



## אמות השקעות בע"מ

### נייר ערך מסחרי

דו"ח דירוג ראשוני | דצמבר 2014

1

**מחברת:**

אנה אייזנברג בן לולו - אנליסטית  
[Annaa@midroog.co.il](mailto:Annaa@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## אמות השקעות בע"מ

סכום ההנפקה: עד 300 מיליון ש"ח	דירוג: P-1	דירוג ניירות ערך מסחריים
--------------------------------	------------	--------------------------

### כללי

אמות השקעות בע"מ (להלן "החברה" או "אמות") עוסקות 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 30.09.2014, נכסי אמות כוללים (במישרין ובעקיפין) כ- 94 נכסים מניבים, ו-3 נכסים בשלבי הקמה. בבעלות החברה נכסי נדל"ן להשקעה בהיקף של כ-8 מיליארד ₪ (בהתאם למאזן מאוחד מורחב שפרסמה החברה, כולל נכסים בהקמה) המושכרים בשיעור תפוסה ממוצע של כ-94.2%. הנכסים הינם מגוונים וכוללים מבני משרדים, מרכזים מסחריים, מרכזים, תחנות תחבורה 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 מניויתיה נסחרות בבורסה בתל אביב. נכון למועד הדוח מחזיקה (אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ) בכ- 59%, ומגדל חברה לביטוח בכ- 13%.

החברה מעוניינת להנפיק ניירות ערך מסחריים (להלן: "נע"מ"), בהיקף של עד 300 מיליון ₪, לצורך פירעון של חוב קיים ופעילות שוטפת של החברה. החברה התחייבה לשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה הנע"מ לפחות. הנע"מ יונפקו לתקופה של 90 יום ויתחדשו לתקופות נוספות בנות 90 יום, בכפוף לדירוג P-1 בתוקף. תוקף דירוג זה הינו עד ליום 31.12.2015.

### גורמי תמיכה עיקריים

- החברה פועלת בישראל למעלה מ-50 שנה בניהול ואחזקה, ייזום והקמה ורכישה של נדל"ן מניב ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול נכסים מניבים הן בתחום המשרדים והן נדל"ן מניב מסחרי.
- יציבות בהכנסות החברה מהשכרת נכסיה המניבים.
- יציבות בשיעורי התפוסה הגבוהים בנכסי החברה.
- גמישות פיננסית בולטת לטובה של החברה, המתבטאת, בין היתר, בנכסים לא משועבדים בהיקף שווה של כ- 5.5 מיליארד ₪ נכון ליום 30.09.2014.
- איתנות פיננסית גבוהה.
- יחסי כיסוי בולטים לטובה ותזרים FFO המגלם קצב שנתי של כ-271 מיליון ₪, בהתאם לנתוני הרבעון השלישי של החברה לתקופה של 9 חודשים (תזרים FFO הכולל נכסים המוצגים לפי שיטת השווי המאזני, מגלם קצב שנתי של כ- 290 מיליון ₪ בהתאם לנתונים המוצגים בדוחותיה הכספיים של החברה).
- החברה התחייבה לשמור על מסגרות אשראי חתומות פנויות בגובה הנע"מ לאורך כל תקופת הנע"מ.
- במהלך חודש אוגוסט 2014 חתמה החברה על הסכם מימון מחדש אשר במסגרתו פרעה החברה בפירעון מוקדם הלוואות בנקאיות בסך של כ-680 מיליון ₪, בריבית ממוצעת של כ-4.9% (מח"מ של כ-1.8) ובמקומן הועמדו לחברה הלוואות חדשות בריבית משוקללת של כ-3.23% (כולל עמלת פירעון מוקדם) לתקופה של 6 שנים. הארכת ההלוואות ובעיקר הורדת הריבית תורמים לנראות התזרים העתידי של החברה.

### גורמי סיכון עיקריים

- חשיפת החברה לשינויים בשווי נכסיה המניבים
- קיטון בתזרים השנתי הצפוי מהשכרת נכסיה המניבים
- השקעות נוספות, פרט לאלו שהוצגו למידרוג

## דירוג לז"ק - כללי

הדירוג לזמן קצר מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, *Aa3*, באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות שלה. ניתוח הנזילות כולל, בין היתר, בחינת מסגרות האשראי שקיבלה החברה מהבנקים, ניתוח פעילות החברה, המזומנים מפעילותה השוטפת, השקעות צפויות ועוד. כל אלה מעידים על רמת נזילות החברה ועל יכולתה לפרוע את התחייבויותיה השוטפות.

## ניתוח הנזילות של החברה

בניתוח הנזילות של החברה נבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים: מזומנים, מסגרות האשראי הבנקאי שאינן מנוצלות, הכנסות מדמי שכירות, הוצאות תפעוליות שוטפות, השקעות צפויות, פירעון חוב וכדומה, כמפורט להלן:

### מקורות לתקופה:

- לחברה מזומנים בקופה בהיקף של כ- 42 מיליון נכון ליום 30.09.2014.
- לחברה שתי מסגרות אשראי חתומות מהמערכת הבנקאית האחת בגובה 400 מיליון ש"ח והשנייה בגובה 200 מיליון ש"ח. נכון ליום 11.12.2014 לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בגובה של 512 מיליון ש"ח כאשר האחת (בגובה 400 מיליון ש"ח) בתוקף עד לשנת 2017 והשנייה (בגובה 200 מיליון ש"ח) בתוקף עד לסוף שנת 2015 (נכון למועד הדו"ח לחברה מסגרת אשראי מנוצלת בסך 87 מיליון ש"ח מתוך מסגרת האשראי בגובה 400 מיליון ש"ח). החברה התחייבה לשמור על מסגרות אשראי פנויות בגובה הנ"מ. נציין, כי החברה אינה מחוייבת בשמירה על אמות מידה פיננסיות מהותיות למסגרות אלו. בחישוב הנזילות נבחנו תרחישי רגישות שלא לקחו בחשבון את מסגרת האשראי בסך 200 מיליון ש"ח אשר תוקפה הוא עד לסוף שנת 2015.
- נכסיה מניבים NOI בגובה של כ-351 מיליון ש"ח נכון ליום 30.09.2014 (NOI הכולל איחוד יחסי של נכסים המוצגים בדוחות החברה לפי שיטת השווי המאזני עומד על כ-371 מיליון ש"ח בהתאם לנתונים המוצגים בדוחותיה הכספיים של החברה). בחישוב הנזילות נבחנו תרחישים לירידה של כ-10% ב-NOI. כמו כן, נבחנו הכנסות החברה בשנים הקודמות ויציבות בשיעורי התפוסה.

### שימושים בתקופה:

- הוצאות מימון תזרימיות, לרבות החזרי קרן הלוואות ואג"ח והוצאות תפעול שוטפות, בהתאם לנתוני החברה.
- השקעותיה הצפויות של החברה במהלך השנה הקרובה.
- דיבידנד רבעוני בגובה של כ-47 מיליון ש"ח, בהתאם לנתוני החברה.

## סיכום

בהתחשב בדירוג החברה לזמן ארוך ומניתוח הנזילות של החברה עולה, כי רמת נזילות החברה עומדת בצורה טובה בדירוג לזמן קצר P-1.

מודל הנזילות מתייחס לשלוש רמות - *Good, Excellent* ו- *Adequate*. נציין, כי תוצאות החברה לפי המודל עומדות על רמת נזילות *Excellent*.

## אופק דירוג

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירת מסגרות אשראי פנויות ביחס של 1:1 לניירות הערך המסחריים
- ירידה משמעותית בדירוג החברה
- שינויים בהסכמים ובאמות המידה הפיננסיות של החברה עם הבנקים
- צורכי השקעה נוספים, מעבר לאילו שהוצגו למידרוג
- שינויים בתזרים שהוצג למידרוג המובילים להרעה במצב נזילותה

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

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

הדירוגים לזמן קצר של *Moody's* מתארים את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות לזמן קצר. את הדירוגים ניתן להחיל על מנפיקים, הנפקות ספציפיות ומכשירים פיננסיים. ככלל, התחייבויות לזמן קצר הן התחייבויות לתקופה שאינה עולה על 13 חודשים, אלא אם כן יצוין אחרת.

סמל	הגדרה
<b>Prime - 1</b>	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדרגים בדירוג P-1 הם בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
<b>Prime - 2</b>	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדרגים בדירוג P-2 הם בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
<b>Prime - 3</b>	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדרגים בדירוג P-3 הם בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
<b>N - P</b>	מנפיקים אשר אינם משתייכים לאף אחת מהקטגוריות שלעיל.

### Short-term vs. Long term Ratings

	Long Term	Short Term
<b>Investment Grade</b>	Aaa	Prime - 1
	Aa1	
	Aa2	
	Aa3	
	A1	Prime - 2
	A2	
	A3	
	Baa1	Prime - 3
	Baa2	
Baa3		
<b>Speculative Grade</b>	Ba1	Not Prime
	Ba2	
	Ba3	
	B1	
	B2	
	B3	
	Caa1	
	Caa2	
	Caa3	
	Ca	
C		

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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](http://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 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. 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.