

## אלקו החזקות

### רבעון 3/02 - שלוש רגליים יציבות. צפוי שיפור ב- 2003.

דיסקאונט בגין חוסר שקיפות פיננסית באלקו ברנדט

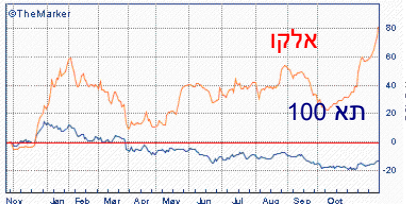
## תשואת שוק

שווי NAV - 51 ש"ח  
(דיסקאונט 14%)

יובל בן זאב \*

972 - 3 - 684 - 5749

yuval@leader.co.il



### נתונים עיקריים

260 / 325	שווי שוק (מ' \$) *
44.0	שער נוכחי
22.8-45.9	טווח 52 שבועות
79%	תשואה ב- 12 ח'
(9%)	תשואת ת"א 100
51.0	שווי NAV
13.6%	דיסקאונט ל NAV
23%	סחורה צפה (%)
560	מחזור ממוצע (א' שו)
1.4	מכפיל הון
<b>* שווי שוק כולל / לא כולל מניות רדומות</b>	
<b>בעלי עניין עיקריים</b>	
%	
57.2	זלקינד גרשון
20.2	מניות רדומות

## נקודות עיקריות

- אלקו החזקות מודל 2002 היא חברה שונה מזו שהכרנו בעבר. החברה נשענת על שלוש רגליים יציבות (אלקו - ברנדט, אלקטרה ישראל ואלקטרה מוצרי צריכה). כ- 70% מפעילות החברה הינה בחו"ל, בעיקר במדינות המפותחות.
- עסקת אלקו - ברנדט שבוצעה בתחילת השנה הינה בעלת משמעות רבה ביותר לקבוצת אלקו:
  - עסקה רווחית מבחינה פיננסית, גם אם לא ימומש כל הפוטנציאל להתייעלות.
  - פיזור סיכון מבחינת תחומי פעילות וחלוקה גיאוגרפית.
  - סינרגיה עם חברות בקבוצת אלקו ובראשן אלקטרה צריכה.
- פחות משנה לאחר שיצאה מכינוס הנכסים מחזקת אלקו ברנדט את מעמדה המוביל בשוק הצרפתי (נתח שוק של 21%) ובאירופה כולה. להערכתנו כבר ב- 2003 צפוי שיפור משמעותי בתוצאות, אשר ישלב תהליכי התייעלות בצד ההוצאות ורכישה מחדש של אמון המשווקים.
- אלקטרה ישראל ממשיכה להפגין יציבות בתוצאות הכספיות, תוך שהיא נהנית מויזיביליות גבוהה לקראת 2003, המבוססת על צבר הזמנות של 2 מיליארד ש"ח ופעילות בעלת מסה קריטית בתחום הנדל"ן המניב. חשוב לשים לב לחולשת המתחרות בתחום האלקטרומכניקה (נגה ופויכטוונגר).
- באלקטרה צריכה מתחילים להרגיש את תוצאות ההתייעלות. הרחבת הייצור בסין לצד התייעלות בפעילות הרכש ושיתוף הפעולה עם החברה האחות אלקו ברנדט צפויים להביא לשיפור נוסף ב- 2003. חשוב לעקוב אחר המגעים לרכישה בסין.
- שווי החברה במודל ערך נכסי נקי (NAV), מבטא מחיר של כ- 48.2 ש"ח למניה ומחיר המניה בשוק מבטא דיסקאונט של כ- 5%.**
- המלצתנו על החברה בתשואת שוק מתבססת על הדיסקאונט הנמוך ועל השקיפות הנמוכה באחזקתה העיקרית, אלקו - ברנדט.
- החברה צפויה להיכנס למדד ת"א 25, אך מנגד קיים חשש טכני הנובע מביטול המניות הרדומות עם רישום החברה כחברה שוויצרית (ראה להלן).

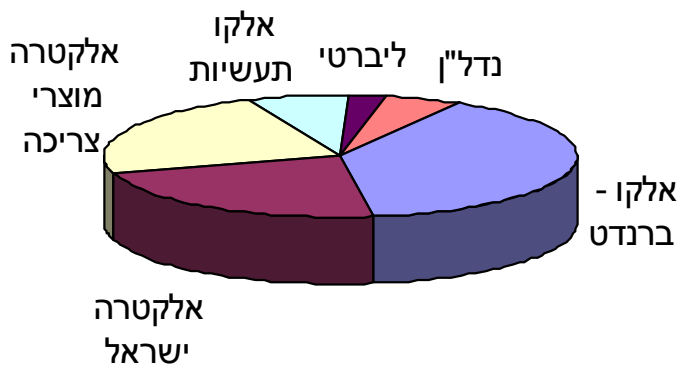
## תאור החברה

אלקו החזקות ("אלקו" או "החברה") הינה אחת מחברות ההחזקות הדינאמיות בישראל. החזקות החברה הן:

- אלקו ברנדט (90%) - ייצור ושיווק מוצרי צריכה "לבנים"
- אלקטרה צריכה (72%) - מיזוג אוויר ושיווק מוצרי צריכה חשמליים.
- אלקטרה ישראל (55%) - אלקטרומכניקה ונדל"ן מניב.
- אלקו תעשיות (86%) - מוצרי תשתית חשמליים.
- ליברטי פרופרטיס (82%) - נדל"ן מניב.

פרט לאלקו - ברנדט, כל החברות הן חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב.

### התפלגות שווי אלקו החזקות



## המלצה

כפי שאמרנו כבר בעבר אלקו של שנת 2002 היא חברה שונה מזו שהכרנו בעבר. עסקת אלקו - ברנדט הפכה את אלקו לחברה הנשענת על שלוש רגליים יציבות (אלקו ברנדט, אלקטרה ישראל ואלקטרה מוצרי צריכה). העסקה הביאה גם להרחבת פיזור הסיכון העסקי והגיאוגרפי, כאשר למעלה מ-70% מהכנסות הקבוצה הינן בחו"ל, בעיקר במדינות מפותחות.

אלקו 2002 - הרחבת הפעילות ופיזור סיכון

שנת 2003 צפויה להיות שנה טובה לקבוצה

להערכתנו שנת 2003 צפויה להיות שנה טובה לקבוצת אלקו, אשר תאופיין בשיפור בתוצאות החברות העיקריות:

- ◆ אלקו ברנדט צפויה להראות שיפור בתוצאות העסקיות, אשר יבוסס על חיזוק המעמד בשוק ורכישה מחודשת של אמון הלקוחות מחד וצמצום עלויות ושיפור מרווחים מאידך.
- ◆ אלקטרה צריכה צפויה להשיג שיפור ברווחיות בזכות תהליכי התייעלות שהחברה עוברת. הרחבת פעילות הייצור בסין מביאה להקטנת עלויות משמעותיות, המאפשרת לחברה להתמודד עם התחרות בשווקים. הרחבת פעילות הרכש המקוונת ושיתוף פעולה עם אלקו ברנדט יסייעו לחברה להגדיל את הרווחיות.
- ◆ אלקטרה ישראל היא חברה יציבה וסולידית באופייה, הנשענת על צבר הזמנות גבוה. עם זאת, אנו סבורים שהיחלשות המתחרים בתחום האלקטרוניקה והרחבת הפעילות בתחום הנדל"ן המניב צפויים לשפר את תוצאות אלקטרה בשנה הבאה. על רקע עליית מחירי הנדל"ן באנגליה יתכנו מימושי נכסים ורווחי הון.

נקודות למעקב:

כפי שאמרנו, אלקו היא קבוצה דינמית ביותר ולפיכך אנו מדגישים מספר נקודות למעקב:

- ◆ **כניסה למדד ת"א 25.** נכון להיום צפוי כי בעדכון הקרוב של מדד ת"א 25 תיכנס החברה למדד ת"א 25, מה שיביא לגידול (כמעט טכני) במחזורי המסחר ובעניין שתרכז החברה.
- ◆ **רישום אלקו כחברה שוויצרית.** אלקו הודיעה לאחרונה על כוונתה לרשום למסחר בתל אביב חברה שוויצרית, אשר תחזיק במלוא מניות אלקו. בעלי המניות באלקו יקבלו מניות בחברה השוויצרית במקום מניות אלקו. המטרה: קרבה לשווקים הפיננסיים באירופה בכדי להקל על גיוסי הון בעתיד. הבעיה: מהלך הרישום צפוי להביא למחיקת המניות הרדומות (כ-20%) ולהביא להקטנה משמעותית בשווי השוק של החברה כפי שמחושב ע"י הבורסה, מה שעלול לפגוע בהתייחסות לחברה מבחינת הכללתה במדד ת"א 25.
- ◆ **שיפור בתוצאות אלקו ברנדט.** כפי שאמרנו אנו סבורים כי אלקו ברנדט נמצאת בתחילתו של תהליך שיפור משמעותי בתוצאות. עם זאת, חובת ההוכחה על החברה. בעניין זה אנו סבורים שהרחבת השקיפות הפיננסית של אלקו ברנדט עשויה לתרום משמעותית להתייחסות לאלקו.
- ◆ **רכישת חברה בסין.** אלקטרה צריכה דיווחה כי חתמה על מזכר הבנות לרכישת חברה סינית בתחום מיזוג האוויר והמקרים. עסקה זו עשויה להיות בעלת חשיבות אסטרטגית ופיננסית לקבוצה כולה. בשלב זה חסרים פרטים על העסקה וקשה להתייחס אליה.
- ◆ **אלקטרה נדל"ן.** להערכתנו פעילות אלקטרה נדל"ן (בתוך אלקטרה ישראל) הופכת לפעילות בעלת נפח לא מבוטל בכלל הקבוצה. להערכתנו הצפת ערך (לדוגמא: הכנסת משקיע או מימוש נכסים ורווחי הון) עשויה להיות בעלת תרומה חשובה ביותר לאלקטרה ישראל ולקבוצה כולה.
- ◆ **הצעת רכש בליברטי פרופרטיס ?** על רקע שיעור ההחזקה הגבוה (82%), שווי השוק הנמוך (45% מההון העצמי) וההתאמה האסטרטגית לחברה אחרת בקבוצה (אלקטרה נדל"ן), לא נתפלא לראות הצעת רכש במהלך השנה הבאה.

האם ברנדט תספק את הסחורה ?

אלקטרה צריכה - רכישה בסין

מימוש באלקטרה נדל"ן?

המלצת תשואת שוק

**שווי החברה במודל ערך נכסי נקי (NAV), מבטא מחיר של כ-48 ש"ח למניה ומחיר המניה בשוק מבטא דיסקאונט של כ-5%.**

המלצתנו על החברה בתשואת שוק מתבססת על הדיסקאונט הנמוך יחסית ועל השקיפות הנמוכה באחזקתה העיקרית, אלקו - ברנדט.

חשוב לשים לב למנוף הפיננסי הלא מבוטל בחברת החזקות (כ-570 מ' ש"ח) ולתרומת הנדל"ן העודף (צומת מורשה) לשווי הכולל.

למרות הפוטנציאל הרב הטמון בחברה, אנו מעריכים כי בשלב זה האסטרטגיה המועדפת במצב הנוכחי היא השקעה במישרין בחברות הבנות, לפחות עד שנהיה עדים לתוצאות באלקו ברנדט ולהרחבת השקיפות בחברה.

## תוצאות הרבעון השלישי

אלקו הריווחה ברבעון 34 מ' ש"ח בהשוואה ל- 22 מ' ש"ח ברבעון המקביל אשתקד וכ- 44 מ' ש"ח ברבעון השני השנה. הגידול ברווחים בהשוואה לשנה שעברה נובע בעיקר מרווחי אלקו ברנדט שנרכשה בתחילת השנה. בהשוואה לרבעון השני יש לזכור את השפעת המוניטין השלילי שיוחס למלאי שנרכש אלקו ברנדט ותרם 12.5 מ' ש"ח לרווחי הרבעון השני לעומת 5.5 מ' ש"ח ברבעון הנוכחי.

הרחבת הפיזור בפעילות אלקו, שנבעה בעיקר מעסקת אלקו ברנדט אבל גם מהרחבת הפעילות בנדל"ן מניב, תורמת ליציבות ברווחיות הקבוצה.

הטבלה להלן מציגה את מרכיבי השורה התחתונה בדו"חות אלקו החזקות (נתונים במ' ש"ח):

Q3/02	Q2/02	Q3/01	תרומה לרווח הנקי
<b>* 14.5</b>	<b>* 20.8</b>	-	אלקו ברנדט
<b>8.3</b>	8.8	9.1	אלקטרה (ישראל)
<b>23.3</b>	22.7	18.4	אלקטרה צריכה
<b>(2.9)</b>	(3.3)	0.2	אלקו תעשיות
<b>0.3</b>	1.8	0.2	ליברטי פרופרטיס
<b>(7.4)</b>	(7.3)	(2.4)	ניהול, מימון ואחרים
<b>(1.9)</b>	-	(3.6)	הפחתת השקעות בהייטק
<b>34.2</b>	<b>44.3</b>	<b>21.9</b>	<b>רווח נקי מפעילות נמשכת</b>
-	(0.9)	0.3	תוצאות פעילות מופסקת - מערך השקמיות
<b>34.2</b>	<b>43.4</b>	<b>22.2</b>	<b>רווח נקי</b>

\* רווחי אלקו ברנדט כוללים רווח הנובע מהמוניטין השלילי שיוחס למלאי בסך 5.5 מ' ש"ח ברבעון השלישי (12.5 מ' ש"ח ברבעון השני).

\*\* החל מהרבעון הנוכחי תוצאות השקם לא נכללות באלקו החזקות (במישרין) לאחר שזו נרכשה ע"י אלקטרה מוצרי צריכה.

## הערכת שווי במודל ערך נכסי נקי

טבלת סיכום

הטבלה להלן מציגה את שווי החברה במודל NAV ליום 25.11.02 (נתונים במ' ש"ח)

הערה	גישה	אחוז משווי NAV	שווי החזקה	שווי בספרים	שווי חברה	אחוז בהון	החזקה
<b>1</b>	<b>הערכה</b>	<b>54.1%</b>	<b>757</b>	<b>238</b>	<b>840</b>	<b>90%</b>	<b>אלקו ברנדט</b>
2	שווי שוק	34.1%	476	518	660	72%	אלקטרה צריכה
3	שווי שוק	32.3%	451	299	820	55%	אלקטרה ישראל
4	שווי שוק	9.5%	133	191	154	86%	אלקו תעשיות
5	שווי שוק	3.3%	45	90	55	82%	ליברטי פרופרטיס
		<b>133.2%</b>	<b>1,862</b>	<b>1,336</b>			<b>סה"כ החזקות</b>
6		(40.4%)	(564)				בניכי עודף התחייבויות
7		7.2%	100				בתוספת נדל"ן
8		0	0				בניכי הוצאות מטה
	<b>51.0 ש"ח למניה</b>	<b>100%</b>	<b>1,398</b>				<b>סה"כ שווי NAV (לא כולל מניות רדומות)</b>

מחיר המניה בבורסה ליום 1.12.02 הוא 44.0 ש"ח למניה, המהווה דיסקאונט של כ- 13.5% על שווי אחזקותיה במודל NAV.

## הערות

## 1. אלקו ברנדט (90%)

ביום 15 בינואר 2002 רכשה אלקו ברנדט (90% בידי אלקו ו-10% בידי חברת פאגור הספרדית) מידי קונס נכסים בצרפת חלק מפעילות חברת Brandt SA. במסגרת זו רכשה אלקו ברנדט 7 מפעלים בצרפת המייצרים מוצרים לבנים (מכונות כביסה, מייבשי כביסה, תנורים, כיריים וכו').

מחיר העסקה הכולל הוא 107.7 מיליון יורו, הכולל בתוכו תשלום לכונס הנכסים הנרכשים ולקיחת התחייבויות. עם זאת, **בניתוח העסקה מנקודת ראות הרוכשים או סבורים שיש להתמקד בתשלומים ששילמו הרוכשים.**

אלקו ופאגור השקיעו בחברה החדשה 84 מיליון יורו, מתוכם 54 מיליון יורו בהון מניות ו-30 מיליון יורו בהלוואת בעלים. לפיכך, **אנו סבורים שניתן לראות את סך ההשקעה כ-54 מיליון יורו ועוד הלוואות בעלים שלהערכתנו תוחזר בהקדם בהתאם ליכולות הפיננסיות של אלקו ברנדט.**

אלקו ברנדט עוסקת בייצור ושיווק מוצרי חשמל לבנים. החברה נחשבת לחברה המובילה בצרפת בתחומי פעילותה ולחברה החמישית בגודלה באירופה. הכנסות החברה הצפויות בשנת 2002 הן כ-850 מ' יורו מתוכן 64% בצרפת. חשוב לזכור שנתוני 2002 חסרים את השבועיים הראשונים של השנה.

הטבלה להלן מציגה את נתחי השוק של החברות המובילות באירופה בשנת 2001:

קבוצה	נתח שוק באירופה	נתח שוק בצרפת
אלקטרוולוקס	14.6%	14.9%
בוש - סימנס	14.5%	9.1%
מרלוני	11.0%	11.6%
וירלפול	9.9%	15.4%
<b>אלקו - ברנדט</b>	<b>4.2%</b>	<b>21.3%</b>
קנדי	3.4%	4.2%
מילה	2.9%	3.9%
פאגור	2.4%	NA

\* יש להעיר שהנתונים מבטאים ירידה חדה בנתח השוק של אלקו ברנדט (מ-26% בשוק הצרפתי) כתוצאה מהקשיים הניהוליים והפיננסיים בתקופת ניהול קונס הנכסים.

## פעילות החברה כוללת שלוש חטיבות:

חטיבה	Washing	Cooking	Refrigeration
חלק במכירות אלקו ברנדט*	37%	31%	25%
מוצרים	מכונות כביסה פתח עליון מכונות כביסה פתח קדמי מייבשי כביסה מדיחי כלים	תנורי אפייה Free Standing תנורי אפייה Built In כיריים קולטי אדים	מקררים מקפיאים
מותג פרימיום**	(6) Thomson	(20) De Dietrich	(6) Thomson
מותג ליבה**	(1) Brandt	(17) Sauter, (1) Brandt	(1) Brandt
מותגים מקומיים**	San ,Ocean ,(4) Veddetto Giorgio	(4) Veddetto	(4) Veddetto

\* מכירות אחרות 7%.

\*\* בסוגריים דרוג המותג מבחינת מודעות בשוק הצרפתי.

**המותגים של קבוצת אלקו ברנדט** מהווים כיוסי מלא לפלחי השוק השונים, החל מפלח השוק הבינוני (רבעון 2) ועד לפלח הפרימיום (רבעון 4), כאשר המותג המרכזי של החברה (Brandt) הינו המותג המוביל בשוק הצרפתי הן מבחינת נתח שוק והן מבחינת מודעות והעדפת הלקוחות.

בניתוח שלוש החטיבות עולה כי נקודת החולשה היחסית של הקבוצה היא תחום המקררים. תחום זה מהווה כשליש ממכירות המוצרים הלבנים באירופה ובצרפת, ונתח השוק של אלקו ברנדט בו בצרפת הוא כ-15% בלבד. רכישת המפעל באיטליה, עליה הודיעה בחרה לאחרונה הינה צעד אחד שנקטה החברה על מנת לנסות ולשפר חולשה זו.

**אלקו ברנדט הציבה לעצמה מספר יעדים בתכנית העבודה הרב שנתית שלה כדלקמן:**

- ✓ **צמיחה** של 10% לשנה בהכנסות.
- ✓ הגדלת **נתח השוק בצרפת** ב- 1% לשנה עד ל- 25% בשנת 2005.
- ✓ הגדלת **נתח שוק באירופה** ומיקום כחברה מספר 4 בתוך 5 שנים. להערכתנו יעד זה יושג רק דרך מיזוגים ורכישות.
- ✓ **שיפור הרווח** עד להשגת רווח בשיעור של כ- 5% ו EBITDA של 9%-10% בשנת 2005.

**בדרך להשגת היעדים מתמודדת אלקו ברנדט עם מספר אתגרים בטווח הקצר:**

- ✓ **מיצוב מחדש כחברה מובילה מבחינת חדשנות.** בתוך שנה מרכישת הפעילות תשלם החברה השקה של מוצרים חדשים בכל קווי המוצרים והמותגים העיקריים של החברה.
  - בחדש ספטמבר האחרון השיקה החברה דגם חדש ומתקדם של מכונת כביסה עם פתח עליון. חשוב להדגיש שתחום זה הוא "חוד החנית" של קבוצת אלקו ברנדט בצרפת, בו נתח השוק שלה למעלה מ- 40%. החדשנות שבמוצר ומשך הזמן הקצר להשלמתו מהווים את קריאת הכיוון לעתיד לבוא בתחום החדשנות הטכנולוגית.
  - ✓ **רכישה מחדש של אמון הלקוחות והספקים.** החברה שיצאה מכינוס נכסים ניצבה בפני סיטואציה לא קלה, כאשר לקוחותיה וספקיה שואלים עצמם האם החברה תצליח להתרומם מהמקום שבו היא נמצאת. נכון להיום, פחות משנה לאחר הרכישה ובעת תכנון המכירות לשנה הבאה החברה רכשה בחזרה את אמון הלקוחות הצפויים להגדיל את שטחי המדף שיקצו לה. מבחינת הספקים השיפור בא לידי ביטוי בהיבט הפיננסי של ימי האשראי.
  - ✓ **התייעלות.** במהלך התקופה הקצרה שחלפה מאז הרכישה ביצעה החברה מספר תהליכי התייעלות משמעותיים שהבולטים הם: הקטנה משמעותית של ההון החוזר (הקטנת מלאי והגדלת ספקים), התייעלות בפעילות הרכש והקטנת הוצאות אחרות כגון: הוצאות לוגיסטיות, ביטוח וכו'.
- להערכתנו, החברה עמדה בהצלחה מרובה ביעדי הטווח הקצר ואנחנו מאמינים שהתהליך יימשך ב- 2003.

אחד הנושאים החשובים בתהליך השיפור שעוברת אלקו ברנדט הוא **שיתוף הפעולה עם חברת פאגור הספרדית.** הרכישה המשותפת של אלקו ופאגור יצרה קרקע נוחה לשיתוף פעולה עתידי. פאגור היא חברה ספרדית בעלת מחזור מכירות שנתי של למעלה מ- 7 מיליארד יורו, כ- 870 מיליון יורו בתחום מוצרי הצריכה הלבנים. בדומה לאלקו ברנדט החזקה בצרפת, פאגור חזקה ביותר בשוק המקומי בספרד וחלשה יחסית מחוץ לו, כך ששיתוף פעולה בין השתיים צפוי לתרום לסינרגיה רבה בשתי החברות.

כבר בטווח הקצר ניתן להצביע על שיתוף פעולה בשלושה תחומים עיקריים:

- א. **השלמת קווי מוצרים.** בעוד שמוצר הדגל של אלקו ברנדט הוא מכונת הכביסה עם פתח עליון, פאגור מתמחה במכונות בעלות פתח קדמי. המשמעות היא שכל חברה תוכל לפתח ולייצר מוצרים עבור השניה במתכונת OEM. כבר בחדש יוני האחרון יצאה ברנדט לשוק עם מכונת כביסה חדשה בעלת פתח קדמי מבית היוצר של פאגור, תחת המותג Brandt.
- ב. **שיתוף פעולה ברכש.** שתי החברות הודיעו במשותף עם אלקטרה צריכה על שילוב מערכות הרכש במטרה ליהנות מיתרונות לגודל בחמרי גלם המשותפים לחברות (חלקי פח, פלסטיק, מדחסים ורכיבים אלקטרוניים). מהלך זה צפוי להיות בעל משמעות רבה לשלוש החברות, החל משנת 2003.
- ג. **שיתוף בפעילות הפיתוח וסטנדרטיזציה** של רכיבים. בקווי המוצרים השונים של החברות נעשה גם היום שימוש ברכיבים דומים. פיתוח מוצרים חדשים תוך שימוש באותם רכיבים (לדוגמה מדחסים ומנועים) יסייע לחברה לייעל את הפיתוח והרכש העתידי ולתרום בכך להוזלה נוספת בעלויות.

**הערכת אלקו ברנדט**

במסגרת מודל NAV של אלקו הערכנו את אלקו ברנדט בהתבסס על מכפילי EBITDA. נכון להיום חסרה שקיפות בכל הקשור לתוצאות הפיננסיות של אלקו ברנדט (אלקו מפרסמת רק את ההכנסות והרווח הנקי), מה שמחייב אותנו לנקוט גישה שמרנית בהערכה כדלקמן:

הכנסות	930 מ' יורו	צפי ל- 2003 בין 900 ל- 950 מ' יורו לעומת 840-850 מ' יורו ב- 2002, לא כולל שבועיים בתחילת השנה.
EBITDA	65 מ' יורו	7% מההכנסות, שיעור EBITDA נמוך בהשוואה ל- 7%-11% בענף. להערכתנו בטווח הארוך אלקו ברנדט תשיג שיעורים גבוהים משמעותית.
<u>שווי EV</u>	<u>325 מ' יורו</u>	לפי מכפיל 5 על ה EBITDA. המכפילים המקובלים בענף הם סביב 6, אך נקטנו גישה שמרנית.
חוב נטו	(93) מ' יורו	107 מ' יורו חוב לכונס הנכסים, 60 מ' יורו חוב לבנקים, 30 מ' יורו הלוואות בעלים (לא כולל את ההשקעה בהון), 15 מ' יורו הלוואה מפמי ו- 20 מ' יורו לרכישת מפעל המקררים. מהחוב הפחתנו 139 מ' יורו מזומנים והשקעות.
		חשוב לעקוב אחר השינויים בהון החוזר עם התייעלות מחד והגידול בהכנסות מאידך, מה שעלול להשפיע על היקף הלוואות.
<u>לאחר חוב</u>	<u>232 מ' יורו</u>	

**לצורך הערכת אלקו במודל NAV הפחתנו 25% מהשווי והערכנו את אלקו ברנדט בשווי של 175 מיליון יורו, כל זאת על רקע היעדר השקיפות הפיננסית באלקו ברנדט ועל רקע האתגרים הרבים שעדיין עומדים בפניה**

## 2. אלקטרה מוצרי צריכה (72%)



החברה פועלת בתחום מיזוג האוויר עם פעילות משלימה של ייבוא ושיווק מוצרי צריכה חשמליים בישראל. עיקר פעילות החברה הוא לייצוא (בעיקר למדינות אירופה), כאשר פעילות הייצור מבוצעת באירופה, בסין ובישראל. השווקים העיקריים בהם פועלת החברה מאופיינים בתחרות חריפה, המחייבים את החברה להתייעל באופן תמידי על מנת לשמור על הרווחיות.

**בתחום מיזוג האוויר** מבצעת החברה מספר צעדים שיש להם משמעות אסטרטגית רחבה לשיפור הרווחיות ובהם:

- ✓ הרחבת הפעילות בתחום מיזוג האוויר המרכזי. בפעילות זו ההשפעה העונתית נמוכה יחסית והשווקים כמעט ואינם חשופים לייבוא מתחרה, כך שלמותג מקומי חזק יש יתרון ברור, המאפשר לשמור על רווחיות. משקל מיזוג האוויר המרכזי מסך הפעילות צפוי להסתכם בשנת 2002 בכ- 21% לעומת 17% ב- 2001 ו- 13% בשנת 2000.
- ✓ העמקת הנוכחות בשווקי דרום אירופה. אלקטרה צריכה הצליחה לחזק את פעילותה בשוק האיטלקי (השוק הגדול באירופה) והשוק היווני (הרביעי בגודלו באירופה, מעט לאחר צרפת) ולשמר את מעמדה בספרד (השוק השני באירופה) ובצרפת.
- ✓ העברת ייצור לסין. שכר העבודה הנמוך בסין מביא להוזלה משמעותית של הייצור ושיפור הרווחיות הגולמית.
- ✓ הרחבת פעילות הייצור עבור אחרים, בעיקר במפעל הרכיבים האלקטרוניים בסין. מהלך זה מסייע להגדלת התרומה של מפעל הרכיבים ושיפור הרווחיות בייצור. החל משנת 2003 צפוי כי אלקטרה צריכה תייצר חלק לא מבוטל מהרכיבים האלקטרוניים עבור החברה האחות אלקו ברנדט.
- ✓ הרחבת פעילות הרכש המקוון במטרה להוזיל עלויות. תהליכים אלו מביאים כבר עתה להוזלת הרכש והם צפויים להוות נדבך חשוב בשיפור הרווחיות בשנה הבאה.
- ✓ שיתוף בפעילות הרכש יחד עם החברה האחות אלקו ברנדט וחברת פאגור הספרדית. חלק גדול מחמרי הגלם משתפים לשלוש החברות ושיתוף הפעולה מאפשר ליהנות מיתרון לגודל הבא לידי ביטוי בהוזלת חמרי הגלם.

**בתחום מוצרי הצריכה בישראל** נפגעה החברה מהמיתון המתמשך. עם זאת, להערכת החברה הפגיעה בפעילותה נמוכה באופן משמעותי מהירידה בכלל השוק בתקופה זו, בכל קווי המוצרים המשווקים על ידה.

המגמה בשוק מוצרי הצריכה היא מעבר של מוקדי הכח מהיבואנים אל הקמעונאים, זאת על רקע הגידול בהיצע ובמגוון המוצרים לרבות התרחבות הייבוא הזול מהמזרח (סין וקוריאה). מגמה נוספת בשוק המקומי היא התחזקות רשתות מוצרי החשמל על חשבון החנויות השכונתיות הקטנות. ניתן להצביע על מספר סיבות התורמות לכך לרבות: יתרון לגודל המאפשר עלויות זולות יותר והוצאות פרסום וכן מתן שרות תומך ברמה גבוהה.

רכישת רשת השקם הכוללת 54 חנויות למוצרי חשמל צפויה לתרום לחיזוק פעילות אלקטרה בשוק המקומי. השליטה בנקודות המכירה לצד חיזוק המותג העצמי "אלקטרה" צפוי לתרום לרווחיות הכוללת של אלקטרה צריכה. חשוב לזכור שבתקופה כזו השחקנים החזקים בשוק מסוגלים להגדיל את נתח השוק שלהם על רקע פגיעה במעמד המתחרים שלא נהנים מאותן יכולות שיווקיות ופיננסיות.

**תוצאות הרבעון השלישי** היו מעל לציפיות המוקדמות שלנו. בדומה לרבעון השני, גם הרבעון השלישי חזק מבחינה עונתית, כך שהיה צפוי רווח גבוה באופן יחסי. עם זאת, התוצאות בולטות לטובה בזכות יישום תהליכי התייעלות בייצור וברכש. בעקבות אישור רכישת השקם נכללו התוצאות העסקיות של החברה בדו"ח המאוחד ברבעון הנוכחי. אנו מעריכים כי תרומת השקם לרווחיות נמוכה בשלב זה.

הטבלה להלן מציגה את עיקרי דו"ח רווח והפסד של אלקטרה צריכה (נתונים במ' ש"ח):

בפועל / תחזית	Q3/02 A	Q3/02 E	Q2/02	Q3/01	הכנסות
(2.0%)	689.7	703.5	730.0	618.5	רווח גולמי
4.5%	183.8	175.9	180.6	141.7	אחוז רווח גולמי
	26.7%	25.0%	24.7%	22.9%	רווח תפעולי
5.9%	53.9	50.9	58.4	39.8	רווח לפני מס
15.4%	48.3	41.9	53.8	44.7	רווח נקי
26.8%	32.9	26.0	33.0	26.6	

**רכישה בסין.** בחודש אוקטובר חתמה אלקטרה צריכה על מזכר הבנות לרכישת 60% מהון המניות של חברה שבבעלותה מפעלים לייצור מזגנים ומקררים בסין ומחזור הכנסותיה הוא כ- 150 מיליון דולר. החברה פועלת בעיקר בשוק הסיני והרציונל העומד בבסיס העסקה הוא רכישת מותג מקומי בשוק הצומח ביותר בעולם.

בשלב זה לא פורסמו פרטים לגבי העסקה לרבות התשלום בעבור המניות, מימון הרכישה, רווחיות החברה הנרכשת, כוח המותג ומה אלקטרה מתכוונת לעשות עם מפעל המקררים המתאים יותר לחברה האחות אלקו ברנדט.

להערכתנו אלקטרה צריכה צפויה להציג שיפור בשנת 2002 בהשוואה לשנת 2001, בה נרשם הפסד של כ- 10 מ' ש"ח ברבעון הרביעי בעקבות הפסד בארגנטינה. להערכתנו שנת 2003 תהיה טובה עוד יותר מ- 2002.

**שווי השוק הנוכחי של אלקטרה צריכה מבטא מכפיל 9.2 על רווחי 2002 ומכפיל 8 לרווח הצפוי ב- 2003.**



### 3. אלקטרה ישראל (55%)

תחום הפעילות העיקרי של החברה הוא ביצוע פרויקטים מורכבים מסוג "חבילה אלקטרומכנית" שבמסגרתה מבוצעות כל המערכות בבניין כולל: מיזוג אוויר מרכזי, מעליות, חשמל, תברואה ועבודות גמר. אלקטרה השכילה להרחיב את מיומנותה בתחום הפרוייקטים האלקטרומכניים לביצוע פרויקטים מורכבים וכוללים. בתחום פעילות זה הרחיבה החברה את פעילותה אל מחוץ לישראל באמצעות רכישות שביצעה באנגליה ובבלגיה.

תחום פעילות נוסף שהתפתח בצורה משמעותית ביותר בשנים האחרונות הוא תחום הנדל"ן המניב ונכון להיום יש לחברה נכסים מניבים בשווי מאזני של כ- 1.2 מיליארד ש"ח בעיקר באנגליה, ישראל וקנדה.

**בתחום האלקטרומכניקה** נהנית אלקטרה ממעמד מוביל בשוק הישראלי והיא מעורבת בחלק ניכר מהפרוייקטים החדשים הקיימים בתחום. התמודדות החברה עם ההאטה בשוק הישראלי כוללת מספר דבכים:

- ✓ הרחבת הפעילות בחו"ל. החברות המוחזקות RTT (אנגליה) ו- DEVIS (בלגיה) תורמות כיום למעלה מ- 20% מהכנסות החברה בתחום הפרוייקטים האלקטרומכניים. לא נפתע אם אלקטרה תודיע על רכישות נוספות בתחום האלקטרומכניקה בחו"ל.
- ✓ ניצול חולשת המתחרים העיקריים בשוק המקומי, נגה ופויכטוונגר, במטרה להגדיל את נתח השוק של החברה ואת הרווחיות בפרוייקטים שהיא מבצעת.
- ✓ הישענות על צבר ההזמנות הגבוה מאפשר לחברה להיות "בררנית" בהתמודדות על פרויקטים חדשים.
- ✓ הרחבת הפעילות בתחום השרות למעליות. אלקטרה רכשה לאחרונה תיק שרות לכ- 1,300 מעליות המביא אותה למעמד של השחקן המוביל בתחום זה בישראל עם נתח שוק מוערך של למעלה מ- 25%. חשוב לזכור שתיק השרות הוא למעשה נכס מניב בתחום, שלא בא לידי ביטוי בצד הנכסים במאזן.

**בתחום הנדל"ן המניב** הרחיבה החברה את פעילותה בשנה האחרונה בצורה משמעותית ביותר והוא כולל כיום נכסים בשווי מאזני של למעלה מ- 1.2 מיליארד ש"ח, עם הכנסות משכר דירה המוערכות בכ- 140 מיליון ש"ח לשנה.

- ✓ באנגליה - 14 נכסים המושכרים לטווח ארוך בדרך כלל לשוכר יחיד באיכות גבוהה. שווי מאזני של כ- 575 מ' ש"ח. על רקע העלייה החדה במחירי הנדל"ן באנגליה, לא נפתע באם החברה תממש רווחי הון מנכסים אלו במהלך השנה הקרובה.
- ✓ בישראל - מספר נכסים שהבולטים בהם הם איילון ביזנס סנטר (יד אליהו), בית אמבלייז (רעננה) ובית אומגה (חיפה). שווי מאזני של כ- 478 מ' ש"ח. מרבית הנכסים בישראל מושכרים למדינת ישראל ולשוכרים מהשורה הראשונה.
- ✓ בקנדה - 4 נכסים מונטריאול שנרכשו בשנה האחרונה. שווי ספרים של כ- 140 מ' ש"ח.
- ✓ מרכזים לוגיסטיים - תחום בו החלה החברה עם הקמת מרכז לוגיסטי בהונגריה עבור חברת Auchan ופרוייקט נוסף בצרפת עבור חברת הרכב רנו.

**תוצאות הרבעון השלישי** היו בדומה לציפיות המוקדמות שלנו, יציבות ברווח ועוד יותר חשוב - גידול קל בצבר ההזמנות. יציבות ברווח עם מעט מתחת ל- 18 מ' ש"ח, למרות השפעת מדד בגין/ידוע על הרווח.

החברה נהנית מויזיביליות טובה לשנת 2003 בזכות צבר ההזמנות והפעילות המתרחבת בנדל"ן המניב. שימו לב לחולשת המתחרים בתחום האלקטרומכניקה (נגה ופויכטוונגר).

הטבלה להלן מציגה את עיקרי דו"ח רווח והפסד של אלקטרה (נתונים במ' ש"ח):

בפועל / תחזית	Q3/02 A	Q3/02 E	Q2/02	Q3/01	
5.3%	2,000	1,900	1,912	1,968	<b>צבר עבודות *</b>
5.0%	446	425	423	421	הכנסות
3.3%	65.8	63.8	62.2	58.4	רווח גולמי
2.9%	23.9	23.2	23.0	20.6	מכירה, הנהלה וכלליות
3.5%	42.0	40.6	39.2	37.8	רווח תפעולי
24.5%	16.2	13.0	12.4	9.0	הוצאות מימון
(7.8%)	25.4	27.6	27.2	30.5	רווח לפני מס
(2.0%)	17.6	18.0	18.6	19.3	רווח נקי

\* צבר ההזמנות לא כולל את ההכנסות מנדל"ן מניב ולא כל ההכנסות "עוברות" דרך הצבר.

**שווי השוק הנוכחי של אלקטרה מבטא מכפיל 10.5 על רווחי 2002 שהוא נמוך בהשוואה לעבר. יש לשים לב לשווי הנכסי החבוי באלקטרה ישראל הן בנכסים המניבים בחו"ל והן בתיק השרות למעליות.**

**4. אלקו תעשיות (86%)**

החברה עוסקת בייצור ושיווק של מוצרי תשתית חשמליים. המוצרים משמשים בעיקר להעברת אנרגיה מתחנות הכח של חברת החשמל אל צרכני האנרגיה השונים באמצעות רשת החשמל, כך שפעילותה מושפעת במידה רבה ביותר מפעילות ההשקעות של חברת החשמל בישראל.

החברה הפסידה ברבעון השלישי 3.1 מ' ש"ח ו- 7.7 מ' ש"ח בתשעה חודשים. ההפסד כולל הפחתה של 1.9 מ' ש"ח הוצאות בגין מגעים שלא הבשילו לרכישת חברה בארה"ב ועוד 2.3 מ' ש"ח הפרשה בגין הסכם פשרה שנחתם עם מועצת רמת השרון בגין חבובות ארנונה אגרות והיטלי פיתוח.

**5. ליברטי פרופרטיס (82%)**

החברה עוסקת בנייה ונכסים מניבים בארץ ובחו"ל וכן בייזום ופיתוח מקרקעין.

בישראל מחזיקה החברה בכ- 50,000 מ"ר ברחבי הארץ (אין נתוני תפוסה ו/או שכר דירה מהנכסים). בפעילות הייזום בישראל כוללת פעילות החברה את חטיבת הקרקע ברחוב אבן גבירול בתל אביב (מתחם סומייל) הכולל זכויות לבניית 85 יחידות דיור, קרקע במתחם העסקים של באר שבע לשניית 168 יח"ד, זכויות לבניית משרדים בבת ים ונכס בבית השקם ברחוב אבן גבירול בתל אביב.

בחו"ל מחזיקה החברה נכסים מניבים בפראג ונכס מניב בקנדה, הכולל 92 דירות מגורים.

הכנסות החברה מהשכרת מבנים הסתכמה ברבעון השלישי בכ- 4.5 מ' ש"ח ו- 12.5 מ' ש"ח בתשעת החודשים הראשונים של השנה. הרווח הנקי של החברה בתשעת החודשים הסתכם בכ- 2.7 מ' ש"ח.

החברה הודיעה על מכירת נכס בירושלים שעם השלמת העסקה היא צפויה לרשום רווח הון של כ- 13 מ' ש"ח לפני מס.

**פעילות הנדל"ן בקבוצת אלקו מפוזרת בין אלקטרה נדל"ן (שהיא בעלת מסה קריטית) וליברטי פרופרטיס הקטנה. להערכתנו אנו צפויים לראות שינויים במבנה הפעילות של אלקו בתחום הנדל"ן ולא נופתע לראות הצעת רכש לליברטי.**

**6. התחייבויות פיננסיות**

ההתחייבויות הפיננסיות של החברה (סולו) ליום 30.9.02 הסתכמו ב- 331 מ' ש"ח. לסכום זה הוספו את הדיבידנד בסך 9 מ' ש"ח ואת חלקה של החברה בהשקעת האקוויטי באלקו ברנדט (90% מ- 54 מיליון יורו) שמומנה בהלוואה.

**7. נדל"ן**

אלקו מחזיקה במקרקעין המשמש כיום את מפעל אלקו תעשיות בסמוך לצומת מורשה. הקרקע בשטח של כ- 60 דונם הוערכה ע"י שמאי (עבור החברה) בשווי של כ- 40 מ' דולר לאחר מס והוצאות עסקה. שווי הספרים של הנדל"ן הוא כ- 35 מ' ש"ח. חשוב לזכור שמימוש הנדל"ן כרוך בצמצום השטחים המנוצלים על ידי אלקו תעשיות ופיתוח האזור כולו, מה שעלול לקחת מספר שנים.

**במסגרת מודל NAV של אלקו נקטנו גישה שמרנית והערכנו את הנדל"ן בשווי של 100 מ' ש"ח.**

**8. הוצאות מטה**

הוצאות המטה של אלקו, כ- 20 מ' ש"ח בשנה מכוסות על ידי דמי ניהול מהחברות המוחזקות. לפיכך לא הפחתנו הוצאות מטה במודל NAV של אלקו.

\* עורך הדו"ח: דני ברק.

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' ואין 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', לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו משימוש בדו"ח זה, אם יגרמו. 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. משקיע הקורא 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 מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים לכל נזק שיגרם לקורא הדו"ח כתוצאה מהסתמכות עליו. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', בעלי מניותיה, עובדיה או גורמים הקשורים עמה (להלן "קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים כולם או חלקם וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הללו כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

תאגידיים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, יעוץ פיננסי, ייעוץ בניירות ערך, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ובפעילויות אחרות בשוק ההון. החברה/חברות הנסקרות בדו"ח עשויות להיות חברות שהתאגידיים מקבוצת לידר השקעות שימשו או יישמשו כחמתמים להצעת ניירות ערך שלהם; התאגידיים מקבוצת לידר עשויים לספק לחברות כאמור יעוץ פיננסי ויעוץ בניירות ערך, לבצע עסקות בניירות ערך של חברות כאמור, ולתאגידיים מקבוצת לידר עשוי להיות ענין בחברות כאמור או בניירות הערך שלהן כתוצאה מעיסוק אחר כלשהו שלהם בשוק ההון.