



אלקטרה בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2013

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

Liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

אלקטרה בע"מ

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

מידרוג מאשרת דירוג A1 באופק דירוג יציב לאגרות חוב שתנפיק אלקטרה בע"מ ("אלקטרה" או "החברה") בסך של 50 מיליון ₪ ערך נקוב, במסגרת הרחבת סדרה ג'. תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת לפירעון חוב פיננסי ולמימון הפעילות השוטפת.

להרחבת שיקולי הדירוג אנו מפנים לדוח מעקב מחודש מרץ 2013¹

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג באשר למבנה ההנפקה עד ליום 25 באפריל, 2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

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 31.12.12 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	לא סחיר	אוק' 2003	5.85%	מדד	24	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 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 לאיתנותם הפיננסית של יזמים. תחום שירותי האחזקה והסחר מאופיין ברווחיות גבוהה ויציבה לאורך השנים ובעל תרומה משמעותית לרווח התפעולי הכולל. בתוך כך, החברה חשופה לשווקים מתפתחים כדוגמת ניגריה ולמדינות במזרח אירופה המאופיינות בסיכון גבוה.

במהלך שנת 2012, הציגה החברה המשך צמיחה בהכנסות, לצד שיפור ברווחיות התפעולית, כאשר צבר ההזמנות נותר ברמה גבוהה ואף צמח בצורה משמעותית במהלך הרבעון הרביעי של 2012. 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 האטה 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.

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג: www.midroog.co.il

במהלך שנת 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. עם זאת, כניסה למספר פרויקטים גדולים, כגון עיר הבה"דים 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 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. במהלך שנת 2012 (בעיקר ברבעון הרביעי של השנה), הציגה החברה גידול בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, בעיקר באמצעות מהלכים חד פעמיים אשר עיקרם הארכת ימי אשראי ספקים.

רמת המינוף יחסי 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.

חלוקת הדיבידנד של החברה הינה במגמת עלייה עם שיעור חלוקה סביב 50% מהרווח הנקי לשנת 2012, זאת - נוכח 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. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח את מכירת מגדל אלקטרה עד לסוף שנת 2013 ומבוסס על צורכי שירות החוב של חברת האחות אלקטרה נדל"ן והצהרות ההנהלה. מימוש מגדל אלקטרה ייתרום לשיפור מסוים ביחסי הכיסוי בשנה הקרובה, לנוכח הקיטון בחוב נטו הצפוי וזאת - ללא עלייה בהיקפי ההשקעות בחברות המוחזקות ובהיקף הדיבידנד המחולק.

אלקטרה (מאוחד)² - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

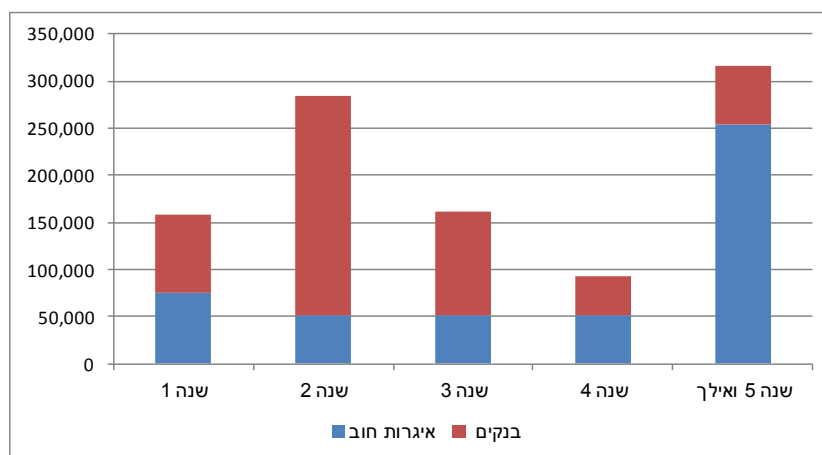
FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	
2,392	2,699	2,848	3,204	הכנסות
280	286	314	342	רווח גולמי
125	127	143	169	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
(17)	(21)	(16)	(38)	הוצאות מימון נטו
107	150	129	107	רווח נקי
11.7%	10.6%	11.0%	10.7%	% רווח גולמי
5.2%	4.7%	5.0%	5.3%	% רווח תפעולי
151	154	170	201	EBITDA
79	91	91	114	FFO
181	92	12	214	³CFO

² 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.

³ בניכוי הוצאות מימון תזרימיות ובקיזוז תנועה בריבית לשלם

(94)	(84)	(111)	(135)	השקעות הוניות⁴
2,402	2,504	2,864	3,253	סך נכסים במאזן
412	338	287	410	יתרות נזילות
862	843	924	1,044	חוב פיננסי
449	505	636	634	חוב פיננסי נטו
59.4%	56.9%	54.5%	54.4%	חוב ל-CAP
24.8%	25.9%	26.3%	25.7%	הון עצמי למאזן
(35)	(40)	(40)	(51)	דיבידנדים ששולמו
6.0	5.7	5.5	5.4	חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA⁵
3.4	3.6	4.1	3.8	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA⁵
11.3	9.5	9.8	9.3	חוב פיננסי ברוטו ל-FFO⁵
6.5	6.1	7.4	6.4	חוב פיננסי נטו ל-FFO⁵

לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.12.2012 (באלפי ש"ח) *



* לא כולל סך של 34 מיליון ש"ח בגין הלוואות און-קול.

לוח הסילוקין בשנה שנייה כולל פירעון הלוואה בנקאית כנגד מגדל אלקטרה, אשר יתרתה ליום 31/12/12 הינה כ- 153 מיליון ש"ח,

⁴ השקעות הוניות כוללות רכוש קבוע, רכישת חברות ופעילויות ונכסים בלתי מוחשיים, והשקעות בהסדרי זיכיון, השקעות והלוואות לחברות כלולות בניכוי החזר הלוואות מאלקטרה נדל"ן.

השקעות הוניות כוללות הצגה מחדש החל מדוחות כספיים ליום 31.12.2012, כולל מספרי השוואה.

⁵ לצורך יחסי הכיסוי המותאמים, ערכה מידרוג את ההתאמות הבאות: החוב הפיננסי המותאם כולל את החוב המאזני, בתוספת התחייבות בגין דמי חכירה תפעוליים מינימאליים והתחייבויות פיננסיות בגין הלוואה ואופציה לזכויות שאינן מקנות שליטה אשר השפעתן לצורך החישוב הינה כדלקמן: התחייבות בגין דמי חכירה בסך של כ- 219 מיליון ש"ח וכ- 198 מיליון ש"ח ליום 31.12.12 וליום 31.12.11, בהתאמה ואופציה לזכויות מיעוט, שאינן מקנות שליטה, בסך של כ- 70 מיליון ש"ח וכ- 31 מיליון ש"ח ליום 31.12.12 וליום 31.12.11, בהתאמה.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- ירידה משמעותית ברמת החוב הפיננסי ושיפור מתמשך ביחסי הכיסוי.

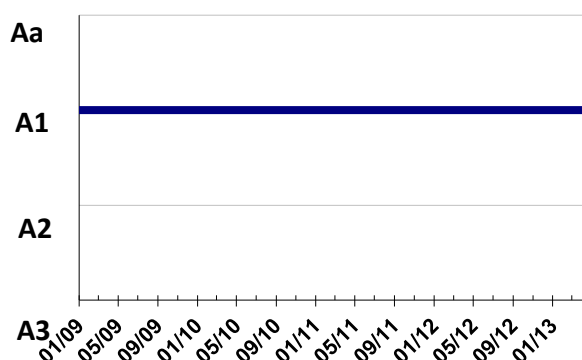
גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו 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-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-3,200 עובדים בישראל ובחו"ל. בעלת השליטה בחברה הינה אלקו החזקות בע"מ, המחזיקה בכ-59% בהון המניות.

היסטוריית הדירוג (החל משנת 2009)



דוחות קשורים

- אלקטרה בע"מ - דוח מעקב (מרץ 2013)

תאריך הדוח: 25.04.2013

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

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. דירוג מידרוג מתייחסים במישורין 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.