

28 ביוני 2006  
אנליסט:  
שי ליפמן

אלקטרה נדל"ן - שווי חבוי בסיכון נמוך

	2003A	2004A	2005A	Q1/06	2006E	אלפי ₪
הכנסות	140,844	190,063	287,529	71,738	290,000	
רווח נקי	29,749	36,869	118,266	12,076	*61,000	
%	21%	19%	41%	17%	21%	
FFO	49,487	49,310	70,541	21,700	92,000	
%	35%	26%	25%	30%	32%	

\* ללא רווחי הון

**המלצה**  
קניה חזקה

**מחיר יעד**  
70 ש"ח

מחיר נוכחי (ש"ח)  
52.39

שווי שוק (מ ש"ח)  
1,262

גבוה/נמוך  
12 חוד (ש"ח)  
42.68 – 59.81

מחזור יומי ממוצע  
(מ ש"ח)  
1.7

הון עצמי (מ ש"ח)  
590.2

כמות "צפה"  
(מ מניות)  
3.58

מס מניות  
בסיסי (מ)  
23.6

**גורמי סיכון:**

עליית ריבית  
בארצות הפעילות

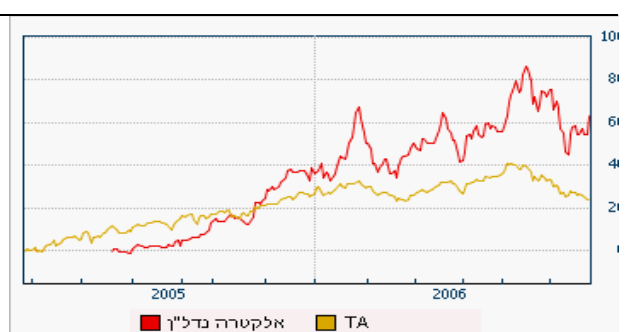
היחלשותם של  
שוכרים עיקריים

- אלקטרה נדל"ן פעילה בישראל ובח"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 ויזום של בנייני מגורים ובהקמת מרכזים לוגיסטיים.
- החברה נסחרת החל מינואר 2006 במדד ת"א 100 ובמדד נדל"ן 15 בשווי נוכחי של כ-1.2 מיליארד ₪, והינה חברה בת של אלקטרה בע"מ (כ-80% מקבוצת אלקו).
- להערכתנו מבנה הבעלות הנוכחי בחברה הינו בעייתי עקב השרשור ושיעור האחזקה הגבוה של קבוצת אלקו אחזקות. אנו סבורים כי מהלך כלשהו לדילול אחזקה זו הינו מתבקש, והוא צפוי לתרום באופן חיובי לרמת הסחירות במניה.
- 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 וב-2005 החלה החברה לרכוש נכסים בגרמניה.
- ההשקעות בבריטניה ובקנדה התבררו לעת עתה כמוצלחות, זאת לנוכח ירידת התשואות בשווקים אלו בשנים האחרונות. החברה בשנה האחרונה אף ביצעה מספר מימושים בשוק הבריטי. להערכתנו, מגמת המימושים בשווקים אלה תימשך כשהתמורה תוסט להשקעות בשווקים נוספים באירופה (גרמניה, שוויץ) וכן בארה"ב.
- החברה נוקטת באסטרטגיה של השגת תשואה על ההון באמצעות שלושה גורמים עיקריים:
  - ירידת תשואות בשווקי הפעילות.
  - הגדלת היקפי התפוסה בנכסים תוך הארכת חוזי השכירות.
  - עלייה בשכר הדירה המתקבל, בהתאם לתנאי השוק וחוזי השכירות.
- רכישת הנכסים בחו"ל מתבצעת בעיקר ע"י הלוואות מבנקים זרים. האשראי (80% - 90% משווי הנכס) מתקבל בתנאי NON-RECOURSE. רוב ההלוואות נלקחות בריבית קבועה.
- החברה לא רשמה שווי עודף לנכסיה (למעט שני נכסים בהיקף כולל של כ-40 מ' ש"ח) למרות שבחלק מהנכסים קיבלה החברה הלוואות חדשות לפי שווים גבוהים יותר ממחיר הרכישה. נציין כי בשנת 2008 יכנס תקן חשבונאי שיחייב ביצוע הערכות שווי לכלל הנכסים ועדכוןם במאזן. להערכתנו נכסי החברה הנוכחיים מגלמים רווחי הון של מאות מיליוני ₪, שיציפו ערך בעת כניסת התקן.
- אנו מתחילים לסקר את החברה לפי שווי מוערך של כ-1.65 מיליארד ₪, הגוזר מחיר של 70 ₪ למנייה, בהמלצת קניה חזקה.

**השוואת PEERGROUP**

	מכפיל FFO	מכפיל הון	מכפיל רווח
אלקטרה נדל"ן	14.5	2.1	26.1
דלק נדל"ן	19.0	3.1	20.1
אלוני חץ	14.0	1.7	5.7
ארזים	19.5	2.7	5.9
מבני תעשייה	13.8	1.9	54.2

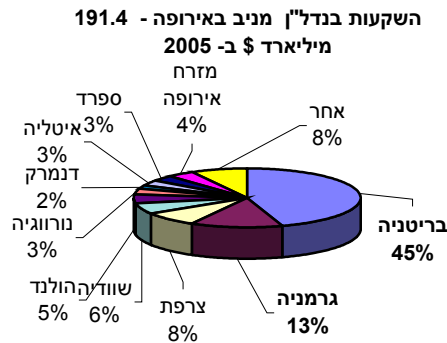
**ביצועי המניה**



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

## הפעילות בבריטניה

שוק הנדל"ן המניב הבריטי הינו אחד המרכזיים באירופה מבחינת מיקומו, היקפו, נזילותו, גובה דמי השכירות ומחירי הנכסים. בשנת 2005 כ- 45% מההשקעות בנדל"ן מניב באירופה, סך של כ- 86 מיליארד \$, בוצעו בבריטניה, כשעיקר ההשקעה הינה במבני משרדים.



מקור – Jones Lang LaSalle

ההון העצמי הנדרש מרוכש בעת רכישת נכסים (במידה והנכס מושכר) הינו בין 5% ל- 15%.

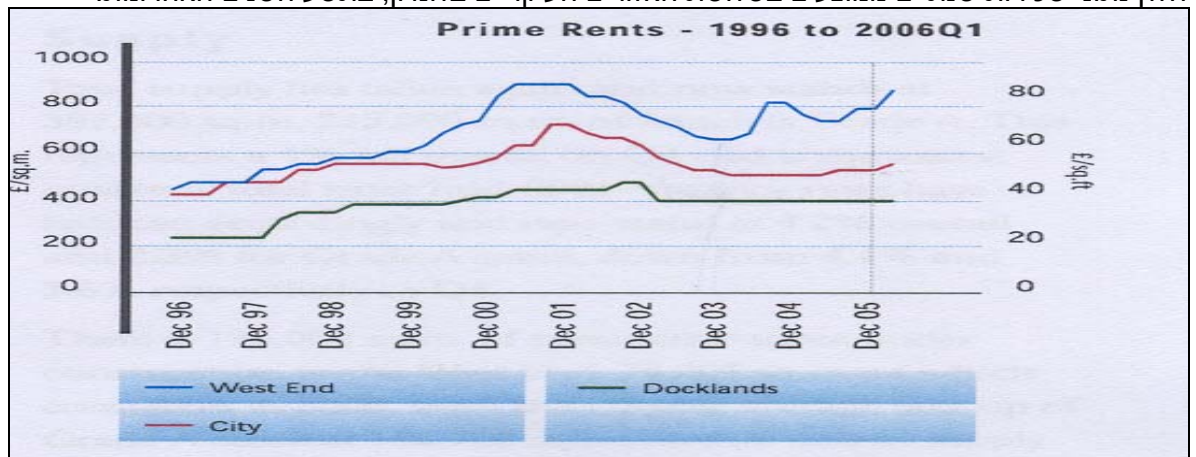
לשוק הנדל"ן הבריטי מאפיינים ייחודיים המבדילים אותו משווקי נדל"ן אחרים, כשלבשל הנכס עליונות כמעט מוחלטת על השוכרים:

- ◆ רוב חוזי השכירות הינם בעלי טווח זמן ארוך (בין 10 ל- 20 שנים).
- ◆ דמי השכירות מעודכנים כלפי מעלה בלבד.
- ◆ הסכמי השכירות הם בד"כ מסוג FRI (FULL REPAIR & INSURANCE) וכוללים התחייבות של השוכרים לביצוע תיקונים ושיפורים במושכר, באופן בו אין למשכיר הוצאות מהותיות בגין הנכס.
- ◆ מימון הרכישה נעשה לרוב בהלוואה מסוג NON RECOURSE.
- ◆ בד"כ לא נדרשים מהשוכר בטחונות כלשהם להבטחת התחייבויותיו על פי הסכמי השכירות.

S&P מדרגת את בריטניה בדירוג בינלאומי של AAA אשר משקף בעיקר את כלכלתה המפותחת ויציבות ארוכת השנים של מערכת הפוליטית.

מחירי הנדל"ן בבריטניה נמצאים כיום בשיא לאחר מספר שנים של עליות מחירים, ורמת התשואות ברכישת נכסים בלונדון נמצאת ברמה של 4.8% - 6%, עבור נכסים איכותיים.

להלן נתוני שכירות שנתיים ממוצעים בשלושת האזורים העיקריים בלונדון, בתשע השנים האחרונות:



מקור – Colliers International

לאלקטרה נדל"ן 11 מבני משרדים בלונדון שרובם ממוקמים באזור המרכז (City). התפוסה במבנים אלו עומדת על 100% והם מושכרים ברובם למוסדות ממשלתיים או פיננסים.

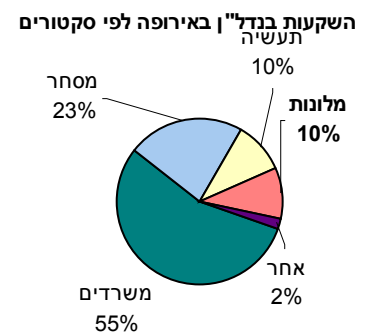
ברמת המחירים הנוכחית במדינה, החברה אינה ממשיכה לרכוש נכסים חדשים ואף פועלת להשביח ולממש נכסים קיימים.

להערכתנו חלופות ההשקעה במדינות האחרות בהן פעילה החברה עדיפות לה, בעיקר בשל הסיכוי הגבוה יותר להשבת הנכסים בטווח הארוך ובשל היקף ההשקעה הגבוה שנדרש מרכישה חדשה בבריטניה.

### עסקת מלונות הילטון - בריטניה

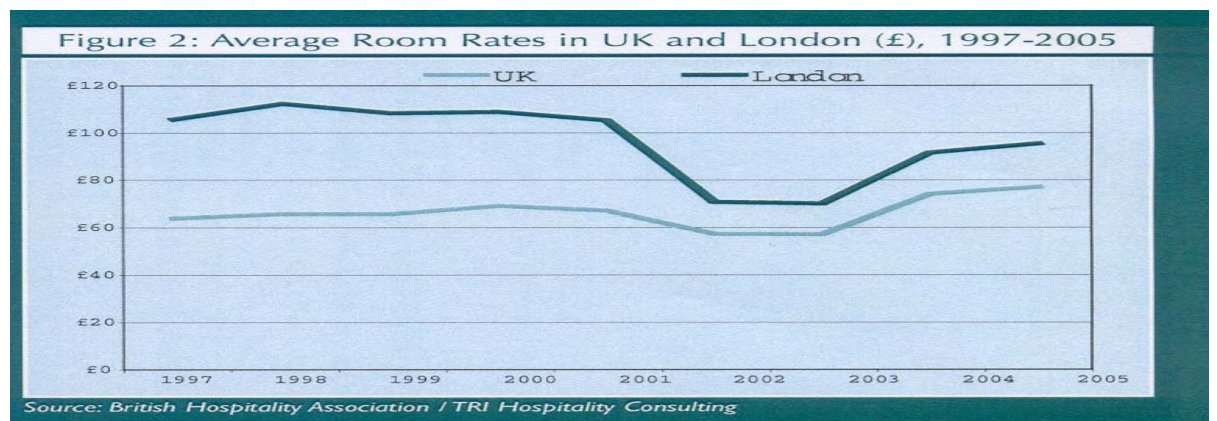
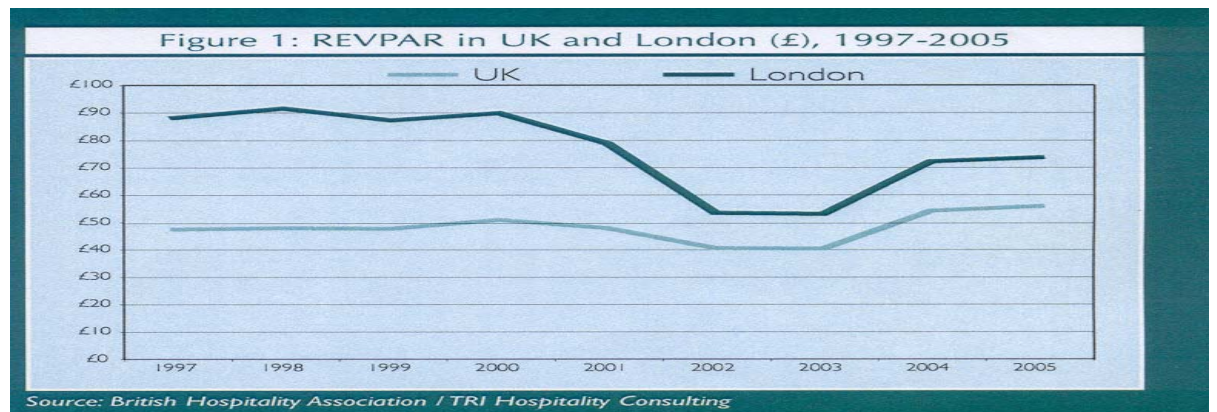
עסקה מהותית שנחתמה בדצמבר 2005 לפיה הצטרפה אלקטרה נדל"ן לקבוצת רוכשים בעסקת רכישה של 16 בתי מלון באנגליה ובסקוטלנד, המנוהלים ע"י רשת הילטון. עבור אלקטרה, שחלקה בעסקה 9.9%, מדובר בעסקה פיננסית שכן היא אינה מעורבת בניהול הנכסים ולהערכתנו גם לא תהיה לה השפעה כלשהי על הפעילות בעתיד. העסקה כוללת 3,124 חדרים שנרכשו על תכולתם המלאה וינהלו ע"י חברת ניהול מרשת הילטון. באשר לעלות - הקבוצה תשלם כ- 418 מיליון ליש"ט נטו (כ- 750 מ' \$). מחיר זה גוזר שווי לחדר של כ- 133 אלפי ליש"ט (כ- 250 אלף \$ לחדר). הכנסות שכר הדירה בגין בתי המלון, (התלויות בביצועי בתי המלון) נאמדו בשנת 2004 בכ- 27.5 מיליון ליש"ט (כ- 50 מ' \$), המגלמות תשואה נטו לנכס של כ- 6.6% לשנה.

השנים האחרונות היטיבו עם ענף המלונאות בבריטניה. השיפור הכלכלי המסתמן באירופה והגידול בתיירות הנכנסת תרמו לכך, ועסקאות רבות התבצעו בשוק זה לאחרונה. באוקטובר 2005 נמכרו 9 מלונות עם כ- 1,200 חדרים מרשת Queens Moat Houses בתמורה לסכום של כ- 180 מיליון \$, כלומר, כ- 150 \$ לחדר. בנוסף, רשת InterContinental Hotels Group שמכרה את 73 מלונותיה בבריטניה בעסקה בהיקף של כ- 2 מיליארד \$.



מהגרפים המצורפים ניתן לראות כי קיימת עליה הן בהוצאה הממוצעת של האורחים הלנים במלונות בלונדון והן במחירי החדרים. המשך מגמה זו בשנים הקרובות יטיב עם הקרן ותגדיל את הכנסותיה השנתיות מעסקת המלונות.

מקור - Jones Lang LaSalle



## הפעילות בקנדה

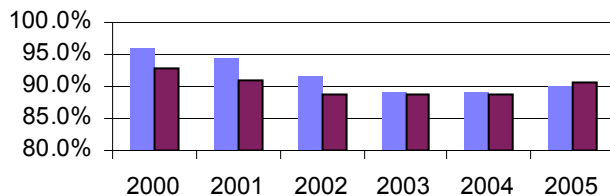
הצמיחה של כלכלת קנדה, שיפור בשווקי הנדל"ן המניב, ירידה בשיעורי הריבית וירידת האטרקטיביות של אפיקי השקעה אחרים הינם הגורמים העיקריים שהביאו לעליה בהשקעות בנדל"ן בקנדה. המגמה של התאוששות הכלכלה נמשכה גם בשנת 2005, שאופיינה בירידה בשיעור האבטלה, בעליה במדדי הצריכה ובשמירה על קצב גידול של כ- 3% בתמ"ג.

S&P מדרגת את קנדה בדירוג בינלאומי של AAA ומדגישה את מרכיב הייצוא הגבוה בתעשיות העיקריות, מגמת השיפור בביצועיה הפיסקליים ויציבות מערכת הפוליטיות. גורמים חיוביים אלו מתקזזים במידת מה על ידי חוב ממשלתי גבוה וחובות חיצוניים גבוהים של הסקטור הפרטי.

ההון העצמי הנדרש מרוכש בעת רכישת נכסים (במידה והנכס מושכר) הינו בין 25% ל- 30%. להבדיל מחוזי השכירות למשרדים באנגליה, ההוצאות בגין אחזקת הנכס חלות על בעל הנכס כאשר לגבי חלקן קיים מנגנון להחזר משוכרי הנכסים במבני המשרדים.

טורונטו  
מונטריאול

### שיעורי התפוסה בשוק המשרדים



מקור – Colliers International

שיעורי התפוסה של המשרדים בטורונטו (כ- 91%) ומונטריאול (כ- 86%) נמצאים במגמת עליה ומהווים את שיעור התפוסה הגבוה ב- 3 השנים האחרונות.

נציין כי ערים אלו עדיין רחוקות משיעורי התפוסה בהן בשנת 2000, טורונטו (כ- 96%) ומונטריאול (כ- 93%).

בשל התחלות בניה נמוכות בשנים האחרונות במרכזי הערים הגדולות, מלאי המשרדים להשכרה צפוי להישאר כמעט ללא שינוי בטווח הקצר, מכאן שייטכן ושיעורי התפוסה ימשיכו לעלות, תוך הפעלת לחץ עלילית מחירים בטווח הקצר.

עסקאות נדל"ן שבוצעו בעת האחרונה מגלמות תשואה של 7% - 8.75% במונטריאול ותשואה של כ- 6.5% - 7.5% בטורונטו.

אלקטרה מחזיקה כיום ב- 10 נכסים מניבים בקנדה, מהם 3 מבני משרדים בטורונטו, 6 מבני משרדים במונטריאול ומרכז לוגיסטי במונטריאול.

להערכתנו בשל עליות המחירים של נכסי הנדל"ן בטורונטו ומונטריאול, החברה לא תרכוש נכסים חדשים באזור אלא תפעל להשבחת נכסיה ולהגדלת התפוסה בהם. נסייג את דברינו לעסקאות הנוגעות לאחזקה בבניינים בהם לחברה יש חלק.

נזכיר כי נכסי החברה בקנדה נרכשו החל משנת 2002. כל הנכסים מושכרים לתקופות ארוכות ושיעור התפוסה בהם גבוה מהממוצע באזור. נכסים אלו הינם בעלי פוטנציאל גבוה לרווחי הון כאשר ימומשו או כאשר יבוצע שיערוך מחדש.

## הפעילות בישראל

בשנים 2004-2005 ניכר שיפור מסוים במצב הכללי של המשק הישראלי אשר הראה את אותותיו גם בתחום הנדל"ן המסחרי. מגמת השיפור בנדל"ן המסחרי נובעת ממספר פרמטרים וביניהם התאוששות העסקים בישראל, ירידת שיעורי הריבית, התאוששות בפדיונות של מרכזי המסחר וגידול בשיעורי התפוסה במשרדים והייטק בתל-אביב וסביבתה. כמו כן, האפשרות להקמת קרנות REIT החל מתחילת שנת 2006 תורמת להעלאה סלקטיבית בשווי נכסים באזורי ביקוש וכן לנכסים המושכרים לממשלה או לשוכרים בעלי דירוג גבוה.

לאחר שחיקה מתמשכת של כ- 20% - 30% במחירים מאז תחילת שנות ה 2000 וירידה בתפוסה מרמה של כ- 95% - 90% לכ- 80% - 70% (ב- 2004). שיפור בפרמטרים אלה נרשם בעיקר באזורי ביקוש בארץ. במרבית האזורים העיקריים נרשמה לראשונה ב- 2005 התאוששות בתפוסה ובמחירים למ"ר (עלייה ממוצעת של כ- 10%).

תשואות מבני משרדים במרכז הארץ נעות לאחרונה בין 7.5% ל- 9%, ומשתנות בהתאם לאיכות הנכס ולחוזת השכירות (חוזק השוכרים ומשך החוזה).

לאור השיפור במצב המשק הישראלי, אשר הביא עמו עלייה ניכרת בביקושים לשטחי משרדים, ולאור הירידה בהתחלות הבניה לעסקים בשנים האחרונות, צפויה להערכתנו המשך מגמת העלייה במחירי השכירויות ובשיעורי התפוסה במהלך השנים הקרובות.

לחברה 14 נכסים מניבים בישראל (כולל נכסים בהקמה) בהיקף של כ- 75,000 מ"ר. נציין שני פרוייקטים בהקמה שתוצאותיהם לא באו עדיין לידי ביטוי בתוצאות החברה:

- ◆ פרוייקט קודאק (קראו) - הקמת בניין משרדים בקריית אריה, פתח-תקוה, בשטח של 26,000 מ"ר ועוד 22,000 מ"ר מרתפי חניה ואחסון. חברת קראו (שנרכשה ע"י קודאק) התחייבה לשכור את המבנה בשלמותו, לתקופה של 25 שנה, שתחל בעת סיום הפרוייקט (עם אפשרות ליציאה אחרי 12 שנים), תמורת מעל ל- 5 מיליון \$ לשנה, צמוד למדד המחירים לצרכן בארה"ב. חלק החברה בפרוייקט 33%, שחלקה בהשקעה הוא בהיקף של כ- 63 מ' ש.
- ◆ פרוייקט אורנים - הקמת מבנה בחוף ת"א, שיכיל מלון בן 150 חדרים, שהושכרו לרשת MOVENPIK לתקופה של 15 וכ- 9,000 מ"ר דירות מגורים במפרט יוקרתי. לחברה 50% בפרוייקט זה. נציין כי החלה מכירת הדירות. להערכתנו החברה תרשום רווח הון של עשרות מיליוני ש"ח בסיום פרוייקט זה. חלק החברה בהשקעה עד היום הוא כ- 51 מ' ש, כאשר יידרשו עוד כ- 70 מ' ש להשלמת הפרוייקט.

## התפתחות קרנות REIT בישראל

בינואר 2006 נכנס לתוקפו החוק המתיר הקמת קרנות REIT להשקעה בנדל"ן בישראל. קרנות REIT יאפשרו לראשונה למשקיעים מוסדיים ופרטיים כאחד להיחשף לשוק הנדל"ן המניב בישראל באופן ישיר ויעיל וליהנות מחלוקת רווחים.

קרן REIT הינה תאגיד שמחזיק ומנהל נדל"ן מניב מסוגים שונים, דירות מגורים להשכרה, בנייני משרדים, מרכזים מסחריים, קניונים, מלונות, בתי אבות וכו'. קרנות אלה זוכות למעמד מיסוי מיוחד בתנאי שהן עומדות בתנאים מסוימים, שהעיקרי שבהם: חלוקת שוטפת של הרווחים.

בהיבט הענפי, קיומן של קרנות REIT יקל על חברות נדל"ן לגייס הון עצמי ובכך יסייע להקטנת מצוקת המימון בענף, לגיוון מקורות המימון ולהגברת היציבות. בנוסף, קרנות ה- REIT יאפשרו לחברות המתמחות בתחום הנדל"ן המניב לממש את נכסיהן בצורה נוחה ע"י מכירתם לקרנות אלה.

להערכתנו אין בכוונת החברה להקים קרן REIT. חלק מנכסיה ייהנו מביקוש רב מצד קרנות REIT שיקומו, הן בשל מיקומם והן בשל חוזי השכירות שלהם. פרוייקט "זיואל" ברמת החייל ו"קודאק" בקריית אריה הם להערכתנו בעלי פוטנציאל למכירה לקרנות אלו, מכירה שתגזור רווחי הון גבוהים, בעיקר בפרוייקט זיואל.

## הפעילות בגרמניה

בשנים האחרונות צמחה כלכלת גרמניה בקצבים נמוכים מאוד (מוצע של כ- 1%), שיעור האבטלה במדינה הינו בין הגבוהים באירופה (כ- 11%) והגירעון הממשלתי הגיע לרמה המעודדת את התערבות הבנק המרכזי של האיחוד האירופי. המאפיינים העיקריים המשפיעים על נתונים אלה קשורים בחולשתו של שוק העבודה בגרמניה - נטל מס גבוה, חולשות מבניות בשוק העבודה ומדיניות סוציאלית נדיבה המהווה נטל על התנאים הפיסקליים.

הגורמים הנ"ל אינם תומכים בהתרחבות של חברות ובהגדלת שטחי משרד, מה גם שבגרמניה המגמה היא לצמצם את שטח המשרד לעובד ולעבור לסביבה של "משרד חכם".

למרות זאת, בשל רמת המחירים הנמוכה של נכסים בגרמניה בהשוואה לצרפת ואנגליה (תשואות נוכחיות של כ- 6%-8%), ועקב השינויים הפוליטיים שהתרחשו בגרמניה לאחרונה, הציפיות בקרב המשקיעים בעסקאות נדל"ן בגרמניה הינן להתאוששות בטווח הבינוני תוך יציבות בטווח הקצר. נוסף לכך את העובדה שהתחלות הבנייה למשרדים הצטמצמו מאוד ובשנת 2005 הסתכמו בכ- 500,000 מ"ר, וב- 2006 הצפי הוא למספר אף מעט נמוך יותר.

מחירי הנדל"ן בגרמניה נמצאים ברמה נמוכה כבר מספר שנים, ולעיתים העסקאות מתבצעות במחירים נמוכים למ"ר בנוי, בעיקר אל מול בניה חדשה. חלק מן הנכסים שמוצעים למכירה הינם בעלי תפוסה נמוכה, כשהפוטנציאל הקיים לרוכש בהשבחת הנכס הוא בעיקר בהגדלת התפוסה בנכס.

שוק הנכסים המניבים בגרמניה נשלט ע"י משקיעים זרים. אלה רואים לנגד עיניהם עלויות מימון נמוכות, אחוז מימון גבוה בהלוואות Non Recourse, מגמה של הקטנת נטל המס, ובנוסף, שיפור הצפוי בתנאים המקרו-כלכליים במדינה עם החלפת השלטון שם. ההון העצמי הנדרש מרוכש בעת רכישת נכסים מניבים הינו בין 10% ל- 20%.

במהלך שנת 2005 סך של כ- 20.5 מיליארד אירו הושקעו בעסקאות בנדל"ן מניב ברחבי גרמניה. הביקוש לשטחי נדל"ן מניב צפוי להישאר גבוה גם במהלך שנת 2006.

לאלקטרה נדל"ן אחזקה של 19 בנייני משרדים ו-3 מרכזי קניות בגרמניה, בשטח כולל של כ- 170,000 מ"ר (חלק החברה בלבד). 10 מבנים נמצאים בתפוסה מלאה, 9 מבנים נמצאים בתפוסה ממוצעת של 45% בעסקה שבוצעה בדצמבר 2005. להערכתנו החברה תעלה בצורה ניכרת את התפוסה במבנים אלו וכשזו תעלה יעלה משמעותית ערכם של המבנים.

### הפעילות בארה"ב

פעילות החברה בהשכרת משרדים בארה"ב מתמקדת בערים מ"המעגל השני", לחברה בנייני משרדים בקליבלנד, קונטיקט, בלטימור, סנט לואיס ואטלנטה. מהתרשים המצורף ניתן לראות כי קיימת מגמה של עלייה בתפוסת המשרדים בארה"ב, ועלייה מתונה גם בקצב התחלות הבנייה. עם זאת הפער בין התחלות הבנייה וקליטה של שטחי משרדים חדשים הצטמצם מאוד לאחרונה. פער זה צפוי להשפיע ולתרום לעליית מחירי השכירות.



מקור - Colliers International

אלקטרה נדל"ן פועלת בארה"ב באמצעות חבירה לשותפים מקומיים כשהשותפים נוטלים על עצמם את ניהול הנכסים. בנוסף מוטלת עליהם משימת איתור הנכס וניהול ההתקשרות מול הבנקים המקומיים לצורך קבלת המימון לרכישה. לחברה אחזקה של 6 מבני משרדים בהיקף של כ- 150,000 מ"ר (חלק החברה), כשהתפוסה ברוב המבנים היא גבוהה מהמוצע באזור (כ- 90%).

בנוסף, לחברה אחזקה יחידה בתחום המגורים. מדובר במגדל דירות להשכרה במנהטן, שבכונת החברה לבצע השקעה נוספת ולהסבו לבניין דירות למכירה. מהלך זה תואם את המגמה המאפיינת את שוק הנדל"ן למגורים במנהטן - בשנים האחרונות מתרחש תהליך של מעבר של יחידים מדירות בשכירות לדירות בבעלות. כתוצאה מכך נוצר באזור עודף ביקוש לדירות מגורים.

עודף ביקוש זה נבע בין היתר גם כתוצאה מריבית נמוכה (בעיקר בשנת 2004) והביא בשנים האחרונות לעליה מתמדת במחירי הדירות למגורים כאשר המחיר הממוצע למ"ר בשנת 2004 הגיע לכ- \$ 7,800, לעומת כ- \$ 9,800 למ"ר ברבעון האחרון של שנת 2005.

נציין כי בתחילת 2005 השתנתה בהדרגה מגמת הריבית והחלה עלייה בשיעורי הריבית בארה"ב לעומת השנים הקודמות.

## נתונים פיננסיים

### הכנסות

הכנסות החברה מורכבות משלושה גורמים, דמי שכירות, חלק ברווחי חברות כלולות ורווחי הון. מימושי נכסים יכולים להסביר את השונות בין ההכנסות ברבעונים וכך גם רווחי החברות הכלולות שכוללים מימושים בחברות הללו.

2003	2004	2005	Q1/06	הכנסות באלפי ₪
138,050	175,229	223,047	64,038	דמי שכירות ודמי ניהול
2,794	14,834	60,584	7,700	חלק החברה ברווחי חברות כלולות נטו
4,585	4,937	64,482	-	רווח ממימוש השקעות ונכסים מניבים
145,429	195,000	348,113	71,738	סה"כ

הכנסות החברה מדמי שכירות נמצאות במגמת עלייה בעקבות הגדלת מצבת הנכסים. ברבעון הראשון של 2006 החברה הציגה עליה של כ- 22.6% בהכנסות מדמי שכירות ורווחי חברות כלולות לעומת הרבעון המקביל, המגלמים קצב הכנסות שנתי של כ- 287 מ' ₪, נציין בנוסף כי חלק החברה בהכנסות מדמי שכירות בחברות הכלולות צפוי להגיע להיקף שנתי של כ- 270-300 מיליון ש"ח. מתחילת הרבעון השני ביצעה החברה רכישות אשר צפויות להגדיל את ההכנסות מדמי השכירות בכ- 7 מיליון ₪ לשנה.

### רווחיות

♦ **רווח נקי:** הרווח הנקי של החברה לרבעון הראשון של 2006 הסתכם בכ- 12.1 מיליון ₪ המגלם רווח שנתי נקי של כ- 48 מ' ₪ (ללא רווחים ממימוש או הערכת נכסים), לעומת רווח של כ- 19.7 מיליון ₪ ברבעון המקביל אשתקד. הרווח בתקופה המקבילה אשתקד כלל רווח (נטו) ממימוש נכסים ועליית ערך דל"ן מניב בחברה קשורה בהיקף של כ- 12.5 מיליון ₪.

♦ **FFO** מבטא רווח נקי בנטרול רווחים או הפסדים חד פעמיים, בתוספת פחת והפחתות. ה- FFO שנבע לחברה ברבעון הראשון של 2006 הסתכם לסך של כ- 21.7 מיליון ₪ לעומת 15 מיליון ₪ ברבעון המקביל. נתונים אלו מגלמים FFO שנתי של כ- 87 מ' ₪, המציגים עליה של כ- 25% לעומת שנת 2005 בשל הגידול במצבת נכסי החברה. נציין כי הרכישות לאחר תאריך המאזן יגדילו גם הן את ה- FFO לקצב שנתי של כ- 92 מיליון ₪.

2003	2004	2005	Q1/06	
29,749	36,869	118,266	12,076	רווח נקי
49,487	49,310	70,541	21,700	FFO
166%	134%	60%	180%	נקי רווח/FFO
57,946	57,981	58,110	13,333	תזרים שוטף

### מימון

♦ הוצאות המימון של החברה ברבעון הראשון של 2006 הסתכמו לכ- 21 מיליון ₪ לעומת כ- 19.8 מיליון ₪ ברבעון המקביל אשתקד. העלייה בהוצאות המימון מקורה אף היא בהגדלת מצבת הנכסים של החברה שממומנים ברובם ע"י הלוואות (כ- 87%). בעקבות הרכישות שביצעה החברה מתחילת הרבעון השני, צפויות הוצאות המימון לעלות בעוד כ- 14 מיליון ₪ בשנה. נציין כי רוב ההלוואות אותן נוטלת החברה הן בריבית קבועה, עובדה זו תגן על החברה במצבים של עליית ריבית ומאפשרים לחברה לשלוט בצורה טובה יותר על תזרים המזומנים שלה.

♦ התחייבויות לזמן ארוך: לחברה התחייבויות לז"א בהיקף של 2 מיליארד ₪ נכון למרץ 2006 כאשר כ- 1.3 מיליארד ₪ הינן הלוואות מסוג NON RECOURSE. בעקבות הרכישות שביצעה החברה מתחילת הרבעון השני צפויים להתווסף עוד כ- 137.4 מיליון ₪ להתחייבויות ז"א (בהלוואות NON RECOURSE)

שם החברה	אלקטרה נדל"ן	דלק נדל"ן	אלוני חץ	ארזים	מבני תעשייה
היקף נכסים במאזן	2,486,285	3,601,195	3,966,405	3,319,201	5,726,705
סה"כ חוב	2,312,655	3,956,301	3,136,646	3,780,954	6,525,585
מאזן	2,908,726	4,992,256	4,159,271	4,135,708	7,776,674
חוב למאזן	79.51%	79.25%	75.41%	91.42%	83.91%
חוב להון עצמי	4	4	3	11	5
הכנסות בגילום שנתי	286,952	767,908	494,428	252,716	723,472
FFO בגילום שנתי	86,800	167,536	123,684	49,588	170,652
הוצאות מימון בגילום שנתי	84,124	188,224	157,832	180,932	204,436
הון עצמי	590,232	1,027,263	1,004,767	354,754	1,212,186
שווי שוק	1,261,990	3,177,727	1,728,585	968,013	2,348,680
FFO להון עצמי	14.71%	16.31%	12.31%	13.98%	14.08%
FFO לשווי שוק	6.88%	5.27%	7.16%	5.12%	7.27%
מזומנים בקופה	196,838	355,994	135,048	671,753	213,556

**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 אפריל 2006 נלקחו לפי רמת התשואות הנוכחית באותו אזור. נציין כי הם נכללים במצבת הנכסים כשהורדנו 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 קוזזה אל מול דמי הניהול השנתיים של החברה.

נכסים	שווי במיליוני ₪	שיטת הערכה
<b>נכסים מניבים</b>		
נכסים באנגליה	372.1	מכפיל NOI
נכסים בארה"ב	849.2	מכפיל NOI
נכסים בישראל	706.7	מכפיל NOI
נכסים בגרמניה	1,522.5	מכפיל NOI
נכסים בקנדה	956.8	מכפיל NOI
נכסים בשוויץ	62.5	מכפיל NOI
מרכזים לוגיסטיים	79.0	הערכה
עיסקת המלונות	377.9	עלות + 10% בניכוי מס רווח הון
<b>פרוייקטים בהקמה</b>		
פרוייקט אורנים	80.0	הערכה
פרוייקט מנהטן	213.77	עלות + 20% בניכוי מס רווח הון
<b>קרקעות</b>	58.1	
<b>מזומנים</b>	139.1	
<b>סה"כ שווי נכסים</b>	<b>5,417.7</b>	
התחייבויות פיננסיות	2,437.4	
התחייבויות חב' כלולות	1,329.0	
<b>סה"כ שווי</b>	<b>1,651.3</b>	
שווי שוק	1,261.9	
מספר מניות	23.6	
<b>מחיר נגזר למניה</b>	<b>70.0</b>	
מחיר המניה כיום	52.39	
<b>דיסקאונט</b>	<b>34%</b>	

## סיכום

תחום הנדל"ן המניב באירופה ובארה"ב צפוי להערכתנו להמשיך ולהיסחר ברמות תשואה נמוכות, על רקע כמות הכסף הגוברת הצפויה לזרום לאפיק זה בשנת 2006, וזאת בעיקר בשל:

- ◇ הגדלת מרכיב הנדל"ן המניב בתמהיל ההשקעות העולמי שמונע בעיקר ע"י ההשקעות המסיביות של קרנות פנסיה באפיק זה.
- ◇ עלויות מימון נמוכות ודרישה להון עצמי מינימלי, ימשיכו לשמור על תשואות גבוהות.
- ◇ הגדלת השקיפות בפעילות בשווקים המתעוררים.
- ◇ כניסה של משקיעים נוספים.

נכסיה של אלקטרה נדל"ן שהפריסה הגיאוגרפית שלהם מוגבלת למדינות יציבות כלכלית ופוליטית, ונמצאים בתפוסה ואיכות גבוהים מהמוצע באזורים בהם החברה פעילה, ייהנו מכך.

מכיוון שההלוואות אותן לוקחת החברה כדי לרכוש נכסים בחו"ל הינן בתנאי Non Recourse הרי שהחשיפה של החברה היא בגובה ההון העצמי אותו השקיעה (בין 10% ל- 20% במוצע). עוד נציין כי רוב ההלוואות שהחברה לוקחת הן בריבית קבועה, כך שעליית ריבית תשפיע רק ברכישת נכסים חדשים וכן בביצוע עסקאות של מימון מחדש.

החברה לא רשמה שווי עודף לנכסיה (למעט שני נכסים בהיקף כולל של כ- 40 מ' ש"ח) למרות שבחלק מהנכסים קיבלה הלוואות חדשות לפי שוויים גבוהים יותר ממחיר הרכישה. נציין כי בשנת 2008 יכנס תקן חשבונאי שיחייב ביצוע הערכות שווי לכלל הנכסים ולעדכנם במאזן. להערכתנו הנכסים של החברה נכון להיום מגלמים לה רווחי הון של מאות מיליוני ש"ח, שיציפו ערך בעת ביצוע הערכת השווי (בעיקר בשל נכסיה בבריטניה בקנדה ובגרמניה נכון להיום).

בתחילת השנה עבר הצוות הניהולי של החברה (שהיה קודם לכן פעיל במשרה מלאה באלקטרה בע"מ) לכהן במשרה מלאה בחברה, מהלך שמאפשר להם להקדיש את כל זמנם לפעילות החברה.

**לאור כל זאת, אנו מעניקים לחברה המלצת קנייה חזקה במחיר יעד של 70 ש"ח למניה המשקף דיסקאונט של כ- 34% ממחירה כיום בשוק.**

**פרי שחר**

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

**שי ליפמן**

אנליסט  
SHAYL@SAHAR.CO.IL

**איתי מקמל**

אנליסט  
ITAYM@SAHAR.CO.IL

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.