

**קניה - מחיר יעד: 90 ₪**

אנליסטית: גליה מיכלביץ' 03-6845814 galia@leader.co.il

**העלאת מחיר יעד**

**גרף שנה אחרונה**



**נתונים עיקריים**

|                    |       |
|--------------------|-------|
| שווי שוק (מ' ש"ח)  | 1,939 |
| שער נוכחי (ש"ח)    | 75    |
| מחיר יעד (ש"ח)     | 90    |
| טווח 52 שבועות     | 67-89 |
| סחורה צפה (%)      | 20    |
| מחזור ממוצע (מ' ₪) | 3     |

**בעלי עניין עיקריים**

|          |      |
|----------|------|
| אלקטרה   | 75%  |
| שלמה שרף | 4.8% |

**תיאור החברה**

אלקטרה נדל"ן בע"מ התאגדה בשנת 1972 כחברה פרטית. באוגוסט 2005 הפכה החברה לציבורית.

החברה פועלת בעצמה ובאמצעות חברות המוחזקות על ידה, בעיקר בתחומי הנדל"ן המסחרי המניב בישראל ובחו"ל. במסגרת פעילותה מתרכזת הקבוצה ברכישה, השכרה, הקמה, השבחה ומימוש של נדל"ן מסחרי מניב.

קבוצת לידר שוקי הון ניהלה בשנה האחרונה הנפקות פרטיות עבור חברת אלקטרה נדל"ן.

**נקודות עיקריות**

**אלקטרה נדל"ן דומיננטית מתמיד:** מתחילת 2007 הגדילה החברה את שווי נכסיה בלמעלה מ-40% עקב רכישת ומימוש נכסים ופעילות רחבת היקף באזורים שזכו לעליה בדמי השכירות במקביל לירידה ניכרת בתשואות (כמו גרמניה, שוויץ וכו'). החברה ממשיכה לפעול באותה אסטרטגיה שהנחתה אותה עד היום, היינו השקעה בנכסים איכותיים באזורים המאופיינים ברמת סיכון נמוכה (מלבד הודו). נכסי החברה ממוקמים בערים מרכזיות, מאוכלסים ע"י חברות בעלות איתנות פיננסית ומעוגנים בחוזים לטווח ארוך. נציין כי שיעורי התפוסה בנכסי המושכרים של החברה עומדים על ממוצע של כ-95% וכחצי מהפורטפוליו מעוגן בחוזי שכירות של למעלה מ-8 שנים.

**אלקטרה נדל"ן מאמינה במערב אירופה ובשוק הגרמני בפרט:** בחצי השנה האחרונה הרחיבה החברה באופן מהותי את פורטפוליו הנכסים בגרמניה; דמי השכירות השנתיים על הנכסים שנוספו עומדים על כ-250 מיליון ₪. אנו מעריכים כי נכסים אלה בעלי שווי רב בשל מספר סיבות: רובם ממוקמים בערים מרכזיות כמו ברלין, פרנקפורט ומינכן וחלקם הגדול מושכר לשוכרים איכותיים (כמו Deutsche Telekom, Dresdner Bank, Metro, Ernst & Young) ובחוזי שכירות לטווח ארוך. נציין כי שאר הנכסים שבבעלות החברה בגרמניה, מתאפיינים בקריטריונים דומים.

◀ כניסה להולנד - רכישת שישה מגדלי משרדים, ארבעה סמוכים לשדה התעופה באמסטרדם ושניים נוספים בהאג ורוטרדם. שיעור התפוסה בנכסים עומד על 100% והשוכר העיקרי הינה חברת התקשורת ההולנדית KPN.

◀ שוויץ - רכישת 50% בבנין משרדים בג'נבה.

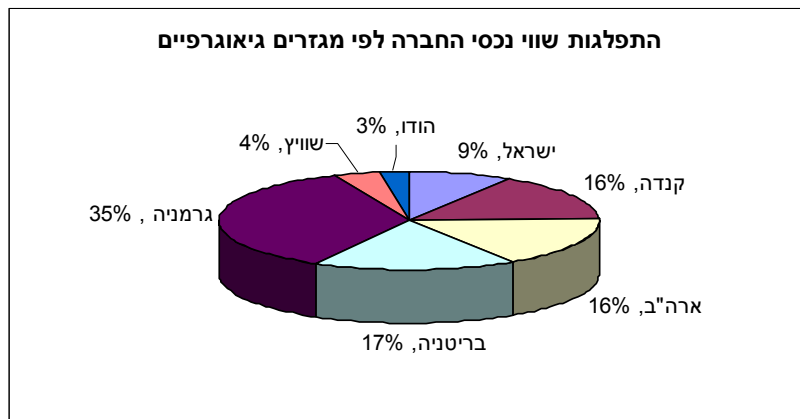
**רכישת מלונות מריוט- תוספת שווי מהותית:** בהמשך לעסקת ההילטונים, חברו חלק מהשותפים פעם נוספת (יגאל אהובי, דלק נדל"ן ושותפים נוספים) לביצוע עסקה דומה, גם בה תחזיק אלקטרה נדל"ן בכ-10%. הרכישה כוללת 47 בתי מלון (39 באנגליה) שיוהלו ע"י רשת מריוט למשך 30 שנה עם אופציה להארכת התקופה. שכר הדירה השנתי הצפוי יעמוד על כ-650 מיליון ₪.

**הודו:** פעילות החברה בהודו מרוכזת תחת חברת הבת PBEL בשותפות עם נכסים ובנין ושותף ישראלי מקומי. בתכנון שני פרויקטים להקמת 2,300 יח"ד ופארק לתעשייה ומשרדים בשטח כולל של כ-260 אלף מ"ר. הפרויקטים יוקמו במיקום אסטרטגי בעיר Hyderabad, בקרבה למרכז העיר (25 דק' נסיעה) ולשדה תעופה (כ-3.5 ק"מ) רחב מימדים שעתידי להיפתח ב-2008. כמו כן, Hyderabad מהווה כבר היום בסיס לחברות הייטק רבות (Dell, Google, Oracle, Microsoft, IBM...) וסובלת ממחסור אדיר של למעלה מרבע מיליון יחידות דיור למגורים.

**השורה התחתונה...**

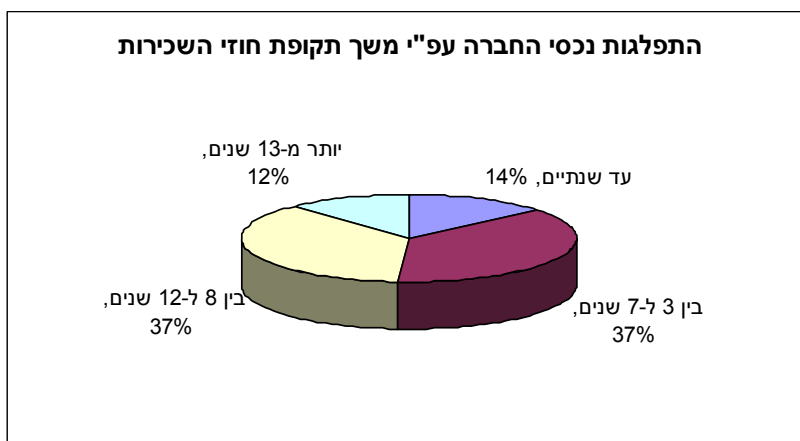
מספר עסקאות ענק שביצעה אלקטרה נדל"ן באחרונה (מריוט, רכישת בנין משרדים Dresdner Bank וכו') חוברות לרכישות נוספות במהלך הרבעון האחרון ומביאות לגידול ניכר בשווי נכסי החברה. אלקטרה נדל"ן ממשיכה להתמקד בערים מרכזיות ובנכסים המושכרים לדיירים איכותיים ולזמן ארוך, מה ששומר על רמת סיכון נמוכה ומזכה את נכסי החברה בשיעורי היוון נמוכים. אנו חוזרים ומדגישים כי אנו מאמינים ביכולותיו של שלמה שרף לאתר הזדמנויות עסקיות הן ברכישה והן במימוש נכסים. מודל NAV של אלקטרה נדל"ן מצביע על כך שהחברה נסחרת בפקר משמעותי מהשווי הנכסי (דיסקאונט של 20%), שווי זה לא לוקח בחשבון פרמיית ייזום! **לאור האמור אנו מעדכנים את מחיר היעד ל-90 ₪ ומותירים את המלצתנו בקניה על הנייר.**

כפי שציינו, החודשים האחרונים התאפיינו בהרחבת פורטפוליו מהותית של אלקטרה נדל"ן, כאשר עיקר הגידול בשווי נובע מרכישת נכסים בגרמניה ובאנגליה. להלן התפלגות שווי נכסי החברה לפי מגזרים גיאוגרפיים:



החברה משקיעה לרוב ברכישת נכסים איכותיים באזורים המאופיינים ברמת סיכון נמוכה, כפי שניתן לראות בתרשים לעיל.

נכסי החברה ממוקמים בערים מרכזיות, מאוכלסים ע"י חברות בעלות איתנות פיננסית ומעוגנים בחוזים לטווח ארוך- כפי שניתן לראות בתרשים הבא:



הודו (שיעור אחזקה 45%):

פעילות החברה בהודו מרוכזת תחת חברה בת בשם PBEL בשותפות עם נכסים ובנין ושותף מקומי. החברה מתעתדת להקים פרויקט משולב של מגורים ושטחים להשכרה בעיר Hyderabad:

- פרויקט המגורים יורכב מ 20-17 בניינים בני 25 קומות שיקללו כ-2,300 יח"ד בהיקף כולל של כ-300 אלף מ"ר. הפרויקט צפוי להימשך כ-3 שנים בארבעה שלבים, כאשר תחילת הבניה צפויה בנובמבר הקרוב. במודל הערכת השווי אנו השתמשנו בשיעור היוון של 12%.
- הקמת פארק תעשייה למשרדים ומרכז מסחרי בהיקף של כ-260 אלף מ"ר. אנו מעריכים כי ההכנסות נטו יעמדו על כ-8 דולר למ"ר ושוב היוונו את הפרויקט בשיעור של 12%.

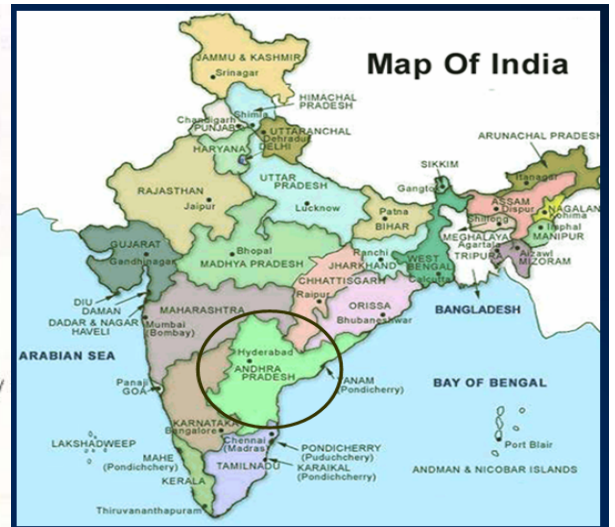
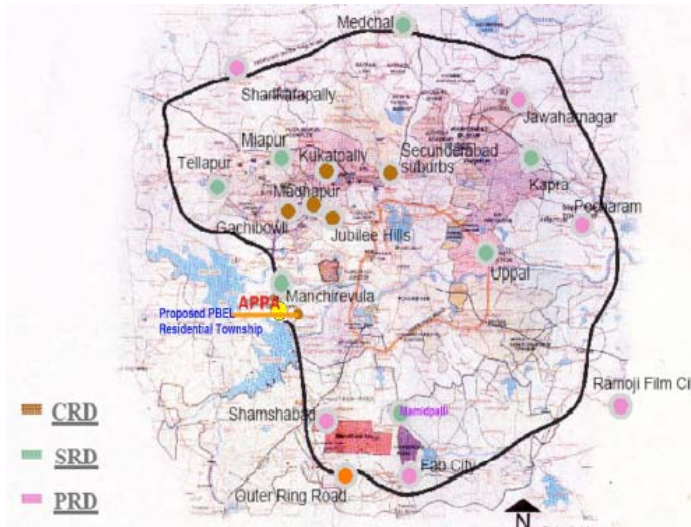
הודו מתאפיינת בשכר ממוצע עולה וכלכלה מתפתחת (פתיחת עסקים רבים) המביאים לעלייה מהותית ברמת החיים של אזרחיה. כמו כן, תהליכי ליברליזציה מעודדים זוגות צעירים לעזוב את הבית במקום לחיות בחיק המשפחה. כל אלה ואחרים יוצרים ביקושים עזים הן לדירות (מחסור שבין 20-30 מ' דירות נכון להיום) והן לשטחי השכרה בתחום המסחר והתעשייה. אנו מאמינים בהצלחתו של הפרויקט בשל הסיבות לעיל ובעיקר בשל מיקומו האסטרטגי-

- הפרויקט ממוקם כ-25 דק' נסיעה ממרכז העיר.
- במרץ 2008 עתיד להיפתח שדה תעופה גדול כ-3.5 ק"מ ממיקום הפרויקט.

קצת על Hyderabad:

- העיר מונה למעלה מ-6 מ' תושבים.
- בעיר ריכוז גדול של תעשיית IT (חברות כמו Dell, Microsoft, Oracle, Google, IBM, HSBC, Deloitte) וכתוצאה מכך הון אנושי איכותי ואמיד (שכר עבודה חודשי ממוצע בהודו עומד על כ-270 דולר, איש הייטק מרוויח מעל 1,000 דולר בחודש).
- תשתיות נוחות ביחס לערים שונות בהודו.
- מחסור של כרבע מיליון דירות בשנת 2006.
- עליית ערך של דירות למגורים בטווח שבין 20-40%.
- עלייה בטווח שבין 20-5% בדמי השכירות, במקביל לעליית השכר הממוצע.

להלן שני מפות, הראשונה מתארת את מיקומה של Hyderabad בהודו והשנייה מתארת את מיקומו של הפרויקט בעיר:



פורטפוליו הנכסים החדשים- מתחילת 2007

**מריוט** (שיעור אחזקה של 9.9%):

במרץ האחרון רכשה החברה ביחד עם שותפים 47 בתי מלון (39 באנגליה, 5 בסקוטלנד והיתר בוולס) הכוללים 8,456 חדרים. עפ"י הסכם, המלונות ינהלו ע"י רשת מריוט במשך 30 שנה עם אופציה למריוט להארכת ההסכם ב-10 שנים נוספות. ההכנסות השנתיות נטו הצפויות עומדות על כ-646.5 מ' ש.



**גרמניה:** אנו מדגישים כי החברה הרחיבה את פורטפוליו הנכסים בגרמניה בתזמון מושלם ונהנית ממחירי שכירות ואחוזי תפוסה עולים בנכסים ובמקביל תשואות יורדות.

- רכישת 70% בארבעה בנייני משרדים הממוקמים בברלין, הנובר, מינכן ודורטמונד, בשטח כולל של כ-55,900 מ"ר.

הנכסים מושכרים לדיירים איכותיים כמו פירמת רואי החשבון PWC ועיריית דורטמונד ושיעור התפוסה בהם עומד על 100%.

רכישת 70% במגדל משרדים בפרנקפורט בשטח נטו להשכרה של כ-18,400 מ"ר ובמוסף 400 מקומות חניה. הבניין מושכר במלואו לפירמת רואי החשבון Ernst & Young בחוזה שכירות עד 2015. דמי השכירות נטו הינם בסך של כ-22.5 מ' ש, כאשר קיים מנגנון העלאת שכר.

רכישת 70% בשני מבני משרדים ב-Saarbrücken בשטח נטו להשכרה של כ-62,700 מ"ר ובנוסף כ-1,000 חניות מקורות. שיעור התפוסה עומד על כ-95% וכ-90% משטחי הנכסים מושכר לחברות Deutsche Telekom ו-Deutsche Post בחוזים לטווח שבין 2011-17. דמי השכירות השנתיים נטו: כ-33.6 מ' ש, והם מעוגנים במנגנון עליית שכ"ד.



רכישת 70% בבית מלון בנירנברג, דמי השכירות הינם כ-2.2 מ' ש לשנה.

רכישת 60% במגדל משרדים מפואר במרכז פרנקפורט בשטח של כ-35,500 מ"ר ובנוסף 350 מקומות חניה. הבניין מושכר במלואו (שיעור תפוסה של 100%) לאחד מהבנקים הגדולים בגרמניה Dresdner Bank בחוזה שכירות עד 2013. דמי השכירות השנתיים נטו עומדים על כ-77.4 מ' ש, ומעוגנים במנגנון העלאת שכר.



רכישת 60% בנכס הכולל שטחי מסחר, 62 יח"ד ו-200 חניות. 90% מהשטח המסחרי מושכר לרשת הקמעונאית Metro בחוזה שכירות עד 2013. דמי השכירות השנתיים נטו עומדים על כ-14 מ' ש.

רכישת 42.5% בפארק טכנולוגי המכיל 15 בניינים בסמוך לעיר קלן. שטח הפארק הינו כ-127 דונם והשטחים נטו להשכרה משתרעים על פני 72,000 מ"ר ובנוסף כ-1,600 חניות. דמי השכירות נטו עומדים על סך של כ-40 מ' ש, כאשר אנו מאמינים כי נראה גידול בשכר הדירה בעתיד: קיים מנגנון עליית שכר וכן קיימות זכויות בניה נוספות בשטח של כ-50,000 מ"ר.



רכישת בנין משרדים בעיר Schwerin בשטח כולל להשכרה של 14,560 מ"ר וכמו כן 200 מקומות חניה. הבניין מושכר במלואו לתאגיד הביטוח הרפואי הממשלתי AOK Insurance בחוזה שכירות עד 2022. דמי השכירות השנתיים עומדים על כ-11 מ' ש ובנוסף קיים מנגנון העלאת שכר.

**שוויץ** (שיעור אחזקה 50%):

רכישת בניין משרדים בז'נבה בשטח של כ-2,500 מ"ר. כיום הבניין ריק ברובו ובכוונת השותפים לשפצו ולהרחיבו, כך ששכר הדירה

הצפוי מהשכרת הנכס כולו צפוי לעמוד על למעלה מ-5 מ' ש.

**ארה"ב** (שיעור אחזקה 60%):

- רכישת מגדל משרדים בשיקאגו בשטח כולל של כ-53,900 מ"ר. דמי השכירות השנתיים נטו עומדים על כ-25.2 מ' ש. נכון להיום שיעור התפוסה הממוצע בנכס הינו כ-87%. לאור הצלחות קודמות, אנו מאמינים כי נראה גידול בשכר הדירה בהמשך כתוצאה מהגדלת שיעורי התפוסה בנכסים.
- רכישת מגדל משרדים מפואר הממוקם במרכז העסקים של שיקאגו בשטח כולל להשכרה של כ-66,300 מ"ר. שיעור התפוסה הנוכחי עומד על כ-99% ודמי השכירות השנתיים נטו עומדים על סך של כ-44 מ' ש.

**קנדה:**

- רכישת 90% בשלושה מבני משרדים במונטריאול בשטח נטו להשכרה של כ-28,800 מ"ר ובנוסף כ-435 מקומות חניה. דמי השכירות השנתיים נטו הינם בסך של כ-11.2 מ' ש, אולם קיים פוטנציאל להגדלת שכ"ד שכן שיעור התפוסה הממוצע בנכסים הינו כ-87% בלבד.
- רכישת 55% בבנין משרדים בטורונטו בשטח כולל להשכרה של כ-24,600 מ"ר ובנוסף כ-500 מקומות חניה. הדיירים העיקריים הינם ממשלת קנדה, חברת היינץ, EDS ו-Shell. שיעור התפוסה בנכס עומד של 99% ודמי השכירות השנתיים נטו הינם בסך של כ-14.4 מ' ש. בנוסף נרכשה קרקע צמודה לנכס, עליה מתוכנן לבנות עוד כ-10,500 מ"ר למטרת משרדים/ מגורים (אנו לא תמחרנו את זכויות הבניה במודל).

**מתודולוגיית הערכת השווי**

חוזי שכירות רבים מתאפיינים במנגנוני העלאת שכר - אנו לא לקחנו בחשבון העלאה עתידית זו. לא נתנו שווי כלשהו לזכויות בניה בבעלות החברה. שיעור המס הנלקח עומד על 15%, זהו שיעור מס שמרני בהתחשב בעובדה שנכסי החברה מוחזקים בבעלותה לטווח ארוך. אין כל פרמיה על ייזום, על אף שאנו מאמינים ביכולותיו של שלמה שרף להגדיל את שווי החברה באמצעות איתור הזדמנויות עסקיות בענף.

- שיעורי היוון ממוצעים:
- ישראל: 7.8%-8.4%
- קנדה: 7.2%-7.7%
- ארה"ב: 7%-7.5%
- בריטניה: 7%-7.2%
- גרמניה: 6.2%-7%
- שוויץ: 6.1%
- הודו: 12%

|                           |             |
|---------------------------|-------------|
| מיליוני ₪                 |             |
| ישראל                     | 827         |
| קנדה                      | 1486        |
| ארה"ב                     | 1544        |
| בריטניה                   | 1621        |
| גרמניה                    | 3352        |
| שוויץ                     | 358         |
| הודו                      | 239         |
| <b>סה"כ שווי</b>          | <b>9428</b> |
|                           |             |
| מס                        | 1414        |
| <b>שווי לאחר מס</b>       | <b>8013</b> |
|                           |             |
| <b>חוב סולו</b>           | 5696        |
|                           |             |
| שווי כלכלי                | 2318        |
| שווי שוק                  | 1939        |
|                           |             |
| <b>דיסקאונט על אחזקות</b> | <b>20%</b>  |
|                           |             |
| שווי מניה בשוק            | 75          |
| <b>שווי מניה כלכלי</b>    | <b>90</b>   |

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו ייעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

לידר ושות' ותאגידים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שללידר ושות' יש זיקה אליהם מכח השתייכותה לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפיציהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.