

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

A2	דירוג Issue
----	-------------

מידרוג מדרגת בדירוג A2 את אגרות החוב להמרה מסדרה ד' אשר מונפקות בהנפקה ציבורית על ידי אדגר בהיקף של עד 150 מליון ₪. אג"ח סדרה ד' עומדות לפרעון ב-7 תשלומים שווים בין השנים 2007-2013 כשהן צמודות קרן וריבית למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית שנתית בשיעור של 6.35%.

אביטל איגנר
אנליסטית

a.ignar@midroog.co.il

פרופיל החברה

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן "החברה" או "אדגר") פועלת בתחום הנדל"ן ועיקר פעילותה הינה החזקת נכסים מניבים, בעיקר משרדים, בארץ ובמספר מדינות בחו"ל (אנגליה, בלגיה, פולין וקנדה). בנוסף, פועלת החברה בייזום ובניהול פרויקטים של נדל"ן מניב ובהשבת נכסים קיימים. נכון ליום 31.12.2003 לחברה 28 נכסים מניבים בשטח של כ- 153 אלף מ"ר אשר הניבו בשנת 2003 הכנסות בסך 108 מליון ₪ מתוכם 40% נובעים מן הנכסים שבאנגליה. בעבר, פעלה החברה להקמת פרויקט בתחום בניה למגורים אשר תחילת הקמתו הייתה בשנת 1994 ואשר מכירת הדירות בו הושלמה בשנת 2003. החברה נתאגדה כחברה פרטית בשנת 1977 ועיקר עיסוקה היה ייצור טקסטיל. בשנת 1984 הפכה לציבורית, בשנת 1994 נרכשה על ידי בעלי המניות הנוכחיים ובשנת 1996 הופסקה הפעילות בטקסטיל והחלה להתעסק רק בנדל"ן ובעיקר בפעילות רכישת נכסים מניבים בחו"ל. בשנת 2002 הושלמה הצעת רכש למניות החברה שהוחזקו בידי הציבור באופן שהחברה נמחקה מן המסחר בבורסה לניירות ערך והפכה להיות פרטית. בינואר 2004 הונפקה החברה שנית בבורסה לניירות ערך.

אביטל בר דין
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

בעל העניין העיקרי בחברה היא חברת צור שמיר החזקות בע"מ (להלן "צור שמיר"), חברה ציבורית בבעלות משפחת שנידמן. צור שמיר מחזיקה בכ-73% ממניות החברה, כ-62% בדילול מלא. יתרת המניות מוחזקת בידי הציבור.

נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ש"ח	Q1 2004	2003	2002
סך הכנסות	27,317	108,734	109,629
רווח מפעולות רגילות	3,939	37,543	27,858
השפעה מצטברת של שינוי בכללי חשבונאות	0	-8,762	0
רווח נקי	3,210	16,089	17,260
הון עצמי לסך נכסים	24%	17%	18%
FFO	8,192	44,930	37,540
חוב פיננסי ל-FFO *	28	20	21
חוב ל-CAP	72%	79%	78%

* על בסיס FFO ל-Q1 2004 בגילום שנתי

- (1) FFO מקורות מפעילות: רווח נקי+פחת והפחתות-הכנסות/הוצאות אחרות בניכוי דמי ניהול
- (2) חוב פיננסי: התחייבויות למוסדות בנקאיים לזמן ארוך+התחייבויות לבעלי אג"ח, חלויות שוטפות של הלוואות+אשראי מתאגדי בנקאיים+הלוואות מחברה האם
- (3) CAP: חוב+הון עצמי+זכויות המיעוט+מסים נדחים

אסטרטגיה עסקית

- התמקדות בתחום נדל"ן מניב ובהשכרה של מבני משרדים תוך שליטה בנכסים באופן שחלק החברה בהם יעלה על 50% מצב המבטיח עצמאות בניהול הנכסים. מדיניות ניהול הנכסים מדגישה את הצורך בהשגת שיעורי תפוסה גבוהים למרות שלעיתים השגת שיעורי התפוסה הגבוהים פוגעת בדמי השכירות המתקבלים.
- פריסה גיאוגרפית של הפעילות לחמש מדינות: ישראל, בלגיה, פולין, אגליה וקנדה. החברה פועלת לכך שסך ההכנסות מדמי שכירות בכל מדינה לא יעלה על 40% מסך ההכנסות של אדגר וכי הסכום שהושקע בכל מדינה לא יעלה על 50% מההון העצמי של אדגר. החברה אינה מתכוונת להרחיב את פעילותה למדינות נוספות בשנים הקרובות אלא לנצל את המיומנות והבקיאות שצברה במדינות בהן היא פועלת על מנת להתקשר בעסקאות נוספות.
- צמיחה מואצת - החברה מעוניינת להשיג שיעור צמיחה שנתי ממוצע של 10% בהכנסות לפחות. בין השנים 2000-2003 צמחו ההכנסות משכירות של הקבוצה בקצב מואץ של כ-33% לשנה. בין היתר החברה נוהגת לרכוש נכסים מניבים בעלי פוטנציאל השבחה כדוגמת נכסים בעלי שיעור תפוסה נמוך מתוך מטרה לאכלסם ונכסים בהם שוכר משמעותי עתיד לצאת בטווח הקצר ולהערכת החברה צפויה השכרת הנכס מחדש תוך העלאת שכר הדירה.
- שמירה על יחס הון עצמי לסך מאזן של לפחות 20%. נכון ליום 31.3.2004 עומד יחס ההון העצמי לסך המאזן על 24%.

שיקולים עיקריים לדירוג

תיק נכסים ממוקד ומוגדר למשרדים; פריסה גיאוגרפית בינלאומית נרחבת למדינות המדורגות בדירוג A2 ומעלה; פעילות החברה כוללת גם הקמה או השבחה של בנייני משרדים; שיעורי תפוסה ותשואה גבוהים המעידים על איכות נכסים טובה; בעקבות שינוי במעמד החברה מחברה פרטית לציבורית מתכוונת החברה לפעול לצמצום עסקאות עם בעלי שליטה ו/או חברות קשורות בנושאים שאינם בתחומי עיסוקה העיקריים; פירעון הלוואות בהיקפים משמעותיים בשנים הקרובות ובמקביל לשנות פרעון הקרן של האג"ח יחייבו פעילות מואצת של מיחזור הלוואות או מכירת נכסים; האיתנות הפיננסית של החברה קשורה לרמת החוב בו החברה משתמשת לצורך מימון רכישת נכסים בארץ ובחו"ל והינה ממוצעת בהשוואה לחברות דומות בענף; הנפקת ההון בתמורה נטו של כ-103 מליון ₪ בחודש ינואר 2004 שיפרה את רמת הנזילות ומידרוג מעריכה כי היא תאפשר את מימוש התוכנית האסטרטגיה של צמיחת ההכנסות משכר דירה בשעור שנתי של 10% לפחות.

גורמי סיכון עסקיים

סיכון ענפי

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, ומגזר הנדל"ן המניב בפרט, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותם מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים מניבים. מידרוג מעריכה כי הסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות עסקית ופיננסית עשויים להגן מפני מחזור שלילי של ענף הנדל"ן המניב. משך חוזי השכירות הממוצע באדגר הוא כ-3-5 שנים למעט באנגליה שם משך החוזים ארוך יותר. מידרוג מעריכה כי משך חוזי שכירות בחוזים הקיימים מגן באופן חלקי בלבד מפני מחזור שלילי בענף הנדל"ן המניב.

פריסת הפעילות על פני אזורים גיאוגרפים נרחבים אשר מקשים על ניהול הנכסים וניצול הזדמנויות עסקיות

נכסי החברה פרוסים על פני חמש מדינות בשלוש יבשות שונות ולחברה מטות בפולין, בלגיה ובישראל בלבד. מצב זה אינו מאפשר ניהול שוטף של כלל הנכסים על ידי החברה ויוצר תלות מסוימת של החברה, באותן מדינות בהן אין לחברה מטה עצמאי, בגורמים חיצוניים אשר יכולים להיקלע למצבים של ניגודי עניינים ואשר עלולים לפגוע בחברה. כתוצאה ממצב זה ורצון החברה לנצל אפקטיבית יותר את הניסיון הנצבר באותן מדינות, בשנים הקרובות לא מתוכננת התרחבות למדינות נוספות לקיימות היום. זאת ועוד, החברה מתכוונת לצמצם את היקפי נכסים באנגליה ולהרחיב את פעילותה בקנדה.

תלות בשלושה שוכרים עיקריים

לחברה שלושה שוכרים מהותיים Mostostal - BAe Systems (CaRS) Ltd, Level 3 Communications Ltd, Warszawa S.A אשר תרמו 16.3%, 12.3% ו- 6% בהתאמה וביחד כ-35% מסך הכנסות החברה בשנת 2003. מידרוג מעריכה כי לחברה תלות בשוכרים אלה. מידרוג מעריכה כי העובדה שלשני שוכרים אפשרות לסיים את חוזה השכירות בשנים 2007-2008 ודירוג נמוך לחברת Level 3 הניתן ע"י Moody's ועומד על Caa2 גורם לרמת אי וודאות מסוימת באשר לתזרים המזומנים העתידי מנכסים אלו.

החברה חתמה בחודש יוני הסכם למכירת נכס באנגליה, אותו שוכרת חברת BAe Systems (CaRS) Ltd, אשר הסכם השכירות עמה מסתיים בשנת 2008 ותרומתה להכנסות החברה ב-2003 הסתכמה, כאמור, בכ- 12.3% מסך הכנסות החברה. כמו כן, Level 3 משכירה בשכירות משנה כמחצית מהשטח אותו היא שוכרת מהחברה בשכירות משנה לחברת בינלאומית ג'נרלי, מפחיתה במידה מסוימת את רמת האי וודאות באשר לתזרים מנכס זה. שני נושאים אלו תורמים להערכת מידרוג לצמצום התלות בשוכרים עיקריים.

עסקאות ייזום של בניינים המושכרים מראש רק בחלקם

החברה יוזמת ומקימה מבנה משרדים בפחת תקווה אשר מושכר מראש רק בחלקו לחברה אחת. כמו כן לחברה עתודת קרקע בפולין בסמוך לבניין קיים שבבעלותה ואשר החברה בוחנת הקמת בניין משרדים וזאת בתנאי שתצליח להשכיר את רובו מראש. מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון הטמונה בפעילות הייזום של החברה גבוהה מרמת הסיכון המאפיינת את פעילותה במגזר הנדל"ן המניב ואשר כוללת רכישת נכסים קיימים והשכרתם בחוזי שכירות לטווח ארוך. הנהלת החברה אינה מתכוונת להיכנס לעסקאות ייזום פרויקטים ללא השכרת חלק ניכר מן השטח המבונה מראש.

עסקאות בעלי עניין

לחברה מספר עסקאות עם חברות קשורות ובעלי עניין שחלקן נעשו בשנים בהן החברה היתה בבעלות פרטית. באחת העסקאות משמשות מניות אדגר אשר מוחזקות על ידי צור שמיר כערבות להבטחת הסכם שיפוי של צור שמיר עם כלל ביטוח. בגין הסכם זה מוטלות מגבלות על פעילותה של אדגר אשר בחלקה נדרשת הסכמה מכלל ביטוח. בין היתר, התחייבה אדגר כלפי הבנקים על שמירת יחס הון עצמי לסך מאון של 15% לפחות. עסקאות נוספות כוללות הסכם פקדונות בין החברות, הלוואות שניתנו לבעלי השליטה, מכירת נכס של בעלת השליטה לאדגר, כמו גם הקמת נכסים אשר מושכרים בחלקם מראש לחברות קשורות. החברה מתכוונת לפעול לצמצום עסקאות שאינן בתחומי עיסוקה העיקריים עם בעלי עניין וחברות קשורות בעתיד.

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת

בשנת 2001 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-19 מיליון ₪. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת אך בכוונתה ליצור נוסחה לחלוקת דיבידנד הקושרת את הסכום המחולק ל-FFO. בשנת 2004, לפי נוסחה זו, צפויה להערכת החברה חלוקת דיבידנד בסך של כ-15 מיליון ₪.

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל על אמנות מס קיימות בין המדינות בהן רשומות החברות השונות, שינוי באמנות המס עלול לפגוע בתזרים המזומנים שיתקבל ממיושם נכסים.

גורמי סיכון פיננסיים

החזרי קרן גבוהים בגין הלוואות מסוג "בלון" בשנים הקרובות

החברה מתממנת באמצעות הלוואות מסוג "בלון" קרי החזרי הקרן אינם מתחלקים באופן שווה לאורך תקופת ההלוואה וחלק ניכר מן הקרן מוחזר בפרעון האחרון. מצב זה מצריך את החברה לבצע מימון מחדש לאותן ההלוואות או לחילופין לפעול למכירת הנכס. בשנים הקרובות מגיעות מספר הלוואות לפירעון סופי בהיקף המגיע לעשרות מיליוני ₪ מידי שנה והחברה מחויבת לפעול להשגת מימון מחדש. מידרוג מעריכה כי לנוכח ביצועי החברה בעבר, יש סיכוי גבוה למימון מחדש של מרבית ההלוואות. יחד עם זאת, תמורות בשווקים עלולות לגרום לקשיים בהשגת המימון בתנאי רווחיות מספקים.

נציין כי החברה התקשרה בהסכם למכירת אחד הנכסים באנגליה אשר בגינו נדרש היה להשיג מימון מחדש בשנת 2008 שנה בה אמורה היתה להגיע לפרעון סופי הלוואת "בלון" בהיקף של 61 מליון ₪ וזאת במקביל לנקודת יציאה הקיימת לשוכר.

יחס הון עצמי לסך מאזן לאחר גיוס הון עומד על 24% ועתיד לרדת ל-22% לאחר גיוס החוב

המנוף הפיננסי בו משתמשת החברה נגזר מהיקף החוב אותו לוקחת החברה לצורך מימון ההשקעות בנכסים ואשר עומד על היקף מימון של כ-80-85% באנגליה וכ-60-70% במדינות האחרות. נכון ליום 31.12.2003 עמד יחס ההון העצמי לסך המאזן על כ-17% ויחס החוב הפיננסי ברוטו ל- CAP על 79%. בחודש ינואר 2004 בוצע גיוס הון בתמורה נטו של כ-103 מליון ₪. גיוס ההון תרם לשיפור ביחסי האיתנות הפיננסית. בהתחשב בתוצאות הרבעון הראשון של 2004 ובתמורה מגיוס ההון שופרו יחס ההון העצמי לסך המאזן ל-24% ויחס החוב הפיננסי ברוטו ל- CAP ל-72%. החברה מתכוונת לגייס חוב באמצעות הנפקת אג"ח ובתמורה ברוטו של 150 מליון ₪. לאחר גיוס החוב תירשם הרעה ביחסי האיתנות אם כי עדיין ישמר השיפור בהשוואה לנתונים ליום 31.12.2003 וערב הנפקת ההון והחוב. מידרוג מעריכה כי בהתחשב בנתוני המאזן ליום 31.3.2004, בגיוס ההון האמור לעיל ובגיוס החוב המתוכנן יעמוד יחס הון עצמי לסך המאזן על כ-22% ויחס יחס חוב פיננסי ברוטו ל- CAP על 75%. הנהלת החברה מתכוונת לשמור על יחס הון עצמי לסך המאזן שלא ירד מ-20%. **מידרוג מעריכה כי נתוני פרופורמה אלו מצביעים על איתנות פיננסית ממוצעת בהשוואה לחברות בעלות פעילות דומה, כל זאת, בהתחשב גם במאפייני המימון הנהוגים במדינות בהן פועלות חברות דומות.**

ירידה ברווח הנקי המדווח כתוצאה משינוי שיטת הדיווח החשבונאית

בעקבות יישומו של תקן חשבונאי מספר 12 "הפסקת ההתאמה של דוחות כספיים" אשר קובע את הפסקת התאמת הדוחות הכספיים לאינפלציה החל מינואר 2004, ירד הרווח הנקי המדווח של החברה, אך לא צפויה פגיעה בתזרים המזומנים. ברבעון הראשון של 2004 נרשמו הוצאות מימון בסך 14 מליון ₪ לעומת 30 מליון ₪ בכל שנת 2003. השינוי בשיטת הדיווח החשבונאי פגעו במקורות מפעילות FFO המדווחים ע"י החברה, כמו גם ביחסי הכיסוי הנגזרים משינוי זה. בהתאם עלה יחס החוב הפיננסי ל- FFO על 28. נוסף כי ההרעה ביחסי הכיסוי אינה מבטאת הרעה תזרימית בנתוני החברה.

חשיפה מטבעית

מעצם פעילותה של החברה במספר מדינות, נגרמות לחברה חשיפות מטבעיות מסוגים שונים. החברה נוקטת במדיניות של צמצום החשיפה המטבעית על ידי התאמת המטבע אליו צמוד המימון הבנקאי למטבע אליו צמוד הנכס הנרכש, בנוסף, החברה לוקחת הלוואות כנגד ההון העצמי שמושקע בפרויקט במט"ח הרלוונטי. עם זאת, מפעם לפעם נוצרות חשיפות למטבעות מסוימים אשר עלולות להשפיע לרעה על תוצאותיה העסקיות של החברה. החברה מתכוונת להמשיך באסטרטגיה של הקטנת החשיפה המטבעית.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- ירידה ברמת המינוף הכוללת של החברה.
- הצלחה במחזור חובות תוך שמירה על שיעורי רווחיות מספקים.
- הצלחה במימוש נכסים תוך צבירת רווחי הון

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.
- כל שינוי מהותי באסטרטגיה העסקית באופן אשר עלול להעלות את מרכיב הסיכון העסקי.

תיאור החברה

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן "החברה" או "אדגר") פועלת בתחום הנדל"ן ועיקר פעילותה הינה החזקת נכסים מניבים המשמשים בעיקר למשרדים, בארץ ובמספר מדינות בחו"ל (אנגליה, בלגיה, פולין וקנדה). בנוסף, פועלת החברה בייזום ובניהול פרויקטים של נדל"ן מניב ובהשבת נכסים קיימים. בעבר, פעלה החברה להקמת פרויקט בתחום בניה למגורים אשר תחילת הקמתו הייתה בשנת 1994 ואשר מכירת הדירות בו הושלמה בשנת 2003.

החברה נתאגדה כחברה פרטית בשנת 1977 ועיקר עיסוקה היה ייצור טקסטיל. בשנת 1984 הפכה לציבורית, בשנת 1994 נרכשה על ידי בעלי המניות הנוכחיים ובשנת 1996 הופסקה הפעילות בטקסטיל והחלה להתעסק רק בנדל"ן ובעיקר בפעילות רכישת נכסים מניבים בחו"ל. בשנת 2002 הושלמה הצעת רכש למניות החברה שהוחזקו בידי הציבור באופן שהחברה נמחקה מן המסחר בבורסה לניירות ערך והפכה להיות פרטית. בינואר 2004 הונפקה החברה שנית בבורסה לניירות ערך. פעילות הקבוצה ברכישה והחזקת נדל"ן מתבצעת באמצעות חברות אשר בשליטת החברה והרשומות בישראל ובחו"ל. פעילות החברה באירופה מתנהלת תחת חברה הרשומה בבלגיה ופעילות החברה בקנדה מתנהלת תחת נאמנות קנדית.

גידול מתמיד בהכנסות החברה מדמי שכירות

הכנסות החברה בשנים האחרונות התפלגו בין הכנסות משכירות והכנסות מעסקי בניה. בשנים 1994-2003 עסקה החברה בהקמת פרויקט בניה למגורים, "חן הצפון", אשר מכירתו הסתיימה בשנת 2003. החברה אינה מתכוונת להמשיך בעסקי הבניה למגורים. ההכנסות משכירות עמדו בשנת 2003 על כ-108 מיליון ₪ לעומת סך של כ-45 מיליון ₪ בשנת 2000, וגדלו בקצב ניכר כתוצאה מפעילות השקעה מואצת בנכסים ובעיקר בחו"ל.

התפלגות הכנסות החברה 2000-2003

FY 2000	FY 2001	FY 2002	FY 2003	
אלפי ₪				
45,488	76,094	93,355	108,094	מהשכרת נכסים
31,134	4,306	16,274	640	מעסקי בניה
76,622	80,400	109,629	108,734	סה"כ הכנסות
אחוזים מסך הכנסות				
59%	95%	85%	99%	מהשכרת נכסים
41%	5%	15%	1%	מעסקי בניה
100%	100%	100%	100%	סה"כ הכנסות

פריסה גיאוגרפית בינלאומית נרחבת של נכסי החברה

משנת 1996, בנוסף לפעילותה בישראל, החלה החברה לפעול ברכישה והחזקת נכסים מניבים בחו"ל, בתחילה בבלגיה ובהמשך באנגליה, פולין וקנדה. נכון ל-31.5.2004, בידי החברה 28 נכסים מניבים מהם 9 בישראל, 4 באנגליה, 5 בקנדה, 8 בבלגיה ו-2 בפולין. סך השטח להשכרה נכון ל-31.12.2003 הסתכם בכ-153 אלף מ"ר וכ-168 אלף מ"ר נכון ל-31.5.2004. החברה מתכוונת להמשיך ולהשקיע בנדל"ן מניב בעיקר בקנדה.

ההכנסות משכירות בשנת 2003 מתפלגות בין המדינות באופן שההכנסות באנגליה מהוות כ-40%, ההכנסות מפולין מהוות כ-19%, ההכנסות מקנדה מהוות כ-16%, ההכנסות מישראל מהוות כ-13% וההכנסות מבלגיה מהוות כ-12% מהכנסות החברה משכירות.

על פי אסטרטגית החברה משנת 2003, סך ההכנסות מדמי שכירות בכל מדינה לא יעלה על 40% מסך הכנסות החברה, והסכום בסיכון בכל מדינה לא יעלה על 50% מההון העצמי הכולל של החברה.

התפלגות הכנסות ושטחים לפי מדינה

מדינה	שטח במ"ר	שטח השטח מסך %	מחיר למ"ר לחודש ב-2003 (US\$)*	הכנסות מדמי שכירות אלפי ₪			אחוזים מסך הכנסות משכירות		
				2001	2002	2003	2001	2002	2003
אנגליה	30,714	20%	27.0	33,794	41,565	43,555	44%	44%	40%
בלגיה	39,631	26%	10.0	6,124	9,080	12,895	8%	10%	12%
פולין	19,480	13%	20.8	21,292	22,458	20,858	28%	24%	19%
קנדה	36,111	23%	9.2	601	7,977	16,640	1%	9%	16%
ישראל	27,169	18%	10.1	11,589	12,260	14,146	19%	13%	13%
סה"כ	153,105	100%	15.2	76,082	93,340	108,094	100%	100%	100%

*דולר יציג ל-31.12.2003; המחיר למ"ר כולל את זכויות השימוש במקומות חניה ולכן המחיר למ"ר משרד נמוך יותר.

התמקדות במגזר המשרדים

החברה מתמקדת בהשכרת בנייני משרדים המהווים כ-96% מסך השטחים המניבים להשכרה. החברה מתמקדת ברכישת בניינים באיכות בניה גבוהה הממוקמים בדרך כלל בקרבת מרכזי הערים בגודל ממוצע של כ-7,000 מ"ר בחו"ל וממוצע של כ-3,000 מ"ר בישראל. יחד עם זאת, רכישות החברה בשנים האחרונות כללו בניינים בשטח ממוצע גדול יותר.

שיעורי תפוסה גבוהים מאוד ביחס לענף למעט בנכסים בבלגיה

שיעורי התפוסה של נכסי החברה הם גבוהים ביותר (95%-100%) למעט בבלגיה שם לחברה בניין שאינו מושכר ואשר נמצא כיום בשיפוץ.

נכסי החברה מושכרים באחוזים גבוהים יותר ממוצע תפוסת הנכסים בענף המשרדים הרלוונטי בכל מדינה. החברה מעוניינת בהשכרה מלאה של הנכסים, לעיתים גם על חשבון מחירי דמי השכירות. שיעורי התפוסה בבלגיה נמוכים ועומדים על 62% מסיבת עזיבתו של שוכר יחיד בבניין פלנטין באנטוורפן במאי 2003 אשר טרם אוכלס מחדש והן בשל פינוי חלקי במבנים נוספים בבלגיה בשנים 2002-2003. שיעור התפוסה בבלגיה ללא בניין פלנטין עומד על כ-78% אך עדיין נמוך מאוד בהשוואה לשיעורי התפוסה הכלליים באנטוורפן אשר עמדו בשנת 2002 על כ-94%. על אף האמור בנוגע לנכסים בבלגיה, לירידה בשיעורי התפוסה בנכסים השפעה מועטה על הכנסות החברה.

התפתחות שיעורי התפוסה לפי מדינה

מדינה	שיעורי תפוסה		
	2001	2002	2003
אנגליה	100%	100%	100%
בלגיה	94%	80%	62%
פולין	97%	97%	98%
קנדה	100%	95%	95%
ישראל	88%	95%	98%

מועדי פקיעה צפויים של חוזים

שנה	שטח להשכרה* במ"ר	שיעור מסך השטח המושכר	דמי שכירות לשנת 2003 במיליוני ₪	שיעור מדמי השכירות בשנת 2003
2004	14,731	11%	7.3	7%
2005	28,864	21%	20.3	19%
2006	32,104	24%	16.8	16%
2007	11,349	8%	11.7	11%
2008	13,511	10%	16.6	15%
2009 ואילך	34,656	26%	34.8	32%

*השטח המושכר נכון ל-31.12.2003

במהלך השנים הקרובות צפויים לפקוע מידי שנה חוזים אשר תורמים במוצק כ-15% מסך הכנסות החברה משכירות, וזאת בהנחה כי לא ימומשו האופציות להארכתם. מידרוג מעריכה כי מצב זה מגן במידה מסוימת על פעילותה של החברה.

לחברה תלות בשלושה שוכרים עיקריים

מספר השוכרים הכולל בכל נכסי אדגר הוא מעל 200, מתוכם כ-70 שוכרים מהותיים. ישנם שלושה שוכרים אשר ההכנסות בגינם מהווים יחד כ-35% מסך הכנסות החברה ומידרוג מעריכה כי לחברה תלות בשוכרים אלה. מידרוג מעריכה כי העובדה שלשני שוכרים אפשרות לסיים את חוזה השכירות בשנים 2007-2008 ודירוג נמוך לחברת Level 3 (ניתן ע"י Moodys ועומד על Caa2) גורם לרמת אי וודאות מסוימת באשר לתזרים המזומנים העתידי מנכסים אלו.

החברה חתמה בחודש יוני הסכם למכירת נכס באנגליה, אותו שוכרת חברת BAe Systems (CaRS) Ltd, אשר הסכם השכירות עמה מסתיים בשנת 2008 ותרומתה להכנסות החברה ב-2003 הסתכמה, כאמור, בכ-12.3% מסך הכנסות החברה. כמו כן, Level 3 משכירה בשכירות משנה כמחצית מהשטח אותו היא שוכרת מהחברה בשכירות משנה לחברת בינלאומית ג'נרלי, מפחיתה במידה מסוימת את רמת האי וודאות באשר לתזרים מנכס זה. שני נושאים אלו תורמים להערכת מידרוג לירידת במידת התלות בשוכרים עיקריים.

פירוט שוכרים אשר הכנסתם מהווה מעל ל-5% מהכנסות החברה

שם השוכר	שם הנכס	מועד פקיעת חוזה השכירות	דירוג לפי Moody's	חלק השוכר כ- % מסך שטח הנכס	שיעור מסך הכנסות החברה		
					2001	2002	2003
Level 3 Communications Ltd (50% ממנו מושכר בשכירות משנה לג'נרלי)	רח, לימן, לונדון	2015	Caa2	100%	18.1%	18.4%	16.3%
BAe Systems (CaRS) Ltd	Apex Tower ניו מולדן, אנגליה	עם אפשרות לביטול החוזה ב-2008	Baa1	100%	17.4%	14.1%	12.3%
Mostostal Warszawa S.A	רח' קונסטרוקטורסקה, ורשה, פולין	2007	-	71%	8.2%	7%	6%
סה"כ					43.7%	39.5%	34.6%

ממוצע אורך תקופת החוזים של כ-3-5 שנים, מגן באופן חלקי בלבד מפני מחזור שלילי של הענף

מידרוג מעריכה כי הסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות עסקית ופיננסית טובה עשויים להגן מפני מחזור שלילי של ענף הנכסים. תקופת השכירות הממוצעת באדגר הינה כ-3-5 שנים בפולין, קנדה וישראל, כ-3-9 שנים בבלגיה (יפורט בהמשך) וכ-10-20 שנה באנגליה, כמקובל במדינות בהן פועלת החברה. מידרוג מעריכה כי אדגר מוגנת באופן חלקי בלבד מפני מחזור שלילי של הענף. יחד עם זאת פעילותה במדינות מערביות מתקדמות בעלות מסורת עיסקית ופיננסית מובנית בכל הקשור להשקעות בנדל"ן מניב מקנים לפעילות זו של החברה מאפייני יציבות לאורך זמן.

פירוט נכסים ופעילות לפי מדינה

אנגליה

נתונים כלליים על בריטניה:

תוצר מקומי גולמי (לשנת 2003)	1,775 מיליארד US\$
אחוז גידול ריאלי ב-GDP (לשנת 2003)	1.9%
ממוצע צמיחת התוצר הריאלי ב-3 שנים האחרונות	1.9%
GDP לנפש (לשנת 2002)	\$US 28,000 לנפש במונחי כח קנייה
אוכלוסיה	59 מיליון
שיעור גידול ממוצע באוכלוסיה 1998-2002	0.2% לשנה
דירוג המדינה לפי Moody's	Aaa

מקור: נתוני OECD

ענף המשרדים באנגליה מרוכז ברובו בלונדון (כ-45% ממספר הנכסים וכ-60% מערך הנכסים). מאפיינים עיקריים לענף המשרדים בלונדון:

- המצב המקרו כלכלי באנגליה הביא לפגיעה בעיקר בתחום השירותים הפיננסיים והעסקיים אותם משרת בעיקר ענף המשרדים.
- מאופיין בעודף היצע שנובע בחלקו מבניה חדשה וחלקו מגידול בשכירות משנה.
- מעבר לחוזי שכירות קצרים יותר מממוצע של כ-15 לממוצע של כ-10 שנים.
- ירידה במחירי השכירות של משרדים במרכז לונדון אשר ירדו בשנת 2002 בכ-20% ובשנת 2003 ירדו בקצב של 13.5%.

פעילות החברה באנגליה

אנגליה	31.12.2003
מספר נכסים	4
מספר שוכרים משמעותיים	7
שטחי הנכסים	30,714 מ"ר
שטח ממוצע לנכס	7,400 מ"ר
סך הכנסות מדמי שכירות ב-2003	43.6 מיליון £
% מסך הכנסות משכירות	40%
עלות מופחתת נכסים	366.6 מיליון £
שיעורי תפוסה ממוצעים	100%
מיקום	לונדון (מרכז העיר ופרברים)

שנות רכישת הנכסים	שלושה נכסים נרכשו במהלך שנת 1998 והנכס הרביעי נקנה בשנת 2001.
-------------------	---

הכנסות משכירות באנגליה 2000-2003

2001	2002	2003	אנגליה
33,794	41,565	43,555	

ההכנסות משכירות באנגליה עלו בין השנים 2001-2003 מכ-34 מיליון £ לכ-44 מיליון £ בעיקר בעקבות רכישת בניין משרדים בשנת 2001, מעדכון בשכר דירה ומעליית שער החליפין של הליש"ט.

מאפייני חוזים - עסקאות שמרניות המאופיינות בחוזים לטווח ארוך (20-10 שנה) בתפוסה מלאה עם שוכרים איתנים. החוזים מסוג FRI (Full Repair and Insurance) כאשר השוכר נושא בעלויות התחזוקה והביטוח של הנכס. דמי השכירות מעודכנים כלפי מעלה בלבד בכל תקופה מוגדרת (כל 5 שנים).

השקעות וניהול הנכסים - איתור העסקאות נעשה על ידי עובד חיצוני לחברה והינו שותף חלקי בנכסים. השותף מחזיק בחברה אשר מנהלת את הנכסים תוך הסתייעות בחברות אחזקה מקצועיות, למעט נכס אחד אשר מתוחזק על ידי הדייר עצמו.

קנדה

נתונים כלליים על קנדה:

תוצר מקומי גולמי GDP ל-2003	851 מיליארד \$US
אחוז גידול ריאלי ב-GDP ל-2003	1.8%
ממוצע צמיחת התוצר הריאלי ב-3 שנים אחרונות	2.3%
GDP לנפש לפי נתוני 2002	\$23,100 לפי שערי חליפין \$30,300 במונחי כח קניה
אוכלוסיה	31.4 מיליון תושבים
שיעורי גידול באוכלוסיה ממוצע 1998-2002	1%
דירוג המדינה לפי Moody's	Aaa

מקור: נתוני OECD

ענף המשרדים בקנדה מרוכז ברובו בערים הגדולות ובעיקר בטורונטו ומונטריאול.

מאפייני ענף המשרדים בטורונטו - בשנת 2003 ענף השכרת המשרדים בטורונטו סבל מהמשך ירידה בשיעורי התפוסה שהחלה לאחר שנת 2000 וכן מלחץ לירידת מחירים. שיעורי התפוסה עמדו בשנת 2003 על כ-89% אולם החל מתחילת שנת 2004 מובחנת עליה מתונה בשיעורי התפוסה. למרות הירידה בשיעורי התפוסה היום הם עדיין גבוהים משיעורי התפוסה בשנות ה-90 אשר הגיעו לשפל של כ-81% (בשנת 1992). עיקר הפעילות בענף בשנת 2003 הייתה בחידוש חוזים קיימים. ענף המשרדים בטורונטו מושפע מהמיסוי הגבוה בעיר אשר מעודד דיירים לעבור למשרדים בפרברי העיר, מגמה הצפויה להמשיך גם בשנת 2004. פעילות **ההשקעה** בטורונטו בכל ענפי הנדל"ן היתה גבוהה בשנת 2003 כאשר הביקושים לקניית נכסים היו גבוהים מן ההיצעים.

מאפייני ענף המשרדים במונטריאול - ענף המשרדים להשכרה במונטריאול מאופיין כיום בעודפי היצע נוכח עליה בהתחלות הבניה של משרדים בשנים האחרונות על רקע סבסוד ממשלתי שניתן לבניית משרדים להיי טק בכדי לעודד תעסוקה והשינוי לרעה במצב הכלכלי. לאחרונה פחתה התערבות הממשלה כך שהשפעתה על ענף המשרדים עתידה לרדת. שיעור התפוסה של משרדים במונטריאול נמצא במגמת ירידה החל מהשיא של שנת 2000 ועומד כיום על כ-87%, אך עדיין גבוה משיעורי התפוסה בשנות ה-90 אשר בשפל הגיעו לכ-80%. כמו כן ראה הענף ירידות מחירים. פעילות **ההשקעה** בענפי הנדל"ן השונים במונטריאול נמצאת בעליה ומאופיינת בעודפי ביקוש הנובעים מגידול בביקוש להשקעה בנדל"ן של גורמים מוסדיים, ומשקיעים זרים מארה"ב, אירופה וישראל.

פעילות החברה בקנדה

קנדה	31.12.2003
מספר נכסים	4
מספר שוכרים משמעותיים	10
שטחי הנכסים	36,111 מ"ר
שטח ממוצע לנכס	9,000 מ"ר
סך הכנסות מדמי שכירות ב-2003	16,640 אלפי \$
% מסך הכנסות	16%
עלות מופחתת נכסים	190.0 מיליון \$
שיעורי תפוסה ממוצעים	95%
מיקום	טורונטו, מונטריאול ו- אוטאוהו
שנות רכישת הנכסים	2001-2003

הכנסות משכירות בקנדה 2000-2003

2001	2002	2003	
601	7,977	16,640	קנדה

ההכנסות משכירות בקנדה עלו באופן משמעותי כתוצאה מההשקעות המואצות שנעשו בקנדה בשנים 2001-2003.

השקעות וניהול הנכסים – בקנדה לא מועסקים עובדים מטעמה של אדגר. מציאת הזדמנויות ההשקעה, ניהול הנכסים (מציאת השוכרים) ותחזוקתם השוטפת של הנכסים בטורונטו נעשית באמצעות חברת תיווך בינלאומית. במונטריאול ובאוטאוהו, איתור השקעות, ניהול ותחזוקת הנכסים נעשים באמצעות שותף בנכסים.

מבנה החזקות החברה בנכסים בקנדה - עסקאות רכישת נכסי נדל"ן בקנדה מבוצעות במבנה עסקה דומה אשר מקובל בעסקאות מסוג זה בקנדה ונקבע משיקולי מס שונים. רכישת הנכסים מתבצעת באופן עקיף ע"י חברת נאמנות קנדית. לכל נאמנות קנדית ישנו כתב נאמנות על פיו נוצרה הנאמנות ובמסגרתו מוסדרים היחסים בין הנאמן לבין הנהנים. במסגרת כתב הנאמנות נקבע מנגנון חלוקת כספי הנאמנות, נקבעת זהות הנאמן ונקבעות סמכויותיו של הנאמן.

בלגיה

נתונים כלליים על בלגיה:

תוצר מקומי גולמי (לשנת 2003)	300.8 מיליארד \$US
אחוז גידול ריאלי ב-GDP (לשנת 2003)	0.7%
ממוצע צמיחת התוצר הריאלי ב-3 שנים האחרונות	0.7%
GDP לנפש (לשנת 2002)	27,700 במונחי כח קניה
אוכלוסיה	10.3 מיליון תושבים
שיעור גידול ממוצע באוכלוסיה 1998-2002	0.1%
דירוג המדינה לפי Moody's	Aa1

מקור: נתוני OECD

ענף המשרדים באנטוורפן מאופיין ביציבות מחירים, היצע מוגבל של שטחים וזהירות בבניית נכסים החדשים המתבטאת באחוז נמוך של בניה ספקולטיבית. שיעורי התפוסה בעיר עומדים על כ-94%. המשקיעים באנטוורפן הם בעיקר מקומיים אך ישנו גם אחוז משמעותי של משקיעים מגרמניה והולנד.

פעילות החברה בבלגיה

בלגיה	31.12.2003
מספר נכסים	8
מספר שוכרים משמעותיים	17
שטחי הנכסים	39,631 מ"ר
שטח ממוצע לנכס	כ-3,300 מ"ר למעט נכס אחד בשטח של כ-16,600 מ"ר
סך הכנסות מדמי שכירות ב-2003	12.9 מיליון ₪
% מסך הכנסות	12%
עלות מופחתת נכסים	132.5 מיליון ₪
שיעורי תפוסה ממוצעים	62%
מיקום	אנטוורפן ונכס בפרבר של אנטוורפן
שנות רכישת הנכסים	1997-2002

הכנסות משכירות בבלגיה 2000-2003

2001	2002	2003	
6,124	9,080	12,895	בלגיה

ההכנסות מדמי שכירות בבלגיה עלו בשנת 2002 על אף הירידה בשיעורי התפוסה בשל רכישת בניין משרדים מחברת האם צור שמיר אשר מניב שכר דירה בסך שנתי של כ-8 מיליון ₪.

מאפייני חוזים – החוזים בבלגיה נחתמים לתקופה של "3-6-9" כלומר, תקופת שכירות של 9 שנים עם אפשרויות יציאה לשני הצדדים בשנה השלישית והשישית.

השקעות וניהול הנכסים – איתור ההשקעות, ניהול ותחזוקת הנכסים נעשית על ידי שני עובדים מקומיים מטעמה של אדגר אשר אחד מהם שימש בעבר כמנכ"ל של חברת נכסים גדולה בבלגיה.

פולין

נתונים כלליים על פולין:

תוצר מקומי גולמי (לשנת 2003)	205.2 מיליארד \$US
אחוז גידול ריאלי ב-GDP (לשנת 2003)	3.3%
ממוצע צמיחת התוצר הריאלי ב-3 שנים האחרונות	1.9%
GDP לנפש (לשנת 2002)	10,700 במונחי כח קניה 4,900 במונחי שער חליפין
אוכלוסיה	38.6 מיליון תושבים
שיעור גידול ממוצע באוכלוסיה 1998-2002	0 (שלילי)
דירוג המדינה לפי Moody's	A2

מקור: נתוני OECD

ענף המשרדים בוורשה מרוכז ברובו (כ-53%) מחוץ למרכז העיר ומרבית הבניה בשנים האחרונות נעשתה ואף מתוכננת להעשות באזורים אלה. הענף היה בתנופת בניה מואצת בשנים 1998-2000 אשר התמתנה בשנים 2001-2003 אך עדיין נותרה גבוהה. שיעורי התפוסה ירדו מאוד בשנים 1998-1999 והתייצבו סביב רמה של כ-85% בשנים 2000-2003 בסך השוק ורמה של כ-88% באזורים שמחוץ למרכז העיר. מחירי השכירות (prime rents) נמצאים במגמת ירידה החל משנת 1998 בקצב של כ-8% לשנה.

פעילות החברה פולין

פולין	31.12.2003
מספר נכסים	2
מספר שוכרים משמעותיים	6
שטחי הנכסים	19,480 מ"ר
שטח ממוצע לנכס	9,700 מ"ר
סך הכנסות מדמי שכירות ב- 2003	20.8 מיליון ₪
% מסך הכנסות משכירות	19%
עלות מופחתת נכסים	155.1 מיליון ₪
שיעורי תפוסה ממוצעים	98%
מיקום	וורשה (אזור מוקטוב)
שנות רכישת הנכסים	1999, 2001

הכנסות משכירות בפולין 2000-2003

פולין	2003	2002	2001
	20,858	22,458	21,292

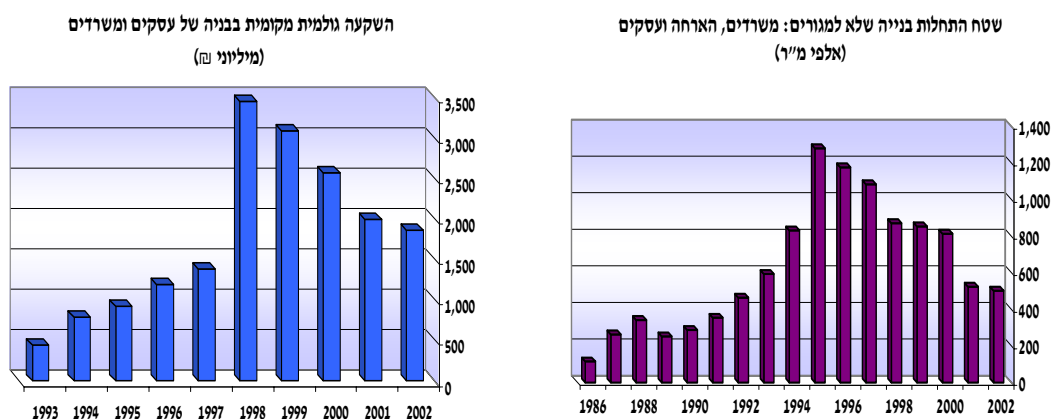
ההכנסות משכירות בפולין ירדו בשנת 2003 בכ-7% בעקבות הורדת מחירי השכירות לשוכר גדול בכדי לאפשר חידוש החוזה.

השקעות וניהול הנכסים – אדגר מחזיקה משרד בורשה באחד הבניינים אשר ברשותה ומעסיקה שני עובדים מקומיים מטעמה. עובדים אלו עובדים בצמוד לחברה ואחראים על ניהול הפעילות של אדגר בפולין. כמו כן, נעזרת אדגר בשירותיה של חברת תיווך בינלאומית אשר באמצעותה יחד עם העובדים מטעמה מאותרים נכסים להשקעה, מאותרים שוכרים לנכסים ונעשית תחזוקת הבניינים.

ישראל

ענף המשרדים בישראל אופיין בשנים האחרונות על ידי ירידת ביקושים, ירידת מחירים והתאמת ההיצע לביקושים הבאה לידי ביטוי בירידה בשטח התחלות הבניה ובהיקפי ההשקעה.

ענף המשרדים רשם ירידה חדה במיוחד בשטח התחלות הבניה של כ-60% בהשוואת שנת 2002 לשנת 1995 ובקצב שנתי של כ-12%. בשנים 1998-2000 היקפי הפעילות בענף זה הגיעו לשיא על רקע ביקושים גבוהים לשטחי משרדים נוכח תחזיות לקצבי צמיחה גבוהים של תעשיית האלקטרוניקה, התקשורת וההיי-טק בישראל. מימוש חלקי בלבד של תחזיות אלו יצר עודפי היצע. כתוצאה מכך, נרשמה ירידה חדה במחירי השכירות ומעבר חברות מובילות ממבנים ישנים יחסית למבנים חדשים וחדשניים שנבנו בחלקם כ- tailor made.



התחזיות למגזר הנדל"ן שלא למגורים בישראל אינן חד משמעיות. רובן קושרות את המגמה למחזוריות הכלכלית במשק המצוי במגמת שיפור. אינדיקציות ראשוניות ממספר חברות הפעולות בתחום של השכרת נכסים מדברות על התאוששות מסוימת במגזר זה בשנת 2004 וצפי לשיפור נוסף בשנת 2005.

פעילות החברה בישראל

ישראל	31.12.2003
מספר נכסים	9
מספר שוכרים	28
שטחי הנכסים	27,169 מ"ר
שטח ממוצע לנכס	3,000 מ"ר
סך הכנסות מדמי שכירות ב- 2003	14.1 מליון ש"ח
% מסך הכנסות משכירות	13%
עלות מופחתת נכסים	138.1 מליון ש"ח
שיעורי תפוסה ממוצעים	98%
מיקום	פתח תקווה, תל אביב, אופקים, חיפה
שנות רכישת הנכסים	1980, 1985-6, 1995-2002
דירוג המדינה לפי Moody's	A2

הכנסות משכירות בישראל 2000-2003

2001	2002	2003	
11,589	12,260	14,146	ישראל

ההכנסות מדמי שכירות בישראל עלו בין השנים 2001-2003 בעקבות העלאת שיעורי התפוסה בבניינים קיימים ורכישת בניין נוסף ואיכלוסו בשנת 2002. בהסכם פשרה עם חברת משלום לוינשטיין קיבלה החברה את הבעלות המלאה על בניין ברחוב הנחושת בתל אביב שהמניב שכר דירה שנתי בהיקף של כ-6.5 מליון ₪ בשנת 2003.

לטענת החברה מחירי השכירות במרבית הנכסים בישראל דומים כיום למחירי השוק המקובלים במיקום הנכס למעט נכס אחד אשר השכירות בגינו צפויה לרדת עם סיום חוזה השכירות.

לחברה כיום פרויקט ייזום לבניית בניין משרדים בישראל וכן בניין משרדים בפולין בשלבי תכנון ראשוניים ואשר מתבססים על שוכרים מראש בעלי עניין בחברה.

פרויקט בניין אדגר בפתח תקווה: אדגר נמצאת בשלבי הקמה של בניין משרדים רב קומות בקרית אריה בפתח תקווה בשטח בנוי של כ-25,000 מ"ר, עם 4 מרתפי חניה בגודל של כ-18,000 מ"ר. הבניין יבנה במתכונת של משרדי היי-טק, בדומה למבנים באותו אזור. העלות הכוללת של הבניה ברמת גימור למסירה לשוכרים היא כ-185 מיליון ₪ (כולל עלות הקרקע). עד כה אושרה בנייה של כ-15 קומות בלבד בשטח של כ-15,000 מ"ר. החברה חתמה חוזה קבלנות עם חברת מליבו בניה בע"מ לתקופת ביצוע של כ-18 חודשים. עלות הביצוע נקבעה לכ-40 מיליון ₪. כמו כן חתמה החברה חוזים עם קבלני משנה בעלות של כ-42.4 מיליון ₪. מימון הפרויקט מבוצע על ידי בנק דיסקונט אשר נתן מסגרת אשראי של כ-118 מיליון ₪ (עבור כ-18,000 מ"ר. הגדלת הבנייה ל-25,000 מ"ר תלווה בהגדלת מסגרת הליווי). מתוכו התקבלו כ-24 מיליון ₪. קבלת מימון בסכום הגבוה מ-50 מיליון ₪ הותנתה בחתימת הסכמי שכירות לגבי 6,000 מ"ר לפחות. כמו כן המימון מותנה בכך שההון העצמי של החברה עד גמר הבניה לא יפחת מ-140 מיליון ₪. לחברה התקשרות בהסכמים עם בעלת השליטה בחברה וחברות אחרות בקבוצה להשכרת כ-11,500 מ"ר לתקופה של 10 שנים. דמי השכירות נקבעו ל-140 אלף דולר לחודש ל-40 החודשים הראשונים, 155 אלף דולר חודש לכ-40 החודשים הבאים ו-170 אלף דולר לחודש לחודשים האחרונים.

עד כה השקיעה החברה בפרויקט כ-65 מיליון ₪ והושלם השלד עד לקומה 14. הבנייה עתידה להסתיים ברבעון הראשון של שנת 2005.

פרויקט Adgar Plaza בוורשה: לחברה עתודת קרקע אשר מאפשרת בניה של מבנה משרדים רב קומות בשטח של כ-25,000 מ"ר לביצוע בשני שלבים ואשר החברה שוקלת את פיתוחו. סבירות ביצוע עסקת ייזום זו תלויה במציאת שוכרים נוספים מראש.

החברה מתכוונת לממש נכס באנגליה

החברה נמצאת כיום במו"מ למימוש נכס באנגליה אשר מושכר לדייר אשר הכנסותיו מהוות כ-12% מדמי השכירות של החברה. לדייר זה חוזה שכירות המסתיים בשנת 2008.

כל נכסי החברה משועבדים

כל נכסי החברה משועבדים למעט הנכס באופקים אשר ישועבד אף הוא במהלך שנת 2004.

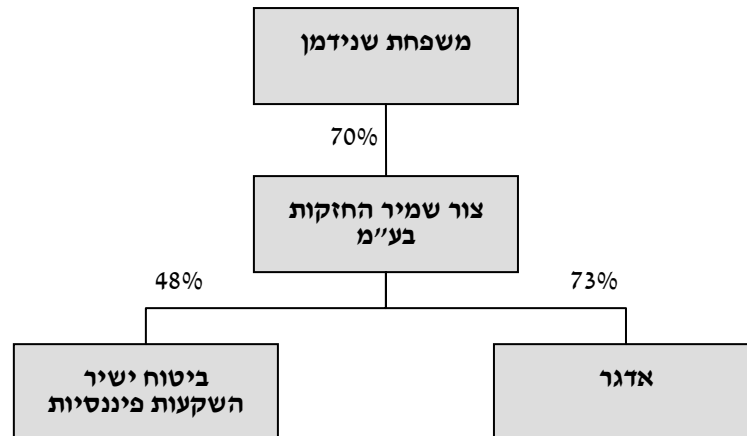
אין לחברה תביעות תלויות בסכומים מהותיים

לחברה תביעות מרוכשי דירות ותביעות הנובעות לחוקי הפיקוח על הבניה בקנדה בגין חריגות לא מהותיות אשר להערכת הנהלת החברה אינן בסכומים מהותיים.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

בעל העניין העיקרי בחברה היא חברת צור שמיר החזקות בע"מ (חברה ציבורית) אשר מחזיקה בכ-73% ממניות החברה (כ-62% בדילול מלא). יתרת המניות מוחזקות בידי הציבור.

צור שמיר הינה חברת החזקות אשר מחזיקה גם בכ-48% ממניות ביטוח ישיר השקעות פיננסיות. בעלת השליטה בצור שמיר היא משפחת שנידמן. דורון שנידמן משמש כיו"ר הדירקטוריון ומשה שנידמן משמש כחבר דירקטוריון באדגר.



מטה עובדים מצומצם

החברה מעסיקה 11 עובדים מתוכם 7 בישראל. לחברה משרד בפולין בו מועסקות מנהלת נכסים ומנהלת חשבונות ומשרד בבגליה אשר בו מועסקים מנהל נכסים וחשב. החברה נעזרת גם בשירותים של חברות תיווך וניהול הנכסים, עורכי דין, רואי חשבון ונאמנויות.

מנכ"ל החברה הוא מר רועי גדיש אשר שימש בעבר כסמנכ"ל החברה ואשר משמש גם כדירקטור בחברה החל משנת 2001.

סמנכ"ל הכספים של החברה הוא מר רונן נקר אשר משמש גם כסמנכ"ל כספים בחברת האם צור שמיר.

תחת הבעלות הנוכחית הפכה החברה מציבורית לפרטית בשנת 2002 וחזרה להיות חברה ציבורית בשנת 2004

צור שמיר רכשה בשנת 1994 כ-48.5% ממניות החברה באמצעות חברת צור שמיר השקעות. בשנת 1998 מכרה צור שמיר השקעות את החזקתה בחברה שהיתה בשיעור של כ-81% לצור שמיר אשר הפכה לבעלת השליטה במישרין של החברה. בתחילת 2002 פרסמה צור שמיר הצעות רכש לרכישת מניות החברה ואגרות חוב להמרה אשר נענו ובכך נמחקו מניותיה של אדגר מן המסחר ואדגר הפכה לחברה פרטית. בינואר 2004 נרשמה החברה מחדש למסחר בבורסה בעקבות הנפקת הון בתמורה של כ-103 מיליון ₪ נטו. בעקבות ההנפקה ירד שיעור ההחזקה של צור שמיר ל-73%. תחת הנחה של דילול מלא עתיד לרדת שיעור ההחזקה של צור שמיר ל-62%.

אסטרטגיה עסקית

להלן פירוט האסטרטגיה העסקית של החברה:

- התמקדות בתחום נדל"ן מניב ובהשכרה של מבני משרדים.
- פריסה גיאוגרפית – לחברה נכסים מניבים בחמש מדינות: ישראל, בלגיה, פולין, אגליה וקנדה. החברה פועלת לכך שסך ההכנסות מדמי שכירות בכל מדינה לא יעלה על 40% מסך ההכנסות של אדגר וכי הסכום שהושקע בכל מדינה לא יעלה על 50% מההון העצמי של אדגר. החברה אינה מתכוונת להרחיב את פעילותה למדינות נוספות בשנים הקרובות.
- שליטה בנכסים הנרכשים באופן שחלק החברה בהם יעלה על 50% המבטיח עצמאות בניהול הנכסים.
- רכישת נכסים מניבים בעלי פוטנציאל השבחה. החברה אינה פוסלת רכישת נכסים בעלי שיעור תפוסה נמוך מתוך מטרה לאכלסם ונכסים בהם שוכר משמעותי עתיד לצאת בטווח הקצר ולהערכת החברה צפויה השכרת הנכס מחדש תוך העלאת שכר הדירה.
- צמיחה מואצת - החברה מעוניינת להשיג שיעור צמיחה שנתי ממוצע של 10% בהכנסות לפחות. בין השנים 2000-2003 צמחו ההכנסות משכירות של הקבוצה בקצב מואץ של כ-33% לשנה.
- שמירה על יחס הון עצמי לסך מאזן של לפחות 20%.
- השגת שיעורי תפוסה גבוהים גם על חשבון מחירי דמי השכירות.

לחברה מרכיב משמעותי של עסקאות עם בעלי עניין ושיתופי פעולה עם חברות אחרות מקבוצת צור שמיר

- בין אדגר לבין חברת האם צור שמיר ישנו הסכם תשלום דמי ניהול לחברת האם תמורת שרותי יעוץ וניהול. ההסכם הוא לתקופה של שנה ומוארך באופן אוטומטי לתקופה של שנה בכל פעם. תמורת שירותים אלו משלמת אדגר תשלום שנתי קבוע בסך של כ-4.2 מיליון ₪ ותשלום שנתי נוסף בשיעור של 1.0% מהיקף מסגרת האשראי שבגינה נתנה צור שמיר החזקות ערבות לחברה (בקזוז ערבויות שהעמידה החברה לטובת החברה האם). דמי הניהול ששולמו בפועל לצור שמיר בשנת 2003 הסתכמו בכ-5.5 מיליון ₪ וברבעון הראשון של שנת 2004 בכ-2 מיליון ₪. מידרוג מעריכה כי מדובר בתשלומי דמי ניהול גבוהים.
- התחייבויות החברה בגין הנפקת אגרות חוב סדרה ד' של צור שמיר – חברת צור שמיר החזקות (בעלת המניות באדגר) הנפיקה בשנת 2003 אג"ח בהנפקה פרטית בסכום של כ-100 מיליון ₪ ל-6 שנים. אג"ח זה מגובה בפוליסת ביטוח שהונפקה בידי כלל ביטוח. הסכם שיפוי נחתם בין צור שמיר אחזקות לכלל להבטחת שפוי כלל בידי צור שמיר במקרה של מימוש הפוליסה. על פי הסכם השפוי, שועבדו כל מניות אדגר שהוחזקו בידי צור שמיר לטובת כלל. צור שמיר ואדגר התחייבו כלפי כלל שלא תידלל החזקתה של צור שמיר באדגר לפחות מ-65% מהונה המונפק של החברה. לא יוקצו מניות או אופציות לשווי חברה נמוך מ-270 מיליון ₪, לא יחול שינוי בתקנון ההתאגדות של החברה אלא בהסכמת כלל. אדגר קיבלה על עצמה התחייבויות הנוגעות למצבה הכספי כך שלא תרד מיחס הון עצמי לסך מאזן של 15% (בהתחשב בהלוואות או פקדונות הדדיות), לא ינתנו ערבויות לצדדים שלישיים, לא תבוצע חלוקת דיבידנד בחברה אלא בהסכמת כלל. כמו כן התחייבה אדגר לפעול בכפוף למגבלות במהלך עסקיה: ביצוע עסקאות חריגות, יצירת שעבודים על נכסי החברה או חברות בנות, מכירת נכסים מהותיים, מיזוג/פיצול של חברות או מכירת מניות לצדדים שלישיים, רק בהסכמה בכתב מכלל.

- בין אדגר לבין צור שמיר החזקות כולל חברות בת של כל אחת מהן הסכם לפיו יתנו החברות זו לזו פיקדונות אשר לא יעלו (נכון למועד התסקיף שפורסם בינואר 2004) על כ-29 מיליון ₪. ריבית הפיקדונות תקבע לפי ריבית הפריים. פיקדונות צור שמיר בחברה נכון ל-2003 עמדו על כ-10 מיליון ₪.
- אדגר חתמה הסכמי שכירות עם ביטוח ישיר (חברה בשליטתה של צור שמיר) להשכרת כ-42% משטח בניין המשרדים החדש שיבנה בפתח תקווה (כמפורט בפרק תאור החברה לעיל).
- אדגר בלגיה רכשה את הונה של החברה המחזיקה ב-Theatre Building באנטוורפן מידי חברת צור שמיר השקעות ופיתוח בלגיה תמורת כ-25 מיליון ₪. לטענת החברה התמורה נקבעה על בסיס שוויו הכלכלי של הנכס כפי שנבדק על ידה.
- החברה שוכרת את משרדיה מנכסי צור שמיר, חברה בשליטתה של צור שמיר.
- אדגר הפקידה פיקדון כספי בסך של כ-1.75 מיליון ₪ בצור שמיר פיננסים על מנת שישמש הלוואה לדורון שנידמן. ההלוואה צמודה למדד ונשאה ריבית של 4%. יתרת ההלוואה סולקה בשנת 2002.

נוסחה לתגמול מנהלים לפי FFO

החברה בוחנת כיום שימוש בנוסחה לתגמול מנהלים ועובדים אשר מתבססת על המקורות מפעילות FFO- (ה- FFO מחושב עפ"י הרווח הנקי בתוספת פחת והפחתות ובניכוי הכנסות/הוצאות אחרות) של החברה.

ניתוח פיננסי

דוח רווח והפסד

בשנים האחרונות דיווחה החברה על צמיחה מואצת **בהכנסות משכר דירה** כתוצאה מפעילות אינטנסיבית של רכישת בנייני משרדים להשכרה. בהתאם, ההכנסות מהשכרת נכסים עלו באופן עקבי בין השנים 2000-2003 מרמה של כ-45 מיליון ₪ בשנת 2000 לכ-108 מיליון ₪ בשנת 2003, עליה של כ-140%. נציין כי חלק מן העלייה בהכנסות משכר דירה נבע מהתחזקות שנרשמה בשער הליש"ט מול השקל בשנים אלו שכן כאמור מרבית הכנסות החברה מקורן בנכסים באנגליה ותקבולי שכ"ד הינו בליש"ט. בשנת 2003 נרשם גידול של 15% בהכנסות מדמי שכירות אשר נבע בעיקרו מרכישת בנייני משרדים בקנדה. בשנים האחרונות נהנתה החברה מהכנסות מעסקי בניה – ייזום פרויקט של בניה למגורים בפתח תקוה. בשנת 2002 נמכרו 23 דירות בפרויקט שהיוו את כל מלאי הדירות למכירה, למעט דירה אחת שנמכרה בשנת 2003 ותרמה הכנסות של 0.6 מיליון ₪.

נתונים מתוך דוח רווח והפסד

2000	2001	2002	2003	Q1 2004	אלפי ₪
76,622	80,400	109,629	108,734	27,317	סה"כ הכנסות
45,488	76,094	93,355	108,094	27,317	הכנסות מהשכרת נכסים
31,134	4,306	16,274	640	0	הכנסות מעסקי הבניה
59%	95%	85%	99%	100%	% הכנסות מהשכרת נכסים מסך הכנסות
10,304	13,459	19,213	24,573	6,114	עלות אחזקת נכסים מושכרים
77%	82%	79%	77%	78%	% רווח גולמי מהשכרת נכסים
20,330	2,751	12,680	517	-	עלויות מעסקי הבניה
35%	36%	22%	19%	-	% רווח גולמי מעסקי הבניה
10,321	14,959	14,595	14,800	3,151	הוצאות הנהלה וכלליות
13%	19%	13%	14%	12%	הוצאות הנהלה וכלליות (% מסך הכנסות)
20,607	29,230	33,757	30,655	14,113	הוצאות מימון
27%	36%	31%	28%	52%	הוצאות מימון כאחוז מהכנסות
13,236	18,532	27,858	37,543	3,939	רווח מפעולות
17%	23%	25%	35%	14%	רווח מפעולות (% מסך הכנסות)
0	-384	-10	17	0	רווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע
13,236	18,148	27,848	37,560	3,939	רווח לפני מס
2,725	8,340	6,910	8,893	57	מיסים
0	0	0	-8,762	0	השפעת תקן 15 (הפחתת ערך נכסים)
8,177	7,451	17,260	16,089	3,210	רווח נקי
11%	9%	16%	15%	12%	רווח נקי (% מסך הכנסות)

הרווח הגולמי מהשכרת נכסים עמד בשנת 2003 על שיעור של 77% וברבעון הראשון של 2004 על שיעור של 78%, שיעור גבוה יחסית לחברות הפועלות בענפי משק אחרים כמקובל בפעילות של אחזקת נדל"ן מניב. **הוצאות ההנהלה והכלליות** החל משנת 2001 נרשמה קפיצת מדרגה בהוצאות ההנהלה והכלליות לרמה של כ-14 מיליון ₪ כתוצאה מתחילת תשלומי דמי ניהול לחברת האם בסך של כ-5 מיליון ₪. בשנת 2003 הסתכם סעיף זה בכ-14.8 מיליון ₪ וכללו בעיקר דמי ניהול לחברה האם בסך של כ-6 מיליון ₪ והוצאות שכר של כ-4.7 מיליון ₪. בהשוואת מרכיב הוצאות ההנהלה והכלליות כאחוז מסך ההכנסות לחברות אחרות בעלות מאפייני פעילות דומים עולה כי שיעור זה העומד על 14% הינו גבוה שכן כולל תשלום גבוה של דמי ניהול לחברת צור שמיר. ברבעון הראשון דיווחה החברה על ירידה מסוימת בהוצאות ההנהלה והכלליות אך זו אינה מייצגת לטווח ארוך.

הוצאות המימון של החברה עמדו בשנת 2003 על כ-30 מיליון ₪ לעומת כ-33 מיליון ₪ בשנת 2002. סעיף הוצאות המימון מושפע משינויים בשערי החליפין בין המטבעות הירידה בהוצאות המימון על אף הגידול בחוב הפיננסי בסך של 127 מיליון ₪ נבע כתוצאה מחשיפה זמנית במהלך שנת 2003 לשינוי בשער חליפין של הדולר. התיסוף בשער הדולר בפרק זמן זה הסב לחברה הכנסות מימון בסך 3 מיליון ₪ סעיף המימון כולל הכנסות מימון מהחזקה באגרות חוב של חברה משולם לוינשטיין, התורמות הכנסות ריבית בסך של כ-1 מיליון ₪ לשנה. יתרת אגרות חוב אלו נכון ליום 31.12.03 מסתכמת ב-15.8 מיליון ₪. אגרות החוב עומדות לפרעון בששה תשלומים שנתיים שווים החל מיום 31.1.2002 ונושאות ריבית שנתית בשיעור של 2.45%. בעקבות יישומו של תקן חשבונאי מספר 12 "הפסקת ההתאמה של דוחות כספיים" אשר קובע את הפסקת התאמת הדוחות הכספיים לאינפלציה החל מינואר 2004, נרשם גידול בהוצאות המימון תוך שחיקה הרווח הנקי. ברבעון הראשון של 2004 נרשמו הוצאות מימון בסך 14 מיליון ₪ לעומת 30 מיליון ₪ בכל שנת 2003.

שורת הרווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע היא שולית ומעידה על כך כי החברה לא עסקה במימוש נכסים. מהלך זה תואם את האסטרטגיה של החברה אשר מתמקדת במיקסוס תזרים המזומנים מן הנכסים ובהגדלת פורטפוליו הנכסים. בשנת 2003, בעקבות יישום תקן חשבונאות מספר 15, "ירידת ערך נכסים", רשמה החברה הפרשה **לירידת ערך נכסים** חד פעמית בסך של כ-11.7 מיליון ₪ ברוטו אשר הסתכמו נטו, לאחר מס, בכ-8.8 מיליון ₪ בגין שלושה נכסים בישראל – שני נכסים בתל אביב (נחלת בנימין, המסגר) ונכס בחיפה.

לחברה הפסדים צבורים לצורכי **מס** בישראל בסך כ-18.4 מיליון ₪ ולחברות מאוחדות הפסד להעברה בסך של כ-2.9 מיליון ₪. בהתאם, אין החברה משלמת מס בגין הפעילות בישראל. באשר לפעילות ביתר המדינות החברה משלמת מס כמקובל במדינות אלו ופועלת למניעת כפלי מס בין מדינות אלו לבין ישראל.

הרווח הנקי של החברה ירד בשנת 2002 מכ-17.3 מיליון ₪ בשנת 2002 לכ-16 מיליון ₪ בשנת 2003 בעיקר כתוצאה מתחילת יישום תקן חשבונאות מספר 15 "ירידת ערך נכסים". בעקבות יישום התקן, רשמה החברה הפרשה לירידת ערך בסך של כ-11.7 מיליון ₪ (8.8 מיליון ₪ נטו ממס). ההפסד מירידת ערך נכסים מיוחס למבנים להשכרה בישראל. בנטרול ההפרשה בגין תקן 15 היתה החברה מדווחת על רווח נקי של 24.8 מיליון ₪. בנטרול ההפסד מירידת ערך נכסים דיווחה החברה על רווח נקי בשיעור של 22% מסך ההכנסות לעומת כ-11% מסך ההכנסות בשנת 2000. ברבעון הראשון של 2004 דיווחה החברה על רווח נקי של 3.2 מיליון ₪ שהושפע בעיקר מיישום תקן חשבונאי 12 כאמור לעיל.

מאזן

גידול בפעילות החברה תרם לעליית סך המאזן. בין השנים 2000-2003 עלה סך המאזן בכ-65% מסך של כ-720 מיליון ₪ בסוף שנת 2000 לסך של כ-1.2 מיליארד ₪ ביום 31.12.2003 ולסך של 1,296 ביום 31.3.2004. הרכוש הקבוע של החברה נמצא במגמת עליה ולמעשה הוכפל בין השנים 2000 ו-2003 בעקבות רכישת נכסים חדשים ועמד נכון ליום 31.3.2004 על כ-1 מיליארד ₪. כ-35% מההשקעות ברכוש קבוע הינו בנכסים באנגליה. הרכוש הקבוע כולל בנין משרדים בהקמה שעלותו ליום 31.12.2003 מסתכמת בכ-56 מיליון ₪.

התחייבויות לזמן ארוך של החברה לתאגידים בנקאיים ולאחרים עלו מרמה של כ-320 מיליון ₪ ביום 31.12.2000 לכ-796 מיליון ₪ ביום 31.3.2004 בעקבות מימון בהון זר של חלק ניכר מעלות רכישת נכסים. התחייבויות זמן ארוך כוללות בעיקר הלוואות מתאגידים בנקאיים במטבעות שונים. שיעורי המינוף של העסקאות שונים ממדינה למדינה כאשר שיעור המינוף הגבוה ביותר של כ-85%-80% מתבצע באנגליה, וכ-60%-70% ביתר המדינות. כ-45% מהתחייבויות אלו הן בליש"ט והיתרה מתפלגים בין הלוואות שיקליות צמודות ולא צמודות, הלוואות צמודות לדולר האמריקאי ולדולר הקנדי וכן הלוואות צמודות לאירו. כ-1/3 מן ההלוואות הן בריבית משתנה ומתוכנן הרוב הגדול באירו ובדולר אמריקאי. פיזור ההלוואות הינו בהתאם למדיניות החברה לצמצם את החשיפה המטבעית אשר נובעת מפריסת הפעילות למספר מדינות.

סעיף ההשקעות בניירות ערך כולל את אג"ח של חברת משולם לוינסטיין אשר בידי החברה שיתרתו נכון ל-31.3.2004 כ-16 מיליון ₪ ואשר עתיד להיפרע עד לשנת 2007. במהלך שנת 1999 רכשה אדגר ניירות ערך (מניות, אופציות, ואג"ח להמרה) של חברת משולם לוינסטיין, חברה ציבורית שעוסקת בקבלנות ואחזקת נכסים. בשנת 2001 נחתם הסכם פשרה בין אדגר ללוינסטיין. אדגר תמשיך להחזיק באג"ח של לוינסטיין עם התחייבות שלא להמירן למניות. להבטחת החזרת האג"ח לוינסטיין יצרה שעבוד שני בדרגה על מקרקעין שבבעלותה.

נתונים נבחרים מן המאזן

אלפי ₪	31.12.2004	2003	2002	2001	2000
מזומנים ושווי מזומנים	124,543	43,222	28,890	22,097	87,211
עלות (בניכוי פחת שנצבר)	1,073,382	1,040,169	917,951	703,400	466,053
לקוחות	30,756	26,414	22,649	21,740	7,363
בניירות ערך	10,253	15,834	20,803	25,562	97,337
סך נכסים	1,296,124	1,173,858	1,041,821	832,843	717,415
אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים	99,339	103,010	135,601	201,099	141,992
חברות קשורות והחברה האם	27,212	34,959	50,540	-	-
התחייבויות לתאגידים בנקאיים ולאחרים	796,494	776,132	625,126	382,760	318,319
הון עצמי	313,842	202,651	184,607	177,710	162,319
סך התחייבויות	1,296,124	1,173,858	1,041,821	832,843	717,415

יחסי המאזן

אלפי ₪	31.3.2004	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000
סה"כ חוב פיננסי	911,564	902,740	775,150	615,696	506,635
סה"כ חוב פיננסי נטו	787,021	859,518	744,838	590,653	412,860
CAP	1,263,316	1,140,333	987,821	809,754	680,216
הון עצמי	313,842	202,651	184,607	177,710	162,319
סך מאזן	1,296,124	1,173,858	1,041,821	832,843	717,415
הון עצמי לסך מאזן	24%	17%	18%	21%	23%
חוב ל-CAP	72%	79%	78%	76%	74%
חוב פיננסי נטו ל-Cap	62%	75%	75%	73%	61%

סה"כ החוב הפיננסי של החברה, המורכב בעיקר מהלוואות לזמן ארוך, גדל בשנים האחרונות במקביל להגדלת השקעות החברה ברכוש קבוע. נכון ליום 31.3.2004 מסתכם החוב הפיננסי ברוטו בכ- 911 מיליון ₪ והחוב הפיננסי נטו ב- 787 מיליון ₪. נציין כי החוב הפיננסי נטו כולל את תמורת גיוס ההון. בנוסף, ישנו חוב לחברת האם בסך של כ-11 מיליון ₪ אשר טרם נקבע בגינו מועד פירעון. בין השנים 2001-2003 הורידה החברה את מרכיב האשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים מתוך סך החוב מרמה של כ-200 מיליון ₪ בשנת 2001 לכ-100 מיליון ₪ ביום 31.3.2004 במקביל לגידול בחוב לזמן ארוך. לחברה קיימת מסגרות אשראי לא מנוצלות בסך של 80 מיליון ₪.

מתוך סך הלוואות החברה לזמן קצר וזמן ארוך, כ-553.5 מיליון ₪ (כ-63%) הן הלוואות non-recourse (קרי, ללא זכות חזרה ללווה בגין הלוואות שנלקחו) באנגליה, קנדה ופולין. בפולין, ישנה הלוואת non-recourse אחת עבור שני הבניינים. ההלוואות בבליה הן recourse רק לחברת ההחזקות הבלגית. בישראל, כל חובות החברה הן מסוג recourse.

סך הלוואות non-recourse ו-recourse לזמן ארוך

מדינה	סכום הלוואות non recourse במיליוני ₪	סכום הלוואות recourse במיליוני ₪ לזמן ארוך
אנגליה	352.2	-
פולין	85.0	-
קנדה	116.3	-
בלגיה	-	59.7 (רק לחברה הבלגית)
ישראל	-	162.8
סה"כ	553.5	222.5

יחס ההון העצמי לסך מאזן של החברה הציג ירידה הדרגתית מרמה של 23% ביום 31.12.2000 לרמה של כ-17% נכון ליום 31.12.2003 המעידה על הגדלת המנוף הפיננסי בו משתמשת החברה לפעילותה העיסוקית. בחודש ינואר גייסה החברה סך נטו של כ-103 מליון ₪ באמצעות הנפקת הון. גיוס ההון תרם לשיפור יחס בין ההון העצמי לסך המאזן לשיעור של 24%. החברה מתכוונת לגייס סכום נוסף של 150 מליון ₪ ברוטו באמצעות הנפקת אג"ח לציבור. לאחר הנפקת הון והנפקת החוב המתוכננת עתיד לעמוד יחס ההון העצמי לסך המאזן על כ-22%.

המנוף הפיננסי בו משתמשת החברה נגזר מהיקף החוב המממן את ההשקעות בנכסים ואשר עומד על היקף מימון של כ-80-85% באנגליה וכ-60-70% במדינות האחרות. **מדיוג מעריכה כי האיתנות הפיננסית של החברה הינה ממוצעת בהשוואה לחברות בעלות פעילות דומה, כל זאת, בהתחשב גם במאפייני המימון הנהוגים במדינות בהן פועלות חברות דומות.**

נכון ליום 31.12.2003 עמד יחס החוב ברוטו ל-CAP על שיעור גבוה מאוד של כ-79%. יחס זה תומך בהערכתנו לניצול מנוף פיננסי גבוה לצורך הפעילות אשר בולט לרעה בהתחשב ברמות המינוף של העסקאות רכישת הנכסים עצמם. כל זאת ערב גיוס ההון. לאחר גיוס ההון ועל בסיס נתוני 31.3.2004 יורד יחס החוב ברוטו ל-CAP ל-72%. בהתחשב בכוונה לגייס חוב בסך 150 מליון ₪ ברוטו יעמוד היחס על 75%.

תזרימי המזומנים

תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת של החברה עמדו בשנת 2003 על כ-43 מיליון ₪ ועלו מרמה של כ-10 מיליון ₪ בשנים 2000-2001 גם כתוצאה מהגידול ברווח הנקי.

התזרים מפעילות השקעה ירד מרמה של כ-180 וכ-130 מיליון ₪ בשנים 2001 ו-2002 בהתאמה לכ-86 מיליון ₪ בשנת 2003. עיקר התזרים מפעילות השקעה כלל בשנת 2003 רכישת רכוש קבוע בסכום של כ-96 מיליון ₪, מזה השקעה בפרויקט הייזום בפתח תקווה בסכום של כ-30 מיליון ₪ בקיזוז תמורה ממימוש ניירות ערך ומימוש פיקדונות במוסדות כספיים. בשנים 2001 ו-2002 כלל התזרים מפעילות השקעה רכישת רכוש קבוע בסכומים של 119 ו-118 מיליון ₪ בהתאמה ובנוסף נכללה השקעה בחברה מאוחדת שאוחדה לראשונה בסכומים של כ-57 וכ-20 מיליון ₪ בהתאמה.

תזרים המזומנים מפעילות מימון עמד בשנת 2003 על כ-56 מיליון ₪ וירד באופן הדרגתי מרמה של כ-155 מיליון ₪ בשנת 2000 באופן שתואם את היקפי ההשקעה של החברה. מניתוח תזרים המזומנים בולטת העבודה כי פעילות המימון ממנת חלק ניכר מההשקעות ברכוש קבוע.

תזרימי מזומנים

2000	2001	2002	2003	Q1 2004	
11,243	10,475	41,677	43,051	4,161	תזרים מפעילות שוטפת
-87,368	-183,510	-130,441	-86,266	-2,074	תזרים מפעילות השקעה
154,689	103,136	93,217	55,969	78,236	תזרים מפעילות מימון

גיוס ההון בתמורה נטו של כ- 103 מליון ₪ משפרת באופן מהותי את יתרת המזומן שבקופת החברה ואשר ביום 31.3.2004 הסתכמה ב- 124 מליון ₪.

המקורות מפעילות (FFO) של החברה בשנת 2003 עמדו על כ-45 מיליון ₪ ועלו כמעט פי 2.5 ביחס לשנת 2000. הגידול תרם לשיפור ניכר ביחסי כיסוי החוב של אדגר בין השנים 2001 ל-2003 כאשר החוב הפיננסי והחוב הפיננסי נטו ל-FFO עמדו על כ-20 ו-19 בהתאמה בשנת 2003 לעומת יחס של 28 ו-23 בהתאמה בשנת 2000. כמו כן ניכר שיפור ביחס ה-FFO להוצאות מימון אשר עלה מכ-0.7 בשנת 2001 לכ-1.5 בשנת 2003. ברבעון הראשון של 2004 ירד ה-FFO במונחים שנתיים בהשוואה לשנת 2003 כתוצאה בעיקר מן הגידול בסעיף הוצאות המימון בעקבות השינוי בשיטת הדיווח החשבונאי. בהתאם עלה יחס החוב הפיננסי ל-FFO על 28. נוסף כי ההרעה ביחסי הכיסוי אינה מבטאת הרעה תזרימים בנתוני החברה.

ירידת ה-FFO הרעה את יחסי הכיסוי המדווחים.

ניתוח יחסי כיסוי

2000	2001	2002	2003	Q1 2004	אלפי ₪
17,899	21,035	37,540	44,930	8,192	FFO
28	29	21	20	28	חוב פיננסי ל-FFO *
23	28	20	19	24	חוב פיננסי נטו ל-FFO *
0.9	0.7	1.1	1.5	0.6	FFO להוצאות מימון

* על בסיס FFO ל-Q1 2004 בגילום שנתי

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומון ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי + פחת + הפחתות + מסים נדחים + זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות + הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	רווח נקי+פחת והפחתות-הכנסות/הוצאות אחרות -חלק החברה בתוצאות חברות כלולות

סולם הדירוג

אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגנים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.	Aaa	דרגת השקעה
אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.	Aa	
לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.	A	
אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.	Baa	
אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.	B	
אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.	Caa	
אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.	Ca	
אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.	C	

מידרוג משתמש 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 שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CRA008030504150M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

כל הזכויות שמורות למידרוג. 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. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע"). המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכוניו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 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.