

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

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

הדירוג ניתן לגיוס חוב בסך של עד 200 מ' ₪ 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%. כמחצית מתמורת האג"ח תשמש להחלפת חוב קיים.

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת*

החברה ביצעה מספר רכישות נדל"ן, בארץ ובהו"ל, בשאיפה להגיע ל – N.O.I של 300 מיליון ₪.

החברה רכשה זכויות בפרויקט נדל"ן בתל אביב "איילון ביזנס סנטר". עלות הרכישה הכוללת עמדה על כ-450 מיליון ₪ צמוד למדד בגין חודש מרס 2007. החברה מימנה את שלב הרכישה הראשון ממקורותיה העצמיים והעבירה עד לתאריך 30.9.2007 סך של 86 מיליון ₪ מיתרות המזומנים שעמדו לרשותה. יתרת עלות הרכישה בסך 366 מיליון ₪ תועבר לדי הגורמים המוכרים לאחר אישור העירייה¹ ותמומן, ככל הנראה, על ידי הלוואה בנקאית. שטח הנדל"ן עומד על 30,700 מ"ר, המחולקים לשימושים שונים (21,500 מ"ר שטחי משרדים, 3,500 מ"ר שטחי מסחר, 5,700 מ"ר שטחי אחסון). שיעור התפוסה הנוכחי עומד על כ- 96% ודמי השכירות מסתכמים בכ – 18.3 מיליון ₪. דמי השכירות הנוכחיים, ביחס להיקף ההשקעה, משקפים תשואה מיידית של 4%. אולם, דמי השכירות נקבעו על סמך תנאי השוק של שנת 2004. כ- 86% משטחי הפרויקט מושכרים למדינת ישראל² ודמי השכירות של שטחים אלו צפויים לעלות ביוני 2008, עם עדכון התעריפים אשר נקבע בהסכם השכירות. מנגנון העדכון הנוכחי קובע עדכון אחת לארבע שנים, דמי השכירות לפי הסכם השכירות הנוכחי עומדים על כ- 57 ₪ למ"ר, כאשר הנחת החברה לעדכון צופה כ- 70 ₪ למ"ר, אשר ישקף שיעור תשואה של 5%. בנוסף, לפרויקט זכויות בניה נוספות, על פי תב"ע שאושרה, בהיקף של 34,000 מ"ר. הערכת עלויות הבנייה לזכויות הנוספות עומדת על כ- 200 מיליון ₪, תעריפי השכירות עם גמר הבניה, בסוף 2008, צפויים לעמוד על כ- 80 ₪ למ"ר ושיעור התשואה לכלל הפרויקט צפוי לעלות לכדי 8%.

בתקופת הדו"ח רכשה החברה 9 דונם בפ"ת בעלות של 9 מיליון דולר ומבנה המשמש לאחסנה ולמשרדים בשטח של כ- 5,000 מ"ר. בכוונת החברה לפעול לקבלת זכויות בניה נוספות, לצורך הקמת משרדים להשכרה, אשר יאפשרו לה להגדיל את היקף השטח להשכרה לכדי 20 אלף מ"ר.

* מינואר 2007

מחבר:
אמיר ארד
אנליסט
amira@midroog.co.il

רן גולדשטיין
ראש צוות
rang@midroog.co.il

אנשי קשר:
אביטל בר דיון, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידים
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

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 30.11.2007. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומץ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

¹ העסקה כפופה לתנאים מתלים וניתנת לביטול עד לתאריך 31.5.2008.

² משרד החינוך ומשרד המשפטים.

נכסי נדל"ן בחו"ל

בתקופת הדו"ח רכשה החברה שלושה בנייני משרדים בטורונטו, קנדה בשטח בנוי של 30,400 מ"ר. סך הרכישות עמד על 57.5 מיליון דולר קנדי. ההכנסה בתפוסה מלאה מוערכת בכ - 4.65 מיליון דולר קנדי המשקפים שיעור תשואה (ברוטו) של כ - 8%. נכון לתאריך 30.9.2007 שני בניינים בתפוסה מלאה ובניין שלישי בתפוסה של 80% ומניבים הכנסות של 4.35 מיליון דולר קנדי, בנכסים אין שוכרים עיקריים. במסגרת העסקה, נרכשו 50% מזכויות הבנייה בקרקע הסמוכה לאחד מן הבניינים בשטח כולל של 4.4 דונם. סך זכויות הבנייה עומדות על היקף של 13,500 מ"ר.

מימוש נכסים בחודשים הקרובים אמור להגדיל את נזילות החברה ולאפשר השקעות נוספות בתחומי הפעילות הקיימים

מכירת אדגר נוף טבעון

בחודש אוקטובר 2007, חתמה החברה על הסכם למכירת מניות של חברה מאוחדת, "אדגר נוף טבעון בע"מ", המוחזקת על ידי החברה בשיעור של 74%. התמורה מבוססת על שווי מקרקעין של כ-20 מיליון ש"ח בניכוי התחייבויות פיננסיות נטו. על פי ההסכם במידה ותאושר התביע שהחברה פועלת לאישורה החברה תהנה מתוספת כספית של כ-5 מיליון ש"ח בניכוי היטל ההשבחה שיחול.

מכירת נכס בקנדה

חברה מאוחדת של החברה בקנדה, המוחזקת על ידי החברה בשיעור של 82.5% חתמה על הסכם למכירת בניין משרדים באוטווה, קנדה תמורת כ - 35 מיליון דולר קנדי. החברה ביצעה שיערוך של בניין המשרדים ורשמה רווח משערוך בגין נכס זה בסך של כ - 18 מיליון ש"ח בדו"חות ל - 30.9.2007 (בהתבסס על מחיר המכירה). (העסקה כפופה לבדיקת נאותות ומועד ההשלמה נקבע לחודש ינואר 2008).

הגדלת ההון העצמי בסך של 160 מיליון ש"ח על ידי הנפקת הון מניות ומימוש אופציות למניות.

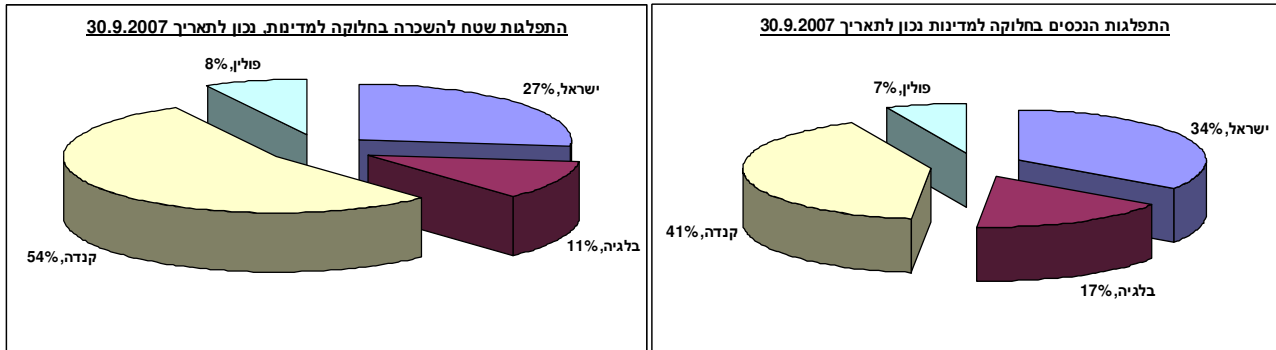
החברה דיווחה על גידול בהון העצמי בהיקף של כ - 70 מיליון ש"ח הכולל : במהלך חודש פברואר 2007, הנפקת הון מניות לגופים מוסדיים בתרומה של כ - 38 מיליון ש"ח ומימוש סדרות אופציות שונות למניות בתמורה כוללת של כ - 34 מיליון ש"ח. שאר הגידול בהון העצמי נבע משיערוכים ומרווחים שלא חולקו.

שינוי מדיניות חלוקת הדיבידנד לשנת 2007.

בתאריך 29.3.2007 החליט דירקטוריון החברה כי מדיניות הדיבידנד לשנת 2007 תהיה חלוקת דיבידנד בשיעור של 40% מן הרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות בשנה זו. מדיניות הדיבידנד הקודמת (עד ולרבות שנת 2006) התבססה על ה - FFO של החברה. מדיניות הדיבידנד שונתה בעקבות מעבר החברה לדיווח על פי תקני IFRS. מדיניות הדיבידנד תיושם כל עוד החלוקה אינה פוגעת בצרכי תזרים המזומנים של החברה ובהתחשב בתוכניות השקעה עתידיות. נכון לתאריך דו"ח פעולת דירוג זה, טרם הודיעה החברה על חלוקת דיבידנד בשנת 2007.

התפתחות התוצאות הכספיות

נכון לתאריך 30.9.2007 מחזיקה החברה ב – 29 נכסים מניבים בשטח כולל של כ – 245 אלף מ"ר. סך הנדליין להשקעה הרשום במאזן לתאריך 30.9.2007 עומד על 2,463 אלפי ₪ (בהשוואה לנדליין להשקעה בסך של 1,865 אלפי ₪ בתאריך 31.12.2006). חלק ניכר מהעלייה נובעת מאימוץ תקני IFRS כמו גם רכישת נכסים נוספים. ניתן לראות את חלוקת הנכסים למדינות על פי כמות הבניינים למדינה (מימין) ועל פי השטח להשכרה בכל מדינה (משמאל):



אדגר השקעות ופיתוח בע"מ – יחסים עיקריים לתאריך 30.9.2007, אלפי ₪ :

שם אלפי	30.9.2007	31.12.2006	31.12.2005
הכנסות	128,760	299,946	330,333
הכנסות בניכוי שיערוכים	109,913	131,691	177,315
רווח תפעולי	107,959	252,199	231,085
EBITDA	109,877	253,568	198,703
EBITDA בניכוי שיערוכים	91,030	85,313	45,685
CAP	2,549,474	1,909,873	1,962,288
הוצאות מימון	57,989	78,613	49,439
רווח לאחר מימון	49,970	173,586	148,687
רווח נקי	39,825	138,551	149,411
% רווח נקי (בניכוי שיערוכים)	24%	-3%	11%
חוב פיננסי	1,571,084	1,108,713	1,245,557
יתרות נזלות	110,637	97,619	70,749
חוב פיננסי נטו	1,460,447	1,011,094	1,174,808
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	34%	36%	33%
חוב ל-CAP	62%	58%	63%
חוב נטו ל-CAP	57%	53%	60%
FFO	55,160	16,033	49,195
חוב פיננסי ל-FFO	21.4	69.2	25.3
חוב פיננסי נטו ל-FFO	19.9	63.1	23.9
חוב פיננסי ל-EBITDA	10.7	4.4	6.3
חוב פיננסי ל-EBITDA בניכוי שיערוכים	12.9	13.0	27.3
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA	10.0	4.0	5.9
EBITDA להוצאות מימון	1.9	3.2	4.0
EBITDA בניכוי שיערוכים להוצאות מימון	1.6	1.1	0.9

* היחסים המופיעים בכחול מגולמים לחישוב שנת

עלייה בהכנסות מדמי שכירות במקביל לירידה מדמי שכירות מנכסים קיימים.

הכנסות החברה (בניכוי שיערוכים) רשמו עליה בתשעת החודשים הראשונים של 2007 ביחס לתקופה המקבילה ב- 2006 והסתכמו בסך של 110 מיליון ₪ (לעומת 99 מיליון ₪ בתקופה המקבילה). עיקר השינוי נובע מעלייה בדמי השכירות של נכסים שנרכשו או שבנייתם נסתיימה בישראל בשנת 2006/7 וכתוצאה מרכישה של בניינים חדשים וחיידוש חוזים בקנדה במהלך 2007. העלייה קווצה בחלקה כתוצאה ממכירת בניינים בבלגיה ובאנגליה בשנים 2006/7. בנוסף, חלה ירידה קלה בדמי השכירות בנכסים הקיימים בישראל ובפולין הנובעת מירידה בתנאי השוק בעת חיידוש מספר הסכמי שכירות במהלך 2006, בתרומה שלילית כוללת של כ- 2 מיליון ₪.

הוצאות המימון של החברה נותרו על רמה דומה לתקופה המקבילה למרות עליית המדד בשל פעולות הגידור של החברה

הוצאות המימון של החברה נותרו גבוהות אך דומות בהיקפים ביחס לתקופה המקבילה ב- 2006, הוצאות המימון הושפעו בעיקר מעליית המדד הידוע בשיעור של 2.9% ברבעון השלישי של 2007. לחברה התחייבויות צמודות מדד בסך כ- 750 מיליון ₪ אולם עליית המדד לא הגדילה את הוצאות המימון של החברה בצורה משמעותית הודות לעסקאות גידור ועסקאות פרוורד על המדד של ההתחייבויות הצמודות.

עלייה ברווחיות

הרווח הנקי לתשעת החודשים הראשונים של 2007, הושפע מעליית ערך נדל"ן להשקעה בסך כ- 19 מיליון ש"ח ברוטו. בניכוי ההשפעה של סעיף זה, עומד הרווח הנקי על סך של 23 מיליון ש"ח (בניכוי חלקם של בעלי המניות וחלק המיעוט) המהווה 24% מסך ההכנסות. נתון זה גבוה באופן משמעותי ביחס לאחוז הרווח הנקי בשנים 6-2005. הגדלת שיעורי התפוסה ורכישת נכסים בעלי אחוזי תשואה גבוהים תרמו לשיפור המוצג בשורת הרווח הנקי.

יחסי איתנות וכיסוי

הגידול בהכנסות ובתזרים המזומנים שיפר באופן משמעותי את יחסי הכיסוי לתשעת החודשים הראשונים של 2007. בניכוי הכנסות ורווחים בגין שערוכים, עומדים יחסי הכיסוי של החברה על חוב פיננסי ל- FFO של 21.5 וחוב פיננסי ל- EBITDA של 12.9.

גיוסי ההון של החברה במקביל לגיוס חוב בהיקפים נמוכים יחסית ושערוכים לשווי ההון של הנכסים בתאריך המאזן של 31.12.2006 עזרו לשמירה על יחסי איתנות גבוהים. אחוז ההון העצמי (בתוספת זכויות המיעוט) למאזן עמד בתאריך 30.9.2007 על יחס של 34% - בהשוואה ליחס של 36% הון עצמי למאזן בתאריך 31.12.2006. אחוז החוב (ברוטו) ל- CAP עלה במהלך שנת 2007 מיחס של 58% לכדי 62%. להערכת מידרוג יחסים אלו משקפים את התנהלותה השקולה של החברה בשימוש באמצעי המינוף השונים והם עולים על יחסי האיתנות החולמים את דירוגה הנוכחי של החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- השבחת נכסים ושיפור ביחסי הכיסוי.
- שיפור בתזרים המזומנים.
- הגדלת מרכיב הנכסים שאינם משועבדים מסך הנכסים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

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

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 (בעיקר משרדים), לרבות בדרך של פיתוח והשבחת נדל"ן שברשותה באמצעות הגדלת זכויות בניה ושיפור איכות המבנים. נכון למועד כתיבת הדוח לחברה פעילות בארבע מדינות: ישראל, בלגיה, פולין וקנדה. החברה מחזיקה ב-29 נכסים מניבים בשטח כולל של כ-245 אלף מ"ר מתוכם, 10 נכסים בישראל הכוללים 8 בנייני משרדים, מרכז מסחרי ובית אבות, 5 בנייני משרדים בבלגיה, 12 בנייני משרדים בקנדה ושני בנייני משרדים בפולין. פעילות החברה בקנדה היא העיקרית ותרמה כ-51% מהכנסותיה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2007. בעל המניות העיקרי בחברה הינה חברת צור שמיר אחזקות, המחזיקה ב-60.8% ממניותיה.

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	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה 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 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 שאליה 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 בעינייה 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.