



אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

מעקב ו דצמבר 2011

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 דיין, 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 האג"ח ד', ה', ו' ו- ז' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "אדגר" או "החברה").

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

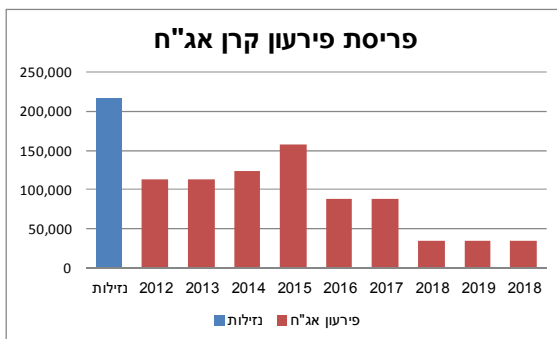
סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמידה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום פירעון קרן האג"ח	יתרת שנת פירעון קרן האג"ח
ד'	1820117	אוג-04	6.35%	מדד	84,841	2012-2013
ה'	1820133	מרץ-07	4.70%	מדד	281,955	2012-2015
ו'	1820141	מאי-10	6.10%	מדד	211,996	2014-2017
ז'	1820158	ינו-11	5.60%	מדד	205,495	2015-2020
סה"כ					784,287	

הדירוג נסמך, בין היתר, על נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס ללוח הסילוקין, אשר אף צפויות להשתפר לאחר השלמת עסקה בקנדה למכירת כ-25% מתיק נכסים תמורת כ-50 מיליון דולר קנדי במזומן, כאשר הרוכשת תיקח על עצמה גם את החלק היחסי בהלוואות שנתקבלו ממוסדות פיננסים כנגד הנכסים (העסקה כפופה למספר תנאים מתלים והשלמת בדיקת נאותות); ה-LTV הנמוך של מרבית נכסי החברה צפוי להקל על מחזור 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 בתשואות נמוכות אשר תומכים בשווי נכסי החברה ורמת איתנותה. מנגד, יחסי הכיסוי של החברה אינם בולטים לטובה ואף חלה הרעה ביחסי הכיסוי בשנה האחרונה, חתימה על חוזי שכירות חדשים שבוצעו לאחר תאריך המאזן אמורה לשפר יחס זה, אולם היחס עדין אינו צפוי לבלוט לטובה ביחס לדירוג; לחברה נכס משמעותי ברחוב השלושה בת"א אשר מושכר בעיקר למדינה, מחיר רכישתו כלל 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.

פירוט גורמי מפתח

נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס ללוח הסילוקין על אף שלחברה אין נכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי; בהתחשב ברמת ה-LTV הנמוכה, סביר כי החברה תוכל למחזר הלוואות בנקאיות עם מועד פירעון בשנה הקרובה
 נכון ליום 30.09.2011, יתרת הנזילות עומדת על כ-206 מיליון ש"ח (בנטרול פיקדונות מוגבלים, בהיקף של כ-41 מיליון ש"ח, אשר מרביתם צפויים להשתחרר בשנה הקרובה). בנוסף, לחברה גמישות פיננסית, הנובעת ממסגרת אשראי חתומה

לא מנוצלת, בהיקף של כ-85 מיליון ₪ מבנק קנדי ומה - LTV הנמוך יחסית של חלק מנכסיה אשר עומד במוצע על כ-53%, כאשר בקנדה ה- LTV הממוצע הינו כ-46%, בישראל כ-60%, בבליה כ-47% ופולין כ-60%. מידרוג מעריכה כי רמת ה- LTV הנ"ל עשויה להקל על מחזור חוב בנקאי בעתיד. אולם, למרות האמור, העדר נכסים לא משועבדים משמעותיים משפיע לרעה על הגמישות הפיננסית.



פירעון קרן האג"ח השנתי עומד על כ-113-125 מיליון ש"ח בכל אחת משלוש השנים הקרובות, האמורטיזציה השנתית של ההלוואות הבנקאיות עומדת על כ-95 מיליון ₪. אולם, בכוונת החברה להגדיל את החוב במסגרת refinance בחלק מהנכסים, כך שיתרת החוב הבנקאי בגין הנכסים המניבים לא צפויה להשתנות באופן מהותי ולפיכך צרכי שירות החוב כוללים בעיקר את פירעון קרן האג"ח. המקורות לשירות ההתחייבויות האמורות, בנוסף לחלוקת הדיבידנד, הצפויה לעמוד על מינום של כ-35 מיליון ₪

בשנת 2012 (בהתאם למדיניות החברה), כוללים את יתרת הנזילות, הגמישות הפיננסית, התזרים הפרמננטי (אשר צפוי לגדול - ראה להלן) ומעת לעת, ממימוש נכסים, כדוגמת המימוש הצפוי בקנדה. יצוין, כי בהתאם למתווה שהוצג למידרוג בעת הדירוג הקודם, גם במהלך השנה החולפת, החברה ביצעה refinance באופן אשר כיסה את האמורטיזציות השוטפות ואף מעבר לכך. כמו כן, בשל ה-LTV הנמוך של הנכסים, להערכת מידרוג, סביר כי החברה תצליח במחזור ההלוואות שמועד פירעון חל במהלך השנה הקרובה, אשר ה- LTV המשוקלל שלהם הינו כ-35% בלבד.

מצבת הנכסים נותרה איכותית בפיזור סביר וללא תלות בשוכרים מהותיים; גידול בתפוסה בשל השכרת שטחים במהלך החודשים האחרונים צפויה להביא לגידול בתזרים הפרמננטי

לחברה מצבת נכסים מניבים של כ-29 נכסים, המפוזרים על פני 4 מדינות וצפויים לייצר, בהתאם לחוזים חתומים, הכנסה שנתית של למעלה מכ-200 מיליון ₪ (ללא מכירת כ-25% מתיק הנכסים בקנדה). הנכסים מושכרים בתפוסה סבירה של כ-89%, אולם בהתחשב במו"מ בתהליך, באיכות הנכסים ובהתפלגות הטובה של מועדי סיום הסכמי השכירות, החברה צופה שיפור בתפוסה במהלך השנה הקרובה. להערכת מידרוג, הגשמת האמור הינה בעלת חשיבות ניכרת לשיפור ביחסי הכיסוי הן בשל גידול בהכנסות השנתיות והן בשל קיטון בהוצאות האחזקה, אשר זינקו בגין ההוצאות הנובעות משטחים שהתפנו.

מחד, מידרוג מציינת לחיוב את התקדמות החברה באכלוס פרויקטים שבנייתם הסתיימה בשנים האחרונות בפולין ובליה. מאידך, העדר התקדמות משמעותית לגבי הזכויות הלא מנוצלות בפרויקט ברח' השלושה מעיב באופן משמעותי על התוצאות. אולם, בתקופה הקרובה צפויה תחילת בניית הקומות הנוספות, בהיקף של כ-21 אלף מ"ר, מעל הבניין הקיים, הכולל כ-25 אלפי מ"ר המושכרים בכ-99% תפוסה. בנוסף, ישנן זכויות לבניית בניין של כ-16 אלף מ"ר.

המכירה הצפויה של כ-25% ממרבית הפורטפוליו בקנדה צפויה לשפר את רמת הנזילות ויחסי האיתנות של החברה

ביום 18.12.2011 הודיעה החברה על חתימת הסכם למכירת כ-25% ממרבית נכסיה בקנדה תמורת כ-50 מיליון דולר קנדי במזומן (כ-180 מיליון ₪) כאשר הרוכשת - קרן פנסיה קנדית, תיקח על עצמה גם את החלק היחסי בהלוואות שנתקבלו ממוסדות פיננסיים כנגד הנכסים. להערכת מידרוג, השלמת העסקה הצפויה עד למרץ 2012, עשויה להשפיע לחיוב על מספר פרמטרים: א) יתרת הנזילות תקטין את רגישות החברה לאקלים בשוק ההון בכל הנוגע למחזור האג"ח ותקל על ביצוע השקעות בפיתוח נכסיה וכן תשפר את יחסי האיתנות. ב) מחיר המכירה מצביע על נכונות שווי הנכסים בספרים, גם לאחר שערוכים בשנה האחרונה לפי שיעורי היוון של כ-6.5%. ג) קרן הפנסיה צפויה להוות שותף אסטרטגי, הן ברכישת נכסים נוספים והן לצורך מימון הנכסים הקיימים. יצוין כי אדגר הינה השותף המנהל ובהתאם לכך - זכאית לדמי ניהול.

יחסי הכיסוי עדיין אינם בולטים לטובה; צפי לשיפור בשל חתימה על הסכמי שכירות בפולין ובלגיה למרות שיחסי הכיסוי לא יבלטו ביחס לדירוג עד להשלמת הבנייה ואכלוס של הזכויות הלא מנוצלות בנכס ברח' השלושה בתל אביב

ה- FFO של החברה עמד על כ-5.5 מיליון ₪ בלבד בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011. יצוין כי, ה- FFO לשלושת הרבעונים מוטה לרעה בגין תשלומי ריבית אג"ח והוצאות מס עבור כלל השנה, אך גם בנרמול האמור, ה- FFO בגילום שנתי היה עומד על כ-17 מיליון ₪ בלבד. יצוין כי, ה- FFO הני"ל אינו משקף את הסכמי השכירות הנוספים שנחתמו בתקופה האחרונה אשר צפויים להביא את החברה (במהלך רבעון 2 2012) לתזרים שנתי פרמננטי של מעל 30 מיליון ₪. במידה והחברה תשלים את המו"מ להשכרות שטחים נוספים, התזרים השנתי צפוי לגדול מעבר לאמור באופן משמעותי. אולם, להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי עדיין לא יבלטו לטובה בטווח הקצר ועד להשלמת בניית ואכלוס הקומות הנוספות ברחוב השלושה. יצוין, כי להערכת מידרוג, על אף השיפור בנזילות וברמת המינף, בשלב זה, יחסי הכיסוי מעיבים על יכולת החברה לשפר את רמת דירוגה.

התפתחות התוצאות הכספיות - יחסים פיננסי ליום 30.09.2011

31.12.2009	30.09.2010	31.12.2010	30.09.2011	יחסים פיננסיים עיקריים - אלפי ₪
189,608	140,901	186,290	141,431	הכנסות מהשכרת נכסים
173,378	130,151	170,679	128,691	NOI *
91%	92%	92%	91%	שיעור NOI מהכנסות
-220,108	85,328	138,794	94,091	שערוך נדל"ן להשקעה
153,357	109,646	139,225	103,999	EBITDA בניכוי שערוכים
-149,618	60,308	92,565	46,584	רווח נקי
2,350,282	2,401,819	2,366,413	2,491,241	חוב פיננסי
39,640	167,595	161,618	206,337	יתרות נזילות
2,310,642	2,234,224	2,204,795	2,284,904	חוב פיננסי נטו
685,685	724,985	745,423	812,043	הון עצמי זכויות מיעוט
3,185,466	3,273,468	3,266,169	3,486,450	סך מאזן
21.8%	23.3%	24.0%	24.8%	הון עצמי לסך מאזן בניכוי חזומן
21.5%	22.1%	22.8%	23.3%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
3,076,084	3,175,574	3,171,304	3,370,835	CAP
3,036,444	3,007,979	3,009,686	3,164,498	CAP נטו
76.4%	75.6%	74.6%	73.9%	חוב ל-CAP
76.1%	74.3%	73.3%	72.2%	חוב נטו ל-CAP, נטו
40,359	21,989	20,844	5,460	FFO
N/A	N/A	N/A	12,553	FFO מותאם **
58	82	114	342	חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי
N/A	N/A	N/A	137	חוב פיננסי נטו ל-FFO מותאם בגילום שנתי
57	76	106	314	חוב פיננסי, נטו ל-FFO בגילום שנתי
15.1	15.3	15.8	16.5	חוב פיננסי, נטו ל-EBITDA בגילום שנתי
1.3	0.9	0.9	0.8	EBITDA בניכוי שערוכים להוצאות מימון

* ה-NOI לשנת 2011 הינו בנטרול פחת שיפורים במושכר, אשר לא נטרלו מההכנסות על מנת שהי"ל יתאמו לדוחות ** ה-FFO המותאם הינו בנטרול תשלומי ריבית אג"ח ומס ששולמו בשלושת הרבעונים הראשונים, בנין כל שנת 2011

אופק הדירוג

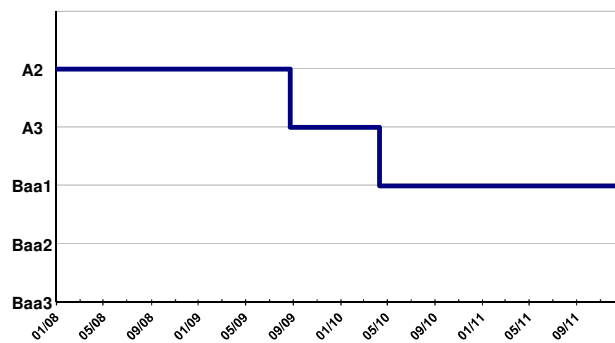
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- 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 ובחו"ל מתוך סך פעילות החברה
- מדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע בניזילותה ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות ואי שיפור ביחסי הכיסוי

היסטוריית דירוג



אודות החברה

6

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. 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 2010

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") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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. 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.