

זה הזמן לאלקטרה נדל"ן: פיזור רחב, סיכון נמוך.

אלקטרה נדל"ן מתמחה ברכישת נכסים מניבים תוך ניצול ניסיונה להשבתה ולהצפת ערך. בשנים האחרונות נהנית החברה משוק הנדל"ן העולמי הפורח ומנצלת בצורה יעילה רוח גבית זו. נכסי החברה מפוזרים, יוחסי המינוף שלה ברמה סבירה (חלק ניכר מהחוב הוא NR). לאחרונה נכנסה החברה לתחום הייזום בהודו צעד שמייצר מנוע צמיחה נוסף לחברה. אנו מתחילים לסקר את החברה ומעריכים כי ישנו פער משמעותי בין מחירה הכלכלי כפי שחושב על ידינו לבין מחיר המניה בשוק.

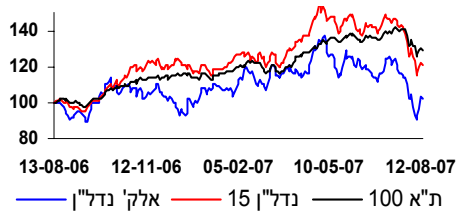
אלקטרה נדל"ן

המלצה: קנייה

המלצה קודמת: N/A

אלקטרה נדל"ן מול ת"א 100 ונדל"ן 15

תאור החברה



חברת אלקטרה נדל"ן הינה בעיקרה חברת נדל"ן מניב הפועלת במספר מדינות ברחבי הגלובוס – ארה"ב, קנדה, בריטניה, גרמניה, הולנד, שווייץ, הודו וישראל.

מחיר יעד: 92.50 ש"ח

מחיר קודם: N/A

מחיר שוק: 68.28 ₪

מגזר: נדל"ן

בורסה: TASE

הכנסות בא' ₪ (מתואם IFRS)

	2006	2007
Q1	124,656	192,350
Q2	167,666	
Q3	161,260	
Q4	212,334	
שנתי	665,916	

רווח למניה

	2006	2007
Q1	2.00	2.04
Q2	3.57	
Q3	2.63	
Q4	3.40	
שנתי	11.63	

נתוני שוק

68.28	מחיר מניה
57.82-88.56	טווח 52 שבועות
10.1%	תשואה 365 יום
26,265,467	מס' מניות
21.2%	מניות צפות
1,809,452	שווי שוק

יחסים פיננסיים

1,237,694	הון עצמי
1.50	שווי שוק / הון עצמי
0.178	הון למאזן
0.738	חוב פיננסי/מאזן
1.26	NOI להוצאות מימון
N/A	תשואת דיבידנד צפויה

נקודות עיקריות

- החברה מחזיקה 104 נכסים בישראל ובחול, מתוכם כ- 94 נכסים מניבים בשטח כולל של מעל מיליון מ"ר. בנוסף מחזיקה החברה בכ- 9.9% מפורטפוליו הכולל 63 מלונות ברחבי בריטניה.
- החברה מצליחה לזהות שווקים אטרקטיביים להשקעה בחול. הפעילות בחול החלה בשנת 1997 בכניסה לשוק הבריטי (החברה הייתה מהחלוצים בתחום זה), בשנת 2002 החלה החברה לפעול בקנדה, ב- 2004 בארה"ב ב- 2005 החלה החברה לרכוש נכסים בגרמניה ב- 2006 רכשה נכסים בשוויץ וב- 2007 החלה לפעול בהודו.
- סך הנכסים, נכון לסוף הרבעון הראשון 2007, הסתכם בכ- 6.96 מיליארד שקל, לעומת סכום של כ- 5.24 מיליארד בסוף שנת 2006. מסוף הרבעון הראשון ביצעה החברה רכישות בהיקף של כ- 4.6 מיליארד ₪ (חלק החברה).
- סך ההון העצמי של החברה הינו כ- 1.23 מיליארד שקל.
- החברה נהנית מהנהלה ותיקה ובעלת ניסיון רחב בתחום הנדל"ן (מנכ"ל החברה כיהן כ- 15 שנה כמנכ"ל אלקטרה), שיודעת לנווט את החברה לעסקאות נדל"ן בעלות פוטנציאל השבחה, ושביצעה בשנים האחרונות מימושים מרשימים בבריטניה, גרמניה וארה"ב.
- מודל הערכת השווי לחברת אלקטרה נדל"ן מבוסס על מודל NAV, כאשר כלל שווי הנכסים המניבים במודל נלקח בהתאם לעסקאות דומות ולהערכת השווי שבוצעה להם במסגרת עריכת הדוחות בהתאם לכללי ה- IFRS.

מסמך זה הוכן על ידי מחלקת מחקר של קבוצת אי.בי.אי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשרי ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך המזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי. לא תהיה אחראית לכל חזק שיגרם, אם יגרם, למאן דהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. קבוצת אי.בי.אי. מחזיקה עבור לקוחותיה ועבור עצמה את ניירות הערך המסוקרים במסמך זה, מולם או חלקם, והיא עשויה לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל.



תוכן עניינים

3	תיאור החברה.....
4	אבני דרך בהתפתחות החברה.....
4	פעילות בישראל.....
5	בניין אלקו - פרויקט מרכזי בישראל.....
5	פעילות בינלאומית.....
5	שוק הנדל"ן בקנדה בתפוסה מלאה.....
6	בארה"ב עליה בביקושים למשרדים במקביל להאטה במגורים.....
6	מצב המשק בבריטניה.....
8	עסקת מלונות הילטון בבריטניה.....
8	עסקת מלונות מריוט בבריטניה.....
8	מצב המשק בשוויץ.....
9	מצב השוק בגרמניה.....
9	מצב השוק בהודו.....
11	גורמי הצלחה לפעילות החברה.....
12	גורמי סיכון לפעילות החברה.....
13	סקירת התוצאות הכספיות.....
13	נכסים.....
13	התחייבויות פיננסיות.....
13	הון עצמי.....
13	הכנסות.....
13	הוצאות מימון.....
13	רווח נקי.....
13	NOI.....
14	שיטת הערכת השווי.....
15	ריכוז הנתונים.....
16	סיכום.....

תיאור החברה

חברת אלקטרה נדל"ן פעילה בתחום הנדל"ן המניב הן בישראל והן בחו"ל בפריסה מרשימה במדינות באירופה, ארה"ב, קנדה והודו. במסגרת פעילותה מתרכזת הקבוצה ברכישה, השכרה, הקמה, השבחה ומימוש של נדל"ן מסחרי מניב וכן עוסקת החברה בפעילות ייזום למגורים (בישראל, הודו וניו-יורק).

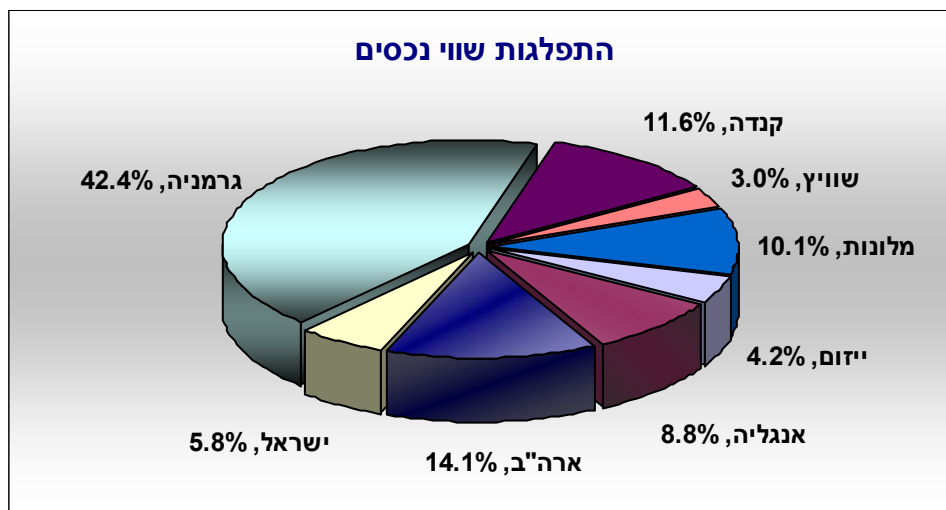
החברה פועלת להגדלת התשואה על ההון תוך שימוש בשלוש אסטרטגיות:

1. בחירת שווקים יציבים בהם היא צופה ירידת תשואות.
 2. הגדלת היקפי התפוסה בנכסים תוך הארכת חוזי השכירות.
 3. פועלת להעלאת שכר הדירה בחידוש החוזים.
- רכישת הנכסים בחו"ל מתבצעת בעיקר ע"י הלוואות מבנקים זרים. האשראי (80% - 90% משווי הנכס) מתקבל בתנאי Non-Recourse. רוב ההלוואות נלקחות בריבית קבועה. הקבוצה מחזיקה 104 נכסים בישראל ובחו"ל, ובכ- 9.9% מפורטפוליו של 63 מלונות.

פירוט הנכסים:

- ישראל – 17 נכסים (מתוכם 3 בהקמה)
- בריטניה - 7 נכסים (מניבים), 9.9% מ- 49 בתי מלון מריוט ומ- 16 בתי מלון מרשת הילטון
- קנדה - 15 נכסים (מניבים)
- ארה"ב - 9 נכסים (אחד בהקמה)
- גרמניה – 59 נכסים (שניים בהקמה)
- שוויץ - 6 נכסים (שלושה בהקמה)
- הולנד – 6 נכסים
- הודו – 2 נכסים (בייזום)

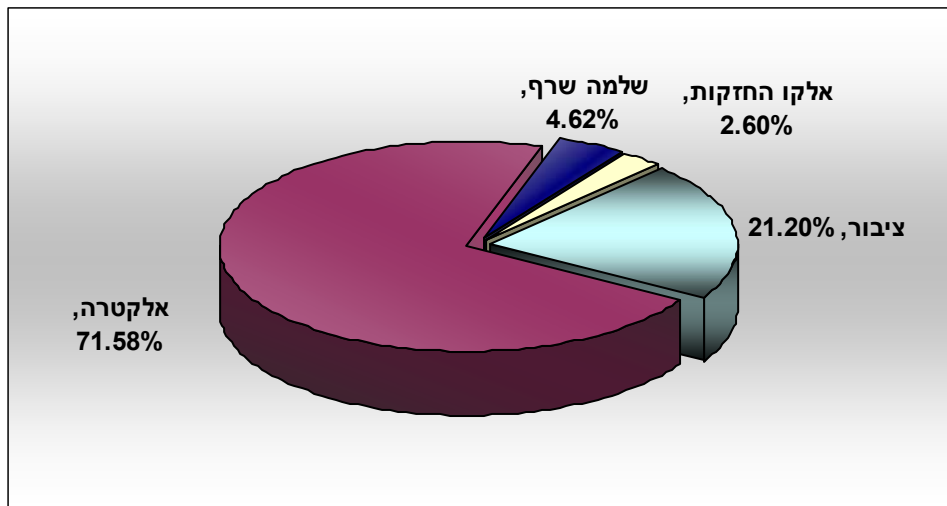
התפלגות שווי נכסים



אבני דרך בהתפתחות החברה

- חברת אלקטרה נדל"ן נתאגדה כבר בשנת 1972 תחת שם אחר, כאשר שמה שונה לזה הנוכחי רק בשנת 1994. באוגוסט 2005 הונפקו מניות החברה בבורסה בתל-אביב.
- במהלך שנת 1994 החלה החברה בפעילות בתחום הנדל"ן בישראל, כאשר הקימה בניין משרדים שמשמש כיום בנקס מניב.
- במהלך שנת 1997 החלה החברה בפעילות בתחום הנדל"ן בחו"ל, כאשר רכשה נכס מניב בבריטניה.
- החל משנת 2002 הרחיבה החברה את אזורי פעילותה ורכשה נכסים רבים במספר מדינות ברחבי הגלובוס.
- החל מתחילת שנת 2006 נכללת החברה הן במדד ת"א 75 והן במדד הנדל"ן 15.
- בפברואר השנה מסרה חברת אלקטרה כי היא בוחנת מהלך של שינוי ארגוני בהחזקות הקבוצה, כאשר בבסיסו הפיכת חברת הבת אלקטרה נדל"ן לחברת אחות של אלקטרה.

החזקות בעלי עניין



פעילות בישראל

החברה מחזיקה ב 17 נכסים מניבים (מבני וקומות משרדים) שרובם נרכשו בתחילת פעילותה של החברה. החברה לא תמשיך להערכתנו להשקיע בנדל"ן מניב בישראל ואף תשאף למכור חלק מהנכסים בארץ במחירים הולמים (בעת התעוררות השוק עקב כניסה של קרנות Reit לפעילות).

על פי נתוני בנק ישראל, המשך הצמיחה בא לידי ביטוי במגמות חיוביות בשוק העבודה וביציבות בשווקים הפיננסיים. ענף הבנייה בכללותו רשם התאוששות במהלך שנת 2006 בין היתר מסביבת ריבית נמוכה. נרשמה עלייה ניכרת בביקושים לשטחי משרדים אשר לוותה בחוסר של מלאי שטחים לאור החוסר בהתחלות בנייה בשנים האחרונות ומתיקון חריף של מחירי נכסים אשר ירדו ריאלית בשיעור ניכר בשנים האחרונות.

שוק המשרדים מתחזק בעת האחרונה לאחר מספר שנות משבר והוא מתאפיין בביקושים גוברים לשטחים מצד אחד ובחוסר היצע מצד שני כאשר השיפור בא לידי ביטוי הן בשיעורי תפוסה גבוהים יותר והן בעלויות בשכר הדירה.

להערכתנו אין בכוונת החברה להקים ולנהל קרן Reit בישראל. חלק מנכסיה ייהנו מביקוש רב מצד קרנות Reit שיקומו, הן בשל מיקומם והן בשל חוזי השכירות שלהם, ולא מן הנמנע שהחברה תמכור או תעביר נכסים לקרנות Reit שיקומו.

החברה פועלת בארץ בנוסף בתחום הייזום כאשר הפרוייקטים המרכזיים שלה הם פרוייקט פרויקט בניין אלקו ופרוייקט המגורים אורנים (sea one) על חוף ימה של תל-אביב.

חברות אלקטרה בע"מ ואלקטרה נדל"ן הודיעו כי בכוונתן לרכוש מידי קבוצת אמפא כ- 50% מ"מתחם אמפא" שברחוב יגאל אלון בתל-אביב תמורת כ-90 מיליון שקל. אלקטרה ואלקטרה נדל"ן יחזיקו ב-25% מהמתחם כל אחת. שתי החברות, יחד עם חברת אמקור, מקבוצת אמפא, צפויות להשקיע סכום כולל של כ-600 מיליון שקל (כולל עלות רכישת הקרקע) בהקמת "בניין אלקו". הבניין צפוי בעל שטח כולל בהיקף של כ-54,000 מ"ר ועם חניון שיכלול כ-1,200 מקומות חנייה. שטחי הבניין, שהקמתו צפויה להמשך כ-40 חודשים, מיועדים הן למכירה והן להשכרה.

בניין אלקו - פרוייקט מרכזי בישראל

פעילות בינלאומית

במהלך השנה האחרונה מסתמנת מגמת התאוששות בשוק הנדל"ן המסחרי המניב וזאת עקב עלייה בשיעור התעסוקה, בעקב בערים הגדולות, אשר גורר עימו מחירי שכירות ואחוזי תפוסה הגבוהים ביותר בעשרים שנה האחרונות.

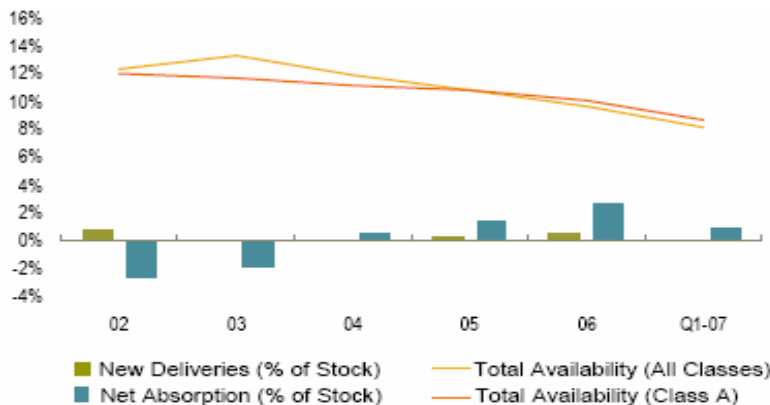
שוק הנדל"ן בקנדה בתפוסה מלאה

פעילות אלקטרה נדל"ן מתרכזת בעיקר בטורונטו ובמונטריאול, אזורים בעלי פעילות כלכלית ענפה וחזקה אשר דוחפים את הביקושים לשטחי משרדים כלפי מעלה. למרות ששנת 2006 צמחה בקצב מתון של 2.1% היא צפויה לנסוק לכדי 3.9% בשנת 2008. למעשה כלכלת טורונטו צפויה להיות מהחזקות שבערי קנדה עם צמיחה חזויה של כ- 4% בשנים 2008-2011. הריבית בקנדה היא 4.5% והיא צפויה לעלות בתקופה הקרובה.

ההון העצמי הנדרש מרוכש בעת רכישת נכסים (במידה והנכס מושכר) הינו בין 20% ל- 25%. להבדיל מחוזי השכירות למשרדים באנגליה, ההוצאות בגין אחזקת הנכס חלות על בעל הנכס כאשר לגבי חלקן קיים מנגנון להחזר משוכרי הנכסים במבני המשרדים.

מזכיר כי נכסי החברה בקנדה נרכשו החל משנת 2002. כל הנכסים מושכרים לתקופות ארוכות ושיעור התפוסה בהם גבוה מהממוצע באזור.

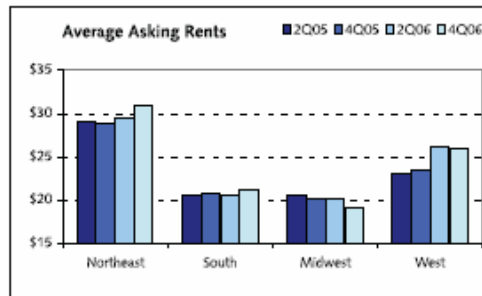
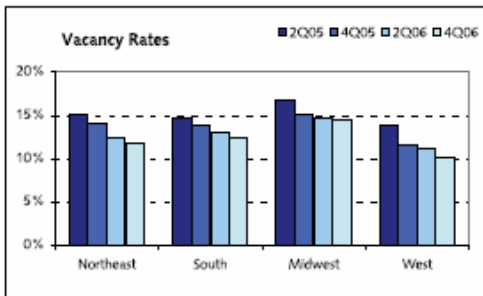
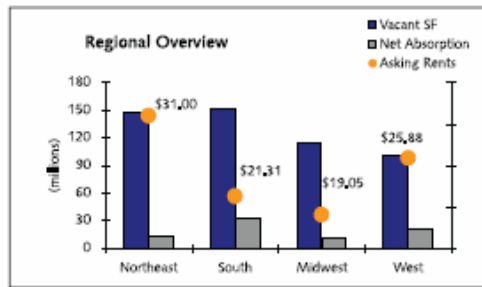
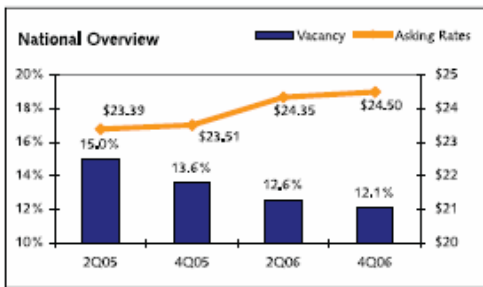
בגרף שלהלן ניתן להבחין שרמת הביקושים גדלה לאורך השנים האחרונות (Net Absorption) ולעומת זה היצע המשרדים הולך וקטן (Total Availability).



מקור: Jones Lang LaSalle

**בארה"ב עליה
בביקושים למשרדים
במקביל להאטה
במגורים**

השנה וחצי האחרונות בשוק הנדל"ן המסחרי בארה"ב מהוות שוק חזק המציג שיפור הן ברמות דמי השכירות המתקבלות מהנכסים והן בשיעורי תפוסה הולכים וגוברים. מאידך, ישנה האטה גוברת ברמת הבנייה ובשוק המגורים כולו, וישנם הגורסים כי שוק זה עלול לגרור עימו האטה כללית במשק אשר תוביל כמובן להאטה בביקושים למשרדים. שוק המשרדים התחזק בשנת 2006 ועמד על רמת אי-תפוסה של כ- 12.1%, ירידה של כ- 1.5% לעומת 2005. גם מחיר שכר הדירה הממוצע עלה בכ- 4.2% במהלך שנה זו לכדי \$24.50 למ"ר



מקור: GVA Worldwide

פעילות החברה בהשכרת משרדים בארה"ב מתמקדת בערים מ"המעגל השני", לחברה בנייני משרדים בקליבלנד, קונטיקט, שיקגו, סנט לואיס ואטלנטה.

אלקטרה נדל"ן פועלת בארה"ב באמצעות חבירה לשותפים מקומיים (בעיקר Harbor Group) כשהשותפים נוטלים על עצמם את ניהול הנכסים. בנוסף מוטלת עליהם משימת איתור הנכס וניהול ההתקשרות מול הבנקים המקומיים לצורך קבלת המימון לרכישה. ההון העצמי הנדרש בעסקאות אותן ביצעה החברה בארה"ב נע בין 15% ל- 25%. הריבית בארה"ב נמצאת באמה של 5.25% והנחת העבודה היא כי היא צפויה לרדת בשנת 2008.

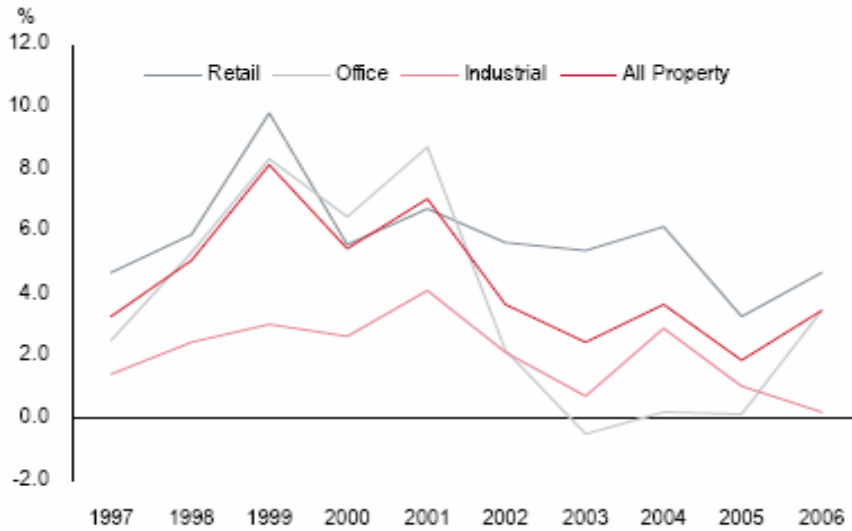
בנוסף, לחברה אחזקה יחידה בתחום המגורים. מדובר במגדל דירות להשכרה במנהטן, שהחברה מסבה לבניין דירות למכירה. מהלך זה תואם את המגמה המאפיינת את שוק הנדל"ן למגורים במנהטן - בשנים האחרונות מתרחש תהליך של מעבר של יחידים מדירות בשכירות לדירות בבעלות. כתוצאה מכך נוצר באזור עודף ביקוש לדירות מגורים.

בריטניה נחשבת לאחת הכלכלות החזקות בעולם. שיעור הצמיחה במדינה זו הסתכם בשנת 2006 בכ- 2.7%, לעומת צמיחה של 1.9% בשנת 2005. שוק הנדל"ן למשרדים החזק ביותר במדינה מצוי בלונדון כאשר התשואות על פיהן מתבצעות כיום עסקאות מבטאות אף מרווח שלילי אל מול ריבית חסרת הסיכון. ההון העצמי הנדרש כיום בבריטניה לביצוע עסקאות נדל"ן הוא נמוך ונע בין 5% ל- 10%. הריבית בבריטניה עלתה לאחרונה והיא נמצאת ברמה של 5.75%. ישנו מחסור גדול בהיצע משרדים מצד אחד, ופעילות כלכלית חזקה מצד שני אשר מבטאים ציפייה מצד שחקני הנדל"ן להמשך עליות בשכר הדירה המשולם, כפי שראינו בשנים האחרונות. אמנם נכון להיום לא מסתמנת האטה כלכלית, אולם בתשואות כאלה ישנו החשש שאם וכאשר תגיע האטה, תגובת השרשרת תהיה קשה ומחירי הנכסים ירדו.

**מצב המשק
בבריטניה**

חשוב לציין בנושא זה, כי אלקטרה נדל"ן הינה חברה ותיקה עם ניסיון והיא אינה רק צוברת נכסים ומחזיקה בהם. אנו רואים כי החברה פועלת למימוש נכסים כאשר התשואות יורדות. עיקר נכסיה של החברה הם בלונדון, כאשר השוכרים הם ממשלת אנגליה, אמריקן אקספרס ו-Lloyds Bank.

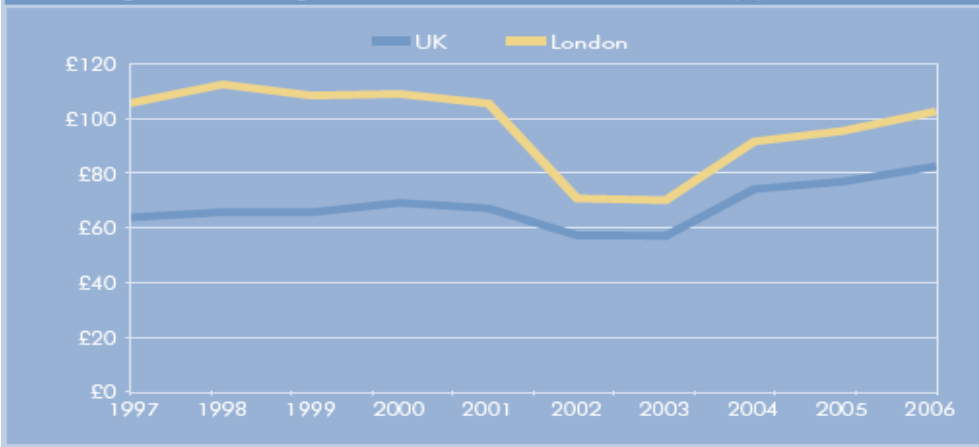
צמיחת בהכנסות שכ"ד לפי מגזר באנגליה בעשר שנים האחרונות



Source: IPD Annual Digest 2007; Jones Lang LaSalle

מגזר המלונות – אלקטרה נדל"ן פעילה במיוחד בשוק זה ומושקעת ב- 49 בתי מלון מריוט ו- 16 בתי מלון נוספים של הילטון. שוק בתי המלון רשם צמיחה יפה מאוד בשנת 2006 במספר פרמטרים: הוצאה ממוצעת של אורח עלתה בכ- 12%, מחיר חדר ממוצע ללילה עלה בממוצע בכ- 7% ותפוסת החדרים הממוצעת עומדת על 76%, התפוסה הגבוהה ביותר מאמצע שנות התשעים.

Figure 2: Average Room Rates in UK and London (£), 1997-2006



מקור: Jones Lang LaSalle

**עסקת מלונות הילטון
בבריטניה**

העסקה נחתמה בדצמבר 2005 ובה הצטרפה אלקטרה נדל"ן לקבוצת רוכשים בעסקת רכישה של 16 בתי מלון באנגליה ובסקוטלנד, המנוהלים ע"י רשת הילטון.

עבור אלקטרה, שחלקה בעסקה הינו 9.9%, מדובר בעסקה פיננסית שכן היא אינה מעורבת בניהול הנכסים ולהערכתנו גם לא תהיה לה השפעה כלשהי על הפעילות בעתיד.

העסקה כוללת 3,124 חדרים שנרכשו על תכולתם המלאה וינהלו ע"י חברת ניהול מרשת הילטון. באשר לעלות - הקבוצה שילמה כ- 418 מיליון ליש"ט נטו (כ- 750 מ' \$). מחיר זה גוזר שווי לחדר של כ- 133 אלפי ליש"ט (כ- 250 אלף \$ לחדר).

**עסקת מלונות
מריוט בבריטניה**

במהלך חודש דצמבר 2006 רכשה החברה כ- 9.9% מהון מניות של חברות זרות אשר בבעלותן 49 בתי מלון – 39 באנגליה, 5 בסקוטלנד ו- 3 בוולס. המלונות הנרכשים כוללים סה"כ 8,546 חדרים והוסכם כי ינהלו ע"י רשת מריוט במשך 30 שנה עם אופציה להארכת החוזה בעשר שנים נוספות. **המלונות מניבים הכנסות נטו בסך של 78 מיליון ליש"ט בשנה.**

השנים האחרונות היטיבו עם ענף המלונאות בבריטניה. השיפור הכלכלי המסתמן באירופה והגידול בתיירות הנכנסת תרמו לכך, ועסקאות רבות התבצעו בשוק זה לאחרונה. נוסף לכל אלו האולימפיאדה הצפויה בלונדון צפויה להגביר את התיירות ואת הביקושים למלונות.

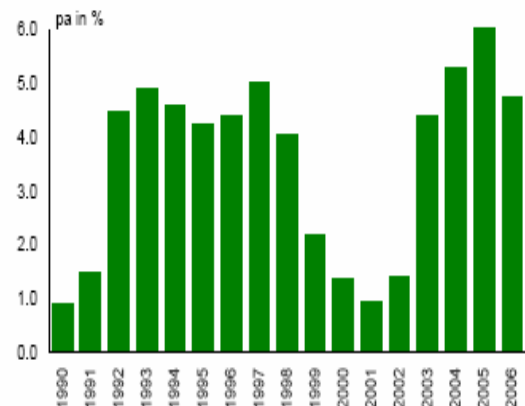
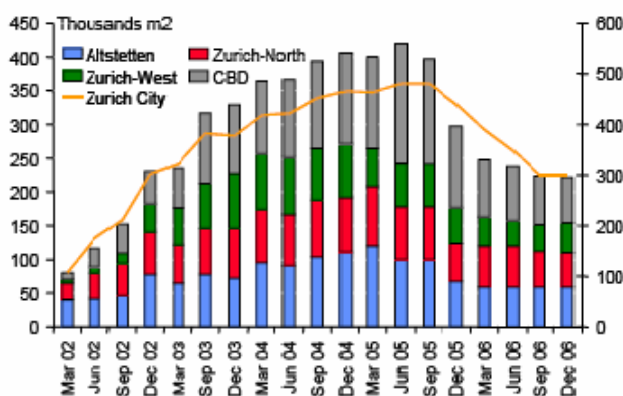
להערכתנו קיימת אפשרות כי פורטפוליו המלונות יונפק בבורסה בלונדון, תוך יצירת רווחי הון גדולים לחברה.

**מצב המשק
בשוויץ**

שוויץ הינה מדינה עצמאית בעלת כלכלה מפותחת ויציבה לאורך שנים, וזאת בין היתר בזכות היציבות הפוליטית הפנימית והיציבות שלה. שיעור האבטלה במדינה עמד בשנת 2006 על כ- 3.3%. שיערו התפוסה בציריך ובז'נבה, שתי הערים המרכזיות של שוויץ מבחינת פעילות הכלכלית אופיינו בעלייה בשיעורי התפוסה לכדי רמות של 95% ו- 98% בהתאמה. בנוסף נרשמו עליות מתונות מבחירי שכ"ד, בעיקר במרכזי הערים. שיעור ה- Vacancy Rate ירד מ- 6.23% ב- 2005 ל- 4.75% בשנת 2006. לחברה 2 נכסים בציריך המושכרים לתקופות ארוכות ל- Swisscom ול- Philips ונכס נוסף בג'נבה, ההון העצמי שנדרשה החברה לשם ביצוע העסקאות הנ"ל נע בין 15% ל- 20%. הריבית בשוויץ היא 2.75% ונראה כי היא צפויה לעלות לקראת 2008. החברה החלה לפעול בשוויץ בשנת 2006 ורואה בשוק זה כעוגן אל מול פעילות עתידית בעלת רמות סיכון גבוהות יותר, כמו פעילות הייזום בהודו.

זמינות שטחי משרדים

Vacancy Rates בציריך



Source: CB Richard Ellis – PI Performance

Source: Stat. Office City of Zurich

מצב השוק בגרמניה

בשנה וחצי האחרונות נראה כי ישנו שיפור במצבה הכלכלי של גרמניה הנובע בחלקו משינוי מבני ותפיסתי, כלומר שינוי הרגלי הצריכה ותפיסת המגורים, ומהפרטות מצד הממשלה. בשנת 2006 זרמו כספים זרים לשוק הנדל"ן במדינה מצד משקיעים זרים וקרנות Reit מכל העולם בשל השיפור הכלכלי, מרמת מדד אמון הצרכנים, מהציפייה שמחירי השכירות הזולים יעלו לרמתם משנים קודמות, ממגמת השיפור בתפוסת הנכסים בערים המרכזיות, משיעורי המינוף הגבוהים והמרווחים הנוחים יחסית ביחס לכלכלות הגדולות באירופה. המשקיעים הזרים מהווים כיום מעל ל-70% בסך היקף השקעות הנדל"ן במדינה. החברה החלה לרכוש נכסים בגרמניה בשנת 2005 ונהנית ממהלך של ירידת התשואות במדינה, החברה אף מימשה מספר נכסים בגרמניה (עסקת DT) תוך השגת תשואות גבוהות ביותר. נכסיה של החברה מרוכזים בערים מרכזיות כמו, ברלין, פרנקפורט, קלן, המבורג וסאברוקן. השוכר הגדול ביותר של החברה בגרמניה היא חברת Deutsche Telecom שאר הנכסים מושכרים לשוכרים כמו: Dell, DresnerBank ו-Lucent. ההון העצמי שנדרשה החברה כדי לבצע את העסקאות הנ"ל נע בין 5% ל-15%

החברה החלה בעת האחרונה לפעול גם בהולנד, לאחר שרכשה תיק של עשרה נכסים מניבים, 4 בגרמניה ו-6 בהולנד. למעשה הולנד דומה מאוד באופייה בפרמטרים הרלוונטיים לתחום הנדל"ן המניב לגרמניה, וכך גם מתייחסת אליה אלקטרה נדל"ן. אנו מעריכים כי נמשיך לראות עסקאות במדינה זו. הריבית באזור האירו נעה סביב 4% והציפייה בשווקים היא לעליית ריבית.

השוואת שכ"ד 2006 H1 מול 2007 H1

	Prime Office Rents (EUR/m ² /Month)			
	2006	H1 2006	H1 2007	Trend prognosis ⁴
Berlin	20.50	20.50	20.50	↗
Düsseldorf ¹	21.50	20.50	22.00	↗
Frankfurt/M. ²	35.00	33.00	35.00	↗
Hamburg	22.00	21.00	22.00	↗
Munich ³	28.50	28.00	29.00	↗

מקור: Jones Lang LaSalle

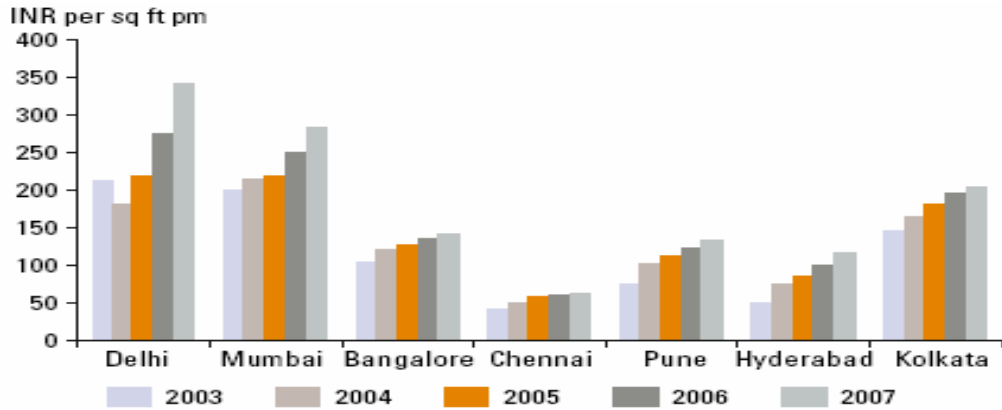
הצמיחה במדינה הסתכמה בשנת 2006 בכ-8.5% כאשר התחזית לשנת 2007 עומדת כ-7.7%. האינדיקטורים הכלכליים מצביעים כי מגמת השיפור והצמיחה בהודו צפויה להמשיך עוד מספר שנים לפחות. התוצר הלאומי הגולמי עולה משנה לשנה ושיעורי האבטלה הגבוהים מצטמצמים ככל שנוקף הזמן, וצפויים להשתפר לפחות עד לתחילת העשור הבא, כך על פי מחקר שערך ה"אקונומיסט".

סקטור הנדל"ן בהודו צומח בקצב של כ-30% בשנה. ענף המגורים מתאפיין במחסור חמור ביח"ד (כ-23 מיליון יח"ד) וצפויה התרחבות סקטור זה בשנים הקרובות. בנוסף, בשל המשטר הדמוקרטי הנהוג במדינה, נחשבת הודו למסוכנת פחות ביחס למדינות מתפתחות אחרות כמו סין ומדינות מזרח אירופה. פירמות גלובליות רבות מרחיבות פעילותן בהודו ע"י העברת כושר ייצור ופתיחת מפעלים במדינה ומעבר לכוח עבודה זול. חברות אלו מגדילות מאוד את הביקושים גם לנדל"ן משרדי, וכעת רמות הביקושים בהודו, בערים המרכזיות, עולות בהרבה על רמות ההיצע הקיימות. המרווח הגדול בין רמות הביקושים לבין ההיצע אינו צפוי להצטמצם בשנים הקרובות וחברות אשר ישכילו לפעול בשוק המקומי צפויות להניב רווחים גבוהים.

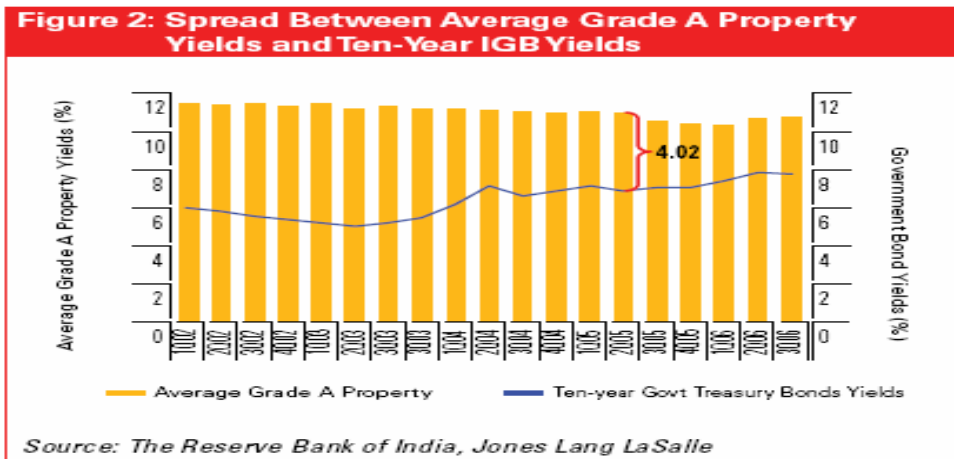
מצב השוק בהודו

מספר מילים לצינון לגבי השוק ההודי – אופי התושבים המקומיים והתנהלותם, בשילוב רגולציות וחוקי סחר מצד הממשלה מקשים על החברות היזמיות בסגירת עסקאות והדבר כרוך במימנות ובניסיון גבוהים בשוק. זאת הסיבה שלמרות שאנו שומעים על מספר רב יחסית של חברות הנכנסות לפעילות במדינה, אולם מספר העסקאות שנעשות בפועל אינו גדול במיוחד. יש לציין כי אלקטרה נדל"ן פועלת בשוק המקומי בשיתוף עם חברת נכסים ובניין, מקבוצת אי.די.בי. וכי הן מהראשונות שמתחילות בפועל לבנות שם.

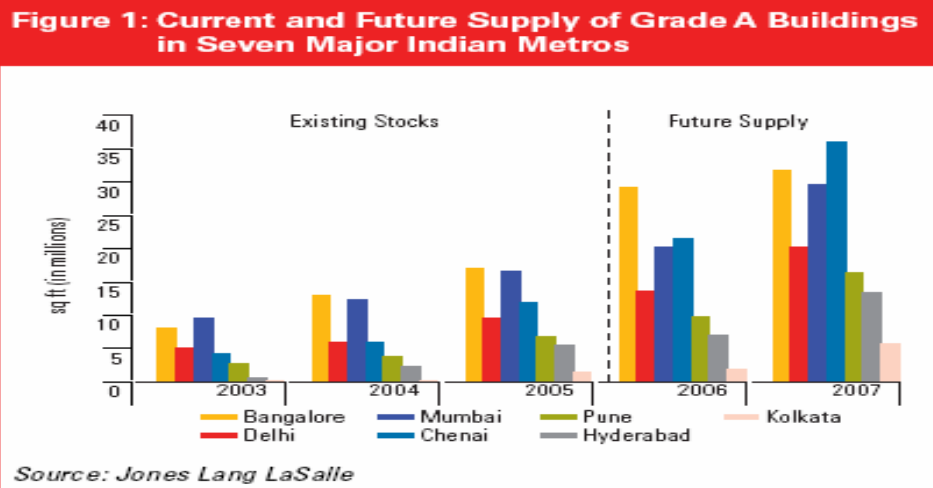
התפתחות שכ"ד בערים מרכזיות



מקור: Jones Lang LaSalle



עבור שלמה שרף



מהגרפים שלעיל ניתן לראות כי בשנים האחרונות קיימת עלייה בשכ"ד בנכסים מניבים בהודו, נזכיר כי לחברה פרויקטים בהידראבד ובצ'נאי, שתי ערים מתפתחות (בעלות פעילות היי-טק ענפה) בהן שכ"ד יחסית נמוך ובטווח הארוך סביר כי המחירים בהן יעלו בקצב גבוה אף יותר ויתקרבו למחירים של הערים המרכזיות יותר (כמו דלהי ומומבאי). בשונה מהפעילות בנכסים המניבים של החברה באירופה ובצפון אמריקה, בהודו ההון העצמי הנדרש לביצוע העסקאות גבוה יותר ונע סביב ה- 50%.

גורמי הצלחה לפעילות החברה

ישנם מספר גורמים המשפיעים על יכולת החברה לייצר ערך עבורה ועבור משקיעיה:

1. **יכולת לאתר עסקאות והזדמנויות עסקיות אטרקטיביות** בשווקים התחרותיים בהם היא פועלת תוך יכולת תגובה מהירה. יכולת זו כוללת פעילות מול שותפים מקומיים המכירים את השוק בו הם פועלים על בוריו, ותהליך קבלת החלטות מהיר של החברה.
2. **יכולת מימון במנפים גבוהים בתנאי Non Recourse** - תנאים אלו מורידים משמעותית את רמת הסיכון של החברה, שכן במידה ונכס נכנס מסיבה כלשהי לבעיה מצד השוכר, אין באפשרות הבנק לעקל נכסים אחרים השייכים לחברה. כל נכס עומד בפני עצמו.
3. **איתנות פיננסית המאפשרת השקעת הון עצמי נדרש** - ככל שהונה העצמי של חברה גבוה יותר אפשרויות ההשקעה העומדות בפניה רחבות יותר, הן מבחינת היקפים כספיים והן מבחינת אטרקטיביות התשואות, שכן חברה בעלת מוניטין בשוק מקבלת מספר רב יותר של הזדמנויות, לעיתים מצד מוכרים שצריכים לסגור מהר ולחוצים לבצע את העסקה.
4. **פיזור גיאוגרפי של השקעות** – ככל שהחברה תשכיל לרכוש נכסים מניבים בצורה מבוקרת במספר רב יותר של מדינות, כך תקטין את פרופיל הסיכון שלה שכן היא תהיה פחות חשופה גם לשוק ולכלכלה המקומית וגם לשינויים בשערי מטבע. אלקטרה נדל"ן היא חברה בעלת פיזור השקעות רחב במדינות בעלות דירוג AAA ומבחינה זו רמות הסיכון שלה נמוכות ביחס לשוק ספציפי. נציין כי לאחרונה החלה החברה בפעילות ייזום בהודו, שהיא בעלת פרופיל סיכון גבוה יותר.
5. **לקיחת הלוואות בריבית קבועה** – החברה ממגנת את עצמה בפני שינויים בעלויות המימון ע"י לקיחת הלוואות בריבית קבועה. ע"י כך היא מורידה למעשה מרמת החשיפה שלה לשינויים ברמות הריבית שעשויים לשחוק את רווחיה מהכנסות.

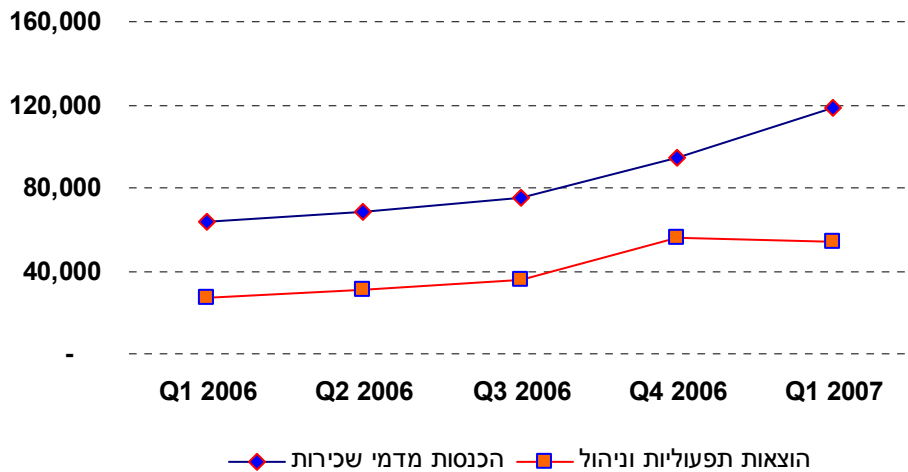
גורמי סיכון לפעילות החברה

גורמי סיכון ענפיים ומקרו כלכליים:

1. **איתנות פיננסית של השוכרים** – הכנסות הקבוצה מושפעות מן החוסן הפיננסי של שוכרי נכסיה. כאשר איתנותם נפגעת גדל הסיכון ליכולת פירעון דמי השכירות שלהם ובכך פוגע בתזרימי המזומנים של החברה. מאידך גיסא, במקרה של שוכרים חזקים עם שוק צומח, ישנה האפשרות להעלות את שכר הדירה ולהשביח הן את תזרימי המזומנים המתקבלים מהנכס והן את ערכו בשוק.
2. **סיכונים משקיים** – פעילות החברה בארץ ובחו"ל מושפעת משיעורי הצמיחה וממדיניות הריבית במדינות בהן היא פועלת. כאשר ריבית במשק מסוים עולה הדבר משפיע בצורה שלילית על פעילות ונכסי החברה וכן בעת האטה כלכלית ישנם קשיים בתחום ההכנסות משכר הדירה.
3. **עליה בתשואות לפיהן נעשות עסקאות בשוק** - רוב פעילות החברה מתמקדת נכון להיום בשווקים מערביים אשר חוו ירידות מתמשכות בתשואות שלפיהן נעשות עסקאות בשוק. ירידת התשואות מבטאת ביקושים גבוהים לנדל"ן למשרדים מול היצע שאינו יכול לספק את הדרישות תוך ציפיית הפירמות להמשך עליות בשכר הדירה אשר בהתאמה יעלו את התשואה הפנימית המתקבלת מהנכס. התשואות בשנתיים האחרונות, בעיקר בבריטניה, הן נמוכות משמעותית בהשוואה היסטורית וקיים החשש שבמצב של האטה כלכלית נראה דרישה לרמת תשואה גבוהה יותר מכל נכס וזאת עקב חששות לגבי הכלכלה. כיום לא נראים סימני האטה בבריטניה ברם האטה אפשרית בארה"ב עשויה לגרום עימה האטה עולמית, שתשפיע על מחירי הנדל"ן בעולם.
4. **צמצום הפער בין התשואות על הנכסים למחיר ההון** – עליית הריבית המסתמנת לאחרונה תוך המשך ירידה בתשואות הנכסים כשאנו עדים לצמצום הפער בין מחיר ההון לתשואה המושגת על הנכסים. נציין כי בלונדון, לדוגמא, מתבצעות עסקאות תוך פער שלילי. מצב כזה מחייב את החברות לזהירות יתר, ולהבחנה בין עסקת נדל"ן איכותית בעלת פוטנציאל השבחה לבין עסקה פיננסית. להערכתנו, להנהלת החברה ניסיון ויכולת טובים ביותר להתמודד עם מצב זה.

סקירת התוצאות הכספיות

נכסים	<p>סך הנכסים, נכון לסוף הרבעון הראשון 2007, הסתכם בכ- 6.96 מיליארד שקל, לעומת סכום של כ- 5.24 מיליארד בסוף שנת 2006. העלייה החדה (33%) נובעת בעיקר מהגידול המשמעותי בפעילות החברה ורכישותיה האינטנסיביות במדינות בהן היא פועלת.</p>
התחייבויות פיננסיות	<p>מתחילת הרבעון השני של השנה, רכשה החברה נכסים בהיקף של כ-4.6 מיליארד ש"ח, כך שנכון למועד זה סך נכסי החברה מסתכם לכדי 11.5 מיליארד שקל בקירוב.</p>
הון עצמי	<p>סך ההתחייבויות הפיננסיות נטו של החברה עומד, נכון לעת כתיבת סיקור זה על סכום של 10 מיליארד שקל.</p>
הכנסות	<p>סך ההון העצמי המתוקן של החברה הינו 1.3 מיליארד שקל (כולל הפחתה בגין אופציות צמודות מדד), לעומת 1.22 מיליארד שקל בתום שנת 2006, עלייה של 6.6%.</p>
הוצאות מימון	<p>סך הכנסות החברה צמחו בכ- 51.7% מסכום של 126.8 מיליון שקל ברבעון הראשון אשתקד לכדי סכום של 192.4 מיליון שקל ברבעון הראשון השנה. בחלוקה פנימית ניתן להבחין כי הכנסות החברה מדמי שכירות וניהול צמחו בשיעור של 84.4% לכדי 118.1 מיליון שקל, זאת בעיקר עקב רכישת נכסים מניבים חדשים, ובנוסף נרשמה צמיחה של כ- 50.3% ברווחי החברה משערוך נכסים לסך של 74.8 מיליון שקל.</p>
רווח נקי	<p>בתקופת הדוח הסתכמו הוצאות המימון בסך של 50.5 מיליון שקל, לעומת סכום של 21 מיליון בתקופה המקבילה אשתקד, עלייה שנובעת כמובן מהגידול במספר הנכסים שבפורטפוליו החברה. מבחינת יחס הוצאות המימון לחוב הפיננסי של החברה - יחס זה עמד בסוף הרבעון על 1% לעומת יחס של 1.5% ברבעון הקודם</p>
NOI	<p>רווח הנקי הסתכם לכדי 51.1 מיליון שקל לעומת 48.7 מיליון ברבעון הקודם. חשוב לציין שהפרמטר "רווח נקי" איננו רלוונטי כאשר בוחנים חברת נדל"ן מניב כאלקטרה נדל"ן, מכיוון שנתון זה מעגן בתוכו הכנסות והוצאות חד פעמיות כמימושים ולכן התנודתיות בו רבה מכדי להעיד על מיצובה העסקי. בנוסף, שנת 2006 היתה שנת יישום הדוחות לפי תקני ה- IFRS ולכן איננה מייצגת, בשל ההכנסות החד פעמיות הגבוהות משערוך הנכסים.</p> <p>פרמטר חשוב בבחינת החברה הינו הרווח התפעולי הנקי (NOI) של החברה לאורך זמן. חברת אלקטרה נדל"ן רשמה צמיחה בפרמטר של 71.8% לעומת הרבעון המקביל וצמיחה של 64.5% לעומת הרבעון הקודם. כמובן שגידול זה נובע מרכישה מרובה של נכסים.</p>



עבור שלמה שרף

שיטת הערכת השווי

מודל הערכת השווי לחברת אלקטרה נדל"ן מבוסס על מודל NAV, כאשר כלל שווי הנכסים המניבים במודל נלקח בהתאם לעסקאות דומות שבוצעו ולאור הערכת השווי שבוצעה להם במסגרת עריכת הדוחות בהתאם לכללי ה-IFRS.

שיעורי היוון הנכסים שהשתמשנו בהם:

קנדה: 7.0% - 8.25%	בריטניה: 5.5% - 5.7%
שוויץ: 5.0% - 5.8%	גרמניה: 6.0% - 7.5%
ישראל: 7.25% - 9.0%	ארה"ב: 6.5% - 8.0%

לגבי נכסי החברה אשר בתהליכי ייזום, הערכנו את רובם לפי שווי ההשקעה הרשומה בגינם בספרי החברה.

נכסים שנרכשו מחודש אפריל 2007 נלקחו מחירי הרכישה. נציין כי הם נכללים במצבת הנכסים כאשר הורדנו את ההון העצמי ששימש לרכישתם מהמזומנים והוספנו את ההלוואות להתחייבויות הפיננסיות.

את דמי הניהול לאלקו ועלות נושאי המשרה הבכירים, החלטנו להעניק כפרמיה לחברה בשל איכות הניהול ותוצאותיה.

כדרכנו ביצענו הפרשה למס בגין רווחי הון, תוך הנחה ששיעור המס הממוצע האפקטיבי שתשלם החברה בעת המימוש יהיה נמוך משיעור המס הסטטוטורי, וזאת בעקבות תכנון מס מתאים. נדגיש כי לפי התקינה הבינ"ל חייבת החברה להפריש בדוחותיה את מלוא המס הסטטוטורי בגין הפער בין שיערוך הנכס לעלותו בספרים. הפרשה כזו הינה נאיבית (שכן איננה כוללת התחשבות בתכנוני מס) ואגרסיבית (שכן איננה כוללת התחשבות בגין פערי עיתוי). כאמור, חישוב המס אותו ערכנו נועד להעריך ולשקף באופן טוב יותר את שיעור המס האפקטיבי אותו תשלם החברה.

מהסכום המתקבל הפחתנו את החוב הפיננסי נטו של החברה, כאשר הוא מותאם לעסקאות שבוצעו מאז תום הרבעון ועד למועד כתיבת דוח זה.

ריכוז הנתונים

שיטת הערכה	שווי במיליוני ₪	נכסים
		נכסים מניבים:
מכפיל NOI	1,120.5	נכסים באנגליה
מכפיל NOI	1,815.4	נכסים בארה"ב
מכפיל NOI	743.7	נכסים בישראל
מכפיל NOI	5,487.3	נכסים בגרמניה
מכפיל NOI	1,494.8	נכסים בקנדה
מכפיל NOI	386.6	נכסים בשוויץ
הילטון- הערכת שמאי, מריוט- מחיר בספרים	1,313.2	מלונות באנגליה
		פרוייקטים בהקמה:
	125.0	פרוייקט אורנים
	220.00	פרוייקט מנהטן
השקעה בספרים	102.15	הודו
	91.1	קרקעות:
	12,899.7	סה"כ שווי נכסים
	9,523.2	התחייבויות פיננסיות נטו
	946.7	התחייבויות חב' כלולות
	2,429.8	סה"כ שווי
	1,809.4	שווי שוק
	26.265	מספר מניות (במיליונים)
	92.50	מחיר נגזר למניה
	ח"ש 68.28	מחיר המניה כיום
	35.5%	דיסקאונט

תחום הנדל"ן המניב באירופה ובארה"ב צפוי להערכתנו להמשיך ולהיסחר ברמות תשואה נמוכות, על רקע כמות הכסף הגוברת הצפויה להמשיך ולזרום לאפיק זה בשנים הקרובות וזאת בעיקר בשל:

- הגדלת מרכיב הנדל"ן המניב בתמהיל ההשקעות העולמי שמונע בעיקר ע"י ההשקעות המסיביות של קרנות פנסיה וקרנות השקעה פרטיות באפיק זה.
- עלויות מימון נמוכות (יחסית) ודרישה להון עצמי מינימלי, ימשיכו לשמור על תשואות גבוהות.
- כניסה של משקיעים נוספים.

נכסיה של אלקטרה נדל"ן שהפריסה הגיאוגרפית שלהם מוגבלת למדינות יציבות כלכלית ופוליטית, ונמצאים בתפוסה ואיכות גבוהים מהמוצע באזורים בהם החברה פעילה, ייהנו מכך.

להערכתנו, החברה תדע להתמודד גם עם מצב של עליית תשואות וצמצום הפער בין התשואות על הנכסים למחיר ההון, תוך התמקדות בעסקאות נדל"ן איכותי בעל פוטנציאל השבחה, אך תוך כדי נטילת סיכון מעט גבוה יותר. בנוסף ניתן לראות כי החברה החלה לאחרונה לפעול בהודו בפעילות הנושאת אופי יזמי ברמת סיכון גבוהה יותר.

מכיוון שההלוואות אותן לוקחת החברה כדי לרכוש נכסים בחו"ל הינן בתנאי Non Recourse הרי שהחשיפה של החברה היא בגובה ההון העצמי אותו השקיעה (בין 10% ל- 20% בממוצע). עוד נציין כי רוב ההלוואות שהחברה לוקחת הן בריבית קבועה, כך שעליית ריבית תשפיע רק ברכישת נכסים חדשים וכן בביצוע עסקאות של מימון מחדש.

הצפות ערך משמעותיות תהינה אפשריות מהנפקת פורטפוליו המלונות באנגליה, פעילות הייזום בהודו ומכירת תיק נכסים באחת ממדינות מערב אירופה.

החברה נהנית מהנהלה ותיקה, איכותית ואמינה תחת ניהולו של שלמה שרף, אנו מאמינים כי החברה צפויה להמשיך ולגדול בזיהרות שמאפיינת את פעילותה.

מכיר כי חברת האם אלקטרה ומנהליה אינם פעילים בחברה ובדירקטוריון שלה, וכי לאלקטרה נדל"ן אין שום נגיעה לקריסת קבוצת חפציבה.

לאור כל זאת, אנו מעניקים לחברה המלצת קנייה במחיר יעד של 92.5 ₪ למניה המשקף דיסקאונט של כ- 36% ממחירה כיום בשוק.