

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

A2	דירוג Issue וכל סדרות האג"ח במחזור
----	------------------------------------

הדירוג ניתן לגיוס חוב בסך של עד 250 מ' ש' באמצעות אג"ח סדרה ה'. האג"ח עומדות לפירעון ב-5 תשלומים שווים בין השנים 2011-2015. האג"ח צמודות קרן וריבית למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית שנתית נקובה בשיעור של 4.7%. תמורת ההנפקה תשמש למימון פעילותה העסקית של החברה.

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת¹

התקדמות בפרויקטים בתכנון וביצוע - סיום הקמת בניין המשרדים בפתח תקווה, תחילת הקמת בניין משרדים בוורשה ותחילת שיפוץ מקיף והרחבה בבניין בבליה

החברה סיימה את הקמת בניין המשרדים בקריית אריה בפתח תקווה בשטח להשכרה של כ-25.5 אלף מ"ר. סך עלות ההשקעה (כולל קרקע) צפויה להסתכם בכ-225 מ' ש'. החברה התקשרה בהסכמים להשכרת כל השטחים המיועדים להשכרה. האכלוס המלא יתבצע בתחילת שנת 2007. עד ל-30.9.2006 אוכלסו כ-75% מהשטחים המיועדים להשכרה. הבניין צפוי להניב הכנסות של כ-21 מ' ש' בשנת 2007. כ-55% משטח הבניין מושכר לחברות אחרות בקבוצת צור שמיר (בעלת המניות העיקרית באדגר) וההכנסות מקבוצה זו צפויות לתרום מעל 5% מהכנסות החברה משכירות.

בבעלות החברה קרקע בוורשה בפולין עם זכויות בניה לשני בנייני משרדים בשטח כולל של כ-25 אלף מ"ר. החברה מתכוונת להקים את הפרויקט בשלושה שלבים – תחילה יוקם חניון לאחר מכן יוקמו שני בנייני המשרדים. תחילת הבניה החלה ברבעון השלישי של שנת 2006.

החברה החלה בשיפוץ מקיף בבנין Plantin בבליה. בנוסף לשיפוץ, יוגדל שטחו של הבניין מכ-8000 מ"ר לכ-10,000 מ"ר.

במהלך התקופה רכש החברה שני נכסים בישראל בעלות כוללת של כ-25 מ' דולר

במהלך שנת 2006 רכשה החברה שני נכסים, מרכז מסחרי בפתח תקווה ובניין משרדים בפארק אפק בראש העין. רכישת המרכז המסחרי בפתח תקווה הושלמה במאי 2006 בסכום של כ-13.5 מ' דולר. שטח המרכז עומד על כ-6.6 אלף מ"ר, שיעור התפוסה עומד על 100% והוא מניב הכנסה שנתית בסכום של כ-1.2 מ' דולר. בניין המשרדים בפארק אפק נרכש ביולי 2006 תמורת

מחברת:

אביטל איגנר

אנליסטית בכירה

a.ignier@midroog.co.il

אשת קשר:

אביטל בר דיון, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידיים

ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

כ-11 מ' דולר. הבניין הינו בשטח של כ-8,000 מ"ר, מושכר במלואו ומניב הכנסה שנתית בסך של כ-970 אלף דולר.

מימוש נכסים בבלגיה, לונדון וישראל וסיום פעילות החברה באנגליה

במהלך שנת 2006, מכרה החברה שני בניינים בבלגיה, שני בניינים בלונדון ונכס בישראל בתמורה כוללת של כ-372 מ' ש, מזה כ-353 מ' ש בגין הנכסים בלונדון. רווח ההון שרשמה החברה על מימושים אלו הסתכם בכ-100 מ' ש, מזה כ-95 מ' ש בגין הנכסים בלונדון. עם מכירת שני הנכסים בלונדון, סיימה הקבוצה את מכירת כל הבניינים באנגליה שהיו בבעלותה.

התפתחות התוצאות הכספיות

נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ש	30.9.2006	31.12.2005	31.12.2004
הכנסות	98,054	114,188	109,491
רווח תפעולי	57,058	62,464	65,570
שיעור EBITDA	80%	75%	79%
הוצאות מימון	47,569	46,449	46,030
רווח לאחר מימון	9,489	16,015	19,540
רווחי הון ממימוש רכוש קבוע	123,913	5,580	22,296
רווח נקי	102,588	9,021	29,158
חוב פיננסי	1,060,759	1,238,892	968,666
חוב פיננסי נטו	950,643	1,168,545	837,465
יתרות נזלות	110,116	70,347	131,201
רכוש קבוע	1,435,368	1,498,920	1,188,508
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	28%	22%	26%
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן כלכלי (שווי נכסים לפי IFRS)	38%		
חוב ל-CAP	70%	77%	73%
חוב נטו ל-CAP	63%	73%	63%
FFO	23,191	35,563	28,525
חוב פיננסי ל-FFO	45.7	34.8	29.0
חוב פיננסי נטו ל-FFO	30.7	24.6	18.8
חוב פיננסי ל-EBITDA	9.8	14.3	11.1
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA	8.8	13.5	9.6
חוב פיננסי ל-FFO מותאם הכולל FFO מנכסים שנרכשו/אוכלסו במהלך התקופה ולא הניבו תקופה מלאה	24.7		
חוב פיננסי נטו ל-FFO מותאם הכולל FFO מנכסים שנרכשו/אוכלסו במהלך התקופה ולא הניבו תקופה מלאה	22.1		
חוב פיננסי ל-EBITDA מותאם הכולל EBITDA מנכסים שנרכשו/אוכלסו במהלך התקופה ולא הניבו תקופה מלאה	8.4		
חוב פיננסי ל-EBITDA מותאם הכולל EBITDA מנכסים שנרכשו/אוכלסו במהלך התקופה ולא הניבו תקופה מלאה	7.5		
EBITDA להוצאות מימון	1.7	1.9	1.9

פעילות משמעותית של רכישה ומימוש נכסים בשנת 2006 השפיעה על ההכנסות משכירות ועל הרווחיות

הכנסות החברה רשמו עליה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 ביחס לתקופה המקבילה ב-2005 בעיקר כתוצאה מרכישת שני בנייני משרדים בקנדה ב-2005 ושני בניינים משרדים בישראל ב-2006 ותחילת אכלוס ה-Adgar Tower. סך ההכנסות עלו מכ-83 מ' ש"ח בשעת החודשים הראשונים של 2005 לכ-98 מ' ש"ח לתשעת החודשים הראשונים של 2006. חלק מהעלייה קוזה על ידי מכירת הבניינים בבליה ובאנגליה

הוצאות המימון של החברה עלו באופן משמעותי ביחס לשנת 2005. על אף הירידה בחוב מכ-1.24 מיליארד ש"ח נכון ל-31.12.2005 ל-1.06 מ' ש"ח שכן ממוצע החוב בתקופה של תשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 היה גבוה בהשוואה לשנת 2005. סך הוצאות המימון עמדו על כ-47 מ' ש"ח נכון לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 לעומת כ-32 מ' ש"ח בתקופה המקבילה ב-2005.

מכירת הנכסים באנגליה ובלגיה תרמה להכנסות החברה מרווח הון סכום של כ-99 מ' ש"ח (בניכוי חלק המיעוט והוצאות העסקה) כך שהרווח הנקי של החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 עמד על כ-102 מ' ש"ח.

שיפור באיתנות הפיננסית כתוצאה מצבירת רווחי הון וירידה מתונה בחוב לאחר מימוש נכסים משמעותיים באנגליה. יחסי האיתנות הפיננסית צפויים לרדת לאחר גיוס החוב, אך ישארו ברמה התואמת את דירוג החברה

הרכוש הקבוע של החברה כמעט שלא רשם שינוי ב-30.9.2006 ביחס ל-31.12.2005 ועומד נכון ליום 30.9.2006 על כ-1.44 מיליארד ש"ח שכן מימוש הנכסים לווה ברכישת נכסים חדשים, בעיקר בקנדה בהיקף דומה.

סך החוב הפיננסי של החברה ירד ביחס ל-31.12.2005 ובעיקר כתוצאה מהחזר חוב בגין נכסים שנמכרו באנגליה. האיתנות הפיננסית של החברה עלתה באופן משמעותי ביחס ל-31.12.2005 כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן עלה מכ-22% לכ-28% נכון ל-30.9.2006. העלייה נובעת בעיקר מצבירת רווח הון ממכירת הנכסים באנגליה ובלגיה.

החברה מתכוונת לאמץ אימוץ מוקדם של תקני ה-IFRS כבר לנתוני דצמבר 2006. עיקר השינוי יתבטא ביחסי האיתנות הפיננסית באמצעות שיערוך נכסים לפי שווים ההוגן אשר יגדיל באופן משמעותי את הונה העצמי של החברה.

האיתנות הפיננסית לאחר ההנפקה צפויה להיפגע כך שיחס החוב ל-CAP הכלכלי, המתחשב בשווי העודף בנכסי החברה (על פי בדיקות רגישות של מידרוג), יעלה מכ-57% לכ-67% ואילו יחס ההון העצמי לסך המאזן הכלכלי צפוי לרדת מכ-38% לכ-28%. מידרוג מעריכה כי על אף הירידה ביחסי האיתנות הפיננסית, יחסים אלו תואמים באופן מלא את דירוגה של החברה.

יחסי כיסוי החוב מוטים לרעה בגלל עיתוי תחילת הנבת נכסים חדשים בעוד שהחוב בגינם נרשם במלואו

ה-FFO של החברה הסתכם בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 ב-23 מ' ש"ח לעומת כ-35.5 מ' ש"ח בשנת 2005 המלאה. סך ה-FFO הינו מוטה שכן כל החוב בגין הנכסים שנרכשו במהלך התקופה נרשם במאזן ואילו רק חלק מן התזרים נרשם לשנה זו וכן, כל החוב בגין בניין ה-Adgar Tower בפתח תקווה נרשם במאזן אך הבניין טרם מניב שכר דירה מלא. מאידך, חלק מן התזרים בגין נכסים שמומשו נרשם בשנה זו, בעיקר ממכירת שני נכסים מרכזיים בלונדון, אך החוב בגינם אינו רשום. אם לוקחים בחשבון את התוספת בגין הנכסים שלא הניבו במלואם בקיזוז התזרים מן הנכסים שמומשו, יחסי הכיסוי משתפרים.

יחס החוב ל-FFO המותאם צפוי לעמוד על כ-25. מידרוג מעריכה כי יחסי הכיסוי מעט גבוהים ביחס לדירוג החברה אך הם צפויים להשתפר לאחר סיום אכלוס נכס ריק בקנדה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- ירידה ברמת המינוף הכוללת של החברה.
- הצלחה במימוש נכסים תוך צבירת רווחי הון.
- השבחת נכסים ושיפור ביחסי הכיסוי.
- הגדלת מרכיב הנכסים שאינם משועבדים מסך הנכסים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- מדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילות ובאיתנות הפיננסית.
- הגדלת משקל פעילות הייזום של פרויקטים בארץ ובחו"ל מתוך סך פעילות החברה.

אודות המנפיק

אדגר השקעות עוסקת באמצעותה ובאמצעות חברות בנות ברכישה והשכרת נדל"ן מניב בישראל ובחו"ל, בעיקר מסוג משרדים, וכן מבצעת פעילות יזמית בתחום הנדל"ן המניב ובעיקר משרדים. נכון למועד כתיבת הדוח לחברה פעילות בארבע מדינות: ישראל, בלגיה, פולין וקנדה. החברה מחזיקה ב-30 נכסים מניבים בשטח כולל של כ-251 אלף מ"ר מתוכם, 10 נכסים בישראל הכוללים 8 בנייני משרדים, בית אבות ומרכז מסחרי, 6 בנייני משרדים בבלגיה, 12 בנייני משרדים בקנדה ושני בנייני משרדים בפולין. פעילות החברה בקנדה היא העיקרית ותרמה כ-40% מהכנסותיה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006. בעלי המניות העיקריים בחברה הינה צור שמיר אחזקות המחזיקה ב-62% ממניותיה (57% בדילול מלא).

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד 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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שאגרת החוב נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



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"). 2007

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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.