

מגזר הפרויקטים פיצה על ירידה בתחום הסחר.

הדוח המאוחד האחרון ככל הנראה של אלקטרה ואלקטרה נדל"ן סיפק תוצאות יפות במגזר הפרויקטים של אלקטרה הן בשורת ההכנסות ובעיקר בשורת הרווחיות, שנהנתה מתמחיל טוב (ולא מייצג) של הכנסות. עם זאת, מגזר השירותים והסחר, היציב יותר בדרך כלל, רשם ירידה בהכנסות הנובעת מתחום הסחר. החברה ממשיכה לשמור על צבר הזמנות גבוה ולמעשה "מכניסה" פרויקטים חדשים לצבר בקצב בהם היא מממשת את הצבר הקיים, ובכך מבטיחה לעצמה את המשך היציבות במגזר הפרויקטים. תוצאות אלקטרה נדל"ן שמרו פחות או יותר על יציבות, כאשר ירידת ערך נכסים בסך 14 מ"ש" (0.2% מסך הנכסים) הינה סבירה. במהלך חודש ספטמבר צפוי להתבצע הפיצול בדרך של דיבידנד בעין של מניות אלקטרה נדל"ן, במהלך שלהערכתנו יהיה טוב לבעלי המניות של 2 החברות. על אף צמצום הדיסקאונט, אנו ממשיכים בהמלצת הקניה על 2 החברות במחיר יעד של 584 ש"ח לאלקטרה, ו-41.1 ש"ח לאלקטרה נדל"ן.

אלפי ₪	Q208	Q408	Q109	Q209E	Q209A
הכנסות מגזר פרויקטים מבנים ותשתיות*	478,247	441,854	447,556	450,000	457,640
רווח תפעולי	10,805	23,671	20,242	21,600	34,873
שיעור רווח תפעולי	2.3%	5.4%	4.5%	4.8%	7.6%
הכנסות מגזר שירותי אחזקה וסחר	156,638	157,127	168,176	165,000	144,438
רווח תפעולי	20,566	23,650	23,723	21,450	18,850
שיעור רווח תפעולי	13.1%	15.1%	14.1%	13.0%	13.1%
הכנסות אלקטרה נדל"ן	196,778	189,669	186,972	185,000	177,901
רווח תפעולי ללא שיערוכים	135,110	129,203	119,472	117,938	116,304
שיעור רווח תפעולי	68.7%	68.1%	63.9%	63.8%	65.4%
מגזר ייזום נדל"ן	(1,896)	(1,934)	(3,616)	-	(1,718)
רווח (הפסד) מפרשת חפציבה	21,563	-	-	-	-
שערוכי נדל"ן	(2,168)	(131,945)	(4,958)	-	(14,041)
רווח ממכירת אנרקו	(9,143)	(11,985)	(9,709)	(9,000)	(9,469)
הנהלה וכלליות	(142,228)	(67,287)	(74,372)	(120,000)	(115,377)
מימון	5,276	16,509	(21,252)	(7,997)	(7,859)
הכנסות (הוצאות) מס					
רווח נקי	36,498	(56,633)	38,942	23,991	18,189
מינוס לבעלי המניות	32,505	(95,791)	34,322	22,791	17,835

* תוצאות הרבעון השני ל-2008 כוללות את פעילות אנרקו שנמכרה במהלך 2008

מגזר הפרויקטים – הנחנו כי ההכנסות יהיו דומות לאלו של הרבעון הקודם, מתוך הנחה כי המחצית הראשונה של השנה אמורה להיות חלשה יותר מהמחצית השנייה. החברה עקפה את תחזיותינו במקצת. במקביל, הציגה החברה רווחיות גבוהה משמעותית מהערכותינו, הרבה בזכות תמחיל ספציפי של הכנסות בעלות שיעור רווח גבוה. שיעור רווחיות זה הינו חריג ואנו מניחים כי החברה תשוב לרמות רווחיות תפעולית של 5%-4.75% המייצגות יותר את הפעילות.

מגזר שירותי אחזקה וסחר – מגזר השירותים המסתמך על חוזי שירות ארוכי טווח אמור להיות יציב יותר, ולהערכתנו הוא אכן נותר כזה ברבעון. התוצאות הנמוכות מרבעוני השוואה וכמובן מהצפי שלנו, נובעות מתחום הסחר (יבוא ושיווק גופי רכיבי מיתוג, ציוד עזר ואביזרים חשמליים, נורות וגופי תאורה). נראה שעד הרבעון השני ההתמודדות עם המשבר הייתה מוצלחת יותר, אך ברבעון זה נראה כי הוא נפגע. מבחינת שיעורי הרווחיות, החברה עמדה בתחזיותינו.

אלקטרה נדל"ן – דוח סביר לחברה. ההכנסות הסתכמו ב-178 מ"ש"ח לעומת 187 מ"ש"ח ברבעון הראשון ו-185 לפי התחזית שלנו. הפער נובע מכך שבניגוד להערכותינו, החברה לא רשמה הכנסות מנכסים בישראל שנמכרו במהלך הרבעון. הרווח התפעולי ללא הפחתות הסתכם ב-117 מ"ש"ח, לעומת צפי שלנו ל-118 מ"ש"ח, מה שמעיד על שיפור בשיעור הרווח התפעולי בעיקר בגין ירידה בהוצאות הנהלה וכלליות. תזרים המזומנים מפעילו שוטפת הסתכם ב-17 מ"ש"ח לעומת 14 מ' ברבעון הראשון ו-23 מ' ברבעון המקביל. הירידה נובעת ממכירת הנכסים ומהפרשי שער. כפי שכתבתנו בתחזית לדוח, סביר כי החברה תבצע הפחתה מסוימת בנכסיה, ואכן החברה רשמה מחיקה של 14 מ"ש"ח (כ-0.2% מסך הנכסים), מהם 5.5 מ"ש"ח בגין נכס שנמכר בשוויץ (ובעבר כבר הוכר בגינו רווח). המחיקה נראית סבירה על רקע מצב השווקים ולגמרי מגולמת במחיר המנייה הנסחרת במכפיל הון של 0.73.

נקודה מעניינת לא פחות מהתוצאות הינה צבר ההזמנות. סך הצבר ליום 30.6.09 הסתכם ב-3.677 מיליארד ש"ח, גידול של כ-44 מ"ש"ח לעומת הרבעון הראשון. מתוך הצבר כ-1.214 מיליארד נועד לביצוע ב-2009. לפי ניסיון העבר, כ-75%-70% מהצבר הינו במגזר הפרויקטים. העובדה שהחברה מצליחה להכניס לצבר ההזמנות פרויקטים חדשים באותו הקצב שבהם היא מממשת צבר קיים, בעיקר בתקופה זו היא בהחלט מרשימה ומבטיחה את המשך יציבותה בהמשך. להערכתנו, גודלה של החברה, ניסיונה הרב וחוסנה הפיננסי גורמים לה להיות ספק/קבלן מועדף ע"י יזמים וקבלנים דווקא בתקופה הבעייתית הזו, מה שמאפשר שמירה על רמת צבר גבוהה.

פסגות ניירות ערך בע"מ

מקבוצת פסגות בית השקעות ← גמל והשתלמות / קרנות נאמנות / ניהול תיקי השקעות / תעודות סל / ברוקראג' ושירותי מחקר
← רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142 / טלפון 03-7968900 / פקס 03-7968899 ← www.psagot.co.il

תאריך 1.9.2009

אלקטרה

מחיר (שח) 488

מחיר יעד (שח) 584

דיסקאונט 20%

המלצה קנייה

אלקטרה נדל"ן

מחיר(שח) 34.8

מחיר יעד (שח) 41.1

דיסקאונט 18%

המלצה קנייה

גרף מניית אלקטרה מול אלקטרה נדל"ן ומול מדד ת"א 100



ראה נספח גילוי נאות בעמוד האחרון של סקירה זו.

נעם פינקו,
03-7968818
noamp@psagot.co.il

מחלקת מחקר Sell Side

❖ עדכנו את המודל לאלקטרה בהתאם לנתוני הדוח. הפחתנו את הצפי להכנסות במגזר השירותים והסחר ב-2009 ל-620 מ"ח לעומת 660 מ"ח ברבעון הקודם. לאור זאת, ירדה הערכתנו לפעילות אלקטרה בנטרול אלקטרה נדל"ן ל-1.26 מיליארד ₪, לעומת 1.31 מיליארד ₪ בהערכה הקודמת. שווי זה גבוה ב-33% משווייה של אלקטרה בשוק, בנטרול אחזקתה באלקטרה נדל"ן. מחיר היעד שלנו לאלקטרה, כולל אחזקתה באלקטרה נדל"ן (לפי שווי שוק) הינו **584 ₪, מעל מחיר המניה והמלצתנו נותרת קניה**. נציין, כי בעדכון המחיר האחרון שפרסמנו ב-13.8 עמד מחיר היעד על 574 ₪ אולם מאז עלתה מניית אלקטרה נדל"ן ב-16%. בשל הפיצול הצפוי, המודל שלנו לאלקטרה מתבסס על שווי השוק של אלקטרה נדל"ן ולכן המחיר המעודכן עולה למרות שהפחתנו מעט את שווי פעילות אלקטרה.

❖ עדכנו את המודל לאלקטרה נדל"ן בהתאם לנתוני הדוח. אנו מורידים את מחיר היעד שלנו מ-41.5 ₪ ל-41.1 ₪ למניה. נציין כי מחיר זה גוזר מכפיל הון של 0.85, כך שהמודל לוקח בחשבון אפשרות של מחיקות נוספות בעתיד. על אף צמצום הדיסקאונט ל-18% בלבד, אנו משמרים את המלצת הקניה לחברה לאור הפיצול ההולך ומתקרב שיוביל לכניסת החברה למדד ת"א 100 בעדכון המדדים הקרוב.

מצ"ב מודל הערכת שווי אלקטרה

סה"כ	מכפיל EBITDA	EBITDA	
630,000	6.25	100,800	שווי מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות
883,960	10.25	86,240	שווי מגזר שירותים וסחר
429,158			שווי נדל"ן בייזום
(300,000)			הוצאות מטה, מכפיל 10
(380,921)			חוב פיננסי נטו, ללא אלקטרה נדל"ן
1,262,197	שיעור אחזקה שווי שוק חברה	71.58%	שווי אלקטרה נדל"ן
654,268	914,038		שווי החברה
1,916,465			מספר מניות
3,280			מחיר יעד למניה
584			מחיר שוק למניה
488			דיסקאונט
20%			

מצ"ב מודל הערכת שווי אלקטרה נדל"ן

1,272	הון עצמי 30.6.09
(16)	עליה (ירידה) בגין שינוי שע"ח
(179)	עליית המדד
152	הפחתת נכסים
50	החזר מס נדחה (50%)
(200)	יזמות ישראל
1,079	מטה
26,265	מספר מניות
41.1	מחיר יעד
34.8	מחיר מניה
18%	דיסקאונט

דוד אדרי – סמנכ"ל מסחר ומחקר Sell Side

מחלקת מחקר מניות

לימור גרובר מנהלת מחקר כימיה, פרמצבטיקה, נדל"ן ישראל 03-7968868 limorg@psagot.co.il	טליה לויברג תקשורת, רשתות שיווק, מזון 03-7968973 talial@psagot.co.il	נעם פינקו חברות אחזקה 03-7968818 noamp@psagot.co.il	פלי שביב אנרגיה 03-7968922 pellys@psagot.co.il
רונית חלימה בנקים 03-7968964 ronith@psagot.co.il	טלי מורן ניתוח אשראי 073-7968595 talim@psagot.co.il	טל שיריזלי אנרגיה ירוקה, תעשייה, טכנולוגיה, מסחר 03-7968683 talsh@psagot.co.il	

מערך מאקרו ואסטרטגיה

ורד דר כלכלנית ואסטרטגית ראשית 03-7968833 veredd@psagot.co.il	רן בן-חמו 03-7968841 ranb@psagot.co.il	יניב חברון 03-7968847 yanivh@psagot.co.il
---	--	---

מחלקת ברוקראז'

שי בן דוד 03-5114720 shayb@psagot.co.il	עדי אולסקר 03-5114705 adio@psagot.co.il	גיל שילה 03-5114710 gilsh@psagot.co.il	ברק שמידט 03-7968828 baraks@psagot.co.il
אודי ביטון 03-7968825 udib@psagot.co.il	אלעד בורשטיין 03-7968832 eladb@psagot.co.il	עוזי דר 03-5114703 uzid@psagot.co.il	

הערות וביאורים לגבי הדו"ח

מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים.

סולם המלצות

קנייה חזקה (Strong Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחרגה על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

קנייה (Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת יתר (Outperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת שוק (Marketperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת חסר (Underperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

מכור (Sell) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.

קנייה ספקולטיבית (Speculative Buy) – המניה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הבאים באם תתקיים התפתחות תלויה

Disclaimer

דוח זה הינו רכוש של פסגות ניירות ערך בע"מ (להלן - "פסגות"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את הדוח, או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי פסגות ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. פסגות ו/או חברות בנות שלה ו/או חברות הקשורות אליה (להלן - "התאגידים") ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות התאגידים הנ"ל ניירות הערך של מי מהחברות, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהחברות. כמו כן, עשויים מי מהנ"ל לפעול בניירות הערך של מי מהחברות נשואי דוח זה, על בסיס יומי או אחרת, לשמש כחתם לניירות הערך כאמור, לפעול מעת לעת במכירתן ו/או ברכישתן, חרף האמור בדוח זה, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. אין לראות בדוח זה שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם. אין להעביר דוח זה לצד ג' כלשהו.

נספח גילוי נאות:

שם בעל הרישיון: נעם פינקו
מספר הרישיון: 9774
כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142
פרטי השכלה: אקדמאית
נסיון: כשנתיים וחצי.

שם התאגיד: פסגות ניירות ערך בע"מ
כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142
טל: 03-7968888

גילוי נאות - אלקטרה

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברות המוזכרות בעבודה.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה.

הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ביום ההמלצה
נעם פינקו	10/08/2009	buy	₪580.00	₪463.36
נעם פינקו	20/07/2009	buy	₪522.00	₪448.00
נעם פינקו	26/05/2009	buy	₪481.00	₪366.00
נעם פינקו	21/05/2009	buy	₪493.00	₪371.00
נעם פינקו	31/03/2009	buy	₪467.00	₪322.00
נעם פינקו	18/03/2009	buy	₪445.00	₪291.00
נעם פינקו	27/11/2008	buy	₪449.00	₪288.30
נעם פינקו	16/09/2008	buy	₪582.00	₪332.00
נעם פינקו	27/08/2008	buy	₪578.00	₪387.00
נעם פינקו	29/06/2008	buy	₪659.00	₪490.00
נעם פינקו	27/05/2008	buy	₪672.00	₪490.00
שחר ברנר	22/11/2006	marketperform	₪648.00	₪642.00

שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:
מכפילי EBITDA.

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:
מכפילי EBITDA : שינוי בריבית במשק, תוצאות עסקיות שונות מהתחזית

אני, נעם פינקו, בעל רישיון מספר 9774, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מועד עריכת ופרסום העבודה: 27.08.09.

נעם פינקו

חתימה

גילוי נאות – אלקטרה נדל"ן

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברות המוזכרות בעבודה.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה.

הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ב
נעם פינקו	13/08/2009	buy	₪41.50	0.00
מורן גודר	02/12/2007	buy	₪83.00	3.90

אני, נעם פינקו, בעל רישיון מספר 9774, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מועד עריכת ופרסום העבודה: 01.09.09.

נעם פינקו

חתימה