

אלקו החזקות – מו"מ למכירת אחזקותיה באלקו-ברנדט

- אלקו החזקות הודיעה אתמול על קיומו של משא ומתן למימוש אחזקותיה (90%) באלקו-ברנדט, תמורת סכום שיעמוד בטווח שבין 200 – 150 מ' יורו. טווח מחירים זה גוזר תג מחיר עבור אלקו-ברנדט בשווי של כ- 166-222 מ' יורו.
- כזכור, אלקו-ברנדט נמצאת בעיצומו של תהליך התייעלות מקיף במערכי הייצור, תהליך שבגיניו נרשמות מידי רבעון (החל מסוף 2003) הוצאות פרישת עובדים ומחיקת ערך נכסים. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2004, פעילות זו הסבה לאלקו החזקות הפסד נקי בהיקף של 53 מ' ₪.
- כפי שצינו בעבר, אלקו-ברנדט פועלת כיום עם חסרון יחסי מובהק בשוק המוצרים הלבנים, המתבטא בעלויות ייצור גבוהות ביחס למתחרות בענף. אלו השכילו להעביר חלק ניכר מפעילות הייצור שלהן למזרח אירופה/למזרח הרחוק וע"י כך לשפר את יכולתן התפעולית. סוגיה זו מקבלת משנה תוקף לאור רמתה הגבוהה של התחרות בשוק המוצרים הלבנים הצרפתי המאופיין ע"י מספר רב של יצרנים, יבוא מוגבר מהמזרח, וכן, לחץ מחירים גם מכיוון הקמעונאים/רשתות השיווק הגדולות - ערוץ השיווק העיקרי בענף.
- שחיקת המחירים המתמשכת בענף, ומנגד, התייקרות חומרי הגלם העיקריים (נחושת, מתכות ופלסטיק) מגבירה את הצורך בענף בהתייעלות, המתבצעת בעיקרה במערכי הייצור - וישנה כיום מגמה בולטת של מעבר אתרי הייצור למדינות במזרח אירופה: פולין, הונגריה, רומניה וכן לטורקיה. להערכת גורמים בענף, הייצור בתעשייה זו יעבור כולו במהלך 5 השנים הקרובות למזרח אירופה ו/או למזרח הרחוק.
- הרציונל מבחינת החברה הרוכשת מתבסס להערכתנו על העובדה כי החל מינואר 2005 תם תוקף המגבלות שהוטלו על הנחלת אלקו-ברנדט ע"י כונס הנכסים, בנוגע לפיטורי עובדים וסגירת מפעלים בצרפת. להערכתנו, רוכשים פוטנציאליים כגון: Candy, Fagor, Archelic, Beko, Whirlpool, להם פעילות ענפה בשוק המוצרים הלבנים באירופה, עשויים להניב תרומה מהותית מרכישת אלקו-ברנדט, באמצעות מיזוג פעילות הייצור עם פעילותן הקיימת תוך ניצול יתרונות לגודל. כמו כן, תהנה החברה הרוכשת מהמוניטין הגבוה של מותגי אלקו-ברנדט במיוחד בצרפת, ובעיקר המותגים החזקים: Sauter ו- De-Dietrich.
- ערכה המאזני של אלקו ברנדט בדוחותיה של אלקו החזקות נאמד בכ- 27 מ' יורו, לא כולל הלוואת בעלים שנתנה אלקו החזקות לחברת הבת, בהיקף של כ- 48 מ' יורו. לפיכך, במקרה של מכירה לפי שווי חברה של 175 מ' יורו צפויה אלקו החזקות לרשום רווח הון בהיקף של כ- 80 מ' יורו לפני מס.
- בהתאם ל- Pre-Rulling שקיבלה החברה מרשויות המס לגבי הרווח שיחושב לצרכי מס, להערכתנו, יעמוד מס רווח ההון המשוקלל בגין מכירה פוטנציאלית זו, על כ- 12-15 מ' יורו. (חושב לפי מס בשיעור 7.5% עבור ה- 70 מ' יורו הראשונים, וכ- 25% עבור יתרת רווח ההון).
- להערכתנו, החלטה על מימוש האחזקה באלקו-ברנדט, באם תתקבל, הינה החלטה חיובית על רקע ההתפתחויות השליליות בפעילותה של אלקו-ברנדט בשנה האחרונה ולאור ציפיותינו לאתגרים נוספים בטווח הבינוני.
- מודל NAV המניח שווי של 175 מ' יורו לאלקו-ברנדט גוזר למניית אלקו החזקות מחיר של 55.6 ₪, כ- 23% מעל למחיר הסגירה ביום 20/2/05. מחירה הכלכלי של מניית אלקו החזקות (שווי כלכלי לכל האחזקות הסחירות) מוערך על ידינו בכ- 60 ₪, כ- 32% מעל למחירה בשוק. אנו מעלים את המלצתנו למניית אלקו החזקות ל"קניה".

להלן מודל NPV עבור אלקו החזקות, בהנחת שווי של 175 מ' יורו לאלקו-ברנדט:

מ' ש"ח	שווי מאזני	% אחזקה	NAV	שווי כלכלי	הערות
אחזקות ציבוריות:					
אלקטרה מוצרי צריכה	568	73%	570	692	DCF
אלקטרה בע"מ	343	55%	576	566	DCF
ליברטי פרופרטיס	107	84%	74	100	הון עצמי (80%)
סה"כ אחזקות ציבוריות	1,017		1,219	1,358	
אחזקות פרטיות:					
אנרקו אנטרפרייז	177	100%	140	140	מחיר הצעת רכש
אלקו-ברנדט *	136	90%	896	896	175 מ' יורו
מס רווח הון – אלקו ברנדט			87	87	
נכס נדל"ן			72	72	
סה"כ אחזקות פרטיות			1,022	1,022	
סה"כ שווי אחזקות					
מס רווח הון (15%) **			78	99	
חוב סולו ***			555	555	
שווי אחזקות נקי			1,608	1,726	
מס' מניות (בניכוי אוצר)			28.9	28.9	
מחיר יעד למניה			55.6	59.7	
מחיר המניה בשוק			45.2	45.2	
שיעור דיסקאונט			23.2%	32.3%	

- * שווייה המאזני של אלקו-ברנדט אינו כולל הלוואת בעלים בסך 48.6 מ' יורו
- ** בסעיף זה חושב מס רווח הון על כל האחזקות, למעט אלקו-ברנדט ונכס הנדל"ן, עבורם חושב המס בנפרד.
- *** נכון לספטמבר 2004, בניכוי מזומנים שנדרשו לרכישת יתרת המניות באנרקו אנטרפרייז.

03-7104500 מחלקת המחקר

אוליביה זוהר - מנהלת מחלקת המחקר

olivia@sahar.co.il

פרי שחר - אנליסטית

peris@sahar.co.il

יואב בורגן - אנליסט

yoavb@sahar.co.il

בני דקל - אנליסט

benid@sahar.co.il

דרוג 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 יתר, 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 לערוך 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 עימה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או הנכסים 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 עימן או עם הגופים הנוכחים בדו"ח.