

21 במאי 2008

אנליסטית:  
לאה ברמן

## אלקטרה נדל"ן – תגובה לדוחות רבעון ראשון 2008

### המלצה "החזק"

מחיר יעד  
64

מחיר יעד קודם  
64

מחיר נוכחי (ש"ח)  
48.1

שווי שוק (מ ש"ח)  
1,260

גבוה/נמוך  
90 יום (ש"ח)  
42.6-61.6

מחזור יומי ממוצע  
(אלפי ש"ח)  
0.7

הון עצמי (מ ש"ח)  
1,498

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 לוינסטין  
דרך מנחם בגין 23  
תל-אביב 66184  
טל: 03-7104500  
פקס: 03-7104505

מיליוני ₪	2007	Q1/07	Q2/07	Q3/07	Q4/07	Q1/08
הכנסות	1,000.8	192.3	269	250	289.5	214.0
רווח נקי	276.1	51.0	96.0	54.3	74.8	36.2
%	27.6%	26.5%	35.7%	21.7%	25.8%	17%
תזרים מפעילות שוטפת	105.3	23.6	19.9	23.0	38.8	24.0
הון עצמי ע"ס IFRS	1,577.6	1204.6	1,380	1,504		1,498
הון עצמי / מאזן	13.9%	17.8%	14.8%	13.6%		13.4%

הכנסות במיליוני ₪	2007	Q1/07	Q2/07	Q3/07	Q4/07	Q1/08
דמי שכירות ודמי ניהול	713.6	118.1	157	200	238.5	203.4
רווח משערוך השקעות ונכסים מניבים	266.6	74.8	102	33	56.8	6.3
חלק החברה ברוחי כלולות- נטו	20.6	-0.9	10	17.2	-5.65	4.3
סה"כ הכנסות	1,000.8	192.3	269	250	289.6	214

### נקודות עיקריות

בהתאם להערכתנו בעדכונים הקודמים, השפעת המשבר בענף הנדל"ן במערב אירופה בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים של אלקטרה נדל"ן באופנים להלן:

- פעילות החברה במערב אירופה, ארה"ב וקנדה נעצרה כמעט לחלוטין, כאשר החל מינואר 2008 ועד היום, החברה ביצעה עסקה קטנה אחת בלבד בשוויץ. עצירה כמעט מוחלטת של הפעילות הנה תוצאה של מצוקת הנזילות בשווקים בהם פועלת החברה ודרישות להון עצמי גבוה יותר בעסקאות פיננסיות מהסוג בהן מעורבת החברה. בנוסף, בעקבות המשבר הפיננסי בשווקים בהם פועלת החברה ישנה צפייה לירידה בשווי נכסים מניבים ומכאן לעלייה בתשואות ולכן ישנה ירידה חדה בביצוע עסקאות פיננסיות.

- הכנסות החברה משכ"ד ברבעון הראשון של 2008 היו נמוכות מההכנסות ברבעון הרביעי של 2007. להערכתנו הסיבה העיקרית לירידה בשכ"ד ברבעון הראשון של 2008 לעומת רבעון רביעי של 2007 היה שיערי המטבעות כאשר הדולר הקנדי ודולר ארה"ב ירדו בשיעורים של 11.2% ו-7.6% בהתאמה ברבעון הראשון של 2008, מה שהקטין את הכנסות החברה מנכסיה המניבים בארה"ב ובקנדה. ההערכה שלנו כי בנטרול שיערי המטבעות, אזי הכנסות החברה משכ"ד היו מסתכמות בטווח שבין 220 מ' ₪- 225 מ' ₪ ברבעון הראשון של 2008.

- הרווח משערוך השקעות ונכסים מניבים ירד באופן משמעותי ביותר כפי שהערכנו. ברבעון הראשון של 2008 סעיף זה הסתכם בכ- 6.3 מ' ₪ בלבד שזהו סכום זניח ביחס למצבת הנכסים הכוללת של החברה. הסיבה לכך הנה עצירה (ואף עלייה מסוימת) בשיעורי היוון הנלקחים לצורך חישוב השווי ההוגן של הנכסים להשקעה מה שמביא ליציבות בשווי הנכסים במקרה הטוב וחשש לירידה בשווי נכסים בעתיד במידה ושיעורי היוון ימשיכו לעלות.

- החברה ממונפת בשיעור גבוה יחסית כאשר ההון העצמי מממן נכון להיום 13.4% מהמאזן. הירידה בגובה ההון העצמי ביחס ל- 31/12/2007 נובעת אף היא בגלל השינוי בשיעור החליפין של המטבעות והשפעתם על מצבת הנכסים והתחייבויות של החברה שהביא לשחיקה בהון העצמי.

ראה פסקת גילוי נאות בעמוד 4

## לסיכום

פעילותה של אלקטרה נדל"ן בשוקי חו"ל נעצרה כמעט לחלוטין בחודשים האחרונים בעקבות המשבר בשווקים. אלקטרה נדל"ן המזוהה בפעילותה בחו"ל יותר כמשקיע פיננסי (כאשר הדגש הוא על המרווח הפיננסי בין עלות המקורות והתשואה משכ"ד), מתקשה כיום לבצע עסקאות רווחיות על רקע המצב בשווקים בהם היא פועלת והיא נמצאת במצב המתנה עם קופת מזומנים של כ- 540 מ' ש"ח ומחכה להזדמנויות עסקיות אטרקטיביות. (הצד היזמי של החברה בא לידי ביטוי בשותפות עם קבוצת נכסים ובנין בהשקעות יזמיות בנדל"ן בהודו אולם הרווחים מפעילות יזמית זאת, יבואו לידי ביטוי בטווח הארוך).

אנו מעריכים כי ברבעונים הקרובים (כל עוד המשבר נמשך), החברה תציג צמיחה מתונה מאוד בהכנסות משכ"ד ומשערוכים לשווי הוגן (כאשר החברה אף עשויה לשערך כלפי מטה שווי הוגן של נכסים ספציפיים) כתוצאה מכך אנו צופים יציבות ברווח הנקי ובתזרים המזומנים מפעילות שוטפת ביחס לרבעונים האחרונים.

**לאור האמור לעיל אנו מותירים את המלצת "החזק" למניית החברה במחיר יעד של 64 ש"ח (ללא שינוי מעדכון קודם).**



**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 המסוקרים 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 הנכסים 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 המזכרים בדו"ח.