

# אלקטרה בע"מ

מעקב | יולי 2020

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מערכת דירוג ראשי

[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות - מערכת דירוג משני

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## אלקטרה בע"מ

| דירוג סדרות | A1.il | אופק דירוג: יציב |
|-------------|-------|------------------|
|-------------|-------|------------------|

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרות ג' ו-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 |
|-----------|---------------|-------|------------|------------------|
| ג'        | 7390131       | A1.il | יציב       | 22/04/2021       |
| ד'        | 7390149       | A1.il | יציב       | 30/06/2026       |

## שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי מוביל בענף קבלנות הבניה בישראל וענף השירות והאחזקה למבנים ותשתיות. מיצובה של החברה נתמך במוניטין גבוה ובניסיון רב, בנתחי שוק גבוהים, עם היקף הכנסות של כ-7.2 מיליארד ש"ח בארבעת הרבעונים האחרונים. החברה פועלת לכל אורך שרשרת הערך בענף הבניה, הקבלנות והאחזקה, באופן שקיימת סינרגיה בין מקטעי הפעילות, והחברה יכולה להציע ללקוחותיה פתרונות לאורך מחזור העסקים. בסיס הלקוחות של החברה הינו מבוצר, ולה פיזור רחב יחסית של פרויקטים. בשנה וחצי האחרונות הגדילה החברה את מידת הפיזור בטריטוריה נוספת עם רכישתן של שלוש חברות מניבות בתחום הקבלנות בניו יורק. על בסיס מאפיינים אלו, מציגה אלקטרה לאורך השנים צמיחה בצבר ההזמנות. צבר ההזמנות של החברה (ללא חברות כלולות) הסתכם בכ-13.9 מיליארד ש"ח ליום 31.03.2020, גידול של כ-28% ביחס לצבר ליום 31.12.2018. צבר ההזמנות משקף מכפיל הכנסות של כ-1.9 נכון ליום 31.03.2020, 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 השירות והאחזקה למבנים ותשתיות, המהווה 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. להערכת מידרוג פעילות זו הינה בעלת מאפייני סיכון גבוהים יחסית המרתקת חוב. גורם מממן חשיפה זו הנו ההתקשרות של החברה בדרך של עסקאות קומבינציה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח שחיקה בהכנסות החברה במגזר הפרויקטים בישראל בשנת 2020 בשל מגבלות הקורונה שתאט את קצב התקדמות הפרויקטים, כאשר זו תקוזז באופן חלקי מצד האצה בפרויקטים מסוימים במימון ממשלתי. במגזר שירות ואחזקה אנו מניחים ירידה בהכנסות בשל משבר הקורונה אשר השפיע לשלילה על בתי מלון, קניונים ומשרדים הנכללים בין לקוחות החברה במגזר זה. במגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל צפויה צמיחה בהכנסות בגין רכישת השנה והנבה מלאה של שתי הרכישות משנת 2019. הנחתנו הינה כי בשנת 2021 תחול התאוששות בצמיחת התמ"ג בישראל, בהשוואה לשנת 2020, בהתאם לנתוני בנק ישראל<sup>1</sup>. להערכתנו, מגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ומגזר הזכיינות עשויים ליהנות בטווח הקצר והבינוני מרוח גבית מצד גידול בפרויקטים ממשלתיים בתחום התשתיות, אולם הנחות אלו לגבי שנת 2021 נתונות באי וודאות לא מבוטלת, מכיוון שהכלכלה העולמית והמשק הישראלי בתוכה מצויים עדיין בלב אירוע וירוס הקורונה, ונוכח זאת שהמשבר נתון להשפעות אקסוגניות רבות. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח EBITDA בטווח של 440-500 מ' ש"ח לשנה בשנים 2020-2021 (לעומת כ-487 מ' ש"ח בשנת 2019) ואילו FFO צפוי לעמוד בשנות התחזית בטווח של 320-400 מ' ש"ח לשנה (לעומת כ-390 מ' ש"ח בשנת 2019).

החוב הפיננסי ברוטו של החברה, אשר לפי התאמות מידרוג כולל בנוסף לחוב הרגיל גם התחייבות בגין אופציות מכר והתחייבויות בגין חכירה, הסתכם ליום 31.03.2020 לכ-2.3 מיליארד ש"ח לעומת כ-1.6 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2018. הגידול בחוב ברוטו המותאם

<sup>1</sup> התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר, בנק ישראל, יולי 2020

נבע מהשקעות ברכישת חברות, מגידול בחוב בגין קמפוס בר אילן וכן מהוספת התחייבויות חכירה (כ-300 מ' ש"ח ליום 31.03.2020). במהלך הרבעון הראשון של שנת 2020 עיבתה החברה את הכרית ההונית עם גיוס הון מניות בסך של כ-190 מ' ש"ח, שתרתם לשמירת יציבות יחס ההון למאזן, אשר עמד על שיעור של כ-19.6% ליום 31.03.2020. בשנת 2020 צפויות לחברה השקעות גבוהות יחסית של כ-350 מ' ש"ח (כולל פירעון בגין התחייבות חכירה וכולל רכישה אשר בוצעה ברבעון ראשון 2020) וכפועל יוצא תזרים חופשי (FCF) שלילי של סביב 100 מ' ש"ח, על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, זאת בהנחה גם כי הגידול בהון החוזר יהיה מתון בהיקף של כ-50 מ' ש"ח, ובניכוי דיבידנד. בשנת 2021 אנו מניחים כי צפויה ירידה בהשקעות ההוניות נוכח הנחה של החברה להפוגה ברכישות ומעבר לתזרים חופשי חיובי מהותי של 120-150 מ' ש"ח. על בסיס תרחיש זה, אנו מניחים כי בשנים אלו יחס חוב מותאם נטו ל-EBITDA יעמוד בטווח של 3.0X-3.2X.

למול הגירעון בתזרים החופשי שאנו צופים בשנת 2020 וכן חלויות חוב לז"א של כ-302 מ' ש"ח (לרבות חוב ליווי בנייה בגין פעילות אלקטרה מגורים בסך של כ-83 מ' ש"ח), עומדת לחברה נזילות טובה הנשענת על יתרות נזילות בסך של כ-797 מ' ש"ח (מתוך כך כ-683 מ' ש"ח יתרות מזומנים) ליום 31.03.2020. כמו כן לחברה מסגרות אשראי לא מובטחות ולא מנוצלות בהיקף של כ-400 מ' ש"ח.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו ליציבות בגורמי המפתח במיצובה העסקי והפיננסי של החברה, בהערכתנו כי יש בידה כלים להתמודד באופן טוב עם השלכות משבר וירוס הקורונה, מבחינה עסקית ופיננסית, וכי החברה תעמוד ביחסי הכיסוי שמידרוג 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
- גידול נוסף בהיקף פעילות ייזום והשקעות בנדל"ן באופן שיוביל לגידול בסיכון העסקי והפיננסי

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

| FY 2016 | FY 2017 | FY 2018 | FY 2019 | Q1 2019 | Q1 2020 |                                             |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------------------------------|
| 5,095   | 6,060   | 6,058   | 7,008   | 1,648   | 1,876   | הכנסות                                      |
| 174     | 239     | 268     | 305     | 66      | 83      | רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות |
| 3.4%    | 3.9%    | 4.4%    | 4.4%    | 4.0%    | 4.4%    | שיעור רווח תפעולי                           |
| 22.1%   | 20.2%   | 19.8%   | 18.5%   | 17.2%   | 19.6%   | הון עצמי למאזן                              |
| 1.9     | 2.4     | 3.0     | 3.4     | 5.2     | 3.1     | חוב פיננסי מותאם נטו ל-EBITDA *             |
| 6.1     | 6.2     | 12.2    | 4.3     | 6.7     | 4.8     | רווח תפעולי להוצאות מימון (נטו)             |

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

## אלקטרה בע"מ: נתונים על מגזרי פעילות, במיליוני ש"ח

| הכנסות (מחיצוניים)             | Q1 2020 | Q1 2019 | FY 2019 | FY 2018 | FY 2017 | FY 2016 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל | 941     | 840     | 3,365   | 3,523   | 3,850   | 3,410   |
| פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל  | 271     | 203     | 1,117   | 376     | 300     | 186     |
| שירות ואחזקה                   | 474     | 459     | 1,890   | 1,680   | 1,616   | 1,451   |
| פיתוח והקמה של נדל"ן בייזום    | 143     | 105     | 433     | 398     | 246     | 34      |
| זכיינות                        | 46      | 50      | 203     | 81      | 48      | 15      |

## רווח מגזרי

|                                |     |     |     |     |     |     |
|--------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל | 33  | 18  | 73  | 128 | 167 | 119 |
| פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל  | 10  | 15  | 70  | 21  | 5   | 5   |
| שירות ואחזקה                   | 40  | 43  | 181 | 171 | 152 | 133 |
| פיתוח והקמה של נדל"ן בייזום    | 19  | 14  | 56  | 27  | 15  | 26  |
| זכיינות                        | (3) | (1) | 114 | (7) | (3) | 32  |

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

אלקטרה הינה אחת החברות המובילות בענף קבלנות הבנייה בישראל, ובעלת מוניטין חזק ובולט, בדגש על תחום המערכות האלקטרו-מכאניות. מעמדה העסקי נשען על ידע וניסיון בביצוע פרויקטים מורכבים המשלבים מערכות חשמל וצנרת, מיזוג אוויר, מעליות ודרגנועים, 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 פעילות רחב, עם היקף הכנסות של כ-7.2 מיליארד ש"ח בארבעת הרבעונים האחרונים וביזור רחב של פרויקטים ולקוחות על פני שני מגזרים: פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ("מגזר הפרויקטים", כ-48% מההכנסות לשנת 2019) ושירות ואחזקה למבנים ותשתיות ("מגזר שירות ואחזקה", כ-27% מההכנסות לשנת 2019).

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 סיכון עסקי בינוני יחסית, ותנודתיות נמוכה יחסית לענף הקבלנות. מגזר שירות ואחזקה, הכולל שירותים למערכות אלקטרו-מכניות (מעליות, מיזוג אוויר, מערכות בקרה) וכן שירותי ניהול ותחזוקת מבנים, אחראי לכ-36% מהרווח התפעולי המגזרי בחברה נכון לשנת 2019, וממתן במידה חלקית את המחזוריות של ענף הקבלנות. לחברה אסטרטגיה להרחיב את הפעילות במגזר שירות ואחזקה והדבר התבטא בשנים האחרונות ברכישות ומיזוגים בתחום זה.

לחברה חשיפה גבוהה לפעילות הכלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות בבנייה ותשתיות. בשנים האחרונות זכה ענף הקבלנות, והחברה בכלל, לרוח גבית מצד השקעות גבוהות בבנייה מסחרית, בנייה למגורים, בנייה ציבורית ותשתיות לאומיות וכן מצד פיתוח מואץ של משק האנרגיה.

פעילות מגזר הפרויקטים בחו"ל, אשר עד לאחרונה התרכזת בעיקר באפריקה ובאירופה, מוערכת על ידנו בפרופיל סיכון גבוה, בין השאר בשל מאפייני מדינות הפעילות. במהלך שנת 2019 וברבעון הראשון לשנת 2020 החברה המשיכה באסטרטגיית הרחבת

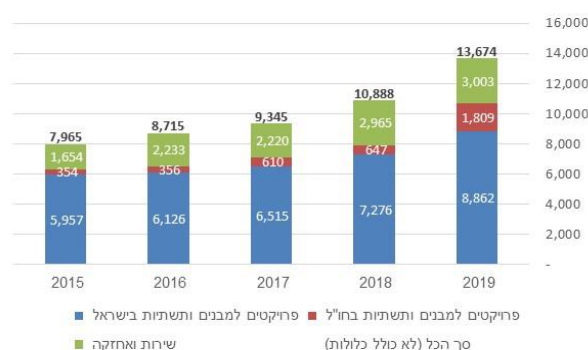
פעילותה בחו"ל במסגרת מגזר זה, באמצעות רכישת שתי חברות קבלנות ותיקות הפועלות בניו-יורק בתחום החשמל (51% מהמניות בכל אחת), אשר היקף פעילותן בשנת 2019 עמד על למעלה מ-200 מ' דולר, וכן רכישת חברה ותיקה לעבודות מכאניות הפועלת בניו-יורק בתחום מיזוג האוויר (56% מהמניות), אשר הכנסותיה בשנת 2019 הסתכמו לכ-85 מ' דולר. הרכישות, שתמורתן הסתכמה בכ-225 מ' ש"ח, צפויות לתרום לפיזור הגיאוגרפי של הקבוצה עם חזרתה לשוק האמריקאי, וכן לשפר במקצת את רווחיות מגזר הפרויקטים בחו"ל, אשר נעה ב-3 השנים האחרונות בטווח הרחב של 1.8%-6.3%, אף על פי שזו תמשיך להערכתנו להיות תנודתית על רקע החשיפה לשווקים מתעוררים וסביבות מטבע מגוונות. הרכישות הנ"ל צפויות להביא לידי השלמת האסטרטגיה להגדלת החשיפה לפעילות השירות גם לגאוגרפיות נוספות.

לחברה אחזקות מיעוט בזכיינות של פרויקטים מסוג BOT, ובעיקר עיר הבה"דים, אגירה שאובה ועוד. החברה הגדילה את חשיפתה לפרויקט קמפוס מעונות הסטודנטים בבר אילן אשר צפוי להסתיים השנה, פרויקט זכיינות אשר היא מחזיקה בו 100% ובעתיד צפויה לממש את חלק מאחזקותיה בפרויקט. ברבעון השלישי לשנת 2019 מימשה החברה את כל האחזקותיה בחברות נגב גז טבעי בע"מ, גז טבעי דרום בע"מ ונגב החברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ, בתמורה כוללת של כ-133.5 מ' ש"ח. כמו כן, החברה מגדילה באופן עקבי את החשיפה לתחום היזמי עם כניסה בשנים האחרונות לפרויקטים בתחום ייזום והקמה של בנייה למגורים. להערכתנו, פעילות החברה בתחום ייזום המגורים מעלה במידה מסוימת את סיכון האשראי של החברה, בשל החשיפה היזמית, היקף הפרויקטים ומשכס. חלק מהפרויקטים בייזום למגורים נעשים בעסקאות קומבינציה, גורם ממתן סיכון.

פעילותה 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 2015-2019, במיליוני ש"ח**



אלקטרה מציגה צמיחה צמיחה עקבית בצבר ההזמנות בשנים האחרונות. נכון ליום 31.03.2020, עמד צבר ההזמנות של החברה (ללא חברות כלולות) על כ-13.9 מיליארד ש"ח (ליום 31.03.2019, כ-12.5 מיליארד ש"ח). חלקו מסך הצבר של מגזר הפרויקטים בישראל עמד על כ-64% וחלקו של מגזר שירות ואחזקה עמד על כ-20%. יחס הצבר להכנסות ב-12 החודשים האחרונים ליום 31.03.2020 עמד על כ-1.9 המקנה נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר-הבינוני. אנו מניחים כי הגידול בצבר יחד עם תמהיל צבר מפוזר תומכים במעמדה העסקי.

בשנת 2019 המשיכה החברה להציג צמיחה בשורת ההכנסות, גידול של כ-16% לעומת שנת 2018, שעיקרה צמיחה אנאורגנית, בדומה גם לשנים הקודמות. במגזר הפרויקטים בישראל רשמה החברה ירידה בהכנסות בשיעור של כ-4.5% לעומת שנת 2019, אשר קוזזה מצד הגידול במגזר השירות והאחזקה ובמגזר הפרויקטים בחו"ל בשיעור של כ-46% לעומת אשתקד - שנבע ברובו מרכישות ומיזוגים.

מגזר השירות והאחזקה שצמח בשנת 2019 בשיעור של כ-12.5%, מבטא צמיחה בגין עבודות בשיעור רווחיות גבוה יותר וכן הנבה מלאה בגין רכישות שבוצעו שנה קודם לכן. ברבעון הראשון לשנת 2020 רכשה החברה 56% מהון המניות של חברת FWSims, חברה אמריקאית ותיקה לעבודות מכאניות הפועלת בניו-יורק בתחום מיזוג האוויר בתמורה לכ-68 מ' ש"ח. הכנסותיה בשנת 2019 של הנרכשת הסתכמו בכ-85 מ' דולר, ואלו יתרמו לגידול בהכנסות החברה בשנת 2020.

בתרחיש הבסיס של מידורג, אנו מניחים כי הכנסות מגזר פרויקטים למבנים ולתשתיות בישראל ומגזר שירות ואחזקה צפויים להיפגע בכ-10% בשנת 2020, בעיקר בשל משבר הקורונה אשר השפיע לשלילה על הפעילות בקניונים, בתי המלון והמשרדים. הירידה

בהכנסות תמורתן מצד האצת פרויקטים ממשלתיים בתקופה זו (כגון מחלקות קורונה בשיבא ובלניסון, מעבדות קורונה ברחבי הארץ, פרויקטים בתחום התשתיות וכו'). הכנסות מגזר פרויקטים למבנים ולתשתיות בחו"ל צפויות להערכתנו להיפגע בכ-15% בשנת 2020 בשל השבתה של חלק ניכר מהפעילות השוטפת בחו"ל, בעקבות משבר הקורונה.

הנחתנו הינה להתאוששות ממשבר הקורונה בשנת 2021 ואף עלייה בצמיחה לעומת שנת 2020, בשל רוח גבית מצד המדינה והממשלה לפיתוח פרויקטים בתחום התשתיות בישראל.

מגזר פרויקטים בישראל אחראי לכ-35% מסך הרווח המגזרי של החברה במוצע תלת שנתי, והוא מאופיין בשיעורי רווחיות נמוכים יחסית (3.4% במוצע 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 בנייה, במטה ובשימור יכולות הביצוע של החברה. שיעור הרווחיות התפעולית של מגזר השירות והאחזקה גבוה יותר ועמד על כ-9.7% במוצע תלת-שנתי. חלקו של מגזר השירות והאחזקה בסך הרווח התפעולי המגזרי צפוי לגדול להערכתנו, ומנגד החלשות התרומה של מגזר הפרויקטים בארץ. אנו רואים במגזר זה גורם מחזק לייצוב התנודתיות של רווחיות החברה.

בשנת 2019 החברה הציגה רווחיות תפעולית של כ-4.4% אשר הושפעה משיעורי רווחיות עולים במגזר פרויקטים ותשתיות בחו"ל ובמגזר השירות והאחזקה, למול שחיקה במגזר הפרויקטים בארץ, נוכח תחרות גבוהה בענף שהובילה ללחץ על מחירי הפרויקטים וכן השפעת תמהיל הפרויקטים שמשנתה משנה לשנה. 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. בהתאם להנחות לעיל, אנו מניחים כי שיעור הרווחיות התפעולית צפוי לעמוד בשנות התחזית על כ-4.3%-4.6%.

#### עלייה במינוף והאטה ביחסי הכיסוי אשר להערכתנו צפויה להבלם בשנות התחזית

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנות התחזית הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 440-500 מ' ש"ח לשנה והמקורות מפעולות (FFO) צפויים לעמוד בטווח של 320-400 מ' ש"ח לשנה. בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 31.03.2020 הציגה החברה רכישת חברות והשקעות הוניות בהיקף של כ-413 מ' ש"ח (מתוך כך כ-160 מ' ש"ח ברבעון ראשון 2020). אנו מניחים המשך השקעות הוניות בהיקף של כ-180 מ' ש"ח בשלושת הרבעונים הבאים וכ-180 מ' ש"ח בשנת 2021 כולה. בהנחה גם של חלוקת דיבידנד בשיעור של לפחות 40% מהרווח הנקי, בהתאם למדיניות החברה, החברה צפויה להערכתנו לייצר תזרים חופשי (FCF) שלילי בשנת 2020 סביב 100 מ' ש"ח ולעבור לתזרים חופשי חיובי בשנת 2021 בטווח של 120-150 מ' ש"ח. תרחיש זה מניח הפוגה ברכישות בשנה זו וזאת בהתאם להנחות החברה וגידול מתון בהון החוזר בשנים אלו. בתוך כך נסייג כי צרכי ההון החוזר של החברה תנודתיים, והתחזית לגביהם נתונה באי וודאות. רמת המינוף של החברה גבוהה ביחס לדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס הון עצמי למאזן העומד על כ-19.6% נכון ליום 31.03.2020 לעומת כ-17.2% בתקופה המקבילה אשתקד. חיזוק ההון העצמי באמצעות הנפקת הון מניות בחודש פברואר בסך של כ-190 מ' ש"ח תרם לשיפור היחס.

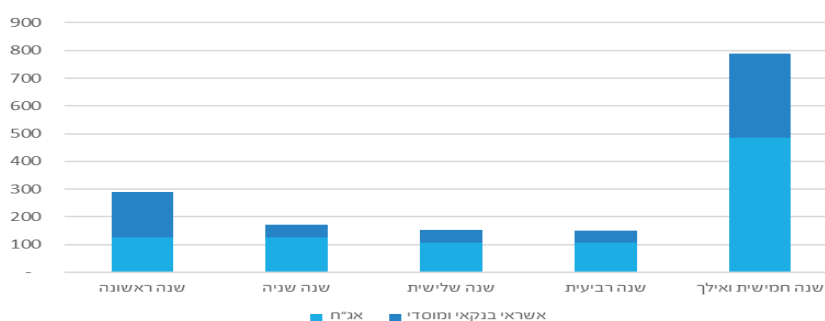
בטווח הקצר-בינוני יחסי כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 3.0X-3.2X, ההולם את רמת הדירוג, ויחס רווח תפעולי להוצאות מימון צפוי לנוע בטווח של 3.0X-4.0X, והינו איטי ביחס לרמת הדירוג. בבחינת יחסי הכיסוי אנו מביאים בחשבון תנודתיות מסוימת בתזרימי המזומנים, שבעתיה יחסי הכיסוי עלולים להאט ולהימצא בחלק העליון של הטווח האמור. נציין כי יחסי הכיסוי מוטים לשלילה בשל החוב שמממן את הקמת פרויקט ה-BOT מעונות בר אילן, אשר צפוי להתחיל לפעול בחודש אוקטובר 2020 ועד אז אינו מייצר תזרימי מזומנים. גם עם כניסתו לשלב ההפעלה והמרת החוב לחוב פרויקטלי ארוך טווח, יחסי הכיסוי המאפיינים את הפרויקט צפויים להיות איטיים יחסית ולהשפיע לשלילה על יחסי הכיסוי הממוצעים בחברה. החברה פועלת להורדת רמת המינוף דרך מימוש חלקים במגזרי הזכיינות והייזום אשר אינם בליבת הפעילות של החברה. להערכתנו, מימושים עתידיים, ככל שילוו בקיטון בחוב, ישפיעו לחיוב על הדירוג.

תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג לשנת 2020 גוזר עודף מקורות על שימושים של כ-1.6X כדלקמן: סך מקורות בסך כ-1,190 מ' ש"ח הכוללים יתרות נזילות (מזומנים ותיק ני"ע) של כ-566 מ' ש"ח נכון לתחילת השנה, מקורות מפעולות FFO בטווח של 300-330

מ' ש"ח, גיוס הון בהיקף של כ-190 מ' ש"ח וגיוס הלוואה לז"א בסך כ-100 מ' ש"ח. למול זאת לחברה סך שימושים של כ-750 מ' ש"ח הכוללים: השקעות הוניות (כולל פירעון התחייבות בגין חכירה) של כ-338 מ' ש"ח, צורכי הון חוזר הנאמדים לכ-50 מ' ש"ח, חלוקת דיבידנד בסך כולל של כ-60 מ' ש"ח וכן פירעונות חוב לבנקים ולז"א בסך כ-302 מ' ש"ח (לרבות חוב ליווי בנייה בגין פעילות אלקטרה מגורים בסך של כ-83 מ' ש"ח).

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 - התפלגות פירעון הלוואות לזמן ארוך ליום 31.03.2020, במיליוני 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

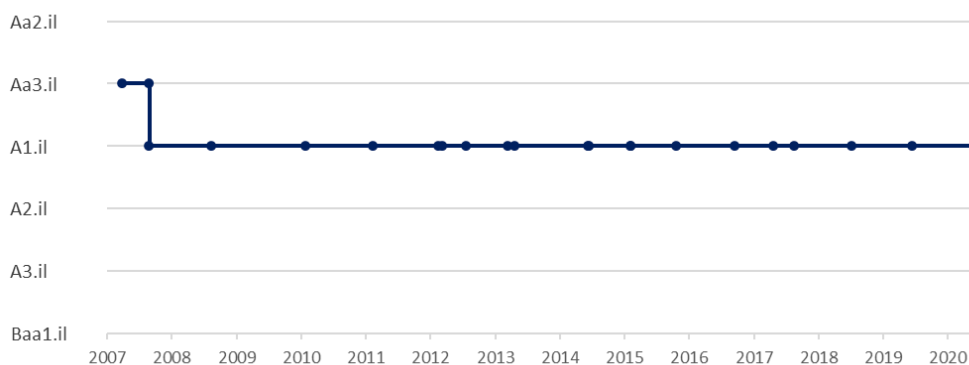
| תחזית מידרוג |                     | LTM - 31.03.2020 |                 |                              |               |
|--------------|---------------------|------------------|-----------------|------------------------------|---------------|
| ניקוד        | מדדה                | ניקוד            | מדדה [1]        | פרמטרים                      | קטגוריה       |
| Baa.il       | ---                 | Baa.il           | ---             | סיכון ענפי                   | ענף הפעילות   |
| Aa.il        | 6.4-6.8 מיליארד ש"ח | Aa.il            | 7.2 מיליארד ש"ח | היקף הכנסות                  | פרופיל עסקי   |
| Aa.il        | ---                 | Aa.il            | ---             | מעמד עסקי                    |               |
| A.il         | 4.6%-4.3%           | A.il             | 4.4%            | שיעור רווח תפעולי            | רווחיות       |
| Baa.il       | 20.5%-19.5%         | Baa.il           | 19.6%           | הון עצמי / מאזן              | פרופיל פיננסי |
| A.il         | 3.0X-3.2X           | Aa.il            | 3.1             | חוב / EBITDA                 |               |
| Aa.il        | 320-400 מ' ש"ח      | Aa.il            | 384 מ' ש"ח      | מקורות מפעולות - FFO         |               |
| A.il         | 3.0X-4.0X           | 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 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 בזכיינות 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](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

## מידע כללי

|             |                                      |
|-------------|--------------------------------------|
| 14.07.2020  | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 30.06.2019  | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 11.04.2007  | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| אלקטרה בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| אלקטרה בע"מ | שם הגורם ששילם עבור הדירוג:          |

## 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 וליסיוני 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 ויהיה 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 נגרם 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>