

29/9/2009

אלקטרה נדל"ן

הורדת דירוג ל 'ilA-' בשל המשך פעילות ברמות מינוף גבוהות ויחסי כיסוי חוב נמוכים. תחזית דירוג שלילית.

אנליסט אשראי ראשי: עמרי שטרן omri_stern@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני: עופר עמיר ofer_amir@standardandpoors.com

תמצית

- רמת המינוף הגבוהה של החברה ויחסי כיסוי החוב החלשים משפיעים לשלילה על הפרופיל הפיננסי ומגדילים את הסיכון בפעילות. זאת לנוכח מצב השוק הקיים החושף את החברה לקשיי מימון מחדש על הנכסים.
- הדירוג מסתמך, בין היתר, על חשיבותה האסטרטגית של החברה לחברת האם אלקו החזקות (ilA-/Negative) ועל ההנחה כי אלקו תתמוך במידת הצורך באלקטרה נדל"ן.
- אנו מורידים את דירוג אגרות החוב שהונפקו ע"י החברה לדירוג 'ilA-' מדירוג 'ilA' ובאותה עת מוציאים אותו מ-CreditWatch.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששותינו בשל צרכי מחזור החוב הגבוהים, המינוף הגבוה ויכולת כיסוי החוב החלשה. אנו מצפים מהחברה לפעול בתקופה הקרובה להורדת המינוף הפיננסי לשם שמירה על הדירוג הנוכחי.

פעולת הדירוג

ביום 29 לספטמבר, 2009 הורידה חברת Standard & Poor's Maalot את דירוג אגרות החוב אשר הונפקו על ידי חברת הנדל"ן המניב אלקטרה נדל"ן בע"מ, הפועלת באירופה, צפון אמריקה וישראל, לדירוג 'ilA-' מדירוג 'ilA' ובאותה עת הוצא הדירוג מ-CreditWatch עם השלכות שליליות אליו הוכנס ב-21 ביוני 2009. תחזית הדירוג היא שלילית.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת דירוג אגרות החוב של אלקטרה נדל"ן נובעת מהמשך פעילות החברה ברמות מינוף גבוהות אשר חורגות ממדיניותה לעמידה ביחס חוב ל-CAP מקסימלי של 80%. נכון ליוני 2009, עמד יחס זה על כ-85%. יחסי הכיסוי המותאמים של החברה במחצית הראשונה של 2009 ממשיכים אף הם להיות חלשים, עם חוב ל-EBITDA של כ-16x, יחס כיסוי ריבית על ידי ה-EBITDA של 1.1x ויחס FFO לחוב של כ-1%. בלבד. על אף שבכוונת החברה לפעול במיידית להורדת רמות המינוף מתחת ל-80% בעיקר על ידי מכירת נכסים, אנו צופים כי סביבת הפעילות המתגרת הנוכחית תקשה עליה ביישום תוכנית זו.

דירוג אגרות החוב מושפע לשלילה מאסטרטגיית הרכישות האגרסיבית שביצעה החברה בשנים האחרונות בחו"ל. על אף שהנכסים שנרכשו הינם נכסים איכותיים בעלי פיזור גיאוגרפי במדינות מערביות, העובדה כי הרכישות בוצעו במרביתן על ידי

חוב, יצרו את מבנה ההון הממונף אשר משפיע לשלילה על הפרופיל הפיננסי. השפעה שלילית זו מקבלת משנה תוקף, בעיקר בזמנים בהם תנאי השוק משתנים, ישנה ירידה מתמשכת בשווי הנכסים ויכולת מימון מחדש של נכסים הינה מאתגרת יותר.

פעילות החברה בייזום נדל"ן, ובעיקר ניסיונות ההתרחבות ליזמות בהודו, מעלה להערכתנו את רמת הסיכון ומשפיעה לשלילה על הדירוג, זאת על אף שהנהגה בהיקפים קטנים יחסית ומהווה כ-5% בלבד מסך הפעילות.

מנגד, תומך בדירוג אגרות החוב של החברה הפרופיל העסקי החזק 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-95%. ממוצע משך חוזי השכירות גבוה אף הוא ותורם ליציבות בתזרימי המזומנים העתידיים.

מבנה החוב תורם אף הוא ליציבות החברה, כאשר אגרות החוב מהוות כ-5% בלבד מסך החוב הכולל וחלויות האג"ח הינן נמוכות ביחס להיקף הפעילות (כ-60-70 מיליון ש"ח בשנה) וכן העובדה כי מרבית החוב הינו חוב Non Recourse התורם אף הוא במידה מסוימת לגמישות הפיננסית.

כמו כן, הדירוג מסתמך על חשיבותה האסטרטגית של החברה לחברת האם אלקו החזקות (ilA-/Negative) ועל ההנחה כי אלקו תתמוך במידת הצורך באלקטרה נדל"ן. ללא תמיכה זו עשוי היה דירוג אגרות החוב של אלקטרה נדל"ן להיות נמוך יותר.

נזילות

נזילותה של אלקטרה נדל"ן הינה טובה ביחס לצרכי החוב של החברה לשנתיים הקרובות, כאשר התיק הנזיל שברשותה בתוספת קווי אשראי מאושרים וחתומים הינם גבוהים משמעותית מחלויות החוב. זאת, במידה והמזומנים לא יופנו לטובת השקעות חדשות או להשקעות בפרויקטים קיימים. מרבית נכסי החברה משועבדים, כאשר בבעלותה כיום קרקעות ונכסים לא משועבדים בהיקף של כ-400 מיליון ש"ח. העובדה כי החברה מתכוונת למכור נכסים בתקופה הקרובה, צפויה אף היא לחזק את נזילותה.

יצוין כי בתקופה האחרונה החברה ביצעה מספר מהלכים לצורך הגדלת המרווח (headroom) מהתניה בנקאית, אשר הייתה אחת מן הסיבות בגינן הוכנס דירוג אגרות החוב של אלקטרה נדל"ן ל-Credit Watch עם השלכות שליליות בדו"ח S&P מעלות מיום 21.6.2009. בעקבות מהלכים אלו, אין אנו רואים בעיה הצפויה בזמן הקרוב בסוגיה זו.

יצוין, כי חלק מקווי האשראי של החברה (בסך 100 מיליון ש"ח) הינם מחברת האם. אנו רואים בעובדה זו חיזוק לתמיכתה של חברת האם באלקטרה נדל"ן. יצוין כי באם תמיכה זו תיפסק, עשוי דירוג אגרות החוב של אלקטרה נדל"ן להיות נמוך יותר.

תחזית דירוג

תחזית הדירוג השלילית נובעת מהמינוף הפיננסי הגבוה של החברה, חשיפתה הגבוהה למשבר האשראי ואי הוודאות בשוקי הנדל"ן. כמו כן, מושפעת תחזית הדירוג מהצפי לעלייה בשיעורי ההיוון וירידת שווי נכסים, העשויה ליצור לחצים מימוניים על החברה ואף צורך בהזרמת הון נוספת לנכסים או לחילופין ביצוע Default על חלק מההלוואות. ירידה זו באם תהיה משמעותית, עשויה אף להביא לחריגה ממכתב ההתניות אשר הוזכר בפרק הנזילות. אי הצלחתה של החברה להקטין את רמות המינוף בתקופה הקרובה במקביל להמשך ירידת ערך הנכסים, עשוי לשוב ולעורר בעיה זו.

הדירוג עשוי להיות מושפע לרעה מהגורמים הבאים: המשך מגמת הגידול בהיקף הייזום של החברה מסך המאזן, אי הפחתת המינוף הפיננסי והתדרדרות נוספת במצב השווקים ו/או בנכסי החברה. יצוין כי אנו מצפים מהחברה לפעול להורדת רמת המינוף מתחת ל-80% ולשפר את יחסי הכיסוי לצורך שמירה על הדירוג הנוכחי.

שינוי תחזית הדירוג ליציבה עשוי לנבוע מירידה משמעותית ברמת המינוף הפיננסי ושיפור יחסי הכיסוי של החברה במקביל לשיפור כללי במצב שווקי הנדל"ן בעולם.

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: מינוף גבוה ונזילות מאתגרת – חברות הנדל"ן המניב בצילו של משבר האשראי, מאי 2009

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

רשימת אגרות חוב

מדירוג קודם	דירוג נוכחי	אגרות חוב
ilA/ Watch Negative	ilA- /Negative	סדרה א'
ilA/ Watch Negative	ilA- /Negative	סדרה ב'

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.