

העניד עוד לפני - אלקטרה נדל"ן בע"מ

תחילת סיקור בהמלצת קניה במחיר של 90 ₪ למניה

המלצה: להערכתנו מניית אלקטרה נדל"ן נסחרת מתחת לשווייה הכלכלי, ונו מעניקים למניה המלצת קניה במחיר יעד של 90 ₪ למניה (מהווה דיסקאונט של כ- 13%). החברה נסחרת במדדי ת"א 100 (0.4% מהמדד) ונדל"ן 15 (3.49% מהמדד). השקעה בחברה הינה השקעה בסיכון נמוך, למרות שהחברה פעילה בתחום הנדל"ן המניב הנחשב לבעל סיכון גבוה מהממוצע. תחום הנדל"ן המניב באירופה ובארה"ב צפוי להערכתנו להמשיך ולהיסחר ברמות תשואה נמוכות. וזאת על רקע כמות הכסף הגוברת הצפויה לזרום לאפיק זה בשנים הקרובות, בשל: הגדלת מרכיב הנדל"ן המניב בתמהיל ההשקעות העולמי (מונע בעיקר ע"י ההשקעות המסיביות של קרנות פנסיה באפיק זה) ועלויות מימון נמוכות ודרישה להון עצמי מינימלי. נכסיה של אלקטרה נדל"ן שהפריסה הגיאוגרפית שלהם מוגבלת למדינות יציבות כלכלית ופוליטית נמצאים בתפוסה ואיכות גבוהים מהמוצע באזורים בהם פעילה, ייהנו מכך. החברה נהנית מניהול אמיץ, מקצועי ואיכותי ביותר מה שגורם לנו להאמין בחברה גם בטווח הארוך.

יזוור נכסיה של החברה (מעל 90% בחו"ל) מנטרל את החשיפה של החברה למשק הישראלי, מחד, ומאיזן, החברה מעצם היותה נסחרת בבורסה בתל-אביב נהנית גם מתקופות הגאות בה.

נקודות עיקריות:

- ✓ אלקטרה נדל"ן פעילה בישראל ובחו"ל בתחום הנדל"ן המניב באמצעות אסטרטגיה של רכישה והקמה של נכסים מניבים והשכרתם, עם אפשרות למימושם בעתיד בהתאם לתנאי השוק ולשווי הנכסים. בנוסף, עוסקת הקבוצה ברכישה וזיום של בנייני מגורים ולאחרונה החלה בזיום פרויקטי נדל"ן מניב בהודו.
- ✓ החברה מצליחה לזהות שווקים אטרקטיביים להשקעה בחו"ל. הפעילות בחו"ל 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 וב- 2006 החלה לפעול בשוויץ ובהודו. הפעילות בחו"ל מתבצעת בדי"כ ע"י חברה לשותף מקומי.
- ✓ החברה נוקטת באסטרטגיה של השגת תשואה על ההון באמצעות שלושה גורמים עיקריים: ירידת תשואות בשווקי הפעילות. הגדלת היקפי התפוסה בנכסים תוך הארכת חווי השכירות ועלייה בשכר הדירה המתקבל, בהתאם לתנאי השוק וחווי השכירות.

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

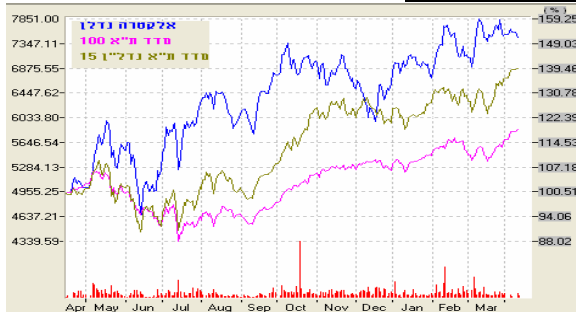
✓ החברה לא חילקה דיבידנד מעולם, ולהערכתנו תמשיך במגמה זו. אין אנו רואים בכך צעד שלילי שכן כל העודפים מופנים לרכישות חדשות.

✓ **החברה החלה לדווח לפי תקני ה- IFRS החל מדוחות הרבעון הרביעי של 2006.** בעקבות המעבר לדיווח הבינ"ל עומד הונה העצמי של החברה על כ- 1.2 מיליארד ₪. כשהערכות השווי שבוצעו תרמו לעליה של כ- 600 מ' ₪ בשנת 2006. יש לציין כי הערכה זו **לא כוללת** את הפרויקטים של החברה שנמצאים בזיום (מגדל מגורים על חוף ים ת"א ומגדל מגורים במנהטן) ומספר פרויקטים שנרכשו במהלך שנת 2006.

נתונים עיקריים:

מחיר מניה ב- ₪	79.98
מחיר יעד למניה ב- ₪	90.00
שווי שוק (מיליוני ₪)	2,014
גבוה/נמוך 52 שבועות	46.53/79.98
הון מניות מונפק ונפרע, מיליוני ע.נ.	25.075
הון עצמי (מיליוני ₪)	1,215.8

תשואת המניה מול מדד ת"א 100 ומדד נדל"ן 15 ב-12 החודשים האחרונים



שם החברה	אלקטרה נדל"ן	דלק נדל"ן*	ארזים*	מבני תעשייה
מכפיל הון	1.66	2.73	1.93	1.60
מכפיל רווח	6.99	12.34	5.84	7.98
מכפיל FFO	22.29	24.80	10.04	19.67
חוב למאזן	76.78%	77.23%	74.30%	74.28%

* לא מדווחים עדיין לפי IFRS

✓ רכישת הנכסים בחו"ל מתבצעת בעיקר ע"י הלוואות מבנקים זרים. האשראי (80% - 90% משווי הנכס) מתקבל בתנאי Non-Recourse. רוב הלוואות נלקחות בריבית קבועה. מכאן שהחשיפה של החברה היא בגובה ההון העצמי אותו השקיעה, כתוצאה מכך, עליית ריבית תשפיע רק ברכישת נכסים חדשים וכן בביצוע עסקאות של מימון מחדש.

✓ אלקטרה נדל"ן לקחה חלק בשתי עסקאות ענק של רכישת מלונות בבריטניה, כשחלקה בכ"א מהעסקאות הוא כ-10%. מדובר בעסקאות פיננסיות שכן היא אינה מעורבת בניהול הנכסים ולהערכתנו גם לא תהיה לה השפעה כלשהי על הפעילות בעתיד. השנים האחרונות היטיבו עם ענף המלונאות בבריטניה. השיפור הכלכלי המסתמן באירופה והגידול בתיירות הנכנסת תרמו לכך, ועסקאות רבות התבצעו בשוק זה לאחרונה. בנוסף נציין כי ההכנות לאולימפיאדה בלונדון ב- 2012 יתרמו גם הן לשיפור התפוסה ולהמשך עליות המחירים שם.

✓ מתחילת שנת 2007 ביצעה החברה עסקאות בהיקף של כ- 2 מיליארד ש"ח. להערכתנו, בטווח של עד שנתיים תכפיל החברה את מצבת נכסיה, זאת תוך המשך מימוש של נכסים במקומות בהם נראה כי מוצתה השבחת הנכס (דוגמת מימוש הנכסים בבריטניה ועסקת DT בגרמניה).

✓ אלקטרה, בעלת השליטה בחברה (כ- 75%) דיווחה כי היא בוחנת מהלך של חלוקת מניות אלקטרה נדל"ן כדיבידנד בעין. מהלך שכזה יצא להערכתנו לפועל עד סוף השנה ויביא למצב בו השליטה בחברה "תעלה" לקבוצת אלקו שתחזיק בכ- 51% ממניות החברה. בטווח הקצר יכולה מניית אלקטרה נדל"ן לסבול מביצוע מהלך זה בשל "הצפת סחורה" ומימוש רווחים של מחזיקי מניות אלקטרה, אך בטווח הארוך המהלך מתבקש ומבנה הבעלות יהיה פשוט יותר.

אגף ההשקעות

מודל הערכת השווי

- ✓ הערכת השווי נערכה לפי שיטה של חישוב שווי כלכלי לנכסי החברה בכל מדינה בה היא פעילה.
- ✓ את הנכסים המניבים הערכנו לפי רמת התשואות הנוכחית (עסקאות אחרונות שבוצעו) באזור בו הנכס ממוקם והמכפיל הנגזר ממנה, בניכוי מס.
- ✓ קרקעות פנויות וזכויות בניה הוערכו לפי שוויים בספרי החברה ובחלקם בוצעה הערכה על בסיס עסקאות דומות.
- ✓ נכסים שנרכשו מחודש ינואר 2007 חושבו לפי רמת התשואות הנוכחית באותו אזור. נציין כי שווי נכסים אלו נכלל בהערכת השווי כאשר הורדנו את ההון העצמי ששימש לרכישתם מהמזומנים והוספנו את ההלוואות להתחייבויות הפיננסיות.
- ✓ יתרת המזומנים נלקחה לפי היתרה במאזן בניכוי ההון העצמי ששימש את החברה לרכישות שבוצעו לאחר תאריך המאזן.
- ✓ פרמיה של כ- 10% על שווי החברה שהחלטנו להעניק לחברה בשל איכות הניהול קוזה אל מול דמי הניהול השנתיים של החברה.
- ✓ הערכת השווי אינה כוללת את עסקת מלונות רשת מריוט (9.9% מהעסקה בהיקף השקעה של כ- 710 מיליון ש"ח) ואת הפעילות בהודו (45% ממיזם בהיקף של כ- 165 מיליון \$) שעשויים להערכתנו ליצור ערך רב לחברה בעתיד.

	שווי במיליוני ₪	
נכסים מניבים:		
נכסים באנגליה	325.7	מכפיל NOI
נכסים בארה"ב	1,737.1	מכפיל NOI
נכסים בישראל	717.7	מכפיל NOI
נכסים בגרמניה	2,365.1	מכפיל NOI
נכסים בקנדה	1,319.5	מכפיל NOI
נכסים בשוויץ	379.1	מכפיל NOI
עיסקת המלונות (הילטון בלבד)	375.2	הערכה
פרוייקטים בהקמה:		
פרוייקט אורנים	180.0	כולל יתרת עלויות
פרוייקט מנהטן	260.00	
קרקעות בישראל	126.1	
מזומנים	417.0	
סה"כ שווי נכסים	8,202.5	
התחייבויות פיננסיות	4,921.8	
התחייבויות חב' כלולות	1,032.1	
סה"כ שווי	2,248.6	
שווי שוק	2,150.4	
מספר מניות (במיליונים)	25.075	
מחיר נגזר למניה	90	
מחיר המניה כיום	79.98	
דיסקאונט	13%	

אנליסט: שי ליפמן

25.04.2007

אגף ההשקעות

אגף ההשקעות

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד, ולא נועדה לשמש הצעה או שידול או ייעוץ לקנות או למכור או להשקיע בניירות ערך ו/או במכשירים פיננסיים כלשהם. הסקירה מבוססת על מידע, אשר אנו סבורים כי הוא מהימן. עם זאת, לא אנו, לא כל מי שפועל מטעמנו יכול לערוב לשלמותה או לדיוקה של הסקירה. אין הסקירה מתיימרת להוות ניתוח מלא של כל העובדות הנוגעות לנתונים ששוא הסקירה, לשוק בכללותו ולניירות הערך ו/או המכשירים הפיננסיים הנזכרים בסקירה. אנו מניחים כי הסקירה תקרא יחד עם דוחות זמינים אחרים ונתונים נוספים. דעות המובאות בסקירה, עשויות להשתנות ללא שום הודעה נוספת. כמו כן, אין באמור בסקירה זו כדי להטיל חבות כלשהי עלינו, או על מי מטעמינו. כל מי שפועל בהסתמך על סקירה זו משחרר בזאת אותנו מכל אחריות לפעולותיו. סקירה זו אינה מהווה תחליף לייעוץ מקצועי. משקיע הקורא את הסקירה, אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בה, תיצור עבורו רווחים. ניירות הערך ו/או המכשירים הפיננסיים שזכורים בסקירה, עשויים שלא להתאים לכל סוגי המשקיעים. אנו, או מי מטעמנו, עשויים לקנות או למכור ניירות ערך ו/או מכשירים פיננסיים המוזכרים בסקירה בזמן שהיא מופצת. ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ נתונים גם לתנודות הנובעות משינויים בשער החליפין. לתנודות אלה יכולות להיות השפעות חיוביות או שליליות על החזר ההשקעה, בשעת ההמרה למטבע המקומי של דיבידנדים, ריבית או תמורת המכירה.

אין להעתיק או להפיץ סקירה זו, או קטעים ממנה, בשום צורה ובשום אמצעי אלקטרוני או מכני (לרבות צילום, הקלטה ודואר אלקטרוני) ללא אישור מראש מאיתנו.