

אלקטרה נדל"ן – חשיפת ההון העצמי לעלייה בתשואות הנכסים המניבים

20 במרץ 2008
אנליסטית:
לאה ברמן

**המלצה
"החזק"**

**מחיר יעד
64**

**מחיר יעד קודם
87**

מחיר נוכחי (ש"ח)
44.5

שווי שוק (מ ש"ח)
1,204

גבוה/נמוך
12 חוד (ש"ח)
42.6-69

מחזור יומי ממוצע
(אלפי ש"ח)
3,100

הון עצמי (מ ש"ח)
1,504

כמות "צפה"
(מ מניות)
3.85

מס מניות
בסיסי (מ)
26.3

גורמי סיכון:

עליית ריבית
בארצות הפעילות

מיתון בשוק הנדל"ן
ירידה במרווחים

ירידת שווי נכסים

**פועלים סהר
מחלקת המחקר**
מגדל לוינסטיין
דרך מנחם בגין 23
תל-אביב 66184
טל: 03-7104500
פקס: 03-7104505

	Q1/07	Q2/07	Q3/07	Q4/07	2006	2007	מיליוני ₪
הכנסות	192.3	269	250	289.6	666.0	1,000.8	
רווח נקי	51.0	96.0	54.3	74.8	288.3	276.1	
%	26.5%	35.7%	21.7%	26%	43.3%	27.6%	
תדרים מפעילות שוטפת	23.6	19.9	23.0	38.8	62.8	105.3	
הון עצמי ע"ס IFRS	1204.6	1,380	1,504		1,180	1,577.6	
הון עצמי / מאזן	17.8%	14.8%	13.6%		23.2%	13.9%	

	Q1/07	Q2/07	Q3/07	Q4/07	2007	הכנסות במיליוני ₪
דמי שכירות ודמי ניהול	118.1	157	200	238.5	713.6	
רווח משערוך השקעות ונכסים מניבים	74.8	102	33	56.8	266.6	
חלק החברה ברוחי כלולות- נטו	-0.9	10	17.2	-5.65	20.6	
סה"כ הכנסות	192.3	269	250	289.6	1,000.8	

השפעת מצב הענף על החברה

אלקטרה נדל"ן הייתה בין חברות הנדל"ן הישראליות הראשונות שזיהו את הפוטנציאל הגלום בהשקעה בנכסים מניבים איכותיים בחו"ל כאשר עיקר פעילותה התמקדה בהשקעות פיננסיות בנכסים מניבים תוך ניצול המרווח הקיים בין התשואה על הנכס לבין עלות המקורות (הריבית על ההלוואה שניתנה לרכישת הנכס), מה שייצר תזרים מזומנים נקי חיובי מכל נכס ונכס (לאחר הוצאות מימון). מקורות המימון לרכישת הנכסים היו הלוואות NON-RECOURSE מבנקים שונים בחו"ל כאשר ההון העצמי הנדרש היה מינימלי בדרך כלל ועמד על כ- 10%-15% בלבד משווי הנכס הנרכש. אלקטרה נדל"ן נהנתה מתהליך ירידת התשואות שחל בעיקר בשנתיים האחרונות ומימשה מספר נכסים תוך גריפת רווחי הון גבוהים. יישום התקן החדש של ה- IFRS, אפשר לחברה לרשום את הנכסים שנרכשו בעבר לפי שווי הוגן בספרים, ובהתבסס על חוות דעת שמאיות, רשמה החברה רווחים גבוהים בדו"ח רווח והפסד בעקבות שערוך לשווי הוגן, מה שהגדיל באופן משמעותי ביותר את ההון העצמי של החברה. סה"כ רווחים משערוך לפי שווי הוגן בשנים 2006 ו- 2007 הסתכמו בכ- 225.5 מ' ₪ ו- 266.6 מ' ₪ בהתאמה (לא כולל שערוך של חברות כלולות).

במקביל לרישום החשבונאי של שערוך לשווי הוגן, המשיכה אלקטרה נדל"ן במסע הרכישות האגרסיבי גם בשנת 2007 למרות ירידת המרווח הפיננסי עקב ירידת התשואות בשווקים והגדילה בכך את הסיכון בפעילותה.

נכון ל- 31/12/2007 מצבת הנכסים המניבים של אלקטרה נדל"ן מסתכמת בכ- 9.3 מיליארד ₪ (בנטרול קרקעות לנכסים מניבים), כאשר ההון העצמי מממן כ- 13.9% בלבד מהמאזן לאור המנוף הגבוה.

נכון להיום רמת אי-הוודאות ורמת הסיכון בענף הנדל"ן בשווקים בהם החברה פעילה עלו באופן משמעותי ועשויים להשפיע לשלילה על פעילותה.

ראה פסקת גילוי נאות בעמוד 4

להלן האימונים העיקריים בפניהם ניצבת החברה:

- **"מקורות מימון"** – לאור מצוקת הנזילות בשווקים ותמחור שונה של סיכונים, עצרו הבנקים כמעט לחלוטין את מתן האשראי לעסקאות הפיננסיות מסוג אלו של החברה. במידה וספק המימון אכן משתכנע בטיב הלקוח, עדיין עלות המקורות גבוהה יותר לאור המרווח הגבוה הנדרש כיום על ידי מקור המימון.
- **דרישה להון עצמי גבוה** – בחלק ניכר מהעסקאות הפיננסיות של החברה, ההון העצמי הנדרש היה נמוך יחסית ונע בטווח של 10%-15%, מה שהביא למנוף גבוה ומנגד לתשואה גבוהה יותר על ההון העצמי המושקע. כיום הבנקים הקשיחו באופן משמעותי את הדרישה להון עצמי כאשר רמת ההון העצמי הנדרשת הנה בטווח שבין 30%-40%, מה שמקשה על החברה לבצע עסקאות רווחיות ומצריך ממנה להביא מקורות מימון גבוהים יותר מהבית.
- **שוק "משותק"** – לאור אי הוודאות ועצירת מקורות המימון, נוצר מצב שלא מתבצעות הרבה עסקאות והשוק נמצא עדיין במצב של "המתנה" לראות לאן מתפתחים הדברים. המוכרים עדיין לא מוכנים להוריד את מחירי הנכסים למרות שישנם ניצנים ברורים של תהליך עליית תשואות.
- **שחיקה של ההון העצמי** – אלקטרה נדל"ן רכשה במשך השנים נכסים איכותיים עם שוכרים בעלי דירוג גבוה, כך שלהערכתנו החברה חשופה פחות לפשיטות רגל של שוכרים במקרה של מיתון ואנו מניחים כי ההכנסות מדמי השכירות לא צפויים להיפגע כתוצאה מהמשבר הקיים. החשיפה העיקרית כיום של החברה להערכתנו הנה בהון העצמי הקיים ששוערך לפי שווי הוגן. במידה ואכן יחל תהליך משמעותי של עלייה בתשואות אזי החברה תאלץ לעדכן את שווי הנכסים כלפי מטה דהיינו תציג הפסדים על ירידת שווי נכסים בדוח רווח והפסד שיביא לקיטון בהון העצמי. זהו אומנם מהלך "חשבונאי" ולא תזרימי אולם הוא עשוי להשפיע על חוסנה ודירוגה של החברה.

עדכון הערכת השווי

ניתוח רגישות לעלייה בשיעורי ההיוון של הנכסים

ברבעון הרביעי הסתכמו ההכנסות משכ"ד בסכום כולל של כ- 238.5 מ' ₪. מאחר ובחודשים האחרונים לא רכשה החברה נכסים, אזי ההכנסות ברבעון הרביעי כמעט מייצגות. אנו מעריכים כי סה"כ הכנסות NOI ברבעון המייצג מסתכמות בכ- 245 מ' ₪ ובגילום שנתי ההכנסות מסתכמות בסך של כ- 980 מ' ₪. בניכוי הוצאות תפעול ואחזקה ישירות בסך של כ- 330 מ' ₪ - מסתכם ה- NOI המייצג של החברה בכ- **650 מ' ₪**.

סך מצבת הנכסים המניבים של החברה נכון ליום 31/12/2007 מסתכמת בכ- 9.7 מיליארד ₪ (ישראל, בריטניה, צפון אמריקה ואירופה). נתון זה כולל קרקעות לנכסים מניבים בסכום משוער של כ- 400 מ' ₪. **כלומר מצבת הנכסים המניבים שעומדת מול סך הכנסת ה- NOI השנתית מסתכמת בכ- 9.3 מיליארד ₪**.

מהנתונים לעיל ניתן לגזור שיעור היוון ממוצע של סך הנכסים בשיעור של 7.0% בלבד. (חשוב לזכור כי שיעור ההיוון הממוצע נגזר מתמהיל רחב של נכסים כאשר באירופה לדוגמה שם נמצא החלק הארי של הנכסים אזי, שיעורי ההיוון בבריטניה ושוויץ נמוכים יחסית לממוצע, גרמניה נעה סביב הממוצע ואילו בצפון אמריקה - ארה"ב וקנדה שיעורי ההיוון גבוהים מהממוצע שהתקבל).

אנו נבצע ניתוח רגישות לעלייה בשיעור ההיוון של ההכנסות המתקבלות משכ"ד במצב של עלייה בתשואות ועדכון הערכות השווי של הנכסים כתוצאה מכך כלפי מטה.

- תוספת של 0.25% לשיעור ההיוון (7.25%) – שווי הנכסים מסתכם בכ- 9.0 מיליארד ₪.
- תוספת של 0.5% לשיעור ההיוון (7.5%) – שווי הנכסים מסתכם בכ- 8.7 מיליארד ₪.
- תוספת של 0.75% לשיעור ההיוון (7.25%) - שווי הנכסים מסתכם בכ- 8.4 מיליארד ₪.
- תוספת של 1.0% לשיעור ההיוון (7.5%) - שווי הנכסים מסתכם בכ- 8.1 מיליארד ₪.

סיכום הערכת השווי

הערות	מ' ש"ח	
הון עצמי לפי IFRS	1,605	כפי שמופיע בדו"ח הכספי לפי התקינה החדשה
שווי עודף של פרוייקטים לבנייה	210	הערכת שווי פנימית
50% מסך מסים נדחים(כולל כלולות)	165	החברה בצעה הפרשה בעקבות עדכון לשווי הוגן
סה"כ שווי כלכלי של החברה	1,980	
העלאת שיעור היוון ל- 7.25%	(300)	בתרחיש של עלייה בשיעורי היוון הנכסים לשווי הוגן
סה"כ שווי חברה	1,680	
שווי שוק	1,204	
מספר מניות	26.26	
מחיר כלכלי נגזר למניה בשיעור היוון נוכחי	75	
שווי כלכלי למניה העלאת שיעור היוון ל- 7.25%	64	
מחיר המניה בשוק	44.5	

חברת אלקטרה נדל"ן אינה מחלקת דיבידנדים

אנו מורידים את מחיר היעד של המניה ל- 64 ₪ (לעומת מחיר יעד קודם 87 ₪) ומותירים את המלצת "החזק" למניה.



פרי שחר

אנליסטית, מנהלת מח' מחקר
PERIS@SAHAR.CO.IL

לאה ברמן

אנליסטית בכירה
BERMAN@SAHAR.CO.IL

איתי מקמל

אנליסט
ITAYM@SAHAR.CO.IL

מתי אהרון, עו"ד

אנליסט
MATIA@SAHAR.CO.IL

אלה פרילוטצקי

אנליסטית
ELAP@SAHAR.CO.IL

הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

1. **פרטי מכין עבודת האנליזה**
שם: לאה ברמן
מס'/סוג הרשיון: רשיון ניהול תיקי השקעות מס' 8012
כתובת: רח' אריה שרון תל-אביב
השכלה: תואר ראשון בכלכלה אוניברסיטת ת"א, תואר שני מנהל עסקים מאוניברסיטת ת"א.
ניסיון: 11 שנים.
התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:
פועלים סהר בע"מ
דרך מנחם בגין 23, תל אביב
טל' 03-7104555
 2. **גילוי נאות מטעם עורך האנליזה**
אין לעורך האנליזה ניגוד עניינים הידוע לו במועד פרסום עבודת האנליזה.
 3. **גרף המנייה הנסקרת ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות**. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.
 4. **שיטות הערכה בהן נעשה שימוש בעבודת האנליזה:**
שיטת היוון תזרים מזומנים.
- הסיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:**
1. פגעי מזג אוויר בשווקי היעד בהם פועלת החברה.
 2. שינויים בשערי החליפין של המטבעות בשווקי היעד של החברה.
 3. עלייה במחירי התשומות ובמיוחד במחירי האנרגיה בעולם.
 4. ירידת מחירי הסחורות החקלאיות/ עלייה במלאי סחורות חקלאיות.
 5. מיתון עולמי וירידה בביקושים למוצרי החברה.
 6. התגברות התחרות בשווקים בהם פועלת החברה.
 7. גידול בחובות מסופקים עקב חוסר יכולת גבייה.
5. **גילוי מטעם פועלים סהר בע"מ**
במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, החברה או, למיטב ידיעת החברה, תאגיד קשור לחברה, החזיקו בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות הערך של התאגיד הנסקר.
 6. **הערות ואזהרות כלליות נוספות**
האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהם פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לשם ברור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או לפועלים סהר או למי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה.
הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. פועלים סהר ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל.
תוכנה של אנליזה זו מבוסס על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים.
האנליזה מהווה חומר מסייע ביעוץ, ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהן. עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.

בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או החזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליו ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק בני"ע ו/או נכסים פיננסיים של מי מחברות הנזכרות באנליזה זו, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות/בניירות הערך אליהן מתייחסת האנליזה.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף לייעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין היא באה במקומם.

אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מפועלים סהר בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או מאת פועלים סהר, הינם אסורים בהחלט.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליה ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות החברות הנזכרות באנליזה זו מניות של חברות הנסקרות באנליזה, כולן או חלקן ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות הנזכרות באנליזה זו. כמו כן עשויים מי מהנ"ל לפעול בהן על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן, חרף האמור באנליזה זו. כמו כן, עשויה חברה הקשורה לפועלים סהר או לבנק הפועלים לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מניירות הערך הנזכרים בסקירה זו, וכן עשוי להיות קשר מסחרי אחר בין פועלים סהר לכל אחת מהחברות שניירות הערך שלהן נזכרים באנליזה זו. אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע.

הסקירה, יכול שתתייחס לניירות ערך שלפועלים סהר או לבנק הפועלים יש זיקה אליהם בשל תמורה שקיבל ו/או יקבל פועלים סהר או בנק הפועלים או תאגיד אחר בקבוצת בנק הפועלים מאת מנפיקי ניירות ערך ו/או מוכריהם ו/או מפציהם במסגרת שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום, החזקה של ניירות הערך ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידי מי מקבוצת הבנק, אשר יכול גם ויהיו לו קשרים עסקיים מסחריים עם מי מהחברות שניירות הערך שלהן נסקרות בעבודה זו.

חברה בת של הבנק עשויה לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מהמניות הנזכרות באנליזה זו.

בנק הפועלים ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה.

7. הצהרת האנליסט

אני, לאה ברמן, בעל רשיון מס' 8012 מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

חתימה: לאה ברמן

דירוג השקעה: **קניה חזקה** – המניה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** – המניה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** – מחיר המניה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** – המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** – מחיר המניה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** – המניה נסחרת בתמחור חסר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר. אפיון סיכון: גבוה – רמת הסיכון בהשקעה במניה גבוהה מהממוצע בשוק. סיכון שוק – רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה לממוצע בשוק. נמוך – הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהממוצע בשוק.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר פועלים סהר בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין פועלים סהר בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוב למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לפועלים סהר בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עמה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עמן או עם הגופים המזכירים בדו"ח.