

אלקטרה בע"מ

מעקב | יולי 2021

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מערכת דירוג ראשית
Liatk@midroog.co.il

יניב סולומון

אנליסט, מעריך דירוג משני
yaniv@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים
i.sigal@midroog.co.il

אלקטרה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרה ד') שהנפיקה אלקטרה בע"מ (להלן: "אלקטרה" או "החברה"). אופק הדירוג יציב. אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ד'	7390149	A1.il	יציב	30/06/2026

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג אגרות החוב נתמך במיצוב עסקי מוביל של החברה בענף קבלנות הבניה בישראל וענף ההפעלה שירות והאחזקה למבנים ותשתיות. עם היקף הכנסות של כ-7.8 מיליארד ש"ח בארבעת הרבעונים האחרונים, מיצובה של החברה נתמך במוניטין גבוה, בניסיון רב ובנתחי שוק גבוהים. החברה פועלת לכל אורך שרשרת הערך בענף הבניה, הקבלנות והאחזקה, תוך סינרגיה בין מקטעי הפעילות. בסיס הלקוחות של החברה הינו מבוצר, ולה פיזור רחב יחסית של פרויקטים. בשנים האחרונות הגדילה החברה את מידת הפיזור בטרטוריה נוספת עם רכישתן של שלוש חברות מניבות בתחום הקבלנות בניו יורק, ולאחרונה הגדילה הפיזור בקווי העסקים עם כניסת החברה לתחום התחבורה הציבורית וההיסעים. על בסיס מאפיינים אלו, מציגה אלקטרה לאורך השנים צמיחה בצבר ההזמנות. צבר ההזמנות של החברה (ללא חברות כלולות) הסתכם בכ-17.5 מיליארד ש"ח ליום 31.03.2021, לעומת כ-13.9 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של כ-26%. צבר ההזמנות משקף מכפיל הכנסות של כ-2.2 נכון ליום 31.03.2021, ומקנה נראות הכנסות גבוהה.

ענף הקבלנות מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית, בשל אופיו הפרויקטלי, חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית ורווחיות נמוכה יחסית, אשר נובעת מרמת תחרות גבוהה יחסית ורגישות מחיר של מזמיני העבודות. ענף ההפעלה, השירות והאחזקה למבנים ותשתיות, מגזר פעילות נוסף של החברה בהמשך שרשרת הערך בענף הקבלנות, מאופיין ברווחיות גבוהה יחסית ותנודתיות נמוכה, ותורם לצמצום הסיכון הקבלני של החברה.

היקף החשיפה של החברה לייזום בנייה למגורים עלה במהלך השנתיים האחרונות ובמיוחד צפוי לעלות השנה עם השלמת הרכישה לקרקע בכפר אז"ר להקמת 495 יחידות דיור בתמורה כוללת לכ-640 מ' ש"ח¹. בעבר בוצעו עסקאות בתחום זה כעסקאות קומבינציה אשר הוו גורם ממתן, אך בשנים האחרונות הוסטו לטובת עסקאות מזומן. להערכת מידרוג, פעילות זו הינה בעלת מאפייני סיכון גבוהים יחסית המרתקת חוב.

הכניסה של החברה לתחום התחבורה הציבורית וההיסעים באמצעות רכישות משלימה את מעגל הפעילויות הסינרגטי של החברה ומהווה גורם חיובי בדירוג. להערכת מידרוג, הכנסות פעילות התחבורה הציבורית וההיסעים צפויות להוות בגילום שנתי כ-10% מהכנסות החברה וכ-20% מהרווח התפעולי. הרכישות צפויות להביא לשיפור הרווחיות של החברה נוכח זאת שפעילות התחבורה הציבורית וההיסעים מאופיינת ברווחיות גבוהה מזו של הפעילות הקיימת באלקטרה. בקיבולת הדירוג נלקחה בחשבון העלייה בהיקף החוב לאור רכישת הקרקע בכפר אזר והעסקאות בתחום התחבורה הציבורית, זאת בעוד האחרונות מלוות בגידול בתזרימים.

המדיניות הפיננסית של החברה, אשר מחד מבטאת במיזוגים ורכישות ומאידך במדיניות שמרנית לניהול הנזילות, היוותה גורם חיובי בדירוג. הערכתנו כי החברה תשכיל ליצור איזון וכי לא צפויות חלוקות דיבידנדים מהותיות בשנים בהן ההשקעות ההוניות לרבות עסקאות מיזוגים ורכישות יעלו בצורה ניכרת בחברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח צמיחה בהכנסות החברה במגזר הפרויקטים בישראל בשנת 2021 אשר תקבל ביטוי דרך האצה בפרויקטים מסוימים במימון ממשלתי. על פי נתוני בנק ישראל תחזית צמיחת התמ"ג נאמדת בכ-6.3% לשנת 2021 וכ-5.0% לשנת 2022. להערכתנו, מגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ומגזר הזכיינות עשויים ליהנות בטווח הקצר והבינוני מרוח גבית מצד

1 דוח מידי מיום 17 ביוני 2021

גידול בפרויקטים ממשלתיים בתחום התשתיות. במגזר הפעלה, שירות ואחזקה אנו מניחים צמיחה בהכנסות בהתאם לממוצע תלת שנתי.

רמת המינוף של החברה גבוהה ביחס לדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס הון עצמי למאזן העומד על כ-17.9% נכון ליום 31.03.2021, לעומת כ-19.6% בתקופה המקבילה אשתקד. מינוף החברה מושפע לשלילה מפעילות הייזום ורכישת הקרקעות וכן מפעילות הזכיינות. רמת המינוף של החברה צפויה לעלות בעקבות שתי הרכישות האחרונות בתחום התחבורה הציבורית. ללא הרכישות החדשות, הנחתנו הנה לרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) שצפוי לנוע בטווח של 520-580 מ' ש"ח לשנה והמקורות מפעולות (FFO) צפויים לעמוד בטווח של 420-450 מ' ש"ח לשנה. אנו מניחים השקעות הוניות ברכוש קבוע ורכוש אחר בטווח של 120-140 מ' ש"ח בהינתן צורכי הון חוזר וחלוקת דיבידנדים הנאמדים יחדיו לכ-200 מ' ש"ח. אנו צופים תזרים חופשי (FCF) חיובי לפני השקעות חריגות סביב 100 מ' ש"ח (לעומת כ-300 מ' ש"ח בשנת 2020 הנתמך בעיקר ע"י קיטון בהון החוזר). אנו מניחים כי רכישות קרקעות ובפרט, רכישת הקרקע בכפר אזור הנאמדת לכ-640 מ' ש"ח תמומן במלוואה ע"י חוב. כמו כן הרכישות החדשות בתחום התחבורה אשר חלק החברה בהן צפוי להיאמד לכ-275 מ' ש"ח (בכפוף להתאמות) ימומנו בגידול בחוב/ירידה במזומנים. יחס חוב נטו מותאם ל-EBITDA עמד על כ-3.5X ליום 31.03.2021 ובעקבות הרכישות החדשות היחס צפוי לשקף עלייה בהיקף החוב נטו למול גידול בבסיס ה-EBITDA כך שצפוי לנוע בטווח 3.0X-3.5X.

למול הגירעון בתזרים החופשי שאנו צופים בשנת 2021 וכן חלויות חוב לז"א של כ-160 מ' ש"ח עומדת לחברה נזילות סבירה הנשענת על יתרות נזילות בסך של כ-721 מ' ש"ח (מתוך כ-552 מ' ש"ח יתרות מזומנים) ליום 31.03.2021. כמו כן לחברה מסגרות אשראי לא מובטחות ולא מנוצלות בהיקף של כ-400 מ' ש"ח.

החברה תמשיך, בהתאם לאסטרטגיה העסקית שלה, לבחון השקעות נוספות בתחומים סינרגטיים. ככל שהחברה תבצע השקעות בהיקף מהותי, השפעתן של השקעות כאלו על הדירוג תיבחן בהתאם לפרופיל הסיכון ו/או הגידול ברמת המינוף.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו ליציבות בגורמי המפתח במיצובה העסקי והפיננסי של החברה, וכי החברה תעמוד ביחסי הכיסוי שמידורג צופה בטווח הקצר והבינוני.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה ברמת החוב הפיננסי ושיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה נוספת ברמת החוב הפיננסי ברוטו ושחיקה ביחסי הכיסוי כך שלאורך זמן החברה תחרוג מיחס חוב מותאם נטו ל-

EBITDA של 4.0X

- השקעות בתחומים בעלי מאפייני סיכון גבוהים

אלקטרה בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	Q1 2020	Q1 2021	
6,060	6,058	7,008	7,716	1,876	2,001	הכנסות
239	268	305	366	83	94	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
3.9%	4.4%	4.4%	4.7%	4.4%	4.7%	שיעור רווח תפעולי
20.2%	19.8%	18.5%	18%	19.6%	17.9%	הון עצמי למאזן
2.4	3.0	3.4	2.5	3.1	3.5	חוב פיננסי מותאם נטו ל-EBITDA *
6.2	12.2	4.3	4.2	4.8	4.9	רווח תפעולי להוצאות מימון (נטו)

* חוב פיננסי נטו מותאם - כולל התחייבויות בגין אופציות מכר הקשורות לרכישות שבוצעו על ידי החברה, התחייבויות חכירה וביטוחי מזומנים ושווי מזומנים, למעט מזומנים מוגבלים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מעמד עסקי חזק בענף קבלנות הבנייה בישראל, המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הממותן מצד תרומה משמעותית של מגזר הפעלה

שירות והאחזקה. אסטרטגיה ארוכת טווח להגדלת החשיפה לתחום הייזום והזכינות על חשבון תחומי הליבה

אלקטרה הינה אחת החברות המובילות בענף קבלנות הבנייה בישראל, ובעלת מוניטין חזק ובולט, בדגש על תחום המערכות האלקטרו-מכניות. מעמדה העסקי נשען על ידע וניסיון בביצוע פרויקטים מורכבים המשלבים מערכות חשמל וצנרת, מיזוג אוויר, מעליות ודרגונעים, על אחזקה ברישיונות קבלניים לכל אורך שרשרת הערך בענף ועל היותה קבלן ראשי בפרויקטים רבים. לחברה מערכות מידע ובקרה מתקדמות התומכות בניהול הפרויקטים בדגש על עמידה בלוחות זמנים ובתקציב מול ביצוע.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בהיקף הכנסות רחב של כ-7.8 מיליארד ש"ח בארבעת הרבעונים האחרונים וביזור רחב של פרויקטים ולקוחות על פני שני מגזרים עיקריים: פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ("מגזר הפרויקטים", כ-55% מההכנסות לשנת 2020) ושירות, הפעלה ואחזקה למבנים ותשתיות ("מגזר שירות ואחזקה", כ-25% מההכנסות לשנת 2020).

להערכת מידורג, ענף קבלנות הבנייה למבנים ותשתיות מאופיין בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופיו הפרויקטאלי והישענות על כניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הפעילות בענף חשופה למחזוריות בהיקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת התחרות הגבוהה, אי וודאות בתמחור פרויקטים וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשית לפי רוב באמצעות מכרזים, המייצרים לחצים על המרווח הקבלני. הסיכון העסקי בענף נובע גם ממשיך הפרויקטים, היוצר סיכון תכנוני וחשיפה לסטייה מהיקף העלויות המתוכנן, ודורש יכולות ניהול ובקרה גבוהות. כמו כן, הענף מאופיין בחשיפה גבוהה לסיכון אשראי של לקוחות.

ענף השירות והאחזקה למבנים ותשתיות מאופיין, להערכתנו, ביכולת השבת הכנסות גבוהה בשל מתן שירותים מתמשכים על בסיס חוזים ארוכי טווח וכן ורווחיות חזקה, ובשל כך תנודתיות נמוכה יחסית וסיכון עסקי בינוי יחסית לענף הקבלנות. מגזר שירות ואחזקה, הכולל שירותים למערכות אלקטרו-מכניות (מעליות, מיזוג אוויר, מערכות בקרה) וכן שירותי ניהול ותחזוקת מבנים, אחראי לכ-40% מהרווח התפעולי המגזרי בחברה נכון לשנת 2020, וממתן במידה חלקית את המחזוריות של ענף הקבלנות. לחברה אסטרטגיה להרחיב את הפעילות במגזר הפעלה שירות ואחזקה והדבר התבטא בשנים האחרונות ברכישות ומיזוגים בתחום זה.

פעילות מגזר הפרויקטים בחו"ל, אשר החל משנת 2019 מרוכזת בעיקרה בארה"ב עם רכישת שלוש חברות קבלנות ותיקות הפועלות בניו-יורק בתחום החשמל והאלקטרומכניקה, רשמה סטגנציה במכירות נוכח הגבלות בשנת הקורונה בחלק מלקוחות החברה ובעיקר בבתי המלון ובמשרדים. להערכת מידורג, מאפייני הפעילות בארה"ב ממתנים את הסיכונים בפעילות החברה באפריקה, אשר הוערכה על ידינו בפרופיל סיכון גבוה יותר. כמו כן הפעילות בארה"ב מאופיינת בשולי רווח גבוהים יותר. אנו מניחים כי בטווח הבינוני החברה תגדיל את אחיזתה בתחום הקבלנות והשירות בארה"ב דרך רכישות נוספות או הגדלת הצעות הערך ללקוחות הקיימים.

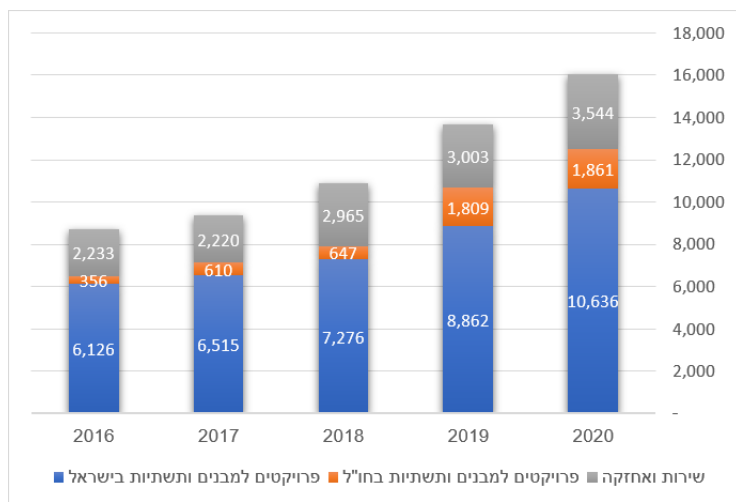
לחברה אחזקות מיעוט בזכיינות של פרויקטים מסוג BOT, הבולטים שבהם הם עיר הבה"דים ואגירה שאובה. החברה הגדילה את השקעתה בפרויקט קמפוס מעונות הסטודנטים בבר אילן אשר צפוי להסתיים השנה, בו היא מחזיקה בו 100% ובעתיד צפויה לממש את חלק מאחזקותיה בפרויקט. במקביל, בחציון השני לשנת 2021 צופה החברה לממש את אחזקתה בפרויקט אגירה שאובה. בהתאם לאסטרטגיית החברה, תחום הזכינות צפוי לגדול בשנה הקרובה וזאת בהמשך לרכישות בתחום התחבורה הציבורית וההיסעים.

החברה מגדילה באופן עקבי את השקעותיה בפרויקטים לייזום והקמה של בנייה למגורים אשר מהווים נכון ליום 31.03.2021 כ-7% מתוך סך המאזן וצפויים להגיע לכ-10%. להערכתנו, פעילות החברה בתחום ייזום המגורים מעלה במידה מסוימת את סיכון האשראי של החברה, בשל החשיפה היזמית, היקף הפרויקטים ומשכבם. חלק מהפרויקטים בייזום למגורים נעשים בעסקאות קומבינציה, גורם ממתן סיכון, אולם המגמה המסתמנת עם הרכישות האחרונות הנה להגדיל את החשיפה לתחום הנדלן לייזום בישראל ואלו נעשות כעת בעסקאות במזומן. לאחרונה, דווחה החברה על עסקה לרכישת אופצייה מוחכרי כפר אז"ר להקמת 495 יח"ד.

פעילות היזמית של החברה תורמת למיצובה העסקי וליתרונה התחרותי ונועדה בעיקר להוות פלטפורמה להזמנות עבודה עבור מגזרי הקבלנות והשירות והאחזקה, וכן היא מהווה מנוע צמיחה משמעותי עבור החברה. מנגד, מגזר זה דורש השקעות הוניות אשר חושפות את החברה לסיכון העסקי והפיננסי של הפרויקטים.

צבר הזמנות בהיקף משמעותי התורם לנראות ההכנסות בטווח הבינוני, רווחיות בינונית אך יציבה ומושפעת לטובה מרווחיות חזקה של מגזר השירות והאחזקה

אלקטרה בע"מ - צבר הזמנות ללא כלולות, על פי מגזרי פעילות בשנים 2015-2020, במיליוני ש"ח

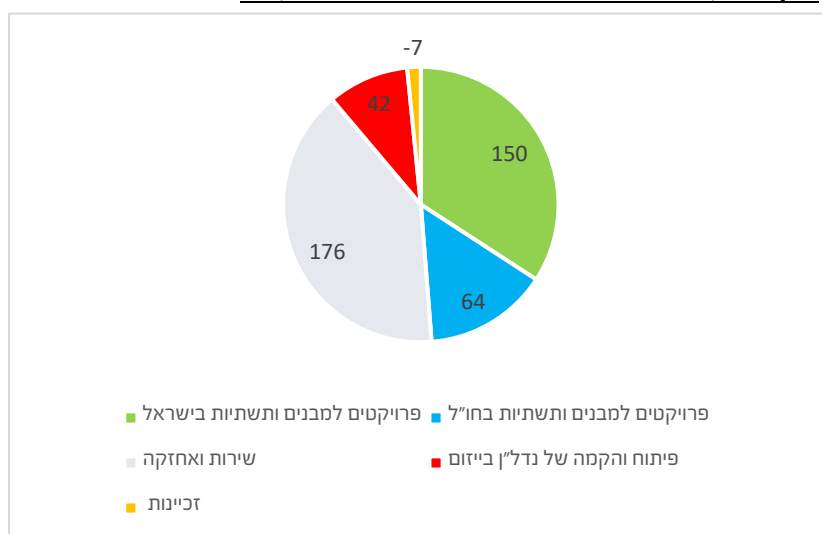


אלקטרה מציגה צמיחה עקבית בצבר ההזמנות בשנים האחרונות. נכון ליום 31.03.2021, עמד צבר ההזמנות של החברה (ללא חברות כלולות) על כ-17.5 מיליארד ש"ח (ליום 31.03.2020, כ-13.9 מיליארד ש"ח). חלקו מסך הצבר של מגזר הפרויקטים בישראל עמד על כ-66% וחלקו של מגזר הפעלה שירות ואחזקה עמד על כ-22%. יחס הצבר להכנסות ב-12 החודשים האחרונים ליום 31.03.2021 עמד על כ-2.2 המקנה נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר-הבינוני. אנו מניחים כי הגידול בצבר יחד עם תמהיל צבר מפורז תומכים במעמדה העסקי.

בשנת 2020 המשיכה החברה להציג צמיחה בשורת ההכנסות, גידול של כ-10% לעומת שנת 2019, שעיקרה צמיחה במגזר הפרויקטים בישראל (כ-16% למול שנת 2019), נוכח עלייה בהיקפי הביצוע בתשתיות ובמבנים, וכן רוח גבית מצד הקורונה בקידום פרויקטים תשתיתיים רב מערכתיים. מגזר הפעלה שירות ואחזקה רשם אף הוא גידול בהכנסות אם כי מתון (כ-2.8%) בהשוואה למגזר הפרויקטים וזאת כאשר מגזר זה הושפע לשלילה משנת הקורונה עם סגירת מוקדים בהם לחברה היתה אחיזה כדוגמת קניונים, בתי המלון והמשרדים.

בתרחיש הבסיס של מידורג, אנו מניחים כי הכנסות מגזר פרויקטים למבנים ולתשתיות בישראל ומגזר הפעלה שירות ואחזקה צפויים לצמוח בשנת 2021 בכ-8% וכ-3% בהתאמה, כשעיקר הצמיחה בתחום הפרויקטים לתשתיות מונעת מצמיחה בתחום התשתיות בד בבד עם כניסה של מכרזים חדשים ועם הרכבת ממשלה חדשה ויצירת תעודף לעריכת תקציב למשרדים השונים. בתחום השירות הנחנו צמיחה התואמת ממוצע תלת-שנתי של החברה.

אלקטרה בע"מ - תרומה לרווחיות לשנת 2020 של מגזרי הפעילות



מגזר פרויקטים בישראל אחראי לכ-30% מסך הרווח המגזרי של החברה בממוצע תלת שנתי, והוא מאופיין בשיעורי רווחיות נמוכים יחסית (3.5% בממוצע בתקופה זו). זוהי כרית רווח חלשה יחסית למאפייני הפעילות, אם כי לא חריגה בענף, והיא חושפת את המגזר ביתר שאת לתקופות של האטה בענף, נוכח תחרות גבוהה ומרכיב גבוה יחסית של עלויות קבועות בניהול, במטה ובשימור יכולות הביצוע של החברה.

שיעור הרווח התפעולי של מגזר שירות ואחזקה גבוה יותר ועמד על כ-9.6% ממוצע תלת-שנתי.

בשנת 2020 החברה הציגה רווחיות תפעולית של כ-4.7% אשר הושפעה משיעורי רווחיות עולים במגזר פרויקטים ותשתיות בארץ למול שחיקה מתונה בתחום פרויקטים ותשתיות בחו"ל ובמגזר שירות ואחזקה. אנו מעריכים כי מגמת שינוי תמהיל הרווח בין שני המגזרים העיקריים תימשך, וכי ככל שאסטרטגיית החברה תתמוך בכך, תימשך הצמיחה בחלקו של מגזר שירות ואחזקה בסך הרווח המגזרי. בנוסף פעילות התחבורה הציבורית וההיסעים צפויה לתרום לרווחיות בעודה מאופיינת ברווחיות חזקה מזו של אלקטרה. אנו מניחים כי שיעור הרווחיות התפעולית צפוי לעמוד בשנות התחזית על 4.3%-4.6%.

כניסתה של החברה לתחום התחבורה הציבורית וההיסעים טומנת בחובה פוטנציאל נוכח שיפור תמהיל הרווחיות אך תלויה בגידול בחוב

במהלך החציון הראשון לשנת 2021, דווחה החברה על מספר עסקאות מהותיות בתחום הקבלנות והייזום אשר צפויות להגדיל את חשיפתה לתחום. עסקאות אלו מאופיינות בעלייה ברמת המינוף ובהאטת יחסי הכיסוי מנגד עומדות עם אסטרטגיית החברה ומהוות מנועי צמיחה תוך סינרגיה לפעילות הקיימת. נציין כי במודל העסקי של אלקטרה קיימים קשרי גומלין בין תחום הקבלנות והשירות לבין תחומי זכינות וייזום נדלן. האחרון מאופיין במינוף גבוה יותר ויחסי כיסויים איטיים, אך מגובה בהסכמים לטווח ארוך עם המגזר הציבורי וניהול פרויקטים תשתיתיים לטווח ארוך.

ביום 1 באפריל 2021 הודיעה החברה על השלמת עסקה לרכישת 51% מהון המניות המונפק והנפרע של אמנון מסילות ואופציה לרכישת 49% יתרת הון המניות. אמנון מסילות הנה חברה פרטית בתחום התחבורה הציבורית וההיסעים בעלת זכיון להפעלת חמישה אשכולות של קווי שירות בתחבורה ציבורית ברחבי הארץ ומחזיקה בצי הכולל כ-850 אוטובוסים המשמשים כ-200 קווי נסיעה. תמורת הרכישה נאמדת לכ-79 מ' ש"ח.

ביום 4 במאי 2021, דווחה החברה על התקשרותה של חברת בת בבעלות מלאה, אלקטרה אפיקים בע"מ, בהסכם עם תעבורה אחזקות בע"מ לרכישת מלוא הון המניות המונפק והנפרע של אגד תעבורה בע"מ. אגד תעבורה מפעילה תחבורה ציבורית והסעות מיוחדות בפריסה ארצית. פעילות התחבורה הציבורית של אגד תעבורה כוללת זכינות להפעלת 5 אשכולות של קווי שירות בתחבורה הציבורית ברחבי הארץ וצי של 537 אוטובוסים. תמורת הרכישה אלקטרה אפיקים תשלם סך כולל של כ-200 מ' ש"ח, בכפוף להתאמות.

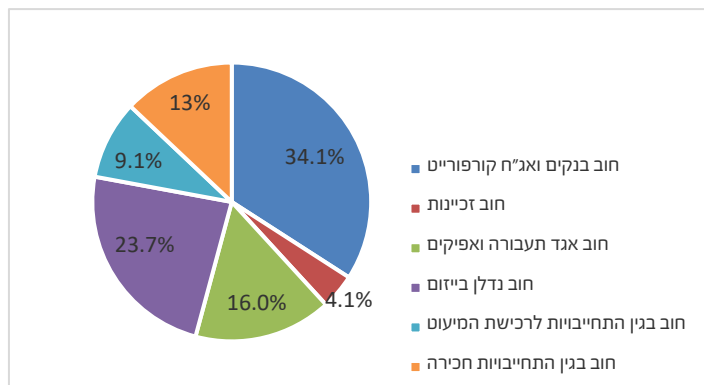
הכניסה של החברה לתחום התחבורה הציבורית וההיסעים משלימה את מעגל הפעילויות הסינרגטי של החברה ומחזקת את זרוע הזכינות של החברה המהווה גורם חיובי בדירוג. להערכתנו, הכנסות פעילות התחבורה הציבורית וההיסעים (בגילום שנתי) צפויות להוות כ-10% מההכנסות וכ-20% מהרווח התפעולי. עם זאת, מדובר בשוק דינאמי החל משנת 2012 עם פתיחתו לתחרות וכן שוק שחשוף לרגולציה אינטנסיבית יחסית בנושא של הגברת התחרות. פעילות ההיסעים והתחבורה הציבורית בלבד הינה עתירת השקעות הוניות ומאופיינת ברמת מינוף גבוהה יחסית.

צפי לעלייה ברמת המינוף בעקבות הרכישות האחרונות וההשקעה במקרקעין

ללא הרכישות החדשות, הנחתנו הנה לרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) שצפוי לנוע בטווח של 520-580 מ' ש"ח לשנה והמקורות מפעולות (FFO) צפויים לעמוד בטווח של 420-450 מ' ש"ח לשנה. לעומת כ-560 מ' ש"ח וכ-445 מ' ש"ח בשנת 2020. הרכישות החדשות צפויות להוסיף בשנה מלאה ל- EBITDA ול- FFO כ-200 מ' ש"ח וכ-150 מ' ש"ח בהתאמה. אנו מניחים השקעות הוניות ברכוש קבוע בטווח של 120-140 מ' ש"ח בהינתן צורכי הון חוזר וחלוקת דיבידנדים הנאמדים יחדיו לכ-200 מ' ש"ח אנו צופים תזרים חופשי חיובי סביב 100 מ' ש"ח (לעומת כ-300 מ' ש"ח בשנת 2020 אשר הושפע לחיוב מקיטון בהון החוזר). תוכנית הרכישות צפויה להעיב על התזרים החופשי של החברה בשנות התחזית.

אנו מניחים כי רכישות קרקעות ובפרט, רכישת הקרקע בכפר אזר תמומן במלואה ע"י חוב. הרכישות החדשות אשר חלק החברה בהן צפוי להיאמד לכ-279 מ' ש"ח (בכפוף להתאמות) ימומן בגידול בחוב נטו, לרבות ירידה ביתרות המזומנים.

בנוסף אנו צופים כי בחציון שני 2021 תממש החברה את אחזקתה באגירה שאובה בתמורה לסך של כ-245 מ' ש"ח.

אלקטרה בע"מ - פילוח חוב פרופורמה לרכישות חדשות ליום 31.12.2021

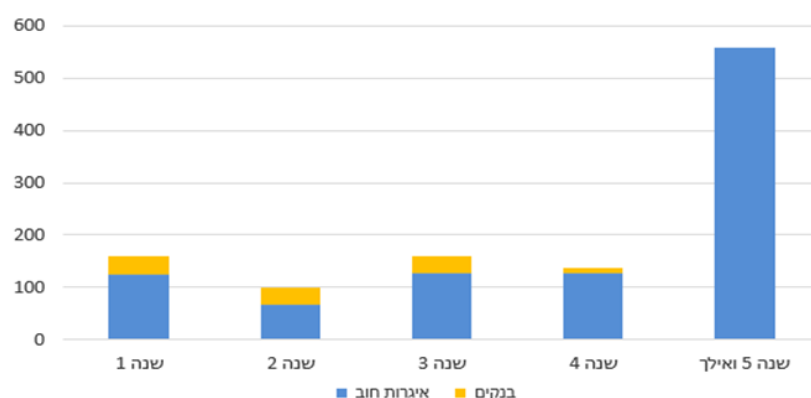
החוב הפיננסי ברוטו המותאם של החברה הסתכם בכ-2.587 מיליארד ש"ח ליום 31.03.2021, כ-327 מ' ש"ח מכך הגן התחייבויות לחכירה, כ-300 מ' ש"ח בגין התחייבויות לרכישת המיעוט וכ-720 מ' ש"ח חוב המממן את פעילות ייזום הקרקעות ופעילות הזכיינות וה-BOT.

רמת המינוף של החברה גבוהה ביחס לדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס הון עצמי למאזן העומד על כ-17.9% נכון ליום 31.03.2021, לעומת כ-19.6% בתקופה המקבילה אשתקד, וצפוי אף להפגע בעקבות רכישת קרקעות, ההשקעות הצפויות בהמשך השנה וכן איחוד החברות בתחום התחבורה הציבורית. יחס ההון למאזן מושפע גם מיתרות מזומנים גבוהות יחסית שבקופת החברה שחלקן צפוי לממן את ההשקעות. בטווח הקצר-בינוני יחסי כיסוי חוב נטו מותאם ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 3.0X-3.5X. יחס רווח תפעולי להוצאות מימון צפוי לנוע בטווח של 3.5X-4.5X, והינו סביר ביחס לרמת הדירוג. בבחינת יחסי הכיסוי אנו מביאים בחשבון תנודתיות מסוימת בתזרימי המזומנים, שבעתה יחסי הכיסוי עלולים להאט ולהימצא בחלק העליון של הטווח האמור.

יחסי הכיסוי מוטים לשלילה בשל החוב שמממן את הקמת פרויקט ה-BOT מעונות בר אילן, רכישת קרקע בכפר אז"ר אשר ההנבה בגינה צפויה בטווח הארוך וכן חוב בגין החברות המתאחדות אלקטרה אפיקים ואגד תעבורה. אנו מניחים כי בעקבות הרכישות החדשות, יחד עם רכישת הקרקע בכפר אזר, היקף החוב המממן פרויקטי ייזום וזכיינות (מתוך סך החוב ברוטו המותאם) יעלה לכ-44% פרופורמה לרכישות האמורות חלף 28% נכון ליום 31.03.2021 ואילו חלקו של החוב המממן את מגזרי הקבלנות והשירות ואחזקה יירד מכ-72% לכ-56%.

רמת המינוף המאפיינת את הפעילות בתחום הזכיינות ובתחום הייזום גבוהה יחסית לפעילות הליבה של החברה והגידול בפעילויות אלו צפוי להאט במידה מסוימת לאורך זמן את יחסי הכיסוי הממוצעים בחברה. אם כי נציין כי חלקם מאופיינים כחובות נון ריקורס. החברה פועלת להורדת רמת המינוף דרך מימוש חלקים במגזרי הזכיינות והייזום עם הבשלת הפרויקטים.

גמישותה הפיננסית של החברה נתמכת במסגרות אשראי לא מובטחות ולא מנוצלות בהיקף של כ-400 מ' ש"ח וכן עמידה במרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות.

אלקטרה בע"מ - לוח סילוקין לפירעון הלוואות לזמן ארוך ליום 31.03.2021, במיליוני ש"ח

לחברה כרית נזילות גבוהה אשר מיועדת בחלקה למימון מיזוגים ורכישות

נזילות החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה נוכח יכולת ייצור מזומנים הנשענת על היקפי מחזור גבוהים ורווחיות טובה ביחס לענף. יתרות הנזילות של החברה נכון ליום 31.03.2021 הסתכמו בכ-721 מ' ש"ח (מתוך כך כ-552 מ' ש"ח יתרות מזומנים). יתרות משמעותיות אלו נובעות מתזרים חופשי אשר החברה ייצרה ומהנפקת אג"ח והנפקת הון מניות אשר בוצעו בשנה האחרונה בסך כולל של כ-380 מ' ש"ח. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי תחול ירידה ביתרות הנזילות במהלך החודשים הקרובים, שיפנו בחלקן למימון ההשקעות הצפויות בחברה. לחברה מדיניות לשמירת נזילות מינימלית בהיקף של כ-250 מ' ש"ח.

שיקולים נוספים לדירוג

הדירוג נתמך בהערכתנו לרמת ניהול עסקי ופיננסי גבוהה וניטור סיכונים פעילות. בענף הקבלנות בו חשיבות גבוהה לניהול שמרני ועמידה בתקציב מול ביצוע, נראה כי החברה משכילה לנהל מנגנונים של איזונים ובלמים. נציין כי החברה שומרת לאורך השנים על יתרת נזילות בהיקפים מהותיים.

מטריצת הדירוג

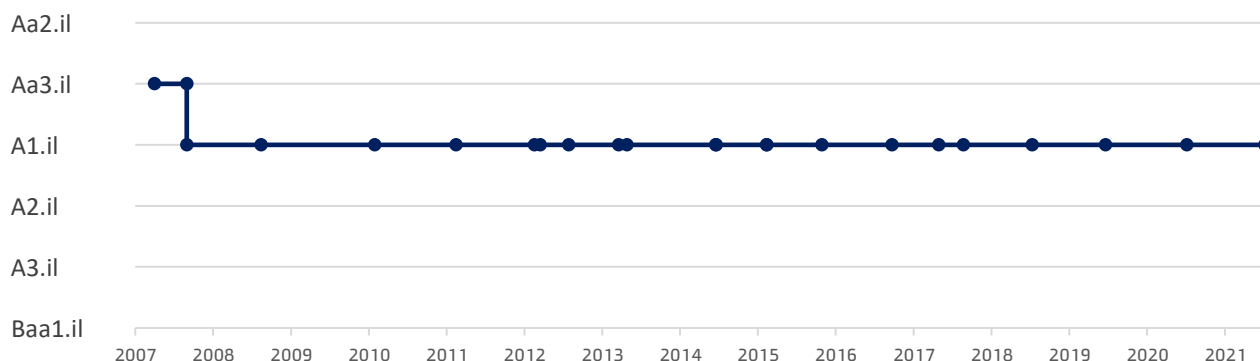
תחזית מידרוג		LTM - 31.03.2021			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aaa.il	8.8-8.9 מיליארד ש"ח	Aa.il	7.8 מיליארד ש"ח	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	מעמד עסקי	
A.il	4.3%-4.6%	A.il	4.6%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
Baa.il	15%-17%	Baa.il	17.9%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
A.il	3.0X – 3.5X	A.il	3.5X	חוב / EBITDA	
Aaa.il	450-420 מ' ש"ח	Aa.il	399 מ' ש"ח	מקורות מפעולות - FFO	
A.il	3.5X-4.5X	A.il	4.8X	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A1.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

אלקטרה בע"מ הינה חברת ייזום, הקמה ותפעול של פרויקטים קבלניים למבנים ותשתיות, הפועלת בעיקר בישראל, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, ומספקת פתרון ליווי מלא להקמת מבנים ותשתיות, הכולל התקנת מערכות אלקטרו-מכניות (מיזוג אוויר, חשמל וצנרת, מעליות), שירותי בניה, תשתיות אזרחיות (כבישים ותשתיות, גישור, מנהור ודחיקת צנרת) וכן הקמה של מתקני טיהור שפכים. כמו כן לחברה מגזר שירות הפעלה ואחזקה הכולל ניהול ואחזקה שוטפת למבנים ולמערכות אלקטרו-מכניות וכן תפעול של מתקני טיהור שפכים. מגזרי פעילות נוספים כוללים פיתוח והקמה של נדל"ן בייזום, פרויקטים בזכינות וכן פרויקטים בחו"ל (החברה מחזיקה באמצעות שלוש חברות בפעילות בארה"ב). החברה מעסיקה כ-11,400 עובדים בישראל ובחו"ל. בעלת השליטה בחברה הינה אלקו בע"מ, המחזיקה בכ-48.72% בהון המניות. מנכ"ל החברה הנו מר איתמר דויטשר.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלקטרה בע"מ, דוחות קשורים](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דוח מתודולוגי - מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 06.07.2021

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 14.07.2020

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 11.04.2007

שם יוזם הדירוג: אלקטרה בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: אלקטרה בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>