



אלקטרה בע"מ

פעולת דירוג | פברואר 2015

1

מחבר:

אלעד ביטון, אנליסט

eladb@midroog.co.il

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

אלקטרה בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק יציב לאגרות החוב (סדרות ג' ו ד') שהנפיקה אלקטרה בע"מ ("אלקטרה" או "החברה") וכן לאגרות חוב חדשות שבכוונת החברה להנפיק בסך של עד 150 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת סדרה ד'. תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת בעיקר לפירעון חוב פיננסי ולצרכיה השוטפים של החברה.

להרחבת שיקולי הדירוג אנו מפנים לדוח פעולת דירוג מחודש יוני 2014¹

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 09.02.2015. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

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 30.09.14 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ג'	7390131	אפר' 2007	4.7%	מדד	420	2015-2021
ד'	7390149	יוני 2014	3.75%	אין	238	2015-2026

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג:

לחברה מעמד עסקי מוביל בענף הקבלנות בישראל ובתחום המערכות האלקטרו-מכניות בפרט. לחברה מוניטין חזק אשר נתמך בניסיון רב וביכולות גבוהות בהקמה של פרויקטים מגוונים בתחום האלקטרו-מכניקה והבנייה. החברה מתאפיינת בפזר 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 לאיתנות הפיננסית של יזמים. תחום שירותי האחזקה והסחר מאופיין ברווחיות גבוהה ויציבה לאורך השנים ובעל תרומה משמעותית לרווח התפעולי. החברה חשופה לשווקים מתפתחים כדוגמת ניגריה ולמדינות במזרח אירופה, המאופיינות בסיכון גבוה. במהלך שנת 2014, הציגה החברה צמיחה של כ-10% בהכנסות, לצד שמירה על שיעור הרווחיות התפעולית, כאשר צבר ההזמנות ממשיך במגמת הצמיחה המאפיינת אותו בשנים האחרונות. החברה מציגה יחס צבר הזמנות להכנסות² של כ-2.0 המהווה בסיס איתן להמשך הפעילות היציבה בטווח קצר עד בינוני.

כשליש מצבר ההזמנות של החברה (כולל חברות כלולות) מורכב מייזום פרויקטים בישראל. בין הפרויקטים הגדולים בצבר נכללים פרויקט מידטאון, עיר הבהדים, עזריאלי שרונה, אגירה שאובה בגלבע ופרויקט תחנת האומה בירושלים. במסגרת מדיניותה, משקיעה החברה בקבוצות ייזום, במטרה להגיע להשפעה מהותית וכתוצאה מכך, לקבל נתח בעבודות הקבלנות והתחזוקה של אותם פרויקטים. זאת ועוד, כניסה למספר פרויקטים גדולים, כגון עיר הבהדים ופרויקט האגירה השאובה, 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

¹ [אלקטרה בע"מ פעולת דירוג יוני 2014](#)

² ללא חברות כלולות. היחס מתייחס להכנסות ב 12 החודשים האחרונים.

בתחומי התשתיות השונים, 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 נותרו גבוהים יחסית לדירוגה, והם מושפעים, בין השאר, ממרכיב גבוה של קרקעות לא מניבות במאזנה, בעיקר ברוסיה ובמזרח אירופה. אנו מצפים לשיפור ביחסי הכיסוי עם השלמת מכירת חלקה של החברה במגדל אלקטרה הצפויה באפריל 2015. להערכתנו יחסי הכיסוי יעמדו בטווח של 2-3 חוב נטו ל EBITDA ו 3-4 חוב נטו ל FFO.

לחברה חשיפה מאזנית למטבע הרוסי דרך החזקה בחברה מוחזקת בסנט פטרסבורג. בשנת 2014, התחזק השקל בכ 64% אל מול הרובל הרוסי. להערכתנו, החלשות הרובל אל מול השקל צפויה לגרור פגיעה נוספת בהון העצמי (דרך קרן הון להפרשי תרגום) במהלך הרביעי הרביעי בהמשך להפסד שנרשם מתחילת השנה ועד ליום ה 30/09/2014. לחברה רמת נזילות סבירה והיא שומרת על יתרות נזילות בהיקף מהותי לאורך זמן. היקף צורכי שירות החוב של החברה לשנים 2015 ו-2016 נאמדים בכ- 123 מיליון ש"ח ובכ-108 מיליון ש"ח בהתאמה. אופק הדירוג היציב נתמך בצבר ההזדמנות הצומח של החברה, בצפי ליציבות התוצאות בטווח הזמן הקצר והבינוני ובהערכתנו לשיפור ביחסי הכיסוי נוכח מכירת מגדל אלקטרה.

אלקטרה (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח ליום 30.09.2014

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	1-9 2013	1-9 2014	
2,699	2,529	2,884	3,514	2,584	2,846	הכנסות
286	284	308	330	243	259	רווח גולמי
127	126	152	169	124	136	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
10.6%	11.2%	10.7%	9.4%	9.4%	9.1%	% רווח גולמי
4.7%	5.0%	5.3%	4.8%	4.8%	4.8%	% רווח תפעולי
150	129	107	153 ²	127 ⁴	96	רווח (הפסד) נקי³
154	152	182	210	154	167	EBITDA
98	83	111	164	104	96	FFO
(98)	(129)	(126)	(95)	(47)	(48)	השקעות הוניות
(40)	(40)	(51)	(50)	(50)	(70)	דיבידנדים ששולמו
338	287	410	502	484	349	יתרות נזילות⁵
843	924	1,044	956	1,110	1,018	חוב פיננסי
25.9%	26.3%	25.5%	27.0%	26.7%	26.2%	הון עצמי למאזן
3.9	4.7	4.3	3.1	3.9	3.9	חוב פיננסי מותאם נטו ל- EBITDA⁶
6.1	8.2	6.9	4.1	5.9	5.6	חוב פיננסי מותאם נטו ל- FFO

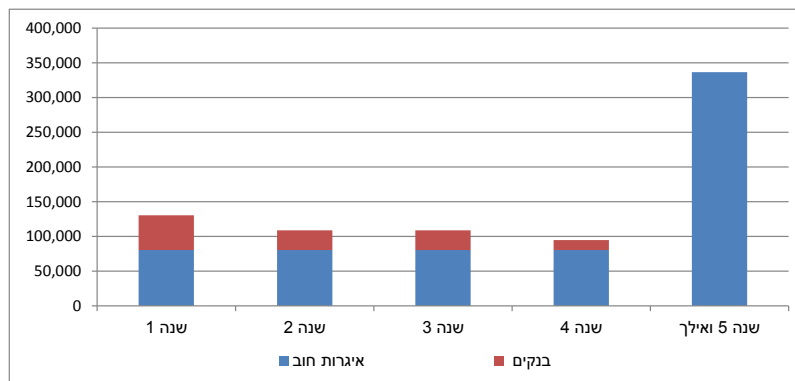
³ ללא רווח כולל אחר

⁴ כולל רווח מפעילות מופסקת בגין מכירת DEVIS בסך 54 מיליון ש"ח.

⁵ כולל מזומן מוגבל

⁶ יחסי הכיסוי לשנים שעד שנת 2013 מוצגים מחדש בהתאמה למזומנים מוגבלים. חוב מותאם כולל התאמות לחכירה תפעולית וכן תוספת חוב בגין אופציית חופרי השרון. החל מ 30/9/2014 חוב מותאם לחישוב יחסי הכיסוי כולל גם ערבות פיננסית בגין עיר הבה"דים.

לוח סילוקין נכון ל 30/09/2014 (מיליוני ₪ ללא אונקולים בסך כ 8 מיליון ₪)



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

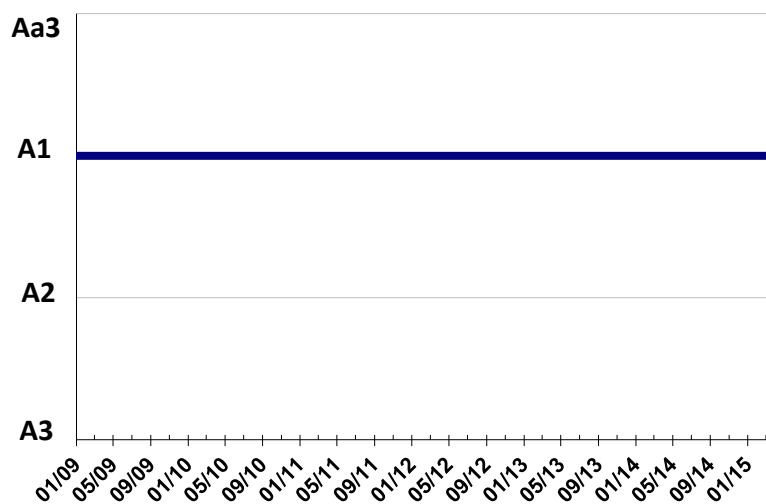
- ירידה משמעותית ברמת החוב הפיננסי ושיפור מתמשך ביחסי הכיסוי.
- תזרים מזומנים חופשי חיובי ויציב לאורך זמן.

גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי חוב פיננסי מותאם נטו ל- EBITDA אל מעל 4.0 לאורך זמן.
- העמקת ההשקעות בפעילות הנדל"ן באופן שיוביל לגידול בסיכון העסקי והפיננסי.

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-מכאניות 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-3,400 עובדים בישראל ובחו"ל. בעלת השליטה בחברה (54%) הינה אלקו החזקות בע"מ, הנשלטת ע"י משפחת זלקינד.



דוחות קשורים

- [אלקטרה בע"מ פעולת דירוג יוני 2014](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)

תאריך הדוח: 09.02.2015

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 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

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 שאלוהיה 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") 2015.

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 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.