

12 דצמבר, 2011

## אלקטרה נדל"ן

# הורדת דירוג ל- 'BBB+' בשל הרעה בפרופיל הפיננסי והפרה של התניות פיננסיות במספר נכסים; תחזית הדירוג שלילית.

אנליסט אשראי ראשי: עמרי שטרן [omri\\_stern@standardandpoors.com](mailto:omri_stern@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני: עופר עמיר [ofer\\_amir@standardandpoors.com](mailto:ofer_amir@standardandpoors.com)

### תמצית

- רמת המינוף הגבוהה של החברה לא ירדה בשנה האחרונה כמצופה, ואף עלתה החל מהרבעון השני של שנת 2011. להערכתנו, ירידה ברמת המינוף הינה מאתגרת ועשויה להתרחש רק לקראת סוף שנת 2013.
- מספר נכסים סבלו בתקופה האחרונה מעזיבה של שוכרים שהובילה לירידת שווי הנכסים ולהפרת התניות פיננסיות ברמת הנכסים. בנוסף, בכוונת החברה להמשיך לממש נכסים כך שהיקף הפורטפוליו צפוי להמשיך לרדת.
- היקף החלויות הגבוה לשנתיים הקרובות יוצר צורך במימוש נכסים, מימון מחדש והסתמכות על תזרימים צפויים מפעילות הייזום לצורך תשלום החלויות בשנת 2013.
- אנו מורידים את דירוגה של חברת הנדל"ן המניב הגלובלית אלקטרה נדל"ן בע"מ ל- 'BBB+' מ- 'A-' ומעדכנים את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו לנזילותה של החברה כפחות ממספקת ואת האתגרים הכרוכים במימוש נכסים והשגת אשראי חדש בתקופה של אי ודאות כלכלית לצורך כיסוי החלויות החל משנת 2013.

### פעולת הדירוג

ביום 12 בדצמבר, 2011 הורידה Standard & Poor's Maalot את דירוג חברת הנדל"ן המניב אלקטרה נדל"ן בע"מ, הפועלת באירופה, צפון אמריקה וישראל, לדירוג 'BBB+' מדירוג 'A-' ובאותה עת עדכנה את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה.

[www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il)

עמוד 1 מתוך 4

## שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג של אלקטרה נדל"ן בע"מ, נובעת בעיקרה מהעלייה במנוף הפיננסי של החברה אשר צפויה להערכתנו להמשיך גם ברבעונים הקרובים, זאת בניגוד לציפיותינו הקודמות ובניגוד למגמת הירידה שאפיינה את החברה בשנתיים האחרונות. בנוסף, ירידת התפוסות במספר נכסים הובילה להפרה של התניות פיננסיות מול הגופים אשר מימנו את הנכסים ולפגיעה בתזרים המזומנים. נזילות החברה מוערכת כפחות ממספקת, בעיקר בשל התלות הגבוהה במימוש נכסים לצורך עמידה בתשלום החלויות בשנים הבאות בתקופה כלכלית מאתגרת.

בשנה האחרונה התחלפה הנהלת החברה, והנהלה הנוכחית גיבשה תוכנית אסטרטגית חדשה הכוללת מימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות והשבחתם הסתיימה לצורך ניסיון ליצור מיקוד אסטרטגי במספר מקומות מצומצם. להערכתנו, בפני ההנהלה החדשה עומדת תקופה מאתגרת ביותר בניסיון לממש אסטרטגיה זו הן בשל מצב השווקים והן בשל מצב הנכסים והמנוף הגבוה בחלק ניכר מהם.

במהלך התקופה האחרונה זיהינו מספר עזיבות של שוכרים בנכסי החברה, כאשר עזיבות אלו הובילו בחלק מהמקרים לשערוכים שליליים, להפרת התניות פיננסיות ולדרישה מהגופים הממנים להזרים עוד הון עצמי לנכסים. על אף שהחשיפה ההונית בנכסים אלו אינה גבוהה (לאור העובדה כי מרביתם נמחקו מהספרים בעבר), הגעה להסדר חוב בנכסים הספציפיים עשויה להוביל לפגיעה ביחסים של אלקטרה עם אותם גופים אשר מימנו את הנכסים בעבר. בנוסף, אנו מעריכים כי בחלק מן הנכסים אלקטרה תאלץ להזרים הון נוסף לצורך סידור ההלוואות.

הפרופיל הפיננסי ממשיך להיות ממונף מאוד, ומשפיע לשלילה על הדירוג. נכון לספטמבר 2011, רמת החוב לחוב והון עצמי הייתה כ- 84.2%, גבוהה מהמצופה. יחס החוב ל- EBITDA הורע במהלך שנת 2011 ועמד על כ- 16.4x בספטמבר 2011, גבוה מהיחס אותו צפינו לראות לצורך שמירה על הדירוג הקודם (יחס נמוך מ- 15x). להערכתנו, יחס זה צפוי להמשיך ולעלות ועשוי להגיע מעל לרמה של 17x ברבעונים הקרובים. שאר יחסי הכיסוי המתואמים נשארו ללא שינוי מהותי, והינם עדיין בקצה התחתון של קבוצת הדירוג הנוכחית. להערכתנו, שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי אינו צפוי בתקופה הקרובה בעיקר בשל סביבת הפעילות המאתגרת הנוכחית, אך במידה והחברה תצליח בתוכנית המימושים שלה, עשוי המנוף הפיננסי לרדת לאזור ה- 80% לקראת סוף שנת 2013.

מנגד, ממשיך לתמוך בדירוג החברה הפרופיל העסקי אשר מושפע לחיוב מכמות הנכסים איכותם ופיזורם. מבנה החוב תורם אף הוא ליציבות החברה, כאשר אגרות החוב מהוות כ- 14% בלבד מסך החוב הכולל וכן העובדה כי מרבית החוב הינו חוב ללא זכות חזרה ללווה (non recourse) התורם אף הוא במידה מסוימת לגמישות הפיננסית.

## נזילות

להערכתנו, נזילותה של אלקטרה נדל"ן הינה פחות ממספקת לאור ההסתמכות הרבה על פעולות עתידיות הכוללות מימוש נכסים בהיקף גבוה וקבלת אשראי חדש לצורך כיסוי החלויות החל משנת 2013. אנו מעריכים כי נכון להיום בקופת החברה כ- 220 מיליון ש"ח במזומן, זאת בנוסף לקווי אשראי חתומים ולא מנוצלים בהיקף של כ- 150 מיליון ש"ח נוספים. סכומים אלו צפויים לכסות את היקף החלויות של החברה לשנת 2012 בהיקף של כ- 300 מיליון ש"ח.

# STANDARD & POOR'S

Maalot

בשנת 2013, חלויות החוב של החברה גבוהות יותר בהיקף של כ- 470 מיליון ₪. לצורך תשלום חלויות אלו בכוונת החברה לפעול למען השגת קווי אשראי נוספים, לפרוס את החלויות הקיימות לתקופה ארוכה יותר, לממש מספר נכסים, לבצע מימון מחדש למגדל אלקטרה (אשר החברה מחזיקה ב- 25% ממנו) וליהנות מתזרימי מזומנים גבוהים מפעילות הייזום אשר צפויה להבשיל בשנה זו (בעיקר בישראל ובקנדה).

אנו מעריכים את יכולתה של החברה לממש נכסים כטובה, כפי שנצפה במימושים שבוצעו בשנתיים האחרונות, בעיקר בשל מיקום הנכסים שבבעלות אלקטרה ואיכותם. יחד עם זאת, בשל העובדה כי מצב שוקי הנדל"ן והאשראי בעולם אינו ברור אנו מעריכים כי מימושים אלו עלולים לקחת יותר זמן מהמתוכנן.

יצוין, כי לחברה קו אשראי נוסף בהיקף של 100 מיליון ש"ח מחברת האם אלקו החזקות (ilA-/Stable). אנו רואים בעובדה זו חיזוק לתמיכתה של חברת האם באלקטרה נדל"ן ולחשיבותה האסטרטגית של אלקטרה נדל"ן לאלקו. יחד עם זאת, בשל מגבלות רגולטוריות אפשריות, יכולתה של אלקטרה להשתמש בקו אשראי זה בעת הצורך אינה ודאית לדעתנו.

כאמור, החברה עומדת כיום מול מספר הפרות של התניות פיננסיות בנכסים בחו"ל, אשר ההלוואות שנלקחו בגין הינן הלוואות non recourse. להבנתנו, החברה נמצאת במשא ומתן מול הגופים הממנים של הנכסים הללו לצורך ביצוע הסדר חוב על הנכסים. באם לא יגיעו הצדדים להסכמה, אנו מעריכים שאלקטרה תוותר על הנכסים ותעביר את הבעלות בהם לאותם גופים ממנים.

## תחזית דירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את ההסתמכות הרבה של החברה על מימושים וקבלת אשראי חדש לצורך כיסוי החלויות החל משנת 2013 וזאת בתקופה של חוסר יציבות כלכלית גלובלית. בנוסף, עקב הפרת מספר התניות פיננסיות ברמת הנכסים, החברה עומדת בפני מספר משאים ומתנים לגבי הנכסים הללו והמימון מחדש שלהם, שהשפעתם על הפעילות עצמה ועל היחסים עם הגופים הממנים אינה ודאית.

הדירוג עשוי לרדת במידה והתוצאות התפעוליות ימשיכו להיות חלשות מהמצופה, דבר אשר עשוי להוביל לכך שאלקטרה לא תהנה מתמיכתם של נותני האשראי השונים, כפי שהיה בעבר. אנו נמשיך לעקוב אחר מצב שוקי הנדל"ן והמימון בהם אלקטרה נדל"ן פועלת, בשל העובדה כי הידרדרות בהם עשויה להוביל לקשיים במימון מחדש גם במידה והפעילות השוטפת תתייצב.

תחזית הדירוג צפויה להשתנות ליציבה במידה ואלקטרה תבצע התקדמות משמעותית בתוכניות המימון מחדש והמימושים, כך שמצב הנזילות ישתפר. להערכתנו, שיפור זה צפוי לבוא בד בבד עם שיפור בביצועים התפעוליים, אשר צפויים להתבטא בעלייה בתפוסות וברמות ההכנסה מהשכירות.

## מחקר קשור

"נקודות עיקריות בדירוג נדל"ן מניב", 24 לנובמבר 2011. את המאמר ניתן למצוא באתר S&P Ma'alot, בכתובת:

[http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/main\\_points\\_rating\\_nadlan.pdf](http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/main_points_rating_nadlan.pdf)

"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](http://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](http://www.maalot.co.il)

## רשימת דירוגים

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

דירוגי 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.