

אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

Aa 3	דירוג Issuer ואג"ח סדרה ג'
------	-----------------------------------

ביום 4.8.2005 גייסה אלוני חץ (להלן "אלוני חץ" או "החברה") בדרך של הקצאת 500 מיליון ₪ ערך נקוב אגרות חוב, בהצעה פרטית בתמורה כוללת של כ-556.5 מיליון ₪ אשר מתוכם כ-49.7 מיליון ₪ התקבלו מחברת הבת. גיוס אגרות החוב נעשה באופן של הגדלת סדרת אגרות חוב קיימות של החברה (סדרה ג'), הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב ואשר הונפקו לציבור על פי תשקיף מיום 29.10.2001. האג"ח עומדות לפירעון ב-8 תשלומים שווים בין השנים 2006-2013. הנפקת החוב נעשתה לאחר שאלוני חץ הודיעה על רכישת 100% ממניות אמות השקעות (להלן "אמות") תמורת סך של 955.96 מיליון ₪ ואשר בעקבותיה הוכנסה אלוני חץ לרשימת מעקב לצורך בחינת השלכת הרכישה על הדירוג הנוכחי (Aa3).

מידרוג בחנה את השלכות רכישת אמות וגיוס החוב המתואר לעיל על מצבה העסקי והפיננסי של החברה ועל יכולת הפירעון הכוללת של כלל חובותיה. לאחר בחינה זו מאשרת מידרוג מתן דירוג של Aa3 ליכולת הפרעון הכוללת ולאג"ח סדרה ג' שבמחזור.

אביטל איגנר
 אנליסטית

a.ignier@midroog.co.il

אביטל בר דיין
 ראש תחום תאגידיים
 ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

אמות עוסקות במישרין ובעקיפין, באמצעות חברות בשליטתה בייזום, פיתוח, השכרה, אחזקה ומכירה של נכסים מניבים בישראל ובחו"ל. בבעלות אמות, במישרין ובעקיפין, נכסי נדל"ן הכוללים תחנות אוטובוס מרכזיות, מרכזים מסחריים, מרכולים, מבני תעשייה ומשרדים. לאמות זכויות בכ-90 נכסי מקרקעין בישראל, בשטח בנוי כולל של כ-280 אלף מ"ר, המשכרים לכ-600 שוכרים. חלק מהנכסים מוחזקים באמצעות חברת בת אילות השקעות בנכסים בע"מ (להלן "אילות"). החל משנת 2002 מחזיקה אמות ב-50% מבניין משרדים במונטריאול קנדה. כמו כן, החברה רכשה לאחרונה זכויות בארבעה נכסים בגרמניה בשטח כולל של כ-42 אלף מ"ר ושני נכסים בקנדה בשטח כולל של 62 אלף מ"ר שה"כ כ-104 אלף מ"ר (חלק החברה שה"כ).

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

ניתוח השפעת רכישת אמות על אלוני חץ

רכישת אמות יוצקת מחדש תוכן לפעילות אלוני חץ לאחר שמימשה ברווח הון גבוה תיק נכסים באנגליה

ערב רכישת אמות (לאחר מכירת הנכסים באנגליה) המשקל העיקרי של פעילות החברה היה בהחזקה של מניות החברות Equity One (להלן EQY) ו-First Capital Realty (להלן FCR) אשר הינן חברות נדל"ן מניב אשר פועלות בארה"ב ובקנדה ומחזיקות במרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים. EQY מדורגת בדירוג בינלאומי של Baa3 על ידי Moody's ואילו FCR מדורגת בקנדה על ידי חברת דירוג מקומית בדירוג BBB Low (אשר מקביל לדירוג של Baa3 של Moody's). משקל החזקת הנדל"ן מניב בישראל היה קטן יחסית והתבטא בהחזקה בחברות עוגן נדל"ן וקניון חוצות אלונים. לאחר רכישת אמות, פעילות הנדל"ן המניב בישראל גדלה באופן משמעותי כך שהיא מהווה כמחצית מפעילות אלוני חץ. מידרוג מעריכה כי באמצעות הרכישה מבססת החברה את פעילותה על תיק נכסים מפוזר ומגוון בישראל.

בחינת דוח הסולו של אלוני חץ לאחר רכישת אמות כחברה מוחזקת ולא מאוחדת מצביעה על ירידה ביחסי האיתנות הפיננסית. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי היחסים המתקבלים תומכים בדירוג הנוכחי של אלוני חץ.

סך החוב הפיננסי ברוטו לפני הרכישה נכון לנתוני ה-30.6.2005 עמד על כ-908 מיליון ₪ ולאחר הרכישה תוך גיוס חוב בסך של כ-556 מיליון ₪ יעמוד החוב על כ-1.4 מיליארד ₪. סך החוב נטו אשר עמד נכון ל-30.6.2005 לפני רכישת אמות על סכום נמוך מאוד כ-274 מיליון ₪, יעלה לאחר הרכישה על כ-1.13 מיליארד ₪. יחס החוב הפיננסי ברוטו למאזן עמד על כ-53% לפני הרכישה וצפוי לעלות לכ-63% לאחר הרכישה. יחס ההון העצמי לסך מאזן אשר עמד לפני הרכישה על שיעור גבוה של כ-41% צפוי לרדת לרמה של כ-31% לאחר הרכישה. בחינת יחסי החוב נטו למאזן מצביעה על עלייה משמעותית מכ-16% לפני הרכישה לכ-50% לאחר הרכישה שכן יתרות המזומן של החברה ירדו באופן משמעותי מאחר ורובן שימשו לרכישת אמות.

יחס החוב הפיננסי ברוטו לשווי שוק מותאם מובחנת ירידה מתונה יחסית מ-62% ל-58% שכן, רכישת אמות התבצעה ביחס חוב ברוטו לעלות רכישה נמוך מיחס החוב לשווי שוק נכסים אשר נגזר מנתוני אלוני חץ ערב רכישת אמות. מידרוג מציינת כי החוב של אלוני חץ ואמות עומד על כ-2 מיליארד ש"ח.

אלוני חץ סולו מותאם*

אלפי ₪	30.6.2005 נתונים מקוריים	30.6.2005 נתוני פרופורמה לאחר רכישת אמות
חוב פיננסי ברוטו	908,133	1,419,021
חוב פיננסי נטו ניכוי מזומנים	274,821	1,132,266
שווי שוק השקעות סחירות	1,475,670	1,475,670
שווי מאזני השקעות לא סחירות	0	955,956
סה"כ שווי השקעות מותאם	1,475,670	2,431,626
יחסי איתנות		
חוב פיננסי ברוטו למאזן	53%	63%
הון עצמי למאזן	41%	31%
חוב פיננסי נטו למאזן	16%	50%
חוב פיננסי ל-cap	56%	67%
חוב פיננסי נטו לעלות בספרים השקעות	28%	58%
חוב פיננסי ברוטו לשווי שוק מותאם	62%	58%
חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם	19%	47%

*אלוני חץ מאוחד המחזיקה את אמות כהשקעה בחברה מוחזקת ולא מאוחדת

יחסי כיסוי חוב טוב על בסיס התזרים התפעולי

מידרוג בוחנת את יכולת כיסוי החוב ע"י התזרים המתקבל מאמות (בתוספת חלקה היחסי בתזרים מאילות) והתזרים של אלוני חץ. תזרימים אלו עתידים לשרת חוב בסך של כ- 2 מיליארד ש"ח אשר כולל חוב מקורי אלוני חץ (908 מליון ש"ח) חוב מקורי אמות (ללא איילות – 570 מליון ש"ח) וחוב אשר גויס לצורך מימון חלק מהרכישה (556 מליון ש"ח). עפ"י התזרים התפעולי עומד יחס כיסוי זה על 12.5.

יחד עם זאת בשנים הקרובות צפוי מידי שנה פירעון קרן בסכומים מהותיים הן באלוני חץ והן באמות. הנהלת החברות מתכוונת להגדיר מחדש את לוח הסילוקין תוך מיחזור חלק מהחוב. מידרוג מעריכה כי איכות הנכסים שבבעלות החברה, עודף שווי בחלק מהנכסים ואחזקה בנכסים חופשיים מכל שיעבוד יסייעו בידי החברה בעת ביצוע פריסה מחודשת של לוח הסילוקין.

אתגר ניהולי – פורטפוליו נכסים בישראל

החברה עתידה להתמודד עם אתגרים ניהוליים מהותיים אשר נובעים מהגידול המהותי בהיקף הנכסים ועם צורך לארגן מחדש את המבנה הארגוני והתפעולי של החברה והחברות המוחזקות, ארגון מחדש של לוח הפירעון לחובות של אלוני חץ ואמות וארגון החוב של איילות למשקיעים מוסדיים ולאמות עצמה. מידרוג מעריכה כי גורמים אלו מציבים אתגרים ניהוליים מהותיים להנהלת החברה.

אמות השקעות בע"מ – מאפייני פעילות

עיקר עיסוקה של אמות, במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות, הינו בהשכרה של נכסי מקרקעין מניבים. אמות עוסקת גם באיתור ורכישה של נכסי מקרקעין בארץ ובחו"ל, בהשבחה של נכסי מקרקעין קיימים, בטיפול בנכסים, לרבות איתור שוכרים ובהתאמת הנכסים לשוכרים. אמות פועלת במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות, שהעיקרית הינה חברת הבת אילות וחברות הבת שלה.

נכון ל-31.3.2005 מחזיקה אמות במאוחד כ-90 נכסים מניבים בישראל, בשטח של כ-294 אלף מ"ר. ב-13 מן הנכסים הנ"ל, בשטח של כ-104 אלף מ"ר מחזיקה אמות באמצעות חברת הבת אילות. שיעורי התפוסה בנכסי אמות (ללא אילות) עמדו על כ-90% בשנת 2004 ושיעורי התפוסה בנכסי אילות עמדו נכון בשנת 2004 על כ-90%.

אמות עוסקת גם בהשקעה בנכסי מקרקעין בחו"ל - בקנדה ובגרמניה. החל משנת 2002 מחזיקה אמות 50% מבניין משרדים במונטריאול קנדה, בשטח כולל של כ-54 אלף מ"ר, המושכר לשוכר אחד לתקופה של כ-20 שנה. ההכנסות מנכס זה עומדות על כ-35 מ' נה לשנה. בשני הרבעונים הראשונים של שנת 2005, רכשה אמות מספר נכסים מניבים נוספים בקנדה ובגרמניה, בשטח של 104 אלף מ"ר (חלק החברה סה"כ). בנוסף, היו לאמות נכסים באנגליה ובארה"ב אשר נמכרו בספטמבר 2004, תוך רישום רווח הון של כ-51 מיליון ₪.

פיזור גיאוגרפי נמוך יחסית של נכסי אמות, מרבית ההכנסות מקורן בנכסים הממוקמים באזור המרכז

מרבית נכסי אמות ואילות ממוקמים באזור המרכז, כ-60% מסך השטח וכ-52% מסך ההכנסות. כ-26% מהכנסות אמות בשנת 2004 מקורן בנכסים בחו"ל (אנגליה, ארה"ב וקנדה) אשר הנכסים באנגליה וארה"ב נמכרו בספטמבר 2004). אחוז נמוך מסך הנכסים ממוקמים באזורים צפון, דרום וירושלים. מידרוג מעריכה כי הפיזור הגיאוגרפי של הנכסים הינו נמוך יחסית אך צפוי שיפור בתחום זה לאחר השלמת רכישת הנכסים הנוספים בקנדה ובגרמניה ועל אף מכירת הנכסים באנגליה בארה"ב.

התפלגות גיאוגרפית של נכסי אמות כולל אילות

אזור	הכנסות 2004 במיליוני ₪	שיעור מסך הכנסות	שטח (אלפי מ"ר)	שיעור מסך השטח
מרכז	119	52%	212	60%
צפון	17	7%	35	10%
דרום	9	4%	13	4%
ירושלים	22	10%	34	10%
חו"ל*	60	26%	58	16%
סה"כ	227	100%	352	100%

* לפני מכירת נכסים באנגליה

פיזור שימושים גבוה יחסית בנכסי אמות

הכנסות מהכנסת נכסי אמות מתפלגים בין משרדים (29%), מסחר (29%), פארקים תעשייתיים (11%) ותחנות מרכזיות (5%). שטחי המסחר של אמות מתפלגים בין קניונים ומסחר לבין סופרמרקטים. בידי אמות כ-34 סופרמרקטים, המושכרים בעיקר לרשת הריבוע הכחול ולקו אופ צפון. הנכסים בחו"ל, אשר תרמו להכנסות אמות כ-26%, היו שטחי משרדים.

התפלגות הכנסות ושטח לפי שימושים

שימוש	הכנסות 2004 במיליוני ₪	שיעור מסך הכנסות	שטח (אלפי מ"ר)	שיעור מסך השטח
משרדים	66	29%	102	29%
סה"כ מסחרי בישראל	65	29%	70	20%
מזה, קניונים ומסחר	41	18%	35	10%
מזה, סופרמרקטים	24	11%	35	10%
פארקים תעשייתיים	24	11%	103	29%
תחנות מרכזיות	12	5%	19	5%
חו"ל	60	26%	58	16%
סה"כ	227	100%	352	100%

פיזור שוכרים גבוה יחסית – שני שוכרים אשר תורמים כ-13.2% מהכנסות אמות

פיזור השוכרים בנכסי אמות הינו גבוה יחסית. לאמות שני שוכרים מהותיים, אשר הכנסותיהם תורמות מעל ל-5% מהכנסות אמות משכירות, ובסך הכל מהוות הכנסותיהם כ-13.2% מסך הכנסות אמות משכירות. שני השוכרים הינם רשת הריבוע הכחול ואגד, אשר להערכת מידרוג הינם שוכרים יציבים.

שוכרים מהותיים

שם שוכר	שטח	הכנסות בשנת 2004 (אלפי ש"ח)	שיעור מסך הכנסות אמות
ריבוע כחול	24,352	16,954	7.5%
אגד	19,271	12,747	5.7%
סה"כ שוכרים מהותיים בישראל	43,623	29,701	13.2%

אמות מחזיקה בחברת הבת אילות אשר צברה הפסדים ונתקלה בקשיים לפירעון אגרות החוב

אילות השקעות בנכסים בע"מ הינה חברה בת של אמות אשר מחזיקה במניותיה בשיעור של 51% בהון ו-100% בשליטה יתר המניות מוחזקות על ידי קופות גמל. אילות מחזיקה ב-13 נכסים שונים באמצעות 9 החברות הבנות שלה, בשטח כולל של כ-104 אלף מ"ר (חלק אילות בלבד) אשר הניבו בשנת 2004 הכנסות של כ-65 מיליון ₪. בין השאר, אילות מחזיקה בזכויות בשני קניונים (ברחובות ובכפר סבא), בזכויות בפארקים תעשייתיים בנתניה ורחובות וכן בבנייני משרדים בתל אביב, ירושלים, הרצליה, פתח תקווה וחיפה.

רכישות הנכסים של אילות מומנו באופן מלא באמצעות הנפקה פרטית של אגרות חוב אשר יתרת החוב בגינה מסתכם נכון ליום 31.3.2005 על כ-975 מיליון ₪. שיעור האחזקות בכל אגרת חוב משתנה (אך דומה) והנכסים נרכשו באמצעות חברות ייעודיות נפרדות לכל נכס או מספר נכסים. לכל ההלוואות נקבע לוח סילוקין והן נושאות הפרשי הצמדה וריבית צמודה למדד בשיעור של 6.5%. בכל החברות המאוחדות של אילות התעוררו קשיים בפרעון אגרות חוב שהונפקו על ידן בעיקר בשל ההאטה בענף הנדל"ן המניב בשנים האחרונות, שהתבטאה בירידה בשיעורי התפוסה וכן בירידה בשכר הדירה. כל אגרת חוב מממנת נכס ספציפי ואותו נכס משועבד למחזיקי אגרות החוב. על אף כי אמות מחזיקה באילות ב-51% והיא מאחדת אותה בדוחותיה. אמות אינה ערבה לחובותיה של אילות, אם ובנות. בשנת 2004 חברות מאוחדות של אילות לא פרעו תשלומים שוטפים של אגרות חוב אשר היו בדחייה של 12 חודשים. על פי תנאי אגרות החוב, אי פירעון זה עלול להוות עילה לפירעון מוקדם ו/או מימוש השיעבוד לגבי כל יתרת ההלוואות. למועד כתיבת הדוח לא קיימת דרישה כזו מן המלוות.

יתרת החוב של אמות, בגין השקעתה בנכסי אמות עומד על סכום של כ-215 מ' ש"ח (מתוכו לזמן ארוך כ-201 מ' ש"ח ולזמן קצר כ-14 מ' ש"ח) נכון ל-30.6.2005. בפועל, אילות מזרימה לאמות הכנסות משני מקורות – חלקה של אילות בהוצאות שיווק והנהלה וכלליות של אמות, המסתכם בכ-3.2 מ' ש"ח לשנה (אמות מופקדת על ניהול הנכסים כנגד החזר הוצאות), וחלקה בהחזר המימון (קרן וריבית) כמלווה. הנהלת אילות ובעלי אגרות החוב מנהלים דיונים לפתרון הבעיה באמצעים שונים.

לאמות נכסים בקנדה ובגרמניה. בעבר היו לחברה השקעות גם באנגליה ובארה"ב

בשנת 2002 נכנסה אמות לשותפות אשר השקיעה בפרויקט ייזום מבנה משרדים במונטריאול בקנדה. הנכס החל להניב בשנת 2003. אמות מחזיקה בשותפות זו 50%. חלקה של אמות בשטח מבנה המשרדים עומד על כ-27 אלף מ"ר ועלותו לחברה עמדה על כ-58 מ' דולר קנדי (כ-220 מ' ש"ח). הנכס מומן באמצעות הלוואת non recourse בסכום של כ-39 מ' דולר קנדי (חלק אמות). הנכס מושכר במלואו בחוזה ל-20 שנה. הנכס מניב הכנסות של כ-35 מ' ש"ח לשנה.

בשני הרבעונים הראשונים של שנת 2005. אמות רכשה 32.5% מ-4 נכסים בגרמניה. השטח הכולל של הנכסים עומד על כ-130 אלף מ"ר, ועלותם הכוללת היא כ-93.7 מיליון יורו (כולל עלויות שיפוץ בסך של כ-18 מ' יורו) אשר מומנו באמצעות הלוואות non recourse בסכום של כ-88.6 מ' יורו והון עצמי בסך של כ-5.1 מ' יורו ומניבים הכנסות של כ-9.8 מ' יורו לשנה. חלק אמות בהשקעה הסתכם בכ-2.3 מיליון יורו. בנוסף, רכשה אמות 100% משני נכסים בקנדה, מרכז לוגיסטיים בשטח של כ-62 אלף מ"ר, בעלות של כ-46 מיליון דולר קנדי אשר מומן באמצעות הלוואת non recourse בסכום של כ-38 מ' דולר קנדי ובהשקעת הון עצמי של כ-8 מיליון דולר קנדי המניבים הכנסות של כ-4.2 מיליון דולר קנדי לשנה. סך ההשקעה של אמות ממקורות עצמיים ברכישות אלו הסתכמה בכ-42 מיליון ש"ח.

ניתוח פיננסי – אמות השקעות

הניתוח הפיננסי מתייחס לנתוני אמות החברה סולו ואינם כוללים את אילות.

ירידה מתונה בהכנסות משכירות בשנים האחרונות כתוצאה מירידה בהכנסות משכר דירה ומכירת נכסים באנגליה בסוף שנת 2004

הכנסות אמות מתפלגות בין הכנסות מדמי שכירות והכנסות מדמי ניהול, כשמרביתן (מעל 90%) מדמי שכירות. ההכנסות משכירות ירדו בכ-2 מ' ש, מכ-119 מ' ש בשנת 2003 לכ-117 מ' ש בשנת 2004. בספטמבר 2004 מימשה אמות נכסים באנגליה ועל כן נתוני הרבעון הראשון של שנת 2005 מצביעים על ירידה חדה בהכנסות משכר דירה שכן הנכסים באנגליה תרמו הכנסות שנתיות של כ-16.3 מ' ש. לאחר הרבעון הראשון של שנת 2005, רכשה אמות נכסים בקנדה ובגרמניה ועל כן צפוי גידול בהכנסות מדמי שכירות בגילום שנתי בשנת 2005. בהכנסות אמות סולו לא נכללות הכנסות אמות מבניין המשרדים במונטריאול אשר מוחזק על ידי חברת בת ותורם הכנסות במאוחד של כ-35 מיליון ש לשנה וכן לא נכללות הכנסות מנכסים בארה"ב שתרמו ב-2004 כ-16.8 מ' ש.

נתונים פיננסיים עיקריים של אמות סולו (ללא אילות ובניין המשרדים במונטריאול ואזרכת)

2003	2004	H1-2005	אלפי ש
			נתונים מדוח רווח והפסד
122,107	119,901	53,588	הכנסות
34,271	52,055	16,812	עלות ההכנסות
87,836	67,846	36,776	רווח גולמי
72%	57%	69%	שיעור רווח גולמי
7,912	7,770	10,327	הוצאות שיווק הנהלה וכלליות
79,924	60,076	26,449	רווח מפעולות
65%	50%	49%	שיעור רווח מפעולות
24,419	31,928	9,376	הוצאות מימון נטו
-58,027	39,446	807	הכנסות (הוצאות) אחרות
-2,522	67,594	17,880	רווח (הפסד) לפני מיסים על ההכנסה
15,807	25,099	6,011	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
-24,827	6,872	387	חלק חברה ברווחי (הפסדי) חברות מוחזקות, נטו
-43,156	49,367	12,256	רווח (הפסד) לפני השפעה מצטברת
0	-8,582	0	השפעה מצטברת לתחילת שנה של יישום תקן חשבונאות חדש
-43,156	40,785	12,256	רווח נקי (הפסד)
31.12.2003	31.12.2004	30.6.2005	נתונים מן המאזן
			נכסים
5,122	41,194	29,273	מזומנים ושווי מזומנים
102,779	108,457	131,742	חברות מוחזקות
1,232,781	984,796	1,142,730	רכוש קבוע
1,401,206	1,193,563	1,359,966	סך נכסים
			התחייבויות
121,221	100,126	124,367	אשראי מתאגידים בנקאיים, ומבעלי עניין
474,723	295,664	392,542	הלוואות מתאגידים בנקאיים ומבעלי עניין
57,080	54,696	54,141	אגרות חוב שהונפקו לבעלי עניין ולאחרים
647,110	687,423	699,830	הון עצמי
1,401,206	1,193,503	1,359,966	סך התחייבויות והון עצמי

שיעור הרווח הגולמי ירד מכ-72% (כ-88 מ' ש) בשנת 2003 לכ-57% (כ-68 מ' ש) בשנת 2004. הירידה בשיעור הרווח הגולמי נובעת בעיקר מהגידול בהוצאות הפחת בסך של כ-18 מיליון ש"ח בגין הפחתת חד פעמית התאמות שנעשו לצרכיהם של שוכרים קודמים ואשר הוסרו בעת כניסתם של שוכרים חדשים. נתוני המחצית הראשונה של שנת 2005 מצביעים על עליה ברמת הרווחיות לכ-69%. הירידה בשיעור הרווח הגולמי ב-2004 הביאה לירידה גם בשיעור הרווח התפעולי. הוצאות ההנהלה והכלליות של אמות נותרו ברמה זהה בין שנת 2003 ל-2004 אך חלו שינויים בסעיפי ההוצאות. עלות השכר עלתה בכ-5 מיליון ש"ח בעיקר כתוצאה מהחלפת הנהלה החברה כולה, אך קוזה בביטול של חובות מסופקים בסכום דומה. במחצית הראשונה של שנת 2005 קיימת עליה נוספת בהוצאות ההנהלה והכלליות אשר נובעת מהוצאות חד פעמיות בגין מכירת החברה בסך 6 מיליון ש"ח (מענק מכירה והפרשה נוספת בגין הסכמי פרישה שנחתמו עם כל עובדי החברה).

הוצאות המימון של אמות גדלו באופן משמעותי מכ-24 מיליון ש"ח בשנת 2003 לכ-32 מיליון ש"ח בשנת 2004 על אף הירידה המשמעותית בשיעור החוב ברבעון האחרון של שנת 2004, וזאת, כתוצאה משינויים במדד המחירים לצרכן שכן מרבית התחייבויותיה של החברה הינן צמודות מדד. בשנת 2003 המדד ירד בכמעט 2% וב-2004 עלה ב-1%, כך שההפרש של 3% גרם לפער של כ-18 מיליון ש"ח בשנים אלו. הוצאות המימון למחצית הראשונה של שנת 2005 מצביעים על ירידה ביחס לשנת 2004 בעיקר בשל מכירת הנכסים באנגליה ופירעון החוב בגינם.

הרווח הנקי מושפע מסעיף הכנסות/הוצאות אחרות. בשנים 2002-2003 נרשמו הפחתות ערך נכסים ובשנת 2004 נרשם רווח הון ממימוש

סעיף מהותי בדוח רווח והפסד הינו הכנסות/הוצאות אחרות. בשנים 2002 ו-2003 רשמה אמות הפסד נקי בסך של 42 מיליון ש"ח ו-43 מיליון ש"ח בהתאמה. הפסדי אמות נבעו מהפרשה לירידה ערך נכסים על כלל נכסי אמות בסך של כ-80 מ' ש בשנת 2002 ו-60 מ' ש בשנת 2003. הפחתות אלו אינן כוללות את ההפחתה בגין נכסי אילות. סך ההפחתות בדוחות המאוחדים (כולל אילות) עמדו על כ-116 מ' ש בשנת 2002 ועל כ-93 מ' ש בשנת 2003. בשנת 2004 רשמה אמות רווח נקי בסכום של כ-41 מ' ש הכולל בעיקר רווח הון ממכירת רכוש קבוע (מכירת נכסים באנגליה ובארה"ב) וזאת לאחר הפחתה בגין שינוי תקני חשבונאות (תקן 19 - מיסים על הכנסה) בסך של- 8.6 מ' ש.

תנודתיות בסך המאזן ובסעיפי החוב כתוצאה מימוש נכסים באנגליה בשנת 2004 ורכישה של נכסים בקנדה במחצית הראשונה של שנת 2005

הסעיף המשמעותי ביותר בסך הנכסים הינו הרכוש הקבוע אשר ירד מכ-1.2 מיליארד ש"ח נכון ל-31.12.2003 לכ-0.98 מיליארד ש"ח נכון ל-31.12.2004 ועלה נכון ל-30.6.2005 לכ-1.14 מיליארד ש"ח. הירידה ברכוש הקבוע בשנת 2004 מקורה במכירת הנכסים באנגליה ועליה במחצית הראשונה של שנת 2005 נובעת מרכישת נכס בקנדה.

סעיף משמעותי נוסף בצד הנכסים הינו ההשקעה בחברות מוחזקות אשר עיקרו הינו רישום ההשקעה באג"ח אילות בסכום של כ-201 מ' ש (זמן ארוך בלבד, כ-14 מ' נוספים לזמן קצר) וחלק אמות בהפסדי אילות בסכום של כ-129 מ' ש. להלן פירוט סעיף ההשקעה בחברות מוחזקות נכון ל-30.6.2005 :

פירוט סעיף ההשקעה בחברות מוחזקות נכון ל-30.6.2005

זמן קצר	זמן ארוך	אילות
14,217	201,026	השקעה באג"ח
	-129,368	חלק בהפסדים
14,217	71,658	סה"כ אילות
788	60,085	מוחזקות אחרות
15,005	131,743	סה"כ חשבון השקעה

התזרים המתקבל מאילות להחזר האג"ח צפוי לעמוד על כ-10 מ' ₪ לשנה

כאמור, התזרים המתקבל מאילות להחזר האג"ח שבידי אמות אינו עומד בתנאי הפירעון של האג"ח. אך אמות מקבלת מאילות תזרים אשר צפוי להסתכם בכ-10 מ' ₪ לשנה בשנים הקרובות אשר מורכב הן מהחזר הוצאות והן מהחזר מימון כאמור לעיל.

יתרות המזומן של אמות עלו מכ-5 מ' ₪ נכון ל-31.12.2003 לכ-41 מ' ₪ נכון ל-31.12.2004 וירדו לכ-29 מ' ₪ נכון ל-30.6.2005. מידרוג מעריכה כי שמירה על יתרות מזומן משמעותיות תורמת לגמישות הפיננסית של אמות.

איתנות פיננסית ויחסי כיסוי של אמות סולו (ללא אילות ונכס במונטריאול)

אלפי ₪	30.6.2005	31.12.2004	31.12.2003
חוב ואיתנות פיננסית			
חוב פיננסי	571,050	450,486	653,024
חוב פיננסי נטו	525,770	395,806	614,854
הון עצמי לסך מאזן	51%	58%	46%
חוב פיננסי ל-CAP	44%	39%	50%
חוב פיננסי נטו ל-CAP	41%	34%	47%
יחסי כיסוי חוב			
FFO	20,992	42,419	56,361
חוב פיננסי ל- FFO	13.6	10.6	11.6
חוב פיננסי נטו ל- FFO	12.5	9.3	10.9
חוב פיננסי ל-EBITDA	7.7	4.6	6.5
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA	7.1	4.0	6.1
להוצאות מימון EBIDTA	3.9	3.1	4.1

סך החוב הפיננסי של אמות ירד מכ-653 מ' ₪ נכון ל-31.12.2003 לכ-450 מ' ₪ נכון ל-31.12.2004 בעיקר לאחר ממכירת הנכסים באנגליה ברבעון האחרון של השנה. סך החוב של אמות עלה נכון ל-30.6.2005 לכ-571 מ' ₪. סך החוב של אמות (ללא אילות) כולל החוב בגין בניין המשרדים במונטריאול אשר מוחזק באמצעות חברת בת עמד נכון ל-30.6.2005 על כ-800 מ' ₪.

יחסי איתנות פיננסית ויחסי כיסוי טובים אולם החברה צפויה למחזר חלק מהחוב העומד לפרעון בשנים הקרובות

יחסי האיתנות הפיננסית כפי שמתבטאים ביחס ההון עצמי לסך המאזן ויחס החוב ל-CAP הינם טובים מאוד. נכון ליום 30.6.2005 עמד יחס ההון העצמי לסך המאזן על 51% (לפי נתוני החברה ללא בניין במונטריאול) ועל כ-44% כולל הבניין במונטריאול. יחס החוב ל-CAP עמד נכון ל-30.6.2005 על כ-44% וכולל הבניין במונטריאול על כ-53%. יחסי הכיסוי של אמות הינם טובים. יחס החוב ל-FFO עמד נכון ל-30.6.2005 על כ-13.6 ויחס החוב ל-EBITDA עמד על 7.7. יחד עם זאת לוח הפריסה של תשלומי הקרן בגין חוב אמות עלול להקשות על עמידה בפירעון מלוא הקרן במלואו ויחייב את החברות לבצע מימון מחדש של חלק מההלוואות.

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	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שאגרת החוב נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דוח מספר : IRAH030905556M

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"). 2005

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 לסיכוני 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 מנפיק, 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.