



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

מעקב ו ספטמבר 2009

1

מחבר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש צוות

rang@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

אופק: שלילי	דירוג: Caa3	דירוג סדרות ודירוג Issuer
-------------	-------------	---------------------------

בהמשך לרשימת המעקב מיום 30.08.2009 מודיעה מידרוג על הורדת דירוג סדרות האג"ח וכן דירוג ISSUER של חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "החברה"), מדירוג Baa1 לדירוג Caa3 והותרת אופק שלילי.

ביום 23.03.2009 הורידה מידרוג את דירוג סדרות האג"ח ודירוג ה- ISSUER של החברה ל- Baa1 וקבעה אופק שלילי. בין יתר הגורמים אשר צוינו בדו"ח מידרוג כעלולים להביא לירידת דירוג החברה היו, יכולתה של החברה ליצור תזרימי מזומנים בהתאם לתחזיות החברה, עיכובים מהותיים בפרויקטים משמעותיים, בעיקר ברוסיה וארה"ב, אשר אמורים להניב תזרים משמעותי לחברה על מנת לשרת את עומס הפירעונות שחל עליה משנת 2010 ואילך.

2

בהתאם לאמור לעיל, החל ממועד הורדת הדירוג חלה הרעה נוספת בפעילות החברה המתבטאת, בין היתר, בפרמטרים הבאים:

- **שינוי בתחזית תזרים המזומנים של החברה:** תחזיות החברה כפי שהשתקפו בדוח הרבעון הראשון לשנת 2009 הציגו יתרת מזומנים חזויה לסוף שנת 2009 בהיקף של כ- 900 מיליון ₪. נכון לתחזית החברה ליום 27.08.2009 אשר פורסם במסגרת הדוח למחצית שנת 2009, עומדת יתרת המזומנים הצפויה לתום שנת 2009 על היקף של כ- 121 מיליון ₪. הפער בין התחזיות נובע הן בשל עליה משמעותית בהיקף השימושים אשר נידרש מהחברה וכן בשל קיטון במקורות, כמחציתם בשל פערי עיתוי והיתרה בעלי אופי קשיח יותר, עד פרמננטי, כגון יכולת החזר הלוואות מחברות בנות, קבלת דיבידנדים בהיקף שנחזה, עליה בהוצאות מימון. יש לציין, כי כחלק מהנחות החברה הינן אי דרישת פירעון של מסגרות האשראי על ידי הבנקים, בהיקף של כ- 700 מיליון ₪. במסגרת ארגון חובותיה, הנהלת החברה מנהלת מו"מ עם הבנקים ואין דאות כי הנחה זו תתקיים.

- **עיכוב בהשלמת קניין Mall Of Russia והשכרתו :** בהתאם לתחזיות הקודמות, Mall Of Russia, היה אמור להתחיל להניב כבר בתחילת שנת 2010. במסגרת פעילותה של החברה מדובר על פרויקט מרכזי אשר אמור להניב תזרים משמעותי לחברה. דחיית מועד סיומו למהלך הרבעון השני לשנת 2010 והיקף השכירויות הנמוך (כ-30%), גרעו מיכולת החברה לייצר תזרים בעייתי לו היא נדרשת והעלו את רמת הסיכון של אי מימוש מלוא הפוטנציאל הגלום בפרויקט.

פרויקט משמעותי נוסף שערכו נפגע במהלך הרבעון הינו בניין ה- TIMES בניו-יורק, אשר ערכו הופחת בכ- 332 מיליון ₪ במהלך הרבעון האחרון. הפחתת השווי נבע מירידה בהיקף התזרים הצפוי ממנו וכיום רק כ- 8% משטחיו מושכרים. יתרה מכך, החברה תאלץ לבצע הסדר חוב הבניין שיצר גם תשלום מזומנים ויגרע מקופתה. כחלק מאסטרטגיית החברה בארה"ב, היא פועלת להותרת הנכסים הקיימים בפורטפוליו באמצעות הגעה להסדרים עם הגופים המממנים.

- **הודעת החברה כי בכוונתה לפעול לארגון מחדש של חובותיה לאור החשש כי לא תצליח ליישם את מהלכיה לשם עמידה במלוא התחייבויותיה במועדן.**

במהלך שנת 2009 הצליחה החברה לבצע מימושים משמעותיים אשר תרמו ליכולת החברה לשרת את החוב בטווח הקצר - בינוני. יחד עם זאת, עיקר הנכסים שנמכרו היוו בסיס תזרימי, יחסית איתן, שתמך בפעילות החברה השוטפת. יתרה מכך, נכסים אלו היוו את הנכסים בעלי הפוטנציאל הגבוה ביותר למימוש מהיר. להערכת מידרוג, הנכסים שנותרו בבעלות החברה מצויים ברמת בשלות נמוכה יחסית, מרביתם פרויקטים בהקמה אשר שויים הפוטנציאלי טרם בא לידי ביטוי. השינוי בתחזיות החברה לגבי יכולת החברה לעמוד בקצב מימוש הנכסים הנוספים והיקף התמורה בגינם, גורמים לפער עיתוי משמעותי של תזרים מקורות החברה אל מול עומס הפירעונות החל עליה ממהלך שנת 2010 ואילך.

בהתאם לכך, מידרוג סבורה כי חלה הרעה משמעותית ברמת הסיכון של החברה לגבי יכולתה לעמוד במלוא התחייבויותיה במועדן ובמלואן.

הדירוג של מידרוג משקף מחד, את ההסתברות העולה לאי עמידה בזמן בתשלומי הקרן והריבית ומאידך, את שיעור השיקום (recovery) שמידרוג מעריכה שיכול ויהיה לאג"ח. מידרוג ביצעה הערכה כללית ליכולת השיקום על ידי שימוש ב**מודל Run-Off** לפיו החברה, ברמת הסולו, מממשת את מלוא פעילויותיה, החזקותיה בחברות הציבוריות ונכסיה, כנגד החזר מלוא חובה הפיננסי. על בסיס הערכות אלו מידרוג מעריכה כי, נכון למועד זה, שיעור השיקום הממוצע יעמוד בין 60% ל- 80% ובהתאם מציבה מידרוג דירוג של Caa3 לאגרות החוב אותן הנפיקה החברה.



מידרוג תמשיך לעקוב אחר פעילות החברה והתפתחות תהליך ארגון החוב על ידי החברה. דירוג סדרות החוב עלול להשתנות כתוצאה מהרעה בפעילות החברה, יכולת החברה לממש נכסיה וההסדר אותו תציע החברה למחזיקי אגרות החוב.

בנוסף בוחנת מידרוג את השלכות הקשיים באפריקה ישראל להשקעות על חברות מוחזקות מדורגות:

אפריקה מגורים, דירוג נוכחי A1 אופק דירוג שלילי, אפריקה תעשיות, דירוג נוכחי A3 אופק שלילי. לאחר סיום הבחינה תעדכן מידרוג את דירוג חברות אלו.

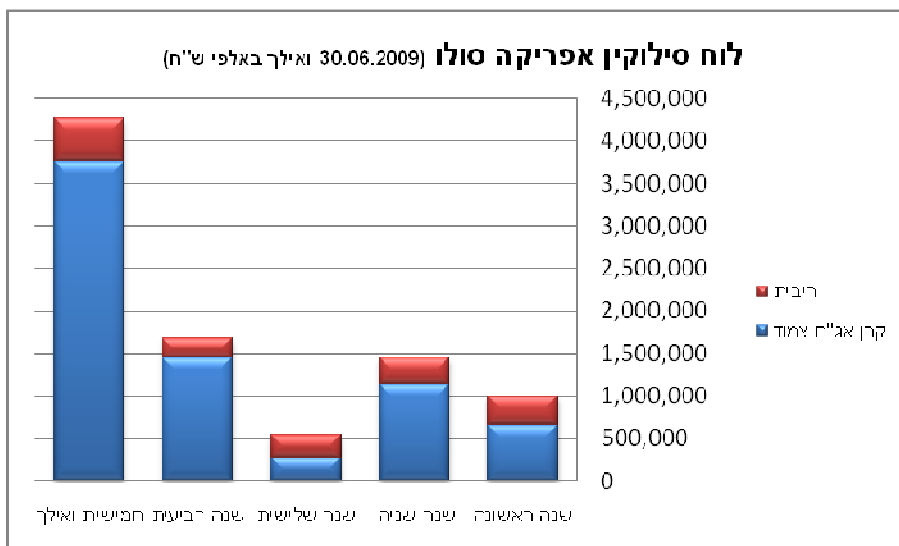
אודות המנפיק

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ הינה חברת השקעות הפועלת במגוון תחומים בישראל ובחו"ל, ובעיקר בתחום ייזום נדל"ן למגורים ונדל"ן מניב. אפריקה השקעות פועלת בתחום הקבלנות והתשתיות באמצעות החברה בת דניה סיבוס בע"מ, בתחום התעשייה באמצעות אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ובתחום המלונאות באמצעות מלונות אפריקה ישראל בע"מ. לאפריקה השקעות פעילויות נוספות באמצעות חברות כלולות, בהן החזקה של 26.15% באלון חברת הדלק לישראל בע"מ - חברת דלק בינלאומית הפועלת בתחום האנרגיה בארץ ובארה"ב. בשנים האחרונות הרחיבה אפריקה השקעות, ישירות ובאמצעות חברות בנות, את פעילותה בחו"ל וכיום עיקר פעילותה הנדל"נית הינה בארה"ב, רוסיה ומרכז מזרח אירופה.

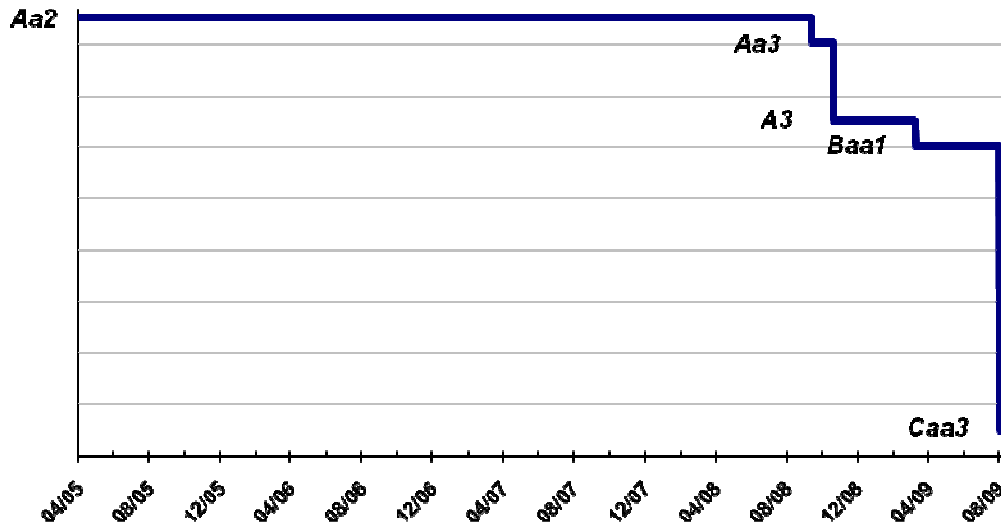
מר לב לבייב הינו בעל השליטה בחברה ויו"ר הדירקטוריון. מנכ"ל החברה הינו מר איזי כהן וסגן יו"ר הדירקטוריון הינו מר נדב גרינשפון.

פירוט סדרות האג"ח המדורגות של החברה:

יתרה 30.8.09 אלפי ש"ח	סיום פירעון קרן	ריבית	הצמדה	סדרה
556,112	נובמבר-09	4.20%	צמוד	ט
552,340	דצמבר-12	5.40%	צמוד	י
551,806	מרץ-11	5.10%	צמוד	יא
426,014	ספטמבר-14	5.20%	צמוד	יב
169,317	ספטמבר-18	5.35%	צמוד	יג
825,313	דצמבר-18	4.90%	צמוד	יד
272,085	דצמבר-12	4.80%	צמוד	טו
796,725	מרץ-17	4.70%	צמוד	טז
198,384	מרץ-11	4.25%	צמוד	יז
100,000	מרץ-12	6.15%	נומינלי	יח
1,858,232	ספטמבר-14	4.80%	צמוד	כא
760,825	אוקטובר-17	5.10%	צמוד	כב
320,000	אוקטובר-10	5.90%	נומינלי	כד



היסטוריית דירוג:



רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

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)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות 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 שאליה 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: CRAFRICA030909000M

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") 2009.

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 בעיני 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 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 Investors Service 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.