



אמות השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג | דצמבר 2011

מחבר:

נדב גורן - אנליסט בכיר
nadavq@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



אמות השקעות בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: Aa3	דירוג סדרה
-------------------	------------	------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג מ-A1 באופק חיובי ל-Aa3 והצבת אופק דירוג יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אמות השקעות בע"מ (להלן: "אמות" ו/או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה לגיוס אג"ח באמצעות הרחבת סדרה קיימת בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ע.ג. תמורת הגיוס תשמש את החברה לפירעון חובות ולפעילותה השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 20.12.2011. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומאצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט סדרות האג"ח הנכללות בדו"ח זה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.9.11 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1097385	5.6.2006*	4.95%	מדד	1,192	2012-2019
אג"ח ג'	1117357	31.12.2009**	4.90%	מדד	389	2013-2020

* לאחר מועד ההנפקה הראשון חל גידול בהיקף הסדרה עקב הרחבת הסדרה, ביצוע מספר הקצאות פרטיות וכן המרת כתבי אופציה לאג"ח ** לאחר מועד ההנפקה הראשון חל גידול בהיקף הסדרה עקב המרת כתבי אופציה לאג"ח והרחבת

העלאת הדירוג נתמכת בעלייה עיקבית בהיקף פעילותה של החברה ופיזור נכסיה, לרבות פיזור שימושים הכולל, נכון ליום 30.9.11, החזקה בתיק נכסים מניב בשווי של כ- 5.8 מיליארד ₪; נכסי החברה מושכרים בשיעורי תפוסה יציבים וגבוהים העולים על 97%, אשר כאמור, מאופיינים בפיזור גיאוגרפי ותמהיל שימושים ושוכרים נרחב; שיעורי התפוסה הגבוהים לצד ניהול איכותי של הנכסים מאפשרים לחברה לרשום שיעורי ריווחיות תפעוליים גבוהים ותזרימים גבוהים מפעילות ביחס לחברות דומות, הכוללים NOI בהיקף שנתי העולה על 430 מיליון ₪ ו- FFO בהיקף שנתי צפוי של כ- 230-235 מיליון ₪; החברה רושמת גידול מהיר בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים, בין היתר, בזכות הסכמים לקבלת הלוואות ומסגרות אשראי חתומות מבנקים שלא כנגד מתן שיעבודים אלא כנגד עמידה בהתניות פיננסיות כלליות. הסכמים אלו מחזקים את גמישותה הפיננסית של החברה הבולטת לטובה ביחס לחברות מובילות בענף, וכוללת החזקה בנכסים בלתי משועבדים בשווי של למעלה מ- 4 מיליארד ₪ - קרוב לפי 2 מסך החובות הפיננסיים הבלתי מובטחים. נזילותה הפיננסית של החברה טובה אף היא ביחס לצורכי שירות החוב בשנים הבאות וכוללת מזומנים בהיקף של כ- 40 מיליון ₪ ומסגרת אשראי חתומה בלתי מנוצלת בהיקף של כ- 600 מיליון ₪. החברה מציגה יציבות ביחסיה הפיננסיים שהינם טובים, אך אינם בולטים לחיוב לרמת הדירוג הנוכחית. על אף הגידול המשמעותי בהיקף נכסיה של החברה הצליחה החברה לשמור על היציבות ביחסים הפיננסיים ובכללם ביחסי האיתנות וכיסוי החוב וזאת אף בהתחשב חלוקת דיבידנדים בהיקפים משמעותיים.

במהלך שנת 2011 פעלה החברה להרחבת תיק הנכסים ושיפור תמהיל השימושים בנכסים המניבים; תיק נכסי החברה מציג נתוני פעילות טובים ביותר

במהלך שנת 2011 המשיכה אמות בהרחבת תיק הנכסים שבבעלותה. נכון ליום 30.9.2011 עמד שווי של תיק הנכסים על כ- 5.8 מיליארד ₪ בהשוואה לכ- 4.8 מיליארד ₪ נכון ליום 30.9.10, מועד דוח הדירוג הקודם. הגידול בשווי התיק נבע בחלקו משיעור חיובי של הנכסים, גם כתוצאה מעליית המדד שאליו צמודים חוזי השוכרים, אך בעיקר בזכות רכישות נכסים. במהלך שנת 2011 רכשה אמות נכסים מניבים בהיקף של כ- 230 מיליון ₪, מרביתם נכסים לוגיסטיים. רכישות אלו, אשר הגדילו את חלקו של המגזר הלוגיסטי בתיק הנכסים, הינן חיוביות בכך שמשפרות את תמהיל הפעילות המוטה משרדים ומסחר.

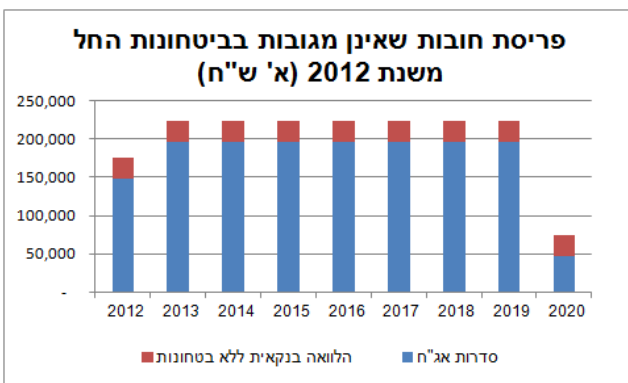
נכסי החברה ממוקמים ברובם באזורי ביקוש ורושמים שיעורי תפוסה יציבים וגבוהים לאורך זמן של למעלה מ- 95%. שיעורי התפוסה הגבוהים, לצד ניהול איכותי של הנכסים מאפשרים לחברה לרשום שיעורי רווחיות טובים ותזרים NOI משמעותי בהיקף שנתי הנאמד ע"י מידרוג בלמעלה מ- 430 מיליון ₪.

על אף שיעיקר פעילותה מתמקד בהחזקה בנדל"ן מניב, עוסקת החברה בשנים האחרונות גם בייזום והקמה של נכסים מניבים. נכון ליום 30.9.2011, מהווה סעיף נכסים מניבים בהקמה כ- 9% מסך המאזן, והוא כולל בעיקרו הקמה של 2 מבני משרדים בהיקף של עשרות אלפי מ"ר לשיווק כל אחד בפ"ת ובר"ג. השלמה ואכלוס הפרויקטים (הצפויה משנת 2013 ואילך) תביא לגידול ניכר בהיקף הפעילות, אך עלולה להעיב עד אז על יחסי האיתנות וכיסוי החוב.

מדיניות החברה ממוקדת בהגדלת היקף הנכסים הבלתי משועבדים, באופן שתומך בגמישות הפיננסית; החברה נהנית מנזילות וגמישות פיננסית הבולטות לטובה בהשוואה ענפית ומלוח סילוקין נוח בפריסה אחידה

בחודש יוני 2011 חתמה החברה על הסכם לקבלת הלוואה בנקאית ע"ס 500 מיליון ₪ צמודת מדד בריבית שנתית של 4.3%. הלוואה אינה מובטחת בשעבודים כלשהם, אלא מותנית בעמידת החברה ביחסים פיננסיים. גם מסגרות האשראי הבנקאיות החתומות של החברה ע"ס 600 מיליון ₪ (אשר נכון למועד הדוח, אינן מנוצלות) ניתנו כנגד התניות פיננסיות ולא כנגד שיעבודים. תנאים מעין אלו אינם שכיחים בהלוואות בנקאיות בהיקפים כאלו ומעידים, להערכת מידרוג, ראשית על חוסנה הפיננסי הגבוה של החברה, המשליך על כוח המיקוח של החברה אל מול המערכת הבנקאית ושנית על מדיניות החברה השמה דגש על הגדלת היקף הנכסים הבלתי משועבדים. מידרוג רואה לחיוב מדיניות זו, אשר מאפשרת, כאמור, גידול מהיר בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים ואף אינה נותנת עדיפות לחוב מסוים על פני

חובות אחרים. נכון לתום הרבעון השלישי של שנת 2011, עומד היקף הנכסים הבלתי משועבדים על כ- 4.1 מיליארד ₪ (גידול של כ- 1 מיליארד ₪ ביחס לתקופה המקבילה אשתקד) המגלם יחס נכסים לא משועבדים לחוב לא מובטח (כולל חוב בנקאי לא מובטח) של כ- 2. יחס זה הינו בולט לטובה בהשוואה ענפית ומגלם גמישות פיננסית גבוהה ביותר. נזילות החברה טובה אף היא ביחס לצורכי שירות החוב בשנים





הקרובות ומסתמכת, מלבד התזרימים השוטפים הגבוהים מפעילות, על מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף של 600 מיליון ₪.

על אף גידול רציף בהון העצמי רושמת החברה יציבות ביחסים הפיננסיים, כתוצאה מהרחבת הפעילות, הנעשית אף באמצעות הון זר, ומדיניות לחלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי

החברה מציגה פרופיל פיננסי איתן הכולל, בין היתר, רמת חוב נמוכה ביחס להיקף הפעילות ולתזרימי המזומנים השוטפים. כך, יחס האיתנות - חוב ל- CAP נמוך בשנים האחרונות באופן עקבי מ- 60% יחס הכיסוי חוב ל- FFO נמוך לרוב מ- 20. רווחים שוטפים מפעילות לצד מספר הנפקות הון שביצעה החברה בשנים האחרונות הביאו לגידול משמעותי בהיקף ההון שגדל מכ- 1.2 מיליארד ₪ בסוף שנת 2008 לכ- 2.5 מיליארד נכון ל- 30.9.11. על אף גידול זה בהון העצמי החברה לא הציגה שיפור דומה ברמת האיתנות הכוללת וזאת לאור מדיניות ההתרחבות בה היא נוקטת הממומנת בחלקה באמצעות הון זר והן בשל חלוקת דיבידנדים. אף שיחסים אלו אינם בולטים לטובה ברמת דירוגה הנוכחי, יצוין כי עצם הצלחת החברה לשמור על יציבות ביחסים הפיננסיים, על אף הרחבת הפעילות, מהווה גורם חיובי.

יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.9.2011	
314,131	355,230	420,128	365,182	הכנסות
269,736	310,871	369,214	321,937	רווח גולמי
132,399	235,050	273,647	100,654	התאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
361,315	503,608	608,334	390,016	רווח מפעולות רגילות
160,842	215,630	191,442	194,746	הוצאות מימון, נטו
23,941	-43,889	29,542	13,289	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
161,119	332,038	377,491	197,560	רווח נקי (הפסד)
3,605,402	4,310,367	5,427,587	5,815,759	נדל"ן להשקעה
592,506	469,976	43,856	38,291	יתרות נזילות
2,970,199	3,075,046	3,342,229	3,660,554	חוב פיננסי*
2,377,693	2,605,070	3,298,373	3,622,263	חוב פיננסי* נטו
4,452,123	5,079,110	5,918,750	6,368,358	*CAP
3,859,617	4,609,134	5,874,894	6,330,067	*CAP נטו
1,236,078	1,806,540	2,346,251	2,460,587	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,635,015	5,278,784	6,264,438	6,684,458	סך מאזן*
66.7%	60.5%	56.5%	57.5%	חוב פיננסי* ל- *CAP
61.6%	56.5%	56.1%	57.2%	חוב פיננסי* נטו ל- *CAP נטו
26.7%	34.2%	37.5%	36.8%	הון עצמי למאזן*
142,070	138,242	208,126	176,785	**FFO
20.9	22.2	16.1	15.5	חוב ל- **FFO, במונחים שנתיים
16.7	18.8	15.8	15.4	חוב נטו ל- **FFO, במונחים שנתיים

* בנטרול פיקדון המשועבד כנגד חוב ** בנטרול פעילות שהופסקה

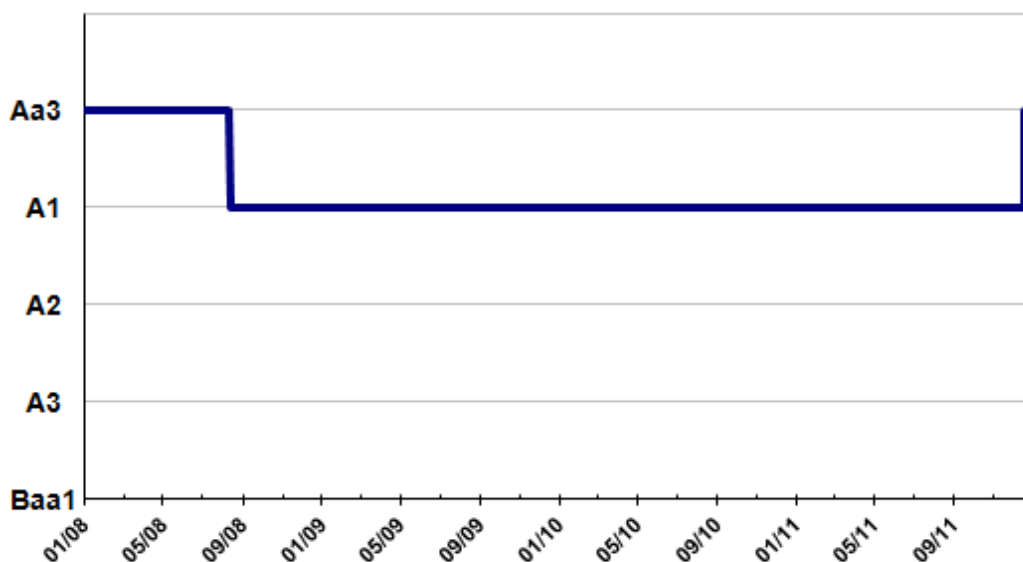
גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- הקטנת רמת המינוף הכוללת ושיפור משמעותי ביחסי האיתנות, לאורך זמן
- שיפור משמעותי ביחסי כיסוי החוב, לאורך זמן
- שמירה לאורך זמן על הרמה הנוכחית של היחס נכסים בלתי משועבדים לחוב אג"ח

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה וירידה במחירי שכירות
- ירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד וקווי אשראי לא מנוצלים תוך פגיעה בגמישות הפיננסית ונזילות החברה
- הרעה משמעותית ברמת האיתנות של החברה ויחסי הכיסוי
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר תפגע באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

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

נכון ליום 30 בספטמבר 2011, כוללים נכסי אמות (במישרין ובעקיפין) 93 נכסים מניבים, בשטח כולל של 582 אלפי מ"ר ובנוסף 215 אלפי מ"ר חנייה מקורה. בבעלות החברה נכסי נדל"ן להשקעה בהיקף של כ- 5.8 מיליארד ₪ המושכרים בשיעור תפוסה ממוצע של כ-97.2%. 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 בחו"ל נמכרה 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- 61%, ומגדל חברה לביטוח בכ- 15.2%.

מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.](#)

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה, נובמבר 2008.](#)

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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 שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 מניפק, 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 (Moody's) (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.