



אלקטרה בע"מ

מעקב | נובמבר 2015

1

אנשי קשר:

יונתן אוחנה, עו"ד, אנליסט
yonatano@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

אלקטרה בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1.il באופק יציב לאגרות החוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה אלקטרה בע"מ ("אלקטרה" או "החברה"). להלן סדרות האג"ח במחזור, שהנפיקה החברה עד למועד דוח זה ומדורגות על-ידי מידרוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.2015 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ג'	7390131	אפר' 2007	4.7%	מדד	357	2021-2015
ד'	7390149	יוני 2014	3.75%	שקלי	388	2026-2015

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג:

לחברה מעמד מוביל בענף הקבלנות לבנייה בישראל, בדגש על תחום המערכות האלקטרו-מכניות, עם מוניטין חזק הנתמך בניסיון רב וביכולות גבוהות בייזום הקמה ותפעול של פרויקטים מגוונים. ענף הקבלנות מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון גבוה יחסית בשל אופיו הפרויקטאלי הפוגם ביכולת השבת ההכנסות, חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית ורווחיות נמוכה יחסית המצביעה על רמת תחרות גבוהה יחסית ורגישות מחיר של מזמיני העבודות. החברה פועלת גם בענף הקבלנות לתשתיות לאומיות - גורם הממתן את החשיפה למחזוריות הכלכלית נוכח מאפיין אנטי מחזורי בהשקעה הממשלתית בתשתיות.

לחברה פיזור רחב של לקוחות ושל פרויקטים על פני ענפי המשק השונים וכן פיזור על פני מספר סוגי פעילויות במגזר הקבלנות. בנוסף, לחברה פעילות משמעותית במגזר השירות והאחזקה, המאופיין בסיכון עסקי מתון, נראות הכנסות טובה ורווחיות גבוהה ויציבה לאורך השנים. מאפיינים אלו תורמים למיצובה העסקי של החברה ולצמצום הסיכון הענפי הגבוה. יחס צבר ההזמנות של החברה נע מזה כשנתיים סביב 1.8-2.0 (ללא חברות כלולות), יחס גבוה ויציב המצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני.

הרווחיות התפעולית של החברה נעה סביב 4.3%-5.3%, בולטת לחיוב ביציבותה, ומצביעה על יכולות ניהול ושליטה טובות. מגזר הפרויקטים הגדיל את חלקו בהכנסות החברה וברווחיה בשנים האחרונות, בעיקר עקב צמיחתו המהירה, ואנו לא מעריכים שינוי תמהיל נוסף במידה שתשפיע על פרופיל הסיכון של החברה.

בשנים האחרונות צברה החברה ניסיון כשותפה לקבוצות ייזום פרויקטים לבנייה בתחומים שונים, לרבות תשתיות. לצד הסיכון העסקי והפיננסי הגלום בפעילות הייזום, הלה היוותה מנוע צמיחה מרכזי עבור החברה ותרמה ליכולותיה ומעמדה העסקי, כאשר, להערכת מידרוג, הניסיון שצברה החברה בשנים האחרונות בתחום הייזום ממתן במידת מה את פרופיל הסיכון של פעילות זו.

יציבות הצבר מצביעה על יציבות הכנסות החברה, חרף קיומם של פרויקטים בעלי היקף משמעותי, ומהווה אינדיקציה להתמתנות קצב גידול ההכנסות הגבוה שאפיין את החברה בשנים האחרונות. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח המשך צמיחה מתונה של מגזר הפרויקטים בישראל ושל מגזר השירות והאחזקה, אשר תקוזה במעט נוכח קיטון בהיקף פעילות החברה בחו"ל, בין היתר, על בסיס צבר ההזמנות הנוכחי של החברה וכן הודות להמשך פעילות הייזום על בסיס הניסיון שצברה החברה בתחום.

רמת המינוף של החברה גבוהה יחסית לרמת הדירוג ומושפעת בין השאר ממרכיב מהותי של השקעות מקרקעין שבוצעו בשנים קודמות ועדיין אינן מניבות הכנסות. יחסי הכיסוי של החברה השתפרו נוכח קיטון ברמת המינוף, בין היתר, הודות למימוש חלקה במגדל אלקטרה, והודות לגידול משמעותי ברווח התפעולי. יחסי הכיסוי של החברה צפויים להישאר להערכת מידרוג בסביבתם הנוכחית, תוך שרמת החוב נטו צפויה להיות יציבה יחסית.

לחברה חשיפה מאזנית לרובל הרוסי דרך השקעה במקרקעין בסנט פטרסבורג אשר הובילה, בשל הפיחות בשער החליפין של הרובל הרוסי אל מול השקל, לפגיעה בהון וביחסי האיתנות. נזילות החברה טובה ונשענת על יתרות נזילות חופשיות בהיקף משמעותי, המספקות את צרכיה השוטפים של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני.

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

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	H1 2014	H1 2015	
2,529	2,884	3,514	3,920	1,856	2,295	הכנסות
126	152	169	183	95	98	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
5.0%	5.3%	4.8%	4.7%	5.1%	4.3%	% רווח תפעולי
129	107	153	127	60	75	רווח (הפסד) נקי *
152	182	210	226	115	120	EBITDA
142	142	186	142	59	89	FFO
(129)	(126)	(95)	(73)	(22)	(62)	השקעות הוניות
(40)	(51)	(50)	(70)	(70)	(64)	דיבידנדים ששולמו
287	410	502	538	436	546	יתרות נזילות **
924	1,044	956	821	1,082	887	חוב פיננסי
54.5%	54.6%	50.1%	47.4%	54.5%	50.0%	חוב ל- CAP
4.7	4.3	3.1	2.3	3.7	2.5	חוב פיננסי מותאם נטו ל- EBITDA ***
4.9	4.9	4.3	3.3	4.9	3.4	חוב פיננסי מותאם נטו ל- FFO ***

* לרבות רווח מפעילות מופסקת בעיקר בגין מכירת חברת DEVIS בסך 54 מיליון ₪.

** לרבות מזומן מיועד (מוגבל) ופיקדונות בנאמנות.

*** יחסי הכיסוי מותאמים בהתאם למתודולוגיית מידרוג וכוללים התאמות לחכירה תפעולית, מזומנים מוגבלים וכן תוספת חוב בגין אופציית מכר הכלולה בהסכם הרכישה של חברת חופרי השרון בע"מ.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מעמד מוביל בענף בעל רמת סיכון גבוהה; פיזור פרויקטים ותחומי פעילות ממתן את פרופיל הסיכון

אלקטרה הינה אחת החברות המובילות בענף הקבלנות בישראל, בדגש על תחום המערכות האלקטרו-מכאניות. לחברה מוניטין בולט בתחום הקבלנות הנשען על ידע וניסיון רב שנצבר במגוון סוגי פרויקטים, מערכות מידע ובקרה מתקדמות, מותגים חזקים בתחומי הפעילות השונים ויכולות גבוהות בביצוע פרויקטים משולבים בתחומים של מערכות חשמל וצנרת, מיזוג אוויר, התקנה של מעליות, דרגנועים ומכפילי חניה, לצד יכולות גבוהות בתחום קבלנות הבנייה וקבלנות התשתית (הודות רכישת חברת חופרי השרון בע"מ).

ענף הקבלנות מוערך על-ידי מידרוג כבעל רמת סיכון גבוהה יחסית, בעיקר, בשל אופיו הפרויקטאלי וההישענות על הזמנות חדשות, המגבילים את נראות ההכנסות ותזרימי המזומנים, לצד חשיפה גבוהה למחזוריות כלכלית ולהיקף ההשקעות בבינוי ותשתיות במשק. מאפייניו השונים של כל פרויקט, סיכונים תכנוניים, חשיפה למחירי תשומות ולמשך החיים המתמשך של פרויקטים מורכבים, כל אלו יוצרים חשיפה אינהרנטית לרווחיות ודורשים יכולות שליטה ובקרה גבוהות. שיעורי הרווחיות בענף הקבלנות נמוכים יחסית בהשוואה לענפי משק אחרים, בין היתר, נוכח רמת תחרות גבוהה וריבוי התקשרויות

באמצעות מכרז המייצרות לחצים על מרווחי הרווח. חסמי הכניסה בענף מוערכים על-ידי מידרוג כבינוניים נוכח הצורך במוניטין, רישוי, איתנות פיננסית וקיומם של יתרונות לגודל.

פעילותה רחבת היקף של החברה, עם מחזור הכנסות של כ- 4.3 מיליארד ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים, ופיזור עסקי גבוה ממתנים את הסיכון הענפי. לחברה פרויקטים בפיזור רחב, פיזור לקוחות בכל ענפי המשק ומגוון סוגי פעילות בתחום הקבלנות (מערכות אלקטרו-מכאניות, קבלנות ראשית לבנייה, קבלנות ראשית לתשתית ופרויקטים ציבוריים).

חרף הפיזור הרחב, לחברה חשיפה גבוהה לפעילות הכלכלית בישראל, ובעיקר להיקף ההשקעות בבנייה ותשתיות. בשנים האחרונות זכה הענף והחברה בראשו, לרוח גבית מצד השקעות גבוהות בבנייה מסחרית, בנייה למגורים, בנייה ציבורית ותשתיות לאומיות וכן בשל פיתוח מואץ של משק האנרגיה. השקעות בבנייה במימון המגזר הפרטי הן בעלות אופי מחזורי חזק ועלולות להצטמצם במידה משמעותית בעתות האטה כלכלית. יש לציין עם זאת כי הפעילות בתחום התשתיות הלאומיות מהווה להערכתנו גורם אנטי מחזורי.

מגזר השירות והאחזקה, במסגרתו מעניקה החברה שירותים למערכות אלקטרו-מכניות (מעליות, מיזוג אוויר, מערכות בקרה) ומעניקה שירותי ניהול ותחזוקת מבנים, מאופייני בסיכון עסקי מתון וממתן את המחזוריות של ענף הקבלנות. מגזר השירות המהווה כ- 25% מהכנסות החברה וכ- 40% מהרווח התפעולי המאוחד, מאופייני להערכתנו ביכולת השבת הכנסות גבוהה ורווחיות חזקה, המבוססת בעיקר על חוזי שירות, המתחדשים מדי שנה. לחברה אסטרטגיה להרחיב את הפעילות בתחום השירות והתחזוקה והדבר התבטא השנים האחרונות ברכישות ומיזוגים בתחום זה.

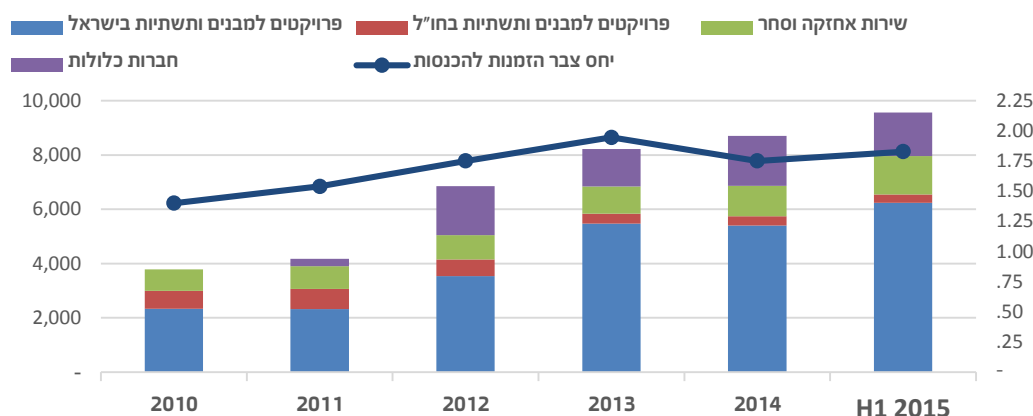
נכון ליום 30.6.2015, כשליש מצבר ההזמנות מקורו בפרויקטים שהחברה שותפה לייזומם (לרבות פרויקט "מידטאון", אגירה שאובה גלבוע ועיר הבה"דים). פעילות הייזום תורמת למיצובה העסקי של החברה וליתרונה התחרותי, משמשת מנוע צמיחה ותורמת ליכולת ייצור ההכנסות של החברה במגזרי הקבלנות והשירות. מנגד, שותפות החברה בקבוצת הייזום טעונה השקעות הוניות וחושפת את החברה לסיכונים הנדסיים, עסקיים ופיננסיים לא-מבוטלים.

צבר הזמנות בהיקף משמעותי התורם לנראות ההכנסות בטווח הזמן הבינוני; הצמיחה המהירה בצבר צפויה להיבלם

צבר ההזמנות של החברה עומד, נכון ליום 30.6.2015, על כ- 8.0 מיליארד ₪, ובתוספת צבר ההזמנות בגין חברות כלולות היקף הצבר הינו כ- 9.6 מיליארד ₪, זאת לעומת צבר של כ- 7.4 מיליארד ₪ (9.4 מיליארד ₪ בצירוף כלולות) בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול האמור בצבר ההזמנות מקורו במגזר השירות והאחזקה, שצמח בשנה החולפת בכ- 272 מיליון ₪ (גידול של כ- 24%) ובמגזר הפרויקטים בישראל שצמח בשנה החולפת בכ- 263 מיליון ₪ (גידול של כ- 4%) והשלים צמיחה בשיעור של כ- 72% (כ- 2.6 מיליארד ₪) בתקופה של 24 חודשים, בין היתר, הודות לגידול בפעילות התשתית (לרבות פרויקט קו הרכבת המהיר לירושלים) ופרויקטים שהחברה שותפה לייזומם; הגידול האמור בצבר קוזז במעט בגין קיטון בצבר ההזמנות של מגזר הפרויקטים בחו"ל.

יחס צבר הזמנות להכנסות (ללא חברות כלולות) עומד, נכון ליום 30.6.2015, על 1.83, יחס גבוה המהווה אינדיקטור חזק לנראות ההכנסות והרווח בטווח הזמן הבינוני. תרחיש הבסיס של מידרוג צופה כי בטווח הזמן הבינוני החברה צפויה לשמור על צבר ההזמנות הנוכחי. בתוך כך, צבר ההזמנות במגזר הפרויקטים בישראל וצבר ההזמנות במגזר השירות והאחזקה צפויים לגדול באופן מתון, בין היתר, על בסיס תחזית בנק ישראל לצמיחה מתונה וגידול בהיקף ההשקעות במשק, המשך פעילות הייזום של החברה והכניסה לתחום ייזום הבנייה למגורים ובמקביל להמשך הקיטון בצבר הפרויקטים בחו"ל.

התפתחות צבר ההזמנות בין השנים 2011-2015 (אלפי ₪):



גידול במחזור ההכנסות לצד שמירה על רווחיות תפעולית יציבה, חרף הגידול בחלקו של מגזר הפרויקטים ברווח

מחזור ההכנסות של החברה צמח בשיעורים גבוהים של כ-12% ו-24% בשנת 2014 ובמחצית הראשונה של שנת 2015, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, וזאת לאחר צמיחה בשיעור שנתי ממוצע של כ-18% בשנים 2012-2013. יחס הרווח התפעולי להכנסות נע סביב 5%, שיעור רווחיות תפעולית טוב ביחס לענף ובולט לחיוב ביציבותו. אלו הובילו לצמיחה משמעותית ברווח התפעולי, שצמח בשיעור שנתי ממוצע של כ-10% בשנים 2013-2014, ועומד נכון ליום 30.6.2015 על כ-186 מיליון ₪ (LTM). היקפם המשמעותי של מחזור ההכנסות והרווח התפעולי, לצד פיזור פרויקטים גבוה, תורמים למיצוב העסקי ולכוסה התחרות של החברה, מקנים לה יכולת טובה יותר להתמודד עם פרויקטים הפסדיים, שינויים מחזוריים בהיקפי פרויקטים ומהווים גורם חיובי בדירוג.

עיקר הצמיחה האמורה בהכנסות מקורה במגזר הפרויקטים בישראל, שהיווה בשנת 2014 כ-67% מהכנסות החברה, ונובעת מרכישת חברת התשתיות חופרי השרון בע"מ והגידול בתחום קבלנות ראשית לבניה ותשתיות, עבודות בהיקף משמעותי בפרויקטים שהחברה שותפתה לייזומם כנזכר לעיל וכן גידול בשיעור משמעותי בהכנסות מהתקנה של מערכות אלקטרו-מכאניות בשנת 2014. לצד הגידול בהכנסות, מציג מגזר הפרויקטים בישראל שיפור מתמשך ביחס הרווח התפעולי להכנסות, הנע בשנים 2013-2015 סביב 3.9%-4.6%, שיעור רווחיות סביר ביחס לענף ובולט לחיוב ביציבותו. בהתאם למאפייני הענף, רווחיות מגזר הפרויקטים רגישה לעתות של האטה משמעותית, נוכח מרכיב גבוה יחסית של עלויות קבועות בניהול, במטה ובשימור יכולות הביצוע של החברה.

מגזר השירות והאחזקה אחראי לרבע מהכנסות החברה ומהווה, נכון לשנת 2014, כ-40% מהרווח התפעולי המאוחד (לעומת שיעורים של 45.9% ו-53.7% בשנים 2013 ו-2012 בהתאמה). שחיקה ברווחיות הגולמית של המגזר הובילה לכך שחרף צמיחה בהכנסות בשיעור של כ-37% בין השנים 2012-2014, סך הרווח התפעולי המגזר נותר כשהיה. הגידול ברווח התפעולי של מגזר הפרויקטים, לצד היציבות ברווחיות מגזר השירות והאחזקה הביאו לגידול בחלקו של מגזר הפרויקטים בסך הרווח התפעולי המאוחד של החברה (50% בשנת 2014, לעומת שיעורים של 42% ו-25% בשנים 2013 ו-2012) ולשחיקה בחלקו של מגזר השירות והאחזקה. להערכתנו, תמהיל הרווח התפעולי הנוכחי מגדיל את פרופיל הסיכון של החברה, אולם סיכון זה ממותן במידת מה בשל פיזור בין תחומי פעילות שונים במגזר הפרויקטים (מערכות אלקטרו-מכניות, בניה ותשתיות).

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בטווח הזמן הבינוני, הכנסות החברה ימשיכו לצמוח, אם כי בשיעור מתון יותר בהשוואה לשנים הקודמות, כאשר חלק מן הגידול בפעילות מגזר הפרויקטים והשירות יתקזז בקיטון בפעילות החברה בחו"ל. תרחיש זה מבוסס, בין היתר, על גידול בצבר ההזמנות במגזר הפרויקטים בישראל ובמגזר השירות והאחזקה המהווה אינדיקטור

להמשך צמיחת ההכנסות במגזרים אלו, לצד קיטון בצבר ההזמנות במגזר הפרויקטים בחו"ל המצביע על המשך מגמת צמצום הפעילות בחו"ל. אנו לא מעריכים שינוי מהותי בתמהיל הרווח בין שני המגזרים העיקריים, כאשר להערכתנו הרכישות האחרונות בתחום השירות והתחזוקה מאופיינות ברווחיות נמוכה יחסית למגזר זה. להערכתנו, שיעור הרווחיות התפעולית ימשיך לנוע בסביבתו הנוכחית ויתמוך בהמשך צמיחה מתונה בהיקף הרווח התפעולי, שיעמוד בשנים 2015-2016, כך להערכתנו, על כ- 190-200 מיליון ₪.

אסטרטגיה לצמיחה באמצעות מינוף הפעילות היזמית - לרבות בתחום המגורים

פעילות הייזום של החברה שימשה בשנים האחרונות מנוע צמיחה משמעותי ותרמה באופן משמעותי לשיעורי הצמיחה הגבוהים של מחזור ההכנסות והרווח התפעולי. אנו מניחים המשך השקעות של החברה בפעילות הייזום, כאשר מימושים, ככל שיהיו, של החזקות קיימות בפרויקטים ישמשו כמקור נוסף למימון השקעות חדשות. לצד הניסיון שצברה החברה בשנים האחרונות בייזום פרויקטים שונים, מימוש החזקות החברה בתום תקופת ההקמה והשימוש בערבויות בנקאיות חלף הון עצמי מאפשרים לחברה "להחליק" את הזרמת ההון לפרויקטים בייזומה, מגבילים את היקף ההון ה"מרותק" לפעילות הייזום ועל-ידי כך מצמצמים, במידת מה, את הסיכונים הפיננסיים הכרוכים בפעילות זו. בשנה האחרונה נכנסה החברה להשקעות בתחום ייזום בנייה למגורים. לחברה אסטרטגיה לפתח תחום זה כמנוע צמיחה בעיקר על בסיס עסקאות קומבינציה. בשלב זה אנו מעריכים כי היקף ההשקעה של החברה בתחום צפוי להיות מצומצם ולהערכתנו אינו צפוי לשנות את פרופיל הסיכון של החברה.

רמת המינוף נותרה גבוהה יחסית לרמת הדירוג

חרף קיטון מסוים בהיקף החוב הפיננסי בשנים האחרונות, רמת המינוף של החברה כפי שנמדדת ביחס החוב לקאפ נותרה יציבה, סביב 50% וזאת בשל השחיקה בהון, שנבעה מהפיחות החד בערך הרובל (הפסד של כ- 100 מיליון ש"ח ו- 46 מיליון ₪ בשנת 2014 ובמחצית הראשונה של שנת 2015, בהתאמה, שנזקק ישירות לקרנות בהון). לעומת זאת, היקף החוב הפיננסי נטו של החברה קטן בצורה משמעותית יותר, כפי שמשקף ביחס חוב פיננסי נטו לקאפ נטו שירד משיעור של כ- 45% בשנים 2011-2012 לשיעור של כ- 28% נכון ליום 30.6.2015. עיקר הקיטון מקורו ממימושים (מכירת דביס, שהזרימה לחברה כ- 125 מיליון ₪ ומכירת ההשקעה במגדל אלקטרה, אשר התאפיינה ביחסי כיסוי איטיים יחסית, שהזרימה לחברה כ- 100 מיליון ₪).

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי רמת החוב ברוטו של החברה אינה צפויה להשתנות בצורה מהותית, כאשר השקעות נוספות של החברה במסגרת פעילות הייזום, המהוות כאמור נדבך מרכזי ביכולת החברה לשמר את צבר ההזמנות הנוכחי, לרבות בעקבות כניסת החברה לתחום ייזום בנייה למגורים, לצד חלוקת דיבידנד עקבית בשיעור 40-50% מהרווח הנקי צפויות להתכנסות בעיקר מהתזרים מפעולות (FFO) המוערך על ידינו בטווח של 160-170 מיליון ₪ לשנה בשנים 2015-2016, אולם לא יותירו עודפים מהותיים בתזרים החופשי (FCF). כפועל יוצא החברה צפויה לשרת את חובה בעיקר מיתרותיה הנזילות או באמצעות מחזור חוב.

שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי בשל הקטנת חוב פיננסי נטו וגידול בתזרימי המזומנים

הקיטון האמור בהיקף החוב הפיננסי נטו, לצד גידול משמעותי בהיקף ה-EBITDA והמקורות מפעילות (FFO) שנבעו ישירות כתוצאה מהגידול ברווח התפעולי, הביא להמשך השיפור ביחסי הכיסוי של החברה, אשר עדיין אינם בולטים לטובה לרמת הדירוג. כך, נכון ליום 30.06.2015 יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA ויחס חוב נטו ל-FFO, כשאלו מתואמים לפי מתודולוגיית מידרוג, עומדים על 2.5 ו-3.4 (LTM), בהתאמה. זאת, לעומת יחסים של 3.7 ו-4.9 בסוף התקופה המקבילה אשתקד. יחס כיסוי הריבית (רווח תפעולי להוצאות מימון) נכון ליום 30.6.2015 (LTM) הינו 2.7, שיפור לעומת שנים קודמות הנובע בעיקר כתוצאה מהגידול בהיקף הרווח התפעולי.

להערכתנו, החברה צפויה לשמור על יחסי הכיסוי בסביבתם הנוכחית. זאת, על רקע תחזית מידרוג להמשך צמיחה מתונה בהיקף ה- EBITDA וה- FFO נוכח גידול מתון ברווח התפעולי והערכתנו כי מימושים, ככל שיהיו, ישמשו למימון השקעות חדשות. מנגד, שימוש ביתרות הנזילות של החברה לצורך שירות חוב או מימון השקעות חדשות עשוי להאט את יחסי הכיסוי, אולם אלו צפויים להישאר ברמה ההולמת את הדירוג.

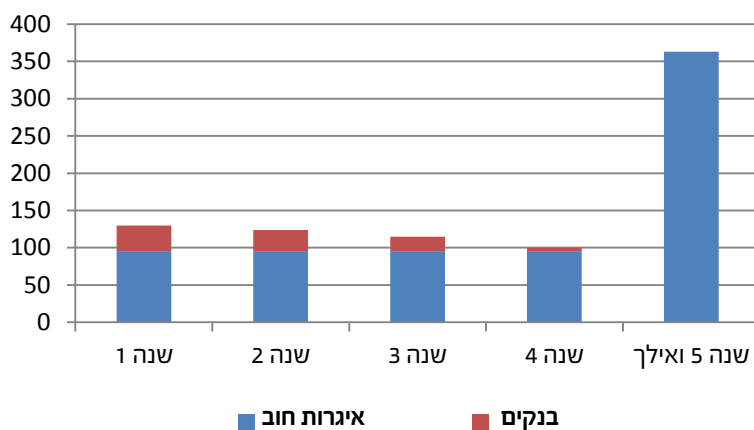
רכיב משמעותי של קרקעות לא-מניבות המכבידות על המאזן

לחברה השקעה בחברות כלולות העומדת, נכון ליום 30.6.2015, על כ- 512 מיליון ₪. כמחצית מסכום זה מקורו בהשקעה במקרקעין בסנט-פטרסבורג אשר לא הניבה הכנסות עד כה ואף יצרה לחברה חשיפה מאזנית לרובל הרוסי ששחקה את איתנות החברה בשנה החולפת, כנזכר לעיל. ההשקעה בקרקעות בסנט-פטרסבורג לצד מלאי מקרקעין במדינות מזרח אירופה (פולין, בולגריה), מכבידים על המאזן ויעילותו, ומובילים להגדלת פרופיל הסיכון של נכסי החברה ושל ההון העצמי, בהיותם חשופים לשערי חליפין ולמצב המאקרו-כלכלי של מדינות אלו.

נזילות טובה בטווח הזמן הקצר; תלות במחזור חוב בטווח הזמן הארוך

תזרים המזומנים החופשי (FCF) של החברה מבוסס בעיקר על תזרים מפעולות (FFO) חזק ויציב, אולם הוא מושפע חדות בצורכי ההון החוזר, השקעות הוניות בהיקף משמעותי וחלוקת דיבידנדים. אלו והובילו בשנים האחרונות לתזרים חופשי תנודתי ונמוך יחסית במרבית התקופות. אנו מעריכים כי תזרים המזומנים החופשי של החברה יוסיף להיות תנודתי, בעיקר בשל המשך השקעות הוניות בקבוצות ייזום, ושינויים בצרכי הון חוזר. החברה שומרת לאורך זמן יתרות נזילות בהיקף משמעותי אשר ממתנות, במידה מסוימת, את השפעת תנודתיות התזרים החופשי. לחברה אין מסגרות אשראי מעבר ליתרות אלו.

לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 30.06.2015 (במיליוני ₪):



גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- גידול בהיקף הרווח התפעולי במגזר השירות והאחזקה והגדלת חלקו בסך הרווח התפעולי של החברה.
- ירידה משמעותית ברמת החוב הפיננסי ברוטו ושיפור נוסף ביחסי הכיסוי.

גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג:

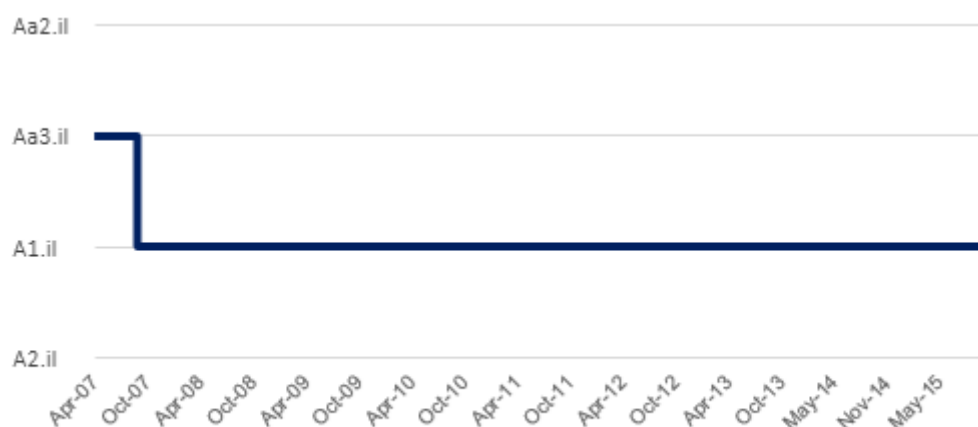
- עלייה ביחס כיסוי חוב פיננסי מותאם נטו ל-EBITDA אל מעל 4.0 לאורך זמן.
- גידול בהיקף פעילות ייזום והשקעות בנדל"ן באופן שיוביל לגידול בסיכון העסקי והפיננסי.

אודות החברה

אלקטרה הינה חברת ייזום, הקמה ותפעול פרויקטים, 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, תשתיות אזרחיות (כבישים ותשתיות, גישור, מנהור ודחיקת צנרת) וכן הקמה 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 בתחום ייזום פרויקטים בתחום התשתיות, והבנייה למגורים; פרויקטים בזכינות: הקמה ותפעול של פרויקטים לאומיים בחוזי BOO ו-BOT לתקופה ארוכות. החברה מעסיקה כ-6,100 עובדים בישראל ובחו"ל. בעלת השליטה בחברה הינה אלקו בע"מ, המחזיקה בכ-54% בהון המניות.

8

היסטוריית הדירוג



דוחות קשורים

- [אלקטרה בע"מ - פעולת דירוג, פברואר 2015](#)
- [אלקטרה בע"מ - פעולת דירוג, יוני 2014](#)
- [דירוג חברות קבלנות - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)

תאריך הדוח: 10.11.2015

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 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) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

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 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 לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בעבר. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעונן, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אינם 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. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים ינקוט זהירות ראויה ויבצע את הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעינינו אמין, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעינינו אמין, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, גם אם נמסרה להם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות נזק או הפסד כאמור לעיל, לרבות אך לא רק, בגין: (א) כל אבדן רווחים בהווה או בעתיד; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מכך שהמכשיר הפיננסי הרלוונטי לא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה החוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה בשליטתם ובין אם לאו.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המניפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי's Moody's (להלן: "מודי's"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי's, ואינם כפופים לאישורה של מודי's. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה, יש לפנות לעמודים הרלוונטיים באתר האינטרנט של מידרוג, שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>