



2/7/2006

הודעה לעיתונות

אלקטרה נדל"ן בע"מ

מעלות, שותפה אסטרטגית של Standard & Poor's, מודיעה בזאת על אשרור הדירוג (A+) לסדרת האג"ח א' שהונפקה על ידי אלקטרה נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה").

יש לציין, כי דירוג אג"ח א' מתבסס, בין היתר, על התחייבות החברה לשמירה על אמות מידה פיננסיות (כמתואר בשיקולים העיקריים הרצ"ב).

רצ"ב תמצית השיקולים העיקריים לדירוג.

"האם אתה משקיע בקרנות נאמנות? מעוניין בדירוגי קרנות? מידע עדכני ניתן למצוא באתר מעלות דירוג קרנות נאמנות www.maalot-funds.co.il"

רישום למועדון המינוריים אפשרי באתר מעלות www.maalot.co.il



תמצית השיקולים העיקריים לדירוג אלקטרה נדל"ן בע"מ

יולי 2006

עופר עמיר
עמירם דהן

דירוג:

דירוג	סדרה
A+	א'

דירוגי מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר מעלות מאמינה כי הנם מהימנים. מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג מעלות אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של אידו 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 מעלות או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו למעלות כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

במדינת ישראל טרם נחקק חוק המסדיר באופן כולל עסקאות איגוח מסוגה של העיסקה המדורגת בדו"ח זה. לפיכך, דירוג העסקה מבוסס על המצב המשפטי השורר במועד הדירוג.

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 למעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת מעלות, 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.

עמוד 2 מתוך 8



1. אגרות חוב

1.1 אג"ח במחזור

דירוג המחזור	שם המחזור	תאריך הנפקה	ערך בש"ח ליום 31.12.05	בסיס האמירה	שיעור הריבית	טווח פירעון אגרות קרן
A+	א'	8/2005	361,671 א"ש	מדד המחירים	5.5%	2008-2013

מעלות בחנה במסגרת אישור הדירוג, גם אפשרות להגדלת החוב הפיננסי הקיים בסך של עד 150 מיליון ש"ח. להערכת מעלות, בנתונים הקיימים, גידול בחוב הפיננסי בסכום הנ"ל, אין בו בכדי לגרום להרעה באיתנותה הפיננסית של החברה ואינו צפוי להשפיעה לשלילה על דירוג אג"ח החברה.

דירוג החברה מתבסס בין היתר על ההנחה שאלקטרה נדל"ן תישאר בעתיד תחת שליטה ואחזקה מהותית של קבוצת אלקטרה ואלקו וכן על מדיניות החברה לשמירה על אמות מידה פיננסיות, כפי שהוצהר בפני מעלות. לגבי אי עמידה של החברה באחת מאמות המידה שהוגדרו בדירוג הראשוני ר' פירוט להלן.

2. היסטורית דירוגים

תאריך	דירוג	הערה
7/2005	A+	דירוג ראשון לחברה.
6/2006	A+	אישור הדירוג.

3. שיקולים עיקריים לדירוג

3.1 כללי

אלקטרה נדל"ן בע"מ הנה חברה בת של חברת אלקטרה בע"מ (להלן: "אלקטרה"), המדורגת בדירוג (AA-) על ידי מעלות. אלקטרה הינה חברה בת של אלקו החזקות בע"מ, המדורגת בדירוג (AA-) על ידי מעלות. החברה פועלת החל משנת 1997.

החברה, חברות- הבת והחברות המוחזקות שלה (להלן: "הקבוצה") פועלות הן בישראל והן בחו"ל בתחום הנדל"ן. פעילותה העסקית של הקבוצה מתמקדת בהשקעות בתחומי הנדל"ן המסחרי המניב בישראל ובחו"ל (בעיקר באמצעות רכישת נכסים ולעיתים בייזומם). נכסי החברה בארץ ובחו"ל מוחזקים ברובם באמצעות תאגידים המוחזקים על ידי החברה.

פעילות החברה מתמקדת כיום בעיקר בישראל (המדורגת בדירוג A- על ידי S&P), בריטיניה, קנדה, ארה"ב וגרמניה (המדורגות בדירוג AAA ע"י S&P). החברה מחזיקה כיום ב- 63 נכסים מניבים, ב- 6 פרויקטים בהקמה וב- 10% מ- 16 בתי מלון בבריטיניה. השטח הכולל של הנכסים המניבים (כולל חלק החברה בחברות כלולות) הינו כ- 585,000 מ"ר.



נכסי החברה נמצאים בגידול מתמיד כאשר החל משנת 1998 ועד שנת 2005 גדלו נכסי החברה מסך של כ- 347 מיליון ש"ח, לסך של כ- 4,750 מיליון ש"ח (כולל חלק החברה בחברות כלולות), מזה סך של כ- 2,670 מיליון ש"ח גידול בשנת 2005. להערכת מעלות, הצמיחה והשיפור בפעילות העסקית של החברה לוו בהרעה מסוימת של היחסים הפיננסיים הנבחנו על ידי מעלות. עם זאת, להערכת מעלות, ההרעה ביחסים הפיננסיים נובעת, בין היתר, מסביבה ענפית הכוללת עלייה במחירי הנכסים למול ירידה בריבית. בנוסף, מעריכה מעלות, כי בנכסי החברה גלומים עודפי שווי מהותיים וכי מימוש חלקם ו/או הצגתם בשווי הוגן, עשויים לתרום לשיפור מהותי ביחסי המינוף של החברה (ראה פירוט להלן).

3.2. ההיבט העסקי

להערכת מעלות, המיצוב העסקי של חברת אלקטרה נדל"ן הינו גבוה למול הממוצע במשק הישראלי. נקודות עיקריות, אשר להערכת מעלות משפיעות לחיוב על המיצוב העסקי של החברה: איכות הניהול הגבוהה של ההנהלה הבכירה ובפרט תרומתו המהותית של מנכ"ל החברה, מר שלמה שרף, הבאה לידי ביטוי בתוצאותיה העסקיות ומיצובה הגבוה של החברה; השתייכות החברה לאלקו החזקות בע"מ והערכת מעלות כי החברה נהנית מתמיכה פיננסית וסינרגיה עסקית של חברת האם - אלקטרה בע"מ; הפסקת כהונת ההנהלה הבכירה בתפקידים דומים בחברה האם והקדשת מלא יכולות הניהול לאלקטרה נדל"ן; פיזור פעילויות בארץ ובחו"ל (בעיקר בשווקים מערביים בעלי דירוג בינלאומי גבוה). מעלות מעריכה כי פעילות החברה בשוק הקנדי, האמריקאי, הגרמני והאנגלי תורמת להפחתת סיכונים העסקיים של אלקטרה נדל"ן (בעיקר לאור האסטרטגיה הדפנסיבית של החברה כמתבטא ברכישת נכסים במיקומים טובים, אשר מושכרים לטווח בינוני עד ארוך לשוכרים איתנים פיננסית ומניבים תזרימים המספקים לשירות המקורות העצמיים); מיקום ומיצוב מרבית נכסי החברה הינם טובים מהממוצע; הימנעות מכניסה לפרויקטים יזמיים בהיקף מהותי ללא השכרה מראש (Pre Let); שיעורי תפוסה גבוהים לאורך השנים; חוזים ארוכי טווח עם שוכרים מהותיים במרבית הנכסים; הסתמכות החברה על שותפים מקומיים בניהול השוטף של נכסיה בחו"ל ובמציאת נכסים להשקעה, אשר להערכת מעלות, תורמת להקטנת הסיכון העסקי הכרוך בפעילות החברה בשווקים הזרים.

מנגד, קיימים מספר גורמים המשפיעים לשלילה על מיצובה העסקי של החברה וביניהם: פרויקטים בשלבי יזום שונים אשר מעלות מעריכה כבעלי סיכון גבוה אל מול הפעילות המניבה. עם זאת, להערכת מעלות, המדיניות אותה נוקטת החברה בתחום היזום הכוללת גידור הסיכונים הנובעים מפעילות זו, אם ע"י בניה עפ"י הזמנה (Tailor Made) ואם ע"י כניסה לפעילות יזמית בצמוד לתסריט מגבה (Back Up Scenario) גורמים להפחתת סיכון זה; חשיפה גבוהה יחסית ללקוחות מתחומי היי-טק ותקשורת, אם כי חלקם בעלי איתנות פיננסית ורמת נזילות סבירים; כניסה לפרויקטים בעלי מאפייני סיכון גבוהים למול פעילות החברה, כדוגמת עסקת הילטון ועסקת הורנברך (ראה פירוט בהמשך). כמו כן, להערכת מעלות, עלית מחירי הנכסים והצמצום במרווחים שחלו בין התשואות שמושגות על עסקות חדשות בתחום הנדל"ן (Cap Rates) לבין שיעורי המימון, עשויים להביא לגידול מסוים ברמת הסיכון של עסקאות חדשות אותן שמבצעת החברה במרבית שוקי פעילותה. מאידך, משפיעה עלית המחירים לחיוב על שווי הנכסים שבבעלות החברה.



החברה ביצעה כ- 13 רכישות מאז דו"ח הדירוג האחרון בהיקף כולל של כ- 2,547 מיליון ש"ח, מזה סך של כ- 2,051 מיליון ש"ח בהלוואות Non Recourse. להלן תאור העסקאות המהותיות מבין העסקאות הנ"ל:

• **עסקת Hornbach - ב- 7.5.06** דיווחה החברה כי חברה בת בבעלות מלאה סיכמה על הסכם מסגרת לרכישה בשלבים של 45% מזכויות ב- 8 מרכזי קניות (DIY) Do It Yourself. 5 מרכזי קניות נמצאים בגרמניה בערים: ברלין, מינכן, ונירנברג ו- 3 מרכזי קניות נמצאים בשוויץ בערים: ציריך, בייל, ולוקרנו. השטח הבנוי הכולל של כל 8 המרכזים הוא כ- 125,000 מ"ר. עלות העסקה הצפויה הינה כ- 203.4 מיליון יורו (כ- 1.153 מיליארד ש"ח) ועוד הוצאות עסקה שונות בסך של כ- 11.6 מיליון יורו (כ- 66 מיליון ש"ח). כל 8 המרכזים מושכרים במלואם לחברת Hornbach שהינה אחת החברות המובילות בגרמניה בתחום מרכזי קניות ל-DIY. החברה אינה מדורגת ע"י S&P ולמעלות אין נתונים על חוסנה הפיננסי. תקופת השכירות של כל הנכסים הינה ל- 15 שנה ולשוכר יש אופציות להארכת תקופת השכירות. סה"כ דמי השכירות בעבור 8 המרכזים הינו כ- 12.83 מיליון יורו (כ- 72.8 מיליון ש"ח) לשנה. לדמי השכירות קיים מנגנון עליית שכ"ד בהתאם למדדי המחירים לצרכן. כל הוצאות הניהול והתחזוקה השוטפת בגין הנכסים, משולמות ע"י השוכר. בשלב ראשון הושלמה רכישת הזכויות של 3 מרכזי קניות (מתוך ה- 8) בגרמניה בערים ברלין ונירנברג, בהיקף של 53.1 מיליון יורו (כ- 301 מיליון ש"ח) ועוד הוצאות נלוות בסך של כ- 4.5 מיליון יורו (כ- 25.5 מיליון ש"ח). יתרת 5 המרכזים, הנמצאים בשלבים שונים של הקמה, ירכשו ותמורתן תשולם בהתאם להסכם המסגרת, רק בעת גמר הבניה של כל נכס ותחילת תשלום שכר הדירה בעבורו על ידי השוכר. מועד השלמת הבניה צפוי על פני המחצית השנייה של שנת 2007 ועד סוף המחצית הראשונה של שנת 2008. לצורך העסקה סיכמה החברה על הסכם מסגרת להלוואה שתינתן לעסקה כולה בסך של כ- 182.5 מיליון יורו (כ- 1.035 מיליארד ש"ח) המהווים שיעור של כ- 90% LTV, בריבית ממוצעת צפויה של כ- 4.50% וזאת על בסיס הנתונים הידועים כיום בגרמניה ובשוויץ. ההלוואה שניתנה עבור 3 המרכזים הראשונים הינה 48 מיליון יורו (כ- 272 מיליון ש"ח) בריבית קבועה ל- 5 שנים בשיעור של 5.18%. סך ההכנסה הצפויה משלושת הנכסים מסתכמת בכ- 3.5 מיליון יורו, המהווה שיעור תשואה (על ההלוואה) של כ- 7.2%. ההלוואה מובטחת בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על הנכסים והתקבולים מהנכסים, ללא זכות חזרה לחברה (Non Recourse).

• **עסקת מלונות הילטון - בדצמבר 2005**, השלימה החברה עסקה לרכישת 9.9% (בעקיפין) מהזכויות (יחידות) בקרן נאמנות (TRUST) המחזיקה ב- 16 בתי מלון באנגליה ובסקוטלנד (להלן: "הקרן"). בתי המלון כוללים 3,124 חדרים. הזכויות של הקרן במקרקעין, עליהם בנויים בתי המלון, הן ברובן זכויות בעלות, למעט 5 בתי מלון הבנויים על מקרקעין המוחכרים לדורות. העלות הכוללת של העסקה מסתכמת בכ- 417 מיליון ליש"ט, הקרן מימנה את רכישת המלונות בהלוואה בסך 331.33 מיליון ליש"ט (NonRecourse), המהווה שיעור של כ- 80% LTV, אשר ניתנה לתקופה של 10 שנים בריבית קבועה בשיעור שנתי של 5.8%. ההון העצמי שהועמד על-ידי חברת הבת בגין חלקה בקרן הינו כ- 8.6 מיליון ליש"ט (כ- 68 מיליון ש"ח). התאגיד הפיננסי שהעמיד את ההלוואה לרכישת המלונות יהיה זכאי ל- 25% מהרווחים שינבעו כתוצאה ממכירת כל בתי המלון או חלקם ו/או כתוצאה ממימון מחדש של הנכסים, כאשר לצורך חישוב הרווח, עלות הנכסים תחושב בתוספת 2.5% בגין כל שנה ממועד הרכישה ועד המכירה.



שירותי ניהול לבתי המלון מתקבלים מרשת הילטון, בהתאם להסכם ניהול לתקופה של 30 שנה עם שתי אופציות להארכת הסכם הניהול על ידי הילטון, לתקופות של 10 שנים כל אחת. ההסכם קובע כי, רשת הילטון מתחייבת לנהל את המלונות באותו הסטנדרט כפי שמנהלים מלונות אחרים של הרשת באנגליה. בתמורה תהא הילטון זכאית לתשלום עמלת בסיס הנגזרת מהכנסות המלונות ועמלה נוספת כנגזרת מהרווח התפעולי של המלונות. יודגש כי, ההכנסות של הקרן מבתי המלון מותנות בביצועים העסקיים של בתי המלון. הסכם הניהול עם רשת הילטון כאמור אינו כולל התחייבות להיקף הכנסות מינימאלי מבתי המלון. יצוין כי אי באפשרות הקרן לבטל את החוזה עם הילטון במהלך התקופה. עובדה המגדילה את הסיכון, להערכת מעלות, שכן אם הניהול כושל, אין אפשרות להחליף את הגוף המנהל.

לצורך פיקוח על רשת הילטון התקשרה הקרן עם חברת Vision המתמחה בפיקוח על חברות ניהול בתי מלון ובייצוג בתי המלון מול חברות הניהול לצורך הניהול השוטף של השקעת הקרן. ועדה מנהלת המורכבת משלושה נציגי הקרן תפקח על עבודת Vision ותנחה אותה כיצד לפעול לצורך הניהול השוטף כאמור. יצוין כי הסכם הניהול הינו על פי קוסט ועל כן יכול, תיאורטית, להווצר הפסד תפעולי שלא יאפשר לשלם את המימון. ה- NOI הממוצע שעליו בונה החברה מסתכם בכ- 27 מיליון ליש"ט (שיעור תשואה של כ- 6.4% על העלות). חלקה של אלקטרה נדל"ן ב NOI מסתכם בכ- 22 מיליון ש"ח וחלקה בחוב מסתכם בכ- 269 מיליון ש"ח. להערכת מעלות, עסקת זו, הנה בעלת רמת סיכון גבוהה משמעותית מעסקות רכישת נכסים מניבים שהחברה נוהגת לבצע וזאת, בשל ההשפעה של הסיכונים הכרוכים בענף התיירות והעסקים בבריטניה והסיכונים הכרוכים בתפעול השוטף של המלונות על ההכנסות מהשקעה זו.

- עסקת הסבה במנהטן - בחודש אפריל 2005 השלימה חברה מוחזקת זרה בבעלות ושליטה מלאה של החברה, עסקה לרכישת 60% מזכויות בנכס במנהטן, ארצות הברית. הנכס הינו בנין בן 24 קומות וכולל 128 דירות מגורים וכן שטחי מסחר וחניה. הבניין מושכר בשיעור תפוסה של כ- 96% ומניב דמי שכירות שנתיים ברוטו של כ- 4.7 מיליון דולר, ונטו, לאחר ניכוי הוצאות ניהול ותחזוקה, כ- 3.2 מיליון דולר. בכוונת החברה להסב את הבניין לבניין מסוג Condominium. החברה מעריכה כי תידרש השקעה נוספת של כ- 6.3 מיליון דולר (100%) לצורך הסבת הבניין. לאור האמור לעיל החברה רואה בנכס זה כפרויקט בהקמה, ההוצאות וההכנסות מן הנכס מהוונות לעלות הנכס. מוסד פיננסי בארה"ב העמיד הלוואה למימון העסקה בסך של כ- 54 מיליון דולר (100%). ההלוואה מובטחת בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על הנכס ועל התקבולים הצפויים ממנו, וזאת ללא כל זכות חזרה לחברה. החברה מדווחת כי היא נמצאת בתהליכים סופיים של קבלת האישורים (התקבלו תיקונים שוליים מעיריית ניו-יורק, בטיפול החברה). עפ"י החברה מכירת הדירות ל- INSIDERS (במהלך שלושת החודשים הראשונים מכירת הדירות מותרת רק לדירורים קיימים ו/או דירות ריקות) תחל לקראת סוף חודש אוגוסט 2006.**

להערכת מעלות, הסיכון בעסקה זו הינו גבוה משמעותית מרמת הסיכון המאפיינת את רוב העסקות שביצעה החברה עד כה ברכישת נכסים מניבים בשל הסיכונים הכרוכים בהסבת הבניין ושיווקו (ביניהם: קבלת היתרים, עלות ההסבה, מחירי מכירה וכד').



הלן מימושים מהותיים אשר בוצעו מאז הדו"ח האחרון:

- ב- 4.12.05 דיווחה החברה על מכירת 100% בזכויותיה בבניין משרדים במרכז העיר לונדון, אנגליה. סה"כ התמורה ממכירת הנכס הנו כ- 18.9 מיליון ליש"ט (כ- 152 מיליון ש"ח). בגין מכירת הנכס, ייווצר לחברה רווח ברוטו, לאחר כל העלויות הכרוכות בביצוע עסקת המכירה של כ- 4.4 מיליון ליש"ט (כ- 35 מיליון ש"ח). סה"כ תזרים המזומנים נטו, שנבע לחברה בגין מכירת הנכס, וזאת לאחר החזר משכנתא וכל שאר ההוצאות הנלוות, הינו כ- 4.2 מיליון ליש"ט (כ- 34 מיליון ש"ח).
- ב- 26.10.05 דיווחה החברה על השלמת מכירת מלוא אחזקותיה (75%) בחברה המחזיקה בבניין משרדים באי ג'רסי, בריטניה. התמורה לחברה הינה כ- 15.9 מיליון ליש"ט (כ- 130.4 מיליון ש"ח). הרווח ברוטו, לאחר כל העלויות הכרוכות בביצוע עסקת המכירה, מסתכם בכ- 1.95 מיליון ליש"ט (כ- 16 מיליון ש"ח). סה"כ תזרים המזומנים נטו, שנבע לחברה בגין מכירת חלקה בחברה הנמכרת, לאחר החזר משכנתא וכל שאר ההוצאות הנלוות, הינו כ- 3.82 מיליון ליש"ט (כ- 31.3 מיליון ש"ח).

בנוסף לעסקאות הנ"ל (רכישות ומימושים) ביצעה החברה עסקאות נוספות הנמצאות בקו העסקים הרגיל של החברה. יצוין כי רמת הסיכון בעסקאות אלו הינה בהתאם לפעילות ואסטרטגיית החברה.

3.3. ההיבט הפיננסי

מעלות מעריכה את רמת הסיכון הפיננסי בפעילות אלקטרה נדל"ן כנמוכה מהממוצע, בעיקר בהתבסס על רמת הנזילות, יציבות ברמת הרווחיות של החברה ופעילות בשווקים בעלי דירוג גבוה (כ- 85% מהכנסות החברה הינן ממדינות בעלות דירוג AAA). מאידך חל גידול ניכר ברמת המנוף הפיננסי ושחיקה ביחסי כסוי החוב. לגבי אי עמידה של החברה באחת מאמות המידה הפיננסיות שהוצהרו על ידה בעת מתן הדירוג הראשוני ר' פירוט להלן.

מעלות מעריכה את רווחיות אלקטרה נדל"ן כגבוהה מהממוצע, כפי שבאה לידי ביטוי בשיעור הרווח התפעולי של החברה (ב- 12/2004 עמד שיעור זה על כ- 57.6% וב- 12/05 על כ- 54.3%), שיעור הרווח הנקי של החברה (ב- 12/2004 הסתכם שיעור זה בכ- 19.6% וב- 2005 בכ- 41.4%) ושיעור ה-Ebitda ל-CAP של החברה (הסתכם ב- 12/2004 בכ- 7.2% וב- 2005 בכ- 7.8%).

להערכת מעלות, שיעורי המינוף של החברה על פי הערכים בספרים (כולל חלק החברה בחוב חברות כלולות) משקפים רמת איתנות פיננסית פחות טובה מהממוצע: יחס החוב פיננסי ל-CAP ל- 2005 עמד על כ- 85.7% ויחס החוב הפיננסי המנוכה ל-CAP המנוכה ל- 2005 עמד על כ- 85%. עם זאת, במסגרת הבחינה ערכה מעלות פרופורמה תוך התחשבות בהיקף וייעוד ההנפקה הצפויה (כולל מינוף נוסף בחו"ל של כספי ההנפקה), תוך התחשבות בערכים כלכליים לגבי שווי נכסים שסופקו על ידי החברה (לאחר מקדמי סיכון שהפעילה מעלות) ותוך התחשבות בחלק החברה בחוב חוץ מאזני בגין חברות כלולות (להערכת מעלות, ולאור נתונים שסיפקה החברה למעלות, היקף החוב החוץ מאזני עומד על כ- 1.6 מיליארד ש"ח). עפ"י פרופורמה זו עומד יחס החוב ל-CAP של החברה על כ- 80.8% ויחס החוב המנוכה ל-CAP המנוכה על כ- 80.1% אשר להערכת מעלות, מבטאים איתנות פיננסית ממוצעת.



כאמור לעיל, יחס החוב הפיננסי ל- CAP ל- 2005 עמד על כ- 85.7%. יצוין כי החברה התחייבה במסגרת הדירוג הראשוני לשמירה על אמות מידה פיננסיות. שאחת מהן היתה כי יחס זה יעמוד על לא יותר מ- 83%. עם זאת, להערכת מעלות, יחס זה צריך להיות מותאם כיום, מאחר וכאמור, לחברה קיימים עודפי שווי בהיקף נרחב מאוד וגבוה משמעותית מהעודפים בזמן ההנפקה. להערכת מעלות, בחינת יחס המינוף בהתחשב בעודפי שווי אלו כולל מינוף ההנפקה הצפויה מצביעים על יחס של 80.8% ב- 2005 לעומת יחס של 81.5% במתן הדירוג הראשוני ועל כן יחס זה תואם לרמת הדירוג גם לאחר ההנפקה. מעלות תמשיך לעקוב אחד התפתחות יחסי המינוף של החברה להערכת מעלות, מינוף נוסף על זה מעבר להנפקת האג"ח הנוכחית (וביצוע עסקאות במינוף נגזר), יעלו בצורה משמעותית את הסיכון הפיננסי של החברה ועשויים להוביל לשינוי דירוג.

להערכת מעלות, נזילות החברה ונגישותה למקורות מימון הינם טובים מן הממוצע. זאת מכיוון שלחברה נכסים שאינם משועבדים בישראל בהיקף נרחב (שווי הנכסים בספרי החברה עמד על כ- 385.5 מיליון ₪ ושוויים להערכת החברה גבוה יותר). בנוסף, מעלות מעריכה כי השתייכות החברה לקבוצת אלקו החזקות בע"מ ותמיכתה של חברת האם (אלקטרה נדל"ן) תורמות לנזילות ולנגישות החברה למקורות מימון, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ- 111 מיליון ש"ח.

להערכת מעלות, יחס כיסוי החוב המאזני של החברה ל- 2005 באמצעות ה- Ebitda (כ- 9.6 שנים) הינם ממוצעים. בנוסף, בחנה מעלות יחס זה, כולל איחוד יחסי של חברות כלולות, ובחישוב זה היחס עומד על 10.2. החברה התחייבה למעלות במסגרת הדירוג הראשוני כי תעמוד ביחס של 10.5. מעלות מצפה שהחברה תמשיך לשמור על יחס זה גם לאחר שימוש בתמורת ההנפקה הנוכחית. יחס כיסוי החוב המאזני של החברה ע"ה- FFO לשנת 2005 עמד על כ- 43.9 שנים ולאחר שילול תזרימי ה- FFO המתקבלים מחברות כלולות בחו"ל, עומד יחס זה על כ- 37.9 שנים, המהווה, להערכת מעלות, יחסי כיסוי נמוכים מהממוצע.

בחברות שממנות את פעילותן בחו"ל באמצעות התחייבויות ללא זכות חזרה ללווה בוחנת מעלות את יכולת כיסוי החוב ע"ה התזרים החופשי כדלקמן: (חוב ה- Recourse של החברה)/(NOI מפעילות בישראל + תזרים חופשי לשירות חוב Recourse מפעילות בחו"ל). להערכת מעלות, ב- 2005 יחס כיסוי החוב Recourse באמצעות התזרימים החופשיים של החברה עומד על כ- 5.0 שנים ועל כ- 6.6 שנים לאחר הגיוס הנוסף. להערכת מעלות, יחס זה הינו טוב למול הממוצע. החברה התחייבה למעלות במסגרת הדירוג הראשוני כי תשמור על יחס של 8 ועל כן עומדת אף ביחס טוב מזה.

כאמור, בחנה מעלות במסגרת אישור הדירוג, גם אפשרות להגדלת החוב הפיננסי הקיים בסך של עד 150 מיליון ש"ח. להערכת מעלות, בנתונים הקיימים, גידול בחוב הפיננסי בסכום הנ"ל, אין בו בכדי לגרום להרעה באיתנותה הפיננסית של החברה ואינו צפוי להשפיעה לשלילה על דירוג אג"ח החברה.

¹ תזרים חופשי לשירות חוב Recourse = תזרים NOI בניכוי תשלומי קרן וריבית לבעל החוב הבכיר.