

12 דצמבר, 2010

אלקטרה נדל"ן

אשרור דירוג 'ilA- לאור חיזוק הנזילות ושיפור קל ביחסים הפיננסיים; שינוי תחזית דירוג ליציבה

אנליסט אשראי ראשי: עמרי שטרן omri_stern@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני: עופר עמיר ofer_amir@standardandpoors.com

תמצית

- תזרימי מזומנים קבועים מהנכסים, על אף ירידה קלה בתפוסות, תרמו ליציבות בפעילות החברה גם בשנה האחרונה.
- מכירת נכסים בהיקפים גבוהים והנפקות אגרות חוב אשר הביאו לחיזוק הנזילות, תומכים להערכתנו בדירוג הנוכחי זאת על אף רמות המנוף הגבוהות החושפות את אלקטרה נדל"ן לקשיי מימון מחדש.
- רמת המינוף הגבוהה של החברה ויחסי כיסוי החוב החלשים ממשיכים להשפיע לשלילה על הפרופיל הפיננסי ומהווים חסם לדירוג החברה.
- אנו מעדכנים את תחזית הדירוג ליציבה משלילית ומאשררים את הדירוג 'ilA- של חברת הנדל"ן המניב, אלקטרה נדל"ן בע"מ.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את רמת הנזילות הטובה של החברה, אשר מקטינה את הסיכון הטמון ברמות המינוף הגבוהות, זאת במקביל לציפיותינו כי שוק הנדל"ן עשוי להראות סימני התאוששות במהלך 2011, נתון שיתרום לשיפור בתפוסות, בתזרימי המזומנים ובשווי הנכסים.

פעולת הדירוג

ביום 12 לדצמבר, 2010 אשררה Standard & Poor's Maalot את דירוג חברת הנדל"ן המניב אלקטרה נדל"ן בע"מ, הפועלת באירופה, צפון אמריקה וישראל, בדירוג 'ilA- ובאותה עת עדכנה את תחזית הדירוג ליציבה משלילית.

שיקולים עיקריים לדירוג

אשרור הדירוג של אלקטרה נדל"ן בע"מ, נובע בעיקרו ממיקוד האסטרטגיה הפיננסית בחיזוק הנזילות בשנה האחרונה, הן על ידי מכירת נכסים בהיקפים גבוהים והן על ידי גיוס חוב חדש, זאת במקביל ליציבות יחסית בפרופיל

העסקי ושיפור קל ביחסים הפיננסיים. זאת בניגוד לשנים קודמות, בהן התמקדה החברה בעיקר בהגדלת תיק הנכסים המניבים על ידי ביצוע רכישות ברמות מינוף גבוהות. להערכתנו, בתקופה הקרובה החברה תמשיך ותמקד את מאמציה בכיוון זה ללא ביצוע רכישות בהיקפים גבוהים.

הפרופיל הפיננסי ממשיך להיות ממונף מאוד, ומשפיע לשלילה על הדירוג. נכון לספטמבר 2010, רמת החוב ל- CAP הייתה כ- 84.7%, נמוך במעט ממועד הדירוג האחרון אך עדיין גבוה מהמצופה. יחס החוב ל- EBITDA השתפר מעט במהלך שנת 2010 ועמד בין 14x-13.5x (בהשוואה ל- 16x במועד הדירוג האחרון). להערכתנו, יחס זה צפוי לעלות במעט ולהתייצב בין 15x-14x במהלך השנה הקרובה. שאר יחסי הכיסוי המתואמים מצביעים על מגמת שיפור קלה, אך הינם עדיין בקצה התחתון של קבוצת הדירוג הנוכחית עם יחס כיסוי ריבית על ידי ה- EBITDA של 1.1x ויחס FFO לחוב של כ- 1% בלבד. להערכתנו, שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי אינו צפוי בתקופה הקרובה בעיקר בשל סביבת הפעילות המאתגרת הנוכחית.

מנגד, תומך בדירוג אגרות החוב של החברה הפרופיל העסקי אשר מושפע לחיוב מכמות הנכסים (כ- 100 נכסים על פני שטח כולל של כ- 1.14 מיליון מ"ר), איכותם ופיזורם. לחברה שוכרים איתנים, כפי שמתבטא ברמת התפוסות אשר נשארה יציבה לאורך זמן ועמדה גם בשנה האחרונה על כ- 93%, זאת בניגוד לחברות אחרות אשר סבלו מירידה חדה יותר ברמת התפוסות. ממוצע משך חוזי השכירות גבוה אף הוא ותורם ליציבות בתזרימי המזומנים העתידיים.

מבנה החוב תורם אף הוא ליציבות החברה, כאשר אגרות החוב מהוות כ- 10% בלבד מסך החוב הכולל וחלויות האג"ח הינן נמוכות ביחס להיקף הפעילות, וכן העובדה כי מרבית החוב הינו חוב non-recourse התורם אף הוא במידה מסוימת לגמישות הפיננסית. כמו כן, בשנה האחרונה נצפתה ירידה משמעותית בהיקף החוב, בעיקר בשל הוצאה מאיחוד של פורטפוליו נכסים גדול ופירעון חובות. אף על פי כן, ירידה זו לא הביאה לשיפור משמעותי ברמות המינוף, כפי שמתבטא ביחס החוב ל- CAP, בשל העובדה כי ההון העצמי המשיך להישחק, בעיקר בשל המשך ירידה בשווי הנכסים.

פעילות החברה בייזום נדל"ן, ובעיקר ניסיונות ההתרחבות ליזמות בהודו, מעלה להערכתנו את רמת הסיכון, זאת על אף שהנה בהיקפים קטנים יחסית. לדברי הנהלת החברה, אין הם צופים המשך התרחבות בשוק ההודי וכי בטווח הזמן הקצר-בינוני, בכוונתם להתמקד בביצוע הפרויקטים הקיימים בלבד.

נזילות

להערכתנו, נזילותה של אלקטרה נדל"ן הינה 'מספקת' ביחס לצרכי החוב של החברה לשנתיים הקרובות, כאשר התיק הנזיל שברשותה בתוספת קווי אשראי מאושרים וחתומים הינם גבוהים משמעותית מחלויות החוב ברמת הסולו. זאת, במידה והמזומנים לא יופנו לטובת השקעות חדשות או להשקעות בפרויקטים קיימים. בקופת החברה כיום מעל ל- 400 מיליון ₪, בנוסף לקווי אשראי מאושרים בהיקף של כ- 250 מיליון ש"ח נוספים. זאת בהשוואה לחלויות שוטפות בהיקף של כ- 500 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2012.

יצוין, כי חלק מקווי האשראי של החברה (בסך 100 מיליון ש"ח) הינם מחברת האם אלקו החזקות (ilA-/Negative).
 אנו רואים בעובדה זו חיזוק לתמיכתה של חברת האם באלקטרה נדל"ן ולחשיבותה האסטרטגית של אלקטרה נדלן לאלקו.

לחברה במאחד חלויות הגבוהות מ- 1 מיליארד ₪ בכל שנה בעיקר בהלוואות שאינן recourse לחברה. לדברי ההנהלה חלק ניכר מחלויות אלה ימוחרו ובכל אופן לא ידרשו השקעות הוניות ניכרות נוספות מהחברה.

תחזית דירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את רמת הנזילות המספקת של החברה, אשר מקטינה את הסיכון הטמון ברמות המינוף הגבוהות, וכן את ציפיותינו כי שוק הנדל"ן עשוי להתחיל ולהתאושש במהלך 2011, נתון שיתרום לשיפור בתפוסות, בתזרימי המזומנים ובשווי הנכסים. יציבות הדירוג טמונה להערכתנו בשמירתה של אלקטרה על רמות חוב ל- EBITDA אשר לא יעלו על 15x בטווח הקצר ועל ירידה ברמות החוב ל- CAP מתחת ל- 80% בטווח הזמן הבינוני.

אנו עשויים להוריד את הדירוג במידה ותנאי השוק ידרדרו בצורה משמעותית, כך שישפיעו לשלילה על רמות המינוף, יכולת מימון מחדש ותזרימי המזומנים מהנכסים.

אנו עשויים להעלות את הדירוג במידה ורמות המינוף ירדו בצורה משמעותית, בעיקר על ידי הקטנת רמות החוב הגבוהות, וכן על ידי שיפור ביחסים הפיננסיים האחרים. עלייה בתזרימי המזומנים מהנכסים, אשר ינבעו משיפור בשכירויות ובתפוסות, עשויה להוביל גם היא לשיפור חיובי בדירוג.

מחקר קשור

יחסי גומלין שבין דירוג חוב של חברת בת ודירוג חוב של חברת האם, מרץ 2009

את המאמר המתודולוגי המוזכר ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot בכתובת www.maalot.co.il

מבט ענפי: חברות נדל"ן מניב בישראל פועלות בסביבה חיובית יותר עם זאת האתגרים ממשיכים להכביד על חברות ממונפות, יולי 2010

את המאמר המוזכר ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot בכתובת www.maalot.co.il

רשימת דירוגים

מדיירוג קודם	דירוג נוכחי	אלקטרה נדל"ן
ilA-/Negative	ilA- /Stable	אלקטרה נדל"ן
ilA-	ilA-	סדרה א'
ilA-	ilA-	סדרה ב'
ilA-	ilA-	סדרה ג'
ilA-	ilA-	סדרה ד'

דירוגי Standard & Poor's Maalot (להלן: "S&P Maalot") מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל S&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות ל S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.