

אמות השקעות בע"מ

מידרוג מדרגת בדירוג Aa3 הרחבת סדרת אג"ח א' בסך של עד 500 מ' ₪ ע.ג. מזה, 100 מ' ₪ ישמשו להחלפת חוב קיים והיתרה תשמש למימון פעילותה של החברה. אגרות חוב סדרה א' עומדות לפירעון ב-10 תשלומים שווים בשנים 2010-2019. האג"ח נושאות ריבית שנתית נקובה בשיעור של 4.95% וצמודות (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן.

מחבר:

אביטל איגנר
אנליסטית בכירה

a.ignier@midroog.co.il

איש קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

בחודש מאי 2006 דירגה מידרוג את אגרות החוב סדרה א' של אמות השקעות בדירוג Aa3. להרחבה ראה דוח דירוג ממאי 2006.

אודות המנפיק

אמות השקעות בע"מ (להלן "החברה" או "אמות") עוסקת בהשכרה, ניהול ואחזקה, ייזום, פיתוח ומכירה של נכסים בארץ ובחו"ל, במישרין ובאמצעות תאגידיים שבשליטתה. נכון ליום 30.6.2006 כוללים נכסי אמות (במישרין ובעקיפין) 84 נכסים בישראל בשטח כולל של 311 אלפי מ"ר המושכרים לכ-900 שוכרים בשיעור תפוסה של כ-92%. הנכסים הינם מגוונים וכוללים מבני משרדים, מרכזים מסחריים, מרכזים, תחנות אוטובוס מרכזיות, פארקים תעשייתיים ומבני תעשייה. חלק מן הנכסים הינם בבעלות מלאה, חלקם מוחזקים בשותפות עם אחרים וחלקם (כ-13 נכסים בשטח של כ-108 אלף מ"ר) מוחזקים באמצעות חברה בת, אילות השקעות בנכסים בע"מ. בנוסף, לאמות זכויות בשלושה נכסים בקנדה בשטח של כ-80 אלף מ"ר. הכנסות החברה מדמי שכירות ודמי ניהול הסתכמו במחצית הראשונה של שנת 2006 בכ-130 מ' ₪. אמות הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. נכון למועד כתיבת הדוח מחזיקה אלוני חץ ב-80% מהונה של אמות.

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

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 7.11.2006. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

התפתחויות אחרונות¹

רכישת נכסים חדשים והעברה של שני נכסים מחברת האם אלוני חץ

- במהלך המחצית הראשונה של שנת 2006 רכשה החברה 50% מקניון אורות באור עקיבא תמורת כ-45.5 מ' שחלק החברה. שטח הקניון עומד על כ-11 אלף מ"ר (100%) ושיעור התפוסה בו עומד על 100%.
- במרץ 2006 התקשרו הקבוצה ושותפתה בקניון רחובות בהסכם אשר במסגרתו הוענקה לשותפה אופציה חד צדדית ובלתי חוזרת הניתנת למימוש במהלך חודש יוני 2007 לרכוש 10% נוספים מזכויות הבעלות בקניון רחובות וממניות חברת הניהול תמורת 60 מ' שח צמוד למדד. באם תמומש האופציה, תחזיק הקבוצה ב-40% מזכויות הבעלות בקניון וב-50% מזכויות הניהול בקניון.
- במאי 2006 העבירה חברת האם אלוני חץ לחברה את הזכויות בשני נכסים:
 - שתי קומות משרדים במגדל משה אביב ברמת גן
 - 49% מהבעלות (50% מהשליטה) בחברה המחזיקה בקניון חוצות אלונים כנגד הקצאת מניות בסכום של כ-31 מ' שח.נכסים אלו נרשמו בספרי החברה בעלות של 47 מ' שח.
- ביולי 2006 חתמה החברה על הסכם לרכישת 47% מהזכויות בקניון ערים בכפר סבא ממשפחת חבס וחברת אקרופוליס באופן שלאחר הרכישה מחזיקה הקבוצה במלוא הזכויות בקניון. הרכישה בוצעה תמורת סך של 108 מ' שח.
- באוקטובר 2006 הגיעה החברה לסיכום בדבר רכישת מלוא הזכויות במתחם באשדוד הכולל את קניון לב אשדוד ושני מקבצי דיור הצמודים אליו בתמורה כוללת של כ-250 מ' שח. מקבצי הדיור כוללים 388 יח"ד בשטח כולל של 18.8 אלף מ"ר המושכרים לממשלת ישראל בחוזים אשר יתרת תקופתם הינה כ-8.5 שנים ובתוספת אופציה להארכה ל-5 שנים נוספות. סך שטחי ההשכרה של הקניון הינם כ-13 אלף מ"ר והקניון מושכר בתפוסה מלאה. סך ה-NOI הנובע מהמתחם הכולל הינו בסך של כ-23 מ' שח לשנה.

המשך הסדרה של אג"ח אילות – נותרו עוד כ-44 מ' שח אג"ח אשר טרם הוסדרו

ביום 31.3.2006 היו בספרי החברה 780 מ' שח אג"ח אילות אשר טרם הוסדרו. במהלך הרבעון השני של שנת 2006 רכשה הקבוצה הלוואות שיתרתן בספרים כ-451 מ' שח תמורת כ-411 מ' שח. בנוסף, התקשרו החברה, אילות ושתי חברות מאוחדות שלהן בהסכם עם חלק מבעלי האג"ח להסדרת הלוואות בסך של כ-190 מ' שח אשר מתוכן – עבור כ-97 מ' שח בוצעה פריסה מחדש בריבית של עד 5%+ מדד (משתנה כתלות בתזרים המזומנים הפנוי הנובע מהנכס) לתקופה של כ-13 שנים ויתרת 93 מ' שח הומרו לשטרי הון שאינם נושאים ריבית והפרשי הצמדה.

¹ מאז פרסום דוח הדירוג במאי 2006

הקבוצה ממשיכה לנהל מו"מ עם הבעלים של יתרת אגרות החוב עמם טרם התגבש הסדר בהיקף כולל שעמד נכון ל-30.6.2006 על כ-146 מ' ש' ונכון למועד כתיבת הדוח עומד על כ-44 מ' ש'.

התפתחות התוצאות הכספיות

גידול בסך ההכנסות בעיקר בשל הכנסות מנכס בקנדה אך ירידה ברווחיות כתוצאה מהוצאות מימון גבוהות

גידול בהכנסות החברה משכירות במחצית הראשונה של שנת 2006 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד מכ-111 מ' ש' במחצית הראשונה של שנת 2005 לכ-130 מ' ש' במחצית הראשונה של שנת 2006. הגידול בדמי השכירות נובע מרכישת נכס מניב בקנדה שהוסיף כ-9 מ' ש' במחצית הראשונה של שנת 2006 וכן הכנסות מרכישת נכסים נוספים וגידול בדמי שכירות בנכסים קיימים.

הוצאות הנה"כ ושיווק רשמו גידול של כ-3.3 מ' ש' לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הגידול נובע מתשלום דמי ניהול של כ-4 מ' ש' לחברה האם אלוני חץ בקיזוז ירידה בשכר דירקטורים ושירותים מקצועיים. דמי הניהול על פי הסכם הניהול שבין אמות לחברת האם אלוני חץ יעמדו על הגבוה מבין 0.125% מסך הנכסים במאזן המאוחד של החברה לרבעון או 3% ממחזור ההכנסות הרבעוני על פי דוחות כספיים מאוחדים של החברה בניכוי כ-0.75 מ' ש' לרבעון. סך דמי הניהול המשולמים לחברת האם צפויים לעמוד על כ-9 מ' ש' בשנת 2006.

גידול משמעותי של הוצאות המימון במחצית הראשונה של שנת 2006 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד כך שסך הוצאות המימון עמדו על כ-70 מ' ש'. חלק מהוצאות מימון אלו אינן תזרימיות נובעות מעליית המדד בתקופה זו. סך החוב של החברה עמד נכון ל-30.6.2006 על כ-1.6 מיליארד ש' וירד אך במעט ביחס לחוב נכון ל-31.12.2005 על כ-1.67 מ' ש'. שיעור הוצאות המימון מסך ההכנסות צפוי לרדת במחצית השניה של שנת 2006 כתוצאה משינוי במבנה ההון והחוב שהחברה ביצעה בשנה האחרונה. החברה החליפה את החוב בגין אג"ח אילות (באמצעות רכישת מרביתו מידי מחזיקי האג"ח) אשר נשאו ריבית גבוהה באג"ח ציבורי, הנושאים ריבית נמוכה יותר. כמו כן החליפו האג"ח הציבורי וההון שגויסו את ההלוואות מחברת האם אלוני חץ אשר נשאו ריבית גבוהה יותר.

במחצית הראשונה של שנת 2006 רשמה החברה הכנסות אחרות בסך של כ-16 מ' ש' מרכישת והסדרת אג"ח והלוואות של אילות. הכנסות אלו הינן הכנסות חד פעמיות ואינן תזרימיות.

שיפור בגמישות הפיננסית של החברה כתוצאה משחרור נכסים בהיקפים משמעותיים משעבוד

במהלך התקופה האחרונה ועם גמר הסדרת אג"ח אילות, לחברה נכסים בלתי משועבדים בשווי העולה על 1 מיליארד ש' (לעומת כ-400 מ' ש' במאי 2006). מידרוג מעריכה כי קיומם של נכסים לא משועבדים בהיקפים מהותיים תורמים לגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה.

שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית בעקבות הנפקת ניירות הערך של החברה בבורסה ושינוי מבנה ההון והחוב, אך צפויה ירידה בעקבות הגידול בחוב

במאי 2006 הונפקו ניירות הערך של החברה בבורסה של תל אביב, מהלך אשר הוסיף להון של החברה סך נטו של כ-306 מ' ש'. סך ההון העצמי של החברה עלה מכ-410 מ' ש' נכון ל-31.12.2005 לכ-773 מ' ש' נכון ל-30.6.2006 ויחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי עלה מכ-19% לכ-31%. בהתאם, יחס החוב ל-CAP החשבונאי ירד מכ-80% לכ-67%. מידרוג מעריכה כי השינוי במבנה ההון של החברה, תרם משמעותית

לאיתנות הפיננסית של החברה. לאחר גיוס החוב צפוי לעמוד יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי על כ-27% ויחס החוב ל-CAP החשבונאי צפוי לעמוד על כ-72%. מידרוג מעריכה כי על אף הירידה הצפויה ביחס זה, לחברה עודף שווי משמעותי הגלום בנכסיה ביחס לערכם בספרים אשר יבוא לידי ביטוי במלואו בדוחות הכספיים מיום יישום תקני ה-IFRS בתחילת שנת 2007. החברה מתכוונת לאמץ אימוץ מוקדם של תקני ה-IFRS אשר כוללים יישום תקן IAS 40 (שיערוך נדלין להשקעה לפי שווי הוגן). כפי שעולה מתוך טבלת הרגישות המופיעה בתשקיף ממאי 2006, לחברה עודף שווי משמעותי ביחס לעלות בספרים. כתוצאה מכך יחס ההון העצמי לסך המאזן הכלכלי בהתחשב בשווי עודף בנכסי החברה (לאחר רגישות של מידרוג) עמד נכון ל-30.6.2006 על כ-40% ויחס החוב ל-CAP צפוי לעמוד על כ-55%. יחס ההון העצמי לסך המאזן פרפורמה לאחר גיוס חוב בסך 400 מ' ש"ח ולאחר בדיקות רגישות מידרוג צפוי לעמוד על כ-35% ויחס החוב ל-CAP צפוי לעמוד על כ-60% ומצביע על איתנות פיננסית אשר תואמת את דירוג החברה.

נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ש"ח	30.6.2006	31.12.2005	31.12.2004
הכנסות	129,972	233,192	250,799
EBITDA	104,216	179,007	195,150
שיעור EBITDA	80%	77%	78%
הוצאות מימון נטו	68,687	126,984	113,346
רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה ולפני חלק המיעוט	16,387	-3,064	36,530
חלק המיעוט בתוצאות חברות מאוחדות נטו	9,505	24,142	12,874
הכנסות (הוצאות) אחרות	15,816	-10,171	33,058
רווח נקי (הפסד)	26,087	21,879	40,785
FFO	37,241	71,285	58,404
FFO בניכוי CAPEX	31,241	61,285	48,404
יתרות מזומן	225,735	67,204	103,882
רכוש קבוע	2,198,224	2,076,367	1,904,994
חוב פיננסי	1,599,366	1,672,531	1,283,703
חוב פיננסי נטו	1,373,631	1,605,327	1,179,821
הון עצמי לסך מאזן	31%	19%	33%
חוב ל-CAP	67%	80%	65%
חוב נטו ל-CAP	57%	76%	59%
חוב ל-EBITDA	7.7	9.3	6.6
חוב נטו ל-EBITDA	6.6	9.0	6.0
חוב ל-FFO	21.5	23.5	22.0
חוב נטו ל-FFO	18.4	22.5	20.2
חוב נטו ל-FFO בניכוי CAPEX	22.0	26.2	24.4
EBITDA להוצאות מימון	1.5	1.4	1.7

שיפור ביחסי הכיסוי בעקבות הגידול ב-FFO וירידה אם כי מתונה בחוב

יחסי הכיסוי של החברה רשמו שיפור במחצית הראשונה של שנת 2006 ביחס לשנת 2005. יחס החוב ל-FFO ירד מכ-23.5 לכ-21.5 בתקופות אלו בהתאמה ויחס החוב נטו ל-FFO ירד מכ-22.5 בשנת 2005 לכ-18.4 במחצית הראשונה של שנת 2006. יחס החוב נטו ל-FFO בניכוי CAPEX (השקעות במושכר) ירד מכ-26.2 לכ-22. הירידה ביחסי הכיסוי נובעת מהעלייה המתונה ב-FFO והירידה המתונה בחוב. על פי תחזית

החברה לשנת 2007 לנכסים הקיימים ועל פי הכנסות שכר דירה צפויות בהתאם לחוזים קיימים, צפוי שיפור ביחס הכיסוי חוב ל-FFO כתוצאה מירידה בהוצאות המימון ועליה בהכנסות משכר דירה.

שיקולים עיקריים לדירוג

על פי האסטרטגיה העסקית ההתפתחות העתידית תתבצע תוך התמקדות בנכסים מניבים בישראל; פיזור גבוה יחסית של סוגי הנכסים הכולל משרדים והיטק, שטחי מסחר וקניונים, פארקי תעשייה ותחנות מרכזיות; החברה מחזיקה במרבית נכסיה ביחד עם שותפים כך שחלקה של החברה נע בין 100%-33%. להערכת החברה יחסיה עם שותפיה הינם טובים; פיזור השוכרים נמוך יחסית, כ-27% מסך הכנסות החברה מדמי שכירות נובעות משלושה שוכרים (CGI, הריבוע הכחול ואגד) יתרת הכנסות החברה מתקבלת מכ-900 שוכרים; שיעורי תפוסה גבוהים של כ-93% בכלל נכסי החברה; שמירה על שיעורי התפוסה הגבוהים בנכסים אשר ברובם נבנו בשנות השמונים והתשעים תלויה, להערכת מידרוג, בהשקעה בשיפוץ הנכסים ו/או ירידה בשכר הדירה; החברה משתייכת לקבוצת אלוני חץ (מדורגת Aa3) אשר הינה בעלת המניות העיקרית המחזיקה כ-80% מהון מניותיה; החברה לקראת סיום הטיפול באג"ח אילות, למועד כתיבת הדוח נותרו כ-44 מ' ש"ח אשר טרם הוסדרו; לחברה מדיניות דיבידנד לחלוקת לא פחות מ-50% מן הרווח הנקי השנתי בכפוף לאי פגיעה בתזרים המזומנים ותכנית ההשקעות של החברה; לחברה נכסים לא משועבדים בסכומים מהותיים; איתנות פיננסית טובה; בשנה האחרונה עליית שווי נכסים מניבים בישראל נבעה בעיקר מצמצום פרמיית הסיכון של המשקיעים לפעילות זו, כתוצאה מהתעוררות הביקוש לנכסים בעקבות הציפייה לאישור הקמת קרנות REIT. מידרוג מעריכה כי מהלך של עליית שווי נכסים באם אינו מגובה בעלית שכר הדירה מוריד את רמת הוודאות באשר לשווי נכסים בשנים הקרובות;

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי באיכות פורטפוליו הנכסים
- שיפור בנזילות ובגמישות הפיננסית
- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- ירידה באיתנות הפיננסית כך שיחס חוב ל-CAP לאחר אימוץ תקני ה-IFRS לא יעלה על 60% (אמת המידה עודכנה מאחר והחברה מתכוונת לאמץ תקני IFRS החל מראשית שנת 2007)
- הרעה ביחסי כיסוי החוב כך שיחס החוב נטו ל-FFO בניכוי capex יעלה על 16²
- ירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד תוך פגיעה בגמישות הפיננסית

² החל משנת 2007. במחצית הראשונה של שנת 2006 הוצאות מימון אינו משקפות את השלכות השינוי המהותי במבנה ההון והחוב שבוצע בחברה. בתקנון הוצאות המימון בהתאם לרה ארגון במבנה ההון, החוב ועלות החוב, יחס החוב נטו ל-FFO בניכוי capex עומד ביחס האמור לעיל.

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות 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, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש ורכויות בסיכון אשראי גבוה מאד.	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 שאגרת החוב נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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 בעיניה 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 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