Maalot
S&P Global Ratings

אלקטרה נדל"ן בע"מ

30 ביולי, 2017

עדכון דירוג

אשרור הדירוג 'ilBBB' ושינוי תחזית הדירוג לחיובית בעקבות התקדמות ביישום האסטרטגיה העסקית

אנליסט אשראי ראשי:

גיל אברהמי, 972-3-7539719 gil.avrahami@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmuter@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

עדכון דירוג

אשרור הדירוג 'ilBBB' ושינוי תחזית הדירוג לחיובית בעקבות התקדמות ביישום האסטרטגיה העסקית

תמצית

- בחודשים האחרונים התקדמה אלקטרה נדל"ן ביישום האסטרטגיה העסקית של התמקדות ברכישה וניהול של מקבצי דיור בדרום מזרח ארה"ב, בין היתר באמצעות השלמת הקמת קרן השקעות במרץ 2017 בהיקף של כ-115 מיליון דולר.
- להערכתנו, הניסיון הנצבר בקבוצה בניהול ובהשבחה של מקבצי דיור יאפשרו לחברה לייצר גידול עקבי של תזרימי המזומנים מהפעילות. הערכתנו נתמכת, בין היתר, בשיפור משמעותי בביצועים התפעוליים של מקבצי הדיור בניהול החברה.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilBBB' של אלקטרה נדל"ן בע"מ ומשנים את תחזית הדירוג לחיובית.
- תחזית הדירוג החיובית משקפת את הערכתנו כי קיימת הסתברות של יותר מ-30% שהחברה תוכל להציג גידול משמעותי בתזרימי המזומנים אם תמשיך ביישום מהיר של האסטרטגיה.

פעולת הדירוג

ב-30 ביולי, 2017, אשררה S&P מעלות את הדירוג של חברת אלקטרה נדל"ן בע"מ, 'ilBBB', ועדכנה את תחזית הדירוג לחיובית. אלקטרה נדל"ן פועלת בתחומי הנדל"ן בישראל ובחו"ל.

שיקולים עיקריים לדירוג

שינוי תחזית הדירוג לחיובית משקף את הערכתנו כי איכות האשראי של אלקטרה נדל"ן עשויה להשתפר אם החברה תמשיך ביישום מהיר של האסטרטגיה העסקית הכוללת התמקדות ברכישה ובניהול של מקבצי דיור בדרום מזרח ארה"ב. להערכתנו, קיים סיכוי שהחברה תציג גידול בתזרימי המזומנים וב-EBITDA מפעילות מקבצי הדיור, כולל דיבידנדים מהחברות מוחזקות. בנוסף, אנו מעריכים כי הזיקה לקבוצת אלקו (אלקו בע"מ, ilA+/Stable) מהווה גורם תומך בדירוג, לאור תמיכתה של הקבוצה בחברה בשנים האחרונות.

בשנה האחרונה התקדמה אלקטרה נדל"ן ביישום האסטרטגיה העסקית של התמקדות ברכישה וניהול של מקבצי דיור בדרום מזרח ארה"ב שביישומה החלה ב-2016. בין היתר, במרץ 2017 הושלמה הקמת קרן השקעות בהיקף של כ-115 מיליון דולר (מזה חלק החברה כ-20%) מתוך צפי לגיוס כולל של 200 מיליון דולר. מהקמתה ועד ה-30 ביוני, 2017, ביצעה הקרן רכישות של 11 מקבצי דיור (כ-3,600 יחידות דיור) בשווי של כ-390 מיליון דולר. זאת בנוסף ל-49 מקבצי הדיור (כ-14,000 יחידות דיור) שהחברה מנהלת ומחזיקה בשיעורי החזקה שונים (בין 3% ל-30%). ההתמקדות בתחום המגורים להשכרה, המתאפיין בפיזור שוכרים גבוה, תורם, להערכתנו, לפרופיל העסקי. בנוסף, המודל העסקי של החברה, הכולל השבחה וניהול של נכסים תוך השקעת הון נמוכה יחסית, יאפשר לחברה, להערכתנו, ליהנות מתשואה גבוהה על ההשקעה. הערכתנו את פרופיל הסיכון העסקי נתמכת בניסיון הנצבר בקבוצה בניהול והשבחה של מקבצי דיור בדרום מזרח ארה"ב. העלייה המשמעותית בשיעור של כ-11% ב-NOI (net operating income) מנכסים זהים בשנה שהסתיימה ב-31 במרץ, 2017 תומכת בהערכתנו את יכולות הקבוצה לנהל ולהשביח נכסים באמצעות העלאת שיעורי התפוסה, חיסכון בעלויות והעלאת דמי השכירות. יחד עם זאת, שיעורי ההחזקה הנמוכים בכל אחד ממקבצי הדיור ובסיס ה-EBITDA הנמוך מגבילים את הערכתנו לפרופיל העסקי.

בשנה האחרונה נמשכה הירידה במינוף המאזני של החברה, שהציגה יחס חוב לחוב והון עצמי בהתאם לדוחות המאוחדים של

כ-62% במרץ 2017 לעומת כ-65% במרץ 2016, כ-70% במרץ 2015 וכ-78% בדצמבר 2014. החברה השלימה, כצפוי, הנפקת זכויות בהיקף של כ-100 מיליון ₪ ביולי 2016 והתקדמה בתכנית המימושים בהיקפים משמעותיים (בין היתר, מכירת ההחזקה במידטאון, נכס במונטריאול ופרויקטים בהודו). מנגד, החברה ביצעה וצפויה להמשיך לבצע את תכנית ההשקעות והרכישות של מקבצי דיור בארה"ב. יחד עם זאת, פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה התאפיין עד כה ביחסי כיסוי חלשים ותנודתיים עם שחיקה בבסיס ה-EBITDA עקב מימוש נכסים מניבים עיקריים. להערכתנו, לחברה ייקח זמן להגיע לבסיס EBITDA (כולל דיבידנדים מפעילות מקבצי הדיור) שיאפשר לה להציג יחסי כיסוי יציבים.

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות הבאות:

- המשך מימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות של החברה בהיקף של 400-500 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות.
- הכרה ביתרת ההכנסות מפרויקט יזמי בישראל (סוהו) בשנת 2017 בסך כ-25 מיליון ₪.
- המשך השקעה במקבצי דיור בארה"ב וקבלת חלוקות שוטפות מההשקעות הישירות ומהקרן.
- קבלת דמי ניהול בגין חלק החברה (50%) מקרן ההשקעות שהוקמה בהיקף שנתי של 1.5% משווי הקרן.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחס המינוף חזוי להיות כדלקמן:

- יחס חוב ברוטו לחוב והון עצמי של כ-60% בשנתיים הבאות.

אנו מעריכים כי יש לאלקטרה נדל"ן חשיבות אסטרטגית מסוימת עבור קבוצת אלקו. נציין כי עיקר התזרימים של אלקו מקורם בהחזקות אחרות בתחומים שונים, ולכן, לפי המתודולוגיה שלנו לדירוג קבוצות, איננו משווים בין דירוגי החברות. יחד עם זאת, השתתפות אלקו בהנפקת הזכויות בהיקף של כ-60 מיליון ₪ באלקטרה נדל"ן (בדמות של העברת נכסי הדיור לאלקטרה נדל"ן) מחזקת את הערכתנו לתמיכה של הקבוצה במידת הצורך. בנוסף, אנו מעריכים כי השיוך לקבוצת אלקו מחזק את נגישות החברה לשוק ההון ולכן תורם לגמישות הפיננסית שלה.

נזילות

הנזילות של אלקטרה נדל"ן מוערכת כ"הולמת", לפי המתודולוגיה שלנו. הערכה זו מתבססת בעיקר על היקף המזומנים הנוכחי והיקף המסגרות הבנקאיות הפנויות לתקופה של יותר מ-12 חודשים. כמו כן היא נתמכת בנגישות החברה לשוק ההון כפי שמשתקף בתשואות לפדיון. נכון ל-1 ביולי, 2017, אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2*x* בשנה הקרובה. התרחיש שלנו אינו כולל מימושי נכסים נוספים, ומנגד אינו כולל השקעות עתידיות לא מחייבות. לחברה התניות פיננסיות כלפי המערכת הבנקאית, כפי שמפורט בדוח הכספי ל-31 במרץ, 2017. החברה עומדת בהתניות אלו במרווח הולם.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה נכון ל-1 לאפריל, 2017, ועד ל-31 למרץ, 2018, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-34 מיליון ₪.
- מסגרות אשראי פנויות לטווח ארוך בהיקף של כ-77 מיליון ₪ (בניכוי הקטנת המסגרות הצפויה).
- תזרים נטו מעסקאות שהושלמו בהיקף של כ-56 מיליון ₪.
- החזר הלוואה שניתנה לקרן ההשקעות בהיקף של כ-94 מיליון ₪.
- תזרים פנוי ממקבצי הדיור.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לתקופה הן:

- תשלום חלויות אג"ח בסך של כ-77 מיליון ₪.
- פירעון אשראי ז"ק בהיקף של כ-73 מיליון ₪.
- הוצאות מטה, ריבית ואחרות בהיקף של כ-40 מיליון ₪.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג החיובית משקפת את הערכתנו כי קיימת הסתברות של יותר מ-30% שהחברה תוכל להציג גידול בתזרימי המזומנים אם תמשיך ביישום מהיר של האסטרטגיה של מיקוד במקבצי דיור בארה"ב. זאת בהתבסס על הניסיון הנצבר בקבוצה ברכישה, ניהול והשבחה של מקבצי דיור, ובהינתן החשיבות האסטרטגית של החברה עבור קבוצת אלקו, שלהערכתנו תישמר בטווח הקרוב.

התרחיש החיובי

אנו צפויים להעלות את הדירוג של אלקטרה נדל"ן אם החברה תציג תזרים מזומנים חיובי וגידול בבסיס ה-EBITDA, כולל דיבידנדים מהחברות המוחזקות. אנו רואים שמירה על רמת מינוף של 60%-65% ועל נזילות הולמת כנדרשים לפעולת דירוג חיובית.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם ההנהלה לא תשכיל ליישם בהצלחה את האסטרטגיה העסקית. עלייה ברמת המינוף מעבר לתרחיש שלנו או התדרדרות במצב הנזילות עשויות גם הן להפעיל לחץ שלילי על הדירוג. תרחיש כזה עשוי להתקיים אם החברה תבצע רכישות ממונפות בהיקפים גבוהים או תנקוט מדיניות ניהול מזומנים אגרסיבית.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 1 ביוני, 2016
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 26 ביוני, 2017

- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016

פרטים כלליים (נכון ל-30 ביולי, 2017)	
אלקטרה נדלן בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
דירוג מקומי - טווח ארוך	ilBBB/Positive
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ב,ד	ilBBB
היסטוריית דירוג המנפיק	
דירוג מקומי - טווח ארוך	
יולי 30, 2017	ilBBB/Positive
יולי 31, 2016	ilBBB/Stable
יולי 03, 2014	ilBBB-/Stable
נובמבר 25, 2013	ilBBB-/Negative
ספטמבר 12, 2013	ilBBB-/Watch Neg
דצמבר 30, 2012	ilBBB-/Negative
דצמבר 12, 2011	ilBBB+/Negative
דצמבר 12, 2010	ilA-/Stable
ספטמבר 29, 2009	ilA-/Negative
יוני 21, 2009	ilA/Watch Neg
אוגוסט 10, 2008	ilA/Negative
מאי 25, 2008	ilA+/Watch Neg
נובמבר 07, 2007	ilA+/Stable
יולי 11, 2005	+ilA
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	17:08 30/07/2017
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	17:08 30/07/2017
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.
S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.