

אלקטרה בע"מ

דוח מעקב | מרץ 2013

מחבר:

דניאל אבן צור, רו"ח, אנליסט
Daniel@midroog.co.il

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אלקטרה בע"מ

דירוג סדרה	A1	אופק דירוג: יציב
------------	----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק יציב לאגרות חוב (סדרות ב' ו- ג') שהנפיקה אלקטרה בע"מ ("אלקטרה" או "החברה").

הדירוג A1 באופק דירוג יציב חל על אגרות החוב במחזור, כדלקמן:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.12 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	לא סחיר	אוק' 2003	5.85%	מדד	51	2012-2013
ג'	לא סחיר	אפר' 2007	5.00%	מדד	463	2013-2021

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג:

לחברה מעמד עסקי מוביל בענף הקבלנות בישראל ובתחום המערכות האלקטרו-מכאניות בפרט. לחברה מוניטין חזק אשר נתמך בניסיון רב וביכולות גבוהות בהקמה של פרויקטים מגוונים בתחום האלקטרומכניקה והבנייה. החברה מתאפיינת בפיזור עסקי רחב של לקוחות ושל פרויקטים מגוונים. החברה חשופה לענף קבלנות הבנייה והתשתיות, המאופיין במחזוריות, בפעילות פרויקטאלית והינו עתיר משאבי ניהול, מאופיין ברווחיות נמוכה יחסית ובחשיפה לאיתנותם הפיננסית של יזמים. תחום שירותי האחזקה והסחר מאופיין ברווחיות גבוהה ויציבה לאורך השנים ובעל תרומה משמעותית לרווח התפעולי הכולל. התוך כך, החברה חשופה לשווקים מתפתחים כדוגמה ניגריה ולמדינות במזרח אירופה המאופיינות בסיכון גבוה.

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2012, הציגה החברה המשך צמיחה במכירות, לצד שמירה על שיעורי הרווחיות, כאשר צבר הזמנות נותר ברמה גבוהה ואף צמח בצורה משמעותית במהלך הרבעון הרביעי של 2012, בעיקר כתוצאה מחתימה על הסכמי קבלנות משנה עבור הקמת עיר הבה"דים ורכישת חברת חופרי השרון. החברה מציגה יחס צבר הזמנות להכנסות (ללא חברות כלולות) של כ-1.3, המהווה בסיס איתן להמשך הפעילות היציבה בטווח קצר עד בינוני וזאת גם בתקופת ההאטה כלכלית.

ההאטה הכלכלית באירופה וסיום פרויקטים גדולים של חברות ישראליות במזרח אירופה הביאו בסוף 2011 ובמהלך 2012 לירידה חדה בהכנסות וברווחיות במגזר הפרויקטים למבנים ולתשתיות בחו"ל, עם זאת הרווחיות התפעולית עדיין נשארה יחסית גבוהה בהשוואה לפעילות המקבילה בישראל.

במהלך 2012 החברה הרחיבה את פעילותה בצורה משמעותית בייזום פרויקטים בישראל, כאשר במסגרת מדיניותה, משקיעה החברה בקבוצות ייזום, במטרה להגיע להשפעה מהותית וכתוצאה מכך לקבל נתח בעבודות הקבלנות והתחזוקה של אותם פרויקטים. פעילות זו כוללת פרויקטים בתחום התשתיות ובתחום הנדל"ן למגורים ולמסחר. עם זאת, כניסה למספר פרויקטים גדולים, כגון עיר הבה"דים ואגירות שאובה, תדרוש מהחברה השקעות הוניות משמעותיות במהלך שנות ההקמה של אותם הפרויקטים, אשר יירשמו בחברות הכלולות. אנו רואים במהלכים אלה פוטנציאל עתידי לביסוס מעמדה המוביל והגדלת יכולותיה הקבלניות בתחומי התשתיות השונות, אולם, פרויקטים אלה מהווים, לצד ההזדמנות הגלומה, סיכון עסקי ופיננסי לא מבוטל. מידרוג תמשיך לעקוב אחר היקף ההשקעות היזמיות של החברה, שינוי במאפייני הסיכון שלהן והשלכותיהן על הדירוג.

רמת המינוף ויחסי הכיסוי של החברה נשארו גבוהים, יחסית לדירוגה, והם מושפעים, בין השאר, ממרכיב גבוה של קרקעות לא מניבות במאזנה, בעיקר ברוסיה ובמזרח אירופה. לחברה רמת נזילות סבירה והיא שומרת על יתרות נזילות בהיקף מהותי לאורך זמן. מדיניות הדיבידנד של החברה בשנים האחרונות מתונה יחסית – עם שיעור חלוקה סביב 35% מהרווח הנקי, זאת - חרף צורכי מימון משמעותיים בחברה האם ובחברה האחות אלקטרה נדל"ן.

אופק הדירוג היציב נתמך בצבר ההזמנות הצומח של החברה ובצפי ליציבות התוצאות בטווח הזמן הקצר והבינוני. לצד זה, אנו מעריכים שיפור מסוים ביחסי הכיסוי בשנה הקרובה, לנוכח הקיטון בחוב נטו הצפוי עם מכירת מגדל אלקטרה וזאת ללא עלייה בהיקפי ההשקעות בחברות המוחזקות ובהיקף הדיבידנד המחולק.

אלקטרה (מאוחד)¹ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2009	FY 2010	FY 2011	1-9.2011	1-9.2012	
2,392	2,699	2,848	2,120	2,297	הכנסות
280	286	314	234	248	רווח גולמי
125	127	143	108	121	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
(17)	(21)	(16)	(13)	(24)	הוצאות מימון נטו
107	150	129	103	81	רווח נקי
11.7%	10.6%	11.0%	11.0%	10.8%	% רווח גולמי
5.2%	4.7%	5.0%	5.1%	5.3%	% רווח תפעולי
151	154	170	127	142	EBITDA
75	79	90	72	93	FFO
(94)	(69)	(98)	(37)	(90)	השקעות הוניות ²
2,402	2,504	2,864	2,784	2,966	סך נכסים במאזן
412	338	287	353	289	יתרות נזילות
862	843	924	954	1,065	חוב פיננסי
449	505	636	600	776	חוב פיננסי נטו
59.4%	56.9%	54.5%	56.2%	55.8%	חוב ל-CAP
24.8%	25.9%	26.3%	26.1%	27.4%	הון עצמי למאזן
(35)	(40)	(40)	(40)	(51)	דיבידנדים ששולמו
6.0	5.7	5.5	6.5	5.6	חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ³
3.4	3.6	4.1	4.5	4.3	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA ³
11.7	10.9	9.9	14.4	9.2	חוב פיננסי ברוטו ל-FFO ³
6.8	7.0	7.5	10.1	7.1	חוב פיננסי נטו ל-FFO ³

¹ החל מהדוחות הכספיים ליום 31.12.2011, החברה שינתה מדיניות חשבונאית משיטת איחוד יחסי לשיטת השווי המאזני. כתוצאה מכך, החברה התאימה את מספרי ההשוואה למפרע בגין חברות בשליטה משותפת והציגה אותם לפי שיטת השווי המאזני ולא לפי איחוד יחסי.

² השקעות הוניות כוללות רכוש קבוע, רכישת חברות ופעילויות ונכסים בלתי מוחשיים, והשקעות בהסדרי זיכיון, השקעות והלוואות לחברות כלולות בניכוי החזר הלוואות מאלקטרה נדל"ן.

³ לצורך יחסי הכיסוי המותאמים, ערכה מידרוג את ההתאמות הבאות: החוב הפיננסי המותאם כולל את החוב המאזני בתוספת התחייבות בגין דמי חכירה תפעוליים מינימאליים והתחייבות בגין אופציה לזכויות שאינן מקנות שליטה אשר השפעתם לצורך החישוב של התחייבות בגין דמי חכירה ואופציה לזש"מ"ש ליום 30.09.12 הסתכמו ל- 215 מיליון ₪ ו-0 ₪ בהתאמה ולימים 30.09.11 הסתכמו ל- 198 מיליון ₪ ו-37 מיליון ₪ בהתאמה ובתוספת דמי חכירה תפעוליים מינימאליים בגין כלי רכב וציוד ל-EBITDA (43 מיליון ₪ ו-40 מיליון ₪ בהתאמה) ול-FFO (27 מיליון ₪ ו-26 מיליון ₪ בהתאמה) על פי מתודולוגיה להיוון דמי חכירה.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מעמד מוביל בשוק המקומי בענפי הליבה וצבר הזמנות חזק

אלקטרה הינה אחת מהחברות המובילות בענף הקבלנות בישראל ובתחום המערכות האלקטרו-מכאניות בפרט. לחברה מוניטין חזק, ידע וניסיון שנצבר לאורך עשרות פרויקטים ממגוון סוגים, הנתמכים ביכולות גבוהות בהקמה של מערכות חשמל וצנרת, מערכות מיזוג אוויר, התקנה של מעליות ודרגנועים ושירותי בנייה. מגוון יכולות החברה מאפשר לה לשמש כספק יחיד לכלל עבודות הקבלנות הנדרשות בפרויקטים מגוונים, כגון מגדלי מגורים, משרדים, פרויקטי תשתיות וכדומה. החברה מאופיינת בפיזור רחב מאוד של פרויקטים ושל לקוחות. החברה פועלת במספר תחומים סינרגטיים, כשעיקר התרומה לרווח נובע ממגזר השירות אחזקה והסחר, המאופיין בחוזי שירות בעלי תזרים יציב. בתוך כך, לחברה תיק שירות מעליות אשר כולל כ- 15,000 תיקי שירות ולהערכת מידרוג - משפר את יכולת השבת הרווחים בחברה. אסטרטגיית החברה מתבססת על תפיסת "מחזור החיים" (Life cycle), אשר בעזרתה החברה עוברת משלב ייזום, דרך שלב ההקמה ולבסוף לשלב תפעול של בניינים ופרויקטים.

שווקים עיקריים בהם פועלת החברה הם ישראל, בלגיה, ניגריה, רוסיה ובולגריה. לאחר צמיחה של כ- 8.9% בשנת 2011, הציג ענף הבניה בישראל צמיחה בשיעורים דומים גם במהלך 2012, כאשר מדד תשומות הבניה למגורים ולמשרדים עלה במהלך 2012 בכ- 3.2% ו-2%, בהתאמה⁴. תחום התשתיות בישראל מושפע מהחלטות התקצוב של ממשלת ישראל, אי לכך, ההאטה הכלכלית במשק והקיצוץ המשמעותי בהשקעות המדינה בפרויקטים החדשים, כתוצאה מהגרעון בתקציב, עשויים להקטין את צמיחת הפעילות בשנים הקרובות.

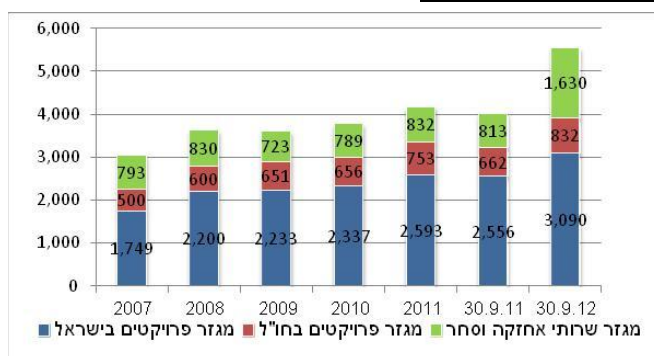
לחברה גיוון פעילות בין ענף הקבלנות, המאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית, לבין ענף התחזוקה והשירותים, המאופיין בסיכון עסקי מתון. ענף הקבלנות מושפע ממחזוריות עסקית גבוהה, מהפעילות הפרויקטאלית ומחשיפה גבוהה לסיכון האשראי של הלקוחות. הפעילות בתחום התחזוקה והשירותים בעלת מתאם חזק עם ענף הבניה בישראל, מאופיינת ביכולת השבת הכנסות גבוהה וברווחיות חזקה, נוכח היותה מבוססת בעיקר חוזי שירות, המתחדשים מדי שנה.

החברה הציגה גידול של כ-8% בהכנסות לתשעת החודשים הראשונים שנסתיימו ביום 30 בספטמבר 2012, לעומת תקופה מקבילה אשתקד, כתוצאה מגידול ברב פעילויות החברה ומנגד קיטון בפעילות במזרח אירופה בעלת שיעורי רווחיות גבוהים, וזאת - לאחר צמיחה של כ-6% בשנת 2011 לעומת שנת 2010 אשר נתמכה ברוח גבית של תנאי מאקרו כלכלה חזקים בישראל. עיקר הגידול בתקופה

⁴ בהתבסס על הסקירה הכלכלית לחודש דצמבר 2012 של התאחדות בוני הארץ.

ינואר - ספטמבר 2012 נבע ממגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל אשר צמחו בכ- 7.8% נוכח פרויקטים משמעותיים בתקופה זו (כדוגמת איקאה נתניה, קריית מגדל, פארק הקרח).
צבר ההזמנות של החברה נמצא במגמת צמיחה לאורך השנים האחרונות ומסתכם ליום 30.09.2012 בכ- 3,951 מיליוני ₪ (ללא חברות כלולות), לעומת סך של כ-3,899 מיליוני ₪ (ללא חברות כלולות) ליום 31.12.2011. צבר ההזמנות של החברה, כולל חברות כלולות, מסתכם ליום 30.09.2012 בכ- 5,552 מיליוני ₪, לעומת סך של כ-4,178 מיליוני ₪ ליום 31.12.2011. גידול משמעותי בצבר העבודות של החברות הכלולות במגזר הפרויקטים למבנים ולתשתיות בישראל נבע מפרויקט עיר הבה"דים שבו מחזיקה החברה 30% בקבלן ההקמה, וכן משמשת החברה כקבלנית לעבודות אלקטרומכניות. בשנים האחרונות החברה הציגה יחס צבר להכנסות של כ-1.3-1.4, אינדיקטור חזק, המשפר את נראות ההכנסות והרווח.

התפתחות צבר הזמנות לאורך השנים כולל חברות כלולות (במיליוני ₪):

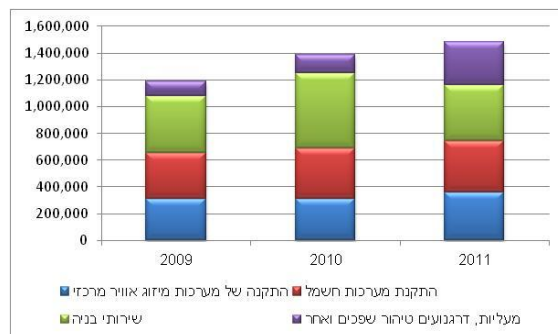


נכון ליום 30/09/2012 כ- 59% מצבר ההזמנות הינם בגין פרויקטים בישראל (וכוללים את עיר הבה"דים, מרכז עזריאלי חולון, מרכז הדרכה משטרת ישראל, היכל משפט ואחרים), כ- 19% בגין פרויקטים בחו"ל (וכוללים Mobile court, Lagos CBN ואחרים) וכ- 22% הינם בתחום השירות והסחר.

הכרה בהכנסה בגין צבר ההזמנות של פרויקטי קבלנות בנייה הינה בטווח של שנה-שנתיים. הכרה בהכנסה בגין צבר ההזמנות בתחום האלקטרו-מכאני נאמדת במוצע עד לשנה אחת. הפרויקטים העיקריים בצבר של מגזר השירות, אחזקה וסחר כוללים: הפעלת מכוני טיהור שפכים, אלפי תיקי שירות מעליות ותיקי שירות למערכות מיזוג אוויר. החברה פועלת בפרויקטים מרכזיים בישראל, חלקם פרויקטי דגל וחלקם פרויקטים מורכבים, כגון מגדל אשפוז הדסה עין כרם, מרכז עזריאלי חולון, מרכז הדרכת משטרת ישראל. במהלך רבעון הרביעי של 2012 הושלמה רכישה של 51% ממניות חברת חופרי השרון תמורת 51 מיליון ₪, כאשר תוצאותיה הכספיות יאוחדו החל מ-1.10.12. להערכת מידרוג, הרכישה תורמת לגיוון נוסף בהכנסות החברה, תוך הרחבת הפעילות של החברה בתחום התשתיות ופוטנציאל סינרגיה מסוימת עם הפעילות הקיימת. להערכתנו, למרות ההאטה הכלכלית בישראל, החברה תמשיך לצמוח בשיעור דומה לשנת 2012 גם במהלך השנה הקרובה, הודות להמשך התקדמות בפרויקטים הקיימים, רכישת חופרי השרון ותחילתם של פרויקטים נוספים.

רווחיות תפעולית יציבה לאורך זמן, תוך ששולי הרווח הנמוכים בקבלנות מקוזזים בחלקם מתחום השירות, אחזקה וסחר

התפתחות ההכנסות לפי תחומי הפעילות של מגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות בישראל

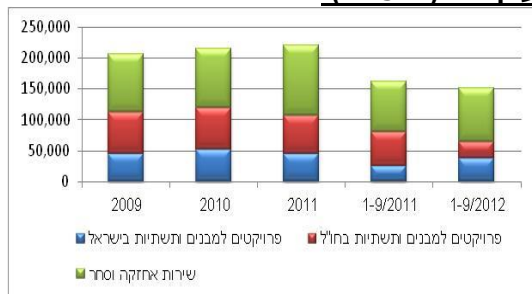


מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות הינו המגזר העיקרי של החברה ואחראי על כ-52% מסך הכנסות החברה, במהלך שלוש שנים האחרונות. שיעור הרווחיות הגולמית במגזר זה נע סביב 4.5%-5% ושיעור הרווחיות התפעולית נע בטווח של 2%-3%. להערכתנו, אלו שיעורי רווחיות סבירים ביחס לענף.

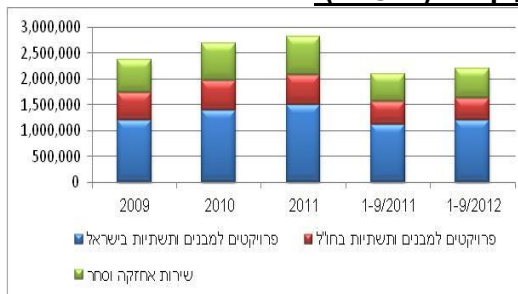
מגזר השירות, אחזקה וסחר, תורם כ-25% להכנסות החברה, אך אחראי על כ-45% מהרווח התפעולי המאוחד בשלוש השנים האחרונות, כאשר לתקופה של ינואר-ספטמבר 2012, תרומתו של המגזר לרווח התפעולי המאוחד עלתה באופן יחסי לכ-49.5% (כ-86 מיליון ₪), כתוצאה מהשחיקה ברווחיות של מגזר הפרויקטים בחו"ל. מגזר זה הינו בעל רווחיות יציבה ופרמננטית התורם לרווח התפעולי המאוחד כמאה מיליון ₪ בשנה.

החברה מרכזת את פעילותה האלקטרו-מכאנית של הקבוצה מחוץ לישראל באמצעות חברות O.T.S-i Devis, Electech, אשר פועלות בעיקר בניגריה, בלגיה ובמדינות מזרח אירופאיות אחרות. בשנה האחרונה, בעקבות המשבר באירופה וירידה בעבודה מול יזמים ישראלים הפועלים בארצות אלו, נפגעה פעילות החברה במדינות המזרח אירופאיות, כתוצאה מכך שיעור הרווח התפעולי ירד מ-12.7% ל-6.3%, בהתאמה.

התפלגות הרווח התפעולי⁵ לפי מגזרי פעילות עיקריים (אלפי ₪):



התפלגות ההכנסות לפי מגזרי פעילות עיקריים (אלפי ₪):



⁵ הרווח התפעולי המגזרי הינו לפני הוצאות הנה"כ של כ-33 מיליון ₪ וכ-34 מיליון ₪ בתקופות ינואר-ספטמבר 2012 ו-2011 בהתאמה, וכ-47 מיליון ₪, 45 מיליון ₪ ו-37 מיליון ₪ בשנים 2010, 2011, ו-2009 בהתאמה וזאת ללא נטרול עסקאות בינחברתיות ושיעורים.

מרכיב מהותי של מקרקעין לא מניב מכביד על מאזן החברה

היקפים משמעותיים מתוך החוב הפיננסי של החברה שימשו להשקעות בנכסי מקרקעין אשר, נכון ליום 30.09.12, יתרתן הסתכמה בכ- 637 מיליון ₪, שהיוו כ- 21% מסך המאזן, כאשר השקעות אלו כללו בעיקר השקעה במקרקעין ברוסיה באיזור סנט-פטרסבורג (כולל הלוואה בכירה לשותפות המחזיקה בנכס) אשר יתרתה עלתה מכ- 270 מיליון ₪ ליום 30.09.11 לכ- 333 מיליון ₪ ליום 30.09.12, כתוצאה מעדכון שווי הקרקע, עלויות מימון שהווננו והפרשי שער כתוצאה מהתיסוף בדולר, והכנסות ריבית על הלוואות שניתנו. בסוף דצמבר 2012 החברה דיווחה על חתימה על ההסכם, הלא מחייב, עם צד ג' למכירת 430 דונם מתוך סך של 2,400 דונם, בהן מחזיקה החברה, בתמורה לסך של כ- 45 מיליון דולר. ההסכם הלא מחייב תקף עד ליום 31.12.13.

כמו כן, נכון ל-30.09.12, החברה עדיין מחזיקה במקרקעין במזרח אירופה (ללא רוסיה) בסך של כ- 216 מיליון ₪ בנוסף ליתרת ההשקעות של כ-95 מיליון ₪ בשותפויות תפעוליות אחרות. ההשקעות ברוסיה ובמזרח אירופה מצויות ברובן בשלבי תכנון. לערכתנו, עד שלא יחול שינוי באקלים הכלכלי באירופה, הוצאות המימון בגין החוב אשר נלקח לצורך רכישת הקרקעות, ימשיכו להכביד על התזרים החופשי של החברה. מידרוג אינה מניחה העמקת ההשקעות בפעילות ייזום הנדל"ן בטווח הקצר-הבינוני.

גידול מתמשך בחוב הפיננסי והאטה ביחסי הכיסוי

סך החוב ליום 30.09.2012 מסתכם לכ- 1,065 מיליון ₪, לעומת סך של כ- 924 מיליון ₪ ליום 31.12.2011, כאשר החוב הפיננסי נטו, עלה באותן תקופות מ- 636 מיליון ₪ ל- 776 מיליון ₪, כתוצאה מתזרים חופשי שלילי בעיקר בגין השקעות בחברות כלולות, השקעות ברכוש קבוע, רכוש אחר והסדרי זיכיון והוצאות מימון גבוהות וחלוקת הדיבידנד. רמת המינוף של החברה גבוהה יחסית, ומושפעת מהשקעות במקרקעין שאינן מניבות, מהשקעות הוניות גבוהות בהתרחבות וכן השקעות בייזום פרויקטים של תשתיות. שיעור החוב ל-CAP עלה לכ- 56%, לעומת כ-54% בתחילת השנה.

השיפור ב-EBITDA במהלך ארבעת הרבעונים האחרונים שנסתיימו ביום 30.09.12 ומנגד - גידול יחסית מתון בחוב הובילו את החברה להציג יחס כיסוי של חוב ל-EBITDA 5.6 ו-6.5 וחוב ל-FFO 9.2 ו-14.4, ליום 30.09.12 וליום 30.09.11, בהתאמה. כאמור, יחסי הכיסוי מושפעים מרמת חוב גבוהה, המממנת מרכיב גבוה של קרקעות ופרויקטים בזכיינות אשר טרם מניבים תזרים.



להערכת מידרוג, החברה תציג שחיקה ביחסי הכיסוי נוכח גידול בחוב ליום 31.12.12. לצורך חישוב יחסי הכיסוי, מידרוג לוקחת בחשבון את ההתחייבות המאזנית למימוש אופציית PUT בגין 49% הנותרים בחופרי השרון, ביתרה של כ-42 מיליון ₪ ליום 31.12.12. בשנת 2013, צפויה החברה להציג שיפור ביחס חוב פיננסי ל-EBITDA בעקבות מכירת מגדל אלקטרה ונוכח עלייה בתזרים עם איחוד חברת חופרי השרון.

נזילות סבירה

יתרות המזומן של החברה במאוחד ליום 30.09.12 עומדות על כ-289 מיליון ₪ (כ-9.7% מסך יתרת הנכסים) אשר מחציתן בחברה סולו ומהוות כ-27% מסך החוב הפיננסי וזאת - לעומת 31% ליום 31.12.11.

צורכי פירעון קרן החוב לזמן ארוך בשנים 2013, 2014 מסתכמים לסך של כ-154 מיליון ₪ (כ-76 מיליון ש"ח בגין החזר אג"ח) וכ-283 מיליון ש"ח (כ-52 מיליון ש"ח בגין החזר אג"ח וכ-155 מיליון ₪ הלוואה בגין מגדל אלקטרה) בהתאמה. לחברה עומס פירעונות סביר לתשלום קרן האג"ח לשנים הקרובות.

למרות הגידול ב-EBITDA לתשעת החודשים הראשונים של 2012, התזרים מפעילות שוטפת ירד לכ-15 מיליון ש"ח, לעומת סך של כ-24 מיליון ש"ח, בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר על רקע עלייה משמעותית ביתרת הלקוחות. במהלך הרבעון השלישי 2012 מימשה החברה את חלקה בפרויקט W-PRIME אשר תרם לתזרים מפעילות שוטפת כ-63 מיליון ₪ המתבטאת בירידה ביתרות המלאי. ברבעון רביעי, החברה צופה שיפור בתזרים השוטף, נוכח שיפור בימי אשראי לקוחות והארכת ימי התשלום לספקים.

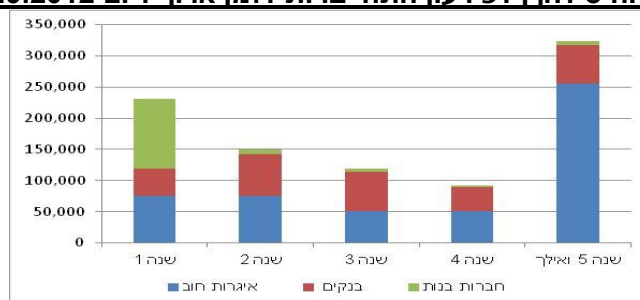
החברה רשמה גידול בהשקעות בחברות מוחזקות ובהסדרי זיכיון בצורה משמעותית במהלך שלוש השנים האחרונות אשר הסתכמו בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012 ובשנת 2011 בכ-80 מיליון ₪ וכ-108 מיליון ₪, בהתאמה. השקעות ברכוש קבוע וברכוש אחר עמדו במהלך השלוש השנים האחרונות בממוצע בשנה על כ-56 מיליון ש"ח (כ-120% מהפחת השנתי). לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים. במהלך שנת 2012 החברה חילקה 50 מיליון ₪ לבעלי המניות וזאת - בהשוואה ל-40 מיליון ₪ בשנת 2011, כאשר בממוצע, שיעור הדיבידנד מסך הרווח הנקי השנתי היווה כ-35% במהלך שלוש שנים האחרונות. אנו מצפים כי החברה תשמור על שיעור דיבידנד דומה בטווח אופק הדירוג וזאת חרף צורכי מימון משמעותיים בחברה האחות אלקטרה נדל"ן.

עלייה משמעותית בהשקעות במהלך שלוש השנים האחרונות, לצד גידול בהיקף הדיבידנד המחולק וגידול בחוב, המתבטא בעלייה משמעותית בהוצאות המימון, הביאו את החברה להציג ירידה חדה ומתמשכת בתזרים מזומנים חופשי, מתזרים חיובי של 78 מיליון ₪ בשנת 2009 לתזרים שלילי של כ-83 מיליון ₪ בסוף שנת 2011 אשר הועמק במהלך 2012 והגיע לכ-155 מיליון ₪ לארבעת הרבעונים האחרונים, שהסתיימו ביום 30.09.12.

להערכתנו, החברה תמשיך להחזיק יתרות נזילות בין 200 מיליון ₪ ל-300 מיליון ₪ בשנים הקרובות לצורך הפעילות השוטפת. נכון לסוף השנה, לחברה מסגרות פנויות בהיקף של כ-191 מיליון ₪ שמרביתן אינן חתומות.

הדירוג לוקח בחשבון כי במהלך השנה הקרובה, החברה מתעתדת לממש את מגדל אלקטרה. בעקבות המימוש, החברה צפויה להציג גידול בתזרים וקטון בחוב נטו בהיקפים משמעותיים.

לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 30.9.2012 (באלפי ש"ח) *



* לא כולל 150 מיליון ₪ בגין הלוואות און-קול.

** ביום 31.12.12 נדחה מועד הפירעון של מסגרת האשראי של 155 מיליון ₪ בגין מגדל אלקטרה מיום 1.1.2013 עד ליום 1.1.2014 וכן הוסכם על העמדה לשותפות מסגרת אשראי נוספת אשר חלק של החברה בה מהווה כ-24 מיליון ₪.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- ירידה משמעותית ברמת החוב הפיננסי ושיפור מתמשך ביחסי הכיסוי.

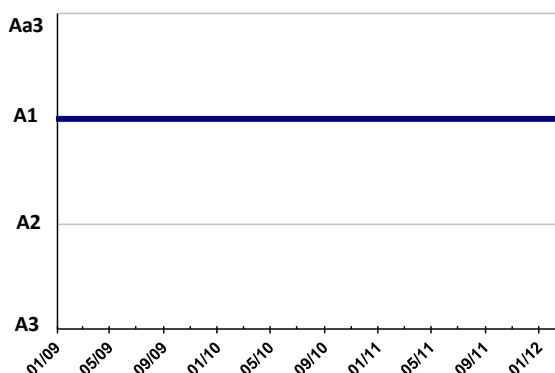
גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA אל מעל יחס של 6 לאורך זמן.
- העמקת ההשקעות בפעילות הנדל"ן באופן שיוביל לגידול בסיכון העסקי והפיננסי.
- פגיעה משמעותית ברמת הנזילות ביחס לעומס פירעונות החוב, בין היתר, בעקבות הגברת חלוקת הדיבידנדים.

אודות החברה

אלקטרה הינה חברת פרויקטים ושירותים, הפועלת בישראל ובחו"ל, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בחמישה מגזרים: פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ובחו"ל - פתרון ליווי מלא להקמת מבנים ותשתיות, הכולל התקנת מערכות אלקטרו-מכניות (מיזוג אוויר, חשמל וצנרת, מעליות), שירותי בנייה והתקנה וייצור של מוצרי תשתית חשמליים. בתחום זה עוסקת החברה גם בביצוע והקמה של מתקני טיהור שפכים; שירותי אחזקה וסחר - ניהול ואחזקה שוטפת למבנים ולמערכות אלקטרו-מכניות וכן תפעול של מתקני טיהור שפכים; פיתוח והקמה של נדל"ן בייזום - החברה פועלת החל משנת 2006 בתחום ייזום הבנייה למגורים ושימושים נוספים באמצעות החברה הבת אלקטרה השקעות (1998) בע"מ; פרויקטים בזכיינות: הקמה ותפעול של פרויקטים לאומיים בחוזי BOO ו-BOT לתקופה ארוכות. החברה מעסיקה כ-3,200 עובדים בישראל ובחו"ל. בעלת השליטה בחברה הינה אלקו החזקות בע"מ, המחזיקה בכ-59% בהון המניות.

היסטוריית הדירוג (החל משנת 2009)



11

דוחות קשורים

- [אלקטרה בע"מ – דוח פעולת דירוג \(יולי 2012\)](#)
- [אלקטרה בע"מ - דוח מעקב \(פברואר 2012\)](#)

תאריך הדוח: 17.03.2013

מונחים פיננסיים עיקריים

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 ושווי 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 בציד, 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) - השקעות הוניות - 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

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

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.

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

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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 לסיכוני 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 צריכה 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 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. 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.