Maalot
S&P Global Ratings

אפי נכסים בע"מ
אפי אירופה N.V.

6 בפברואר 2025

אשרור דירוג

אשרור דירוג זמן ארוך 'ilA+', התחזית יציבה; אשרור דירוג זמן קצר 'ilA-1'

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 5
תיאור החברה 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות 10
ניתוח התניות 11
השפעת הקבוצה 11
התאמות לדירוג 12
דירוגי סדרות האג"ח – ניתוח סיכון נחיתות 12
הרכב ההון 12

מסקנות אנליטיות 13
התאמות לדיווח הכספי 13
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 14
רשימת דירוגים 15

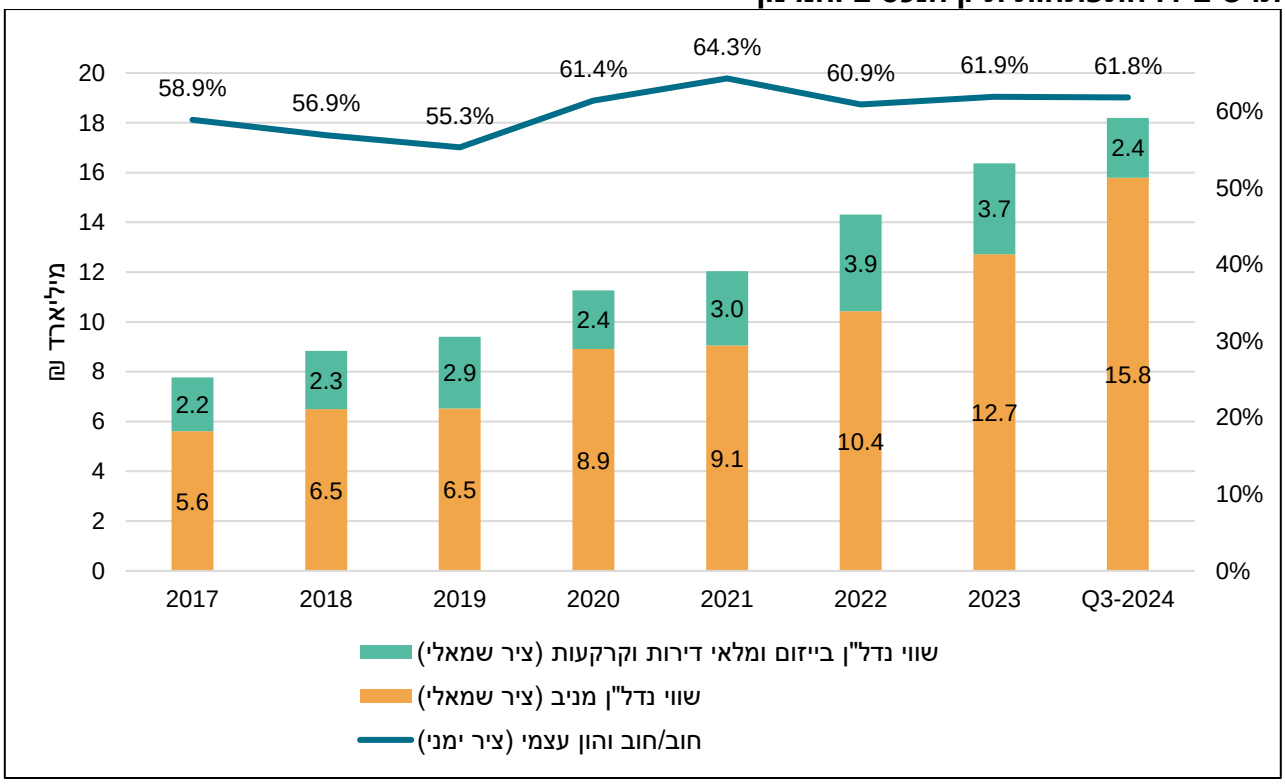
תמצית

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 מסוימת לנכס בודד, שבשנים האחרונות התמתנה עם הגידול בתיק הנכסים. • חשיפה למדינות עם סיכון מדינה בינוני-גבוה ולייזום בהיקף משמעותי. • חשיפה מהותית לסיכוני מטבע.

בשנה האחרונה הציגה אפי נכסים בע"מ ("אפי נכסים" או "החברה") גידול בהיקפי הפעילויות ובתיק הנכסים המניבים. זאת הודות לפתיחה של נכסים חדשים, בין היתר פרויקט לנדמארק (50%, בשותפות עם מליסרון בע"מ (ilAA-/Positive/ilA-1+)) בתל אביב ופרויקטים נוספים במדינות הפעילות השונות, כך ששווי תיק הנכסים המניבים עמד ב-30 בספטמבר 2024 על כ-18.2 מיליארד ₪ (מתוכו כ-2.4 מיליארד ₪ בייזום וקרקעות), עלייה של כ-13% בהשוואה לסוף 2023. משקל הייזום המשיך לרדת והסתכם בכ-14%, לעומת כ-22% בסוף 2023 וכ-27% בסוף 2022. כמו כן, חשיפת החברה לנכס מהותי, קניון קוטרוצ'ן ברומניה, המשיכה לקטון ועמדה על כ-15% משווי הנדל"ן המניב, לעומת כ-17% בסוף 2023 וכ-19% בסוף 2022. כפועל יוצא ובעקבות התחזקות שער החליפין אירו/שקל, הסתכם ה-EBITDA המתואם של החברה בכ-626 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים של 2024, צמיחה של כ-28% לעומת התקופה המקבילה ב-2023. 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" או "חברת האם", 89%, ilAA-/Stable/ilA-1+) נותרה גבוהה, ותומכת בדירוג.

היחסים הפיננסיים של החברה נותרו חלשים יחסית, אך בטווח ההולם את הדירוג. יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי עמד ב-30 בספטמבר 2024 על כ-62%, בדומה לסוף 2023. זאת בעיקר בשל גידול בחוב החברה בהתאם לתקציב ההשקעות מצד אחד, וגידול בבסיס ההון העצמי בשל רווחי החברה והתחזקותו של האירו לעומת השקל מצד שני. יחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון היה חלש מעט בתשעת החודשים הראשונים של 2024, כ-1.2x לעומת כ-1.3x בתקופה המקבילה ב-2023, בעיקר בשל אינפלציה גבוהה יחסית ועלייה בעלות החוב. עם זאת, אנו צופים שהחברה תסיים את שנת 2024 עם יחס של כ-1.3x, שיהלום את הדירוג בממוצע, בהתאם לציפיותינו.

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. כמו כן אנו מעריכים שתנודתיות הרווחיות תמשיך לפחות. 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 הגבוה מ-1.3x, בממוצע, הולמים את הדירוג.

שינוי בדירוג חברת האם ביג 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 של כ-60% ויחס כיסוי מתואם EBITDA להוצאות של כ-1.8x, תוך שמירה על נזילות הולמת, המשך שיפור בתנודתיות הרווחיות והפחתת סיכוני מטבע. פעולת דירוג חיובית תלויה גם בשיפור פרמננטי בפרופיל 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.

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, אפי אירופה N.V., בעיקר בייזום, הקמה, השכרה ותפעול של מבני משרדים ומסחר, וכן בייזום ופיתוח של יחידות דיור להשכרה ולמכירה. נכון ל-30 בספטמבר 2024 החברה מחזיקה תיק נכסים מניב בשווי של כ-15.8 מיליארד ₪ ונדל"ן בהקמה וקרקעות בהיקף של כ-2.4 מיליארד ₪, בעיקר במרכז ומזרח אירופה ובישראל.

בעלת השליטה בחברה היא ביג מרכזי קניות בע"מ, המחזיקה כ-89% מהונה. כ-7% מוחזקים בידי גוף מוסדי ויתר המניות מוחזקות בידי הציבור.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

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

	צמיחת תמ"ג ריאלית			שיעור אבטלה			שיעור אינפלציה		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
רומניה	1.6%	2.9%	2.6%	5.4%	5.3%	5.4%	5.8%	5.5%	4.1%
ישראל	0.0%	2.2%	5.0%	3.3%	3.3%	3.0%	3.4%	2.8%	2.5%
סרביה	3.9%	4.3%	3.8%	8.5%	8.1%	7.8%	4.5%	3.4%	2.8%
צ'כיה	1.0%	2.5%	2.3%	2.8%	2.7%	2.5%	2.6%	2.3%	2.1%
פולין	2.9%	3.2%	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%	3.7%	4.2%	3.0%

- 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 להמשך עלייה בעלות החוב הממוצעת.
- השקעות בהיקף כולל של כ-3.5-4.5 מיליארד ₪ בנדל"ן מניב ובפרויקטים בהקמה ובהוצאות הוניות (capex) בשנים 2024-2026.

- עלייה מינימלית בשווי ההוגן של נכסי החברה בשנים 2024-2026, בעיקר כתוצאה מהשפעות חיוביות של האינפלציה על דמי השכירות והשלמה של פרויקטים בפיתוח.
- השפעה שלילית של היחלשות האירו מול השקל על ההון העצמי ב-2024, בהתבסס על שער החליפין בפועל ב-31 בדצמבר 2024.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
הוצאות מימון/EBITDA	כ-1.2x	1.4x-1.2x	1.5x-1.2x
חוב/חוב והון עצמי	כ-61.9%	65%-63%	65%-63%

A-בפועל. E-צפוי.

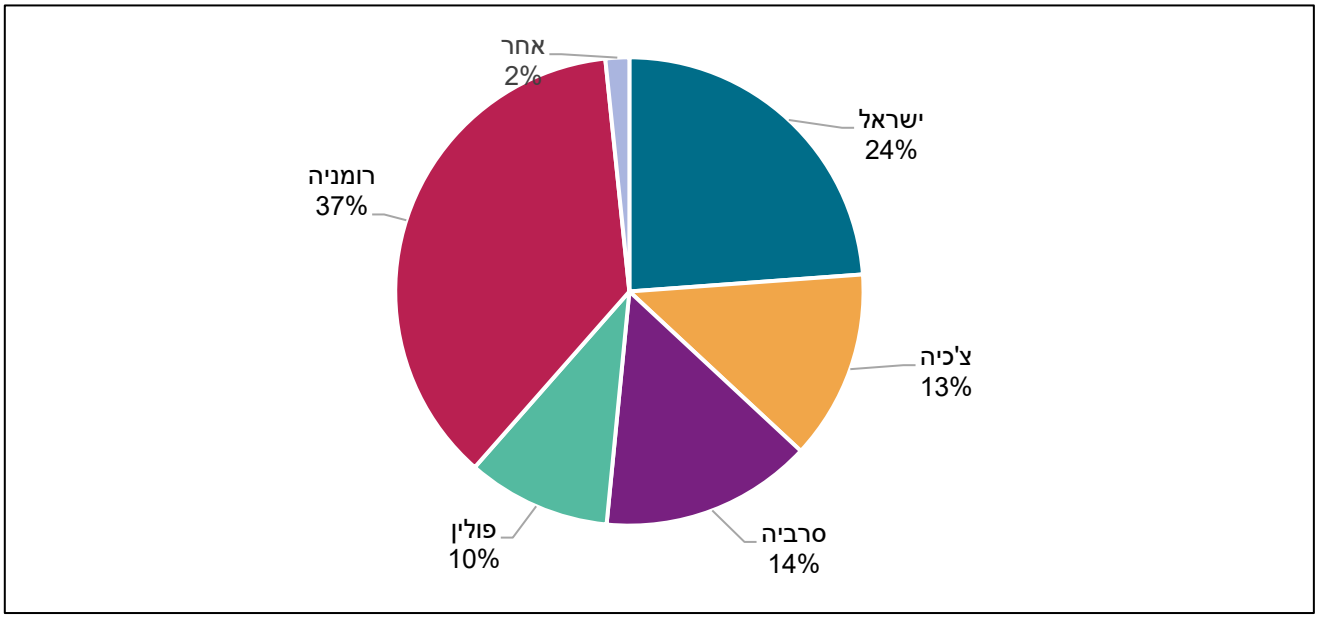
הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של אפי נכסים נתמכת בהחזקתה בתיק נכסים בהיקף גדול, ששוויו הסתכם ב-30 בספטמבר 2024 בכ-18.2 מיליארד ₪, מתוכם כ-2.4 מיליארד ₪ נדל"ן בפיתוח, מלאי דירות להשכרה וקרקעות. בתשעת החודשים הראשונים של 2024 צמח ה-NOI (net operating income) של החברה בכ-28% בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2023, בעיקר בשל צמיחה בנכסים הקיימים, התחזקות האירו מול השקל, נכסים חדשים שנרכשו ונכסים שפיתוחם הושלם. 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 לפיזור הגיאוגרפי השפעה חיובית על דירוג החברה, אולם מרבית פעילותה מתבצעת במדינות במרכז ומזרח אירופה, המאופיינות להערכתנו בסיכון מדינה בינוני-גבוה.

נכון ל-30 בספטמבר 2024, כ-37% משווי הנדל"ן של החברה ממוקם ברומניה (BBB-/Negative/A-3). כלכלת רומניה הציגה צמיחה נמוכה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2024, אולם להערכתנו צפויה התאוששות בכלכלה בשנה הקרובה, בכפוף ליציבות המערכת הפוליטית. כ-24% משווי הנדל"ן ממוקם בישראל (A/Negative/A-1+), שכלכלתה נפגעה מהמלחמה, אולם אנו מעריכים שהצמיחה בה תשתפר ב-2025. בהתבסס על אסטרטגיית ההנהלה, אנו סבורים כי צ'כיה (AA-/Stable/A-1+), סרביה (BBB-/Stable/A-3) ופולין (A-/Stable/A-2) 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-2025 בעיקר בזכות התמתנות האינפלציה, התייצבות הריבית ועלייה בהיקפי הפעילות העסקית בגוש האירו. לאור זאת אנו צופים כי התמ"ג

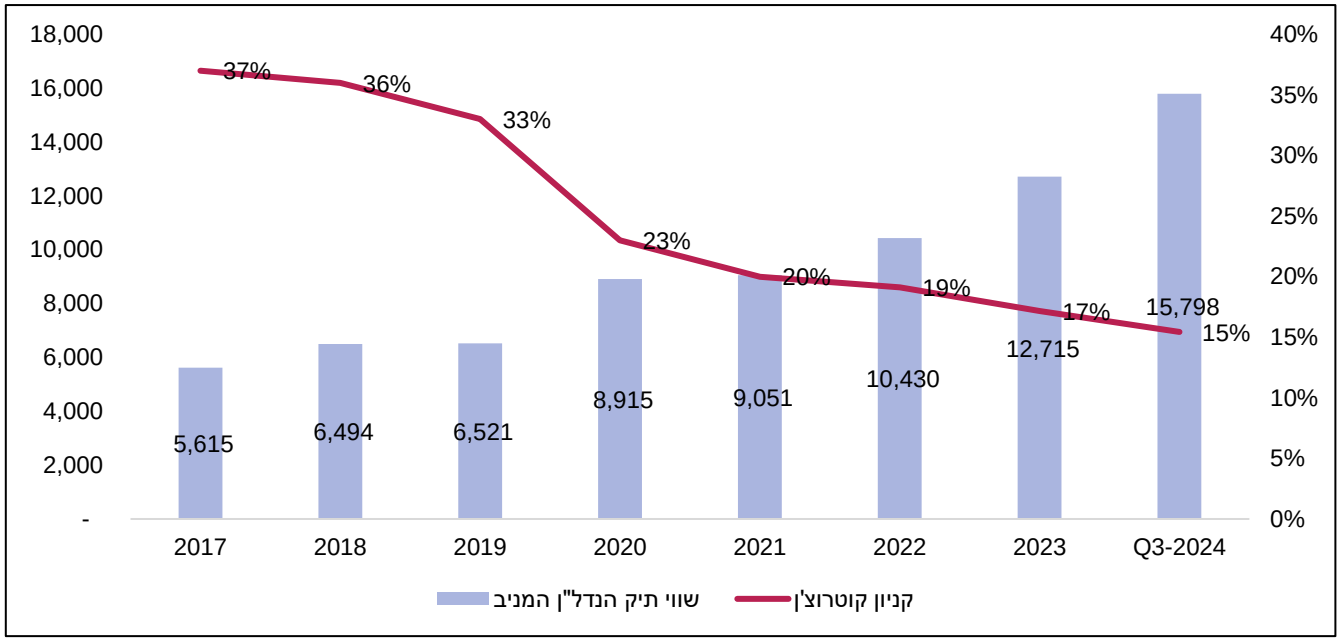
של צ'כיה, סרביה ופולין יצמח בכ-2.5%, 4.3% ו-3.2%, בהתאמה, וששיעורי האינפלציה במדינות אלה ירדו לכ-3%-5%.

תרשים 2: פיזור גיאוגרפי במונחי שווי נכסים - 30 בספטמבר 2024



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-14% מסך הפעילות ב-30 בספטמבר 2024 מכ-22% בסוף 2023. לחברה מספר פרויקטים בייזום בישראל ובאירופה, שהמהותי ביניהם הוא פרויקט לנדמארק בת"א (שהבניין הראשון בו נפתח ב-2024 והשני צפוי להיפתח בסוף 2026). 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. משקלו של קניון קוטרוצ'ן ברומניה משווי הנדל"ן המניב של החברה עמד על כ-15% ב-30 בספטמבר 2024 לעומת כ-17% בסוף 2023, ומשקלו מסך ה-NOI קטן לכ-20% מכ-24%, בהתאמה. החשיפה לקניון מהווה גורם שלילי לדירוג. אך היא 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



ב-30 בספטמבר 2024 הציגה החברה שיפור קל בשיעור התפוסה הממוצע, שעמד על כ-91% (כ-91% בישראל, כ-90% בצ'כיה, כ-96% ברומניה, כ-88% בסרביה וכ-77% 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, 2023
Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

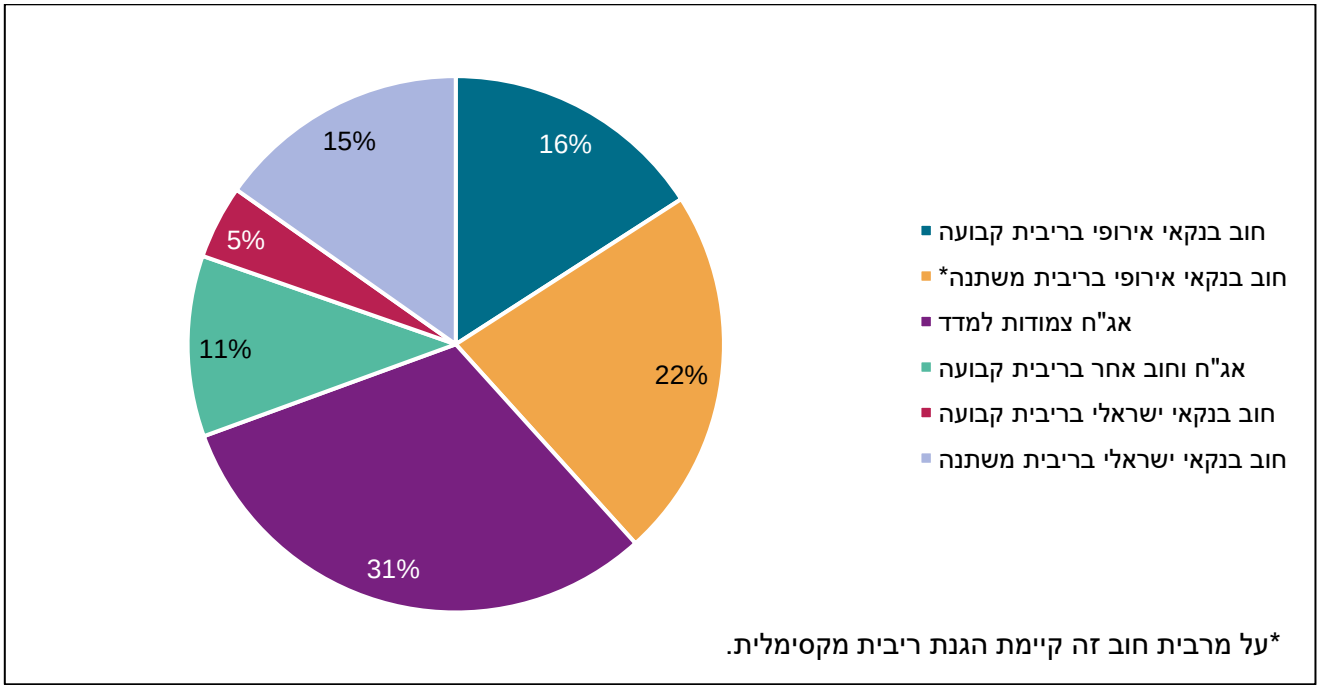
	AFI properties Ltd.	Alrov Property & Lodging Ltd.	Melisron Ltd.	Big Shopping Centers Ltd.	Blue Square Real Estate	Mega OR Holdings Ltd.
Rating as of Jan. 30, 2024	ilA+/Stable	ilA+/Stable	ilAA-/Positive	ilAA-/Stable	ilAA-/Stable	ilA+/Stable
Revenue	1,102	1,285	1,803	2,337	543	324
EBITDA	683	490	1,319	1,219	368	277
Funds from operations (FFO)	312	182	972	631	251	161
Interest expense	547	338	588	883	230	233
Cash flow from operations	514	172	979	676	210	155
Cash and short-term investments	528	247	984	1,885	1,473	816
Debt	10,731	8,056	10,964	19,295	3,780	3,903
Equity	6,616	7,093	11,048	12,181	3,467	2,763
Adjusted ratios						
EBITDA margin (%)	61.9	38.1	73.2	52.2	67.8	85.5
EBITDA interest coverage (x)	1.2	1.5	2.2	1.4	1.6	1.2
Debt/EBITDA (x)	15.7	16.4	8.3	15.8	10.3	14.1
FFO/debt (%)	2.9	2.3	8.9	3.3	6.7	4.1
Debt/debt and equity (%)	61.9	53.2	49.8	61.3	52.2	58.6

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 מינוף. אנו מעריכים כי החברה תשמור על יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של עד 65% בממוצע ועל יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-1.3x בממוצע. זאת גם בהתחשב בהשקעות בהיקף הצפוי של 2.3-2.7 מיליארד ₪ בשנים 2024-2025 וכ-1.2 מיליארד ₪ ב-2026. הערכתנו מתבססת בין היתר על הצפי לצמיחה 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, שיאפשרו לה ליישם את אסטרטגיית הצמיחה שלה תוך שמירה על מדיניותה הפיננסית. הערכתנו נתמכת בפעולות ההוניות שביצעה החברה בשנים האחרונות, שכללו הנפקות הון בהיקף כולל של כ-1.2 מיליארד ₪ בשנים 2019-2022 והנפקה של כתבי אופציה בהיקף כולל של כ-575 מיליון ₪ ב-2024. כפועל יוצא של פעולות אלה, החברה שמרה על יציבות ביחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי, שעמד על כ-62% ב-30 בספטמבר 2024, בדומה לסוף 2023.

החברה הציגה שחיקה קלה ביחס המתואם EBITDA להוצאות מימון, שהסתכם בכ-1.2x בתשעת החודשים הראשונים של 2024 לעומת כ-1.3x בשנת 2023. השחיקה ביחס נבעה מגידול בהוצאות המימון, אך מותנה בזכות צמיחה ב-NOI מפעילות הנדל"ן המניב. הגידול בהוצאות המימון נבע מגידול בחוב בשל השקעות, 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 2024



*על מרבית חוב זה קיימת הגנת ריבית מקסימלית.

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 הצמודים לו.

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

	2023	2022	2021	2020	2019
Revenue	1,102	893	958	820	756
EBITDA	683	517	532	417	406
Funds from operations (FFO)	312	254	288	189	205
Interest expense	547	432	310	207	227
Cash interest paid	322	225	212	191	201
Cash flow from operations	514	750	326	134	55
Cash and short-term investments	528	906	556	470	826
Debt	10,731	9,260	8,090	6,831	5,005
Equity	6,616	5,936	4,485	4,286	4,044
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	61.9	57.9	55.5	50.9	53.8
EBITDA interest coverage (x)	1.2	1.2	1.7	2.0	1.8
Debt/EBITDA (x)	15.7	17.9	15.2	16.4	12.3
FFO/debt (%)	2.9	2.7	3.6	2.8	4.1
Debt/debt and equity (%)	61.9	60.9	64.3	61.4	55.3

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 2024. 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 ומחזורי הלוואות שהושלמו, 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 2024:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-843 מיליון ₪. • מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות עם מועד פקיעה מעל ל-12 חודשים בהיקף של כ-260 מיליון ₪. • FFO (funds from operation) במזומן של כ-300-330 מיליון ₪, להערכתנו. • הנפקת אג"ח בהיקף של כ-509 מיליון ₪ (הושלמה). • נטילת הלוואות בנקאיות בהיקף נטו של כ-608 מיליון ₪.	• חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך, אשראי זמן קצר, ניירות ערך מסחריים ואג"ח בסך של כ-1.7 מיליארד ₪. • הוצאות הוניות (capex) של כ-10 מיליון ₪.

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 2024 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות.

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 מעל 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.

אפי אירופה N.V. 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-76% משווי תיק הנכסים הכולל של הקבוצה, ומייצרת כ-81% 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 הבכירים 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, ב-30 בספטמבר 2024 עמד סך הלוואות הבעלים לאפי אירופה על כ-5 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 (אין השפעה)

מבנה הון: שלילי (1-)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלי (אין השפעה)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי (אין השפעה)

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-2.8 מיליארד ₪ (לא כולל כ-6 מיליארד ₪ חוב ללא זכות חזרה באירופה).
- סדרת אג"ח מובטחת בנכסי נדל"ן בהיקף כולל של כ-742 מיליון ₪ (סדרה י"ב).
- חוב בנקאי לא מובטח בחברת הבת אפי אירופה בהיקף כולל של כ-334 מיליון ₪ (הלוואה מגוף מוסדי בישראל).
- סדרות אג"ח לא מובטחות וניירות ערך מסחריים בהיקף כולל של כ-5 מיליארד ₪ (סדרות אג"ח ח', י', י"א, י"ג, י"ד, ט"ו ו-ט"ז 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, ט"ו ו-ט"ז), 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 2023:

- ניכוי מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- ניכוי הכנסות והוצאות אחרות שאינן תפעוליות או שהן חד פעמיות מה-EBITDA.
- הגדלה של הוצאות המימון ושל ה-EBITDA בגין הוצאות מימון שהוונו לפרויקטים.
- הקטנה של הוצאות המימון בגין הוצאות מימון שאינן תזרימיות.
- 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, 2023

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA
Reported Amounts	11,089.7	6,590.9	686.4	712.3	623.2	682.6
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(49.0)
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(321.7)
Accessible cash and liquid investments	(369.6)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	84.2	--
Share-based compensation expense	--	--	1.1	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	144.3	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	24.6	--	--	--	--
Debt: Other (situational)	10.8	--	--	--	--	--

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA
EBITDA: Other (situational)	--	--	(4.9)	(4.9)	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	(30.1)	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	--	(160.8)	--
Total adjustments	**(358.8)**	**24.6**	**(3.8)**	**109.3**	**(76.6)**	**(370.7)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations
Adjusted	**10,731.0**	**6,615.5**	**682.6**	**821.6**	**546.6**	**311.8**

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: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 2018
- מתודולוגיה: 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, 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
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- 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, 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

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	06/02/2024
טווח קצר	ilA-1	16/02/2021	06/02/2024
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
נע"מ 3	ilA-1	16/02/2021	06/02/2024
<u>חוב לטווח קצר</u>			
סדרה 4	ilA-1	03/07/2024	03/07/2024
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה י"ב	ilA+	16/02/2021	06/02/2024
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה טו	ilA+	28/08/2023	06/02/2024
סדרה ח'	ilA+	16/02/2021	06/02/2024
סדרה טז	ilA+	14/08/2024	14/08/2024
סדרה י'	ilA+	16/02/2021	06/02/2024
סדרה י"א	ilA+	16/02/2021	06/02/2024
סדרה י"ג	ilA+	14/06/2021	06/02/2024
סדרה י"ד	ilA+	02/02/2022	06/02/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
פברואר 16, 2021	ilA+\Stable		
<u>טווח קצר</u>			
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	06/02/2024
טווח ארוך	ilA+\Stable	16/02/2021	06/02/2024
טווח קצר	ilA-1	16/02/2021	06/02/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
פברואר 06, 2024	ilA+\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	06/02/2025 11:49
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	06/02/2025 11:49
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

אפי נכסים בע"מ
אפי אירופה N.V.

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.