

## שתי ציפורים במכה

- ❖ הפיצוי המיוחל בין אלקטרה לאלקטרה נדל"ן הולך וקרב. ב-25.8.09 צפויה להתכנס אסיפה כללית בה יתבקשו בעלי המניות והחוב לאשר את הפיצול, ולאחר מכן החברה תפנה לבית משפט על מנת לקבל את האישור הפורמאלי. הפיצול עצמו צפוי להתבצע במהלך ספטמבר, במידה ולא יהיו התנגדויות.
- ❖ אלקטרה מחזיקה 71.6% באלקטרה נדל"ן. במהלך הפיצול יועברו כל אחזקותיה באלקטרה נדל"ן לבעלי מניותיה, אלקו (64%) והציבור, כך שכל בעל מניות באלקטרה יחזיק במניות אלקטרה נדל"ן לפי יחסי שווי השוק במועד הפיצול. נציין גם כי במהלך הפיצול תעביר אלקטרה לאלקטרה נדל"ן נכס מניב ברמת החייל שבבעלותה.
- ❖ יש הגיון רב בפיצול בין אלקטרה לאלקטרה נדל"ן שכתוצאה ממנו כל חברה תעמוד בפני עצמה ותהווה "Pure Player" בתחומה. פיצול זה יאפשר לכל פעילות לפעול באופן עצמאי לחלוטין מבחינת תוכניות אסטרטגיות, התרחבות, מיזוגים ורכישות, מימון וכד'.
- ❖ פעילותה העצמאית של חברת אלקטרה מציגה בשנה האחרונה צמיחה נאה לאור צבר הזמנות גבוה בתחום הפרויקטים והמשך היציבות המאפיינת את תחום השירותים והסחר, המשלים את תחום הפרויקטים.
- ❖ נכון ל-31.3, צבר ההזמנות של אלקטרה עומד על מעל ל-3.6 מיליארד ₪, מתוכו 1.96 מיליארד ₪ לביצוע בשנת 2009 כאשר להערכתנו 2.8 מיליארד ₪ הם במגזר הפרויקטים (כ-1.5 מיליארד ₪ לביצוע ב-2009). סך מכירות מגזר הפרויקטים יעברו בשנת 2009 את רף ה-1.8 מיליארד ₪, לעומת 1.72 מיליארד בשנת 2008 (שבעצמה הייתה שנה טובה) ו-1.5 מיליארד בשנת 2007. להערכתנו, מכירות מגזר השירותים והסחר יעמדו על כ-660 מ"ח, לעומת כ-650 מ' בשנת 2008 ו-535 מ"ח בשנת 2007 (חלק מהצמיחה בשנת 2008 נבע מרכישות).
- ❖ אלקטרה נדל"ן ידעה לרכוש ולהשביח נכסים ולהשיג תשואה גבוהה על ההון המושקע בנכסים לאורך תקופה ארוכה. בשנה האחרונה נעצרה כמעט פעילות ההתפתחות של החברה, כמו כל חברות הנדל"ן המניב אך להערכתנו מצב זה לא יישאר לנצח. אומנם הענף השתנה וכבר לא מקבלים מימון בשיעור של 80%-90% מהיקף העסקה, מה שכמובן משפיע על התשואה המושגת על ההון בהשקעות עתידיות, אך אנו מעריכים כי המשך מגמת ההתייבבות בשוקי האשראי תוביל התייבבות בענף הנדל"ן המניב וקצב העסקאות יעלה. להערכתנו, גם אלקטרה נדל"ן תחזור לבצע עסקאות, אם כי בקצב איטי מבעבר.
- ❖ האג"ח של אלקטרה נדל"ן נסחר בתשואה ברוטו של 3.85% בלבד. בשלב זה ובהנחה ריאלי של המשך מחזור חוב בנקאי (חובות שוטפים מול בנקים בישראל וחובות נון ריקורס מול בנקים בחו"ל כאשר שווי הנכסים גבוה משמעותית מגובה ההלוואה), נראה כי לחברה אין בעיה לשרת את חובה למחזיקי האג"ח בתקופה הקרובה.
- ❖ נציין כי שיעור אחזקות הציבור באלקטרה נדל"ן יעלה מכ-14% לכ-40%, מה שיגדיל משמעותית את הסחירות במניה והיא צפויה להיכנס למדד ת"א 75 בעדכון הקרוב בסוף 2009.
- ❖ אנו משיקים סיקור לאלקטרה נדל"ן בהמלצת קניה ובמחיר יעד של 41.5 ₪, הגבוה ב-38% שער הבסיס של המניה היום. ההשקעה באלקטרה נדל"ן מאפשרת חשיפה לחברת נדל"ן מניב ללא חשש ממשי לכושר פירעון החוב, חברה הפועלת בשווקים מערביים ומפותחים ובעלת נכסים איכותיים ושוכרים טובים לטווח ארוך (החברה שמרה על שיעור תפוסה של 95% לאורך כל התקופה האחרונה). אטרקטיביות ההשקעה מקבלת חיזוק ע"י העובדה שהחברה נסחרת במכפיל הון עצמי 0.6 (נמוך מכל החברות במדד נדל"ן 15 מלבד אפריקה נכסים), וזאת לאחר שכלל הנראה מרבית ההפחתות מאחורינו ושוקי הפעילות של החברה הגיעו (או מתקרבים) לתחתית. ההשקעה באלקטרה נדל"ן משלבת מחיר זול באופן יחסי יחד עם אפסייד לטווח ארוך שכן ירידת שיעורי התשואה בעתיד, כאשר תתרחש, תוביל לגידול משמעותי בהון העצמי של החברה. בנוסף נציין כי ללא שערוכים, מדובר בחברה רווחית היודעת להשביח את נכסיה והיא בעלת פעילות יזום העשויה ליצור ערך בעתיד.
- ❖ שווי השוק של אלקטרה בנטרול אלקטרה נדל"ן הינו כ-900 מ"ח, כאשר להערכתנו פעילות זו גבוהה ב-46% כ-1,316 מ' ₪, 46% מעל מחיר השוק. מחיר היעד לאלקטרה, הלוקח את אלקטרה נדל"ן ע"פ שווי שוק הינו 574 ₪, 29% מעל מחיר שער הבסיס היום. מחיר היעד לאלקטרה, הלוקח בחשבון את מחירה הכלכלי של אלקטרה נדל"ן הינו 639 ₪, גבוה ב-45% משער הבסיס של המניה.
- ❖ הרוכש את אלקטרה כיום יינה בקרוב מאחזקה נפרדת ב-2 חברות המתומחרות משמעותית מתחת לשוויין. להערכתנו, ביצוע הפיצול יהווה טריגר משמעותי לצמצום הדיסקאונט ממחיר היעד ב-2 חברות, הן בשל התמקדות אלקטרה בעסקי הליבה שלה והן בשל עלייה ברמת הסחירות באלקטרה נדל"ן.

### תאריך 13.8.2009

### אלקטרה

מחיר בסיס (שח) 445

מחיר יעד (שח) 574

דיסקאונט 30%

המלצה קנייה

### אלקטרה נדל"ן

מחיר בסיס(שח) 30

מחיר יעד (שח) 41.5

דיסקאונט 38%

המלצה קנייה

גרף 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

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

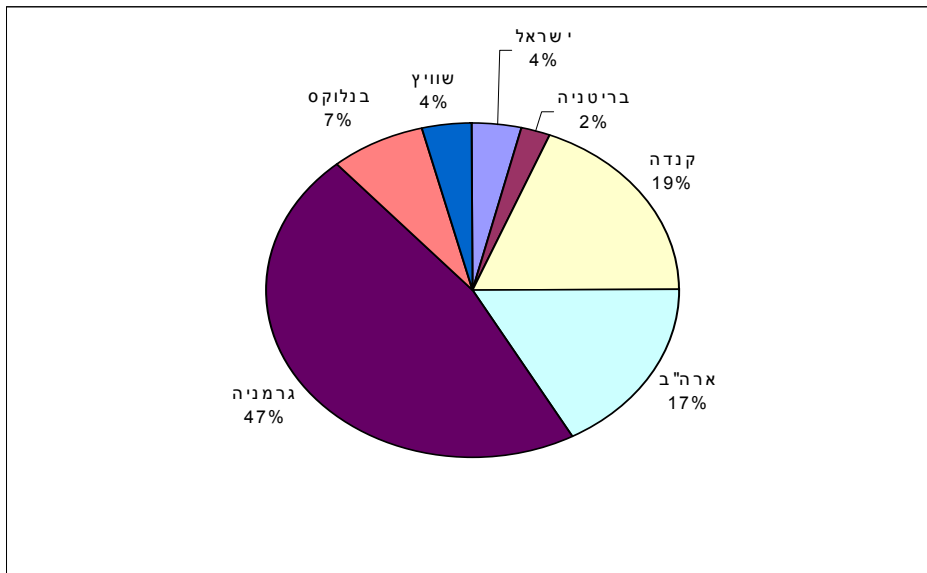
## אלקטרה נדל"ן

❖ אלקטרה נדל"ן פעילה בתחום הנדל"ן המסחרי המניב בישראל ובחו"ל. לחברה פריסה גיאוגרפית מרשימה במדינות מערב אירופה (גרמניה, הולנד, לוקסמבורג בריטניה ושווייץ), צפון אמריקה וישראל – כאשר הפעילות מתבצעת במדינות בעלות דירוג אשראי הגבוה ביותר. בנוסף, החברה נכנסה לתחום יזום פעילות נדל"ן מסחרי ולמגורים בהודו (בשיתוף עם נכסים ובניין). בחברה פעילות יזמית בישראל.

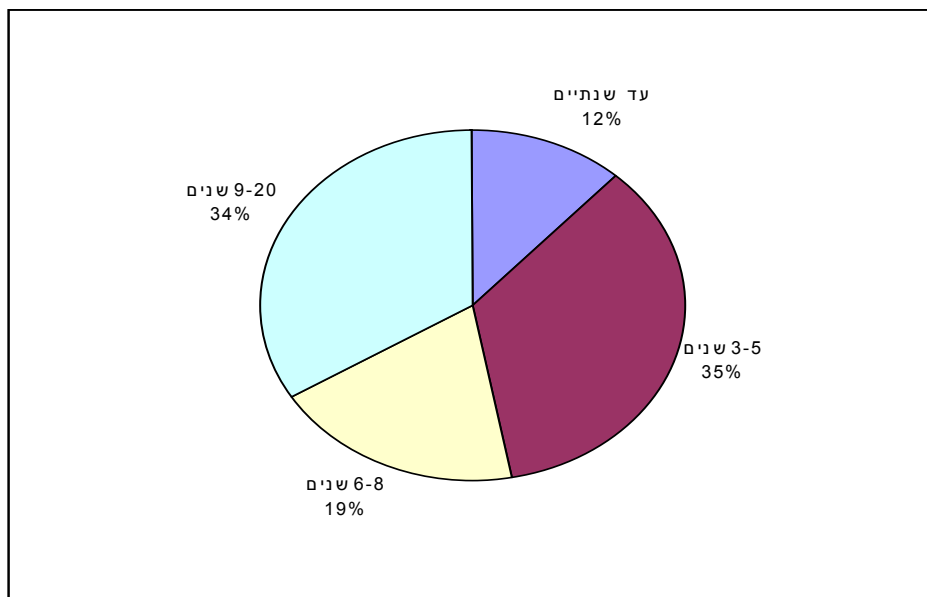
❖ נכון ל-31.3.09 מחזיקה החברה 111 נכסים, מתוכם 11 בשלבי פיתוח והקמה וכ-9.9% מפורטפוליו של בתי מלון בבריטניה הכולל 42 בתי מלון מרשת מריוט ו-16 בתי מלון מרשת הילטון. השטח הכולל של נכסי החברה עומד על כ-1.1 מיליון מ"ר (כולל חברות כלולות) בשווי כולל של כ-9 מיליארד ₪. שיעור התפוסה עומד על כ-95%, ולמעשה כמעט ולא השתנה במהלך המשבר.

לחברה 111 נכסים, מתוכם 11 בשלבי פיתוח והקמה, וכ-9.9% מפורטפוליו של 56 בתי מלון בבריטניה. השטח הכולל של נכסי החברה מסתכם ב-1.1 מיליון מ"ר (כולל חברות כלולות) בשווי כולל של כ-9 מיליארד ₪. שיעור התפוסה עומד על כ-95%, ולמעשה כמעט ולא השתנה במהלך המשבר

### התפלגות גיאוגרפית של הנכסים לפי ההכנסות תפעוליות נטו (NOI) כולל חברות כלולות:



### פילוח מועדי סיום חוזי שכ"ד של החברה:



- ❖ פעילות אחזקת נכסים מניבים מונעת מהרווח המופק בין התשואה על הנכס לבין עלויות המימון לרכישתו. בנוסף, קיים פוטנציאל השבחה בנכסים מסוימים הן בגידול בשיעורי התפוסה ובשכ"ד בעת חידוש החוזים והן תוך ניצול זכויות בנייה נוספות המתבצע בשיעורי תשואה גבוהים בד"כ על ההשקעה הנדרשת לצורך ההרחבה. המימון מתבצע בעיקר בהלוואות NON RECURSE מבנקים מקומיים, אשר מימנו בעבר כ-90%-80% ממחיר רכישת הנכס. מימון זה מקטין את הסיכון הכרות בעסקאות גדולות מבחינת החברות. עם זאת, משבר האשראי האחרון הביא לכך ששיעורי המימון כיום נמוכים יותר (60%-50%) ובעלויות גבוהות יותר (במידה וניתן לקבל מימון). נציין כי גם אם מתקבל מימון לרכישת נכסים, הסכומים קטנים יותר ואינם מגיעים לרמה של מאות מיליוני דולרים, בדומה לעבר. מצב זה מקשה על חברות נדל"ן מניב לממן את פעילותן ולהרחיב את פורטפוליו הנכסים שלהן.
- ❖ מצבו של ענף ההשקעות בנדל"ן מניב מושפע מצד אחד מחוסר נכונות בעלי הנכסים לממש נכסים טובים בתשואות הגבוהות המאפיינות תקופה זו ומצד שני מהקושי המימוני בו נתקלים רוכשים פוטנציאליים הדורש הון עצמי גבוה ומוביל לחיפוש אחר מציאות. בעקבות זאת, כמעט ולא מתבצעות עסקאות. בתחילת המשבר היה נדמה כי חברות הנתקלות בבעיה בשירות התחייבויותיהן יהיו מוכנות למכור נכסים במחירים נמוכים לאור לחץ מצד הבנקים, אך בפועל מסתבר כי הבנקים מעדיפים להאריך הלוואות לבעלי נכסים מלקבל בעלות על הנכס.
- ❖ מתחילת השנה מכרה אלקטרה נדל"ן 2 נכסים בישראל לאמות תמורת 63 מ"ש"ח נטו (הרוכשים לקחו על עצמם את ההלוואות). בנוסף מכרה החברה 11% מזכויותיה בבניין משרדים בשיקגו בו החזיקה 60%. להערכתנו, החברה תבצע מימושים נוספים במידה ותקבל הצעות ראויות.
- ❖ בינואר רכשה החברה 45% מ-2 מרכזי קניות: הורנבך בהולנד ובמרכז קניות בלוקסמבורג תמורת כ-68 מ' יורו (100%) בהתאם להסכם שנתחם בעבר. החברה השיגה מימון לכ-54 מ' יורו. המרכזים מושכרים במלואם לחברת הורנבך שהינה מהמובילות באירופה בתחום "עשה זאת בעצמך". תקופת השכירות היא עד 2024.

### שוקי הנדל"ן בהם פועלת החברה:

#### **גרמניה:**

ב-2009 צפויה ירידה של 4.5% בתל"ג והאבטלה עשויה להגיע ל-10%, לעומת פחות מ-8% ב-2008. השוק הגרמני לא סבל מבעות מחירים כמו באנגליה ולכן ירידת מחירי השכירות ועליית התשואות היו חדות פחות. מתחילת 2009 נרשמה ירידה של כ-3% בדמי השכירות. התשואה למשרדים בפרנקפורט ובהמבורג, שני שווקים מרכזיים לאלקטרה נדל"ן, היא כ-5.2% (לעומת 4.75%-4.5% בשיא) ושומרת על יציבות ברבעון השני. בברלין שיעור התשואה עלה ל-5.5% לעומת 5% בשיא ובמינכן התשואה עלתה ל-5.1% לעומת 4.5%. הצפי בשוק המשרדים הוא ליציבות יחסי ת ומיעוט עסקאות בתקופה הקרובה. דמי השכירות עשויים עדיין לרדת אך לא בצורה דרסטית.

#### **קנדה:**

הכלכלה הקנדית היא אחת החזקות בעולם ונתמכת במשאבים טבעיים רבים כגון נפט וגז. עם זאת, עקב תלותה וקשריה החזקים עם ארה"ב השפעות המשבר הגיעו גם אליה, אך במידה פחותה. הצפי לשנת 2009 הינו ירידה של 2.4% בתל"ג כאשר גם שיעור האבטלה צפוי לגדול. עם זאת, ישנו צפי לחזרה לצמיחה כבר בשנת 2010. נכון לסוף 2008 לא ירידה במחירי השכירות, אך חלה עליה בשיעורי ההיוון.

לאחר שנים של צמיחה בשוק המשרדים בקנדה, קיים צפי להאטה בשנת 2009 לאור ירידה בביקושים וכניסת היצע חדש לשוק. עיקר הבעיה היא בטורונטו ובקלגרי (בה אין לאלקטרה נדל"ן פעילות). בוויניפג, בה פועלת אלקטרה, שיעורי התפוסה ברבעון השני אף רשמו עלייה.

#### **ארה"ב:**

כלכלת ארה"ב צפויה להציג צמיחה שלילית ב-2009, אך עם זאת ייתכן כי כבר ברבעונים הקרובים הצמיחה תחזור. שוק המשרדים בארה"ב נפגע מאד מהמשבר וההגידול באבטלה. שיעורי התפוסות המשיכו לרדת ברבעון השני בכ-1% והגיעו לשפל של 4 שנים: שיעור התפוסה של 86.3% במרכזי הערים ו-81.7% מחוץ למרכזים. פעילות ההשכרה הסתכמה בחציון הראשון של השנה במחצית מהפעילות שהייתה בשנים 2004-2007. מחיר השכירות ירדו בכ-10%-5% במהלך הרבעון השני לעומת הרבעון הראשון. עם זאת, מסתמן כי הגענו לתחתית בכל הקשור לתחום הנדל"ן למשרדים.

#### **ישראל:**

באופן יחסי שוק הנדל"ן המניב בישראל הפגין עוצמה בעת המשבר. עם זאת, נרשמה ירידה בתפוסות עם מעבר של חברות לפריפריה מטעמי חיסכון. נרשמה ירידה במחירי השכירות, בעיקר במרכז ת"א בה הגיעו המחירים לשיא לפני כשנה. שיעור התפוסה במשרדים בת"א ירד ברבעון האחרון בכ-3%-5% לפי מאן נכסים וב-0.5% לפי נת"ם המציניים כי 0%-5% מהשטחים הפנויים מוצעים להשכרות משנה. המחיר המבוקש למשרדים בתל אביב ירד במוצע מ-89 ₪ לכ-75 ₪ למ"ר ונתם מדווחת כי הפער בין המחיר המבוקש למחיר הסופי הינו כ-10%-5%. מחוץ לת"א הירידה בדמי השכירות נמוכה יותר ונעה בין 2% ל-7% (שוב, כאשר מחירי הסגירה נמוכים יותר בכ-10%-5%).

#### **פסגות ניירות ערך בע"מ**

משבר האשראי האחרון הביא לכך ששיעורי המימון כיום נמוכים יותר (60%-50%) ובעלויות גבוהות יותר (במידה וניתן לקבל מימון). גם אם מתקבל מימון לרכישת נכסים, הסכומים קטנים יותר ואינם מגיעים לרמה של מאות מיליוני דולרים, בדומה לעבר.

בתחילת המשבר היה נדמה כי חברות הנתקלות בבעיה בשירות התחייבויותיהן יהיו מוכנות למכור נכסים במחירים נמוכים לאור לחץ מצד הבנקים, אך בפועל מסתבר כי הבנקים מעדיפים להאריך הלוואות לבעלי נכסים מלקבל בעלות על הנכס.

**גרמניה:** עליית תשואות וירידה קלה בדמי השכירות, צפי להתייצבות.

**קנדה:** יציבות באזורי הפעילות של החברה הן בתפוסות והן בדמי השכירות

**ארה"ב:** תפוסות בשפל של 4 שנים, ירידה משמעותית במחירי השכירות. צפי כי תחום הנדל"ן למשרדים הגיע לתחתית

**ישראל:** ירידה קלה בתפוסות ומשמעותית יותר בדמי השכירות. התשואות עלו באופן לא מהותי



בית ההשקעות הגדול בישראל

**שוויץ:**

גם הכלכלה השוויצרית היציבה צפויה להציג צמיחה שלילית של 1.6% בשנת 2009 והאבטלה צפויה להגיע ל-4.6% לעומת 2.6% בשנת 2008, לאור החשיפה הגבוהה למגזר הפיננסי.

שוק המשרדים בשוויץ, אשר לא סבל מבועה והמחירים בו נמוכים ביחס למרכז הפיננסי בלונדון שמר על יציבות, לאור היצע נמוך יחסית ולכן לא ראינו שינויים מהותיים בשכר הדירה. התשואות עלו בשיעור של כחצי אחוז עד אחוז בלבד. עם זאת, לאור גידול צפוי בהיצע והקטנת הביקושים לאור המשבר, הצפי הוא ששיעורי התפוסה יירדו ומחירי השכירות עשויים לרדת.

**בריטניה:**

אין ספק כי שוק הנדל"ן בבריטניה הינו אחד השווקים שנפגעו בצורה החזקה ביותר במשבר הנוכחי לאור בועת המחירים שהייתה בו מצד אחד, ולאור הכניסה למיתון מצד שני כאשר אנגליה חווה גידול באבטלה, ירידה בצריכה הפרטית ומשבר פיננסי המוביל למחנק אשראי. ברבעון הראשון נרשמה ירידה בתל"ג הבריטי בשיעור של 1.9% והממשלה צופה ירידה בתל"ג של 3.5% השנה. הנקודה החיובית היא שבמשך 3 חודשים רצופים רואים גידול בביטחון הצרכנים, אך לא ברמה שתגרום להם לבצע רכישות גדולות.

בסוף 2008 הגיעו שיעורי השטחים הפנויים בווסט אנד ל-5.1% ובמרכז לונדון ל-5.3%, השעורים הגבוהים ביותר מאז 2006 (אך לא מתקרב לרמות שהיו במשבר הקודם בשנת 2003). בתחילת 2009 שיעורי השטחים הריקים המשיכו לעלות. מחיר השכירות למשרדים בווסט אנד ובמרכז לונדון ירדו בכ-19%-17%. שאר אנגליה לא חוותה ירידת שכירות כזו. התשואות על נכסים איכותיים במיקומים מרכזיים בווסט אנד עלו מ 4.75% ל-5.5% ובסיטי מ-5.2% ל-6.65%. בנכסים אחרים התשואות כמובן גבוהות יותר כאשר בכלל בריטניה חלה עליית תשואות של 2%-2.75% בשנה האחרונה. ברבעון השני התייצבו התשואות ולמרות שהשוק עדיין חלש הגידול בהיקפי העסקאות מעודד.

ענף המלונאות, לאחר 5 שנים של צמיחה עשה סיבוב פרסה בשנת 2008 לאור המשבר הכלכלי ונרשמה ירידה של 2.2% בתפוסות ברחבי אנגליה ו-1.9% בלונדון. עיקר הירידה נרשמה במחצית השנייה של השנה. התחזיות לשנת 2009 צופות המשך האטה בענף המלונאות, הן מבחינת תפוסת החדרים והן מבחינת הכנסות מכנסים. הדבר יוביל לירידה בתעריפי החדרים, לראשונה מאז 2003.

**נכסי התברה:**

❖ לחברה כ-100 נכסים מניבים המושכרים בתפוסה גבוהה לשוכרים איכותיים כגון משרדים ממשלתיים, בנקים, חברות ביטוח, משרדי ר"ח ועו"ד מובילים וחברות מובילות אחרות. מרבית החוזים הינם לתקופות ארוכות, צמודים למדד ובעלי מנגנוני העלאת שכ"ד. החברה הצליחה לשמור על תפוסה של כ-95% לאורך כל התקופה האחרונה, מה שמעיד עוד יותר על איכות השוכרים. לחברה אין תלות באף לקוח בודד.

❖ בשנת 2008 מחקה החברה כ-220 מ"ח מנכסיה המניבים. ההפחתות נעשו בישראל (כ-20 מ"ח), קנדה (כ-40 מ"ח), ארה"ב (כ-20 מ"ח), בריטניה (כ-60 מ"ח), גרמניה והולנד (כ-75 מ"ח). בנוסף נעשו הפחתות של עשרות מ"ח בחברות הכלולות המחזיקות בנכסים מניבים.

❖ המחיקות שביצעה החברה נמוכות יחסית בהשוואה לחברות נדל"ן מניב אחרות הפועלות באותם אזורים. החברה מחקה פחות מ-3% משווי נכסיה, לעומת מחיקה של כ-6% שביצעה דלק נדל"ן, וקרוב ל-10% שביצעה גזית גלוב. מבדיקה של שעורי ההיוון בהם משוערכים נכסי החברה כיום, עולה כי שיעורי ההיוון של החברה דומים פחות או יותר, ולפעמים אף גבוהים יותר משיעורי ההיוון בהם משוערכים נכסי החברות האמורות, כך שסביר שהמחיקה הנמוכה יחסית שביצעה החברה מקורה בשערוכים שמרניים יותר שבוצעו מלכתחילה.

❖ הערכת השווי שלנו לנכסי החברה התבססה על כך שישנו סיכוי סביר כי הגענו או שאנו קרובים לתחתית בכל הקשור לתחום הנדל"ן המניב בשווקים בהם פועלת החברה. הנחה זו מובילה אותנו להסיק כי רוב עליית התשואות כבר מאחורינו ולכן לא צפויות ירידות ערך חדות נוספות בגין עליית תשואות. הואיל ולפי הבנתנו החברה ממשיכה לשמור על שיעורי תפוסה גבוהים לאור איכות נכסיה ואיכות השוכרים ולאור החוזים ארוכי הטווח הכוללים בחלקם מנגנוני עליית שכר דירה, אנו מניחים כי גם תזרים המזומנים של החברה לא ייפגע. כאשר התזרים לא נפגע, והתשואה לא עולה, לא דרושות הפחתות נוספות.

❖ למרות האמור לעיל, במקומות בהם חשבנו שתיתכן הפחתה לאור שיעורי היוון נמוכים ביחס לשיעורים בחברות מקבילות, ביצענו הפחתות שהסתכמו בכ-180 מ"ח (כולל חברות כלולות). בשני השווקים העיקריים של החברה, גרמניה וקנדה, לא ביצענו הפחתות לאור העובדה כי שיעורי ההיוון נראו לנו סבירים.

❖ סך הנכסים המניבים במאזן נכון לסוף הרבעון הראשון עומד על 8.9 מיליארד ₪. ההון העצמי עומד על 1.27 מיליארד ₪. הערכת השווי שלנו גוזרת לחברה שווי של 1.09 מיליארד ₪, לאחר המחיקה הנוספת שביצענו. מכאן, על מנת שרמת ההון העצמי תגיע להערכת השווי שלנו על החברה למחוק 2% נוספים משווי הנכסים וסה"כ 5%. שווי השוק של החברה מגלם מחיקה של 5.4% נוספים מסך הנכסים (וסה"כ 8.4%). אנו חושבים שהסיכוי שהדבר אכן יקרה נמוך מאד.

**שוויץ:** יציבות בשכר הדירה, עלייה קלה בתשואות. עלייה בהיצע צפויה להוביל לירידה בתפוסות ובמחירי השכירות

**בריטניה:** ירידה משמעותית בדמי השכירות, עלייה משמעותית בתשואות. ב-2009 צפוי המשך ירידה בתפוסות בתי המלון. ברבעון השני התייצבו התשואות ולמרות שהשוק עדיין חלש הגידול בהיקפי העסקאות מעודד.

שיעורי התשואה הנגזרים לאחר המחיקות שביצעה החברה דומים לשיעורי התשואה בחברות מקבילות, למרות מחיקות נמוכות יותר. מכאן ניתן להסיק כי החברה ביצעה שערוכים סולידיים יותר כלפי מעלה בתקופות הטובות.

הערכת השווי מתבססת על סיכוי סביר שרב עליית התשואות מאחורינו, על שמירה על שיעורי תפוסה גבוהים ויציבות בדמי השכירות, כך שהסיכוי להפחתות נוספות נמוך מאד.

הפחתנו מערך הנכסים 180 מ' שח באזורים בהם שיעורי ההיוון נמוכים מאלה של חברות מקבילות

פעילות ייזום – הודו וישראל

- ❖ אלקטרה נדל"ן ונכסים ובניין נכנסו להודו בסוף 2006. החברות רכשו 5 קרקעות בהיידראבד, מייסור וצ'נאי בעלות (חלק החברה) של כ-210 מ"ח המיועדים למשרדים, מסחר ומגורים.
- ❖ כמו שלמדו לא מעט יזמים ישראלים שניסו לפעול בהודו, ייזום נדל"ן בהודו מהווה אתגר לא פשוט. בשלב זה החברה החלה לבנות רק שלב אחד בפרוייקט בהיידראבד בו היא בונה כ-370 יח"ד, כאשר בשיווק הראשוני כבר נמכרו מעל ל-100 דירות. במידה וישלב זה יצליח תמשיך החברה בהמשך השלבים. בשלב זה לא ניתן להעריך מתי תחל הבניה בשאר הפרוייקטים.
- ❖ לא הענקנו שווי עודף לחברה בגין יזמות זו, אך גם לא ביצענו הפחתות שווי לקרקעות הואיל והקרקעות נרכשו במחירים של \$70-\$150 למ"ר בלבד.
- ❖ בישראל לחברה מספר קרקעות ונכסים המיועדים לפיתוח, ו-2 נכסים הנמצאים בבניה, פרויקט SEA ONE ובית אלקו.
- ❖ פרויקט SEA ONE בו מחזיקה החברה 50% הינו בית דירות ומלון יוקרתי מול הים בחלק הדרומי של הטיילת בתל אביב. הפרוייקט עלה לכותרות לאחרונה לאחר שאוליגרך רוסי קנה את הקומה העליונה (שילוב של 5 דירות) במעל ל-100 מ"ח במחיר שיא לדירות בישראל. לגבי המלון נחתם הסכם עם רשת מובנפיק שתנהל את המלון כאשר החברה תקבל כ-85% מה-GOP של המלון, עם הבטחת הכנסה שנתית של \$15,000 לחדר. הפרוייקט יושלם בסוף 2010. החברה צופה כי תרוויח כ-100 מ"ח מפרוייקט זה. מטעמי שמרנות הענקנו לחברה שווי עודף של כ-50 מ"ח.
- ❖ בית אלקו, בו מחזיקה החברה 25%, הינו מגדל משרדים גדול בשטח של כ-54 אלף מ"ר ההולך ונבנה ברחוב יגאל אלון בת"א ובנייתו צפויה להסתיים בסוף 2010. המשבר שפרץ בשנה האחרונה גרם להערכתנו לפגיעה ביכולת ההשכרה מראש של המשרדים וכן בדמי השכירות המבוקשים. בשלב זה אנחנו לא מעניקים לחברה שווי עודף בגין פרויקט זה, ושווי עודף יינתן לאחר שנקבל אינדיקציות חיוביות יותר משוק הנדל"ן המניב בישראל שיוביל להשכרות משמעותיות של שטחי המשרדים במגדל.
- ❖ לחברה 50% מקרקע ברחוב הרכבת בת"א המיועד לבניית מגדל משרדים. בנוסף, לחברה 50% בבניין לשימור ברחוב ברנר בת"א אותו היא מתכננת להסב לווילה עירונית שתימכר במחיר גבוה מאוד. כן לחברה 50% בבניין לשימור המיועד למלון ודירות למכירה ברחוב יפת ב"פ. בשלב זה לא הענקנו שווי עודף לחברה בגין נכסים אלו.

**נושר הפירעון**

- ❖ החברה פועלת ברמות מינוף גבוהות מאוד. עם זאת, ההלוואות שנלקחו לצורך רכישת הנכסים המניבים הינן הלוואות נון ריקורס, מה שמקטין את הסיכון בהלוואות אלו.
- ❖ בשנה הקרובה אמורה החברה לפרוע הלוואות נון ריקורס בהיקף של כ-275 מ"ח, כאשר שווי הנכסים מולן עומד על כ-445 מ"ח. לאור זאת, סביר כי החברה תצליח למחזר את החוב, מה גם, כפי שצינו בתחילת העבודה, הבנקים לא ממש רוצים להחזיק בנכסים עצמם. בשנה שלאחר מכן אין החזרי חובות משמעותיים. לחברה חלויות שוטפות בסך של כ-60 מ"ח לשנה בגין ההלוואות הנון ריקורס הנפרעות מהתזרים השוטף של הנכסים.
- ❖ לחברה אשראי ז"ק של כ-210 מ"ח מבנקים בישראל וכן אשראי ז"ק בסך 70 מ"ח המובטח בשעבוד קבוע על נכס. נראה סביר כי חוב זה ימוחזר.
- ❖ לחברה יתרות מזומנים של כ-200 מ"ח ומסגרת אשראי לא מנוצלת של כ-200 מ"ח. כן החברה מייצרת תזרים מזומנים של כ-80 מ"ח בשנה.
- ❖ לחברה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-500 מ"ח, ביניהן הקרקעות בהודו ונכס ברעננה בשווי של כ-100 מ"ח.
- ❖ תזרים סדרות האג"ח של החברה הינו:

שנה (ממרוץ עד מרוץ)	תזרים (מ"ח)
ראשונה	67
שנייה	73
שלישית	73
רביעית	73

האג"ח של החברה נסחר בתשואה ברוטו של 3.85% בלבד. בשלב זה ובהנחה ריאלית של המשך מחזור חוב בנקאי, נראה כי לחברה אין בעיה לשרת את חובה למחזיקי האג"ח בתקופה הקרובה. כמו כן, ייתכנו מימושים נוספים בחברה שיגדילו את הנזילות.

**לסיכום**

לאלקטרה נדל"ן הנהלה איכותית ומנוסה בישראל ובשווקים בהן היא פועלת. רמת הניהול מתבטאת ביכולת לרכוש נכסים, להשביחם ולהשיג תשואה גבוהה על ההון המושקע בנכסים לאורך תקופה ארוכה. בשנה האחרונה נעצרה כמעט ההתפתחות של החברה, בדומה לכל החברות בענף, אך להערכתנו מצב זה לא יישאר לנצח. אמנם יחס המימון לשווי הנכס לא ישוב לרמות הגבוהות של 80-90%, מה שיפגע בתשואה על ההון העצמי אך גם רמות מימון הגיוניות יותר של 60-70% יאפשרו תשואות נאות על ההון העצמי. התייצבות השוק תוביל בסופו של דבר לגידול בהיקף העסקאות ולהערכתנו גם אלקטרה נדל"ן תחזור לבצע עסקאות, אם כי בקצב איטי מהעבר.

אנו לא מתעלמים מהסיכון הכרוך בהשקעות במינוף גבוה, העלולה לסכן יציבות של חברות מסוימות. עם זאת, נראה כי אלקטרה נדל"ן עברה את החלק הקשה של הסערה הפיננסית בצורה טובה יחסית, בזכות העובדה כי המח"מ על הלוואותיה הינו ארוך טווח ומול ההלוואות הקצרות ישנם נכסים בשווי גבוה משווי ההלוואות, מה שמקל מימון מחדש. בנוסף החברה ביצעה מספר מימושים ששיפרו את מבנה הנזילות שלה.

מניית החברה מבטאת את החשש מרמות המינוף הגבוהות ומשחיקת ההון העצמי כתוצאה מירידת ערך נכסים. בשפל, שיקף מחיר המניה מכפיל הון של כ-0.3 ששיקף חשש ממחיקות ענק. מחיקות אכן הגיעו אך בסדרי גודל נמוכים משמעותית. לאור ההערכות כי שיא המשבר מאחורינו, והעובדה כי נכסי החברה שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים ותזרים קבוע, אנו מעריכים כי גם אם נראה עוד מחיקות, הן לא יהיו בסדר הגדול המשתקף לחברה ממחירה בשוק, המשקף מכפיל הון של כ-0.6, כלומר כ-485 מ"ח מתחת להונה העצמי של החברה. היקף המבטא מחיקה של כ-5.4% נוספים משווי הנכסים לעומת מחיקה של כ-3% נכון לסוף הרבעון הראשון.

חשוב להדגיש כי בנטרול שערוכים, מדובר בחברה המייצרת רווחים באופו שוטף, וכן נציין כי גם בפעילות הייזום קיים פוטנציאל להגדלת ההון העצמי כבר בשנה הבאה עם השלמת פרויקט SEA ONE ובעתיד גם עם אכלוס בית אלקו וייתכן שגם בשאר הפרויקטים של החברה בישראל והודו.

ההשקעה באלקטרה נדל"ן מאפשרת חשיפה לחברת נדל"ן מניב ללא חשש ממשי לכושר פירעון החוב, חברה הפועלת בשווקים מערביים ומפותחים ובעלת נכסים איכותיים ושוכרים טובים לטווח ארוך (החברה שמרה על שיעור תפוסה של 95% לאורך כל התקופה האחרונה). מרבית ההפחתות מאחורינו ושוקי הפעילות של החברה הגיעו (או מתקרבים) לתחתית. ההשקעה באלקטרה נדל"ן משלבת מחיר זול באופן יחסי יחד עם אפסייד לטווח ארוך שכן ירידת שיעורי התשואה בעתיד, כאשר תתרחש, תוביל לגידול משמעותי בהון העצמי של החברה. בנוסף נציין כי ללא שערוכים, מדובר בחברה רווחית היודעת להשביח את נכסיה והיא בעלת פעילות ייזום העשויה ליצור ערך בעתיד.

בשנה הקרובה אמורה החברה לפרוע הלוואות נון ריקורס בהיקף של כ-275 מ"ח, כאשר שווי הנכסים העומד מולם עומד על כ-445 מ"ח. אי לכך סביר כי החברה תצליח למחזר את החוב.

לחברה יתרת מזומנים של כ-200 מ"ח ומסגרת אשראי לא מנוצלת בהיקף של כ-200 מ"ח. כן לחברה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-500 מ"ח.

לאור ההערכות כי שיא המשבר מאחורינו, והעובדה כי נכסי החברה שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים ותזרים קבוע, אנו מעריכים כי גם אם נראה עוד מחיקות, הן לא יהיו בסדר הגדול המשתקף לחברה ממחירה בשוק, המשקף מכפיל הון של כ-0.6, כלומר כ-500 מ"ח מתחת להונה העצמי של החברה. היקף המבטא מחיקה של כמעט 6% נוספים משווי הנכסים לעומת מחיקה של 3% נכון לסוף הרבעון הראשון.

ההשקעה באלקטרה נדל"ן מאפשרת חשיפה לחברת נדל"ן מניב ללא חשש ממשי לכושר פירעון החוב, חברה הפועלת בשווקים מערביים ומפותחים ובעלת נכסים איכותיים ושוכרים טובים לטווח ארוך. מרבית ההפחתות מאחורינו ושוקי הפעילות של החברה הגיעו (או מתקרבים) לתחתית. ההשקעה משלבת מחיר זול באופן יחסי יחד עם אפסייד לטווח ארוך שכן ירידת שיעורי התשואה בעתיד תוביל לגידול משמעותי בהון העצמי. בנוסף נציין כי ללא שערוכים, מדובר בחברה רווחית היודעת להשביח את נכסיה והיא בעלת פעילות ייזום העשויה ליצור ערך בעתיד.

מצ"ב מודל הערכת שווי אלקטרה נדל"ן

1,275	הון עצמי 31.3.09
(0)	עליה (ירידה) בגין שינוי שע"ח
(10)	עליית המדד
(179)	הפחתת נכסים
153	החזר מס נדחה (50%)
50	יזמות ישראל
(200)	מטה
<u>1,089</u>	
26,265	מספר מניות
41.5	מחיר יעד
30	מחיר מניה
38%	דיסקאונט

מצ"ב מודל הערכת שווי אלקטרה

סה"כ	מכפיל EBITDA	EBITDA	
630,000	6.25	100,800	שווי מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות
936,194	10.25	91,336	שווי מגזר שירותים וסחר
429,158			שווי נדל"ן בייזום
81,667			נכס מניב עודף
(300,000)			הוצאות מטה, מכפיל 10
<u>(460,941)</u>			חוב פיננסי נטו, ללא אלקטרה נדל"ן
1,316,077	<u>שיעור אחזקה שווי שוק חברה</u>		
565,153	789,540	72%	שווי אלקטרה נדל"ן
<u>1,881,230</u>			שווי החברה
3,280			מספר מניות
574			מחיר יעד למניה
445			מחיר שוק למניה
29%			דיסקאונט

**Sell Side – סמנכ"ל מסחר ומחקר**

**מחלקת מחקר מניות**

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

**מערך מאקרו ואסטרטגיה**

<b>ורד דר</b> כלכלנית ואסטרטגית ראשית 03-7968833 <a href="mailto:veredd@psagot.co.il">veredd@psagot.co.il</a>	<b>רן בן-חמו</b> 03-7968841 <a href="mailto:ranb@psagot.co.il">ranb@psagot.co.il</a>	<b>יניב חברון</b> 03-7968847 <a href="mailto:yanivh@psagot.co.il">yanivh@psagot.co.il</a>
---	--	---

**מחלקת ברוקראז'**

<b>שי בן דוד</b> 03-5114720 <a href="mailto:shayb@psagot.co.il">shayb@psagot.co.il</a>	<b>עדי אולסקר</b> 03-5114705 <a href="mailto:adio@psagot.co.il">adio@psagot.co.il</a>	<b>גיל שילה</b> 03-5114710 <a href="mailto:gilsh@psagot.co.il">gilsh@psagot.co.il</a>	<b>ברק שמידט</b> 03-7968828 <a href="mailto:araks@psagot.co.il">araks@psagot.co.il</a>
<b>אודי ביטון</b> 03-7968825 <a href="mailto:udib@psagot.co.il">udib@psagot.co.il</a>	<b>אלעד בורשטיין</b> 03-7968832 <a href="mailto:eladb@psagot.co.il">eladb@psagot.co.il</a>	<b>עוזי דר</b> 03-5114703 <a href="mailto:uzid@psagot.co.il">uzid@psagot.co.il</a>	

**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 וחריגה 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 באותן התקופות תלויה

**Disclaimer**

דוח זה הינו רכוש של פסגות ניירות ערך בע"מ (להלן-"פסגות"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן ו/או פעולה, דפו צילום, הקלטה, העתקה את הדוח, ו/או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ופורסמו 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 למשק זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות ו/או עובדיה אחראים להימנעות המיזם המפורט בדוח, לשלמותו, לדייק 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 בי המשמש. ייתכן שבמועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו או מחזיקים או עשויים להחזיק בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזק מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. ייתכן שפסגות ניירות ערך בע"מ קיבלה או מקבל במהלך 12 החודשים האחרונים וייתכן שהיא צפויה לקבל, לאחר מועד הפרסום של עבודת האנליזה, תגמול בהיקף מהותי מקבוצ חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. ייתכן שמועד פרסום עבודת האנליזה בעל השליטה בפסגות ניירות ערך בע"מ החזיק מחזיק או עשוי להחזיק החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. אין לראות בדוח שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחריו 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 וטרואקטיבית 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

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 ביום ההמלצה
מורן גודר	02/12/2007	buy	₪83.00	₪63.90

אני, נעם פינקו, בעל רישיון מספר 6408, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מועד עריכת ופרסום העבודה: 13.08.09.

נעם פינקו

חתימה