

תשואת יתר | מחיר יעד: 28 ש"ח

ברורית פיין | brurit@leadercm.co.il | 03-6845817
אלון גלזר | alon@leadercm.co.il | 03-6845816

תגובה לדוחות Q114

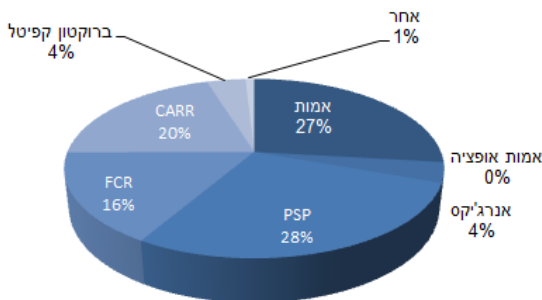
נתונים עיקריים (מ' ₪)

3,300	שווי שוק
3,560	הון עצמי ללא מיעוט
0.93	מכפיל הון רוב
7.3%	תשואת FFO נגזרת משווי שוק
3.5%	תשואת דיבידנד
43%	שיעור חוב פיננסי נטו מסך מאזן
30%	הון עצמי למאזן

תוצאות (מ' ₪)

2013	Q1 2013	Q1 2014	YOY	
509	123	131	7.5%	הכנסות
232	36	61	11%	FFO
3.0	0.45	0.46	3%	FFO למניה
352	43	75	75%	רווח נקי

התפלגות נכסים



להלן מחיר מניית FCR בשנה האחרונה:



אלוני חץ פרסמה הבוקר את הדוחות הכספיים ל Q1.14. האחזקות הציבוריות מציגות תוצאות יציבות וטובות כאשר הפעילות בארה"ב מתחילה להניב תרומה חיובית לחברה.

PSP: זרוע הנדל"ן של הקבוצה בשוויץ והאחזקה המשמעותית ביותר בפורטפוליו של החברה (28%) פרסמה תוצאות טובות לרבעון הראשון של שנת 2014 עם גידול של 1.9% בהכנסות משכ"ד וצמיחה של 1.9% בתזרים מנכסים זהים. שיעור התפוסה בנכסי החברה נותר יציב ועמד על 91.1% (91.2% בדצמבר 2013). שיעור המינוף ממשיך להיות נמוך ועומד על 28.3% (LTV). בשל העדר אלטרנטיבות השקעה, ריבית נמוכה תנאי מימון נוחים וכלכלה חזקה, שוק הנדל"ן השוויצרי ממשיך להתאפיין בתשואות יציבות כאשר התשואות עבור נכסים איכותיים נשארות ברמה נמוכה מאד (של כ- 4%). היצע המשרדים החדש בשוויץ מגביר את התחרות באזור ושיעורי התפוסה נמצאים במגמת ירידה. עם זאת, הביקוש לנכסי פריים ממשיך להיות גבוה ושכ"ד בהם נותר יציב. החברה צופה כי שיעור התפוסה יהיה ברמה של כ- 89% בתום שנת 2014. PSP נסחרת במכפיל הון של 0.98 ושיעור תשואת הדיבידנד עומד כיום על 4%.

להלן גרף מניית PSP בשנה האחרונה:



אמות: מבט על הדוחות לרבעון הראשון מלמד כי החברה ממשיכה לצמוח הודות לרכישות חדשות. אמות רשמה ברבעון גידול של 4.7% ב- NOI בהשוואה לרבעון המקביל כשהתזרים מנכסים זהים רשם ירידה של כ- 2%. הירידה נובעת בעיקר מההאטה בתחום המשרדים. ה- FFO עלה בכ- 2.8% מהרבעון המקביל אשתקד. שיעור התפוסה המשיך לרדת ועמד על כ- 94% בסוף הרבעון. ניכרת שחיקה קלה בפעילות הקיימת של החברה אך עם זאת אמות ממשיכה ליהנות מהפער הגדול שבין עלות המימון לתשואת הנכסים, מה שמאפשר לה להמשיך לצמוח. החברה נסחרת במכפיל הון של 1.03 ומכפיל FFO של 1.10. שיעור תשואת הדיבידנד אטרקטיבי ועומד על כ- 6%. אמות היא האחזקה השנייה בגודלה בפורטפוליו של אלוני חץ (27%).

FCR: פרסמה דוחות יציבים לרבעון הראשון עם גידול של 1% ב- NOI ושל 1.2% בתזרים מנכסים זהים. ה- FFO למניה נותר ללא שינוי והסתכם ב- \$ 0.25 קנדי למניה. שיעור התפוסה הכולל ירד מעט ועמד על 95.3% (שיעור של 95.5% בדצמבר 2013). במהלך הרבעון החברה חידשה חוזים בעליית שכ"ד של 13%. שוק הנדל"ן הקנדי ממשיך להיות טוב ויציב והסביבה המאקרו כלכלית בקנדה ממשיכה להיות בריאה. המשך כניסתן של רשתות קמעונאיות אמריקאיות לקנדה מגבירה את הביקוש לנכסי נדל"ן מסחריים ותומכת ברמות המחירים הנוכחיות. החברה נסחרת במכפיל הון של 1.16 ובמכפיל FFO של 17.5. תשואת הדיבידנד עומדת על כ- 4.7%.

- CARR** – הציגה גידול ברבעון של כ- 0.5% ב- NOI בהשוואה לרבעון הקודם ל- 15.6 מ'\$. ה- FFO צמח בכ- 8% והסתכם ב- 11 מ' דולר. במהלך הרבעון השלימה CARR את רכישת בניין העיתון וושינגטון פוסט בושינגטון תמורת 159 מ' דולר. בכוונת Carr להרוס את המבנה הקיים ולהקים תחתיו בניינים חדשים התואמים את הביקוש באזור. מדובר בעסקה בהיקף משמעותי לחברה. בנוסף, באפריל השלימה CARR את רכישת בניין המשרדים Penn 11 בושינגטון בעבור 110 מ' דולר. הנכס נמצא כיום בתפוסה מלאה וצפוי להניב כ- 6 מ' דולר במהלך שנת 2014. היקף הנכסים הנוכחי של CARR נאמד בכ-1.1 מיליארד דולר כאשר שיעור התפוסה הנוכחי עומד על 85%. שיעור המינוף של החברה עדין נמוך (35.3% הון למאזן) ותומך בהמשך התרחבות ע"י רכישות. שוק הנדל"ן בושינגטון עדין סובל משיעורי אי תפוסה גבוהים אשר עומדים בממוצע על כ-15%. עם זאת, העדר בניה חדשה בתחום המשרדים בושינגטון והיצע מוגבל של בנייני משרדים חדשים לצד המשך שיפור הכלכלה האמריקאית צפויים להשפיע לחיוב על שוק המשרדים בושינגטון.
- רמת מינוף נותרה יחסית נמוכה גם לאחר הרכישה בארה"ב:** כצפוי, לאחר השלמת עסקת CARR חלה עליה ברמת המינוף של החברה. חוב נטו לשווי נכסים עומד כיום על כ- 42% (כ- 37% לפני הרכישה), שיעור מינוף זה יאפשר לאלוני חץ לבצע רכישות נוספות בעתיד וכן מפחית את הרגישות של השווי הכלכלי של אלוני למחירי המניות של חברות הבנות.

שורה תחתונה - היתרון של אלוני חץ נובע בעיקר מפיזור גיאוגרפי רחב, תיק נכסים איכותי אשר מאפשר לה ליהנות מתזרים דיבידנדים יציב וצומח וכן מאיתנות פיננסית גבוהה ברמת הסולו. כ- 65% מתיק הנכסים מושקע בשוויץ, ארה"ב וקנדה, מדינות בעלות פרופיל סיכון נמוך. חברות הבנות בסה"כ ממשיכות להציג תוצאות תפעוליות ותזרימיות טובות ויציבות. אנו מעריכים כי מחירי מניות חברות הבנות ימשיכו לנוע בהתאם לתנודות שערי הריבית בעולם כך שסביבת הריבית הנמוכה צפויה להמשיך לתמוך במחיריהן. בנוסף, אנו סבורים כי ההשקעה בארה"ב מעניקה גיוון לתיק ההשקעות של אלוני חץ וקיים בה פוטנציאל להצפת ערך עתידית נוספת בחברה. **השווי הסחיר למניית אלוני חץ עומד היום על 28 ₪ למניה, פער של כ-12% ביחס למחיר השוק. אמנם הפער לא גדול, אך לאור רמת מחירי המניות הנוכחית בשוק ונוכח החששות המתגברים משוק הנדל"ן המניב המקומי, פער של 12% מצדיק לדעתנו אחזקה במניה ואנו ממליצים על המניה בתשואת יתר.**

מודל NAV סחיר:

מספר מניות במ'	אחזקות	שיעור אחזקה	הערכת שווי	מחיר מניה	שווי לאלוני חץ (מ' ש"ח)
94.3	אמות	59.5%	שווי שוק	11.1	1,719
53.2	אמות אופציה	22.1%	שווי שוק	1.0	6
217.6	אנרג'יקס	66.7%	שווי שוק	2.1	229
149.3	PSP	12.2%	שווי שוק	82.5	1,802
82.6	FCR	8.5%	שווי שוק	18.5	1,053
4,810			סה"כ ציבוריות		
	CARR		שווי ספרים מתואם לשע"ח		1,301
	ברוקטון קפיטל		שווי ספרים מתואם לשע"ח		253
	אחר		שווי ספרים		57
			סה"כ פרטיות		1,611
			סה"כ נכסים		6,421
			התחייבויות נטו מתואם לשע"ח		-2,764
			פעולות לאחר מאזן		108
			מס		-53
			סה"כ שווי כלכלי		3,713
			שווי שוק		3,300
			מס' מניות במ'		131
			מחיר יעד סחיר למניה		28.3
			מחיר מניה שוק		25.3
			פער		12%

לידר ושות' בית השקעות בע"מ
רח' הארבעה 21, תל-אביב
טל: 03-6845757

גילוי מטעם התאגיד

1. מכין עבודת האנליזה הינו עובד לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר").
2. דוח זה מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור וכן על הערכות, אומדנים ומידע אחר אשר לידר מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנותו. הדוח אינו מהווה אסמכתא ו/או אישור כלשהו למהימנות ולנכונות המידע המפורט בו.
3. הדוח מיועד ללקוחות כשירים בלבד כחומר מסייע. אין לראות בדוח זה ובמידע והניתוח הכלולים בו הזמנה, הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך והנכסים הפיננסיים המתוארים בו (להלן יחדיו: "ניירות ערך") ו/או ניירות ערך אחרים כלשהם.
4. הדוח אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיעים ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות, הפרטים והנסיבות הקשורות בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. לפיכך, דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.
5. המסתמך על דוח זה עושה כן על אחריותו בלבד ולידר, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם (להלן יחדיו: "קבוצת לידר") לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדוח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו ואינם ערבים או אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.
6. תאגידים מקבוצת לידר עוסקים, בין היתר, בהפצת ניירות ערך, חיתום, שיווק השקעות, מסחר בניירות ערך, השקעה בניירות ערך לחשבון עצמם, ברוקרג' ותיווך בעסקאות ניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה, בנקאות להשקעות ופעילויות אחרות בשוק ההון. ילין לפידות החזקות בע"מ, חברה בשליטה משותפת של קבוצת לידר, עוסקת באמצעות חברות בנות בניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות.
7. חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה מחזיקים ו/או עשויים להחזיק ו/או לבצע פעולות קניה ומכירה, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך הנסקרים בדוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו, וכן עשויים לבצע פעולות בניירות הערך הנ"ל על פי שיקול דעתם העצמאי שלא באופן התואם למסקנת הדוח. כמו כן חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה עשויים לתת שירותי הפצה ו/או חיתום ו/או ברוקרג' ו/או בנקאות להשקעות ו/או שירותים אחרים בקשר לניירות הערך ולתאגידים נשוא דוח זה ולקבל תמורה בגין שירותים אלה, וכן עשויים להיות קשורים בקשרים עסקיים עם התאגידים המתוארים בדוח זה.
8. לידר או תאגידים קשורים לה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).
9. במהלך שנים עשר החודשים האחרונים נתנה לידר הנפקות (1993) בע"מ מקבוצת לידר שירותי גיוס הון והפצה בהנפקות ושירותים פיננסיים נוספים של אלוני חץ, ואמות ועשויה, כמו גם חברות אחרות מקבוצת לידר, לתת להן או לחברות קשורות להן שירותים בעתיד ולקבל תמורה בגין השירותים הנ"ל.

המלצות

- קניה - תשואת יתר של מעל 20% בשנה הקרובה
- ת. יתר - תשואת יתר של 20% - 10% בשנה הקרובה
- ת. שוק - תשואה של +/- 10% בשנה הקרובה
- ת. חסר - תשואת חסר של 20% - 10% בשנה הקרובה
- מכירה - תשואת חסר של מעל 20% בשנה הקרובה

פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: אלון גלזר
כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב
e-mail: along@leader.co.il
השכלה: M.B.A מנהל עסקים: מימון – אוניברסיטת ת"א.
LL.B משפטים – אוניברסיטת ת"א.
ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסט (פברואר 2004 ואילך).
כלל פיננסיים בטוחה – אנליסט (2000-2004).

מתודולוגיה: הערכנו את שווייה של החברות המסוקרות במסמך זה על פי מודל NAV גורמי סיכון:

- הרעה במצב הכלכלי בארץ עלולה לגרום להרעה בפעילות חברות הנדל"ן
- שינוי בשערי החליפין משפיע על הרווחיות והשווי של נכסי החברות הפועלות בחו"ל
- ירידה במחירי הנדל"ן למגורים והנדל"ן המניב בארץ ישפיעו על תוצאות החברות ושוויין
- העלאת הריבית בארץ ובעולם יכולה להשפיע לרעה על סקטור הנדל"ן בארץ ובחו"ל
- מצוקת מימון בבנקים ובשוק ההון עלולה להעלות את הסיכון בכל החברות

מחירים היסטוריים של המניה ושינויים בהמלצות ובמחיר היעד:

תאריך	המלצה	מחיר יעד	אנליסט
28.11.11	תשואת יתר	22 ₪	לנה איצקוב
22.5.12	קניה	26 ₪	רמון עמית
20.8.12	תשואת יתר	26 ₪	רמון עמית
18.3.13	תשואת יתר	27 ₪	רמון עמית
31.12.13	תשואת שוק	25 ₪	רמון עמית
22.05.14	תשואת יתר	28 ₪	אלון גלזר

