

# אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

מעקב | דצמבר 2024

## אנשי קשר:

אלכסנדר ארליך  
אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[Alexander.E@midroog.co.il](mailto:Alexander.E@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראשת תחום נדל"ן  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות החוב (סדרות ט', י', יא', יב', יג') שהנפיקה אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "החברה") וקובעת דירוג מנפיק זהה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
אג"ח ט'	1820190	A2.il	יציב	01/07/2025
אג"ח י'	1820208	A2.il	יציב	01/09/2027
אג"ח יא'	1820281	A2.il	יציב	31/03/2030
אג"ח יב'	1820331	A2.il	יציב	31/03/2031
אג"ח יג'	1207158	A2.il	יציב	05/04/2034

### שיקולים עיקריים לדירוג

- שוק הגדלן למשרדים במדינות בהן פועלת החברה מאופיין בסביבה כלכלית חזקה, לצד האטה בביקוש ולחצי מחיר בתחום המשרדים בישראל.** עיקר פעילות החברה הינה החזקת נדל"ן מניב בתחום המשרדים בישראל, קנדה, פולין ובלגיה. החברה פועלת במדינות בעלות דירוגי אשראי גבוהים אשר מאופיינות בסביבה כלכלית חזקה ויציבה לאורך זמן. בסקטור המשרדים בישראל, נמשכת ההאטה בביקושים מאז המחצית השנייה של 2022, המתבטאת בהתארכות משך זמן השיווק של שטחי משרדים חדשים ושטחים שהתפנו, התקצרות מח"מ החוזים החדשים, גידול בהשכרות משנה על ידי שוכרים ולחץ על מחירי השכירות בשל כך. המגמה השלילית הינה בשל הריבית הגבוהה ובתוך כך האטה בהיקף ההשקעות בסקטור ההייטק שהיווה מנוע חזק לביקושים למשרדים בישראל וכמו כן בשל הימשכות מלחמת "חרבות ברזל". עם זאת שוק המשרדים בתל אביב מגלה יציבות יחסית. נציין כי שוכרים מתחומים המוערכים על ידי מידרוג כדפנסטיביים יחסית, מהווים כ- 60% מהחשיפה הענפית של תיק הנכסים של החברה בישראל. בשוק המשרדים צפון אמריקה ניכרת היחלשות מזה מספר שנים ממושך, לרבות בטורנטו בה פועלת החברה, והיא נובעת ממגמה המשותפת לערים מרכזיות רבות בעולם, של העדפה למשרדים חדישים ובעלי מעטפת שירותים על חשבון משרדים ותיקים, תמורות במבנה העבודה ובטעמי המעסיקים ועליית הריבית.
- מצבת נכסים המאופיינת בפיזור גלובלי, לצד חשיפה לנכס עיקרי בישראל.** לחברה היקף מאזן הבולט לחיוב לרמת הדירוג בסך כ- 5.7 מיליארד ש"ל - 30.09.2024, אשר על פי תרחיש הבסיס של מידרוג צפוי לשמור על רמתו בשנים 2024-2025, ומאופיין בפיזור גלובלי באופן התומך בפרופיל העסקי. נכסי החברה בישראל מאופיינים במיצוב גבוה וביעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. בנכסי החברה בפולין, אשר כמחציתם ממוקמים ברובע מוקוטוב בעיר וורשה, נרשם שיפור מסוים בשיעורי תפוסה בשנה האחרונה, עם תפוסה ממוצעת של כ- 83% ל- 30.09.2024 לעומת כ- 80% ל- 31.12.2023. בנכסי החברה בקנדה, אשר כמחציתם ממוקמים במרכז העיר טורנטו, נרשמה ירידה קלה בשיעורי התפוסה בעיקר לאור עזיבות שוכרים. הנכס העיקרי של החברה "אדגר 360" מהווה כ- 70% משווי נכסי החברה בישראל וכ- 28% מסך שווי הנכסים ל- 30.09.2024.
- מינוף החברה גבוה ביחס לרמת הדירוג, יחס כיסוי חוב נטו ל- FFO איטי לאור הוצאות מימון כבדות.** יחס חוב נטו ל- CAP נטו עמד על כ- 67.4% נכון ל- 30.09.2024, בהשוואה לשיעור של כ- 66% לסוף שנת 2023 ולסוף שנת 2022 ובהשוואה לכ- 64% בסוף שנת 2021. העלייה במינוף בשנים האחרונות נבעה בשל השקעות שביצעה החברה ברכישת נכסים מניבים, בייזום ובנכסים קיימים. יחס המינוף צפוי לקטון מעט ולנוע בטווח של 65%-67% בשנים 2024-2025 בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג ולהערכת מידרוג כי החברה תחתור להקטנת המינוף. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, FFO צפוי לנוע בטווח 115-130 מ' ש"ל בשנה בשנים 2024-2025, בהשוואה לכ- 118 מ' ש"ל ב- 12 החודשים עד ל- 30.09.2024 וכ- 130 מ' ש"ל בשנת 2023.

- **מסגרות אשראי חתומות מבנקים ושיעורי LTV נמוכים בנכסים המניבים תורמים לגמישות הפיננסית, מנגד מיעוט נכסים שאינם משועבדים וחיפה לשינויים בשערי מט"ח.** לחברה מיעוט נכסים בלתי משועבדים במידה הפוגעת בגמישותה הפיננסית. בד בבד, יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה של כ- 34% ליום 30.09.2024 בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג ותורם לגמישות הפיננסית. יחס מתון זה נגזר מכך שהנכס המרכזי של החברה בישראל אדגר 360 משועבד לטובת מסגרות אשראי שאינן מנוצלות. נזילות החברה נשענת על יתרות נזילות בסך כ- 224 מ' ש"ח ליום 30.09.2024 וכן מסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בסך כ- 698 מ' ש"ח. לחברה תזרים תפעולי יציב יחסית מהנכסים המניבים אולם למול זאת צורכי השקעות בשימור ושיפור הנכסים וחליוות קרן אג"ח בשנת 2025 בסך כ- 350 מ' ש"ח על פי לוחות סילוקין. כמו כן, לחברה חיפה לשינויים בשערי מט"ח מסוג אירו, זלוטי ודולר קנדי הממותן על ידי ביצוע השקעות ונטילת הלוואות במטבע המקומי במדינות הפעילות וביצוע עסקאות הגנה מסוג פרווד וצילינדר.

**תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2025 מניח, בין היתר, יציבות תפעולית בנכסים המניבים, תזרים בגין מכירת נכס בישראל שנכון ל- 30.09.2024 נמצא במו"מ מתקדם למכירתו, השקעות הוניות בעיקר בנכסים הקיימים והתאמתם לשוכרים חדשים, המשך השקעות בהסבת שטחים פנויים לחללי עבודה משותפים במו"מ החברה "ברייין-אמבסי" והמשך הקמת חניון תת קרקעי והכנה לדאטה סנטר בפתח תקווה. כמו כן, תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון הגדלת מימון על נכסים מובטחים באמצעות מימון מחדש של הלוואות וקבלת מימון נוסף כנגד שעבוד נכסים נוספים שתתרום לעיבוי נזילות, הותרת מסגרות אשראי פנויות לפחות בהיקף הקיים, אמורטיזציה בנקאית שוטפת וכן פירעון שוטף וגיוס אגרות חוב. במסגרת תרחיש הבסיס מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, באשר לשחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה והשפעת עלייה במדד המחירים לצרכן על חוב האג"ח.**

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, כי בטווח התחזית החברה תציג יציבות בביצועים התפעוליים ולא תגדיל את המינוף הפיננסי תוך שמירה על נזילות וגמישות פיננסית הולמות ביחס לדירוג.

## גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת דירוג

- גידול משמעותי בהיקף התזרים מפעילות שוטפת
- שיפור ביחסי הכיסוי והמינוף

## גורמים אשר עשויים להורדת דירוג

- שחיקה ביחסי הכיסוי והמינוף לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- שחיקה בנזילות החברה לאורך זמן

## אדגר השקעות ופיתוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ש"ח

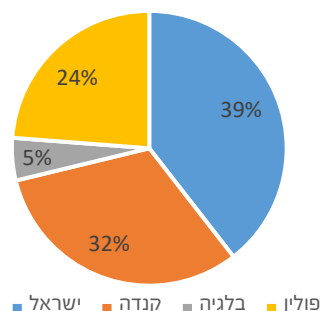
31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024	
4,812	4,927	5,462	5,655	5,741	סך מאזן
3,205	3,172	3,651	3,717	3,832	חוב פיננסי ברוטו
424	285	457	252	224	מזומנים ושווי מזומנים
65.8%	64.0%	66.1%	66.2%	67.4%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
30	29	29	27	30	חוב פיננסי נטו / LTM FFO

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### סביבת הפעילות הכלכלית של נדל"ן מניב למשרדים בישראל בולטת באיתנותה אולם מצויה תחת אתגרים, כך גם בקנדה, לצד המשך שיפור בסביבת הפעילות בפולין

תרשים 1: התפלגות שווי הוגן של נכסי החברה בחלוקה לפי מדינות ליום 30.09.2024:

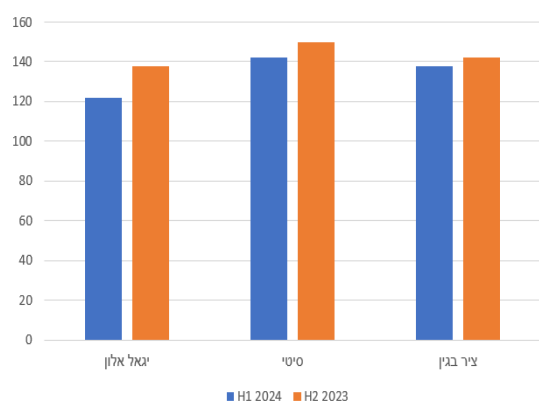


### סביבת הפעילות בישראל:

על פי Moody's, פרופיל האשראי של ישראל (Baa1 Neg) מפגין עמידות חזקה בפני זעזועים כלכליים ולזעזועים חיצוניים, אך בשנה האחרונה חלה עלייה בסיכון הפוליטי ובעקבות מלחמת "חרבות ברזל" Moody's הציבה את דירוג המדינה במעקב עם השלכות שליליות כדי לבחון את השפעותיה על כלכלת ישראל. באוקטובר 2024, בנק ישראל<sup>1</sup> עדכן מטה את תחזית צמיחת התוצר בשנים 2024-2025 בשל סביבה אינפלציונית גבוהה יותר מהצפי והימשכות המלחמה. שיעור התוצר בישראל צפוי לצמוח ב-0.5% בשנת 2024 וב-3.8% בשנת 2025, חלף תחזית של 4.2% טרם פרוץ המלחמה. עוד מעריך הבנק המרכזי כי האינפלציה צפויה להתמתן בשנת 2025 בשל הפגיעה בסנטימנט הצרכני ובביקוש לצריכה והריבית צפויה לעמוד על 4.5% ברבעון השלישי של שנת 2025.

תרשים 2: מרכז עסקים ראשי תל אביב - דמי שכירות ממוצעים למ"ר, H2 2023 - H1 2024:

Table 1



מקור: דוח נת"ם ועיבודי מידרוג

על פי הסקירה של נת"ם<sup>2</sup> אודות שוק המשרדים בישראל במחצית הראשונה של שנת 2024, קיימת האטה בביקושים וירידה בתפוסות ובדמי השכירות, לאור ההאטה המתמשכת במגזר ההייטק. קיימת הבחנה בין תל אביב לבין המעגלים המקיפים אותה, כאשר שוק המשרדים בתל אביב אמנם מציג תיקונים כלפי מטה במחירי השכירות אך מפגין יציבות, עם שיעורי תפוסה ממוצעים גבוהים מאוד של כ-96% בצירי מנחם בגין-שרונה-יגאל אלון ודמי שכירות ממוצעים בטווח 120-140 ש"ח למ"ר. יצוין כי בישראל, בדומה ליתר המדינות בהן פועלת החברה, הנכסים הזוכים לביקושים גבוהים במיוחד הם אלו המאופיינים באיכות גבוהה מאוד וזאת על חשבון נכסים ותיקים או מיושנים. בשל כך בעלי נכסים נדרשים להשקעות משמעותיות בשימור ושידרוג נכסים והתאמתם לדרישות השוכרים.

<sup>1</sup> התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, אוקטובר 2024  
<sup>2</sup> דוח נת"ם, חציון 1 2024

לאור הימשכות המלחמה בישראל, ישנו סיכון מוגבר להאטה בכלכלת ישראל אשר טרם ידועות השפעותיו העתידיות על שוק הנדל"ן הישראלי ולכן, להערכת מידרוג, איכות הנכסים ומיקומם יוסיפו להוות גורם מפתח בתפוסות ובדמי השכירות גם במחזור כלכלי שלילי.

### סביבת הפעילות בקנדה:

קנדה מדורגת ע"י Moody's Aaa ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה. העיר טורונטו בקנדה, בה ממוקמים נכסי החברה, הינה הכלכלה הגדולה והמשמעותית בקנדה וכן, מאופיינת בהגירה חיובית. מתוך סקירה של JLL לענף המשרדים בטורונטו, עולה כי שיעורי התפוסה בעיר נמצאים במגמת ירידה מתמשכת ועומדים על כ-82% נכון לרבעון 3 2024 וזאת בעיקר עקב קיטון בדרישות השוכרים לשטחי משרדים גדולים בפרברי העיר, ומנגד עליה בדרישה לשטחי משרדים קטנים יותר Class A במרכז העיר, אשר חווים התייצבות בביקושים ואף ספיגה חיובית במהלך התקופה ינואר-ספטמבר 2024. הקיטון בביקוש נותן גם את אותותיו על מחירי ההשכרה אשר במגמת ירידה החל משנת 2020.

### סביבת הפעילות בפולין:

החברה פועלת בענף המשרדים בוורשה, פולין, המאופיין לאורך זמן בשיעורי תפוסה נמוכים יחסית ושכ"ד תנודתי. פולין מדורגת A2 באופק יציב על ידי Moody's. הדירוג נתמך בכלכלה חזקה אשר מחד הציגה גידול יציב בשיעורי הצמיחה לאורך זמן, ומאידך קיים בה סיכון גיאופוליטי, במיוחד סיכון בטחוני לאור מלחמת רוסיה-אוקראינה והחברות של פולין בנאט"ו. נכון לדצמבר 2024 האינפלציה השנתית החזויה עומדת על כ-3.8% במונחים שנתיים, לעומת אינפלציה של כ-11% בשנת 2023 אשר הייתה מהגבוהות בגוש האירו. על פי JLL<sup>3</sup>, ענף המשרדים בעיר וורשה ממשיך להפגין יציבות ואף עלייה קלה במחירי השכירות ובשיעורי תפוסה לעומת חוסר הוודאות ששרר בענף המשרדים בשנים האחרונות לאור משבר הקורונה, עליית הריבית והאינפלציה אשר גרמו לעזיבות שוכרים, ובהתאם לכך, שיעורי התפוסה עומדים על כ-91%. היקף שטחי המשרדים המצויים בהקמה ליום 30.09.2024 הינו הנמוך ביותר מזה עשור. JLL מציינים בסקירתם כי ההיצע הנמוך הצפוי תומך בגידול בשיעורי התפוסה ובגידול במחירי השכירות במיוחד לבניינים ברמת Class A המצויים במיקומים מרכזיים.

### **מצבת נכסים מניבה המאופיינת בפיזור גיאוגרפי ותפוסות חזקות ויציבות בישראל, ירידה קלה בתפוסות בקנדה, כאשר**

#### **הנכסים בפולין מאופיינים לאורך זמן בתפוסה נמוכה יחסית עם מגמת שיפור**

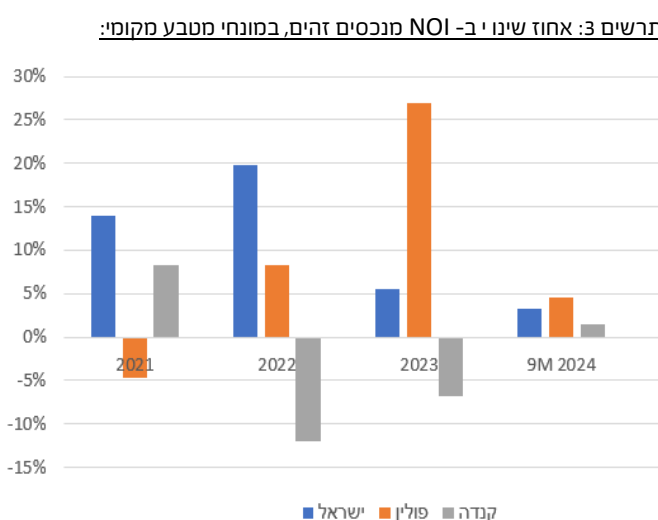
החברה מחזיקה ב-40 נכסים מניבים בשטח להשכרה של כ-421 אלפי מ"ר נכון ליום 30.09.2024. לחברה פיזור גיאוגרפי גבוה יחסית על פני ארבע מדינות כאשר הנכסים בישראל אחראים לכ-39% מהשווי ההוגן בספרי החברה, הנכסים בקנדה מהווים 32% נוספים ואילו פולין אחראית ל-24% נוספים. לחברה פיזור נכסי בינוני, ונכון ליום 30.09.2024 שלושת הנכסים העיקריים מהווים יחד כ-39% מסך שווי הנכסים. בתוך כך, הנכס אדגר 360 אחראי לכ-28% משווי הנכסים וכ-30% מ-NOI ברבעון השלישי של שנת 2024. הנכס מורכב מ-3 בניינים, והינו ותיק יחסית וממוקם באזור מרכזי בתל אביב ומאופיין בשיעורי תפוסה גבוהים ובשוכרים איכותיים. שיעור התפוסה המשוקלל בנכס אדגר 360 עמד על כ-97% ב-30.09.2024. שיעור התפוסה בישראל הינו גבוה ויציב לאורך זמן.

לעומת זאת, שיעורי התפוסה של נכסי החברה בוורשה, פולין הינם נמוכים יחסית ותנודתיים מעט, ועומדים על כ-83% נכון ליום 30.09.2024 לעומת 80% בתקופה המקבילה אשתקד. כנזכר לעיל, לאור היצע מצומצם של שטחי משרדים באזור וורשה עקב התחלות בניה נמוכות בין השנים 2021-2024 החברה צופה עלייה בשכ"ד ובשיעורי התפוסה בטווח הבינוני. כ-42% מנכסי החברה בפולין ממוקמים ברובע מוקוטוב, אזור עסקים ומסחר בוורשה הממוקם בסמוך לשדה התעופה והינו הרובע בעל האוכלוסייה הגדולה ביותר בין 18 הרובעים הקיימים בעיר. כ-30% מתיק הנכסים נמצא ברובע אוחוסטה על ציר תחבורה ראשי וכ-28% הנותרים ממוקמים באזור מרכז העיר והסביבה. נכון ל-30.09.2024 שיעור התפוסה הממוצע של נכסי החברה ברובע מוקוטוב הינם כ-83% לעומת שיעורי תפוסה ממוצעים של כ-91% במרכז העיר וורשה וכ-85% ברובע אוחוסטה.

JLL Toronto Office insights, Q3 2024<sup>3</sup>

בקנדה, בשנים האחרונות החברה סובלת מירידה עקבית בשיעורי התפוסה בנכסיה בקנדה, כאשר בשנת 2019 התפוסה הממוצעת הייתה כ-95%. עם תחילת משבר הקורונה ולאור עזיבות שוכרים רבים את שטחי המשרדים ועבודה למעבר מהבית, שיעורי התפוסה הממוצעים החלו לרדת לכ- 91% בשנת 2021, כ- 87% בשנת 2022 וכ- 84% ל 30.09.2024. נכון למועד כתיבת הדוח, על פי נתוני JLL, הביקוש בקנדה לשטחי משרדים בעיקר Class A, במיקומים מרכזיים התייצב ואף קיימת ספיגה חיובית בפלח שוק זה במהלך התקופה ינואר- ספטמבר 2024.

איכות שוכרי החברה גבוהה ומורכבת בין היתר ממשרדי ממשלה, שגרירויות, מוסדות פיננסים, חברות בינלאומיות וחברות הייטק ותרופות. מח"מ החוזים ארוך יחסית ועומד על כ- 4 שנים. לחברה שוכר מהותי, ממשלת ישראל, המהווה כ- 8% מהכנסות החברה. בנוסף לפעילות המניבה של השכרה לטווחים ארוכים, בשנים האחרונות החברה הגדילה את מגוון האפשרויות להשכרת שטחים באמצעות הסבת שטחים להשכרה לחללי עבודה משותפים עם אפשרות השכרה לתקופות קצרות תחת המותג "Brain Embassy", הכוללים גם יחידות להשכרה מיידית ליחידים ולחברות עד 50 עובדים. נכון ליום 30.09.2024 שטחי החברה הפועלים תחת מותג זה מסתכמים לכ- 9% מכלל שטחי החברה להשכרה.



NOI לתקופה ינואר-ספטמבר 2024 הסתכם לכ- 222 מיליון ש"ח בהשוואה לכ- 214 מ' ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של כ- 4% הנובע בעיקר מהמשך עלייה בשיעור התפוסה הממוצע בפולין וצמיחה בהכנסות Brain Embassy. בישראל החברה רשמה גידול של כ- 3.2% ב- NOI מנכסים זהים המיוחס ברובו לעלייה בהכנסות בנכס אדגר 360 כתוצאה מעליית המדד. בקנדה רשמה החברה גידול של 1.5% ב- NOI מנכסים זהים במטבע מקומי בעיקר לאור התייצבות בשיעורי התפוסה וכניסת שוכרים חדשים.

בפולין רשמה החברה עלייה בשיעור של כ- 4.5% ב- NOI מנכסים זהים במטבע מקומי המיוחס להמשך עלייה בשיעור התפוסה הממוצע, צמיחה בפעילות מתחמי ה- Brain Embassy ועלייה בשיעור המדד. כמו כן, במחצית השנייה של 2022 השלימה החברה רכישת מבנה משרדים חדש בוורשה הקרוי "רנסנס" אשר קיבל ביטוי מלא בהכנסות החל משנת 2023. מנגד, הכנסות החברה בטורונטו, קנדה, נפגעו במקצת בשנת 2023 בשל הפקעה של 2 נכסים, מכירת נכס נוסף ועזיבה מוקדמת של שוכר בנכס 120 בלור. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, NOI צפוי לנוע בטווח של 290-300 מ' ש"ח לשנה בשנים 2024-2025. NOI צפוי להיות מושפע מהמשך גידול בפעילות Brain Embassy וכן כניסת שוכרים חדשים בעיקר בקנדה ובפולין.

**מינוף גבוה ביחס לרמת הדירוג מוביל להוצאות מימון המכבידות על התזרים**

יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו נכון ל- 30.09.2024 הינו כ- 67.4%, בהשוואה לכ- 66.2% ליום 31.12.2023 וכ- 66.1% ליום 31.12.2022. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, אשר מניח בין היתר תזרים בנין מכירת נכס ותזרים ממקורות נוספים על פי תחזית החברה, ומנגד השקעה בנכסים בהקמה והשקעה בנכסים קיימים לצורך התאמות לשוכרים, ותרחיש רגישות על שווי הנכסים והצמדת חוב האג"ח למדד, יחס המינוף צפוי לנוע בטווח של 65%-67% בשנים 2024-2025 ולהיות גבוה ביחס לרמת הדירוג. בתוך כך מידרוג הביאה בחשבון כי מדיניות החברה הינה שלא להמשיך ולפתח את הנכס ביזום בפתח תקווה ברחוב אפעל 33, מעבר להקמת השלב

הראשוני הכולל בעיקר עבודות חפירה ודיפון כהכנה לבניית חניון ודאטה סנטר. נכון למועד הדוח החברה השקיעה בפיתוח הנכס כ- 174 מיליון ₪ כאשר החברה אומדת את יתרת ההשקעה להשלמת עבודות החפירה והדיפון בכ- 12 מ' ₪ נוספים.

FFO בתקופה ינואר-ספטמבר 2024 הסתכם בכ- 95 מ' ₪ זאת בנטרול הפרשי הצמדה ובנטרול הכנסות/הוצאות מעסקאות הגנה על שערי חליפין. יצוין כי בתקופה הנזכרת רשמה החברה הפרשי הצמדה בהיקף של כ- 87.5 מ' ₪ בעיקר בגין אג"ח צמוד מדד. בשנים 2024-2025, להערכת מידרוג, FFO ריאלי, ללא הפרשי הצמדה, צפוי להסתכם בטווח שבין 115-130 מ' ₪ לשנה לאחר תרחישי רגישות שערכה מידרוג במסגרת תרחיש הבסיס, כאשר מידרוג מעריכה גידול ב- NOI כנזכר לעיל, אל מול גידול מסוים בהוצאות המימון. היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין ה- FFO צפוי לנוע בטווח של 28-30 שנים שהינו חלש לרמת הדירוג של החברה.

גמישות החברה מושפעת לחיוב מיחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה בשיעור נמוך יחסית שצפוי לנוע בטווח 32%-34% בשנים 2024-2025 והוא מושפע מהיקף משמעותי של מסגרות אשראי לא מנוצלות מתאגיד בנקאי בישראל המובטחות בנכס המרכזי בישראל אדגר 360 וזאת בשיעור LTV נמוך יחסית. הגמישות הפיננסית של החברה מנכסים שאינם משועבדים כוללת נכס בהקמה ללא נטילת מימון בגינו באפעל 33 בפתח-תקווה, כאשר לחברה מיעוט נכסים שאינם משועבדים וסך שווים נמוך מ- 10% ביחס לסך המאזן.

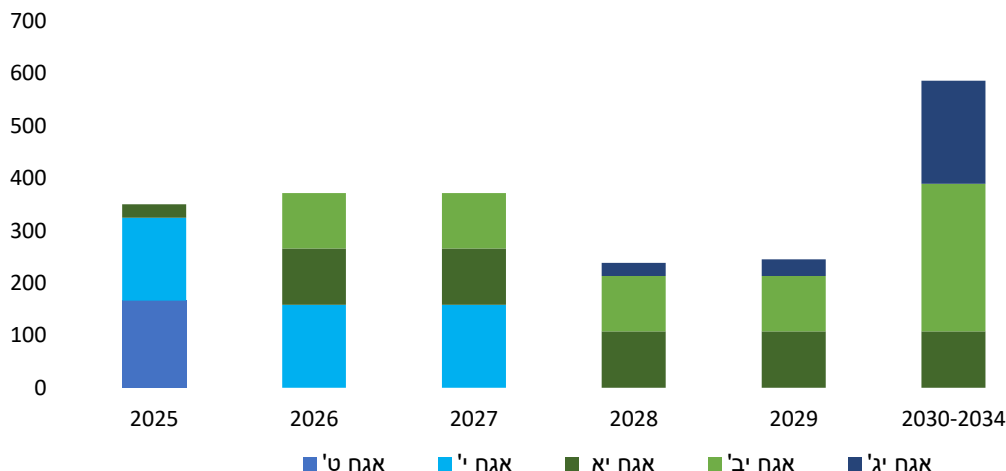
### הנזילות נשענת על מסגרות אשראי לא מנוצלות ויתרות מזומנים משמעותיות לאורך זמן

החברה שומרת לאורך זמן על יתרות נזילות מספקות לאורך זמן, כאשר היתרות הנזילות (מאוחד) ליום 30.09.2024 עומדות על 224 מ' ₪. בנוסף, החברה שומרת על מסגרות אשראי פנויות בהיקף מהותי של כ- 700 מ' ₪ כנגד הנכס המרכזי שלה - אדגר 360.

במהלך שנת 2024 האריכה החברה לטווח קצר הלוואות בקנדה מובטחות בנכסים בהיקף של כ- 87 מ' דולר קנדי, בעיקר לתקופה של 9 חודשים (כ- 62.5 מ' דולר קנדי מתוך כך) וזאת בריבית מקובעת של כ- 7.7% במטרה להמתין לשיפור הריבית על מנת להאריך את מחמו ההלוואות. כתוצאה מכך חל גידול בעומס הפרעונות הכולל של החברה, אם כי עומס זה ממותן מצד היקף האמצעים הנזילים הרחב של החברה וכן רמת מינוף סבירה של הנכסים המשועבדים.

להלן תרחיש מקורות ושימושים לחברה (מאוחד) החל מ- 30.09.2024 ועד 31.12.2025 (5 רבעונים) במצטבר: מקורות הכוללים יתרות נזילות (מאוחד) בסך כ- 224 מ' ₪ ומקורות מפעולות FFO צפויים בטווח 140-160 מ' ₪. למול זאת לחברה תכנית להשקעות בנכסים בסך כ- 200 מ' ₪ וחלויות שוטפות של קרן אג"ח בהיקף כ- 350 מ' ₪. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות מתאגידים בנקאיים בסך כ- 698 מ' ₪ ל- 30.09.2024. אלו מסגרות שהחברה מחזיקה לאורך זמן רב והגדילה אותן בשנים האחרונות והן מובטחות בנכס איכותי במינוף נמוך. מידרוג מעריכה כי עודף ההשקעות על המקורות השוטפים ימומן בחלקו בגידול בחוב על בסיס נכסים לא משועבדים ומינוף נמוך של הנכסים המשועבדים, וכי החברה תשמור לאורך זמן על יתרות נזילות מהותיות ומסגרות אשראי פנויות.

### אדגר השקעות ופיתוח בע"מ: לוח סילוקין לקרן אגרות החוב ליום 30.09.2024, במיליוני ₪:



## שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות (שיקולי ESG). במקרה של חברת אדגר השקעות ופיתוח בע"מ, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. ענף הנדל"ן משפיע על איכות הסביבה לאורך תהליך הבנייה היוצר בעיקר זיהום, שימוש עודף במים ופסולת. לשיקולים חברתיים לא הייתה עד כה השפעה ניכרת על ענף הנדל"ן המניב בכלל ובחברת אדגר השקעות ופיתוח בע"מ בפרט. החשיפה של החברה לסיכוני ממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. בנוסף, המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת במדיניות נזילות הולמת עם מסגרות אשראי תתמוות ולא מנוצלות בהיקף משמעותי, אך גם ברמות מינוף שגדלות במשך השנים. מידרוג תבחן לאורך זמן מדיניות פיננסית זו.

## מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2024		פרמטרים	
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	<b>סביבת הפעילות</b>
Aa.il	5.6-5.8	Aa.il	5.7	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	<b>פרופיל עסקי</b>
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	65%-67%	A.il	67%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	<b>פרופיל פיננסי</b>
A.il	115-130	A.il	119	היקף FFO LTM (מיליוני ש"ח)	
A.il	28-30	A.il	30	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	
Baa.il	10%>	Baa.il	10%>	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	32%-34%	Aa.il	34%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A2.il</b>					<b>סה"כ דירוג נגזר</b>
<b>A2.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

## אודות החברה

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות ברכישה והשכרה של נדל"ן מניב בישראל ובחול, בעיקר בתחום המשרדים וכן מבצעת פעילות יזמית בתחום הנדל"ן המניב, בעיקר בתחום המשרדים. מנכ"ל החברה הינו מר רועי גדיש ויו"ר הדירקטוריון הינו מר דורון שניידמן. בעלת המניות העיקרית בחברה הינה קבוצת צור שמיר אחזקות בע"מ באופן ישיר ובאמצעות חברת ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ (דרך ישיר אי.די.איי. אחזקות בע"מ, חברה בשליטה ובבעלותה המלאה של חברת ביטוח ישיר השקעות - פיננסיות בע"מ). יצוין, כי צור שמיר אחזקות בע"מ, חברת האם של ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ, מחזיקה גם במישרין במניות החברה. בעלי השליטה בקבוצת צור שמיר הינם ה"ה משה (מוקי) שניידמן, דורון שניידמן ושרה שניידמן.



## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[אדגר השקעות ופיתוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)

[התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2024](#)

[השפעת עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - דוח מיוחד, יוני 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

31.12.2024

תאריך דוח הדירוג:

29.05.2024

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:

01.08.2004

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

שם יוזם הדירוג:

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

## © כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).