Maalot
S&P Global Ratings

אפי נכסים בע"מ
AFI Europe N.V.

6 בפברואר 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+', תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

גיא סידון, 972-3-7539731 guy.sidon@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איל עברון, 972-3-7539723 eyal.evron@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 6
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 7
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות 11
חלויות חוב 11
ניתוח התניות 11
השפעת הקבוצה 12

התאמות לדירוג 12
דירוגי סדרות האג"ח – ניתוח סיכון נחיתות 13
הרכב ההון 13
מסקנות אנליטיות 13
התאמות לדיווח הכספי 13
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 14
רשימת דירוגים 15

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+', תחזית הדירוג יציבה

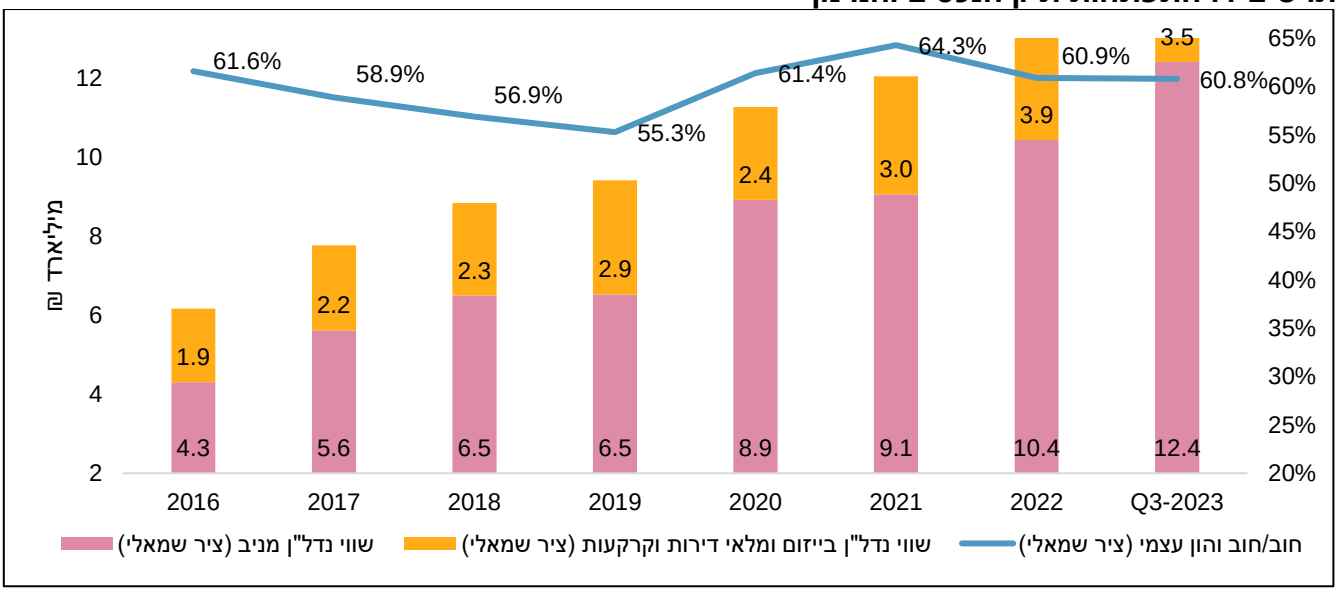
תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• תיק נכסים מניבים בהיקף גבוה ובאיכות טובה הודות להשלמת פרויקטי פיתוח ורכישת נכסים בשנים האחרונות. • גיוון מגזרי וגיאוגרפי הולמים ופיזור שוכרים גבוה. • חשיבות אסטרטגית גבוהה לקבוצת ביג, המאופיינת להערכתנו באיכות אשראי גבוהה.	• חשיפה גבוהה לנכס בודד, שבשנים האחרונות התמתנה עם הגידול בתיק הנכסים. • חשיפה למדינות עם סיכון מדינה בינוני-גבוה ולייזום בהיקף משמעותי. • חשיפה מהותית לסיכוני מטבע.

אפי נכסים בע"מ ("אפי נכסים" או "החברה") ממשיכה להציג גידול בתיק הנכסים המניבים וביצועים תפעוליים יציבים. בשנים האחרונות הרחיבה אפי נכסים את פעילותה באירופה ובישראל באמצעות השלמת פרויקטי נדל"ן בהקמה ורכישת נכסים חדשים. בסוף הרבעון השלישי של 2023 עמד שווי תיק הנכסים של החברה על כ-15.9 מיליארד ₪ (מתוכו כ-3.5 מיליארד ₪ בייזום וקרקעות), עלייה של כ-11% בהשוואה לסוף 2022. משקל הייזום ירד מעט בעקבות השלמה של נכסים בהקמה, ועמד על כ-24% לעומת כ-28% בסוף 2022. חשיפת החברה לנכס מהותי, קניון קוטרוצ'ן ברומניה, המשיכה לקטון ועמדה על כ-18% משווי הנדל"ן המניב בסוף הרבעון השלישי של 2023, לעומת כ-19% בסוף 2022 וכ-20% בסוף 2021. בראייה קדימה ובהינתן תקציב ההשקעות הנרחב של החברה בשנתיים הקרובות, אנו צופים גידול נוסף בתיק הנכסים המניב וב-EBITDA, שצפוי לתמוך בפרופיל העסקי, אולם משקל הייזום המהותי מהווה גורם המשפיע לשלילה על הדירוג. חשיבותה האסטרטגית של החברה לקבוצת ביג מרכזי קניות בע"מ ("ביג", ilAA-/Stable/ilA-1+) נותרה גבוהה, וחברת האם הגדילה את החזקתה בחברה לכ-89% בשנה האחרונה. חשיבות החברה לקבוצה מהווה גורם המשפיע לחיוב על הדירוג.

בשנה האחרונה שמרה החברה על יציבות ביחסים הפיננסיים, למרות גידול בחוב המתואם. החברה המשיכה להגדיל את החוב המתואם שלה ב-2023 בהתאם לתקציב ההשקעות, אך בזכות רווחים מפעילותה השוטפת והשלמה של פרויקטים בייזום, שמרה על יציבות ביחס החוב לחוב והון עצמי שעמד על כ-60.8% בסוף הרבעון השלישי של 2023. אנו מעריכים שהחברה תמשיך לבצע השקעות משמעותיות בפרויקטים שונים שיעלו את יחס המינוף, אך הוא לא יעלה על 65% וימשיך להלום את הדירוג. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון השתפר מעט ועמד על כ-1.3x בתשעת החודשים הראשונים של 2023, לעומת כ-1.2x ב-2022, וצפוי להישאר יציב גם בסוף 2023, בהתאם לציפיותינו. למרות השחיקה הצפויה ביחס הכיסוי כתוצאה מהעלייה באינפלציה ובסביבת הריבית, אנו צופים שהוא ימשיך להלום את הדירוג בממוצע.

תרשים 1: התפתחות תיק הנכסים והמינוף



תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור אפי נכסים על היקף פעילותה, על גיוון מגזרי וגיאוגרפי ועל חשיבות אסטרטגית גבוהה לקבוצת ביג. בהינתן תמהיל והיקף הפעילות של החברה, אסטרטגיית ההשקעות והמדיניות הפיננסית של ההנהלה, אנו סבורים כי יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של עד 65% ויחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.5x, בממוצע, הולמים את הדירוג.

שינוי בדירוג חברת האם, ביג מרכזי קניות בע"מ (ilAA-/Stable/ilA-1+), עשוי להשפיע על דירוג החברה.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג מהותית ולאורך זמן מהיחסים הפיננסיים ו/או מהמאפיינים העסקיים ההולמים את הדירוג. תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, אם החברה תגדיל מהותית את משקל פעילות הייזום או תבצע רכישות בהיקפים גבוהים ללא צעדים אקטיביים לאיזון המינוף, או אם תחול התדרדרות באיכות האשראי של המדינות בהן היא פועלת. לחץ שלילי על דירוג החברה עשוי להיווצר גם אם נעריך כי פחתה חשיבותה האסטרטגית לקבוצת ביג, או במקרה של ירידה בדירוג חברת האם.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית תלויה ביכולתה של החברה להציג לאורך זמן יחס מינוף מתואם חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-60% ויחס כיסוי מתואם EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-2.0x, תוך שמירה על נזילות הולמת והפחתת סיכוני מטבע. פעולת דירוג חיובית תלויה גם בשיפור פרמננטי בפרופיל הסיכון העסקי, שיתבטא בין היתר בהפחתה מהותית בחשיפה לנכס מהותי ולפעילות ייזום, בד בבד עם שיפור ושמירה על שיעורי תפוסה ממוצעים גבוהים והפחתת החשיפה למדינות עם סיכון מדינה בינוני-גבוה. גם עלייה בדירוג חברת האם עשויה להשפיע לחיוב על דירוג החברה.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות, אם תקרה, עלולה להגביר משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ואת התנודתיות בשוק ההון. כבר כעת קיים חשש שהפרמטרים הכלכליים העיקריים של מדינת ישראל יהיו חלשים בהשוואה לצפי הקודם (ראו שינוי תחזית הדירוג של מדינת ישראל לשלילית, 24 באוקטובר 2023). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- להלן האינדיקטורים המקרו-כלכליים העיקריים על פי תחזיות S&P Global Ratings:

	צמיחת תמ"ג ריאלית		שיעור אבטלה		אינפלציה	
	2024	**2025**	**2024**	**2025**	**2024**	**2025**
רומניה	3.5%	3.8%	5.5%	5.3%	5.8%	4.8%
ישראל	0.5%	5.0%	4.0%	3.5%	2.8%	2.0%
סרביה	3.3%	3.0%	8.9%	8.8%	5.8%	2.8%
צ'כיה	2.0%	2.5%	2.7%	2.5%	2.8%	2.3%
פולין	2.9%	3.2%	2.7%	2.7%	5.9%	3.4%

- צמיחה בבסיס ה-EBITDA בהתבסס על הערכותינו לתמהיל הפעילות של החברה ולתרומה הצפויה מנכסים חדשים שפיתוחם הושלם או שנרכשו בשנים האחרונות.
- גידול בהוצאות המימון בהינתן ההשקעות הצפויות וצפי לעלייה בעלות החוב הממוצעת.
- השקעות בהיקף כולל של כ-3.1-4.5 מיליארד ₪ בנדל"ן מניב ובפרויקטים בהקמה ובהוצאות הוניות (capex) בשנים 2023-2025.
- היעדר שינויים מהותיים בשווי ההוגן של נכסי החברה בשנים 2023-2025, מעבר לשיערוכים שהוכרו בפועל בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023.
- השפעה חיובית של התחזקות האירו מול השקל על ההון העצמי ב-2023, בהתבסס על שער החליפין בפועל ביום ה-31 בדצמבר 2023.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2022A	2023E	2024E
הוצאות מימון/EBITDA	כ-1.2x	1.4x-1.2x	1.5x-1.3x
חוב/חוב והון עצמי	כ-60.9%	62%-60%	65%-63%

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

צמיחה ב-NOI בעקבות השלמה של נכסים בייזום והתמקדות בתחום הנדל"ן המניב

אנו צופים צמיחה שנתית של כ-27%-30% ב-NOI (net operating income) ב-2023 ושל כ-24%-27% ב-2024. הערכתנו מתבססת בעיקר על התוצאות התפעוליות בפועל בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023, ומשקפת את התרומה מנכסים שפיתוחם הושלם ויושלם, את השפעת הצמדת מרבית חוזי השכירות למדד המחירים לצרכן ואת התחזקות האירו מול השקל. אנו מעריכים שהחברה לא תיכנס לפרויקטים מהותיים חדשים בתחום הייזום למגורים, בהתאם לאסטרטגיית ההנהלה, והיא תתמקד בהשלמת פרויקטים קיימים. כפועל יוצא אנו צופים כי התרומה מתחום זה תהיה מוגבלת, וכי הרווח הגולמי הכולל ממנו יסתכם בכ-20-30 מיליון ₪ בלבד בשנים 2023-2024.

שיפור קל ביחס כיסוי הריבית ויציבות במינוף ב-2023; עלייה במינוף ב-2024 ושיפור ביחס כיסוי הריבית, שניהם יישארו בטווח ההולם את הדירוג.

אנו צופים יציבות יחסית ביחסים הפיננסיים של החברה בסוף 2023, בהתבסס על גידול בהיקפי החוב מצד אחד ועל הפעולות המאזנות שביצעה החברה בשנים האחרונות, על התחזקות האירו מול השקל ועל הגדלת היקפי הפעילות של החברה מצד שני. אנו צופים שמינוף החברה ישמור על יציבות ויעמוד על כ-60%-62%. בהתבסס על האסטרטגיה העסקית של החברה, אנו צופים המשך גידול בחוב וכפועל יוצא עלייה במינוף לכ-63%-65% בשנת 2024. כתוצאה מגידול בהיקפי הפעילות והתחזקות האירו מול השקל, שבאו לידי ביטוי בצמיחה ב-NOI, למול התמתנות האינפלציה, אנו מעריכים כי בשנת 2023 יחול שיפור ביחס כיסוי הריבית ל-1.2x-1.4x. הערכתנו משקפת בעיקר את הגידול החזוי בחוב, את התמתנות האינפלציה במדינות הפעילות ואת תמהיל החוב הנוכחי, הכולל משקל מהותי של חוב צמוד מדד. בהינתן ציפיות האינפלציה של S&P Global Rating לשנת 2024 והצפי לצמיחה בתוצאות העסקיות בשל התרומה מנכסים שפיתוחם ואכלוסם יושלם, אנו מעריכים כי יחול שיפור ביחס כיסוי הריבית לכ-1.3x-1.5x בשנת 2024.

תיאור החברה

אפי נכסים בע"מ היא חברת נדל"ן ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות חברת הבת בבעלותה המלאה, AFI Europe N.V., בעיקר בייזום, הקמה, השכרה ותפעול של מבני משרדים, תעשייה ומסחר, וכן בייזום ופיתוח של יחידות דיור להשכרה ולמכירה. נכון ל-30 בספטמבר 2023 החברה מחזיקה תיק נכסים מניב בשווי של כ-12.4 מיליארד ₪ ונדל"ן בהקמה וקרקעות בהיקף של כ-3.5 מיליארד ₪, בעיקר במרכז ומזרח אירופה ובישראל.

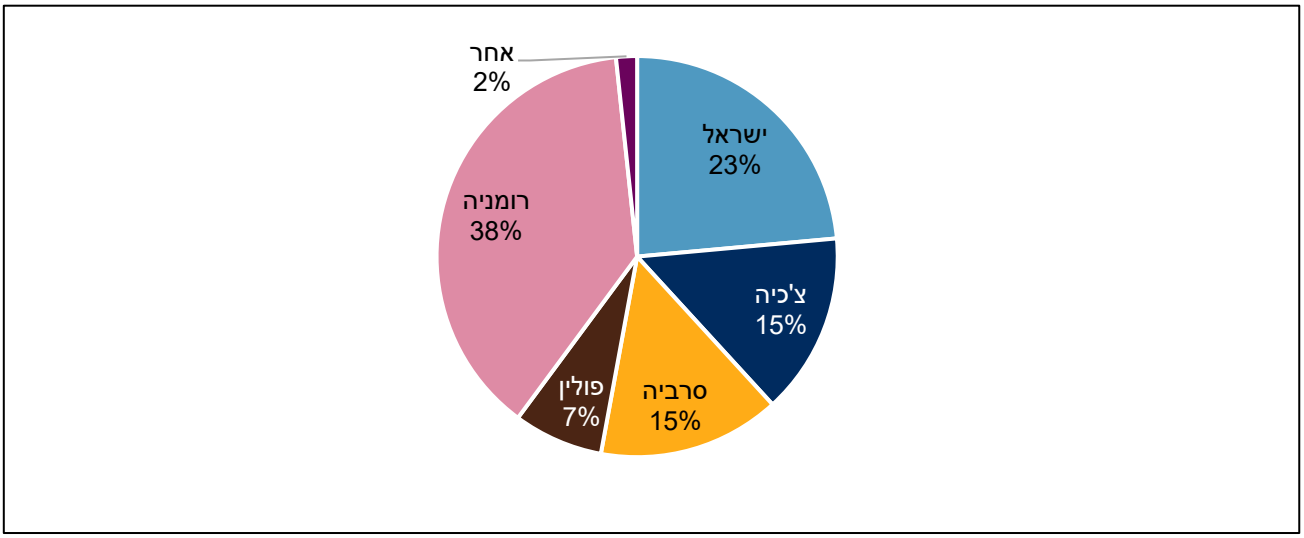
בעלת השליטה בחברה היא ביג מרכזי קניות בע"מ (ilAA-/Stable/ilA-1+) המחזיקה כ-89% מהונה. כ-7% מוחזקים בידי גוף מוסדי ויתר המניות מוחזקות בידי הציבור.

הפרופיל העסקי

הערכת פרופיל הסיכון העסקי של אפי נכסים נתמכת בהחזקתה בתיק נכסים בהיקף גדול, ששוויו הסתכם ב-30 בספטמבר 2023 בכ-15.9 מיליארד ₪, מתוכם כ-3.5 מיליארד ₪ נדל"ן בפיתוח, מלאי דירות להשכרה וקרקעות. בתשעת החודשים הראשונים של 2023 צמח ה-NOI של החברה ביותר מ-30% בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2022, בעיקר בשל צמיחה בנכסים הקיימים, התחזקות האירו מול השקל, נכסים חדשים שנרכשו ונכסים שפיתוחם הושלם בשנה האחרונה. הגידול בהיקפי הפעילות תרם לגיוון המגזרי והגיאוגרפי, תוך הפחתת החשיפה לנכס מהותי. בראייה קדימה ובהינתן תקציב ההשקעות הנרחב של החברה בשנתיים הקרובות, אנו צופים עלייה נוספת בהיקפי הפעילות, שצפויה לתמוך בפרופיל העסקי. אנו סבורים כי לגיוון הגיאוגרפי השפעה חיובית על דירוג החברה, אולם מרבית פעילותה מתבצעת במדינות במרכז ומזרח אירופה, המאופיינות להערכתנו בסיכון מדינה בינוני-גבוה.

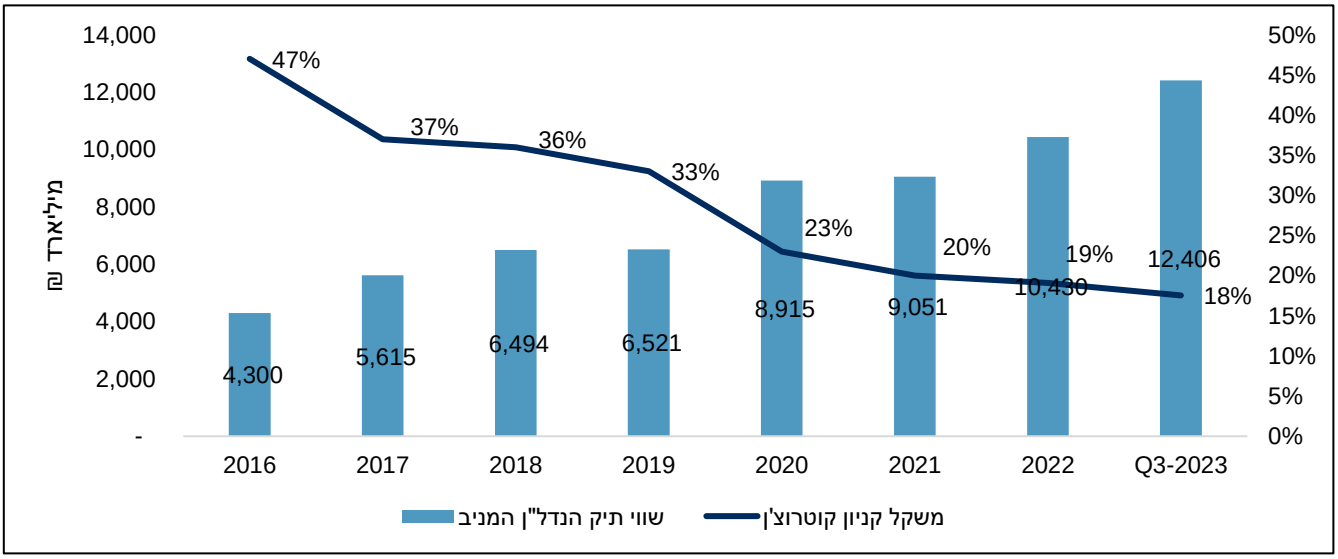
נכון ל-30 בספטמבר 2023, כ-38% משווי הנדל"ן של החברה ממוקם ברומניה (BBB-/Stable/A-3). כלכלת רומניה הציגה צמיחה נמוכה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023, אולם להערכתנו צפויה התאוששות בכלכלה בשנה הקרובה. כ-24% משווי הנדל"ן ממוקם בישראל (AA-/Negative/A-1+), שכלכלתה נפגעה מהאטה כלכלית והמלחמה בין ישראל לחמאס, אולם אנו מעריכים שהצמיחה בה תשתפר ב-2024. בהתבסס על אסטרטגיית ההנהלה, אנו סבורים כי צ'כיה (AA/Stable/A-1+), סרביה (BB+/Stable/B) ופולין (A/Stable/A-1+) יהוו את מנועי הצמיחה המהותיים של אפי נכסים בעתיד. בהתבסס על ההנחות המקרו-כלכליות הנוכחיות שלנו ועל האינפלציה הנוכחית והצפויה לפי הערכות S&P Global Ratings, אנו מעריכים שהכלכלה במדינות הפעילות האלו יתאוששו ב-2024 בעיקר בזכות התמתנות האינפלציה, התייצבות הריבית ועלייה בהיקפי הפעילות העסקית בגוש האירו. לאור זאת אנו צופים כי התמ"ג של צ'כיה, סרביה ופולין יצמח בכ-2%, 3.3% ו-2.9%, בהתאמה, בעוד ששיעורי האינפלציה במדינות אלה ירדו לכ-3%-5%.

תרשים 2: גיוון גיאוגרפי במונחי שווי נכסים – רבעון שלישי, 2023



אנו מעריכים כי פרופיל הסיכון העסקי של החברה מוגבל בשל היקף פעילות הייזום, המגלמת להערכתנו סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב. בעקבות הגידול בפעילות הנדל"ן המניב והתמקדות בפרויקטים הקיימים בייזום ללא התחלה של פרויקטים נוספים, ירד משקל הייזום לכ-22% מסך הפעילות בסוף הרבעון השלישי של 2023, מכ-27% בסוף 2022. לחברה מספר פרויקטים בייזום בישראל ובאירופה, שהמהותי ביניהם הוא פרויקט לנדמארק בת"א (50% בשותפות עם מליסרון בע"מ [ilAA-/Stable/ilA-1+]). בהתבסס על תקציב הפיתוח ואסטרטגיית ההשקעות של החברה, אנו מעריכים בשלב זה כי היקף הייזום יישאר יציב בטווח הנראה לעין, וכי במגזר הנדל"ן למגורים החברה צפויה להתמקד בעיקר בפיתוח נכסים להשכרה, ללא כניסה לפרויקטים חדשים למכירה. שוויו של קניון קטרוצ'ן ברומניה מתוך שווי כלל הנדל"ן המניב של החברה עמד על כ-18% ב-30 בספטמבר 2023 לעומת כ-19% בסוף 2022, אולם משקלו מסך ה-NOI גדל לכ-24% מכ-23%, בהתאמה, והחשיפה אליו מהווה גורם שלילי לדירוג. חשיפה זו מתמתנת להערכתנו בשל איכותו הגבוהה של הנכס הנובעת ממיקומו המרכזי, מתמהיל השוכרים בו ומביצועיו התפעוליים.

תרשים 3: חשיפה לקניון קוטרוצ'ן כשיעור משווי הנדל"ן המניב



בסוף הרבעון השלישי של 2023 הציגה החברה שיפור קל בשיעורי התפוסה הממוצעים, שעמדו על כ-90% (כ-95% בישראל, כ-83% בצ'כיה, כ-92% ברומניה, כ-96% בסרביה וכ-78% בפולין), אך הוא עדיין נמוך בהשוואה לחברות מדורגות אחרות. שיעורי התפוסה מושפעים מההיקף המהותי של נכסים שבנייתם הושלמה ונמצאים בשלבי אכלוס ראשוניים, ועל כן צפויים להשתפר עם התקדמות האכלוס בנכסים אלו.

Table 1.

AFI properties Ltd. -- Peer Comparison (Mil. NIS) – Fiscal year ended Dec. 31, 2022

Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	AFI properties Ltd.	Alrov Property & Lodging Ltd.	Melisron Ltd.	Big Shopping Centers Ltd.	Blue Square Real Estate	Mega OR Holdings Ltd.
Ratings as of Jan. 30, 2024	ilA+/Stable	ilA+/Stable	ilAA-/Stable/ilA-1+	ilAA-/Stable/ilA-1+	ilAA-/Stable	ilA+/Stable
Revenue	893	1,132	1,673	1,950	426	291
EBITDA	517	464	1,172	1,000	330	251
Funds from operations (FFO)	254	313	846	478	225	160
Interest expense	432	188	685	807	302	264
Cash flow from operations	750	345	927	783	208	166
Cash and short-term investments	906	283	868	2,172	1,394	418
Debt	9,260	6,953	10,330	16,414	3,646	4,088
Equity	5,936	7,302	10,368	10,709	3,030	2,510
Adjusted ratios						
EBITDA margin (%)	57.9	41.0	70.1	51.3	77.6	86.2
EBITDA interest coverage (x)	1.2	2.5	1.7	1.2	1.1	1.0
Debt/EBITDA (x)	17.9	15.0	8.8	16.4	11.0	16.3
FFO/debt (%)	2.7	4.5	8.2	2.9	6.2	3.9
Debt/debt and equity (%)	60.9	48.8	49.9	60.5	54.6	62.0

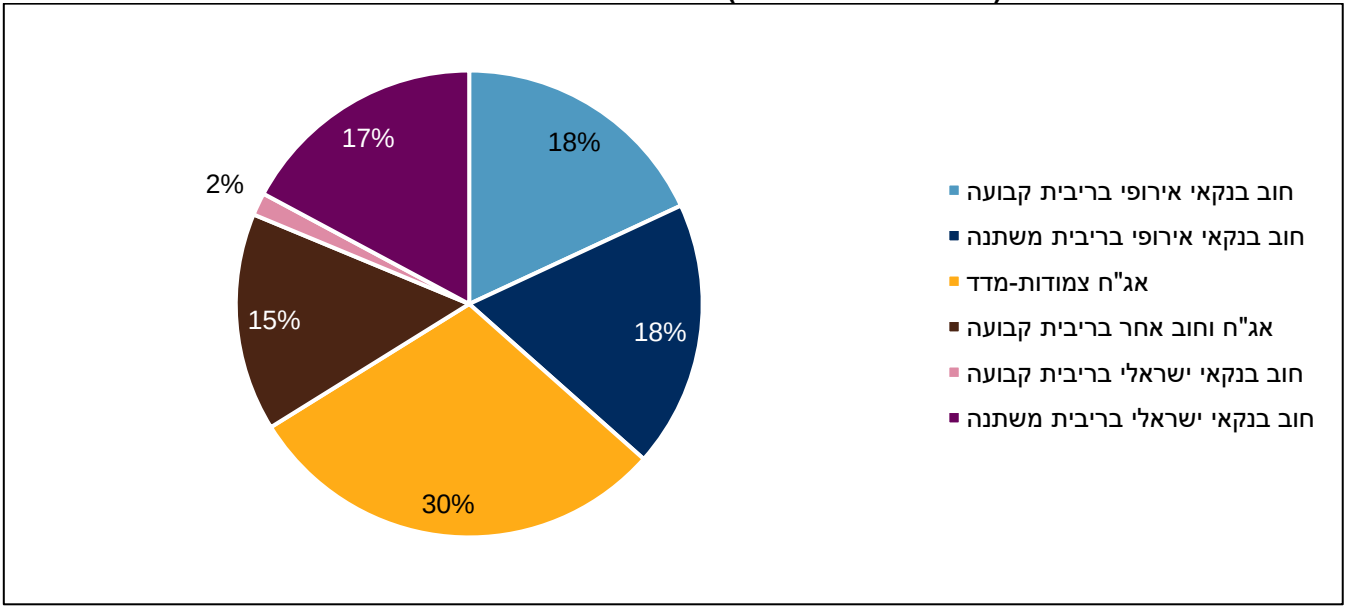
הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של אפי נכסים משקף את הערכתנו ליכולת ההנהלה לממש את אסטרטגיית הצמיחה שלה במקביל לשמירה על מדיניותה הפיננסית, לרבות ביצוע פעולות מאזנות במינוף. אנו מעריכים כי החברה תשמור על יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של עד 65% בממוצע ועל יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה של כ-1.5x בממוצע. אנו צופים שהחברה תשמור על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג הנוכחי גם בהתחשב בהשקעות בהיקף הצפוי של 3.5-3.1 מיליארד ₪ בשנים 2024-2023 וכ-1 מיליארד ₪ ב-2025. הערכתנו מתבססת בין היתר על הצפי לגידול ב-EBITDA בעיקר כתוצאה מהבשלת פרויקטי ייזום, כולל גידול בהיקף ההשכרה בנכסים שפיתוחם הושלם. כמו כן אנו סבורים כי רכישת קרקעות לפיתוח, רכישת נכסים חדשים והשקעות מהותיות בנדל"ן בהקמה יבוצעו במקביל לפעולות הוניות מאזנות. הערכתנו נתמכת בפעולות ההוניות שהחברה ביצעה בשנים האחרונות, שכללו הנפקות הון בהיקף כולל של כ-1.2 מיליארד ₪ בשנים 2022-2019, שאפשרו לה ליישם את אסטרטגיית הצמיחה שלה תוך שמירה על מדיניותה הפיננסית. כפועל יוצא, החברה שמרה על יציבות ביחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי, שעמד על כ-60.8% בסוף הרבעון השלישי של 2023, בדומה לכ-60.9% בסוף 2022.

החברה הציגה שיפור קל ביחס המתואם EBITDA להוצאות מימון, שהסתכם בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023 בכ-1.3x לעומת כ-1.2x בשנת 2022. השיפור ביחס נבע מצמיחה ב-NOI מפעילות הנדל"ן המניב ומשיעור אינפלציה נמוך בהשוואה ל-2022, לעומת גידול בהוצאות המימון. הגידול בהוצאות המימון נבע

מהגידול בחוב ברוטו לכ-11 מיליארד ₪ בסוף הרבעון השלישי של 2023 מכ-9.8 מיליארד ₪ בסוף 2022, מעליית ריביות הפריים והיורובור שהשפיעו על הוצאות המימון בהתחייבויות הפיננסיות בריבית משתנה, ומהעלייה באינפלציה שהובילה לעלייה בהוצאות ההצמדה בגין איגרות החוב הצמודות למדד.

תרשים 4: התפלגות החוב (30 בספטמבר 2023)



אנו סבורים כי למבנה ההוני של אפי נכסים השפעה שלילית על הדירוג בשל החשיפה המטבעית של פעילותה, הכוללת היקף גבוה של חוב תאגידי שקלי ופעילות בחו"ל המתבצעת בעיקר במטבע האירו או בחוזים צמודים לו.

Table 2.
AFI properties Ltd. -- Financial Summary (Mil. NIS)
Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2022	2021	2020	2019	2018
Revenue	893	958	820	756	835
EBITDA	517	532	417	406	461
Funds from operations (FFO)	254	288	189	205	273
Interest expense	432	310	207	227	229
Cash interest paid	225	212	191	201	189
Cash flow from operations	750	326	134	55	211
Cash and short-term investments	906	556	470	826	462
Debt	9,260	8,090	6,831	5,005	4,811
Equity	5,936	4,485	4,286	4,044	3,652
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	57.9	55.5	50.9	53.8	55.3
EBITDA interest coverage (x)	1.2	1.7	2.0	1.8	2.0
Debt/EBITDA (x)	17.9	15.2	16.4	12.3	10.4
FFO/debt (%)	2.7	3.6	2.8	4.1	5.7
Debt/debt and equity (%)	60.9	64.3	61.4	55.3	56.9

נזילות

רמת הנזילות של אפי נכסים היא "הולמת", שכן אנו מעריכים כי היחס בין המקורות ברמת ודאות גבוהה לשימושים של החברה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2023. הערכתנו נתמכת ביתרת המזומנים שבקופת החברה, בתזרים המזומנים היציב מתיק הנכסים המניבים, במסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות ליותר מ-12 חודשים ובתמורה מהנפקת אג"ח שהושלמה, לעומת היקף החלויות השוטפות וההשקעות. אנו מעריכים שהחברה תשמור על עודף מקורות על שימושים ועל מרווח מספק מהתניותיה הפיננסיות גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA. לחברה נגישות הולמת לשוק ההון המקומי ולמערכת הבנקאית בישראל ובאירופה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2023:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-777 מיליון ₪. • מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות עם מועד פקיעה מעל ל-12 חודשים בהיקף של כ-342 מיליון ₪. • FFO (funds from operation) במזומן של כ-320-360 מיליון ₪, להערכתנו. • הנפקת אג"ח בהיקף של כ-200 מיליון ₪ (הושלם). • קבלת הלוואות בנקאיות בהיקף של כ-820 מיליון	• חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך, אשראי זמן קצר, ניירות ערך מסחריים ואג"ח בסך של כ-2 מיליארד ₪. • הוצאות הוניות (capex) של כ-2-4 מיליון ₪.

חלויות חוב

שנה	1.10.2023 עד 30.9.2024	1.10.2024 עד 30.9.2025	1.10.2025 עד 30.9.2026	1.10.2026 עד 30.9.2027	1.10.2027 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	2,018	1,574	1,833	3,389	1,869

החלויות אינן כוללות שינויים בסכומים בעקבות מחזורי חוב, הנפקות ותשלומים שבוצעו לאחר ה-30 בספטמבר 2023. השימושים אינם כוללים תשלומים חד פעמיים ("בולט") של הלוואות בנקאיות ללא זכות חזרה, בהתבסס על הערכתנו כי הלוואות אלו ימוחזרו.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות, בעיקר כלפי מחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-30 בספטמבר 2023 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

השפעת הקבוצה

בשנים האחרונות השלימה ביג שתי הצעות רכש למניות אפי נכסים, השתתפה בכל הנפקת זכויות שביצעה החברה ורכשה מניות ממחזיקים אחרים, כך ששיעור ההחזקה שלה עלה ונכון להיום עולה על 89%. בעקבות הגדלת שיעור ההחזקה, אנו סבורים כי לאפי נכסים חשיבות אסטרטגית גבוהה לקבוצה. הערכתנו מתבססת, בין היתר, על כך שאפי נכסים מהווה יותר מ-59% מהפעילות המאוחדת בקבוצת ביג, ושהיא פועלת בהתאם לאסטרטגיה ארוכת הטווח של הקבוצה הכוללת התמקדות במגזר הנדל"ן המניב. העובדה כי לשתי החברות יו"ר דירקטוריון משותף, מר איתן בר-זאב, מחזקת את הקשר בין החברות. הזרמות ההון המשמעותיות שביצעה ביג לאפי נכסים בשנים 2019-2022 חיזקו את בסיס ההון של החברה ואפשרו לה לממש את תוכניות ההתרחבות שלה, והן מעידות על חשיבותה לקבוצה. להשתייכותה של אפי נכסים לקבוצת ביג ולחשיבותה האסטרטגית לקבוצה השפעה חיובית על דירוג החברה, בהתאם למתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה.

AFI Europe N.V. ("אפי אירופה") מהווה להערכתנו את אחת מפעילויות הליבה של אפי נכסים, ובהתחשב בהיותה חברה פרטית בבעלות מלאה של אפי נכסים אנו משווים את דירוגה לדירוג חברת האם. הערכתנו נתמכת בין היתר בכך שאפי אירופה אחראית להיקף מהותי מסך הפעילות של אפי נכסים, מחזיקה בכ-70% משווי תיק הנכסים הכולל של הקבוצה, ומייצרת כ-85% מסך ה-NOI של הקבוצה. בנוסף אנו סבורים כי לאפי אירופה קשר הדוק למוניטין, לשם, למותג ולניהול האסטרטגי של הקבוצה, מה שתומך בהגדרתה כחברת ליבה. בדומה לחברת האם, פועלת החברה תחת המותג "AFI", עם מוניטין זהה בשוקי הפעילות. נושאי המשרה הבכירה של אפי נכסים מכהנים גם כהנהלה הבכירה של אפי אירופה, לרבות המנכ"ל וסמנכ"ל הכספים. אנו מעריכים כי לקבוצה יש תמריץ מהותי לתמוך באפי אירופה שכן היא ממלאת תפקיד אינטגרלי בניהול הסיכונים והמימון בקבוצה. סדרה י"ב של אפי נכסים מובטחת בנכסים שמחזיקה אפי אירופה, בשווי של כ-300 מיליון אירו. בנוסף, בסוף הרבעון השלישי של 2023 עמד סך הלוואות הבעלים לאפי אירופה על כ-3.9 מיליארד ₪. אנו סבורים כי אפי אירופה פועלת בהתאם לאסטרטגיה ארוכת הטווח כחלק אינטגרלי מהקבוצה, מה שתומך בהערכתנו כי איכות האשראי שלה זהה לאיכות האשראי של אפי נכסים.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: שלילי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוגי סדרות האג"ח – ניתוח סיכון נחיתות

יותר ממחצית מפעילותה של אפי נכסים מתבצעת ברומניה, שתחום השיפוט שלה מדורג בקטגוריה C, ובסרביה, שאין לה הערכת תחום שיפוט, ולכן, לפי המתודולוגיה שלנו להערכת האקלים המשפטי של מדינות בהקשר של שיקום חוב לאחר כשל פירעון, אנו מבצעים ניתוח סיכון נחיתות.

הרכב ההון

להלן הרכב החוב הפיננסי העיקרי של אפי נכסים:

- חוב בנקאי מובטח בשעבודים בהיקף כולל של כ-1.9 מיליארד ₪ (לא כולל כ-5.3 מיליארד ₪ חוב ללא זכות חזרה באירופה).
- סדרת אג"ח מובטחת בנכסי נדל"ן בהיקף כולל של כ-744 מיליון ₪ (סדרה י"ב).
- חוב בנקאי לא מובטח בחברת הבת אפי אירופה בהיקף כולל של כ-371 מיליון ₪ (הלוואה מגוף מוסדי בישראל).
- סדרות אג"ח לא מובטחות וניירות ערך מסחריים בהיקף כולל של כ-4 מיליארד ₪ (סדרות אג"ח ח', י', י"א, י"ג, י"ד ו-ט"ו וסדרת ניירות ערך מסחריים 3).

מסקנות אנליטיות

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+', זהה לדירוג המנפיק, לסדרת האג"ח המובטחת של אפי נכסים (סדרה י"ב), היות שהיא מובטחת בנכסי נדל"ן משועבדים המקנים לה בכירות מסוימת על פני חובות אחרים.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של אפי נכסים (סדרות אג"ח ח', י', י"א, י"ג, י"ד ו-ט"ו), משום שהיחס בין החוב הבכיר (בנטרול חוב בנקאי ללא זכות חזרה) לסך החוב נמוך מ-50% ולכן קדימותם של המלווים הבכירים עשויה להיות מוגבלת.
- שינוי בתמהיל החוב, כגון עלייה בשיעור החוב המובטח עשויה לשנות את הערכתנו ואת דירוג האג"ח.

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של אפי נכסים בע"מ לשנת 2022:

- ניכוי מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- ניכוי עליית ערך נדל"ן וניכוי הכנסות והוצאות אחרות שאינן תפעוליות או שהן חד פעמיות מה-EBITDA.
- הגדלה של הוצאות המימון ושל ה-EBITDA בגין הוצאות מימון שהוונו לפרויקטים.
- הגדלת ה-EBITDA באמצעות הפחתת עלויות מבוססי מבוססות מניות מעלות המכר.
- שימוש בריבית התזרימית לצורך חישוב ה-FFO.

Table 3.

AFI properties Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2022

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**9,829.1**	**5,914.6**	**551.2**	**988.8**	**418.1**	**517.1**	**524.9**
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(37.5)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(225.5)	--
Accessible cash and liquid investments	(634.0)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	1.2	1.2	62.5	--	--
Share-based compensation expense	--	--	48.3	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	119.2	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	225.5
Noncontrolling interest/minority interest	--	21.5	--	--	--	--	--
Debt: Other (situational)	64.8	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	(83.7)	(83.7)	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	(459.6)	--	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	--	(48.5)	--	--
Total adjustments	**(569.1)**	**21.5**	**(34.1)**	**(422.8)**	**14.0**	**(263.0)**	**225.5**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**9,259.9**	**5,936.1**	**517.1**	**566.0**	**432.1**	**254.1**	**750.4**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה להערכת האקלים המשפטי של מדינות בהקשר של שיקום חוב לאחר כשל פירעון, 20 בינואר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן , 26 בפברואר, 2018

- מתודולוגיה להערכת הסיכון הנובע מנחיתות מובנית של חוב של תאגידים לא-פיננסיים , 28 במרץ, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה:, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי(ESG) , 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים , 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings , 9 ביוני, 2023

רשימת דירוגים

אפי נכסים בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA+\Stable	16/02/2021	02/02/2023
טווח קצר	ilA-1	16/02/2021	02/02/2023
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
נע"מ 3	ilA-1	16/02/2021	02/02/2023
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה י"ב	ilA+	16/02/2021	02/02/2023
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה טו	ilA+	28/08/2023	28/08/2023
סדרה ח'	ilA+	16/02/2021	02/02/2023
סדרה י'	ilA+	16/02/2021	02/02/2023
סדרה י"א	ilA+	16/02/2021	02/02/2023
סדרה י"ג	ilA+	14/06/2021	02/02/2023
סדרה י"ד	ilA+	02/02/2022	02/02/2023
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
פברואר 16, 2021	ilA+\Stable		
טווח קצר			
פברואר 16, 2021	ilA-1		

אפי אירופה N.V	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA+\Stable	06/02/2024	
דירוג(י) הנפקה			
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
פברואר 06, 2024	ilA+\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	06/02/2024 20:05
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	06/02/2024 20:05
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.