



אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

פעולת דירוג ו אפריל 2012

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרות (Issue)
------------------	------	---------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 באופק יציב לסדרות אג"ח ד', ה', ו' ו-ז' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "אדגר" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד כ-150 מיליון ש"ח ע.ג. כ-115 מיליון ש"ח ישמשו לפירעון קרן אג"ח של החברה והיתרה - לפעילות השוטפת.

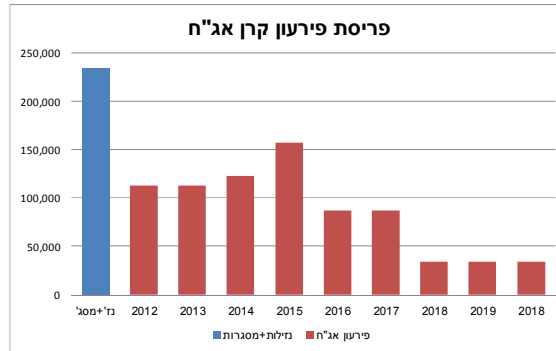
דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 19.04.2012. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמידה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.11 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ד'	1820117	אוג-04	6.35%	מדד	85,676	2012-2013
ה'	1820133	מרץ-07	4.70%	מדד	281,414	2012-2015
ו'	1820141	מא-10	6.10%	מדד	211,590	2014-2017
ז'	1820158	ינו-11	5.60%	מדד	205,100	2015-2020
סה"כ					783,780	

הדירוג נסמך, בין היתר, על נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס ללוח הסילוקין, אשר אף צפויות להשתפר, ככל שתושלם העסקה בקנדה למכירת כ-25% מתיק הנכסים תמורת כ-50 מיליון דולר קנדי במזומן, כאשר הרוכשת תיקח על עצמה גם את החלק היחסי בהלוואות שנתקבלו ממוסדות פיננסיים כנגד הנכסים (השלמת העסקה צפויה בתקופה הקרובה); ה-LTV הנמוך של מרבית נכסי החברה צפוי להקל על מיחזור ההלוואות בעתיד; פרופיל עסקי טוב, הכולל תיק נכסים בעלי רמת מיצוב גבוהה, המפוזר ב-4 מדינות ומונה 29 נכסים, המושכרים בתפוסה סבירה ומייצרים תזרים פרמננטי ויציב (אשר צפוי לגדול) לשירות החוב. יתרה מכך, להערכת מידרוג, פרופיל הסיכון מושפע לחיוב מהפעילות בשוק הנדל"ן הקנדי אשר מאופיין ביציבות, שמרנות של המערכת הבנקאית וחוסן בביקושים ובמחירים, ביחס לשווקים אחרים; שיפור ביחסי האיתנות אשר הינם טובים ביחס לרמת הדירוג וצפויים להמשיך ולהשתפר בעקבות העסקה בקנדה; הנהלת החברה הציגה לאורך זמן יכולת מימוש נכסים בשיעורי היוון נמוכים אשר תומכים בשווי נכסי החברה ורמת איתנותה. מנגד, יחסי הכיסוי של החברה אינם בולטים לטובה ואף חלה הרעה ביחסי הכיסוי בשנה האחרונה. חוזים חדשים שנחתמו לאחרונה אמורים לשפר יחס זה, אולם היחס עדיין אינו צפוי לבלוט לטובה ביחס לדירוג; לחברה נכס משמעותי ברחוב השלושה בת"א אשר מושכר בעיקר למדינה. בעת רכישת הנכס נרכשו גם זכויות משמעותיות לפיתוח אשר טרם נוצלו על ידי החברה ולפיכך - הנכס טרם מניב לחברה את מלוא הפוטנציאל האפשרי, כאשר מנגד, עלויות מימון ואמורטיזציה משמעותיות בגין ההלוואות כנגד הנכס, מעיבות על יחסי הכיסוי של החברה והתזרים השיורי מנכסיה.

מכיוון שלהערכת מידרוג, לא חל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון של החברה מאז דוח הדירוג האחרון, היננו להפנות לפירוט גורמי המפתח לדירוג, בדוח מעקב מחודש דצמבר 2011.¹



התפתחות התוצאות הכספיות - יחסים פיננסיים

31.12.2009	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2011	גיוס אג"ח ודיבידנד	יחסים פיננסיים עיקריים - אלפי ₪
186,013	182,215	141,431	191,468		הכנסות מהשכרת נכסים
169,783	166,604	128,691	174,269		NOI *
91%	91%	91%	91%		שיעור NOI מהכנסות
-216,513	142,869	94,091	139,328		שערור נדל"ן להשקעה
153,357	139,225	103,999	138,528		EBITDA בניכוי שערורים
-149,618	92,565	46,584	75,641		רווח נקי
2,350,282	2,366,413	2,491,241	2,477,297	2,513,888	חוב פיננסי
39,640	161,618	206,337	153,989	118,989	יתרות נזילות
2,310,642	2,204,795	2,284,904	2,323,308	2,394,899	חוב פיננסי נטו
685,685	745,423	812,043	835,727	800,727	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,185,466	3,266,169	3,486,450	3,522,713	3,524,304	סך מאזן
21.8%	24.0%	24.8%	24.8%	23.5%	הון עצמי לסך מאזן בניכוי מזומן
21.5%	22.8%	23.3%	23.7%	22.7%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבוני
3,076,084	3,171,304	3,370,835	3,401,502	3,403,093	CAP
3,036,444	3,009,686	3,164,498	3,247,513	3,284,104	CAP נטו
76.4%	74.6%	73.9%	72.8%	73.9%	חוב ל-CAP
76.1%	73.3%	72.2%	71.5%	72.9%	חוב נטו ל-CAP, נטו
40,359	20,844	5,460	8,965		FFO
58	114	342	276		חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי
57	106	314	259		חוב פיננסי נטו ל-FFO בגילום שנתי
15.1	15.8	16.5	16.8		חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בגילום שנתי
1.3	0.9	0.8	0.9		EBITDA בניכוי שערורים להוצאות מימון

* NOI-לשנת 2011 הינו בנטרול פחת שיפורים במושכר, אשר לא ננטרלו מההכנסות על מנת שהי"ל יתאמו לדוחות

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midrog.co.il

אופק הדירוג

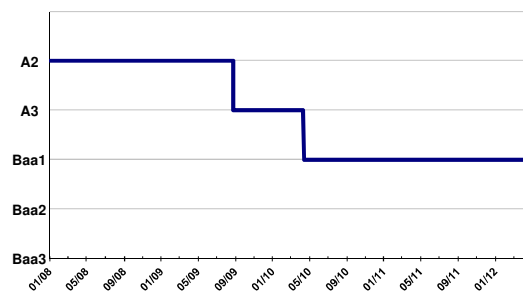
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- השבחת נכסים תוך שיפור משמעותי לאורך זמן בתזרים המזומנים וביחסי הכיסוי
- גידול משמעותי במצבת הנכסים הלא משועבדים באופן התורם לגמישות הפיננסית של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הגדלת משמעותית של משקל פעילות הייזום של פרויקטים בארץ ובחול מתוך סך פעילות החברה
- מדיניות דיבינדנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות ואי שיפור ביחסי הכיסוי

היסטוריית דירוג



4

אודות החברה

אדגר השקעות עוסקת, ישירות ובאמצעות חברות בנות, ברכישה והשכרה של נדל"ן מניב בישראל ובחול, בעיקר בתחום המשרדים וכן מבצעת פעילות יזמית בתחום הנדל"ן המניב, בעיקר בתחום המשרדים. נכון למועד כתיבת דו"ח זה, פועלת החברה בארבע מדינות: ישראל, בלגיה, פולין וקנדה. החברה מחזיקה ב־ 29 נכסים מניבים בשטח כולל של כ־ 292 אלף מ"ר. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם קבוצת צור שמיר אחזקות בע"מ באופן ישיר ובאמצעות חברת ישיר איי.די.איי אחזקות בע"מ.

מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח פעולת דירוג דצמבר 2011

תאריך דוח: 19 באפריל 2012

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

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 מאוד.
	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 מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד 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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרחני. 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. 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. דירוגי של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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 (Moody's) (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.