

### עזיבת מנכ"ל בחברה גדולה היא לא בשורה חיובית

### אפריקה ישראל

#### עדכונים בדו"ח

- שינוי המלצה
- שינוי מחיר יעד
- שינוי תחזית

#### נתונים עיקריים

תשואת שוק	המלצה
מחיר יעד	מחיר מניה (ש"ח)
430 ש"ח	381 ש"ח
שווי שוק (מ' ש"ח)	19,200
גבוה 12 ח' (ש"ח)	564
נמוך 12 ח' (ש"ח)	288
שינוי 12 חודשים	28%
שינוי ת"א 12 ח' *	29%
מחזור יומי (מ' ש"ח)	61
סחורה צפה	25%
מכפיל רווח *	4.3
מכפיל הון	2.7
תשואת שוק	המלצה קודמת
430	מחיר יעד קודם

\* מכפיל הרווח הנמוך הוא תוצאה של רווחי העתק מהנפקת החברה הבת ברוסיה



היום בצהריים הודיעה אפריקה ישראל על סיום כהונתו של מנכ"ל החברה ארז מלצר על רקע הבדלי גישות מהותיים ביחס לתפיסת הניהול של קבוצת החברה.

לא הצלחנו להבין לעומק מה הכוונה ב"הבדלי גישות מהותיים" אבל אנו מרשים לעצמנו להגיד את הדבר הבא: **עזיבת מנכ"ל בחברה גדולה כמו אפריקה ישראל היא לא בשורה טובה.** ככל הנראה מדובר בבשורה רעה.

אם היינו חושבים שארוע זה הינו חריג בנוף הארגוני של אפריקה ישראל, היינו עוברים על הדיווח לסדר היום.

אין לנו ספק כי תרומתו של לב לבייב, יו"ר הדירקטוריון, לניהול החברה הינה מכרעת. להערכתנו, מעורבותו של לבייב בשאלות המרכזיות של החברה בכלל, ובפעילותה ברוסיה ובמדינות חבר העמים בפרט, הינה מהותית ותרומת רבות להצלחת החברה.

אפריקה ישראל היא חברה בשווי שוק של 5 מיליארד דולר, הפועלת בפריסה גאוגרפית רחבה (רוסיה, ארה"ב, אירופה, ישראל, אסיה) במספר תחומי פעילות מגוונים (ייזום נדל"ן, קבלנות בניה, תשתיות, נכסים מניבים, אנרגיה, פיננסים, תעשייה, אופנה ועוד). להערכתנו, בקבוצה שכזו יש משקל רב לניהול איכותי הנשען על שדרת מנהלים רחבה.

#### בדקנו את דיווחי החברה מהשנתיים האחרונות:

- (1) 2.12.07 - הודעה כי **ארז מלצר**, מנכ"ל החברה מסיים את תפקידו, לאחר שהחל בתפקיד לפני כשנה ושלושה חודשים ב 1.8.06. נדב גרינשפון, דירקטור בחברה, ימונה כממלא מקום זמני.
- (2) 4.6.07 - הודעה כי **אבי נוטה**, סמנכ"ל בחברה ומנהל חטיבת אירופה מסיים את עבודתו.
- (3) 27.5.07 - הודעה כי **יעקב בן משה**, סמנכ"ל בחברה ומנהל חטיבת אסיה פאסיפיק מסיים את עבודתו.
- (4) 10.5.07 - הודעה כי **שאול גליקסברג**, סמנכ"ל בכיר לכספים מסיים את עבודתו לאחר כשנה וחצי בתפקיד.
- (5) 27.8.06 - **פיני כהן**, מנכ"ל החברה מסיים את תפקידו.
- (6) 18.5.06 - הודעה כי **יוסי לוי**, מנהל חטיבת הנכסים מסיים את עבודתו.
- (7) 27.3.06 - הודעה כי **מוטי ליבוביץ**, ראש מנהל כספים וחשבות מסיים את עבודתו.
- (8) 3.1.06 - הודעה כי **בני כהן**, מנהל חטיבת הקניונים מסיים את עבודתו.

אנו מאמינים כי לכל אדם אפשר למצוא מחליף, אולם אנו חוששים מהתמונה העולה מהדיווחים לעיל.

אין לנו ספק כי בבחינת שווי אפריקה ישראל יש להתמקד בשווי הנכסי שיפורט בעמוד הבא, אבל אנו מדגישים את דעתנו לפיה חברה טובה נמדדת באיכות ההנהלה לאורך זמן ולא רק בטיב הנכסים. המימד האנושי עושה את ההבדל.

#### בשורה התחתונה

עזיבת מנכ"ל היא לא בשורה חיובית לחברה. גם לא לאפריקה ישראל. תמחור במודל NAV מצביע על מחיר של 370-436 ש"ח (ראו בהמשך) המביא אותנו להמלצת תשואת שוק.



כלכל פיננסים בטוחה ברוקראד' בע"מ				
<b>דסק ישראלי</b>				
		נאור אל חי מנהל חדר מסחר 03-5653552 <a href="mailto:neor@clal-fin.co.il">neor@clal-fin.co.il</a>	רון ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 <a href="mailto:ronen@clal-fin.co.il">ronen@clal-fin.co.il</a>	
בני סימון 03-7611988 <a href="mailto:benis@clal-fin.co.il">benis@clal-fin.co.il</a>	משה בן אסיאג 03-5653550 <a href="mailto:mosheba@clal-fin.co.il">mosheba@clal-fin.co.il</a>	חגית דלאל 03-5653543 <a href="mailto:hagitd@clal-fin.co.il">hagitd@clal-fin.co.il</a>	רוני ססובר 03-7611986 <a href="mailto:ronis@clal-fin.co.il">ronis@clal-fin.co.il</a>	אריה לנצברג 03-5653541 <a href="mailto:ariehl@clal-fin.co.il">ariehl@clal-fin.co.il</a>
<b>אג"ח בינלאומי</b>		<b>דסק בינלאומי</b>		
יעל עצמון 03-5652565 <a href="mailto:yaelat@clal-fin.co.il">yaelat@clal-fin.co.il</a>	תהילה ויסברג מנהלת דסק אג"ח בינלאומי 03-7616407 <a href="mailto:tehilaw@clal-fin.co.il">tehilaw@clal-fin.co.il</a>	מריסה בנדר 03-5653532 <a href="mailto:marisab@clal-fin.co.il">marisab@clal-fin.co.il</a>	אבי ויינרב 03-5653556 <a href="mailto:aviwe@clal-fin.co.il">aviwe@clal-fin.co.il</a>	סער גולן 03-7611987 <a href="mailto:saarg@clal-fin.co.il">saarg@clal-fin.co.il</a>
<b>מחקר</b>				
		בני דקל תעשייה ורשתות 03-7611913 <a href="mailto:bennyd@clal-fin.co.il">bennyd@clal-fin.co.il</a>	צחי אברהם תקשורת וטכנולוגיה 03-5652510 <a href="mailto:tsahiav@clal-fin.co.il">tsahiav@clal-fin.co.il</a>	יסכה ארז פארמה, כימיה, מזון 03-6251024 <a href="mailto:yisca@clal-fin.co.il">yisca@clal-fin.co.il</a>
		יוכל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 <a href="mailto:yuvalb@clal-fin.co.il">yuvalb@clal-fin.co.il</a>		
<b>מנהלה</b>	<b>Backoffice</b>		<b>עשיית שוק</b>	
סימה דקל 03-5653557 <a href="mailto:simade@clal-fin.co.il">simade@clal-fin.co.il</a>	בטי מזרחי 03-5653537 <a href="mailto:betty@clal-fin.co.il">betty@clal-fin.co.il</a>		דרור וסרמן 03-7616450 <a href="mailto:drorw@clal-fin.co.il">drorw@clal-fin.co.il</a>	
			צחי סוקול 03-7616450 <a href="mailto:tzahiso@clal-fin.co.il">tzahiso@clal-fin.co.il</a>	

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה ברוקראד', מהווה הפרה של זכויות היוצרים

**ראה הרחבה בנושא גילוי נאות בסוף המסמך**

כלכל פיננסים בטוחה ברוקראד' בע"מ

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 73 ת"א. טל' 03-5653557, פקס: 03-6251017

## הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

### א. פרטי מכין האנליזה

יובל בן זאב  
ת.ד. 024181976  
רשיון משווק השקעות מספר 5380  
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב  
השכלה - מוסמך (MA) בכלכלת עסקים, אוניברסיטת תל אביב; בוגר (BA) בכלכלה וניהול, אוניברסיטת תל אביב.  
נסיון - תפקידי מחקר ואנליזה בשנים 1995-היום (13 השנים האחרונות) בחברות הבאות: כלכל פיננסים בטוחה  
ניהול השקעות, לידר ושות' בית השקעות, דן טהורי ייעוץ כלכלי, ברייטמן שרותי ניהול.

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:  
כלכל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ  
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב  
טלפון: 03 5653557

### ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

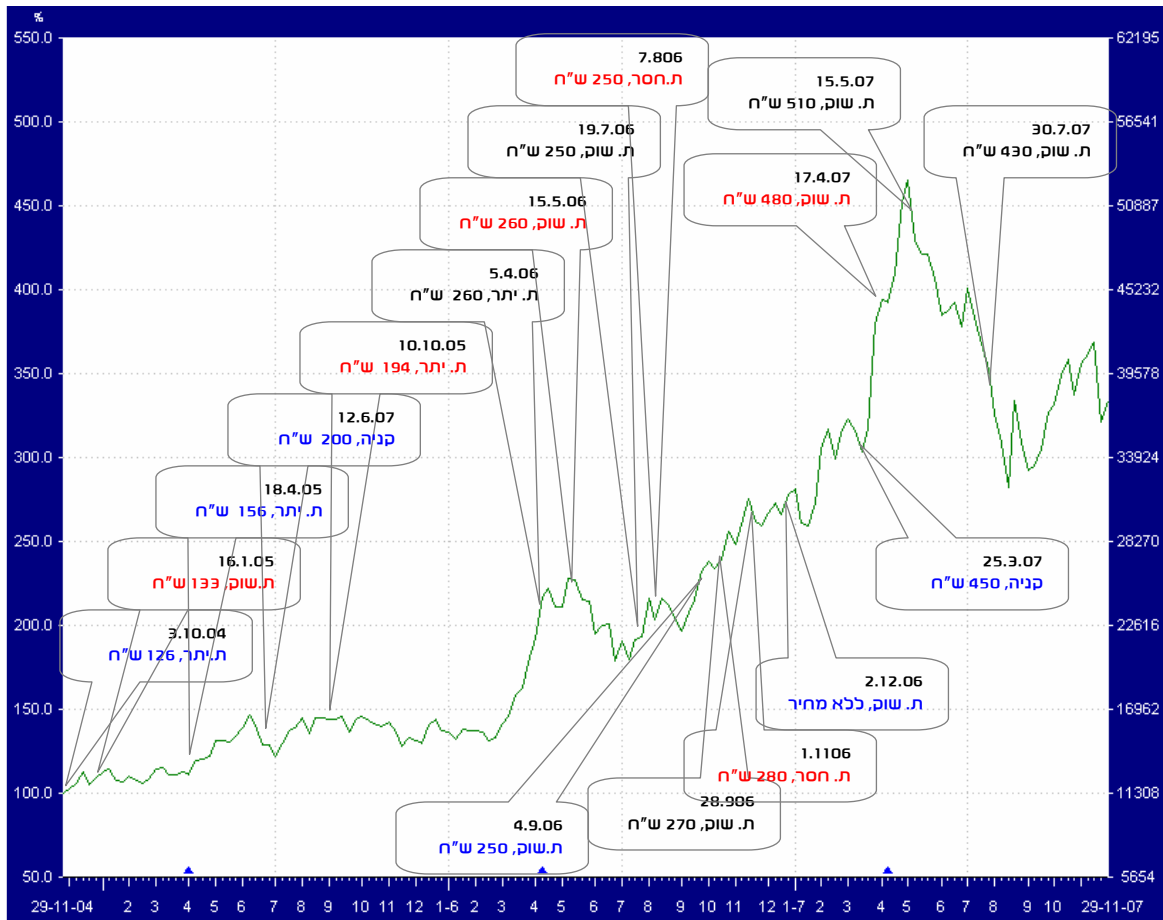
להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום של האנליזה.  
1. מכין האנליזה השתתף בחודש 12/2006 בסיוור במוסקבה שערכה אפריקה ישראל למשקיעים ולאנליסטים ואשר מומן על ידי אפריקה ישראל.

פרט לכך, אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

### ג. הערות לאנליזה

1. סולם המלצות
  - **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
  - **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
  - **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
  - **תשואת חסר** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
  - **מכירה** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
2. גישת הערכת אפריקה ישראל וקביעת מחירי היעד בוצעו במודל NAV.
3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של אפריקה ישראל:
  - האטה בכלכלת רוסיה ומדינות חבר העמים לשעבר בהן יש לקבוצה פעילות נרחבת ובתחום הנדל"ן בפרט.
  - האטה בשוק הנדל"ן העולמי בדגש על רוסיה ומדינות חבר העמים לשעבר.
  - קושי בהשגת מקורות מימון להתרחבות העסקית של החברה. בתחומי פעילותה העיקריים יש לזמינות מקורות המימון חשיבות רבה ביכולת לממש את הפוטנציאל.
  - ירידת שווי נכסי החברה, בין אם בעקבות עלייה בתשואות בהן מתומחרים נכסים מניבים (Cap rates) ובין אם בתמחור חברות נדל"ן ביחס לערכן הנכסי;

4. גרף מנית אפריקה ישראל ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



\* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.

**ד. עצמאות שיקול הדעת**

אני, יובל בן זאב, בעל רשיון מספר 5380, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

**יובל בן זאב**

ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")  
להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. התקיימו הנפקות פרטיות של ניירות ערך של אפריקה ישראל, שהתאגיד המורשה או תאגיד קשור שלו ניהל או יעץ להם, בין לבדו ובין ביחד עם אחרים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של האנליזה.
2. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של אפריקה ישראל.
3. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם ביום ראשון ה-07.12.2017. הסיבה לפרסום הדו"ח היא עדכון שוטף.

#### ו. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ

ניתוח הכלכלי בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או יעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים בטוחה מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף ליעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. חברת כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם יגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים בטוחה נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים, עליה נמנית גם כלל פיננסים בטוחה, עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים בטוחה משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים בטוחה ברוקראד', חברת הבת של כלל פיננסים בטוחה, הינו בעל ענין בכלל פיננסים בטוחה ברוקראד'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.