

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

אופק: יציב	Aa2 Aa2	דירוג מנפיק (Issuer) דירוג סדרות (יב' ויג')
------------	------------	--

דירוג המנפיק מותנה בכך שיחס חוב נטו ל-CAP לא יעלה על 63% (נכון ל-30.6.2006 יחס זה עומד על 55.3%). התניה זו היא במקום מסגרת חוב נטו מכסימלי בסך של 9.0 מיליארד ש"ח עבורה ניתן הדירוג הראשוני שניתן בחודש אפריל 2005.

כמו כן, דירוג ניתן לאגרות חוב שיגוייסו בהנפקה פרטית (סדרות יב' ו-יג') בהיקף כולל של 550 מיליון ש"ח. אג"ח סדרה יב' בערך נקוב של 394.5 מיליון ש"ח יהיו צמודות למדד וישאו ריבית שנתית של 5.2%. האג"ח ייפרעו בחמישה תשלומים שווים בין השנים 2010-2014 (מח"מ של כ-5 שנים). אג"ח סדרה יג' בערך נקוב של 155.5 מיליון ש"ח יהיו צמודות למדד וישאו ריבית שנתית של 5.35%. האג"ח ייפרעו בארבעה תשלומים שווים בין השנים 2015-2018 (מח"מ של כ-8 שנים).

מידרוג מעניקה דירוג Aa2 לסדרות האג"ח של החברה לפי הרשימה להלן, לרבות אג"ח של חברות בנות בערבות מלאה של החברה, כמפורט להלן.

סדרה (1)	מנפיקה	סוג	הצמדה	ריבית שנתית	יתרה 30.6.2006 באלפים	מועד פדיון סופי	דירוג
סדרה א'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	5.25%	96,738 ₪	11/2008	Aa2
סדרה ב'	אפריקה ישראל	מובטח (2)	מדד	5.15%	36,244 ₪	11/2008	Aa2
סדרה ג'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	5.25%	1,699 ₪	11/2008	Aa2
סדרה ד'	אפריקה ישראל	מובטח (2)	מדד	5.15%	30,841 ₪	11/2008	Aa2
סדרה ה'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	4.0%	111,000 ₪	3/2007	Aa2
סדרה ו'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	3.55%	157,000 ₪	5/2008	Aa2
סדרה ז'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	3.65%	166,000 ₪	7/2008	Aa2
סדרה ח'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	3.35%	210,000 ₪	8/2007	Aa2
סדרה ט'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	4.2%	500,000 ₪	11/2009	Aa2
סדרה י'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	5.4%	500,000 ₪	12/2012	Aa2
סדרה יא'	אפריקה ישראל	לא מובטח	מדד	5.1%	500,000 ₪	3/2011	Aa2
אג"ח	השקעות בינ"ל	מובטח (3)	דולר	5.0%	44,300 ₪	2006-2009	Aa2
אג"ח	אפריקה מלוונות (סדרה ד')	מובטח (4)	מדד	3.7%	180,000 ₪	9/2008	Aa2

(1) הסדרות כולן אינן סחירות. (2) מובטח בשעבוד קבוע בדרגה ראשונה על מניות רגילות של אפריקה ישראל נכסים וכן במניות רגילות של פקד. (3) מובטח בשעבוד זכויות שינבעו מרווחי פרויקט מגורים בניו יורק, נחות לזכויות הבנק המממן (4) אפריקה ישראל ערבה למילוי התחייבויותיה של אפריקה מלוונות על פי שטר נאמנות שנתם בין אפריקה מלוונות לבין הנאמן לתשלום סכומי הקרן, ההצמדה והריבית.

מחברת:

סיגל יששכר

אנליסטית בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידים

ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

¹ דוח זה מהווה גם דוח מעקב תקופתי בהמשך לדוח הדירוג הראשוני שפורסם בחודש אפריל 2005.

אפריקה ישראל (מאוחד): נתונים כספיים עיקריים					במיליוני ש"ח
2003	2004	2005	H1/05	H1/06	
2,625	3,247	4,296	2,182	2,504	הכנסות
121	406	649	303	313	רווח נקי לתקופה
7,324	10,716	15,535	13,360	17,301	סך נכסים
4,552	7,085	10,715	9,330	11,891	חוב פיננסי
4,000	5,946	8,681	7,158	8,623	חוב פיננסי נטו
180	200	200	200	200	דיבידנד שחולק לבעלי המניות
1,151	1,407	1,983	1,630	2,423	הון עצמי

התפתחויות עיקריות²

התמתנות בהיקף ההשקעות בארה"ב במחיצת הראשונה של שנת 2006, לאחר השקעות נרחבות שבוצעו במהלך שנת 2005, בהן השקעה משמעותית בנכס במנהטן

בשנת 2005 ובמהלך המחצית הראשונה של שנת 2006 החברה הגדילה באופן משמעותי את היקף השקעותיה בארה"ב וכיום היא מחזיקה בניינים וקרקעות בחמישה מרכזים עיקריים: ניו יורק, מיאמי, לאס וגאס, לוס אנג'לס ומירטל ביץ' (דרום קרוליינה). להלן ההשקעות העיקריות שבוצעו בארה"ב בשנה החולפת:

Wall Street 14- בספטמבר 2005 השלימה החברה עסקה לרכישת בניין משרדים בן 37 קומות בשטח בנוי כולל של 100 אלף מ"ר באזור וול סטריט במנהטן בתמורה לסך של 212 מיליון דולר. חלקה של החברה בעסקה זו הוא 65%. כ-70% משטחי המשרדים בבניין מאוכלסים ויתר השטחים מיועדים למכירה.

111 Fulton - לאחרונה השלימה החברה עסקה לרכישת בניין משרדים נוסף בדאון טאון מנהטן (111 Fulton) בתמורה ל-60 מיליון דולר (חלק החברה בפרויקט הינו 50%). הבניין מיועד להסבה למגורים בהיקף של 160 דירות בהשקעה נוספת של כ-60 מיליון דולר. פרויקט זה הינו הראשון שהחברה מבצעת במנהטן ללא שעייה בויםלגרין.

1101 Brickell - בתחילת שנת 2005 השקיעה החברה ברכישת שני בנייני משרדים במרכז מיאמי בשטח של 30 אלף מ"ר וזכויות בנייה נוספות של כ-90 אלף מ"ר ביעוד למגורים בתמורה של כ-75 מיליון דולר (חלק החברה בעסקה 65%). ברבעון השני של 2006 נמכר בניין משרדים במיאמי (1680 Meridian) ללא רווח הון.

Park Central לאס וגאס - במהלך השנים 2004 ו-2005 השקיעה החברה 45 מיליון דולר בקרקעות בלב הסטריפ של לאס וגאס, המיועדות לפרויקט תיירות ומסחר. חלק החברה בפרויקט הינו 16%. הפרויקט, המתוכנן על שטח כולל של 75 דונם, מתוכנן 1 דונם שטח בנוי, צפוי לכלול כ-4,500 חדרי מלון, מרכז כנסים (150 אלף מ"ר), שטחים מסחריים, חניונים וקזינו. הפרויקט מתוכנן במיצוב גבוה, בשכנות לפרויקטים מובילים באזור הרצועה של לאס וגאס (מלון בלאגיו, מלון ונציה ופרויקט סיטי סנטר של MGM). הפרויקט מצוי בשלבי תכנון ראשוני וקבלת היתרים. בעלי הפרויקט מצויים בימים אלו במשא ומתן מתקדם עם אחת מרשתות בתי המלון המובילות בעולם לניהול הפרויקט תחת מותג הרשת.

Hard-Rock Park - בחודש דצמבר 2005 נכנסה החברה להשקעה בפרויקט להקמת פארק שעשועים על שטח של 600 דונם בדרום קרוליינה. הפארק יושב אטרקציות ומוסיקה תחת המותג "הארד רוק". הפארק צפוי להיפתח במהלך שנת 2008. היקף ההשקעה הצפוי הינו 360 מיליון דולר, וחלקה של החברה הוא 17.5%. כ-30% מעלות הפרויקט תמומן בהון עצמי, והיקף ההון שהועמד לפרויקט על ידי החברה הינו 10 מיליון דולר.

² דוח זה סוקר את ההתפתחויות העיקריות בפעילות החברה מאז מועד הדירוג הראשוני בחודש אפריל 2005.

קרקעות מיאמי – בחודש יולי 2005 הגדילה החברה את אחזקותיה בקרקעות שרכשה במיאמי בשנת 2004, על ידי רכישת חלקו של אחד השותפים בקרקעות, בשיעור של 10% מהנכסים, בתמורה ל-16 מיליון דולר³.

קרקעות לוס אנג'לס - בנובמבר 2005 רכשה החברה 30% מקרקע בשטח של 10 דונם במרכז הדאון טאון בלוס אנג'לס. הקרקע מיועדת לבניית פרויקט מגורים בהיקף של 900 יח"ד. כיום הקרקע משמשת כמגרש חנייה המניב הכנסה של 100 אלף דולר לחודש. הפרויקט מצוי בשלב של תכנון ראשוני וקבלת היתרים.

עצירה במכירת דירות במיאמי ברבעונים האחרונים שלוותה בביטולים של רוכשי דירות. במיאמי יש כיום עודף היצע של דירות למגורים. שיעור המכירות בפרויקטים בבנייה עומד על כמחצית. החברה פועלת למימוש חלק מהקרקעות שרכשה בעיר

בשנים שבין 2000-2005 נהנתה העיר מיאמי מגאות בשוק הנדל"ן שנבעה בעיקר ממחסור בהיצע דירות מגורים, והתבטאה בעלייה מתמשכת במחירי הדירות. שוק הנדל"ן בעיר הושפע לחיוב מהגירה של תושבים מדרום אמריקה, מירידה בשיעור האבטלה וגידול במשרות הפנויות. יחד עם זאת, סופות ההוריקן שפגעו בעיר בחורף האחרון פגעו מאוד בביקושים לדירות בעיר, זאת לצד עלייה משמעותית בהיצע הדירות שנבעה מבנייה מואצת של בנייני מגורים. היקף הדירות הנבנות בעיר רחב מאוד וצפוי לספק את הביקושים במשך שנתיים עד שלוש. כתוצאה מכך, מספר רב של פרויקטים המצויים בהליכי תכנון בעיר צפויים להתבטל.

לחברה שלושה פרויקטים למגורים בעיר מיאמי הכוללים 660 יח"ד בסך הכל, מתוכם נמכרו 370 יח"ד נכון ליום 30.6.2006, בהשוואה ל-378 יח"ד שנמכרו בסוף הרבעון הקודם ו-381 יח"ד שנמכרו בסוף שנת 2005. הירידה במספר הדירות שנמכרו בשני הרבעונים האחרונים נובעת מביטולים של רוכשי דירות. מבין שלושת הפרויקטים של החברה במיאמי, שניים מצויים בשלבי בנייה ומתוכננים להימסר בשנת 2009, והשלישי עדיין בתכנון.

31.12.04	30.9.05	31.12.05	31.3.06	30.6.06	סך יח"ד בפרויקט	חוזים שנחתמו מ' דולר	יתרת עלות בספרים מ' דולר	סטטוס	
156	182	192	189	186	306	192	68	בבנייה	Marquiz
-	31	33	33	32	66	24	31	בבנייה	Vitri
-	155	156	156	152	288	77	25	בתכנון	Soleil
156	368	381	378	370	660	293	124		סך הכול

* חלק החברה בכל הפרויקטים הינו 65%

קצב מכירת הדירות בניו יורק הינו טוב. החברה החלה באכלוס פרויקט הדגל בוול סטריט

אפריקה ישראל מצויה בשלבי אכלוס מתקדם בשלושה פרויקטים למגורים בעיר ניו יורק בהיקף של 503 יח"ד, מהן נמכרו 487 יח"ד נכון ליום 30.6.2006. שלושה בניינים נוספים בעיר מצויים בשלבי הקמה, וכוללים 537 יח"ד, מהן נמכרו 337 יח"ד בהיקף חוזים של כ-314 מיליון דולר. בנוסף, החברה מצויה בשלבי תכנון של שני פרויקטים הכוללים 210 יח"ד בהם טרם נמכרו דירות. הפרויקטים בשיווק רושמים קצב מכירות נאה ומאופיינים ברמת רווחיות גבוהה.

להלן נתונים על הפרויקטים העיקריים:

³ במהלך הרבעון השני של 2006 נכנסה החברה למו"מ למכירת שש חלקות מקרקעין סמוכות במיאמי בשטח של כ-29 דונמים בתמורה לסך של כ-88.7 מיליון דולר. העסקה מצויה בבדיקת הרוכש המיועד, ונכון למועד דוח זה טרם נסגרה.

15 Broad - הפרויקט הגדול של החברה במנהטן המבוסס על שיטת ההסבה של משרדים למגורים. הבניין ששימש בעבר את משרדי ג'י.פי. מורגן, נרכש בשנת 2003 בתמורה ל-100 מיליון דולר והוסב ל-382 דירות יוקרה, מתוכן נמכרו עד כה 372 דירות. מסירת הדירות צפויה להסתיים עד לסוף שנת 2006. הפרויקט כולל גם חלק מסחרי בשטח של כ-20 אלף מ"ר (שנותרו לאחר מכירה של 7,000 מ"ר), מתוכו מושכרים כיום 5,000 מ"ר.

20 Pine – הבניין, ששימש בעבר את משרדי צייס מנהטן, ממוקם בסמוך ל-15 Broad, ונרכש בנובמבר 2004 בתמורה ל-170 מיליון דולר. הפרויקט כולל הסבה של הבניין ל-408 דירות יוקרה, ששיווקן החל בינואר 2006 ועד כה נמכרו 235 דירות במחיר מכירה ממוצע של 1.5 מיליון דולר. מאז תחילת השיווק ועד כה עלו מחירי המכירה הממוצעים בשיעור של 5%-10% בממוצע. מסירת הדירות צפויה להתחיל במחצית שנת 2007.

85 Adams – פרויקט בנייה למגורים בברוקלין הכולל 79 דירות מתוכן נמכרו 65. מסירת הדירות צפויה בסוף שנת 2006.

Atlantic Court – פרויקט בנייה של בניין מגורים הכולל 50 דירות מתוכן נמכרו עד כה 37 דירות. אכלוס הדירות צפוי במחצית שנת 2007.

בניינים למגורים בניו יורק ליום 30.6.2006*						
שם הפרויקט	מיקום	סך יח"ד	יח"ד שנמכרו	סטטוס	חוזים (במיליוני דולר)	שנחתמו
River Lofts	ניו יורק	65	64	באכלוס	143	
84 Front	ניו יורק	56	51	באכלוס	41	
15 Broad	ניו יורק	382	372	באכלוס	404	
20 Pine	ניו יורק	408	235	בהקמה	240	
85 Adams	ניו יורק	79	65	בהקמה	48.6	
Atlantic Court	ניו יורק	50	37	בהקמה	25	
Beach front	ניו יורק	46	-	בתכנון	-	
111 Fulton	ניו יורק	163	-	בתכנון	-	
סך דירות למכירה		1,249	824			

* חלקה של החברה בכל הפרויקטים למעט שניים הינו 65%. בפרויקט Atlantic Court חלקה 49% ובפרויקט 111 Fulton חלקה 50%.

להלן נתונים על התפתחות המכירות בפרויקטים במנהטן ובמיאמי ברבעונים האחרונים:

יח"ד שנמכרו לסוף התקופה (מצטבר)					סך יח"ד	שם הפרויקט
31.12.2004	30.9.2005	31.12.2005	31.3.2006	30.6.2006		
32	42	44	44	51	56	84 Front
281	329	348	361	372	382	15 Broad
-	-	169	201	235	408	20 Pine
-	42	56	65	65	79	85 Adams
-	3	20	29	37	50	Atlantic Court
156	182	192	189	186	306	*Marquiz
-	155	156	156	152	288	*Soleil
-	31	33	33	32	66	*Vitri

האטה בשוק הנדל"ן למגורים בניו יורק מתבטאת בירידה במספר העסקאות לצד ירידה במחירי המכירה. ההאטה צפויה להימשך על רקע העלאת הריבית בארה"ב. אזור הדאון טאון במנהטן בו מצוי חלק גדול מהדירות של החברה נפגע פחות

ברבעון השני של שנת 2006 ניכרת מגמה של האטה בשוק הנדל"ן למגורים בניו יורק, כפי שהיא מתבטאת באינדיקטורים המובילים⁴: בכלל שוק המגורים במנהטן נרשמה ברבעון השני ירידה של 3% במחיר המכירה החציוני של דירות מגורים בהשוואה לרבעון הראשון השנה ולרבעון המקביל אשתקד. מספר עסקאות המכירה שנרשמו ברבעון השני היה נמוך ב-18% ביחס למספר העסקאות שנרשם ברבעון המקביל אשתקד. שוק הקונדומיניום היוקרתי בעיר (המוגדר כעסקאות מכירה ב-10% העליונים של השוק) רשם ירידה של 5% במחיר המכירה החציוני, וירידה של 15% במחיר המכירה הממוצע למ"ר. נתון שלילי נוסף מגולם ביחס בין היצע דירות חדשות לבין היצע דירות קיימות. עד לאמצע שנת 2005 היקף הדירות החדשות בשוק היה נמוך ומלאי הדירות הפנוי היה מוגבל יחסית. מצב זה יצר "שוק של מוכרים" ותחרות עזה בין הרוכשים, והוביל לעלייה במחירי המכירה. לעומת זאת, בחודשים האחרונים גדל מלאי הדירות בשוק, הן מצד בניינים חדשים שבנייתן הסתיימה והן מצד מוכרים של דירות קיימות. מצב זה הוביל להגדלת הלחץ על מחירי המכירה. ההתפתחות בשוק שונות בחלקי העיר השונים, ואזור דאון טאון מנהטן בו מצוי הבניין 20 Pine מוסיף להציג עלייה במחירי המכירה.

השקעות בהקמת שני פרויקטים מסחריים מרכזיים במוסקבה

במהלך שנת 2005 השקיעה החברה סכום של כ-133 מיליון דולר, מרביתם בשני פרויקטים גדולים למסחר: **Moscow City** - בחודש אפריל 2005 זכתה אפריקה ישראל, באמצעות חברה בת שהיא מחזיקה בה 80%, במכרז של עיריית מוסקבה להקמת קניון בשטח מסחרי של 110 אלף מ"ר ומרכז ארועים צמוד לו. הפרויקט מצוי במרחק של כחמישה קילומטר מהקרמלין במזרח מוסקבה בתוך הטבעת השלישית. הקניון ומרכז הארועים הם חלק מפרויקט ענק, אחד הגדולים הנבנים כיום באירופה, הכולל בשלב ראשון 900 אלף מ"ר של בנייני משרדים, מבני עירייה, בית מלון ומתחם בילוי. המכרז להקמת הקניון ומרכז הארועים, התנהל על גובה חלקה של העירייה בפרויקט לאחר השלמתו, כאשר עלות ההקמה מוטלת על החברה הזוכה. על פי הצעת החברה, יעמוד חלקה של העירייה בפרויקט על 25% (כך שחלקה האפקטיבי של אפריקה ישראל בפרויקט הינו 60%).

על פי הערכות החברה, עלות ההשקעה בפרויקט (הקניון ומרכז הארועים) צפויה להסתכם בכ-400 מיליון דולר (לפני הוצאות מימון). תוכניות הבנייה כוללות הקמת תקרת זכוכית בגג הקניון אשר מייקרת מאוד את עלותו. תקופת ההקמה צפויה להימשך על פני השנים 2006 עד 2009. דמי השכירות הצפויים בקניון עומדים על כ-1,100 דולר למ"ר לשנה, תעריף מוטה כלפי מטה בהשוואה לדמי השכירות הממוצעים במוסקבה (4,000-2,000 דולר למ"ר), בשל מרכיב גבוה של עוגנים. החברה מצויה במו"מ מול מספר רב של שוכרים פוטנציאליים, אולם טרם נחתמו חוזים עם שוכרים. הפרויקט מצוי כיום בתחילת עבודות הבנייה. בידי החברה מכתב כוונות למימון 70% מהפרויקט על ידי בנק רוסי.

קניון בלארוס - פרויקט משמעותי נוסף ברוסיה הוא קניון בלרוס במרכז מוסקבה. הפרויקט כלל במקור קניון תת קרקעי בשטח של 103 אלף מ"ר בהיקף השקעה של כ-165 מיליון דולר במשך שלוש שנות הקמה. כיום עומד תקציב הפיתוח של הקניון על כ-330 מיליון דולר, כאשר תוספת התקציב נובעת כולה מעבודות תשתית נוספות הנדרשות באזור הפרויקט, ובעיקר תשתית חשמל ותחבורה (בתקציב המקורי נכללו עבודות תשתית תחבורתית בהיקף של 15 מיליון דולר בלבד). עבודות הבנייה של הפרויקט צפויות להתחיל בשבועות הקרובים. הקניון צפוי להיפתח במחצית הראשונה של שנת 2009. לחברה מכתב כוונות מבנק רוסי ומבנק אוסטרי למימון הפרויקט.

⁴ הנתונים מבוססים על פרסומי חברת Corcoran Group Real Estate.

מעבר לשני פרויקטים אלו, מחזיקה החברה בזכויות במקרקעין במוסקבה לפרויקטים מניבים בהיקף כולל של כ- 450 אלף מ"ר, בעיקר לתחום המשרדים. מרבית הנכסים מצויים בשלבי תכנון. הפרויקטים המניבים במוסקבה מתבצעים ביחד עם שותף מקומי המחזיק 20% מחברות הפרויקט. בתחום הפרויקטים למגורים היא מצויה בשלב תכנון של פרויקט מגורים גדול של 480 אלף מ"ר בסמוך למוסקבה ("אודינצובו" - חלקה בפרויקט 100%) טרם הוחל בשיווק הפרויקט.

התקדמות עבודות הבנייה בפרויקט Moscow City ובקניון בלארוס לצד המשך ההשקעות בפרויקטים נוספים בעיר צפויים להגדיל באופן ניכר את היקף ההשקעה במוסקבה בשנים הקרובות. להערכת החברה, היקף ההשקעות ברוסיה ממקורות עצמיים בשנת 2006 יסתכם בכ-135 מיליון דולר. נכון למועד דוח זה, היקף ההשקעה הנוטר ברוסיה בין השנים 2006 עד 2010 צפוי להסתכם בכ-1.8 מיליארד דולר.

במהלך השנה החולפת מימשה אפריקה ישראל שני נכסים ברוסיה: ביוני 2005 נמכרו מחצית מהזכויות במקרקעין בפרויקט המגורים אודינצובו תמורת 30 מיליון דולר ברווח הון נטו של 39 מיליון ש"ח; ביוני 2005 נמכרו שני בנייני משרדים במרכז מוסקבה בתמורה של 54.2 מיליון דולר וברווח הון נטו (חלק החברה) של 93 מיליון ש"ח. ביוני 2006 מכרה החברה זכויות במקרקעין במוסקבה בתמורה ל-22 מיליון דולר וברווח הון נטו של 35 מיליון דולר.

דירוג החוב של ממשלת רוסיה, לאחר העלאה שבוצעה בחודש אוקטובר 2005, הינו Baa2 (אופק יציב). מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון בפעילות ברוסיה הינה גבוהה יחסית למוקדי הפעילות האחרים של החברה. עם זאת, במידרוג סבורים כי הניסיון המוכח שלה ברוסיה, לצד הפלטפורמה התפעולית הרחבה וכן מימוש הנכסים שהציגה, מצמצמים במידה מסוימת את רמת הסיכון העסקי בפעילות שם.

שוק הנדל"ן המניב ברוסיה: עלייה במחירי השכירויות של שטחי מסחר ומשרדים תוך ירידה בתשואות על ההשקעה

ההתרחבות הכלכלית החזקה של כלכלת רוסיה בשבע השנים האחרונות, במידה רבה הודות לעלייה החדה במחירי הנפט, הניעה התרחבות משמעותית בשוק הנדל"ן במוסקבה. למרות שמוסקבה היא העיר הגדולה באירופה, עם 10 מיליון תושבים, היא סובלת ממחסור בשטחי משרדים, מסחר ומלונאות ברמה גבוהה (Class A). כתוצאה מכך מחירי השכירות גבוהים מאוד, וכך גם שיעורי התפוסה והתשואות על הנכסים. המחסור והביקושים הגבוהים לשטחי נדל"ן איכותיים במוסקבה הובילו לכניסה של משקיעים רבים לעיר בשנים האחרונות, מגמה שהובילה גם לירידה בתשואה על ההשקעות בעיר לרמות של 10-13%, בהשוואה לרמות של 20-25% ששררו בתחילת העשור. שוק המשרדים במוסקבה הינו בשלב התפתחות נמוך יחסית לערים מרכזיות אחרות באירופה, ומרבית שטחי המסחר בעיר הינם ישנים מאוד וברמה נמוכה. למרות היקף גדול של בניינים שנבנו בשנים האחרונות, עדיין קיים מחסור ניכר בשטחי מסחר איכותיים לחברות בינלאומיות. גם שטחי המסחר בעיר מאופיינים ברמה נמוכה יחסית לערים מרכזיות באירופה, ויחס שטחי המסחר לאוכלוסיה הוא בין הנמוכים. בשנת 2005 נמשכו המגמות של עלייה בהיקף הפדיון המסחרי בעיר ושל כניסת רשתות שיווק ואופנה בינלאומיות. התפתחויות אלו האיצו את התפתחות הנדל"ן המסחרי בעיר. בסוף שנת 2005 היו במוסקבה 44 מרכזים מסחריים (קניונים), 12 מתוכם נפתחו במהלך השנה. עדיין, רמת הביקושים עולה על ההיצע ומספר פרויקטים גדולים נמצאים בשלבי בנייה.

שוק הנדל"ן המניב (מסחרי ומשרדים) במוסקבה בסוף שנת 2005: נתונים עיקריים	
שוק המשרדים	
סך מלאי משרדים (סוף שנת 2005)	4.5 מיליון מ"ר
מלאי משרדים Class A	1.8 מיליון מ"ר
שטחים חדשים שנוספו בשנת 2005	0.8 מיליון מ"ר
שטחים חדשים שיתווספו עד סוף 2006 (אומדן)	0.3 מיליון מ"ר
שיעור תפוסה	97%
דמי שכירות שנתיים (Class A)	650-700 דולר למ"ר לשנה
מחיר מכירה	4,000-6,000 דולר למ"ר
שיעור תשואה על ההשקעה	10-12%
השוק המסחרי	
מלאי שטחי מסחר (סוף שנת 2005)	2.9 מיליון מ"ר
מלאי שטח מסחרי (ברוטו) באיכות גבוהה	1.2 מיליון מ"ר
שיעור תפוסה	96%
דמי שכירות חודשיים	200-300 דולר למ"ר לחודש
משך חוזי שכירות ממוצע	3-5 שנים
שיעור תשואה על ההשקעה	12-13%
מקור: Knight Frank	

כניסה להשקעות בשווקים חדשים במזרח אסיה ובמזרח אירופה

במהלך השנה החולפת הרחיבה אפריקה ישראל את פעילותה לשווקי יעד חדשים הכוללים את הפיליפינים, בולגריה ורומניה. בנוסף החברה בוחנת השקעות בסין. בפיליפינים השקיעה החברה בפרויקט של פארק משרדים לחברות טכנולוגיה במטרו מנילה שבפיליפינים. הפארק מיועד לכלול 20 בנייני משרדים בשטח בנוי של 238 אלף מ"ר. כיום הוא כולל חמישה בניינים בשטח בנוי של 40 אלף מ"ר המושכרים במלואם. היקף ההכנסות מדמי שכירות ברבעון הראשון של שנת 2006 עמד על כ-776 אלף דולר. הקמת הבניין השישי עומדת בפני סיום. מועד השלמת הפרויקט בכללותו מתוכנן לשנת 2012 בהיקף השקעה מוערך של 136 מיליון דולר. היקף ההשקעה של החברה בפרויקט הינו כ-10 מיליון דולר, מהם כ-5.0 מיליון דולר שולמו במועד העסקה, כ-3.0 מיליון דולר ישולמו עד סוף שנת 2006, והיתר ישולמו בשנים 2007 ו-2008. חלקה של החברה בפרויקט הינו 40%.

שווקים חדשים נוספים בהם בוצעו השקעות לאחרונה כוללים את רומניה (בשנת 2005 השקיעה אפריקה נכסים ברכישת 50% מזכויות מקרקעין בשטח של 120 דונם במרכז בוקרשט בתמורה ל-9 מיליון אירו. ייעוד הקרקע טרם נקבע) ואת בולגריה (במהלך הרבעון הראשון של שנת 2006 התקשרה אפריקה נכסים בשתי עסקאות מקרקעין בסופיה המיועדות לפיתוח נדל"ן למגורים).

הצפת ערך של פעילות המגורים בישראל ברווח הון משמעותי לחברה

בחודש יוני 2006 בוצעה הנפקה של אפריקה ישראל מגורים בע"מ ("אפריקה מגורים"), חברה בת בשליטה מלאה של החברה, במהלכה גייסה אפריקה מגורים הון מניות בהיקף של 260 מיליון ש"ח ואג"ח רגילות בהיקף של 260 מיליון ש"ח נוספים. כתוצאה מהנפקת המניות ירדו החזקות החברה באפריקה מגורים לשיעור של 79.7%. בעקבות ההנפקה רשמה אפריקה ישראל רווח הון בסך של 110 מיליון ש"ח.

גידול משמעותי בהיקף הפעילות בתחום התשתיות במסגרת מכרזים ממשלתיים במימון פרטי. פעילות זו תורמת ליציבות העסקית ומקטינה את החשיפה לתנודות הביקוש האופייניות לענף הנדל"ן

במהלך השנה החולפת החלה אפריקה ישראל, באמצעות חברות בנות וחברות כלולות, במספר פרויקטים בתחום התשתיות: **כביש 431** – החברה הבת דניה סיבוס (שיעור אחזקה של 73.3%) זכתה במכרז של ממשלת ישראל להקמת כביש 431 ולהפעלתו במתכונת PFI לתקופת זיכיון של 25 שנה תמורת מענק הקמה וגביית דמי אגרה. היקף תקציב ההקמה של הפרויקט הינו 1.5 מיליארד ש"ח. דניה סיבוס השלימה לאחרונה את גיוס ההון למימון הפרויקט, והחלה בשלב העבודות המוקדמות. **קטע 18 של כביש חוצה ישראל** - בחודש ינואר 2006 חתמה דרך ארץ (חברה מוחזקת בשיעור של 37.5%) על תוספת לחוזה הזיכיון עם ממשלת ישראל למימון, בנייה והפעלה של קטע 18 של כביש חוצה ישראל בתמורה לגביית דמי אגרה עם מנגנון הבטחת פדיון מצד הממשלה וכן מענק השקעה בהיקף של 10 מיליון דולר. היקף ההשקעה בפרויקט מוערך בכ-195 מיליון דולר. **בית סוהר בבאר שבע** – בינואר 2006 החברה חתמה על הסכם להקמה ותפעול של בית סוהר בשיטת ה-PFI למשך 25 שנה תמורת מענק הקמה ותקבול שנתי. בית הסוהר מתוכנן לקום דרומית לבאר שבע ויכלול 800 מקומות כליאה. פעילות זו מתבצעת באמצעות חברה בת בעלות משותפת עם מנרב הנדסה ובניין בע"מ (בחלקים שווים). בנוסף לפרויקטים האמורים, עוסקת החברה בהפעלה של בניין הקריה בתל אביב במסגרת חוזה BOT וכן בהקמה של מעונות סטודנטים בהיקף של 1,500 מיטות באוניברסיטה העברית (בשיתוף עם חברה אחרת בחלקים שווים).

התפתחות התוצאות הכספיות⁵

עלייה בהכנסות מפעילות המגורים בארה"ב הזניקה את הרווחים בשנת 2005 במחצית הראשונה של שנת 2006, ברבעון השני של שנת 2006 ניכרת ירידה בהכנסות וברווח מהפעילות בחו"ל בשל סיום ההכרה בפרויקט מרכזי התוצאות הכספיות תנודתיות ומושפעות מעיתוי הכרה בפרוייקטים למכירה. ההכנסות מפיתוח נדל"ן בחו"ל, בעיקר בארה"ב, היוו את מנוע הצמיחה של אפריקה ישראל בשנת 2005 ובמחצית הראשונה של שנת 2006. הכנסות אלו מאופיינות ברווחיות גבוהה מאוד, ואחראיות לגידול החד ברווחי החברה החל משנת 2003. גורם נוסף שתורם לגידול ברווחים היה מימוש קרקעות ונכסים מניבים בחו"ל ברווחי הון משמעותיים, בעיקר ברוסיה ובמזרח אירופה.

אפריקה ישראל (מאוחד): הכנסות ורווח גולמי מפיתוח נדל"ן ומקרקעין						
<u>Q1 05</u>	<u>Q2 05</u>	<u>Q3 05</u>	<u>Q4 05</u>	<u>Q1 06</u>	<u>Q2 06</u>	במיליוני ש"ח
						פיתוח נדל"ן בחו"ל
624	341	346	445	657	269	הכנסות
284	146	163	135	228	64	רווח גולמי
14	135	56	3	1	92	רווח מימוש נכסים
46%	43%	47%	30%	35%	24%	רווח גולמי / הכנסות
						פיתוח נדל"ן בישראל
61	64	58	45	77	70	הכנסות
11	13	14	13	21	23	רווח גולמי
19%	20%	25%	29%	27%	33%	רווח גולמי / הכנסות

ברבעון השני של שנת 2006 ניכרת ירידה בהכנסות ובתרומה של פעילות הנדל"ן בחו"ל בעיקר בשל סיום ההכרה ברווח מפרויקט Broad 15 שקיבלה ביטוי בתוצאות שנת 2005 וברבעון הראשון של שנת 2006. השפעה זו ניכרת גם בבחינת שיעור הרווח הגולמי מהמכירות לאורך הרבעונים האחרונים, שהושפע לטובה בשנת 2005 גם מפרויקט River Lofts בניו יורק.

⁵ הניתוח הפיננסי מתייחס לתוצאות אפריקה ישראל במאוחד, אלא אם מצוין אחרת.

**שיפור במרבית תחומי האחזקה ורווחי הון משמעותיים מהאחזקות בתחום האנרגיה ומהנפקת חטיבת המגורים
תרמו לשיפור הרווח מפעילות**

אפריקה נכסים: תוצאות פעילות עיקריות במיליוני ש"ח				
<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>H1 05</u>	<u>H1 06</u>	
232	234	114	132	הכנסות מהשכרה והפעלת נכסים
34	37	18	21	הוצאות הפעלה ואחזקת נכסים
198	197	96	111	EBITDA
41	58	29	29	הוצאות מימון נטו
125	23	16	52	הכנסות אחרות
141	53	27	45	רווח נקי
120	60	30	45	מזומנים נטו מפעילות שוטפת
85.2%	84.3%	84.2%	84.0%	תזרים תפעולי EBITDA / הכנסות
67.7%	59.5%	59.1%	62.3%	תזרים לאחר מימון / הכנסות
60.6%	22.8%	23.7%	34.4%	רווח נקי / הכנסות

במחצית הראשונה של שנת 2006 ניכר שיפור במרבית מגורי הפעילות הנוספים של החברה: נכסים מניבים – בשנת 2005 נרשמה יציבות בהיקף ההכנסות למרות מכירת מחצית מהאחזקות בקניון פלורה בפראג (במהלך שנת 2004), וזאת בשל אכלוס מגדל הקריה בתל אביב, המסביר גם את עיקר העלייה בהכנסות (כ-15.6%) במחצית הראשונה של שנת 2006. סך השטחים המושכרים עלה בשנת 2005 והסתכם בכ-356 אלף מ"ר לעומת 221 אלף מ"ר בסוף שנת 2004. במחצית הראשונה של השנה הנוכחית נבע לחברה רווח הון ממכירת בניין דירות מניב בקנדה. קבלנות ובנייה - במחצית הראשונה של שנת 2006 חלה עלייה של 20% בהכנסות מקבלנות בנייה במסגרת פעילותה של דניה סיבוס. הרווח הנקי של דניה סיבוס הסתכם בכ-17.1 מיליון ש"ח לעומת 15.7 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה; הפעלת בתי מלון - בשנת 2005 עלו ההכנסות בשיעור של 18% ביחס לשנת 2004 במחצית הראשונה של שנת 2005 חלה עלייה של 30%. העלייה נובעת בעיקר מעליה בשיעור התפוסה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2006 על ממוצע של 59% - גידול של 19% בהשוואה לתקופה המקבילה.

אפריקה ישראל (מאוחד): תרומה לפי מגזרים ורווח כולל					
<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>H1 05</u>	<u>H1 06</u>	
					במיליוני ש"ח
154	303	749	433	319	תרומה נטו מפיתוח נדל"ן בישראל ובחו"ל
0	126	208	149	82	מימוש נכסים בחו"ל
127	145	159	74	106	הכנסות נטו מנכסים מניבים
47	53	52	24	24	קבלנות ותשתיות
(11)	4	22	1	15	בתי מלון
2	(8)	(1)	(3)	19	תעשייה
32	66	16	8	15	אחר
(34)	(38)	(46)	(21)	(23)	הנהלה וכלליות
318	651	1,158	665	557	רווח תפעולי שוטף לפני חברות כלולות
(31)	36	220	63	88	רווח מחברות כלולות
9	94	38	11	142	רווחי הון
0	(3)	(18)	(4)	(1)	הפחתת רכוש אחר והוצאות אחרות
296	778	1,398	735	786	רווח מפעילות לפני מימון
(79)	(104)	(268)	(121)	(301)	הוצאות מימון
(75)	(186)	(313)	(202)	(92)	מסים על הכנסה
(21)	(82)	(166)	(107)	(79)	חלק המיעוט ברווחי חברות שאוחדו
0	0	(2)	(2)	0	השפעה מצטברת תקן 19
121	406	649	303	314	רווח נקי לתקופה

רווחי הון: החברה נהנתה בשנת 2005 מרווח גבוה וחריג מחברות כלולות שנבע מרווחי הון מהנפקת הפעילות בארה"ב של אלון – חברת הדלק לישראל בע"מ ("אלון") ומגיוס הון בשוק המקומי. חלק אפריקה ישראל ברווחי ההון של אלון בשנת 2005 הסתכם בכ- 153 מיליון ש"ח. רווח חריג נוסף נבע בשנת 2005 ממימוש אופציה למניות של אפריקה נכסים על ידי לאומי ושות' וממכירת חלק קטן מהאחזקה בדניה סיבוס. במחצית הראשונה של שנת 2006 הייתה זו חטיבת המגורים בישראל, שהנפקתה לציבור תרמה לאפריקה ישראל רווח הון של 110 מיליון ש"ח. רווח חריג נוסף מאלון דלק נרשם גם במחצית הראשונה של שנת 2006 עם השלמת עסקה גדולה למכירת צינורות נפט ברווח של 52.5 מיליון דולר לפני מס (חלק אפריקה ישראל ברווח מעסקה זו עמד על 10 מיליון דולר לפני מס).

גידול חד בהוצאות המימון כתוצאה מעלייה בחוב הפיננסי והפסדים בעסקאות מט"ח

הוצאות המימון נטו בשנת 2005 הסתכמו בכ- 268 מיליון ש"ח, בהשוואה ל-104 מיליון ש"ח בשנת 2004. העלייה בהוצאות המימון בשנה זו נבעה מגידול בהיקף החוב הפיננסי ומגידול בהיקף האשראי הצמוד לדולר אותו נוטלת החברה בגין הפעילות בארה"ב. במחצית הראשונה של שנת 2006 רשמה החברה הוצאות מימון בסך של 301 מיליון ש"ח לעומת הוצאות של 121 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה. חלק מהעלייה בהוצאות המימון במחצית הראשונה של השנה נבעה מהפסד מימון בגין עסקאות בנגזרים בסך של כ-79 מיליון ש"ח. מתוכם, כ-35 מיליון ש"ח נבע מעסקאות שלא למטרות גידור והפסד של כ-44 מיליון ש"ח נוספים נבע מפעולת הגנה מאזנית על הלוואות דולריות שנוטלת החברה בישראל. הפעילות בתחום הנגזרים מתבצעת באמצעות החברה הבת אפריקה ישראל אסטרטגיות פיננסיות ("אפריקה פיננסים"). דירקטוריון אפריקה ישראל הציב לאפריקה פיננסים מגבלת חשיפה לפעילות זו בהיקף של עד 40 מיליון דולר במונחי Value at Risk. חלק נוסף מהעלייה בהוצאות המימון נבע מהשפעת עליית המדד על התחייבויות החברה הצמודות מדד. במידרוג סבורים כי הפעילות בנגזרים מאופיינת ברמת סיכון שאינה תואמת את פעילות הליבה של החברה.

גידול משמעותי בתזרימים מפעילות שוטפת במחצית הראשונה של שנת 2006, לצד התמתנות בהיקפי ההשקעות הגבוהות שנרשמו בשנת 2005 הובילו להאטה בגידול החוב הפיננסי

בשנת 2005 נרשם גידול משמעותי בתזרים שנבע מפעילות שוטפת כתוצאה מגידול בהכנסות וברווח בעיקר מהפעילות בארה"ב. ואולם, גידול זה לא הספיק לממן את כל צורכי ההשקעה: כ-3.2 מיליארד ש"ח שהופנו במהלך שנת 2005 להשקעות בבניינים למגורים, ברכוש קבוע ובמקרקעין, מרביתם בארה"ב וברוסיה. כמו כן, נדרשה החברה לממן בשנת 2005 עלייה בצורכי ההון החוזר שנבעה בעיקר מגידול ביתרת החייבים בגין דירות שנמכרו ארה"ב. בשנת 2005 שילמה החברה דיבידנדים לבעלי המניות בסך של 200 מיליון ש"ח. לצורך מימון ההשקעות בנכסים, ההון החוזר והדיבידנדים הגדילה החברה את החוב הפיננסי שלה בכ-3.6 מיליארד ש"ח במהלך שנת 2005, ובניכוי מזומנים, בטוחות סחירות ופקדונות לז"ק, גדל החוב בכ-2.5 מיליארד ש"ח. כמחצית מהגידול בחוב נבע מגיוס אג"ח וכמחצית מגידול בהלוואות לבנקים, מרביתן הלוואות צמודות לדולר ארה"ב. במחצית הראשונה של שנת 2006 נרשם לראשונה תזרים חזק מפעילות שוטפת שנבע בעיקר מירידה ביתרת החוב של רוכשי דירות בחו"ל, ובמקביל חלה ירידה משמעותית בהשקעות בנדל"ן למגורים בחו"ל, כך שלראשונה נרשם תזרים נטו (תקבולים ממכירת דירות בניכוי השקעות) חיובי מפעילות המגורים בארה"ב. מקור מימון משמעותי נוסף במחצית השנה הייתה הנפקת ההון בסך של 386 מיליון ש"ח. החוב הפיננסי גדל בכ-1.2 מיליארד ש"ח אולם גידול ביתרות המזומנים, הפקדונות והבטוחות הסחירות הוביל ליציבות בחוב הפיננסי נטו בהיקף של כ-8.6 מיליארד ש"ח. המקורות התזרימיים מימנו במחצית הראשונה של 2006 דיבידנד בהיקף זהה לזה ששולם בכל שנת 2005.

אפריקה ישראל (מאוחד): דוח מתומצת על מקורות ושימושים במיליוני ש"ח

2001	2002	2003	2004	2005	1-6/06	
370	90	115	-	287	533	מזומנים מפעילות שוטפת - CFO
-	103	76	322	338	-	מימוש השקעות בחברות, נטו
					-	קיטון בהשקעה בנדל"ן למגורים בחו"ל
					386	הנפקת הון
322	355	1,454	2,781	3,473	1,182	גידול נטו בחוב פיננסי
	77	141		13		קיטון ביתרות מזומנים ושווי מזומנים
692	626	1,786	3,103	4,111	2,100	סך מקורות נטו
-	-	-	285	-	-	מזומנים ששימשו לפעילות שוטפת
-	-	1,004	1,189	309	45	השקעה בנדל"ן למגורים בחו"ל
31	278	486	745	2,478	360	השקעה ברכוש קבוע ומקרקעין
-	-	52	127	235	33	השקעה בפקדונות והלוואות לז"א*
113	83	76	182	-	544	השקעה בחברות מוחזקות**
105	23	20	16	834	308	השקעה בפקדון ז"ק בגין כספי דיירים
22	50	12	53	56	123	דיבידנד למיעוט בחברות מאוחדות
126	191	137	180	200	200	דיבידנד ששולם לבעלי המניות
295			327		486	גידול ביתרות מזומנים ושווי מזומנים***
692	626	1,786	3,103	4,111	2,100	סך שימושים נטו

* בשנת 2005 – מתייחס לגידול בהלוואות לביזמלגרין במסגרת הפרויקטים המשותפים בארה"ב ** במחצית הראשונה של 2006 כולל בעיקר השקעה בקרקעות ברוסיה, בלאס וגאס ובמזרח אירופה (רומניה ובולגריה) ***מזומנים ושווי מזומנים: כולל בטוחות סחירות ופקדונות ז"ק.

גיוס הון עצמי ושיפור תזרימי המזומנים הובילו לשיפור באיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי

יתרת החוב הפיננסי ליום 30.6.2006 הסתכמה בכ-11.9 מיליארד ש"ח שהיוו כ-68.7% ביחס לסך הנכסים במאזן, בדומה ליחס בסוף שנת 2005 ובהשוואה ליחס של כ-66% בסוף שנת 2004. יחס החוב ל-CAP שמר על יציבות בסביבות 76%. החוב הפיננסי נטו לאותו המועד הסתכם בכ-8.6 מיליארד ש"ח, אשר היוו כ-55% מה-CAP. יחס זה רשם שיפור ניכר בשנה החולפת לאחר שעמד על 62%-ו-64% בסוף השנים 2005 ו-2004, בהתאמה. השיפור ביחס נבע מגיוס הון עצמי ומגידול ביתרת המזומנים, לצד הגידול בחוב עצמו.

ההון העצמי של החברה הסתכם בכ-2.4 מיליארד ש"ח בסוף המחצית הראשונה של שנת 2006 לעומת כ-2.0 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2005. יחס ההון העצמי לסך הנכסים עמד על 14.0% לעומת יחס של כ-13.0% בסוף כל אחת מהשנים 2005 ו-2004.

השיפור בתזרים השוטף לצד היציבות בהיקף החוב הובילו לירידה ביחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת (CFO) במחצית הראשונה של שנת 2006. ללא התחשבות בירידה בצורכי ההון החוזר, חלה עלייה ביחס החוב ל-FFO במחצית הראשונה של השנה לעומת שנת 2005.

אפריקה ישראל (מאוחד): חוב פיננסי ויחסי איתנות במיליוני ש"ח				
<u>12.03</u>	<u>12.04</u>	<u>12.05</u>	<u>6.06</u>	
1,257	1,695	3,374	2,770	הלוואות מבנקים לזמן ארוך
277	957	2,808	3,701	אג"ח
3,018	4,433	4,533	5,419	אשראי מבנקים לזמן קצר כולל חלויות
4,552	7,085	10,715	11,891	סך חוב פיננסי
(552)	(1,139)	(2,034)	(3,267)	מזומנים ושווי מזומנים
-	-	-	-	דיבידנד לשלם
4,000	5,946	8,681	8,623	חוב פיננסי נטו
62.2%	66.1%	69.0%	68.7%	חוב פיננסי / מאזן
74.4%	76.6%	76.9%	76.3%	חוב פיננסי / CAP
65.3%	64.3%	62.3%	55.3%	חוב פיננסי נטו / CAP
71.8%	73.3%	73.0%	70.0%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
59.1%	62.1%	64.3%	61.4%	חוב פיננסי נטו / מאזן נטו
15.7%	13.1%	12.8%	14.0%	הון עצמי / מאזן
34.72	19.68	13.66	18.83	חוב נטו / FFO
34.72	שלילי	30.23	8.09	חוב נטו / CFO
1.46	שלילי	1.07	1.77	תזרים מפעילות / הוצאות מימון

שיקולים עיקריים לדירוג

ניסיון מוכח באיתור, בייזום ובפיתוח של פרויקטים למגורים ונכסים מניבים בישראל ובחו"ל; פיזור השקעות באזורים גיאוגרפיים בעלי מאפיינים שונים; נכסים ממוקמים באזורי ביקוש מרכזיים ומאופיינים באיכות ובמיצוב גבוהים מאוד תוך פיזור שימושים; ייזום נדל"ן מאופיין בסיכון עסקי ניכר הנובע מחשיפה גבוהה לרמת הביקושים ולאווירה הכלכלית בתקופת ההקמה; הצלחה מוכחת בפעילות בחו"ל, מרכז הכובד של ההשקעות בשנים האחרונות, הבאה לידי ביטוי ברמת רווחיות גבוהה וביכולת מימוש נכסים או פרויקטים בהתבסס על בסיס כדאיות כלכלית; בולטת לטובה במיוחד רמת הרווחיות בחלק מהפרויקטים בארה"ב; חשיפה גבוהה במיוחד לשינויים חדים באווירה הכלכלית בארה"ב, המהווה את יעד ההשקעות העיקרי בשנים הקרובות; שינוי בדפוסי העבודה עם שותף מקומי בארה"ב, שהחברה הסתמכה על היכולות האסטרטגיות והתפעוליות שלו, יתכן ותאט איתור פרויקטים חדשים בארה"ב. מידרוג מעריכה כי הקמת מנגנון ניהול עצמאי עשויה לצמצם סיכון זה; חשיפה הולכת וגדלה לשוק הרוסי המאופיין ברמת סיכון גבוהה. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי הניסיון בשוק זה, בשילוב עם הניסיון העסקי ברוסיה של בעל השליטה, מפחיתים את אי הוודאות בפעילות שם; ניסיון רב ומובילות שיוקית בפעילות הנדל"ן למגורים בישראל; בעל מניות אסטרטגי, ובעל תרומה ניכרת לפיתוח העסקי של הפעילות ולגמישותה הפיננסית של החברה; גידול עקבי בהכנסות וברווח בשנים האחרונות, בעיקר תרומה של פעילות הנדל"ן למגורים בחו"ל. להערכת מידרוג, תרומה זו תנודתית באופייה, ונתונה להשפעות של סוגי הפרויקטים, עיתוי ההשקעה ושינויים קיצוניים בביקושים; תזרימי מזומנים יציבים מנכסים מניבים, המאופיינים במיצוב גבוה ובתפוסה גבוהה. עם זאת, קיימת תלות גבוהה בקניין רמת אביב, התורם תרומה מרכזית להכנסות ולרווח של מגזר הנדל"ן המניב; איתנות פיננסית טובה יחסית לחברות מסוגה. להערכת מידרוג, לחברה עודף שווי גלום בנכסים המאזניים; נגישות טובה לשוק ההון ונכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי תורמים לגמישות פיננסית גבוהה.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

אסטרטגיית הפעילות בתחום ייזום הנדל"ן מאופיינת בתנודתיות ובסיכון גבוה יחסית. עם זאת, פעילות החברה בתחום מאופיינת בפיזור גיאוגרפי ופיזור שימושים

תחום הייזום ברמת סיכון גבוה יחסית הנובעת מהקדמת השקעות לקבלת הכנסות ותזרימים, לרבות לחשיפה לשינויים בתנאי השוק וברמות הביקושים. בפרט, החברה חשופה לשינויים בתנאי שוק המגורים בניו יורק שאופיין בביקושים ומחירים גבוהים מאוד בשנתיים האחרונות ובשנת 2006 סובל מירידה בביקושים. במיאמי החברה מתמודדת עם תחרות גבוהה ועודף היצע שצפויים להימשך גם בשנים הקרובות. יש לציין עם זאת כי החברה הוכיחה יכולת שיווק ומכירה טובות עם שיעורי מכירות מוקדמות גבוהים יחסית. כמו כן לחברה פיזור גבוה של הפעילות באופן המצמצם את חשיפתה לשינויים כלכליים באזורים מסוימים. פעילות החברה בתחום ייזום הנדל"ן מאופיינת בתנודתיות גבוהה ברווח וברווחיות, הנובעת מאסטרטגית השקעות דינמית, המתמקדת בניצול חלוניות הזדמנות. כתוצאה מכך, מרכיב ההכנסות והתזרימים ברי ההשבה בפעילות החברה (Recurring Earnings) אינו גבוה יחסית. כך, בשנים 2006 ו-2007 החברה עומדת לסיים מספר פרויקטים גדולים ורווחיים בניו יורק, באופן שלאחר ההכרה ברווחים בגינם עשויה לחול ירידה משמעותית בהכנסות וברווחים, זאת עד להבשלת פרויקטים חדשים, בעיקר במיאמי וברוסיה.

גידול ניכר בהשקעות ברוסיה בשנים הקרובות יגדיל את החשיפה של החברה לכלכלת המדינה

כאמור לעיל, השקעות החברה ברוסיה גדלו באופן משמעותי בשנה החולפת והן צפויות להוסיף ולגדול גם בשנים הקרובות. תוך שלוש שנים עשויה רוסיה להוות את מוקד ההשקעה העיקרי בחברה, לפחות לתקופה מסוימת ועד להבשלת השקעות חדשות. כלכלת רוסיה אופיינה בשנים האחרונות בצמיחה גבוהה, בעיקר הודות לעלייה עולמית במחירי הנפט. התפתחויות חמורות שיובילו לירידה חדה במחיר הנפט עשויות לפגוע בכלכלת רוסיה. מעבר לכך, המשק הרוסי מאופיין באתגרים משמעותיים בתחום הכלכלי, המבני והחוקי - בין השאר בכל הקשור לרמת ההגנה על זכויות הקניין.

חשיפה לענף הנכסים המניבים בישראל

לחברה ריכוז גבוה של נכסים מניבים בישראל. פעילות זו חשופה להרעה במצב הכלכלי בישראל, אשר משפיע על רמת הביקושים לשטחי השכרה ועל היקפי הפעילות בקניונים. בפרט יש לציין את התרומה הניכרת של קניון רמת אביב להכנסות ולרווח מנכסים מניבים.

מדיניות פיננסית אגרסיבית

החברה פועלת בתחום הפיננסי של עסקאות בנגזרים שלא למטרות גידור, במידה המגבילה את הפסדיה בתחום לסך של עד 40 מיליון דולר. להערכת מידרוג, תחום פעילות זה הינו מסוכן מאוד ואינו סינרגטי לפעילות החברה.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה באיתנות הפיננסית כתוצאה מעלייה בהיקף החוב הפיננסי, במידה שתחרוג מיחסי האיתנות ההולמים את רמת הדירוג, ובפרט, עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו ביחס ל-CAP מעל לשיעור של 63%. לצורך חישוב היחס מתחשבת מידרוג בשווי הכלכלי של הנכסים אשר בא באופן חלקי לידי ביטוי חשבונאי⁶.
- התפתחויות שליליות בתנאים הכלכליים ובסביבה העסקית באזורים ובמדינות בהן פועלת החברה, באופן שיש בו להשפיע במידה משמעותית על רמת הסיכון של הפעילות.
- שינוי משמעותי בתמהיל שווקי הפעילות של החברה באופן שישפיע לרעה על רמת הסיכון העסקי.

אודות המנפיק

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ ("אפריקה ישראל" או "החברה") הינה חברת השקעות המתמקדת, ישירות ובאמצעות חברות בנות, בתחום ייזום נדל"ן למגורים ונדל"ן מניב בישראל ובחו"ל. בשנים האחרונות הרחיבה אפריקה ישראל, ישירות ובאמצעות חברות בנות, את פעילותה בחו"ל והיא מוסיפה ומגבירה את פעילותה הבינלאומית באמצעות השקעות בשווקים קיימים וכניסה לשווקים חדשים. הפעילות הבינלאומית כוללת ייזום ובנייה של נדל"ן למגורים, נדל"ן מניב וקניונים. מוקדי ההשקעה של החברה הם ארה"ב, רוסיה וצ'כיה. החברה פועלת במוסקבה החל מסוף שנות ה-90 ועד כה השלימה שם מספר פרויקטים בתחום הנדל"ן המניב והנדל"ן למגורים. החברה פועלת להרחבת הפעילות בעיר, והיא מצויה כיום בתהליכי תכנון והקמה של שני קניונים גדולים במרכז מוסקבה: קניון בלרוס וקניון מוסקו סיטי וכן בהקמה של בנייני משרדים ומגורים. בשנה האחרונה נכנסה החברה לפעילות במדינות נוספות על ידי רכישת קרקעות להקמת פרויקטים מניבים בבולגריה וברומניה. אפריקה ישראל נוסדה בשנת 1934 על ידי קבוצת משקיעים מדרום אפריקה. לאחר הקמת המדינה ובמשך השנים הרחיבה את פעילותה והייתה אחת החברות הראשונות שמניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בתחילת שנות ה-70 הפכה לחברה בת של בנק לאומי. בראשית שנת 1997 רכש מר לב לבייב את השליטה בחברה, וכיום, לאחר רכישת אחזקות החברה בנק לאומי, הוא מחזיקה 76.2% מהון המניות ומזכויות ההצבעה ומכהן כיושב ראש החברה. בשנים האחרונות הרחיבה החברה את השקעותיה לתחומים שמחוץ לפעילותה המסורתית, עם הרכישה של הזיכיון למותגי האופנה גוטקס וזארה (באמצעות "גוטקס מודלס" ו-"קריסטינה"), ההשקעה ב-ווש טלקנל בע"מ (46.2%) המחזיקה בזיכיון להפעלת הערוץ הרוסי בישראל וההשקעה ב- תדיראן טלקום בע"מ (20.5%).

⁶ היחס ייבחן מחדש עם המעבר לדיווח על פי תקני IFRS.

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 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.

דוח מספר : CRA010706000M
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"). 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.