, ובהתייחס ליח"ד שבנייתן צפויה להסתיים בשנת 2013, שיעור המכירות הינו כ-89%. משכך, חשיפת החברה לסיכונים שוק בטווח הקצר, הינה נמוכה (חשיפה לתנודתיות במחירי דירות והביקוש להן). נציין כי, בתחשיבי מידרוג נלקח בחשבון תרחיש של האטה בקצב המכירות ומתן הנחה מסוימת לרוכשי הדירות. להערכת מידרוג, בהתחשב במצבת הפרויקטים בביצוע,



החברה צפויה להמשיך ולהציג יחסי כיסוי, ההולמים את רמת הדירוג. במהלך השנים האחרונות החברה שמרה באופן עקבי על שיעור מכירה לפרויקטים בביצוע, של כ-60%, עובדה זו מקלה על החברה בקבלת ליווי בנקאי ומוזילה את עלויות המימון להן היא חשופה.

בנוסף, מידרוג מציינת לחיוב את השיפור ברווחיות הגולמית ממכירת דירות בשנים האחרונות, בין היתר, בשל התנפה החיובית בענף הבנייה למגורים בשנים אלו. כך למשל, הרווחיות הגולמית ממכירת דירות עלתה בהדרגה, מרמה של כ-16% לכ-25% בין 2008-2012. 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 בהיקף הפעילות בטווח הבינוני-ארוך בשל הפרויקטים בתכנון

לחברה מלאי קרקעות משמעותי לבניית מעל 4,200 יח"ד (מתוכם 1,028 יח"ד בבניה ומספר פרויקטים מותלים והליכים לשינוי מצב תכנוני, ללא מו"מ בתהליך לרכישת קרקעות). בשנת 2013 החברה צופה להתחיל שלבים לבניית פרויקטים בהיקף משמעותי, להערכת מידרוג החברה צפויה להגדיל את היקף היח"ד בבנייה עד לכ-1,200 יח"ד, לעומת כ-1,000 יח"ד כיום (חלק חברה) וכ-750 יח"ד (חלק חברה) במועד הדירוג הקודם - מרץ 2012. מלאי הקרקעות הנ"ל בתוספת הרכישות שבוצעו בחודשים האחרונים, צפוי להבטיח את המשך היקף הפעילות של החברה ואף להביא לגידול מסוים. מידרוג מעריכה כי התזרים הפרמננטי של החברה יגדל משמעותית בטווח השנים הקרובות. יציין, כי מדיניות ניהול הסיכונים של החברה הינה לשמור על שיעור מכירות של כ-60% מתוך מלאי הדירות בבנייה ולפיכך - המשך היקף הפעילות כפוף לביקושים והמשך קצב המכירות.

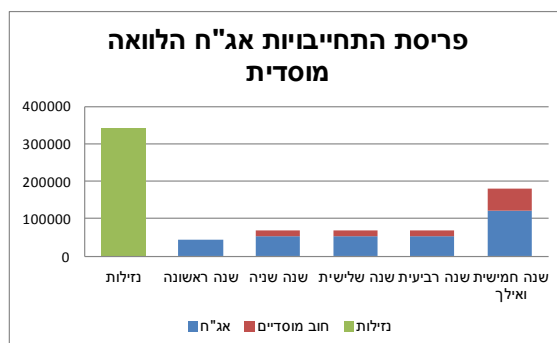
3

נזילות טובה וגמישות פיננסית סבירה ביחס ללוח הסילוקין של החברה

נכון ליום 31.12.2012, לחברה יתרת נזילות של כ-340 מיליון ₪ (בנטרו ל מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ-186 מיליון ₪). אולם, בשל השקעות, רכישת קרקעות וחלוקת דיבידנד, יתרת הנזילות צפויה לקטון בטווח הזמן הקרוב. בהתאם ללוח הסילוקין של ההתחייבויות הפיננסיות, פירעון קרן האג"ח השנתי עומד על כ-43 מיליון ₪ לשנה הקרובה ועל כ-52.5 מיליון ₪ לשלוש השנים העוקבות. כמו-כן, החל משנת 2014, החברה צפויה לפרוע כ-14 מיליון ₪ בשנה בגין הלוואת Corporate של כ-100 מיליון ₪, שנתקבלה מגופים מוסדיים. בנוסף, לחברה הלוואות בנקאיות בגין רכישת קרקעות בהיקף של כ-115 מיליון ₪ (סכום זה איננו כולל הלוואה שנלקחה לרכישת פרויקט המשתלה) והלוואות ליווי בנייה בהיקף של כ-256 מיליון ₪. החברה מעריכה כי בשנתיים הקרובות תחל הבנייה על מרבית הקרקעות אשר בגין 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, מהמזומנים המוגבלים, אשר צפויים להשתחרר במהלך השנים הקרובות וכן מפעילותה השוטפת, אשר צפויה לייצר תזרים משמעותי בשנים הקרובות. יציין 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-160 מיליון ₪ (הסכום הנ"ל אינו כולל מלאי דירות גמורות הצפויות להימכר, בהיקף של כ-22 מיליון ₪, ואת המזומנים

המוגבלים בהיקף של כ-186 מיליון ₪). אף על פי כן, להערכת מידרוג, הגמישות הפיננסית המיוחסת לקרקעות הינה פחותה מכיוון שחלקן ישועבדו בעתיד במסגרת הסכמי ליווי.



התפתחות התוצאות הכספיות

אפריקה ישראל מגורים בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.12.2012 (אלפי ₪)

מאזן מאוחד אלפי ₪	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
סך הכנסות	299,657	626,584	689,934	724,807
רווח גולמי	80,158	146,210	148,817	165,100
EBITDA	57,132	117,998	114,442	128,106
רווח נקי (הפסד) לתקופה	28,172	72,097	77,649	80,134
שיעור רווח גולמי	26.7%	23.3%	21.6%	22.8%
שיעור רווח גולמי ממכירת דירות	18.5%	19.6%	24.3%	24.8%
חוב פיננסי	699,346	592,359	778,878	861,965
יתרות נדילות	124,526	173,045	205,854	340,575
חוב פיננסי נטו	574,820	419,314	573,024	521,390
הון עצמי	564,348	617,214	626,107	672,367
סך מאזן	1,952,018	2,139,568	2,257,606	2,302,211
מקדמות מלקוחות	476,146	609,779	629,939	538,018
סך מאזן בנטרול מקדמות	1,475,872	1,529,789	1,627,667	1,764,193
Cap	1,240,254	1,200,899	1,396,804	1,523,602
נטו CAP	1,115,728	1,027,854	1,190,950	1,183,027
הון עצמי/סך מאזן בנטרול מקדמות	38.2%	40.3%	38.5%	38.1%
הון עצמי/סך מאזן בנטרול מקדמות ונדילות	41.8%	45.5%	44.0%	47.2%
חוב ל-CAP	56.4%	49.3%	55.8%	56.6%
חוב נטו ל-CAP נטו	51.5%	40.8%	48.1%	44.1%
FFO	33,367	81,461	69,525	64,629
CFO (תזרים מפעילות שוטפת)*	127,512	239,606	41,547	180,128
חוב פיננסי ל- FFO	21.0	7.3	11.2	13.3
חוב פיננסי נטו ל- FFO	17.2	5.1	8.2	8.1
EBITDA לתשלומי ריבית	2.5	5.2	5.3	4.7
חוב פיננסי נטו ל- EBITDA	10.1	3.6	5.0	4.1

* תזרים מפעילות שוטפת כולל גם הוצאות בגין רכישת קרקעות

אופק הדירוג

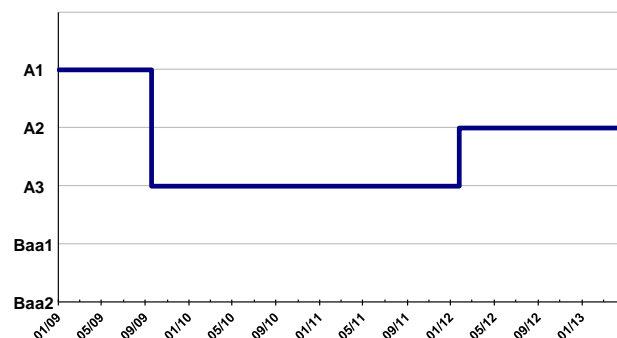
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ובהון העצמי, תוך לפחות שמירה על נזילות סבירה ועל יחסי האיתנות והכיסוי הנוכחיים לאורך זמן

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים או רכישת מניות החברה, 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



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 ומחירתם 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 במיצוב 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 נסחרות מניותיה 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 פעולת דירוג מרץ 2012

תאריך דוח: 18/04/2013

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 בצידוד, 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 הוניות - 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 מאד.	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 מאד.	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 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.

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") 2013.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 במישורין 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 ביעוץ 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.