

# אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

מעקב | יולי 2020

## אנשי קשר:

### אורית תשובה

ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית

[Orit.teshuva@midroog.co.il](mailto:Orit.teshuva@midroog.co.il)

### רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## אדגר השקעות ופיתוח בע"מ<sup>1</sup>

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ט' ו- י') שהנפיקה אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "החברה" ו/ או "אדגר"), ומותירה את אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01/07/2025	יציב	A3.il	1820190	אג"ח ט'
01/09/2027	יציב	A3.il	1820208	אג"ח י'

### שיקולים עיקריים לדירוג

- עיקר פעילות החברה הינה החזקת נדל"ן להשקעה בתחום המשרדים בישראל, קנדה, פולין ובלגיה. לחברה פיזור נכסי וגיאוגרפי גבוה באופן התומך בפרופיל העסקי, המתבטא אף בהיקף מאזן הבולט לחיוב ביחס לדירוג, אשר בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לנוכח משבר הקורונה, עשוי להסתכם בכ- 4.5 מיליארד ש"ח. נכון ליום 31.3.2020 סך המאזן עומד על כ- 4.9 מיליארד ש"ח.
- לחברה נזילות וגמישות פיננסית ההולמת לרמת הדירוג. יתרת הנזילות של החברה בולטת לחיוב לרמת הדירוג וכוללת בין היתר, מסגרות אשראי חתומות בסך של כ- 515 מ' ש"ח אשר מתוכן צפויה להישאר יתרה לא מנוצלת של 315 מ' ש"ח. שיעור ה- LTV על הנכסים המשועבדים של כ- 49%, בולט לרמת הדירוג, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג הלוך בחשבון את מסגרות האשראי שכנגדן משועבדים נכסים כחוב מובטח, ובנוסף, תרחישי רגישות ביחס לשווי נדל"ן להשקעה. מנגד, כלל נכסי החברה משועבדים, דבר המשפיע לשלילה על הדירוג.
- יחסי המינוף של החברה השתפרו במהלך שנת 2019, בעיקר לאור הנפקת הון שביצעה החברה. כך, נכון ליום 31.03.2020 יחס המינוף של החברה חוב נטו ל- CAP נטו עומד על 63%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל תרחישי רגישות לאור התפשטות נגיף הקורונה, יחס המינוף של החברה עלול להישחק מעט ולנוע בטווח של 68%-66%, יחס ההולם לדירוג.
- יחסי הכיסוי של החברה איטיים ומשפיעים לשלילה על הדירוג. נכון ליום 31.03.2020 יחס החוב הפיננסי נטו ל- FFO עומד על 39 שנים, יחס חלש ביחס לדירוג, הצפוי לנוע בטווח של 34-31 שנים בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. היקף ה- FFO, ההולם לרמת הדירוג, צפוי לנוע בטווח 85-92 מ' ש"ח על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג.
- בתחילת שנת 2020 עם התפרצות נגיף הקורונה שהחל בסין והתפשט למרבית מדינות העולם, נקטו מדינות רבות בצעדי התגוננות כגון: הגבלת מעברים בין המדינות, צמצום התקהלויות, אמצעי בידוד והגבלות משמעותיות על הפעלת עסקים, לרבות סגירת מרכזי מסחר ובילוי והגבלת כמות העובדים שיכולים להגיע למקום התעסוקה, כל זאת במטרה לבלום את התפשטות הנגיף. הגבלות אלו גרמו לצמצום הפעילות העסקית בארץ ובעולם עד לכדי משבר כלכלי עולמי וירידות בשווקים הפיננסיים. לפי דיווחי החברה, כתוצאה מכך, היו פניות של דיירים בבקשה להקלות בתשלומי שכר הדירה. החברה מנהלת משא ומתן באופן פרטני עם הדיירים על מנת לתת מענה לפניותיהם, כאשר במקרים מסוימים החברה אפשרה דחיית תשלומים או תשלום מופחת כנגד הארכת דמי השכירות. בתרחיש הבסיס של מידרוג נלקחו בחשבון תרחישי רגישות

<sup>1</sup> מר יוסף זינגר מחזיק (בעקיפין) 6.125% מהון המניות של מידרוג בע"מ ומכהן כדירקטור במידרוג בע"מ וכן כדירקטור חיצוני בחברת צור שמיר אחזקות בע"מ, אשר מחזיקה הן באופן ישיר והן באופן עקיף באמצעות חברת ישיר אי.די.איי בשליטה באדגר השקעות ופיתוח בע"מ. אין למר יוסף זינגר כל נגיעה לדירוגים הנקבעים ע"י מידרוג בע"מ.

<sup>2</sup> לאחר הפחתה של החוב הפיננסי בגין גיוס בפרמייה בהיקף של כ- 42 מ' ש"ח ולאחר סיווג של חלק מגדל בהלוואת בעלים לזכויות מיעוט חלף חוב.

על שווי נכסי החברה ועל היקף ה-NOI לאור פגיעה אפשרית באיתנות השוכרים בעקבות משבר הקורונה, העלולה להשפיע לשלילה על יכולת גביית תשלומי דמי השכירות. נציין כי להערכת מידרוג, עדיין קיימת אי וודאות בנוגע להשפעת התפרצות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן, להרחבה בנושא הינכם מופנים להערת ענף<sup>3</sup>.

תרחיש הבסיס של מידרוג<sup>4</sup> מניח, בין היתר, השקעה בנכסים במהלך שנת 2020 בעיקר בגין שיפוץ נכס בוורשה, אכלוס בניין C בנכס אדגר 360, דאטה סנטר בראש העין והשקעות נוספות בגין כניסת דיירים. בנוסף, רכישת נכס חדש בקנדה שהתבצעה בפברואר 2020 בהיקף של כ-124 מ' ש"ח אשר נלקח כנגדו חוב בסך 69 מ' ש"ח. כמו כן, תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון מימון מחדש של הלוואות בהיקף של 20 מ' ש"ח, שחרור פיקדונות, ניצול מסגרות אשראי לזמן ארוך בסך 200 מ' ש"ח שבוצע במהלך רבעון 1 בשנת 2020 והותרת מסגרות אשראי פנויות בסך של 315 מ' ש"ח, אמורטיזציה בנקאית שוטפת של כ-63 מ' ש"ח במהלך שנת 2020 ופירעון אג"ח בהיקף של כ-67 מ' ש"ח שבוצע בתחילת השנה. בנוסף, מידרוג מעריכה חלוקת דיבידנד לפי מדיניות החברה בגובה של לפחות 50% מהיקף ה-FFO במהלך שנת 2020.

היחסים הפיננסיים של החברה כוללים התאמת החוב הפיננסי בגין הלוואות הבעלים של חברת מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ (להלן: "מגדל") בהיקף של כ-64 מיליון ש"ח, כך שהחוב הפיננסי אינו כולל הלוואות בעלים זו וסכום הלוואה מתווסף להיקף ההון. בנוסף, מידרוג מפחיתה מהחוב הפיננסי סך של 42 מ' ש"ח בגין גיוס אגרות חוב בפרמיה ולכן תחזית יחסי הכיסוי אינה לוקחת בחשבון את השפעת הפרמיה על הקטנת הוצאות המימון בשנים הבאות. וכן, תרחיש הבסיס כולל תרחישי רגישות שונים, ובעיקרם פגיעה בתזרים השוטף הן מנכסים קיימים והן מנכסים חדשים לאור השלכות אפשריות של משבר הקורונה, בחינת ירידה בשווי נכסי החברה ובחינת ירידת שווי נוספת בנכסי החברה בקנדה, פולין ובלגיה כתוצאה משחיקה אפשרית בשערי החליפין. יחסי האיתנות של החברה, על-פי ההתאמות ותרחיש הבסיס של מידרוג, הולמים לרמת הדירוג וצפויים לנוע בטווח של 66%-68%. יחס הכיסוי של החברה חוב נטו ל-FFO חלש ביחס לדירוג וצפוי לנוע בטווח של 34-31 שנים על-פי תרחיש הבסיס אשר הינו לשנים 2021-2022 בהם אנו מניחים פגיעה מתונה יותר של השפעת התפרצות נגיף הקורונה, ביחס לשנת 2020.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, כי בטווח הקצר- בינוני לא יחולו שינויים מהותיים בפרופיל הפיננסי של החברה. נציין כי, לאור התפשטות נגיף הקורונה, קיים חוסר וודאות לגבי משך הפגיעה בכלכלה העולמית והיקפה בכלל ובחברה בפרט, לכן, הערכת מידרוג כוללת, בין היתר, תרחישי רגישות לשווי נכסי החברה ולהיקפי פעילותה.

### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת דירוג

- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות והכיסוי
- גידול משמעותי בהיקף התזרים מפעילות שוטפת
- צבר של נכסי נדל"ן שאינם משועבדים

### גורמים אשר עשויים להוביל להורדת דירוג

- מדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ובאיתנות הפיננסית של החברה
- שחיקה ביחסי האיתנות ביחסי הכיסוי לאורך זמן
- שחיקה בנזילות החברה לאורך זמן

<sup>3</sup> השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020  
<sup>4</sup> תרחיש הבסיס כולל את הערכות מידרוג לגבי המנפיק, ולא את הערכות המנפיק.

## נתונים פיננסיים עיקריים

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019	31.12.2019	31.03.2020	מיליוני ש"ח
4,184	4,570	4,369	4,643	4,907	סך מאזן
2,812	3,188	2,946	3,171	3,171	חוב פיננסי**
69.5%	70.8%	69%	62%	63%	חוב נטו / CAP נטו**
<1%	<1%	<1%	<1%	<1%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.  
 \*\* לאחר הפחתה של החוב הפיננסי בגין גיוס בפרמייה בהיקף של כ- 42 מ' ש"ח ולאחר התאמת החוב הפיננסי בגין הלוואת בעלים מגדל להון על פי מתודולוגיית דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דצמבר 2019

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## סביבת הפעילות

**סביבת פעילות כלכלית, בישראל ובקנדה, בולטת בחוזקתה הכוללת נכסי נדל"ן מניב במיקומים מרכזיים, שיעורי תפוסה גבוהים ומחירי שכירות יציבים, לצד תנודתיות בסביבת הפעילות בפולין**

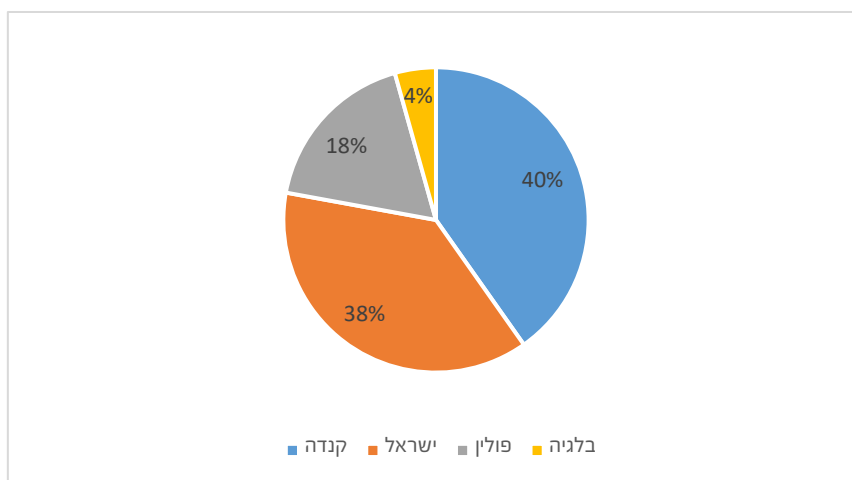
החברה פועלת בתחום הנדל"ן המניב. עיקר הפעילות הינה החזקת נכסים מניבים, בעיקר לשימוש כמשרדים. לחברה נכסים מניבים בישראל, בלגיה, קנדה ופולין כפי שמוצג בתרשים<sup>1</sup>. בשנים האחרונות החברה הגדילה את מגוון האפשרויות להשכרת שטחים באמצעות הסבת שטחים להשכרה לחללי עבודה משותפים עם אפשרות השכרה לתקופות קצרות תחת המותג "Brain Embassy" (להלן: "BE"), הכוללים גם יחידות להשכרה מיידית ליחידים ולחברות עד 50 עובדים. מדינת ישראל, המדרגת A1 באופק יציב על-ידי Moody's, מתאפיינת בכלכלה חזקה וביציבות נתונים מאקרו-כלכליים. דירוג ישראל התעדכן לאחרונה מדירוג A1 באופק חיובי לאופק יציב וזאת בעיקר לאור הגידול בגירעון כתוצאה מהתפרצות הקורונה ואתגרים פיסקליים הנובעים מחוסר יציבות פוליטית. בנוסף, על-פי הערכת Moody's, בשנת 2020 צפויה צמיחה שלילית בתוצר בשיעור של 4%, ובשנת 2021 בעקבות התאוששות המשק הצמיחה הצפויה הינה בשיעור של 5.5%. בהתאם לנתוני הלמ"ס<sup>5</sup>, למרות ששיעור הבלתי - מועסקים הסתכם בחודש אפריל 2020 בכ- 3.3%, אחוז המועסקים הנעדרים מעבודתם עומד על 64.6% (מכלל המועסקים), ביחס ל- 36.8% בחודש אפריל אשתקד. מסקירת הרבעון הראשון של שנת 2020<sup>6</sup>, השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף המשרדים מוגבלת. כמו כן, ענף המשרדים בישראל שומר על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, אך יתכן והגידול בשיעורי האבטלה יפגע בשיעורי תפוסה אלו בטווח הארוך. להערכת מידרוג, עדיין קיימת אי וודאות בנוגע להשפעת התפרצות נגיף הקורונה על ענף המשרדים בישראל, להרחבה בנושא הינכם מופנים להערת ענף<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> הדוח מופיע באתר: [www.sbs.gov.il](http://www.sbs.gov.il)

<sup>6</sup> CBRE - Tel Aviv Office MarketView Q1 2020

<sup>7</sup> השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענפי הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020

**תרשים 1: פילוח נכסי החברה על פי שווי נכסי נקי, 31.12.2019**



קנדה מדורגת בדירוג Aaa ע"י Moody's באופן יציב, ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה. בהתאם לדוח הדירוג של Moody's, בשנת 2020 צפויה צמיחה שלילית של התוצר הריאלי בשיעור של 6.1% לאור ההשפעות של משבר הקורונה, אולם בשנת 2021 שיעורי הצמיחה צפויים לגדול ולעמוד על 4.2%. כמו כן, עפ"י Moody's שיעורי האבטלה בקנדה אשר עלו מרמה של 5.6% ערב המשבר ועומדים נכון לחודש מרץ 2020 על 7.8%, צפויים אף להגיע בשיא לטווח של 12%-17% לאור משבר הקורונה.<sup>8</sup> ענף המשרדים בקנדה מציג עליה מתונה בשיעורי תפוסה אשר נכון ליום 31.03.2020 עומדים על כ- 89.6% כאשר בטורונטו שיעורי התפוסה אף גבוהים יותר ועומדים על כ- 94%.<sup>9</sup> נכסי החברה בקנדה ממוקמים ברובם במרכז טורונטו ומציגים שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. נכון ליום 31.03.2020 שיעורי התפוסה של נכסי החברה בקנדה הינם כ- 93% (לפי חוזים חתומים 95%).

החברה פועלת בענף המשרדים בפולין באמצעות חברה מאוחדת אשר חלק החברה בה הינו כ- 80.1%. פולין מדרגת בדירוג A2 באופן יציב על ידי Moody's. הדירוג נתמך בכלכלה חזקה שהציגה גידול יציב בשיעורי הצמיחה לאורך זמן. יחד עם זאת, לאור השפעות התפרצות נגיף הקורונה, צפויה היחלשות זמנית במדדים הפיסקליים<sup>10</sup>. בשנים האחרונות, ענף המשרדים בפולין מאופיין במגמת עליה הן בביקוש והן בהיצע. שיעורי התפוסה בשוק המשרדים בפולין מציגים תנודתיות, נכון ליום 31.03.2020 שיעור התפוסה עומד על כ- 92.5% בממוצע, עלייה הדרגתית של כ- 6% החל משנת 2016. מחירי השכירות בפולין נותרו במהלך הרבעון הראשון של שנת 2020 ללא שינוי מרבעון קודם, אמנם הצפי הוא כי ברבעונים הבאים נראה ירידה מתונה ברמות מחירי השכירות<sup>11</sup>. כ- 60% מנכסי החברה בפולין ממוקמים בשכונת מוקוטוב, אזור עסקים ומסחר בוורשה, הממוקם בסמוך לשדה התעופה. מוקוטוב מציגה רמות מחירים נמוכות אל מול אזורי המשרדים במרכז ורשה לאור עודף של היצע בשטחי משרדים להשכרה. כך, נכסי החברה בפולין נכון ליום 31.03.2020 מציגים שיעורי תפוסה משוקללים של כ- 78%.

<sup>8</sup> בהתאם לדוח דירוג של Moody's

<sup>9</sup> מקור: CBRE - CANADA QUARTERLY STATISTICS Q1 2020

<sup>10</sup> בהתאם לדוח דירוג של Moody's

<sup>11</sup> מקור: CBRE, Q1 2020 WARSAW OFFICE MARKET

## פרופיל עסקי

### היקף פעילות בולט לחיוב ביחס לדירוג, מצבת נכסים מניבה המאופיינת בפיזור גיאוגרפי הבולט לחיוב לצד תפוסות משוקללות גבוהות ויציבות לאורך זמן

היקף מאזן החברה בולט לחיוב ביחס לדירוג ועומד על כ- 4.9 מיליארד ש"ח נכון ליום 31.03.2020. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לנוכח משבר הקורונה, היקף המאזן עשוי להסתכם בכ- 4.5 מיליארד ש"ח בתקופת התחזית.

החברה פועלת בתחום הנדל"ן המניב בישראל, קנדה, פולין ובלגיה. מצבת נכסי החברה נמצאת במגמת גידול, החברה מחזיקה ב- 38 נכסים מניבים בשטח כולל של כ- 399 אלפי מ"ר נכון ליום 31.03.2020. לחברה נכס בהקמה ברח' אפעל 33 בפ"ת ונכס נוסף בהקמה בפולין שישמש להשכרה כחללי משרדים באמצעות המותג BE, ייזום נכס זה צפוי להסתיים במהלך שנת 2021.

לחברה פיזור גיאוגרפי גבוה לאור העובדה שהחברה פועלת במספר מדינות (כפי שניתן לראות בתרשים 1). בנוסף, לחברה פיזור נכסי טוב כך שנכון ליום 31.12.2019, שלושת הנכסים העיקריים ביחד מהווים כ- 42% מהשווי הנכסי הנקי וכ- 40% מכלל ה- NOI של החברה. נכסי החברה ממוקמים בעיקרם באזורים מרכזיים, כך לדוגמה הנכס העיקרי של החברה, המהווה כ- 28% מהשווי הנכסי הנקי וכ- 23% מה- NOI, אדגר 360 בעל מיצוב גבוה הממוקם בלב תל אביב, אזור המאופיין בשיעורי תפוסה גבוהים ובעלייה במחירי השכירות. נציין כי לאור אכלוס של בניין C בנכס אדגר 360 במהלך 2020 אחוז ה- NOI של אדגר 360 צפוי לגדול לכ- 30% מכלל ה- NOI של החברה בהנחה של תפוסה מלאה.

שיעורי התפוסה בכלל נכסי החברה הולמים לרמת הדירוג ומציגים תפוסות גבוהות ויציבות לאורך זמן. נכון ליום 31.03.2020 שיעורי התפוסה המשוקללים בפועל עמדו על כ- 86%, כאשר שיעור התפוסה לפי חוזים חתומים עומד על כ- 89% בהתאם לדיווחי החברה. בישראל ובקנדה שיעורי התפוסה בולטים לחיוב. לעומת זאת, שיעורי התפוסה התנדודתיים בפולין ובלגיה משפיעים לשלילה ועומדים על כ- 78%.

לנכסי החברה קיים ותק פעילות הולם לדירוג לאור זאת שממוצע בעלות החברה בנכסים הוא מעל ל- 9 שנים. איכות השוכרים גבוהה ומורכבת בין היתר ממשרדי ממשלה, שגרירויות, מוסדות פיננסיים, חברות בינלאומיות וחברות הייטק ותרופות. מח"מ החוזים העיקריים ארוך יחסית ועומד על כ- 6.4 שנים. כמו כן, נציין שלחברה שוכר מהותי, ממשלת ישראל, המהווה כ- 9% מכלל ה- NOI של החברה אשר החוזה עימו צפוי להסתיים בסוף שנת 2023.

## פרופיל פיננסי

### שיפור ביחס המינוף בעיקר לאור הנפקת הון, בהתאם לכך יחסי מינוף הולמים לרמת הדירוג, לצד יחס כיסוי איטי אשר משפיע לשלילה על הדירוג

יחס המינוף של החברה נכון ל- 31.03.2020 חוב נטו ל- CAP נטו, הינו כ- 63%, יחס הבולט לחיוב לרמת הדירוג. יחס זה לוקח בחשבון התאמת החוב הפיננסי בגין הלוואת הבעלים של חברת מגדל אחזקות ביטוח ופיננסיים בע"מ בהיקף של כ- 64 מיליון ש"ח, כך שהחוב הפיננסי אינו כולל הלוואת בעלים זו וסכום הלוואה מתווסף להיקף ההון. בנוסף, יחס זה לוקח בחשבון גם הפחתה של החוב הפיננסי בגין גיוס בפרמיה בהיקף של כ- 42 מ' ש"ח. תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח בין היתר, שחרור פיקדונות, השקעה ורכישת נכסים. כמו כן, נלקחו בחשבון חלוקת דיבידנד ותרחישי רגישות על שווי הנכסים לאור שחיקה אפשרית בשערי החליפין בגין הנכסים הנמדדים במט"ח ושחיקה אפשרית בשווי הנכסים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 66%-68%, יחס ההולם לדירוג.

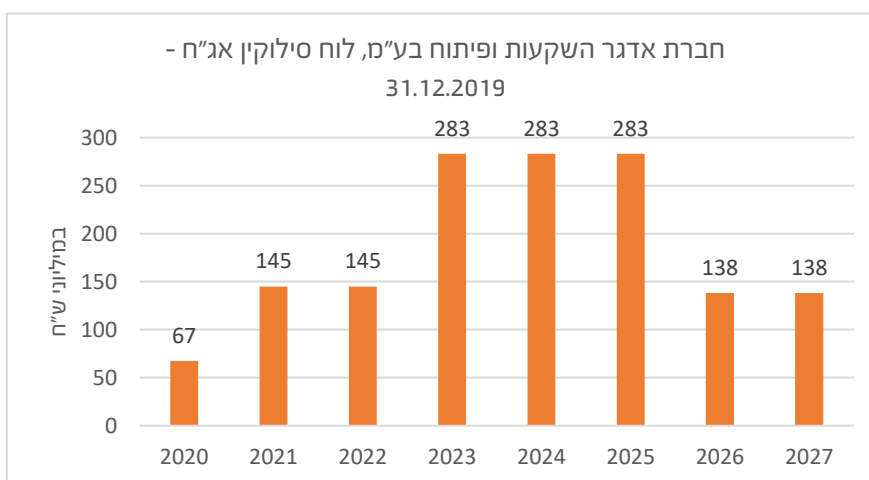
עפ"י תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-FFO, ההולם את רמת הדירוג, צפוי לנוע בטווח של 85-92 מ' ש"ח. תחשיב זה לוקח בחשבון מצד אחד גידול בהיקף ה-FFO הנובע מאכלוס והנבה במהלך שנת 2020 ואילך של בניין C בנכס אדגר 360 בתל אביב ומהנבה של נכס חדש בקנדה שנרכש במהלך הרבעון הראשון של שנת 2020. מאידך, קיטון בהיקף ה-FFO הנובע מתרחישי רגישות שנעשו בעקבות פגיעה אפשרית באיתנות השוכרים לאור משבר הקורונה, העלולה להשפיע לשלילה על יכולת גביית תשלומי דמי השכירות. יחד עם זאת, יחס הכיסוי של החברה חוב פיננסי ל-FFO צפוי לנוע בטווח של 31-34 שנים, יחס כיסוי זה איטי ומשפיע לשלילה על הדירוג.

**לחברה נזילות פיננסית בולטת לחיוב לרמת הדירוג בעקבות מסגרות אשראי לא מנוצלות ויתרות נזילות הגבוהות ביחס לצרכי שירות האג"ח. לצד גמישות פיננסית מוגבלת לאור היעדר נכסים לא משועבדים.**

בהתאם לדוחות הכספיים, לחברה קיימת נזילות משמעותית לאורך זמן. נכון ליום 31.03.2020 לחברה יתרות נזילות של 465 מ' ש"ח ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של 165 מ' ש"ח (לאחר ניצול של 350 מ' ש"ח במהלך רבעון 1 בשנת 2020), אל מול פירעון חוב של כ-290 מ' ש"ח בשנים 2021-2022. יחד עם זאת, יתרת הנזילות של החברה צפויה להיות מעט נמוכה יותר בשנים הבאות בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג אשר מניח רכישה, והשקעה בנכסים, קבלת הלוואות, גיוס ופירעון אג"ח, פירעון שוטף של הלוואות, שחרור כספים מפיקדון, וחלוקת דיבידנד בהתאם לתרחיש הבסיס המפורט לעיל. נציין כי לחברה קיימות מסגרות אשראי חתומות בסך של כ-515 מ' ש"ח כאשר כ-315 מ' ש"ח מהן צפויות להיות פנויות לאורך זמן. בנוסף, גמישות החברה מושפעת לחיוב משיעור LTV נמוך על הנכסים המשועבדים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג הכולל תרחישי רגישות לאור משבר הקורונה, שיעור ה-LTV עומד על כ-49%, שיעור זה בולט לחיוב לרמת הדירוג. יחד עם זאת, נציין כי, הגמישות הפיננסית של החברה מוגבלת לאור היעדר נכסים שאינם משועבדים.

שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות כולל עומס פירעונות אג"ח ההולך וגדל בשנות התחזית, כפי שניתן לראות בלוח הסילוקין מטה. להערכתנו, למרות יתרות הנזילות המשמעותיות לאורך זמן, בתוספת מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות, יחס הנזילות של החברה, הבולט לחיוב לרמת הדירוג, צפוי להישחק בשנת 2022, לאור הגידול בעומס פירעונות האג"ח, כך שהיחס בין יתרות הנזילות ומסגרות אשראי לשירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, צפוי לנוע בטווח של 90%-110%.

**להלן לוח הסילוקין של החברה:**



מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.03.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	<b>סביבת הפעילות</b>
Aa.il	4,400-4,600	Aa.il	4,907	סך מאזן (מיליוני ש"ח)	<b>פרופיל עסקי</b>
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	68%-66%	A.il	63%	חוב פיננסי / **CAP	<b>פרופיל פיננסי</b>
A.il	<sup>12</sup> 85-92	A.il	70	היקף FFO LTM (אלפי ש"ח)	
Baa.il	31-34	Baa.il	39	חוב פיננסי / LTM FFO	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	49%-46%	A.il	46%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה***	
A.il	90%-110%	Aaa.il	217%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>A3.il</b>					<b>סה"כ דירוג נגזר</b>
<b>A3.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. תרחיש הבסיס של מידרוג הינו ל 12-24 חודשים  
 \*\* לאחר הפחתה של החוב הפיננסי בגין גיוס בפרמייה בהיקף של כ- 42 מ' ש"ח ולאחר התאמת החוב הפיננסי בגין הלוואת בעלים מגדל להון על פי מתודולוגיית דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דצמבר 2019.  
 \*\*\* חוב פיננסי מובטח נדל"ן להשקעה כולל תרחיש ניצול מסגרות אשראי בהיקף 515 מ' ש"ח והכללתן בחוב המובטח של החברה.

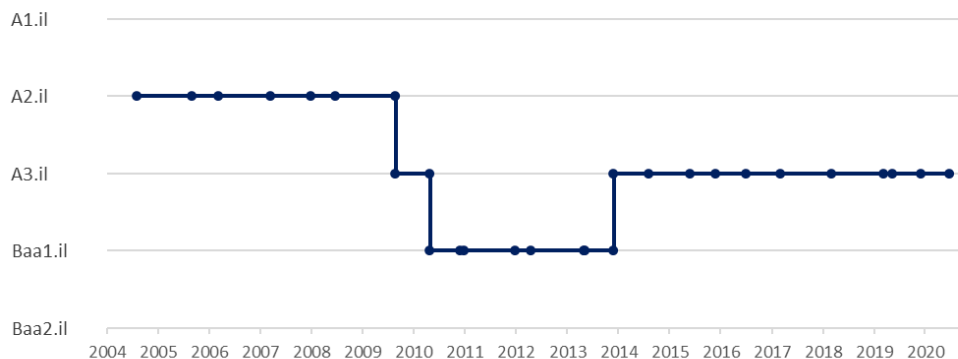
אודות החברה

אדגר השקעות עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות ברכישה והשכרה של נדל"ן מניב בישראל ובחו"ל, בעיקר בתחום המשרדים וכן מבצעת פעילות יזמית בתחום הנדל"ן המניב, בעיקר בתחום המשרדים. נכון למועד הדו"ח, פועלת החברה בארבע מדינות: ישראל, קנדה, פולין ובלגיה. 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 אי.די.איי אחזקות בע"מ, חברה בשליטת חברת ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ). בעלי השליטה בחברת צור שמיר הינם משפחת שניידמן.

<sup>12</sup> תחשיב ה- FFO של מידרוג לוקח בחשבון הוצאות מימון תזרימיות ולכן אינו לוקח בחשבון את השפעת הפרמיה על הוצאות המימון



## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן למסחר, מרץ 2020](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענפי הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

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

## מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 06.07.2020

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 10.12.2019

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 01.08.2004

שם יוזם הדירוג: אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

## 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 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 לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>