

## המניה מתומחרת במחיר הוגן מעדיפים את האג"ח

## מבני תעשייה

### עדכונים בדו"ח

- שינוי המלצה
- שינוי מחיר יעד
- שינוי תחזית

### נתונים עיקריים

ת. שוק	המלצה
7.0	מחיר יעד (₪)
6.4	מחיר מניה
1,980	שווי שוק (מ' ש"ח)
6.87	גבוה 12 ח' (ש"ח)
3.92	נמוך 12 ח' (ש"ח)
34.8%	שינוי 12 חודשים
	שינוי נדל"ן 12 15 ח'
74.5%	מחזור יומי (א' ש"ח)
NR	המלצה קודמת
NR	מחיר יעד קודם (ש"ח)
לא מדורגת	דירוג מעלה

לאחר הפסקה ארוכה אנו חוזרים לסקר את מבני תעשייה. החברה מציגה פגיעה קלה בלבד בתוצאותיה התפעוליות ולעת עתה שומר תיק הנכסים על יכולת ייצור המזומנים שלו. ריכוז גבוה של נכסים מניבים בישראל תרם לעמידותה של החברה בהרעה במצב הכלכלה בשנה האחרונה.

**עם זאת, במחיר המניה הנוכחי מתמחרים הנכסים התפעוליים במחיר הוגן. להערכתנו התשואות הגבוהות שמציעות אגרות החוב של החברה הופכות אותן לערוץ אטרקטיבי יותר להשקעה בחברה.**

**הנכסים מפגינים יציבות, אך התמחור מלא.** תיק הנכסים של מבני מציג ירידה קלה בשיעורי התפוסה וברווחיות הגולמית במחצית הראשונה וככלל מציג עמידות יפה למשבר. אך מחיר המניה הנוכחי משקף תשואה גלומה בנכסים המניבים של החברה של 7.7%, גבוה אך במעט משיעור ההיוון המשוקלל בספרי החברה. להערכתנו, מדובר בתמחור מלא לנכסים אלו כפי שהוא משתקף במחיר המניה הנוכחי.

**כיום השקעה דרך האג"ח נראית עדיפה.** כאמור מחיר המניה הנוכחי משקף תשואה גלומה לנכסים של 7.7% בלבד. לעומת זאת, אגרות החוב **הארוכות** של החברה נסחרות בתשואה לפדיון של 8.5%-9.5% צמוד מדד ובממוצע ב-79% בלבד מערכן המתואם. במצב עניינים זה ולמרות תשואת הדיבידנד הגבוהה הצפויה, ההשקעה באג"ח עדיפה.

**הקצאת המניות לטאו מעלה סימני שאלה.** הקצאת המניות לטאו בתמורה למניות דרבן משפרת את נזילות החברה ומגדילה ההון העצמי. עם זאת, העסקה מעלה סימני שאלה סביב מחיר מניית מבני תעשייה. להזכיר, העסקה בוצעה ביחס של 2.9 מניות מבני לכל מניית דרבן. **במחירי השוק הנוכחיים יחס זה גוזר מחיר של כ-5 ₪ למניית מבני תעשייה, נמוך משמעותית משווי השוק הנוכחי. אומנם החברה צירפה הערכות שווי לשתי החברות המגלמות שווי שונה משמעותית מהשווי הסחיר, אך עדיין לא ניתן להתעלם ממנו.**

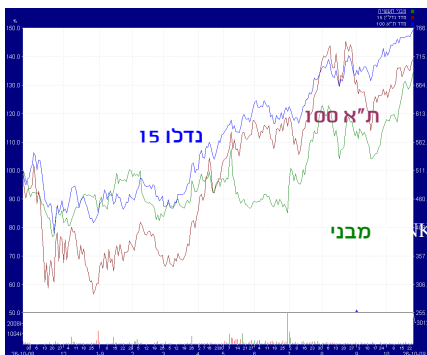
**עדיין קיים סיכון לפגיעה בהכנסות.** תיק הנכסים של החברה בישראל (כ-70% מתיק הנכסים) ממוקד באזורי פריפריה ועלול להתברר כפגיע בתרחיש של התמשכות ההאטה המקרו-כלכלית מעבר למצופה. בחרנו לנקוט בשיעורי היוון גבוהים מעט מאלו שבספרי החברה כך שיגלמו ירידה של 5%-3% בדמי השכירות/שיעורי התפוסה העתידיים.

**הפוטנציאל יאלץ לחכות.** אנו מאמינים כי צרכי המזומן של כלכלית ירושלים יעמדו במוקד האסטרטגיה של מבני תעשייה ברבעונים הקרובים. החברה צפויה להתמקד במימוש נכסים (מגדלי ת"א כבר בקנה) ובהגדלת הנזילות. להערכתנו פיתוח הקרקעות והזרמת הון לחברות הבנות, ליבת פוטנציאל הערך העתידי בחברה, יחכו לימים טובים (ונזילים) יותר.

**תשואת הדיבידנד עשויה לצמוח.** בהמשך לאותו עניין, להערכתנו קיימת סבירות מסוימת להגדלת הדיבידנד מעבר לזה שהוצהר (100 מ' ₪) עם השלמת מימוש מוצלח של נכסים ולאור צרכי המזומן של החברה האם.

**הקלף החזק של בעלי האג"ח – הגמישות הפיננסית.** מבני תעשייה מחזיקה בנכסים לא משועבדים בהיקף של 2.0 מיליארד ₪. הדבר מעניק לחברה מרחב תמרון נרחב ויסייע להתמודד עם עומס הפירעונות הגבוה הצפוי בשנים הקרובות.

**תשואת שוק, מחיר יעד של 7.0 ₪ למניה**



### תמצית מודל הערכת השווי

				2,332	רוך עצמי חשבונאי
					שערור הון עצמי
					קבוצת נכסים
		תשואה נדרשת	שווי כלכלי	שווי ספרים	NOI H1/09
		7.9%	4,076	4,222	322
		7.5%	2,240	2,469	168
			6,316	6,691	490
					-281
					התאמת הון עצמי בגין נכסים לאחר מס
					תוספת להון בגין מלאי קרקעות למגורים
				105	בהנחה של השלמת עסקת מגדלי ת"א
					תוספת להון בגין מלאי דירות
				5	
					התאמת הון בגין אחזקה במירלנד
				-80	התאמה לשווי סחיר
					החזר מיסים נדחים
				365	צפי לרישום הכנסה של 150 מ' נע בQ3
					הפחתת דיבידנד שחולק
				-100	
					הפחתת עלויות ניהול
				-184	מכפיל 7 בניכוי מס
					רוך עצמי כלכלי
				2,162	
					שווי למניה
				7.0	
				6.4	מחיר מניה
				9.8%	אפסייד

### טבלת רגישות לשיעורי תשואה נדרשים

תשואת נכסים בישראל						נכסים בחו"ל תשואת
9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	7.0	
6.2	6.7	7.3	7.9	8.7	7.0%	
5.8	6.3	6.9	7.5	8.3	7.5%	
5.5	6.0	6.6	7.2	8.0	8.0%	
5.2	5.7	6.3	6.9	7.7	8.5%	
4.9	5.4	6.0	6.6	7.4	9.0%	

### חישוב תשואה גלומה במחיר המניה

6.4	מחיר מניה
1,929,683	שווי שוק
5,785,917	בתוספת התחייבויות פיננסיות
287,150	בניכוי נכסים בתקמה
426,262	בניכוי מלאי קרקעות
660,000	בניכוי חברות מוחזקות
6,342,188	שווי נכסים תפעוליים
490,000	שנתי NOI
7.7%	תשואה גלומה
9.0%	תשואת אג"ח סדרה 8

רק הציפיות לתשואת דיבידנד גבוהה אשר תפגע בעקיפין בבעלי החוב יכולה להסביר העדפה של המניות על פני האג"ח בתנאים הנוכחיים. כאמור, אנו לא סבורים כי החברה תפעל ליצירת ערך משמעותי בפעילויותיה בחו"ל בטווח הנראה לעין לאור צרכי המזומן של החברה האם. בשל כך, ולאור הגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה ערוץ ההשקעה באג"ח נראה אטרקטיבי יותר להשקעה.

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

**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



### כלכל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי			
נאור אל חי מנהל חדר מסחר 03-5653552 <a href="mailto:neor@clal-fin.co.il">neor@clal-fin.co.il</a>		רונן ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 <a href="mailto:ronen@clal-fin.co.il">ronen@clal-fin.co.il</a>	
אייל זרביב 03-6274894 <a href="mailto:Eyalz@clal-fin.co.il">Eyalz@clal-fin.co.il</a>	עמרי ויסמן 03-5653549 <a href="mailto:omriw@clal-fin.co.il">omriw@clal-fin.co.il</a>	חגית דלאל 03-5653543 <a href="mailto:hagitd@clal-fin.co.il">hagitd@clal-fin.co.il</a>	אריה לנצברג 03-5653541 <a href="mailto:ariehl@clal-fin.co.il">ariehl@clal-fin.co.il</a>
עשיית שוק		אג"ח	
דרור וסרמן 03-7611905 <a href="mailto:drorw@clal-fin.co.il">drorw@clal-fin.co.il</a>		בני סימון 03-7611988 <a href="mailto:benis@clal-fin.co.il">benis@clal-fin.co.il</a>	
אסוף לוינסון 03-7613702 <a href="mailto:traasafi@clal-fin.co.il">traasafi@clal-fin.co.il</a>		משה בן אסאייג 03-5653550 <a href="mailto:mosheba@clal-fin.co.il">mosheba@clal-fin.co.il</a>	
דסק בינלאומי			
מריסה בנדר 03-6251014 <a href="mailto:marisab@clal-fin.co.il">marisab@clal-fin.co.il</a>	אלירן אליהו 03-5653646 <a href="mailto:eliran@clal-fin.co.il">eliran@clal-fin.co.il</a>	מישל ספיבק 03-5653540 <a href="mailto:michelles@clal-fin.co.il">michelles@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>	
אג"ח בינלאומי			
		גיא מגן 03-5652565 <a href="mailto:guyma@clal-fin.co.il">guyma@clal-fin.co.il</a>	
		יסכה ארז 03-6251024 <a href="mailto:yisca@clal-fin.co.il">yisca@clal-fin.co.il</a>	
מחקר			
גל בר עוזר מחקר 03-7616398 <a href="mailto:galba@clal-fin.co.il">galba@clal-fin.co.il</a>	אבירן רביבו כימיה 03-6274883 <a href="mailto:aviranr@clal-fin.co.il">aviranr@clal-fin.co.il</a>	גל רייטר פרמצבטיקה, אנרגיה 03-7616407 <a href="mailto:galbz@clal-fin.co.il">galbz@clal-fin.co.il</a>	צחי אברהם תקשורת, מזון וטכנולוגיה 03-5652510 <a href="mailto:tsahiav@clal-fin.co.il">tsahiav@clal-fin.co.il</a>
		יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 <a href="mailto:yuvalb@clal-fin.co.il">yuvalb@clal-fin.co.il</a>	
נגזרים			
Back office אתי סאבח 03-7613732 <a href="mailto:etisa@clal-fin.co.il">etisa@clal-fin.co.il</a>	Back office בטי מזרחי 03-5653537 <a href="mailto:betty@clal-fin.co.il">betty@clal-fin.co.il</a>	Back office נדב קליק 03-7611990 <a href="mailto:nadavk@clal-fin.co.il">nadavk@clal-fin.co.il</a>	טיראן מאיר 03-5653560 <a href="mailto:tiranm@clal-fin.co.il">tiranm@clal-fin.co.il</a>
		צחי סוקול 03-7616450 <a href="mailto:tzahiso@clal-fin.co.il">tzahiso@clal-fin.co.il</a>	
מנהלה			
		יעל זומר 03-7613654 <a href="mailto:yaelzo@clal-fin.co.il">yaelzo@clal-fin.co.il</a>	
		סימה דקל 03-5653557 <a href="mailto:simade@clal-fin.co.il">simade@clal-fin.co.il</a>	

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלכל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלכל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



### הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

#### א. פרטי מכין האנליזה

אבירן רביבו  
ת.ז. 032364846  
רשיון משווק השקעות מספר 6737  
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב  
השכלה - בוגר (BA) במנהל עסקים והיסטוריה, האוניברסיטה העברית ב-י.ם.  
ניסיון - אנליסט בכלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות, אנליסט בהלמן-אלדובי (2006-2008), מנהל  
תיקי השקעות, פרוקסימה ניהול השקעות (2004-2006)

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:  
כלל פיננסים 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.  
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 מבני תעשייה וקביעת מחיר היעד בוצעה במודל NAV לחברה

##### 3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של שיכון ובינוי:

- האטה חריפה בשוק הנדל"ן המקומי.
- שינויים משמעותיים בחוקי הקרקעות בישראל.
- פגיעה בתקציבי פיתוח התשתיות במדינות הפעילות בחברה בחו"ל עם החרפת המשבר הכלכלי.
- פגיעה בנגישות החברה למקורות מימון עתידיים.
- קשיים בהשגת מימון בחו"ל מול נכסי החברה.
- עלייה חדה בריביות אשר משלמת החברה על תיק הלוואותיה.

4. גרף מנית מבני תעשייה ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום ההמלצה.



\* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.  
 \*\* הערה – עד ל-03/08 סיקר את החברה האנגליסט בני דקל.

### ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, אבירן רביבו, בעל רשיון מספר 6737, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

אבירן רביבו



ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים 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. 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 המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של שיכון ובינוי.
2. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם ביום שני ה-08.11.09 כעדכון שוטף.

### ג. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ 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 נשוא דוח זה, ואשר כלל פיננסים 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 לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

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

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות 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, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשוא דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים 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 ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל ענין בכלל פיננסים ברוקראז'.

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 וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.