



דוח אנליטי - תקציר

מאי 2006

אמות השקעות בע"מ

Aa3	דירוג Issue
-----	-------------

הדירוג Aa3 ניתן לגיוס חוב בסך של עד 700 מיליון ₪ באמצעות הנפקת אג"ח סדרה א' אשר מתוך סך זה 500 מ' ₪ יגויסו מיידית וכ-200 מ' ₪ יגויסו באמצעות כתבי אופציות הניתנות למימוש לאג"ח סדרה א' עד ליוני 2007. אגרות החוב בסך של 500 מ' ₪ מיועדות להחלפת חוב קיים והיתרה תשמש למימון פעילותה העסקית של החברה. אגרות החוב סדרה א' צמודות (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן ויעמדו לפירעון ב-10 תשלומים שווים בין השנים 2010-2019. הדירוג מותנה בכך שהחברה תגייס הון בסכום שלא יפחת מ-318 מ' ₪. במידה וגיוס ההון יעלה בסך נוסף של 32 מיליון ₪ אזי תהיה החברה רשאית להגדיל את גיוס החוב באמצעות כתבי האופציה הניתנים למימוש לאג"ח סדרה א' בסך נוסף של 50 מיליון ₪ (ובסה"כ במצטבר 750 מיליון ₪), תוך שמירה על הדירוג הנ"ל.

פרופיל החברה

אמות השקעות בע"מ (להלן "החברה" או "אמות") עוסקת בהשכרה, ניהול ואחזקה, ייזום, פיתוח ומכירה של נכסים בארץ ובחו"ל, במישרין ובאמצעות תאגידים שבשליטתה. נכון ליום 31.12.2005 כוללים נכסי אמות והחברות המוחזקות ("הקבוצה") 81 נכסים בישראל בשטח כולל של 300 אלפי מ"ר המושכרים לכ-770 שוכרים בשיעור תפוסה של כ-92% נכון ל-31.12.2005. עלותן המופחתת של כ-1.7 מיליארד ש"ח. מתוך 81 הנכסים 13 מוחזקים ע"י חברת הבת אילות בשטח של כ-108 אלפי מ"ר. בנוסף, לאמות השקעות בקנדה הכוללות בניין משרדים (חלקה החברה 50%) ושני מרכזים לוגיסטיים. חלקה של החברה בעלות שלושת הנכסים כ-400 מיליון ש"ח.

הנכסים בישראל כוללים מבני משרדים, מרכזים מסחריים, מרכולים, תחנות אוטובוס מרכזיות, פארקים תעשייתיים ומבני תעשייה. ליום 31.12.2005 שיעור התפוסה של הנכסים בישראל עמד על 92% ושל הנכסים בחו"ל על 100%.

בשנת 2005 הסתכמו הכנסות במאוחד מדמי שכירות בכ-214 מיליון ש"ח מזה דמי שכירות מנכסים בחו"ל 44 מיליון ש"ח. בנוסף, נרשמו הכנסות ממתן שירותי ניהול בסך של כ-19 מיליון ש"ח. ה-NOI הסתכם בשנת 2005 בכ-195 מיליון ש"ח. ההכנסות של אילות בשנת 2005 הסתכמו ב-68 מיליון ש"ח מזה 64 מיליון ש"ח הכנסות משכר דירה.

בחודש אוגוסט 2005 רכשה אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ ("אלוני חץ") 100% מההון ומזכויות ההצבעה בחברה תמורת 956 מיליון ש"ח והחל ממועד זה היא בעלת השליטה בחברה. בעקבות רכישות השליטה ע"י אלוני חץ נחתמו בין החברה לבין אלוני חץ הסכם לקבלת שירותי ניהול מאלוני חץ, הסכם הלוואה לקבלת הלוואות בעלים והסכם מסגרת להעמדת אשראי ע"י אלוני חץ.

מחברת:

אביטל איגנר

אנליסטית

a.ignier@midroog.co.il

אשת קשר:

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידים

ומסודות 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

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 22.5.2006. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים המשויכים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים:

אלפי ₪	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003
הכנסות	233,192	250,799	246,660
EBITDA	179,007	195,150	188,945
שיעור EBITDA	77%	78%	77%
הוצאות מימון נטו	126,984	113,346	102,951
רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה ולפני חלק המיעוט	-3,064	36,530	-68,679
חלק המיעוט בתוצאות חברות מאוחדות נטו	24,142	12,874	25,519
רווח נקי (הפסד)	21,879	40,785	-43,156
FFO (כולל חלק המיעוט בתוצאות חברות מאוחדות)	71,285	58,404	89,713
יתרות מזומן	67,204	103,882	32,636
רכוש קבוע	2,076,367	1,904,994	2,285,126
חוב פיננסי (בניכוי גירעון בהון של חברות הבת)	1,672,531	1,283,703	1,583,601
חוב פיננסי נטו (בניכוי גירעון בהון של חברות הבת)	1,605,327	1,179,821	1,550,965
הון עצמי לסך מאזן	19%	33%	27%
חוב נטו ל-CAP	76%	59%	69%
חוב נטו ל-EBITDA	9.0	6.0	8.2
חוב נטו ל-FFO	22.5	20.2	17.3
EBITDA להוצאות מימון	1.4	1.7	1.8

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

החברה הינה חברה פרטית והחל מחודש אוגוסט 2005 בבעלות ושליטה מלאה של אלוני חץ, חברה ציבורית אשר מניותה נסחרות בבורסה של תל אביב ומודרגת על ידי מידרוג בדירוג Aa3. החברה מתכננת הנפקת הון כך שמניותיה ירשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. לאחר הרישום למסחר תחזיק אלוני חץ ב-כ-80% מהון המניות של אמות (כ-70% בדילול מלא). אלוני חץ מתמקדת בעיקר בהשקעות ארוכות טווח בתחומי הנדל"ן המניב במדינות מערביות ובישראל. אלוני חץ פועלת בישראל באמצעות החזקה באמות כאמור לעיל והחזקה של 43.7% בחברת עוגן נדל"ן מניב בע"מ (להלן "עוגן") אשר הינה חברה ציבורית ישראלית העוסקת בייזום, פיתוח, בנייה, רכישה והשכרה של נכסים מניבים. בנוסף, מחזיקה אלוני חץ ב-50% (בשליטה) בקניון חוצות אלונים.

הון אנושי

מספר העובדים באמות עומד על כ-22 ומתוכם 6 בכירים. בנוסף, החברה מקבלת שירותי ניהול מאלוני חץ בתמורה לגובה מבין 0.125% לרבעון מסך הנכסים במאזן המאוחד של החברה או 3% ממחזור ההכנסות הרבעוני עפ"י הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה. מהסכום הנ"ל יקוזז בכל רבעון סך של 0.75 מיליון ₪.

לאחר העברת הבעלות בחברה לאלוני חץ בוצעו המהלכים הפיננסיים הבאים:

- חלוקת דיבידנד לאלוני חץ בסך של 300 מיליון ₪ באוגוסט 2005.
- העמדת הלוואת בסך של 330 מיליון ש"ח בחודש אוגוסט 2005 ע"י אלוני חץ ללא ביטחונות. ההלוואה צמודה למדד נושאת קרן וריבית בשיעור של 5.8% לפרעון הקרן ב-8 תשלומים שווים החל מחודש אוגוסט 2006. החברה רשאית לבצע פרעון מוקדם של ההלוואה ואף מתכננת לעשות כן באמצעות המקורות שיתקבלו מנפקת ההון המתוכננת.

- הסכם להעמדת מסגרת אשראי ע"י אלוני חץ לחברה אשר נחתם ביום 30.9.2005. הריבית אשר תשלם החברה הינה ריבית on call אשר נהוגה בבנק הפועלים. ההסכם הינו ל- 5 שנים. נכון ליום 10.4.2006 הוגדלה מסגרת האשראי מ- 50 מיליון ש"ח ל- 200 מיליון ש"ח. ניצול מסגרת אשראי זו משמש את החברה לרכישת אג"ח אשר הונפקו ע"י איילות לגופים מוסדיים ומהווה מימון ביניים אשר יוחלף בחלק מתמורת האג"ח שיונפק.

עסקאות בעלי עניין

ברבעון השני העבירה אלוני חץ לחברה 2 נכסים כנגד הקצאת מניות בחברה.

- 50% מזכויות הניהול ו- 49% מהבעלות בחברת חוצות אלונים שבבעלותה קניון חוצות אלונים בשטח בנוי של 6,200 מ"ר. חלקה של אלוני חץ ב- NOI של הקניון בשנת 2005 עמד על 3.5 מיליון ₪.
- שתי קומות משרדים בשטח כולל של 2,880 מ"ר בבניין "מגדל משה אביב" ברמת גן. השטח מושכר בחלקו לאלוני חץ, בחלקו לצדדים שלישיים ובחלקו פנוי וישמש את משרדי החברה. ההכנסות משכ"ד הסתכם בשנת 2005 ב- 0.7 מיליון ₪. על פי הסכמי השכירות הקיימים כיום, צפויות קומות אלו להניב לאמות (עבור מחצית שנת 2006) כ-0.8 מ' ₪ ובשנת 2007 צפוי להניב כ-1.7 מ' ₪.

אסטרטגיה עסקית

- התמקדות בהשכרה, הפעלת והשבחה של נדל"ן מניב בישראל. כיום בבעלות החברה 2 נכסים בקנדה, אולם החברה אינה מתכוונת לפתח את השקעותיה בחו"ל. אלו יתבצעו בקבוצת אלוני חץ ובפרט בחברה האם.
- הנפקה של קרן REIT אשר טומנת בחובה פוטנציאל לחשיפת ערך הנכסים בישראל.
- ייזום ופיתוח עתודות בנכסים קיימים בהתאם להזדמנויות עסקיות דוגמת קניון רחובות והתחנה המרכזית בחיפה.

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-31% מסך הכנסות החברה מדמי שכירות נובעות משלושה שוכרים (CGI, הריבוע הכחול ואגד) יתרת הכנסות החברה מתקבלת מכ-770 שוכרים; שיעורי תפוסה גבוהים של כ-93% בכלל נכסי החברה; שמירה על שיעורי התפוסה הגבוהים בנכסים אשר ברובם נבנו בשנות התשעים תלויה, להערכת מידרוג, בהשקעה בשיפוץ הנכסים ו/או ירידה בשכר הדירה; הבעלות המלאה על החברה נרכשה באוגוסט 2005 על ידי אלוני חץ (מדורגת Aa3) ולאחר ההנפקה ירשמו מניותיה למסחר בבורסה בתל אביב; החברה עתידה לבצע שינויים במבנה החוב וההון באמצעות הנפקה של הון שישמש להחזר הלוואות בעלים לאלוני חץ וחוב שישמש לרכישת חלק מאג"ח אילות; לחברה מדיניות דיבידנד לחלוקת לא פחות 50% מן הרווח הנקי השנתי בכפוף לאי פגיעה בתזרים המזומנים ותכנית ההשקעות של החברה; החברה מתכוונת להגדיל את תיק הנכסים באמצעות הלוואות בנקאיות אשר יתקבלו; לחברה נכסים לא משועבדים בסכומים מהותיים; יחסי האיתנות הפיננסית וכן יחסי הכיסוי לאחר שינוי מבנה ההון והחוב צפויים להשתפר ותואמים את דירוג החברה; 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;

- פיזור שימושים - לחברה נכסים מסוגים שונים הכוללים סופרמרקטים, קניונים ונכסים מסחריים, פארקים תעשייתיים, משרדים והייטק ותחנות מרכזיות. פיזור זה מקטין את חשיפתה של החברה למחזורי עסקים בתחומי הנדל"ן השונים בישראל.

התפלגות הכנסות ושטח לפי שימושים (באלפי ש"ח):

שיעור תפוסה ליום 31.12.2005	שיעור מסך השטח	שטח (מ"ר)	עלות מופחתת ליום 31.12.2005 אלפי ש"ח	שיעור מסך הכנסות בשנת 2005	הכנסות מדמי שכירות בשנת 2005	שימוש
87%	28%	105,138	740,874	31%	67,131	משרדים
97%	9%	35,973	389,182	18%	38,616	קניונים ושטחי מסחר
100%	9%	36,166	155,140	12%	24,775	סופרמרקטים
90%	28%	104,733	263,928	11%	24,032	פארקים תעשייתיים
94%	5%	18,048	126,140	7%	15,308	תחנות מרכזיות
92%	79%	300,058	1,675,264	79%	169,862	סה"כ ביניים ישראל
100%	21%	80,082	399,708	21%	44,262	חוי"ל
93%	100%	380,140	2,074,972	100%	214,124	סה"כ

- שיעורי תפוסה גבוהים - שיעור התפוסה בנכסים הינו גבוה ביחס לענף ועמד על כ-93% נכון ל-31.12.2005, זאת על אף המשבר שפקד את ענף הנדל"ן בשנים האחרונות. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי שמירה על שיעורי התפוסה נעשו תוך ירידה בשכר הדירה והצריכו השקעות בשיפור המושכר.
- החל מאוגוסט 2005 החברה הינה בבעלותה של אלוני חץ (מדורגת בדירוג Aa3) אשר הינה חברה חזקה ובעלת נגישות גבוהה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית בישראל. אלוני חץ אף העמידה לחברה הלוואת בעלים והסכם מסגרת להעמדת אשראי. הלוואה זו עתידה להיפרע מתמורת ההנפקה.
- החברה נמצאת בעיצומם של שינויים במבנה ההון והחוב. מהלכים אלו צפויים לחזק את איתנותה של החברה ולשפר את מבנה והיקף החוב שלה. חובות החברה נכון ליום 31.12.2005 עומדים על כ-1.672 מיליארד ₪ (כולל ניכוי הגירעון בהון העצמי של אילות מסך החוב), מזה, חוב לאלוני חץ בסך של 350 מ' ₪, חוב בגין נכסים בקנדה בסכום של כ-357 מ' ₪, אג"ח לגופים מוסדיים בסך של כ-808 מ' ₪ והיתרה הלוואות מתאגידים בנקאיים. לאחר הנפקת ההון והחוב תעשה החברה שימוש בהון שגויס לצורך פירעון החוב לאלוני חץ ועל כן סך החוב הפיננסי ירד לכ-1.5 מיליארד ₪ וההון העצמי יגדל באופן משמעותי, מהלך אשר יתרום לשיפור ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה ביחס לנתוני דצמבר 2005.
- פריסה נוחה יחסית של מועדי פקיעת חוזים. בחמש השנים הקרובות צפויים לפקוע חוזים אשר מהווים כ-8-18% מסך ההכנסות משכירות לשנה. החוזה עיקרי אשר צפוי לפקוע בשנת 2007 חודש כבר היום לשלוש וחצי שנים אך במחיר נמוך משמעותית משכר הדירה הנוכחי.

מועדי פקיעת חוזים

שיעור הכנסות מדמי שכירות	מספר שוכרים	תקופה
15%	277	2006
18%	218	2007
10%	111	2008
11%	70	2009
8%	46	2010
6%	20	2011
2%	8	2012
30%	25	2013 ואילך

גורמי סיכון עסקיים

סיכון ענפי

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, ומגזר הנכסים המניבים בפרט, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים. מידרוג מעריכה כי הסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות עסקית ופיננסית עשויים להגן באופן חלקי מפני מחזור שלילי של ענף הנכסים. בשנים 2006-2008 צפויים להסתיים חוזי שכירות אשר מהווים כ-43% מסך הכנסות החברה מדמי שכירות, בשנים 2009-2010 צפויים להסתיים חוזים אשר דמי השכירות שלהם מהווים כ-19% מהכנסות החברה מדמי שכירות והיתרה צפויים להסתיים החל מ-2011 ואילך.

בעלות משותפת על מספר מהותי של נכסים

חלק ניכר מנכסי החברה אשר תורמים חלק ניכר מהכנסותיה (כ-58% בשנת 2005) הינם נכסים בבעלות משותפת אשר חלקה של החברה מהווה בין 33% לכ-67% ובמרביתם כ-50%. מידרוג מעריכה כי שליטה לא מלאה בנכסים יכולה ליצור מצבים בהם האינטרסים של השותפים אינם זהים לאינטרסים של החברה בכל הקשור בניהול הנכס, חלוקת הרווחים וניצול הזדמנויות פיתוח או מכירה. לטענת החברה, יחסיה עם שותפיה הינם טובים.

תלות בשלושה שוכרים עיקריים אשר הכנסתם מהווה כ-30.6% מסך הכנסות החברה משכירות

לאמות שלושה שוכרים מהותיים (מתוך 775) אשר הכנסתם מהווה למעלה מ-5% מהכנסות החברה משכירות ואשר יחד תורמים כ-30.6% מהכנסות החברה משכירות. שוכר עיקרי אחד שוכר את מרבית בניין המשרדים של החברה בקנדה, חברת CGI אשר הינה חברה ציבורית בקנדה אשר הפועלת בתחום ה-IT. החוזה עם שוכר זה מסתיים בשנת 2023. ההכנסה משוכר זה תרמה כ-16.2% מסך הכנסות החברה מדמי שכירות בשנת 2005. בישראל יש לחברה שני שוכרים עיקריים, הריבוע הכחול שחזוהו מסתיים בשנת 2013 ואגד בשני חוזים אשר מסתיימים ב-2011 ו-2021. שוכרים אלו תורמים יחד כ-14.4% מסך הכנסות החברה משכירות ומידרוג מעריכה כי שוכרים אלו הינם יציבים.

שוכרים מהותיים

שם שוכר	מועדי פקיעת החוזים	הכנסות ב-2005	שיעור מסך הכנסות ב-2005	הכנסות ב-2004	שיעור מסך הכנסות ב-2004
CGI	2023	34,603	16.2%	32,310	13.9%
ריבוע כחול	בממוצע 2013	19,370	9.0%	18,824	8.1%
אגד	2011, 2021	11,625	5.4%	11,478	4.9%
סה"כ הכנסות משוכרים עיקריים		65,598	30.6%	62,612	26.9%

נדרשת השקעה בחלק ניכר מנכסי החברה

שיעור ניכר מנכסי החברה הינם נכסים אשר נבנו בתחילת שנות ה-90. מידרוג מעריכה כי החברה תאלץ לבצע השקעות בנכסים על מנת לחדש חוזים במחירים טובים ולשמור על שיעורי תפוסה גבוהים.

גורמי סיכון פיננסיים

בשנה האחרונה עליית שווי נכסים מניבים בישראל נבעה בעיקר מצמצום פרמיית הסיכון של המשקיעים לפעילות זו כתוצאה מהתעוררות הביקוש לנכסים

בשנה האחרונה נרשמה עליית שווי נכסים מניבים בישראל. להערכת מדירוג עליה זו נבעה בעיקר מצמצום פרמיית הסיכון אותה דורשים המשקיעים מהשקעות בנכסים מניבים בין היתר על רקע ציפייה להקמת קרנות נדל"ן Real Estate - REIT (Investment Trust). השקתן עשויה ליצור ריווחי הון משמעותיים לבעלי המניות המקוריים של הנכסים. מידרוג מעריכה כי מהלך של עליית שווי נכסים באם אינו מגובה בעלית שכר הדירה מוריד את רמת הוודאות באשר לשווי נכסים בשנים הקרובות. בתקופה האחרונה לא ניכרת מגמה של עליה במחירי השכירות אולם מגמת הירידה שאפיינה את מחירי השכירות בשנים האחרונות ובפרט בענף המשרדים נבלמה. בשיעורי התפוסה מורגשת התאוששות מתונה.

איתנות פיננסית ויחסי כיסוי תואמים את הדירוג, במידה ויחס ההון העצמי לסך המאזן ירד אל מתחת ל-30%, מידרוג תבחן מחדש את הדירוג

יחס ההון העצמי לסך המאזן של החברה עמד נכון ליום 31.12.2005 על כ-19%, ויחס החוב ל-CAP והחוב נטו ל-CAP עמדו על כ-80% ו-76% בהתאמה. לאחר הנפקת ההון בסך של כ-320 מ' ש"ח והנפקת החוב בסך של 700 מ' ש"ח, יעמוד יחס ההון העצמי לסך מאזן על 31% ויחס החוב ל-CAP והחוב נטו ל-CAP יעמדו על כ-65% ו-63% בהתאמה. החברה מתכוונת להרחיב את תיק הנכסים בין היתר באמצעות נטילת אשראי בנקאי. במידה ויחס ההון העצמי לסך המאזן ירד אל מתחת ל-30%, מידרוג תבחן מחדש את הדירוג.

חוב ויחסי איתנות פיננסית

	31.12.2005	פרופורמה לאחר הנפקת הון וחוב*	31.12.2004
חוב פיננסי	1,672,531	1,514,747	1,283,703
חוב פיננסי נטו	1,605,327	1,495,652	1,179,821
הון עצמי לסך מאזן	19%	31%	33%
חוב פיננסי ל-CAP	80%	65%	65%
חוב פיננסי נטו ל-CAP	76%	63%	59%

*מתייחס להנפקת הון בסך של 318 מיליון ש"ח וחוב בסך של עד 700 מיליון ש"ח מזה 200 מיליון ש"ח באמצעות כתבי אופציה ניתנים למימוש באג"ח סדרה א'.

יחסי החוב והחוב נטו ל-FFO נכון ליום 31.12.2005 עמדו על 22.5-123.5 בהתאמה אך אלו מוטים לרעה שכן אינם כוללים את מלוא ה-FFO מנכס שנרכש בקנדה במהלך השנה. לאחר ההנפקה, צפוי שיפור משמעותי של יחסי כיסוי החוב כך שלהערכת החברה, יחס החוב הפיננסי ל-FFO כולל השקעות ב-capex במושכר צפוי לעמוד על כ-14. במידה ויחס החוב נטו ל-FFO בניכוי capex יעלה על 16, מידרוג תבחן מחדש את הדירוג. יחס החוב והחוב נטו ל-EBITDA אשר אינם לוקחים בחשבון את פעילות המימון של החברה עמדו נכון ל-31.12.2005 על 9.3 ו-9.0 בהתאמה ומצביעים על יחסי כיסוי טובים יחסית ותואמים להערכת מידרוג את דירוג החברה. יחסים אלו צפויים אף להשתפר לאחר הסדר אג"ח אילות וההנפקה המתוכננת של החוב וההון.

יחסי כיסוי

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	
89,713	58,404	71,285	FFO (כולל חלק המיעוט בהפסדי חברות מאוחדות), אלפי ₪
188,945	195,150	179,007	EBITDA אלפי ₪
17.7	22.0	23.5	חוב פיננסי ל- FFO
17.3	20.2	22.5	חוב פיננסי נטו ל- FFO
8.4	6.6	9.3	חוב פיננסי ל- EBITDA
8.2	6.0	9.0	חוב פיננסי נטו ל- EBITDA
1.8	1.7	1.4	EBITDA להוצאות מימון

טרם הסתיים תהליך רכישת אג"ח אילות

אילות אשר בה מחזיקה החברה ב-51% ממניותיה ו-100% בשליטה מחזיקה ב-13 נכסים (חלקם יחד עם אמות). כנגד נכסים אלו בשנים 1992-1999 הונפקו אג"ח למשקיעים מוסדיים ולאמות וכן מניות בחברות המחזיקות בנכסים. כנגד אג"ח אלו ניתן שיעבוד קבוע בדרגה ראשונה על הנכסים של אילות. בחברות הבת של אילות (המחזיקות בנכסים) התעוררות החל ממצחית שנת 2002 קשיים אשר הביאו לאי עמידה חלקית בפירעון האג"ח שהונפקו על ידן וזאת עקב גירעונות בהון החוזר הנובעים ממצב שוק הנדל"ן המניב. חברות אלו דחו בהתאם לזכותן חלק מהפירעונות השוטפים של האג"ח במלואם או בחלקם בזנה. הפיגורים בפירעון נמשכו גם לאחר תום שנת הדחיה. יתרת ההתחייבויות הכוללות ליום 31.12.2005 כולל ריבית (לרבות ריבית פיגורים) והפרשי הצמדה הינה כ-1007 מ' ש"ח ומתוכן 768 מ' ש"ח הונפקו לגופים חיצוניים ויתרה בסך 239 מ' ש"ח הונפקה לחברה. על אף כי על פי תנאי אגרות החוב יש אפשרות לבעלי האגרות לדרוש פירעון מוקדם, לא נתקבלה דרישה לפירעון מוקדם עד למועד כתיבת הדוח.

בחודשים אפריל ומאי 2006 התקשרה החברה בהסכמים שונים לרכישת מלוא זכויותיהן של חלק מהמלוות של אגרות חוב והלוואות שונות שיתרתן הכוללת ליום 31.3.2006 הסתכמה ל-440 מ' ש"ח בתמורה ל-400 מ' ש"ח. מתוך הסכום האמור שולמו למועד פרסום התשקיף 310 מ' ש"ח והיתרה בסך של 90 מ' ש"ח עומדות לפירעון בשני תשלומים בשנים 2007-2008. בנוסף, בחודש מאי 2006 התקשרו החברה ושתי חברות בנות של אילות בהסכם עם חלק מבעלי אגרות החוב לסדרת הלוואות שיתרתן הכוללת ליום 31.12.2005 מסכמת ב-190 מ' ש"ח בתנאים הבאים: אגרות חוב בסך של 97 מ' ש"ח יומרו לאגרות חוב חדשות נושאות ריבית שנתית צמודה למדד של כד 5% ועומדות לפירעון על פני תקופה של עד 13 שנים. יתרת 93 מ' ש"ח הומרו לשטרי הון שאינם נושאים ריבית והפרשי הצמדה ואשר יעמדו לפירעון עם מימוש הנכסים או בפירוק החברות הבנות או לאחר שיפרעו מלוא אגרות החוב החדשות ובאם תאפשר זאת פעילותן השוטפת של החברות הבנות. החברה אינה ערבה לאגרות החוב החדשות ושטרי ההון. העלות המופחתת של הנכסים שבבעלות חברות בנות אלו עומד נכון ליום 31.12.2005 על כ-211 מ' ש"ח.

בכוונת החברה להשלים ככל האפשר את רכישת אגרות החוב שהונפקו על ידי אילות הבנות ואת רכישת ההלוואות האחרות שניתנו להן על ידי גופים מוסדיים.

מדיניות דיבידנד – חלוקת לפחות 50% מהרווח הנקי השנתי כדיבידנד לבעלי המניות

דירקטוריון החברה החליט על מדיניות דיבידנד לפיו יחולק דיבידנד בשיעור שלא יפחת מ-50% מהרווח השנתי הראוי לחלוקה בכל שנה, כל עוד חלוקת הדיבידנד אינה פוגעת בתזרים המזומנים של החברה ותוך התחשבות בתכניות העתידיות של החברה להשקעות.

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 ההון העצמי לסך המאזן ירד מ-30%
- הרעה ביחסי כיסוי החוב כך שיחס החוב נטו ל-FFO בניכוי capex יעלה על 16
- ירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד תוך פגיעה בגמישות הפיננסית.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) (מדוח רווח"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך -מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר

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 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 שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, 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 למדרוג 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.