

# אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

דו"ח מעקב שנתי אוגוסט 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט בכיר  
[amira@midroog.co.il](mailto:amira@midroog.co.il)

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על שינוי דירוג סדרות האג"ח של חברת אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "אדגר", "החברה"), מדירוג A2 באופק יציב לדירוג A3 ומציבה את אופק הדירוג על יציב.

### סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

שנות פירעון הקרן	יתרה לתאריך 31.03.09 כולל הצמדה (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.נ. באלפי ₪ לתאריך 31.03.2009	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2007 - 2013	214,369	מדד	6.35%	192,857	03-2004	1820117	סדרה ד'
2011 - 2015	326,761	מדד	4.70%	300,400	03-2007	1820133	סדרה ה'
	541,130			493,257			סה"כ

השיקולים להורדת הדירוג נסמכים, בין היתר, על הירידה באיתנותה הפיננסית של החברה, אשר צפויה להמשיך ולהיפגע ברבעון השני של שנת 2009; גריעה ביחסי הכיסוי התזרימיים של החברה, כתוצאה מגידול בחוב אשר שימש להשקעה בפרויקטים בהקמה ולרכישת נכסים; החלשות הסביבה המקרקו כלכלית, בפרט בפולין ובקנדה, הבאה לידי ביטוי בפגיעה בשכר הדירה נוכח ירידה בשיעורי התפוסה ו/או ירידת שווי הנכסים.

הורדת הדירוג במדרגה אחת וקביעת אופק יציב נסמכת על רמות יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי אליהן צפויה החברה להגיע, לאחר השלמת הפרויקטים וירידה במינוף, אשר יהלמו את דירוגה. בנוסף, נסמך אופק הדירוג היציב על היקף מצטמצם של פרויקטים יזמיים, השלמה של השבחת נכסים ואכלוסם של שטחים ריקים במסגרת פעילות החברה, אשר צפויים לתרום לשיפור יחסי הכיסוי התזרימיים של החברה.

החברה פועלת להשבחת והשכרת נכסיה הקיימים והנזלת חלק מנכסיה, במטרה להכין עתודות מזומנים ראויים לתשלומי האג"ח, הצפויים במהלך השנים 2010-2011 וזאת - בהתאם לאסטרטגיית החברה, לאור המשבר הפיננסי העולמי. כמו כן, החברה ביצעה מספר מימונים מחדש של נכסים, אשר יאפשרו לחברה את שירות החוב במהלך הטווח הבינוני. פריסה גיאוגרפית בינלאומית נרחבת למדינות המדורגות בדירוג A2 ומעלה, שוכרים איכותיים בחלק מנכסיה, שיעורי תפוסה גבוהים ואיכות נכסים טובה תורמים לדירוג החברה וליציבותה.

## התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>

**בעקבות המשבר הפיננסי פועלת החברה להגדלת נזילותה. בהתאם לכך, ביצעה החברה מספר עסקאות למכירת נכסי נדל"ן בבעלותה. בגין מרבית העסקאות לא נרשם רווח/הפסד הון מהותי.**

- במהלך חודש יולי 2008 מכרה החברה נכס, ברחוב המפעלים 7 בפתח תקווה, בתמורה לסך של כ- 11.3 מיליון ₪. בגין עסקה זו לא רשמה החברה רווח/הפסד הון.
- במהלך חודש נובמבר 2008 מכרה החברה בניין משרדים, ברחוב המסגר בתל אביב, בתמורה לסך של כ- 23.4 מיליון ₪. כתוצאה מהמכירה רשמה החברה רווח הון בסך של כ- 2 מיליון ₪.
- במהלך חודש ינואר 2008 השלימה חברה מאוחדת של החברה, המוחזקת בשיעור של 82.5%, את עסקת מכירת הבניין באוטווה, קנדה, בתמורה לסך של כ- 34.8 מיליון דולר קנדי. כתוצאה מעסקה זו רשמה החברה, זה מכבר, רווח הון בסך של כ- 2 מיליון דולר קנדי, אשר בא לידי ביטוי בשערוך בדו"חותיה הכספיים של החברה לשנת 2007.
- במהלך חודש יולי 2009 מכרה החברה את המרכז המסחרי בפתח תקווה (למעט זכויות הבנייה למשרדים), בתמורה לסך כולל של כ- 67.4 מיליון ₪. כתוצאה מהמכירה לא רשמה החברה רווח/הפסד הון.
- במהלך חודש אוגוסט 2009 מכרה החברה 50% מכל זכויותיה במגדל אדגר, בפתח תקווה, לקבוצת חברות מקבוצת "כלל ביטוח", בתמורה לסך כולל של כ- 161.4 מיליון ₪. כתוצאה מן המכירה יצטמצמו הכנסות החברה מהשכרה בהיקף של כ- 13 מיליון ₪ לשנה, אולם לא צפוי שינוי משמעותי בתזרים המזומנים המתקבל, היות ומרבית מהכנסות הנכס יועדו לתשלום קרן וריבית בגין הלוואה על נכס זה. מרבית תמורת העסקה, בהיקף של כ- 100 מיליון ₪, תשמש לפירעון התחייבויות כלפי הבנקים והיתרה תשמש לצרכיה השוטפים של החברה ובעיקר להגדלת נזילותה.

3

**במהלך תקופת הדו"ח השלימה החברה מספר פרויקטים יזמיים, במסגרתם הקימה בנייני משרדים חדשים בפולין ושיפצה בנייני משרדים בבלגיה ובקנדה**

- בניין Plantin באנטוורפן, בלגיה: החברה ביצעה עבודות שיפוץ מקיפות בבניין, אשר נסתיימו בסוף שנת 2008 ועלותם הסתכמה בסך של כ- 15 מיליון אירו. נכון למועד דו"ח דירוג זה, נמצאת החברה במו"מ מתקדם להשכרת שטחים בהיקף משמעותי בבניין, אך טרם נחתמו הסכמי שכירות.
- בניין Elington 75 בטורונטו, קנדה: ברבעון השלישי של שנת 2008 סיימה החברה את עבודות השיפוץ בבניין Elington 75. הבניין, בשטח של כ- 7,400 מ"ר, הושכר במלואו לשוכר יחיד<sup>2</sup>, לתקופה של 15 שנים, אשר החלה באוקטובר 2008. עלותו הכוללת של הנכס, לאחר השלמת עבודות ההתאמה לשוכר ולרבות עלויות מימון ושיווק,

<sup>1</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מדו"ח המעקב השנתי מחודש יוני 2008.

<sup>2</sup> Thomas Cook - קבוצת הנסיעות אשר נוסדה עוד בשנת 1841 כחברת רכבות באנגליה. מעסיקה למעלה מ- 30 אלף עובדים, עם היקף הכנסה של למעלה מ- 8.1 מיליארד ליש"ט במהלך 2008. נסחרת במסגרת מדד FTSE 100 בבורסת לונדון.



## מידרוג

הסתכמה בכ - 22 מיליון דולר קנדי. דמי השכירות השנתיים הממוצעים לאורך תקופת השכירות מסתכמים בכ - 1.8 מיליון דולר קנדי, המהווים שיעור תשואה של כ - 8.2%.

- פרויקט Adgar Plaza בוורשה, פולין: במסגרת הפרויקט בונה החברה שני בנייני משרדים, בשטח כולל של כ - 27 אלף מ"ר, בשני שלבים. השלב הראשון של הפרויקט, הכולל חניון תת קרקעי ובניין משרדים ראשון, הסתיים בסוף שנת 2008. נכון למועד דו"ח דירוג זה, הושכרו כ - 10 אלף מ"ר והחברה נמצאת במו"מ מתקדם להשכרת שטחים משמעותיים נוספים. השלב השני של הפרויקט החל במהלך הרבעון האחרון של שנת 2008 והוא צפוי להסתיים בתחילת שנת 2010. מידרוג רואה בפרויקט זה כבעל רמת סיכון גבוהה יחסית, לאור ההשקעה הנוספת הנדרשת להקמתו וחשיפת יכולת החברה להשכירו כנגד שירות ההלוואה הקיימת.

### אירועים נוספים

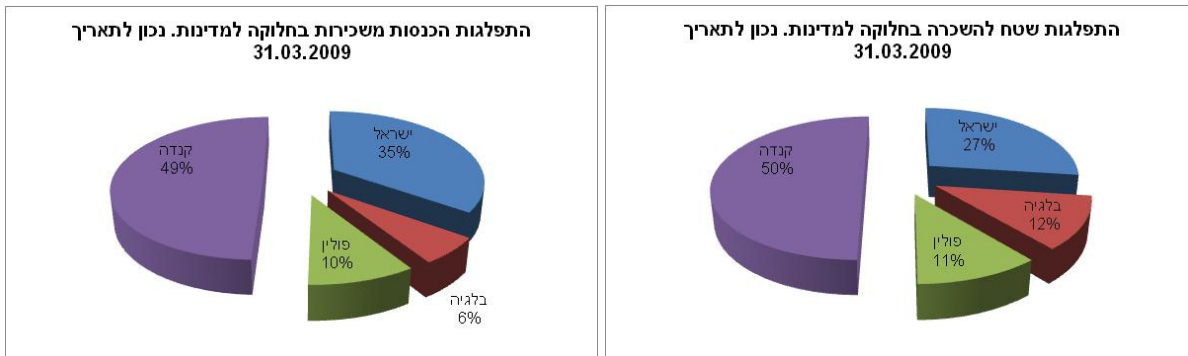
החברה החליטה על מדיניות חלוקת דיבידנד לשנת 2008, לפיה תחלק גם בשנה זו דיבידנד בשיעור של כ - 40% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות בשנת 2008, מדיניות זהה לזו שיושמה במהלך שנת 2007. בהתאם למדיניות זו, חילקה החברה במהלך חודש מאי 2009 דיבידנד בסך של כ - 8 מיליון ₪. נכון למועד דו"ח דירוג זה, לא גיבש דירקטוריון החברה מדיניות חלוקת דיבידנד לשנת 2009.

בתאריך 28.7.2008 העמידה החברה פיקדון לטובת החברה האם (צור שמיר אחזקות בע"מ), בסך של כ - 28 מיליון ₪. עם העמדת פיקדון זה, העריכה החברה האם כי תוכל לפרוע את הפיקדון תוך תקופה קצרה, באמצעות הלוואה מגוף בנקאי, אך בשל המשבר הפיננסי, ההלוואה האמורה לא התקבלה. הנהלת החברה, בהסתמך על תזרים המזומנים של החברה, לא ראתה עד כה סיבה לדרוש את החזר הפיקדון. ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה דנו במכלול ההיבטים של עמדת הנהלת החברה, בעקבות חוות דעת משפטית שקיבל הדירקטוריון בנושא זה ובהתאם להמלצותיה, החליט דירקטוריון החברה לא לדרוש פירעון מיידי מלא של הפיקדון. מנגד, הוחלט לקזז את דמי הניהול והדיבידנדים אותם משלמת החברה לחברה האם מסכום הפיקדון ולהעלות את שיעור הריבית, מריבית הפריים לריבית בשיעור של פריים + 4%. יתרת הפיקדון הנוכחית, נכון למועד דו"ח דירוג זה, עומדת על סך של כ - 21 מיליון ₪.

### התפתחות התוצאות הכספיות<sup>3</sup>

נכון לתאריך 31.3.2009 מחזיקה החברה ב- 32 נכסים מניבים (לא כולל פרויקטים בתכנון וביצוע), בשטח כולל של כ- 306 אלף מ"ר. סך הנדל"ן להשקעה (כולל פרויקטים בתכנון וביצוע), הרשום במאזן לתאריך 31.3.2009, עומד על כ- 3,188 מיליוני ₪ (סך הנדל"ן להשקעה, לא כולל פרויקטים, עומד על 2,902 מיליוני ₪). חלק ניכר מהעלייה במהלך התקופה הנסקרת, נובע מהשקעה בפרויקטים יזמיים של החברה ומקצתו - בשל רכישות נכסים חדשים.

סעיף הנדל"ן המניב של החברה גדל במהלך שנת 2008, בעיקר מהשקעה בנכסים מניבים בסך של כ- 297 מיליון ₪ ופרויקטים בביצוע שבנייתם הסתיימה, אשר הועברו לסעיף נדל"ן להשקעה, בסך של כ- 293 מיליון ₪. מנגד, נרשם קיטון בסך של כ- 157 מיליון ₪, בעקבות מכירת בנייני משרדים בקנדה ובישראל. ירידה נוספת בשווי הנדל"ן להשקעה נבעה בעיקר כתוצאה מירידה במהלך התקופה של שער החליפין של הדולר הקנדי. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2009 נבע הגידול בסעיף הנדל"ן להשקעה בעיקר כתוצאה מתיקון, אשר נרשם בשער הדולר הקנדי ותרם לעלייה של כ- 126 מיליון ₪. במקביל, בגין פרויקט אדגר פלאזה בפולין, נרשם גידול בסעיף בשל השקעה בסך של כ- 41 מיליון ₪, כנגד קיזוז בשל הפרשה לירידת ערך בהיקף של כ- 8 מיליון ₪.



### גידול בחוב הפיננסי במהלך התקופה הנסקרת, כתוצאה מהנפקת אג"ח ומימון מחדש למספר נכסים בבלגיה, בפולין ובקנדה

חובה הפיננסי של החברה גדל במהלך שנת 2008 כתוצאה מהנפקת אג"ח במרץ 2008 (במסגרת הרחבת סדרה קיימת), מימון מחדש בבלגיה ובפולין ועליית המדד אשר הגדילה את ההתחייבויות צמודות המדד של החברה. במחצית השנייה של שנת 2008 קיבלו חברות מאוחדות בקנדה הלוואות בסך של כ- 125 מיליון ₪. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2009 נשמר היקף החוב ברמה דומה.

<sup>3</sup> מתחילת שנת 2008.



### **גידול בהכנסות החברה, בנטרול שערוכים, בעקבות רכישת נכסים חדשים, סיום ואכלוס פרויקטים יזמיים**

הכנסות החברה, בנטרול שערוכים, עלו במהלך התקופה, כתוצאה מרכישתם של שלושה בנייני משרדים בקנדה במהלך שנת 2007, אשר באו לידי ביטוי במהלך התקופה הנסקרת של שנת 2008, כמו גם רכישתם של שני בנייני משרדים במהלך שנת 2008 ומרכישת פרויקט "אדגר ביזנס סנטר" בישראל, במהלך דצמבר 2007. הגידול בהכנסות החברה קוזז במקצת כתוצאה מירידה בשערי החליפין במטבע הקנדי ואולם מרבית העלייה ניכרת גם בשורת הרווח התפעולי של החברה.

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2009 ניכר הגידול בהכנסות בשורת הרווח הנקי ובתזרים מפעילות שוטפת (FFO). יש לציין כי התזרים מפעילות שוטפת במהלך הרבעון הראשון, הושפעה מתשלום ריבית שנתית על אג"ח ה' בנטרול והתאמה של תשלום זה על פני שנה שלמה, ניכר הגידול בתזרים.

### **גידול בהוצאות המימון של החברה בעקבות גידול בהיקף החוב הפיננסי, עליית המדד ושערוך מכשירים פיננסיים. למרות הגידול בהוצאות המימון, עלה שיעור הרווח הנקי של החברה, בנטרול שערוכים**

הגידול בהוצאות המימון של החברה בשנת 2008 נובע ממספר גורמים:

- גידול בהתחייבויות הפיננסיות של החברה, במקביל לגידול בפעילות העסקית. גיוס אגרות חוב, בהיקף של כ- 50 מיליון ₪, במהלך חודש מרץ 2008 וגידול בשל נטילת הלוואות בנקאיות נוספות.
- שיעור עליית המדד במהלך שנת 2008, אשר עמד על כ- 4.5% ויצר לחברה הוצאות בגין הפרשי הצמדה על התחייבויות בהיקף של כמיליארד ₪, בסך של כ- 45 מיליון ₪.
- שערוך מכשירים פיננסיים נגזרים, על פי כללי הדיווח הבינלאומיים, אשר הסב לחברה הוצאות מימון נוספות, בסך של כ- 4 מיליון ₪.
- הפרשים בשער הדולר הקנדי, הנזקפים לסעיף הוצאות המימון.

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2009, לאור שיעור המדד הנמוך אשר עמד על 0.7% בלבד, נוצרו לחברה הכנסות בגין הפרשי הצמדה, בסך של כ- 7 מיליון ₪. שערוך מכשירים פיננסיים הניב לחברה רווחים בסך של כ- 4 מיליון ₪ נוספים. יש לציין, עם זאת, כי שיעור המדד הידוע עלה במהלך הרבעון השני של שנת 2009, בהיקף של 3.4%, אשר צפוי להשפיע על הוצאות המימון של החברה, כתוצאה מהתחייבויותיה החשופות למדד. עקב כך, הייתה צפויה החברה לרשום הוצאות מימון נוספות בגין מרכיב עליית המדד, בהיקף של כ- 27 מיליון ₪ במהלך הרבעון השני של שנת 2009. יחד עם זאת, כתוצאה ממספר עסקאות הגנה, צפוי לחברה רווח משמעותי מעסקאות אלו ברבעון השני, אשר יגרום לכך שהוצאות המימון הכוללות בפועל ברבעון השני תהיינה נמוכות במיוחד.



**שינויים בהונה העצמי של החברה, בשל תנודתיות שערי החליפין ובשל חשיפה גבוהה של החברה להשפעות שערי החליפין של הדולר הקנדי והאירו. החלשות הדולר הקנדי, במקביל לחשיפה הגבוהה של החברה למטבע הפעילות, גרמה לאובדן הון עצמי במהלך התקופה, אשר הביא למצב בו החברה חורגת מיחסי האיתנות במסגרת אופק הדירוג. המשך הרעה ביחסים אלו עלול להמשיך ולהשליך לרעה על דירוגה**

במהלך שנת 2008 רשמה החברה רווח של כ- 20 מיליון ₪. למרות רווח זה, נרשם קיטון בהון העצמי, שנבע בעיקר מחלוקת דיבידנד בסך 45 מיליון ₪ ומירידה בשערי החליפין של מטבעות הפעילות של החברה (דולר קנדי ואירו), אשר באה לידי ביטוי בקיטון בסך של כ- 136 מיליון ₪ של קרן הון, מתרגום דוחות כספיים.

בניגוד לקיטון בהון במהלך שנת 2008, כתוצאה מירידה בשערי החליפין, במהלך הרבעון הראשון של שנת 2009 גדל הונה העצמי של החברה בכ- 40 מיליון ₪, בעיקר, כתוצאה מעלייה בשערי החליפין של מטבעות הפעילות של החברה בהיקף של כ- 49 מיליון ₪. הונה העצמי של החברה הושפע במהלך הרבעון הראשון של שנת 2009 גם כתוצאה מרווח נקי לתקופה (גידול של כ- 8 מיליון ₪), חלוקת דיבידנד (קיטון של כ- 8 מיליון ₪) וכתוצאה מהפסד מעסקאות גידור נטו (קיטון נוסף בהיקף של כ- 9 מיליון ₪).

לאחר תאריך המאזן נרשמה עלייה בשער החליפין של הדולר הקנדי ביחס לשקל, בשיעור של כ- 4.6%. היות ולחברה עודף נכסים על התחייבויות במטבעות דולר קנדי ואירו, להערכת החברה, היקף ההשפעה של השינוי בשערי החליפין, לאחר תאריך הדוחות, על הון החברה, נטו, נאמד בגידול בסך של כ- 20 מיליון ₪.

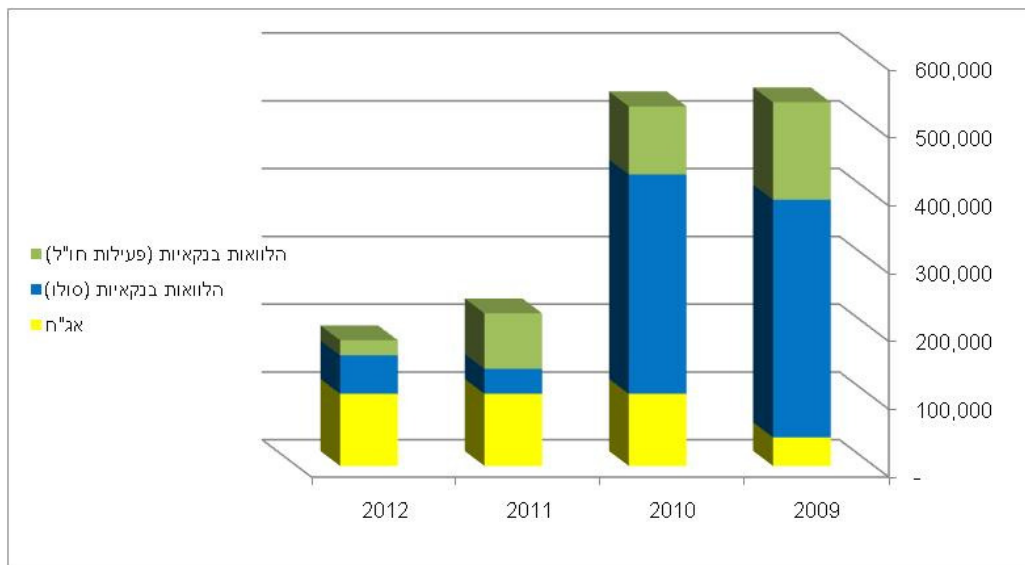
יש לציין כי החברה פועלת, במטרה לצמצם את השפעת תנודתיות שערי החליפין, על פי שני מודלים- מודל VAR ומודל קיצון. במסגרת קבלת החלטות בחברה, פועלת החברה במטרה לנטרל השפעות של תנודתיות מטבעית, ברמה שבה היקף השינוי בהון העצמי לא יעלה על 15% מן ההון העצמי - כתוצאה משינוי של עד 12% במטבעות הפעילות. היקף החשיפה של החברה כיום עומד על כ- 108 מיליון ₪ בתנודתיות של 12% במט"ח.

בהתבסס על הונה העצמי, נכון לתאריך 31.03.2009, העומד על כ- 823 מיליון ₪, עולה שיעור החשיפה במעט מעל 10%, לאחר השפעות מס, מהונה העצמי במקרי קיצון. היקף החשיפה, להערכת מידרוג, פעילות החברה בתחום והיקף ההפסד הקיים משקפים את רמת הסיכון של החברה לאחר הורדת הדירוג.

יש לציין כי במסגרת דו"חות הרבעון השני לשנת 2009, צפויה החברה לדווח על ירידה נוספת בשווי נכסים, בעיקר בנכסיה בפולין וזאת - כתוצאה מהערכות שווי מעודכנות ועלייה של שיעורי ההיוון. ירידת הערך בשווי הנכסים תשוב ותשפיע על הונה העצמי של החברה ועל יחסי האיתנות. הורדת הדירוג כללה בתחשיב את הירידה הצפויה בשווי הנכסים וביחסי האיתנות ולהערכתנו, לאחר הירידה, יהלמו יחסי האיתנות את דירוגה החדש של החברה. יש לציין כי הרעה נוספת, מעבר להרעה הצפויה במהלך דו"חות הרבעון השני, עלולה לשוב ולהשפיע לרעה על דירוגה של החברה. יחסי הכיסוי של החברה הורעו כתוצאה מעליה בחוב, לאור השקעה בביצוע של פרויקטים יזמיים, תהליכי השבחה אשר טרם הניבו תשואה ובשל רכישת קרקעות המיועדות לפרויקטים עתידיים - כדוגמת אדגר ביזנס סנטר<sup>4</sup>, אשר לא מניבים תזרים. יחסי הכיסוי ברבעון הראשון מוטים לרעה, בעקבות תשלום ריבית שנתית עבור אג"ח סדרה ה'. על מנת לאמוד את יחסי הכיסוי של החברה בוצע תקנון לפיו, בוצעה פריסה של תשלום הריבית ו- FFO על פני השנה, להלן: "יחסי כיסוי מותאמים", זאת, במטרה לשקף נכונה את יחסי הכיסוי של החברה בתחשיב שנתי. אנו מצפים כי השלמת הפרויקט בפולין והשכרתו תמשך אף במהלך שנת 2010. איכלוס הפרויקטים בייזום והקטנת החוב הפיננסי, צפויים לשפר את יחסי הכיסוי ואנו מצפים שיחס החוב הפיננסי ל- FFO יעמוד סביב ה- 30 ויתאם את דירוג החברה.

<sup>4</sup> ראה פירוט בדו"ח פעולת דירוג מתאריך 22.06.2008.

**התפלגות קרן אג"ח ופירעון ההלוואות הבנקאיות של החברה**



**היקף מצומצם של פירעונות אג"ח במסגרת השנה הקרובה. עם תחילת פירעון סדרת אג"ח ה' צפויה עליה בהיקף פירעון סדרות אגרות החוב. מרבית הלוואות הבנקאיות של החברה צפויות לעבור מחזור במהלך השנה הקרובה**

נכון למועד דו"ח דירוג זה, פורעת החברה אגרות חוב מסדרה ד' בלבד. במהלך חודש מרץ 2011 צפויה החברה להתחיל בפירעון של אגרות חוב מסדרה ה'. החברה נערכת לקראת פירעון קרן אגרות החוב, באמצעות תהליך הנזלת נכסים המיועד להבטחת פירעון הסדרות במועדן.

מרבית הלוואות הבנקאיות של החברה לשנת 2009 הינן הלוואות On-call, או חלק ממסגרות האשראי המתגלגל העומדות לרשות החברה. בנוסף, במסגרת הרבעון הראשון והשני של שנת 2009, ביצעה החברה מימון מחדש לחלק מנכסיה, בהתאם לתחזיותיה ונכון למועד דו"ח דירוג זה, חתמה החברה בהצלחה על מימון מחדש למרבית הלוואות אשר מועד פירעונן חל בשנים 2009-10. תחזיות החברה למימון פעילותה ולהחזר חובותיה לשנת 2010 אינן כוללות מימון מחדש של הלוואות נוספות. להערכת מידרוג, יש בכך כדי להוות נקודת חוזק בבחינת מימוש תחזית התזרים העתידית של החברה.



**אדגר השקעות ופיתוח בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.03.2009 (אלפי ₪):**

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	30.12.2008	31.3.2009	יחסים פיננסיים עיקריים - אלפי ₪
330,333	299,946	269,153	200,571	39,745	הכנסות
153,018	168,255	115,415	23,736	-7,873	שערוך נדל"ן להשקעה
177,315	131,691	153,738	176,835	47,618	הכנסות בניכי שיערוכים
231,085	252,199	230,625	168,651	31,552	רווח תפעולי
78,067	83,944	115,210	144,915	39,425	רווח תפעולי בניכי שיערוכים
-49,439	-78,613	105,172	148,660	16,928	הוצאות מימון
181,623	173,506	156,995	24,136	15,496	רווח לפני מס
28,605	5,251	41,580	400	23,369	רווח לפני מס בנטרול שיערוכים
149,411	138,551	115,152	20,860	7,829	רווח נקי
1,245,557	1,108,713	2,083,427	2,335,166	2,379,621	חוב פיננסי
70,749	97,619	172,902	98,055	50,297	יתרות נזילות
1,174,808	1,011,094	1,910,525	2,237,111	2,329,324	חוב פיננסי נטו
33.0%	36.5%	29.8%	24.1%	24.4%	הון עצמי וזכויות מעוט לסך מאזן חשבונאי
2,037,406	2,032,950	3,254,056	3,251,588	3,375,214	סך מאזן
1,962,288	1,909,873	3,155,732	3,185,642	3,284,262	CAP
49,195	30,412	60,991	43,910	3,044	FFO
N/A	N/A	N/A	N/A	14,294	FFO מותאם *
63%	58%	66%	73%	72%	חוב ל-CAP
60%	53%	61%	70%	71%	חוב נטו ל-CAP
25.3	36.5	34.2	53.2	195.4	חוב פיננסי ל-FFO
N/A	N/A	N/A	N/A	41.6	חוב פיננסי ל- FFO מותאם
27.3	13.0	17.7	15.8	14.8	חוב פיננסי ל-EBITDA בניכי שיערוכים
0.9	1.1	1.1	1.0	2.4	EBITDA בניכי שיערוכים להוצאות מימון
44%	64%	75%	82%	83%	שיעור רווח תפעולי בניכי שיערוכים
16%	4%	27%	0%	49%	שיעור רווח לפני מס בנטרול שיערוכים

\* FFO מותאם - חישוב FFO בנטרול התשלום השנתי של ריבית אג"ח סדרה ה' והעמסה של חלקו הרבעוני של התשלום.

**מסגרות אשראי ונכסים לא משועבדים בהיקפים נמוכים, מצביעים על גמישות פיננסית נמוכה יחסית של החברה; פעילות החברה להגדלת המקורות הנזילים, תשפר את מיצובה בתחום זה**

לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף משתנה. בתאריך 30.6.2009 עמדה היתרה הלא מנוצלת של מסגרות האשראי על סכום לא מהותי של כ' 25-20 מיליון ₪. נכון למועד דו"ח דירוג זה, לחברה יתרת מסגרות אשראי לא מנוצלת, בהיקף גדול יותר של כ' 80 מיליון ₪, הצפויה לרדת, בעקבות תשלום קרן וריבית אגרות חוב, בתאריך 31.8.2009. גמישותה הפיננסית של החברה נמוכה, לאור היקף הנכסים הלא משועבדים הנמוך ולאור מסגרות אשראי קיימות בהיקפים לא מהותיים. להערכת מידרוג, המשך תהליך הנזלת החברה המתבצע כיום עתיד לשפר את מצבה בתחום זה, בו היא לוקה בחסר.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

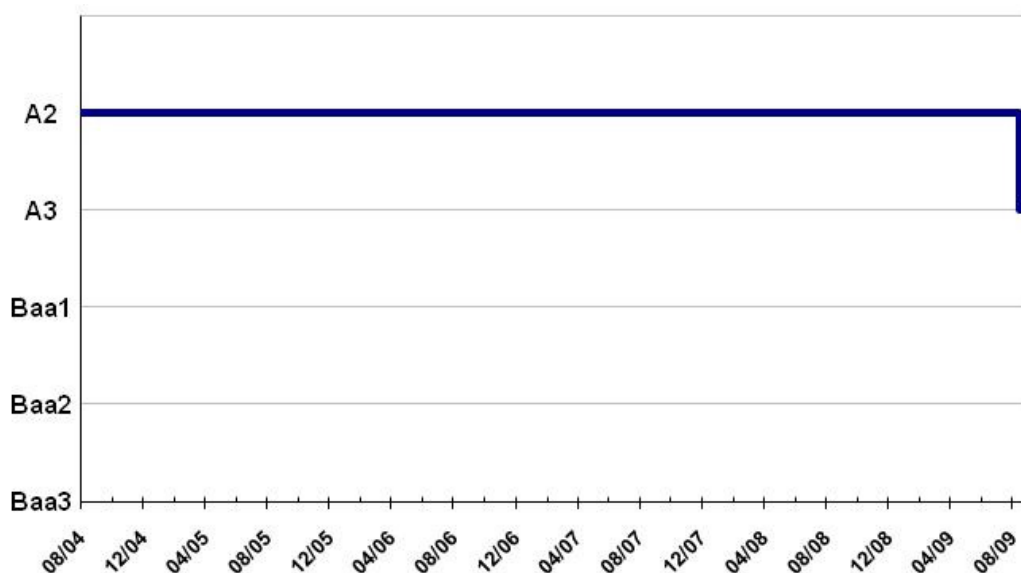
- השבחת נכסים ושיפור ביחסי הכיסוי
- שיפור בתזרים המזומנים
- הגדלת מרכיב הנכסים אשר אינם משועבדים מסך הנכסים

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הגדלת משקל פעילות הייזום של פרויקטים בארץ ובח"ל מתוך סך פעילות החברה
- מדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילות ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- ירידה ביחס ההון העצמי למאזן כך שאחוז ההון העצמי למאזן ירד מ- 21% לתקופה העולה של שני רבעונים רצופים.

## היסטוריית דירוג

10



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), לרבות בדרך של פיתוח והשבחת נדל"ן שברשותה, באמצעות הגדלת זכויות בניה ושיפור איכות המבנים. מעת לעת רוכשת החברה קרקעות ומנצלת עתודות קרקע קיימות לבניית בנייני משרדים באמצעות קבלנים חיצוניים. נכון למועד כתיבת דו"ח מעקב שנתי זה, פועלת החברה בארבע מדינות: ישראל, בלגיה, פולין וקנדה. החברה מחזיקה ב 31 נכסים מניבים, בשטח כולל של כ- 306 אלף מ"ר, מתוכם 8 בנייני משרדים בישראל, 6 בנייני משרדים בבלגיה, 14 בנייני משרדים בקנדה ושלושה בנייני משרדים בפולין. בנוסף לבניינים המושכרים כנכסים מניבים, פועלת החברה לפיתוחם של 2 פרויקטים יזמיים - האחד בישראל והשני בפולין, בהיקף כולל של כ- 49 אלף מ"ר שטח להשכרה. הכנסותיה העיקריות של החברה מפעילותה נחלקות בין פעילותה בקנדה (כ- 48% מסך ההכנסות בשנת 2008) ובין פעילותה בישראל (כ- 37% מסך ההכנסות בשנת 2008).

בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת צור שמיר אחזקות בע"מ, המחזיקה בכ- 61.6%, קבוצת כלל, המחזיקה בכ- 10% וד"ש איפקס המחזיקה בכ- 10.83% ממניותיה.

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

**סולם דירוג התחייבויות**

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

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

ד"ח מספר: CRE07160809000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

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 ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרוויס לטוד (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.