



אמות השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג | מאי 2013

1

מחברת:

ענבל שלו - אנליסטית
inbals@midroog.co.il

אנשי קשר:

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



אמות השקעות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Aa3 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אמות השקעות בע"מ (להלן: "אמות" ו/או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה לגיוס אג"ח באמצעות הרחבת סדרה קיימת, בהיקף של עד 500 מיליון ₪ ע.ג. תמורת הגיוס תשמש את החברה לפירעון חובות ולפעילותה השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 27.5.2013. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

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 31.03.13 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1097385	5.6.2006	4.95%	מדד	1,056	2013-2019
אג"ח ב' (*)	1126630	2.7.2012	4.80%	מדד	342	2019-2022
אג"ח ג'	1117357	31.12.2009	4.90%	מדד	736	2013-2020

2,134

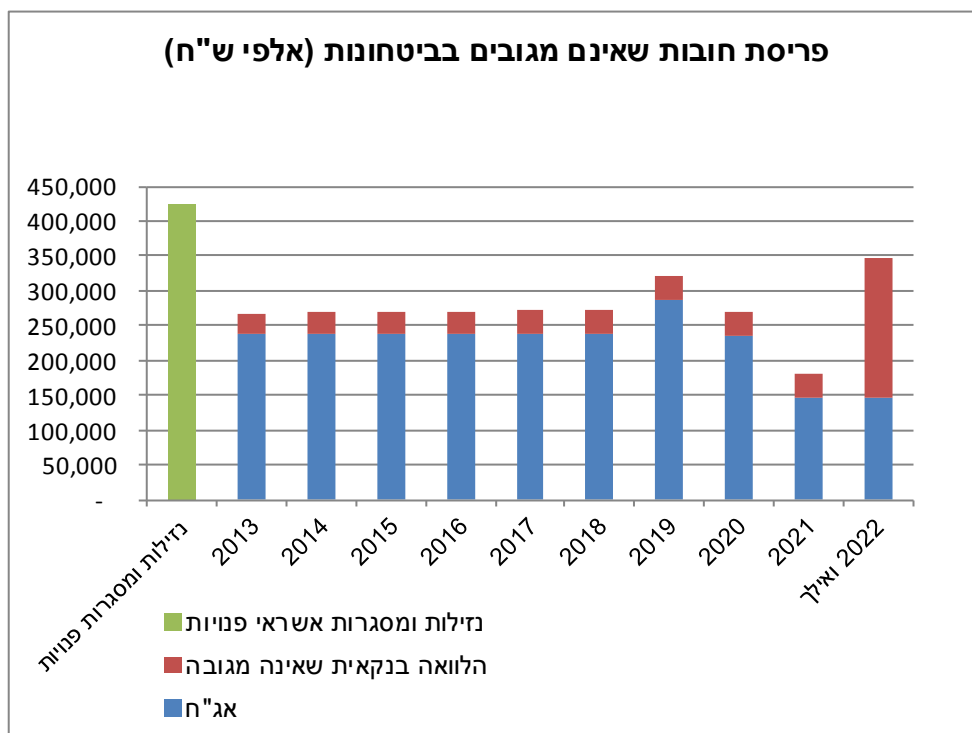
(*) לאחר תאריך המאזן הורחבה סדרה ב' בכ- 136 מיליון ₪ ע.ג.

אישור מחדש של הדירוג ושל אופק הדירוג נתמך בנתוני הפעילות האיכותיים של תיק הנכסים המניבים שבבעלות החברה, ששווי עומד, נכון ליום 31.3.2013, על למעלה מ- 6 מיליארד ₪. בנוסף, בחודשים האחרונים הרחיבה החברה את מצבת נכסיה ע"י רכישת מקבץ נכסים נוסף ביהוד, הנשכר על ידי חברת HP, וכן רכשה זכויות נוספות בפארק התעשייה ברחובות, כך ששיעור החזקתה בנכס עומד כיום על 91%. מרבית נכסי החברה ממוקמים באיזורי ביקוש ומאופיינים בתמהיל שימושים מגוון ושיעורי תפוסה גבוהים ביותר, העולים באופן קבוע על 95%, ועומדים על כ- 96.6% נכון ל- 31 במרץ 2013; איכותו הגבוהה של תיק הנכסים מאפשרת לחברה לרשום תזרימים יציבים מפעילות ובהיקפים משמעותיים ואף לרשום יחס כיסוי חוב ל- FFO סביר לרמת הדירוג, של כ- 15-16; החברה פועלת להקמת 2 נכסי משרדים גדולים בר"ג ופ"ת. השלמת הנכס בפ"ת צפויה בחודשים הקרובים והשלמת הנכס בר"ג צפויה במהלך שנת 2015. על אף שנכסים אלו צפויים להוות מנוע צמיחה חשוב בפעילות, מעריכה מידרוג, כי הקמתם ואיכלוסם עלולים להביא במהלך השנה הקרובה לשחיקה מסוימת במדדים התפעוליים והפיננסיים של החברה; גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לטובה בהשוואה לחברות נדל"ן בישראל, כפי שבאה לידי ביטוי במסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף של כ- 370 מיליון ₪, נכון למועד דוח זה, ובנכסים בלתי משועבדים בשווי של כ- 4.8 מיליארד ₪ - פי 1.8 מסך חובות האג"ח וההלוואות הבנקאיות ללא בטחונות. מקורות אלו, בשילוב תזרים ה- FFO השוטף, הנאמד ע"י



מידרוג בכ- 250-245 מיליון ₪ בשנה, הינם גבוהים ביחס לצורכי שירות החוב של החברה בשנים הבאות, גם בהתחשב במדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה, המהווה כ- 60% מתזרים ה-FFO.

להרחבת שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחודש ינואר 2013



יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	31.3.2012	31.12.2012	31.03.2013	
420,128	493,221	127,020	519,528	132,761	הכנסות
369,214	434,409	111,926	458,300	117,452	רווח גולמי
273,647	117,269	0	87,912	0	התאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
608,334	511,673	102,150	503,323	106,435	רווח מפעולות רגילות
191,442	229,243	37,219	214,523	41,929	הוצאות מימון, נטו
29,542	152,607	19,092	68,213	13,811	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
377,491	143,231	44,924	216,838	48,363	רווח נקי (הפסד)
5,427,587	5,826,830	5,866,941	6,131,477	6,207,828	נדל"ן להשקעה
43,856	196,265	244,100	193,073	53,053	יתרות נזילות
3,320,029	3,803,630	3,836,004	3,992,671	3,973,187	חוב פיננסי*
3,276,173	3,607,365	3,591,904	3,799,598	3,920,134	חוב פיננסי נטו *
5,896,550	6,568,247	6,632,142	6,883,034	6,912,678	CAP
5,852,694	6,371,982	6,388,042	6,689,961	6,859,625	CAP נטו
2,346,251	2,383,158	2,393,752	2,457,295	2,475,540	הון עצמי זכויות מיעוט
6,276,033	6,893,582	7,010,706	7,309,570	7,272,725	סך מאזן
6,154,864	6,776,595	6,893,597	7,202,687	7,173,821	סך מאזן בנטרול פיקדון משועבד
56.3%	57.9%	57.8%	58.0%	57.5%	חוב פיננסי ל- CAP
56.0%	56.6%	56.2%	56.8%	57.1%	חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו
37.4%	34.6%	34.1%	33.6%	34.0%	הון עצמי זכויות מיעוט למאזן
38.1%	35.2%	34.7%	34.1%	34.5%	הון עצמי למאזן בנטרול פיקדונות משועבדים
58.4%	59.7%	59.6%	59.6%	58.9%	חוב פיננסי בנטרול פיקדון משועבד ל- CAP
208,126	242,155	62,841	249,103	65,019	FFO (בנטרול פעילות שהופסקה)
16	16	15	16	15	חוב ל- FFO*, במונחים שנתיים
16	15	14	15	15	חוב נטו ל- FFO*, במונחים שנתיים

* הנתונים מנוטרלים יתרת פיקדון משועבד ויתרות בגין פעילות שהופסקה
 ** הנתונים מבוססים על הדוח המאוחד המורחב של החברה, כפי שהתפרסמו בדוחותיה הכספיים ליום 31.03.2013

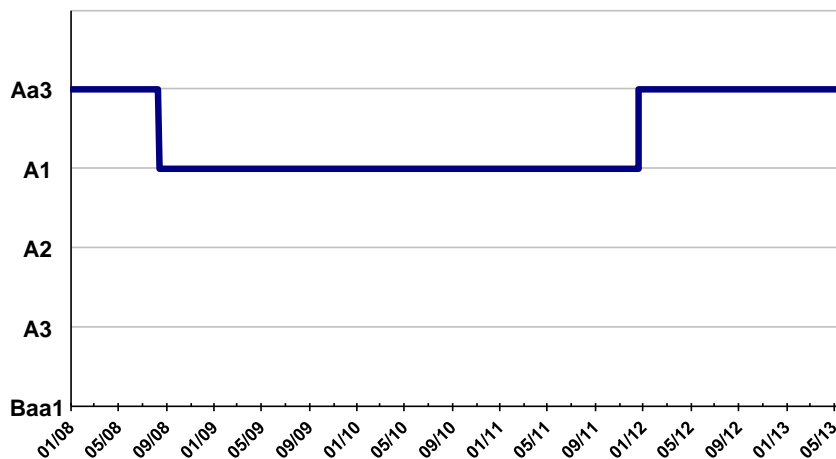
גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- 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 ברמות האיתנות ויחסי הכיסוי של החברה
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר תפגע באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה

היסטוריית דירוג



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 31 במרץ 2013, כוללים נכסי אמות (במישרין ובעקיפין) 91 נכסים מניבים, בשטח עילי כולל להשכרה של כ- 610 אלפי מ"ר ובנוסף כ- 240 אלפי מ"ר שטחי חנייה מקורה. בבעלות החברה נכסי נדל"ן להשקעה בהיקף של כ- 6 מיליארד ש"ח, המושכרים בשיעור תפוסה ממוצע של כ-96.6%. 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- 63%, ומגדל חברה לביטוח בכ- 15%.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מועד פרסום הדוח: 27.05.2013

תאריך דוח קודם: 24.01.2013

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.



דו"ח מספר: CRA080513500M

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") 2013.

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. 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 שהמניפקים 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.