

20 אוגוסט 2008

אנליסטית:

לאה ברמן

אלקטרה נדל"ן – סטגנציה בפעילות – ישנן אלטרנטיבות השקעה עדיפות

מיליוני ₪	2007	Q2/08	Q1/08	Q4/07	Q3/07	Q2/07
הכנסות	1,000.8	199.3	214.0	289.5	250	269
רווח נקי	276.1	14.0	36.2	74.8	54.3	96.0
%	27.6%	7%	17%	25.8%	21.7%	35.7%
תזרים מפעילות שוטפת	105.3	23.2	24.0	38.8	23.0	19.9
הון עצמי ע"ס IFRS	1,577.6	1,441	1,498	1,504	1,380	1,380
הון עצמי / מאזן	13.9%	13.6%	13.4%	13.6%	14.8%	14.8%

המלצה
"החזק"

מחיר יעד
64

מחיר יעד קודם
64

מחיר נוכחי (ש"ח)
43.4

שווי שוק (מ ש"ח)
1,152

גבוה/נמוך
90 יום (ש"ח)
43.8-49.6

מחזור יומי ממוצע
(אלפי ש"ח)
0.8

הון עצמי (מ ש"ח)
1,441

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

הכנסות במיליוני ₪	2007	Q2/08	Q1/08	Q4/07	Q3/07	Q2/07
דמי שכירות ודמי ניהול	713.6	196.8	203.4	238.5	200	157
רווח משערוך השקעות ונכסים מניבים	266.6	(2.2)	6.3	56.8	33	102
חלק החברה ברוחי כלולות- נטו	20.6	4.7	4.3	(5.6)	17.2	10
סה"כ הכנסות	1,000.8	199.3	214	289.5	250	269
רווח גולמי מנכסים מניבים - NOI	491.3	138.7	143.6	158.3	147.6	108.6
סה"כ רווח תפעולי	733	133	145.5	208.4	184.1	202.5
הוצאות מימון נטו	374.5	125.0	110.6	118.7	129.6	75.7
סה"כ הכנסות	1,000.8	199.3	214	289.6	250	269

נקודות עיקריות

בהתאם להערכותינו 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 אנו עדים לירידה בשווי נכסים מניבים (בעיקר בבריטניה) ומכאן לעלייה בתשואות מה שמוביל לאי-וודאות ולירידה חדה בביצוע עסקאות פיננסיות.

- הכנסות החברה משכ"ד ברבעון השני של 2008 היו נמוכות מההכנסות ברבעון הראשון של 2008. להערכתנו הסיבה העיקרית לירידה בשכ"ד ברבעון השני של 2008 לעומת רבעון ראשון של 2008 היה שערי המטבעות כאשר הדולר הקנדי ודולר ארה"ב ירדו בשיעורים של 4.1% ו-5.2% בהתאמה ברבעון השני של 2008, מה שהקטין את הכנסות החברה מנכסיה המניבים בארה"ב ובקנדה. מתאריך 30/6/2008 ועד תאריך פרסום הדו"ח הכספי (18/8/2008), חלו שינויים בשערי החליפין ביחס לשקל כמפורט להלן: דולר ארה"ב התחזק בכ- 7.1% והדולר הקנדי התחזק בשיעור של כ- 1.3%. במידה ושערי החליפין ימשיכו לשמור על רמה זו ואף להתחזק עד תום הרבעון השלישי של 2008, אזי יהיה שיפור מסוים ברבעון השלישי בהכנסות מנכסים מניבים.

ראה פסקת גילוי נאות בעמוד 4

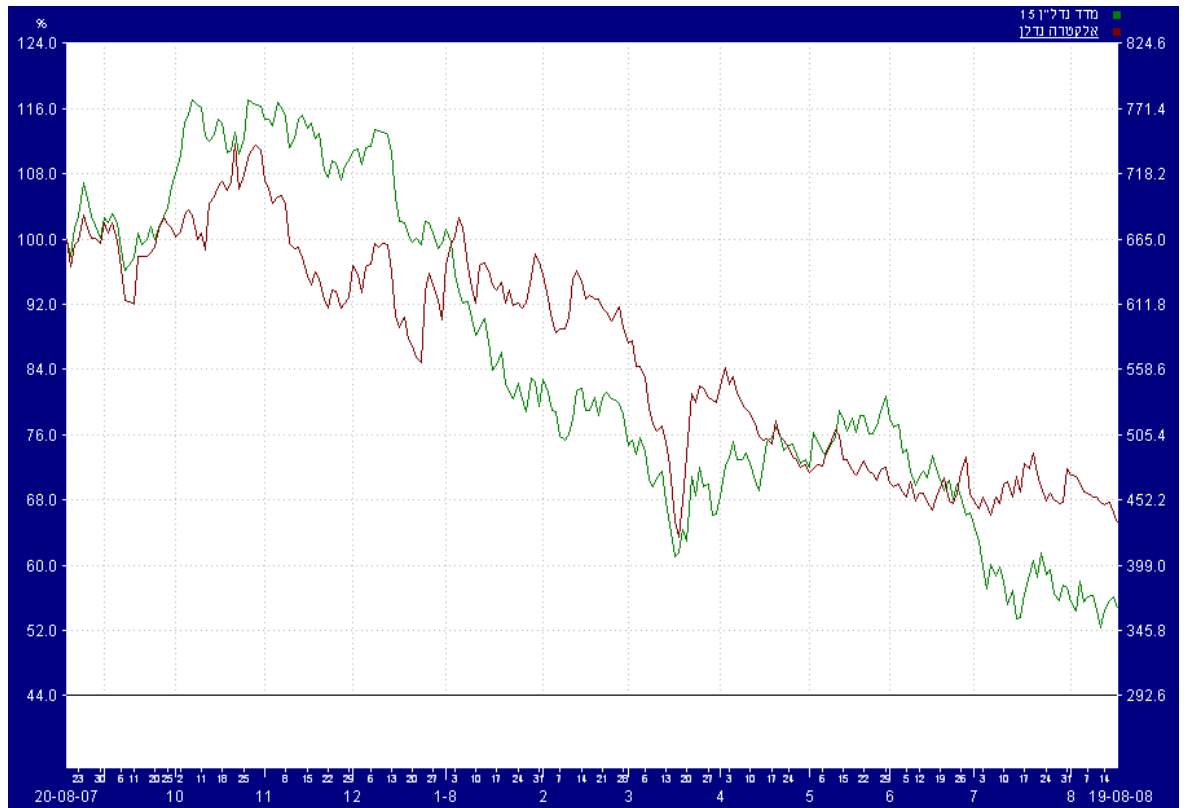
- הרווח משערורך השקעות ונכסים מניבים נעצר לחלוטין כפי שהערכנו . ברבעון השני של 2008 הסתכם סעיף זה בהפסד של כ- 2.2 מ' ש. מאחר וביוני 2008 מימשה החברה נכסים ורשמה רווח ברבעון השני ממימוש נכסים בסך של כ- 1.1 מ' יורו (כ- 6 מ' ש) אזי אנו מעריכים כי החברה רשמה שערורך שלילי לירידת שווי הוגן של נכסים מניבים בסכום של כ- 8 מ' ש. להערכתנו גם ברבעונים הקרובים עשויה החברה לרשום הפסדים בגין ירידת שווי נכסים הרשומים במאזן בשווי הוגן לאור המשבר הפיננסי ומשבר הנדל"ן בעיקר במערב אירופה ובארה"ב. הסיבה לכך הנה עצירה (ואף עלייה מסוימת) בשיעורי היוון הנלקחים לצורך חישוב השווי ההוגן של הנכסים להשקעה מה שמביא ליציבות בשווי הנכסים במקרה הטוב ולירידה בשווי הנכסים במידה ושיעורי ההיוון ימשיכו לעלות.
- תזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת מאכזב גם כן, כאשר הפעילות השוטפת הניבה מזומנים בסכום כולל של 23.2 מ' ש בלבד ברבעון השני של 2008 לעומת 24 מ' ש ברבעון הראשון של 2008. התזרים מפעילות שוטפת עשוי היה להיות אף נמוך משמעותית מסכום זה מאחר ובסעיף ההתאמות לתזרים מפעילות שוטפת, בשינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות, רשמה החברה הכנסה של 14.6 מ' ש בגין שינוי ערך התחייבויות וחייבים לזמן ארוך, נטו (לרבות זקיפת ריבית לחברת האם). אנו לא צופים שיפור משמעותי בתזרים בטווח הקצר.
- דירוג אג"ח: ביום 10/8/2008, הודיעה חברת "מעלות" לחברה, על הורדת הדירוג לסדרות האג"ח שבמחזור מדירוג A+ לדירוג חדש - A/NEGATIVE מהסיבות להלן: האטה בחלק משוקי הנדל"ן הגלובליים ועלייה בשיעור ההיוון אשר משפיעה לשלילה על שווי הנכסים, חשיפה גבוהה למשבר האשראי הגלובלי אשר מקשה על יכולת השגת ליווי בנקאי לפרוייקטים לעסקאות נדל"ן מניב, הרעה במיצוב הפיננסי הבאה לידי ביטוי בעליה מתמדת בחוב הפיננסי כתוצאה ממדיניות השקעות אגרסיבית שהביאה להרעה ביחסי כיסוי החוב וכיסוי הוצאות המימון ואי עמידה במדיניות הפיננסית כפי שהוצגה ושימשה כבסיס לדירוג הקודם.
- נזילות – נכון להיום לחברה נזילות טובה. (סך המזומנים ושווי מזומנים מסתכמים בכ- 553 מ' ש). להערכת מעלות נזילותה של אלקטרה נדל"ן טובה ביחס לצרכי החוב בשנה וחצי הקרובות במידה והמזומנים לא יופנו לטובת השקעות חדשות או לפרוייקטים קיימים. אולם המשך המשבר הפיננסי וירידה צפויה של שווי נכסים עשויה להביא לכך שלא ניתן יהיה למשוך כספים אלו כלפי מעלה והם ישמשו לצורך הבטחת החוב הבנקאי על הנכסים. לאור הנזילות הטובה והיעדר השקעות משמעותיות בטווח הקרוב ושיקולים נוספים, הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד במזומן בסך של כ- 20 מ' ש כ- 0.77 ש למניה כאשר התשלום יתבצע ב- 14/9/2008.

לסיכום

פעילותה של אלקטרה נדל"ן בשווקי חו"ל נעצרה כמעט לחלוטין מתחילת שנת 2008 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- 550 מ' ש. (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), תמשך הסטגנציה בפעילות החברה כאשר החברה אף עשויה לשערך כלפי מטה שווי הוגן של נכסים ספציפיים. כתוצאה מכך אנו צופים במקרה הטוב יציבות ברווח הנקי ובתזרים המזומנים מפעילות שוטפת ביחס לרבעונים האחרונים.

להערכתנו ישנן כיום אלטרנטיבות אטרקטיביות יותר בהשקעה בחברות מתחום הנדל"ן במונחי תשואה סיכון לעומת אלקטרה נדל"ן ולאור כך אנו מותירים את המלצת "החזק" למניית החברה במחיר יעד של 64 ש (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 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.