

המלצה חמה: האג"חים של אפריקה בתשואות של 25%-27%, "נוצרה הזדמנות השקעה, בסיכון גבוה כמובן"

האנליסט מאיר סלייטר שכתב את ההמלצה בשיתוף אילן צורי מ'תבור', רמת התמחור הנוכחית של אג"ח החברה מהווה הזדמנות - שימו לב לאג"ח המועדפות

גיא בן סימון | 10/11/2015



במחלקת המחקר של בנק ירושלים ברוקראז' השיקו היום סיקור ראשוני לסדרות האג"ח של אפריקה שנסחרות כיום עמוק בתשואת זבל של 25%-27%. האנליסט מאיר סלייטר שכתב את ההמלצה בשיתוף אילן צורי מ'תבור' כותב כך: "אפריקה ישראל נמצאת על פרשת דרכים עוד מאז הסדר החוב הקודם, אך ההתדרדרות בכלכלה הרוסית החמירה את המצב. יחד עם זאת, תשואה של 25%-27% באג"חים אינן משקפות את מצב החברה, ויוצרות הזדמנות להשקעה, בסיכון גבוה כמובן".

כתבות נוספות בנושא:

← ת"א 35 יורד ב-0.1%; טבע יורדת ב-4%, פתאל מזנקת ב-7%
← האם ניס החברה הגדולה בבורסה תישאר עצמאית או שהיא בדרך לאקזיט?

{אפריקה אגח כו}

{אפריקה אגח כז}

{אפריקה אגח כח}

לאפריקה ישראל יש כיום 3 סדרות אג"ח כאשר סדרות כו' וכז' מובטחות בשעבוד על כ-51% מהון המניות של אפריקה נכסים ובשעבוד על כ-24% מהון המניות של חברת אפי פיתוח. סדרה כח' מובטחת בשעבוד על כ-33% מהון המניות של אפי פיתוח. בירושלים ברוקראז' כותבים כי "ישנה עדיפות לסדרות כו' וכז' על פני סדרה כח', בין היתר לאור העובדה שהן מתחילות לשלם כבר בעוד חצי שנה. מחיר היעד של כו נקבע על 17.4%, מחיר היעד של כ"ז על 17% ומחיר היעד של כ"ח על 19.2%.

כזכור, תקופה לא פשוטה עברה על אפריקה ישראל בצל הידרדרות הכלכלה הרוסית עם ירידת מחירי הנפט. אם לא די בכך, יש להוסיף את פרשת אי-הסדרים בדו"חות הכספיים של אפריקה תעשיות - מה שאילץ את החברה לבצע הצגה מחדש של הדו"חות.

משנת 2010 חלה ירידה מהותית בהיקף החוב של החברה כאשר היא הצליחה לשמור על רמות מינוף יציבות תוך עמידה במלוא ההתניות הפיננסיות, אך עדיין בפניה עומס פרעונות כבד, החל ממאי הקרוב ובשנים הקרובות. בירושלים ברוקראז' מעריכים כי החברה תוכל לשרת את החוב ולעמות בהתחייבויותיה עד סוף 2017, וזאת במידה והחבר תצליח את לוחות הזמנים תוך כדי מימוש נכסים. מנגד, מכאן והלאה הלחץ ליצירת תזרים פנוי מרוסיה או לעלייה בשווי נכסי החברה הבת אפי פתוח - עולה משמעותית, כתבו תבור וסלייטר.

"ביצענו מודל Recovery על פי מספר תרחישים, בהם: שווי השוק הנוכחיים, שווי גבוה יותר של אפריקה נכסים (שכן שוויה הנוכחי של אפריקה נכסים מושפע לרעה ממצב הקבוצה), ותרחיש מימוש מהיר. בכל אחד מהתרחישים שווי השוק הנוכחי של אגרות החוב נמוך משמעותית מהשווי הכלכלי המתואם", קובע סלייטר.

לדבריו מחירי האג"ח בשוק מגלמים בפועל שווי אפס לפעילות ברוסיה תחת אפי פיתוח. "מנקודת מבטנו, אלו הנחות מחמירות מידי. יחד עם זאת, יש לקחת בחשבון אפשרות של כניסה להסדר חוב נוסף בעתיד".

לפי הסיקור שהשיק ירושלים ברוקראז' ללקוחות, שתי ההשפעות המרכזיות על שוויה של אפריקה, הן ההתאוששות ברוסיה (מחירי הנפט והרובל המהווים אינדיקטורים מרכזיים להתאוששות החברה), והעלייה בשווי השוק של אפריקה נכסים - הנחשב לנכס המהותי ביותר כיום בפרוטפוליו. יחד עם זאת, סלייטר כותב כי ההתמודדות בשנתיים הקרובות היא בעיקרה תזרימית ותלויה במימושי נכסים. לכן, האתגר העומד בפני אפריקה בטווח הזמן הקצר-בינוני הינו מימוש נכסים על מנת לשרת את החוב.

"בעל השליטה בחברה, לב לבייב, עמד מאחוריה באופן מרשים בהסדר החוב הקודם. ההיסטוריה אינה מבטיחה דבר לגבי העתיד, אך פעילות החברה, בייחוד ברוסיה, מהווה עבור לבייב מעין פרויקט אישי ואנו מעריכים שבמידת הצורך, בסבירות גבוהה, הוא עשוי לתמוך שוב ביציבותה של החברה", כתבו תבור וסלייטר.

"לסיכום, מנקודת מבטנו, התמחור הנוכחי מהווה נקודת כניסה טובה לאגרות החוב של אפריקה ישראל. אומנם פער מסוים מהשווי הכלכלי המותאם, כלומר מיחס ה-Recovery הפשוט, הוא מוצדק - עקב הסיכון לאי הצלחה של מימוש הנכסים, שייצרו בעיות תזרים ואולי אף כניסה להסדר חוב נוסף - אך רמת תמחור הרחוקה ב-36%-47% משיעור הכיסוי (על פי שווי השוק הנוכחיים) היא גבוהה ומשקפת הזדמנות לכניסה לאג"ח".