



אמות השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג | דצמבר 2008

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט
amira@midroog.co.il

מחבר:

רן גולדשטיין - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה, ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

אמות השקעות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת סדרות האג"ח המדורגות של אמות השקעות בע"מ (להלן: "אמות", "החברה") מדרוג של Aa3 באופק יציב לדירוג A1 באופק שלילי.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	הצמדה ריבית	היקף אג"ח מונפק (ע.ג.) אלפי ₪	סדרה
10	31.12.2019	31.12.2010	4.95%	מדה 1,249,844	סדרה א' 1,249,844

הטעמים העיקריים להורדת הדירוג הינם: ירידה ברמת הנזילות של החברה בעקבות חלוקת דיבידנד חריג, בהיקף של 426 מיליון ₪, אשר הביאה לשינויים בהיקפי יתרות המזומנים המצויים בידי החברה. כמו כן, חלוקת הדיבידנד גרעה מההון העצמי של החברה והרעה את איתנותה. כתוצאה מכך, בהתאם לנתוני הפרופורמה לאחר חלוקת הדיבידנד, עומד יחס החוב ל - CAP על כ - 66%; כך גם צפויה הרעה ביחסי הכיסוי של החברה, זאת בהתחשב בקיטון יתרות המזומנים שברשות החברה אל מול החוב הפיננסי. בהתאם לאמור, על פי נתוני הפרופורמה, החברה צפויה לחרוג מיחסי הכיסוי והאיתנות שנקבעו לה על מנת לשמור על דירוגה ברמת ה - Aa3.

2

יש לציין, כי מלבד חלוקת הדיבידנד הצפויה, קיימת הרעה ביחסי הכיסוי של החברה וזאת בשל הגידול בהיקף ההשקעה של החברה בפרויקטים לייזום ורכישת קרקעות במהלך השנים 8-2007. יחד עם זאת יודגש, כי בעקבות האטה הצפויה בשווקים בארץ ובחו"ל, החליטה החברה לעצור חלק מהפרויקטים אשר תוכנן להתחיל בביצועם ולבחון מחדש את קצב הבנייה והייזום ביתרת הפרויקטים.

אופק שלילי לחברה נתמך, בין היתר, בשל המשך ההשקעות הצפוי לשנתיים הקרובות בפרויקטים היזמיים אשר עלול להגדיל את החוב הפיננסי של החברה ובהתאם לגרום להרעה נוספת ביחסי האיתנות; כך, העדר תזרים בשל ההשקעה בפרויקטים העתידיים עלול ליצור הרעה גם ביחסי הכיסוי של החברה.

יש לציין לחיוב כי שיעור הרווח התפעולי (NOI) של החברה גבוה יחסית וצפוי להמשיך ולתמוך בצרכיה המימוניים של החברה במהלך השנים הקרובות. לחברה יתרות מזומנים (בהיקף של כ - 390 מיליון ₪) וקווי אשראי (בהיקף של כ - 400 מיליון ₪), כמו גם היקף נכסים לא משועבדים בארץ (בהיקף של כ - 1.8 מיליארד ₪) הצפויים לאפשר לחברה לעמוד בהתחייבויותיה לפירעון סדרת האג"ח בשנים הקרובות, זאת בהנחה כי החברה תימנע מחלוקת דיבידנדים חריגים בעתיד ובהיקף השקעות מצומצם.

התפתחות התוצאות הכספיות

יחסים פיננסיים נבחרים :

31.12.2006	31.12.2007	30.9.2008	פרופורמה	ש אלפי
213,605	244,320	231,619		הכנסות
78,545	96,693	151,776		הוצאות מימון
157,910	178,660	166,649		EBITDA בניכוי שיערוכים
106,810	68,891	14,480		רווח לפני מס בניכוי שיערוכים
316,023	303,418	97,251		רווח נקי
111,080	66,809	1,563		רווח נקי בניכוי שיערוכים
1,656,929	1,990,614	2,646,487	2,795,487	חוב פיננסי
307,607	457,278	668,333	391,333	יתרות נזילות
1,349,322	1,389,943	1,863,146	2,289,146	חוב פיננסי נטו
1,319,463	1,624,380	1,620,363	1,194,363	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,293,709	4,248,689	4,758,528	4,481,528	סך מאזן
3,177,996	3,842,803	4,496,894	4,219,894	CAP
111,142	106,954	104,705	104,705	FFO
40%	38%	34%	27%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
52%	52%	59%	66%	חוב ל-CAP
47%	41%	49%	60%	חוב פיננסי ל-FFO
12.1	13.0	13.3	16.4	חוב פיננסי נטו ל-FFO (בגילום שנתי)
2.0	1.8	1.1		EBITDA בניכוי שיערוכים להוצאות מימון

הכרזה על חלוקת דיבידנד מיוחד בהיקף כולל של כ' 426 מיליון ש' צפויה להרע את נזילות החברה ואת יחסי האיתנות; הלוואות והשקעות עתידיות צפויות להוסיף ולהשפיע על יחסי איתנות החברה

בתאריך 20.11.2008 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד מיוחד לבעלי המניות, בסך של 3.19 ש' למניה, המהווה סך של כ' 426 מיליון ש'. על פי הכרזת החברה, ישולם הדיבידנד בחודש דצמבר 2008. בנוסף, צפויה החברה להמשיך ולחלק דיבידנד רגיל בסך 11 אגורות למניה, שהחברה מחלקת על פי מדיניות הדיבידנד הרב שנתית שאימצה אשר מסתכמת בהיקף כולל של כ' 14.75 מיליון ש' לרבעון. יצוין כי החברה פרסמה ביום 30.11.2008 דו"ח מייד, בו הבהירה כי הדיבידנד המיוחד הנ"ל הינו בעל אופי חד פעמי.

לאחר תאריך המאזן ניצלה החברה הלוואה במסגרת ליווי פרויקט נדל"ן בהקמה בהיקף של כ' 150 מיליון ש', אשר הגדילה את חובה הפיננסי, בנוסף, מצויה החברה בשלבים מתקדמים של משא ומתן לחתימה על הסכם ליווי בנקאי לנדל"ן בהקמה בהיקף של כ' 212 מיליון ש'. החברה צפויה להמשיך ולהשקיע במהלך השנתיים הקרובות בחלק מהפרויקטים היזמיים.

חלוקת הדיבידנדים מחד ונטילת הלוואות, כמו גם השקעות עתידיות מאידך, צפויות להקטין את הונה העצמי של החברה ובמקביל לגרום להרעה ביחס החוב ל-CAP. החברה צפויה לחרוג מיחסי האיתנות אשר נקבעו באופק הדירוג לשם שמירה על רמת דירוג של Aa3 ולהערכת מידרוג, צפויים יחסים אלה לעמוד על חוב פיננסי ל-CAP של כ' 66%.

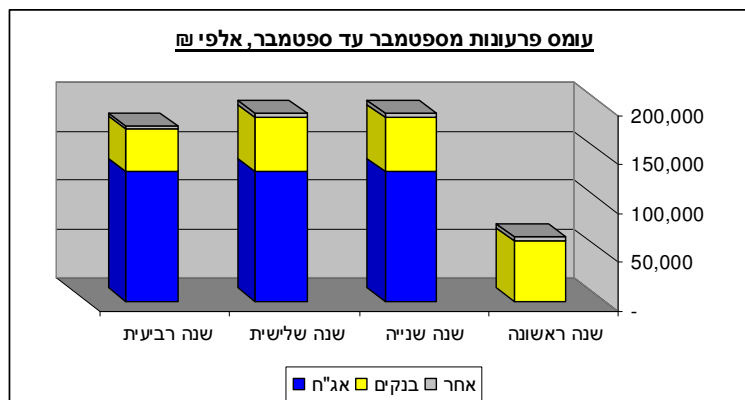
יחסי כיסוי:

כתוצאה מגידול בהיקף החוב של החברה צפויה עלייה בהוצאות המימון. בנוסף, לחברה חוב כנגד השקעה בפרויקטים זמניים אשר אינם מספקים תזרים ומשפיעים על יחסי הכיסוי של החברה.

על אף שלחברה FFO משמעותי ויציב, בהיקף של כ- 140 מיליון ₪ בגילום שנתי, על פי נתוני 30.9.2008, צפויה החברה, כאמור לעיל, להידרש למספר השקעות במהלך השנה הקרובה תוך שימוש ביתרות המזומנים העומדות לרשותה ו/או ניצול קווי האשראי העומדים לרשותה. הגידול החזוי בהיקפי החוב של החברה צפוי, להערכת מידרוג, להרע את יחסי הכיסוי של החברה בשל גידול בהוצאות המימון של החוב הפיננסי בגין יזום פרויקטים אשר כנגדם, למשך תקופת ההקמה, לא ייווצר לחברה תזרים.

במהלך השנים 2009 - 2010, החברה צפויה לפרוע הלוואות אג"ח ובנקים בהיקף של כ- 260 מיליון ₪. התזרים החיובי החזק של החברה, יתרות המזומנים העומדות לרשותה, כמו גם היקף קווי האשראי המצויים בידי החברה ונכסיה הלא משועבדים, צפויים לתמוך בפירעונות הצפויים ולהערכת מידרוג, בהינתן המצב הקיים וללא השקעות נוספות ו/או חלוקת דיבידנדים נוספים חריגים, לא צפויה החברה לקושי בפירעון הקרן לשנים אלו.

עומס פרעונות לפי סוג התחייבות - ספטמבר עד ספטמבר				
סה"כ	אחר	בנקים	אג"ח	
65,855	3,969	61,886	-	שנה ראשונה
191,401	4,189	54,375	132,837	שנה שנייה
191,721	4,422	54,462	132,837	שנה שלישית
178,459	2,270	43,352	132,837	שנה רביעית
1,886,617	35,920	920,889	929,808	שנה חמישית ואילך
2,514,053	50,770	1,134,964	1,328,319	סה"כ



אופק הדירוג

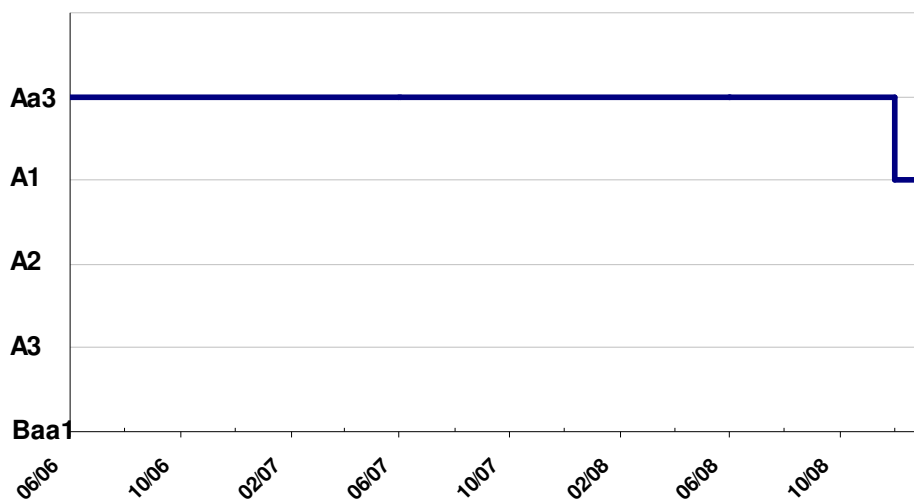
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית - היקף החוב הפיננסי והיקף הונה העצמי של החברה.
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי ובתזרים הפרמננטי של החברה.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- המשך חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה.
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה, והמשך הגדלת תמהיל פרויקטי הייזום בהם משקיעה החברה.
- הרעה משמעותית ביחס ההון העצמי למאזן.
- המשך הרעה ביחסי כיסוי החוב כך שיחס החוב, נטו, ל - FFO יעלה על 20.
- ירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד תוך פגיעה בגמישות הפיננסית.

היסטוריית דירוג



אודות החברה

אמות השקעות בע"מ (להלן "החברה" או "אמות") עוסקת בהשכרה, ניהול ואחזקה, ייזום, פיתוח ומכירה של נכסים בארץ ובחול, במישרין ובאמצעות תאגידים שבשליטתה וכן ברכישה, בייזום ופיתוח לשימושים עצמיים ולצרכי השכרה של מקרקעין הנמצאים כיום בבעלותה.

נכון ליום 30.9.2008 כוללים נכסי אמות (במישרין ובעקיפין) 83 נכסים בישראל, בשטח כולל של 404 אלפי מ"ר (לא כולל נכסים בהקמה) ומקומות חנייה בשטח של כ- 136 אלפי מ"ר, המושכרים לכ-1,128 שוכרים, בשיעור תפוסה של כ-96%, בשווי הוגן כולל בהיקף של כ- 3.6 מיליארד ₪. הנכסים הינם מגוונים וכוללים מבני משרדים, מרכזים מסחריים, מרכולים, תחנות אוטובוס מרכזיות, פארקים תעשייתיים ומבני תעשייה. חלק מן הנכסים הינם בבעלות מלאה, חלקם מוחזקים בשותפות עם אחרים וחלקם מוחזקים באמצעות חברה בת, אילות השקעות בנכסים בע"מ. עד לשנת 2007 החזיקה החברה בנכסים מניבים בקנדה בהיקפים כספיים מהותיים. יתרת הנכסים בחול נמכרו במהלך שנת 2007, כשהם מניבים רווחי הון לחברה.

אמות הינה חברה ציבורית אשר מנייתה נסחרת בבורסה בתל אביב. נכון למועד כתיבת הדוח מחזיקה אלוני חץ בכ- 73% וקבוצת כלל בכ- 9.7% מהונה של אמות.

מושגי יסוד

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ	Net Income	הכנסות נטו
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע	Interest	הוצאות ריבית
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה	Cash Interest	הוצאות מימון תזרימיות
הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.	EBIT	רווח תפעולי
EBIT + הפחתות	EBITA	רווח תפעולי לפני הפחתות
EBIT + פחת+ הפחתות	EBITDA	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב+ הון עצמי זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.	Capital Expenditures	השקעות הוניות
רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.	Gross Cash Flow (GCF)	תזרים מזומנים גולמי
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operations	תזרים מזומנים מפעילות
הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.	Fund from Operations	מקורות מפעילות
תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים פנוי
תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים חופשי

סולם דירוג התחייבויות

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

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: CRA07111208000M

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") 2008.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 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 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 ביעוץ 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.