

תשואת יתר, מחיר יעד: 523 ₪
ענף: נדל"ן
עבודת בסיס

5 בפברואר 2008

נכסים ובנין – פוטנציאל משמעותי בפרויקט הדגל בארה"ב ובפעילות בהודו אך פרופיל הסיכון שונה.

נקודות עיקריות:

- פעילותה העיקרית של נכסים ובנין הינה בייזום ורכישת נדל"ן מניב ולמגורים בישראל ובחו"ל (בעיקר בארה"ב, ישראל והודו). הפעילות למגורים בישראל מבוצעת באמצעות גב-ים (67.4%) ונווה גד (100%). בנוסף, לחברת מלאי קרקעות בהיקף של כ-1,650 דונם ברחבי הארץ ועתודות קרקע בארה"ב ובהודו.
- מנוע הצמיחה העיקרי של נכסים ובנין (מחזיקה 25% מהזכויות) הינו פרויקט הפלאזה בלאס וגאס, הצפוי לכלול כ-1.5 מיליון מ"ר שטח בנוי. אנו מאמינים כי פרויקט זה צפוי להציף ערך לשותפים בו, אם כי בנייתו תחל בעוד כשנה והשלמת שלביו הראשונים מתוכננת רק בעוד כ-4 שנים.
- אין ספק כי במידה והפרויקט יצליח, הוא ישנה את פניה של נכסים ובנין. אך פרויקט בהיקף כזה הינו בעל פרופיל סיכון גבוה מרמת הסיכון בתיק הנכסים הקיים במיוחד לאור ההתפתחויות האחרונות בשווקים בכלל ובארה"ב בפרט, הן מבחינת המימון והן מבחינת מצבו של שוק הנדל"ן בארה"ב. לאור סיכונים אלו החלטנו לא להעניק בשלב זה שווי עודף לפרויקט.
- פוטנציאל צמיחה נוסף טמון בכניסה לפעילות יזמית בהודו, במסגרתה רכשה החברה בשיתוף עם אלקטרה נדל"ן קרקעות לבניית פרויקטים למגורים ונדל"ן מניב בהיקף השקעות כולל של כ-720 מיליון \$. אנו מאמינים כי לפרויקטים הללו פוטנציאל יצירת ערך, אך גם פעילות זו מאופיינת בפרופיל סיכון גבוה יותר מפעילות הליבה של החברה.

נכסים ובנין נסחרת בדיסקאונט של כ-40% בהילקח שווי הפעילות בחו"ל לפי ההון העצמי המושקע. אנו סבורים כי הטריגר לסגירת פער זה הינו הכנסת שותפים ו/או מימוש לפרויקטים בחו"ל.

לנכסים ובנין זרוע יציבה בדמות הפעילות בישראל, אשר מתבצעת דרך גב-ים, נווה גד, ישפרו וחטיבת הקניונים, אשר להערכתנו תמשיך ליהנות מהמגמה החיובית המאפיינת את התחום גם בשנתיים הקרובות. לצד זאת, הזרוע היזמית (ארה"ב, הודו ומז' אירופה) מהווה פוטנציאל יצירת ערך רב.

להערכתנו, למרות שקיים פוטנציאל רב הן בלאס וגאס והן בהודו, לא ברור אם הוא יגולם במחיר המניה בתקופה הקרובה בשל אי הוודאות בשווקים הפיננסיים.

סיכום והמלצה

- מודל סחיר (הלוקח את גב-ים לפי שווי שוק) גוזר מחיר של 523 ₪ למניה, הגבוה בכ-39% ממחירה בשוק.
- עפ"י מודל כלכלי מתקבל כי גב ים נסחרת בדיסקאונט של כ-5% ומכאן נגזר מחיר של 531 ₪ למנית נכסים ובנין, הגבוה בכ-42% ממחירה בשוק.
- בהערכת השווי בחנו 3 תסריטים עיקריים: התסריט השמרני, לפיו גם גזרנו את המלצתנו - בו שווי הפרויקטים בחו"ל מוערך לפי השקעות ההון עד כה, והתסריט הפסימי בהנחת מחיקת ההון העצמי המושקע בפרויקטים לייזום בחו"ל בו מתקבל Down side של כ-21%, והתסריט האופטימי בו יבוא לידי ביטוי ה- Upside מפעילויות הייזום בהודו ובארה"ב באופן משמעותי ביותר.
- אנו נוקבים במחיר יעד של 523 ₪ למניה בהמלצת תשואת יתר.

נתוני מניה	
סימול	נכסבנ
מחיר (₪)	375
מחיר יעד (₪)	523
המלצה	תשואת יתר

יחסים פיננסיים ונתוני מסחר	
שווי שוק (מ' ₪)	2,235.4
שבועות 52 נ/ג	763 - 354
מחזור יומי ממוצע (מ' ₪)	6.7
שווי שוק / הון עצמי (לאחר זכויות)	0.82
הון עצמי (מ' ₪)	1,930
שעור מניות במסחר	34.24%

גרף מניות נכסים ובנין מול נדל"ן 15 12 חוד'



ראה נספח גילוי נאות בעמוד האחרון של סקירה זו.

עמיחי בומבך
03-7968922

amihaiB@psagotofek.co.il

נכסים מניבים

גב ים – מוחזקת בשיעור של 67.4% ונסחרת בת"א לפי שווי של כ-1.7 מיליארד ש. החברה עוסקת בהחזקה וייזום של נכסים מניבים (בעיקר משרדים והיי-טק ותעשייה ולוגיסטיקה), כאשר עיקר נכסיה ממוקמים באזור חיפה, הרצליה ורחובות. לגבי-ים 3 פרויקטים בבנייה למגורים הצפויים לאכלוס במהלך חצי השנה הקרובה, ופרויקט בהיקף של כ-1,060 יח"ד בשיתוף עם אוסיף (50%) לייזום שכונת מגורים בחיפה בו הבנייה צפויה להתחיל מהלך 2008 בהיקף של כ-104 יח"ד. לגב ים נכסים מניבים בישראל בהיקף של כ-700,000 מ"ר, ב-20 אתרים מרכזיים ברחבי הארץ ועתודות קרקע לפיתוח עתידי בהיקף כולל של כ-485,000 מ"ר למשרדים, היי טק ותעשייה, כ-18,000 מ"ר זכויות בנייה למסחר וכ-1,500 יח"ד למגורים בהשקעה כוללת של כ-850 מיליון ש.

בנוסף לפעילות שמבוצעת דרך גב-ים לחברה נכסים מניבים בישראל, ארה"ב ואירופה. להלן העיקריים שבהם-

○ נדל"ן מניב בישראל

שם הנכס	חלקה של נכסים ובנין	עלייה בשווי הוגן Q3 2007	NOI ב-Q3 2007	נכסים עיקריים
ישפרו - מרכזים מסחריים (פאואר סנטרים)	100%	22.2 מ' ש	17 מ' ש	פאואר סנטר מודיעין, נס ציונה, ישפרו קרית גת
קניונים	50%-100%	48 מ' ש	14.5 מ' ש	קניון גבעתיים, קניון פ"ת, קניון קירת אונו
נכסים מניבים - בנייני משרדים				מגדל המילניום, בית האומות ובית הדסה י-ם, צים חיפה
גב ים - מרכזי היי-טק ולוגיסטיקה	67.4%	91.2 מ' ש	55.3 מ' ש	נת"מ חיפה, גב-ים הרצליה

○ נדל"ן מניב בארה"ב -

שם הנכס	חלקה של נכסים ובנין	תיאור	תאריך רכישה	השקעה	הון עצמי (חלק החברה)	NOI	תשואה ברכישה
מרכז מסחרי בקנטאקי	50%	40 אלף מ"ר שטח להשכרה	17.4.2007	\$ 30.5 מ'	\$ 2.5 מ'	\$ 2.33 מ'	7.60%
משרדים ברחבי ארה"ב	50%	195 אלף מ"ר שטח כולל של	24.6.2007	\$ 123.5 מ'	\$ 7 מ'	\$ 8.6 מ'	6.90%
מרכז מסחרי בורג'יניה	50%	45 אלף מ"ר שטח להשכרה	15.9.2006	\$ 101 מ'	\$ 10.5 מ'	\$ 9.3 מ' ש	9.20%

○ מלונות באנגליה -

שם הנכס	חלקה של נכסים ובנין	תיאור	תאריך רכישה	השקעה	מימון זר	הון עצמי (חלק החברה)	ריבית על ההלוואה
מלונות הילטון לונדון והילטון בירמינגהם	20%	לונדון 1,054 חדרים וברמינגהם 794 חדרים	2006	\$ 463 מ' ליש"ט	400 מ' ליש"ט	17.3 מ' ליש"ט	--
מלון הילטון קרדיף	20%	200 חדרים וסוויטות	יולי-07	\$ 35.3 מ' ליש"ט	29 מ' ליש"ט	1.75 מ' ליש"ט	6.35%

○ נדל"ן מניב במערב אירופה -

הפעילות מתבצעת דרך GTC Investments המוחזקת בשיעור של 50% (היתרה מוחזקת בעיקר ע"י GTC RE), ועוסקת בהשקעות בנכסי נדל"ן מניב במערב אירופה. כיום, GTC Investments פעילה בגרמניה ובשווייץ ובבעלותה כ-16 מבני משרדים בערים מרכזיות בשטח כולל להשכרה של כ-105 אלף מ"ר. ה-NOI מנכסים אלו הסתכם בשנת 2006 לסך של כ-10.6 מיליון אירו, והרווח שנוקף בדוחותיה של נכסים ובנין בגין פעילות זו הסתכם בכ-3 מיליון אירו (מתוכם כ-5.6 מיליון אירו בגין שיעור נכסים).

התפתחויות בשנה האחרונה

ארה"ב – פוטנציאל רב אך קיימים סימני שאלה רבים בתנאי השוק הנוכחיים

פרויקט הפלאזה בלאס וגאס

- בתחילת אוגוסט השלימה החברה רכישת מקרקעין בשטח של כ-34.5 אקר (כ-140 דונם) הממוקם ברחוב הראשי בלאס וגאס ("הסטריפ") בהשקעה של כ-1.24 מיליארד \$. חלקה של קבוצת IDB בפרויקט הינו 50%, באמצעות חברה המוחזקת בשיעורים שווים ע"י נכסים ובנין וע"י אי.די.בי פיתוח, ו-50% ע"י אלעד גרופ (שהינה זרוע הייזום הפרטית של יצחק תשובה).
- הקרקע בעלת זכויות בנייה של כ-1.5 מיליון מ"ר, הגוזר מחיר קרקע למ"ר של כ-830 דולר למ"ר.
- להערכת היזמים עלות בניה תסתכם בכ-4,300 \$ למ"ר (כולל עלויות מימון). הבנייה צפויה להתחיל באוקטובר 2008, ולהתבצע במספר שלבים, כאשר ההשקעה בפרויקט מעבר לעלות הקרקע צפויה להסתכם לסך של כ-7-5 מיליארד \$, על פני כ-5 שנים.
- שלב א' הצפוי (וטרם סוכם סופית) יכלול כ-1.1 מיליון מ"ר בנוי, ויכלול כ-3,500 חדרי מלון, יותר מ-300 דירות יוקרה (בשטח של כ-50,000 מ"ר), קזינו, שטחי מסחר ואולמות כנסים. השלמת שלב זה צפויה בתוך כ-4 שנים. להערכת הנהלת החברה ה-EBITDA הצפוי משלב זה (כולל הכנסות הקזינו, בית המלון ודמי שכירות) מסתכם בכ-450 מיליון \$ לשנה, ובנוסף הכנסות של כ-750 מיליון \$ ממכירת דירות (לפי מחיר של כ-15 אלף \$ למ"ר). עלות השלב הראשון תסתכם בכ-4.5 מיליארד \$.
- שלב ב' צפוי לכלול כ-400 אלף מ"ר בנוי, כ-2,000 דירות יוקרה (300 אלף מ"ר) ו-600 חדרי מלון נוספים. לאור החולשה בשוק הנדל"ן למגורים בארה"ב (שאינה פוסחת על לאס וגאס) שוקלת החברה הקצאת שטחים נוספים למלונות ופחות לדירות למגורים.

מימון

- רכישת הקרקע בסכום של כ-1.25 מיליארד \$ מומנה באמצעות הלוואה מגולדמן זאקס וקרדיט סוויס ע"ס 625 מיליון \$, כאשר עיקרה נתקבלה בריבית של ליבור+2.75% והיתרה בריבית של ליבור+4.5%. לתקופה של שנה עם אופציה להארכה בשנה נוספת, והיא מובטחת בשעבוד על הקרקע. היזמים החליטו לוותר על הלוואה נוספת בסך 200 מיליון \$ בריבית של ליבור+6% לאור עלותה היקרה ולהעמיד הון עצמי נוסף.
- לדברי הנהלת החברה, הם נמצאים כיום במו"מ עם מספר גורמים פיננסיים לצורך מימון עלויות השלב הראשון שצפויות להסתכם בכ-5 מיליארד \$.
- בהתאם לתוכנית העסקית, כאשר ייסגר המימון לשלבי הבנייה, תזרים החברה הון עצמי נוסף לכל עלות הקרקע (חלקה של נכסים ובנין הינו כ-150 מיליון \$). לצורך כך ביצעה הנפקת זכויות בחודש נובמבר 2007 בה גייסה כ-844 מיליון \$ מבעלי המניות.
- נכון להיום לקרקע זכויות בנייה, אך טרם התקבל אישור התחלת הבנייה והוא צפוי להתקבל בתוך כחודשיים.

לאור העובדה כי המימון לפרויקט טרם נסגר, חוסר הוודאות לגבי שוק הנדל"ן בארה"ב וזמן ההשלמה הארוך – החלטנו לא להעניק בשלב זה שווי עודף מעבר לשווי ההשקעה בספרים אף כי אנו מאמינים שקיים פוטנציאל יצירת ערך משמעותי אם לא יהיו שינויים מרחיקי לכת בשוק. נעדכן את שווי הפרויקט לפי התקדמות האישורים ותהליך הבנייה.

באוגוסט השלימה החברה רכישת מקרקעין בשטח של כ-34.5 אקר הממוקם ברחוב הראשי בלאס וגאס בהשקעה של כ-1.24 מיליארד \$.

חלקה של קבוצת IDB בפרויקט הינו 50%, באמצעות חברה המוחזקת בשיעורים שווים ע"י נכסים ובנין וע"י אי.די.בי פיתוח, ו-50% ע"י אלעד גרופ.

שלב א' הצפוי יכלול כ-1.1 מיליון מ"ר בנוי, ויכלול כ-3,500 חדרי מלון, יותר מ-300 דירות יוקרה, קזינו, שטחי מסחר ואולמות כנסים. שלב ב' יכלול כ-400 אלף מ"ר בנוי, כ-2,000 דירות יוקרה ו-600 חדרי מלון נוספים.

לאור העובדה כי המימון לפרויקט טרם נסגר, חוסר הוודאות לגבי שוק הנדל"ן בארה"ב וזמן ההשלמה הארוך – החלטנו לא להעניק בשלב זה שווי עודף מעבר לשווי ההשקעה בספרים אף כי אנו מאמינים שקיים פוטנציאל יצירת ערך משמעותי.

פרויקטים נוספים בלאס וגאס

בסוף שנת 2005 רכשה חברה בבעלות משותפת ל-IDB פיתוח ונכסים ובנין, 15% מהזכויות ב-3 פרויקטים לייזום בלאס וגאס, תמורת סך של כ-45 מיליון \$ (חלקה של נכסים ובנין 50%).

1. פרויקט Queensridge Tower צפוי לכלול 385 יחידות דיור. בשלב הראשון מוקמות 219 דירות בשני מגדלים, מתוכן נמכרו 171 יח"ד ואוכלסו יותר מ-100. המחיר הממוצע של דירה עמד על כ- 2.25 מיליון \$. שלב זה אמור להסתיים עד הרבעון הראשון של 2008. לקוחות הפרויקט הינם בעיקר אוכלוסיה מקומית מבוגרת העוזבת יחידות דיור צמודות קרקע לטובת מגדלי יוקרה מוגנים המספקים מגוון שירותים לדייר. לטענת החברה רוכשי הבניינים אינם רוכשים אותם לצורך השקעה אלא למטרת מגורים ואף משקיעים סכומים גדולים בביצוע שינויים בתוך הדירות. בהנהלת נכסים ובנין מאמינים בפרויקט ולטענתם מחיר מכירה למ"ר עלה מכ- \$4,500 למ"ר בתחילת השיווק לכ- \$7,500 למ"ר בקומות הנמוכות ו-\$13,000 למ"ר בדירות הגבוהות כיום. השלב השני צפוי לכלול 166 יח"ד ובנייתו ושיווקו טרם החלו.
2. בתחילת 2007 החלה החברה בפיתוח פרויקט "The Village At Queensridge". הפרויקט צפוי לכלול 45,000 מ"ר שטחי מסחר ו-25,000 מ"ר שטחי משרדים וחניון, ובנייתו והוא צפוי להניב הכנסות של כ-40 מיליון \$ לשנה. הבניה צפויה להסתיים במחצית הראשונה של 2009 ועלות הבנייה מוערכת בכ-400 מיליון \$. השלב השני של הפרויקט יכלול 327 יח"ד אולם לעת עתה החברה מתמקדת בפיתוח המרכז המסחרי ו-42 יח"ד בלבד הכלולות בחלק המסחרי.
3. פרויקט Sahara צפוי לכלול כ-500 יח"ד ושטחי מסחר, ונמצא בשלבי תכנון מחדש ושינויי יעוד.

לטענת הנהלת נכסים ובנין הגמישות במימון הפרויקטים נחוצה על מנת לנצל את הפוטנציאל המסחרי הגלום בהם בצורה הטובה ביותר.

באוקטובר 2007 חתמו IDB ונכסים ובנין על מזכר הבנות להגדלת אחזקותיהן בחברות המחזיקות בפרויקטים מ-15% כיום לכ-44% תמורת סך של כ-40.7 מיליון \$. הקלוזינג נקבע ל-28 בינואר 2008.

יש לשים לב כי המוכרים בעסקה זו הינם בעלי עניין בנכסים ובנין וב-אי.די.בי פיתוח וכי במסגרת הסכם העקרונות, תידרש ככל הנראה החברה (בשותפות עם אי.די.בי) להגדיל את חלקה במימון אף מעבר לשיעור אחזקתה בחברות הפרויקטים.

לטענת הנהלת החברה, השווי הנגזר מעסקה זו הינו נמוך מהשווי ברכישת האחזקה הראשונית מכיוון שהזכויות הנרכשות כעת הינן נחותות בהיבט חלוקת הרווחים על הזכויות המקוריות. במודל הערכנו את שווי החברות המחזיקות בפרויקטים הנ"ל לפי עסקת הרכישה הצפויה, הגוזרת שווי של כ-140 מיליון \$ לחברות הפרויקט.

טמפה, פלורידה

- לנכסים ובנין פרויקט להקמת 126 יח"ד, ושטחים מסחריים בשטח של כ-1,000 מ"ר בעיר טמפה, במדינת פלורידה. ההשקעה המתוכננת הינה כ-68 מיליון \$ והעבודות צפויות להסתיים במהלך שנת 2008. נכון להיום נמכרו בפרויקט זה כ-75 יח"ד במחיר ממוצע של 550 אלף \$ לדירה. הערכנו את שווי הפעילות בפלורידה לפי השווי בספרים.

באוקטובר 2007 חתמו IDB ונכסים ובנין על מזכר הבנות להגדלת חלקן בחברות המחזיקות בפרויקטים מ-15% כיום לכ-44%, תמורת סך של כ-40.7 מיליון \$.

הודו

בתחילת 2007 נכנסה נכסים ובנין לראשונה, לפעילות בשוק ההודי, זאת באמצעות חברה בת הרשומה במאוריציוס, ומוחזקת בשיעור של 45% (45% מוחזקים ע"י אלקטרה נדל"ן ו-10% ע"י חברה הודית זרה). חברת הבת נכנסה לפעילות ייזום נדל"ן בהודו בערים Hyderabad, Mysore ובעיר צ'נאי, הממוקמות בדרום המדינה.

החברה במאוריציוס הודיעה במהלך 2007 על רכישת מספר חטיבות קרקע להקמת פרויקטים למגורים ונדל"ן מניב בשטח כולל של יותר מ-1 מיליון מ"ר (להשכרה ולמכירה). עבודות הפיתוח צפויות להתחיל ברבעון הראשון של 2008:

- בינואר 2007 רכשה 95% מקרקע בשטח של 140 דונם ב-Hyderabad, להקמת בנייני משרדים ולוגיסטיקה, בהיקף של כ-280 אלף מ"ר. הקרקע נרכשה בתמורה ל-23 מיליון \$ והיקף ההשקעה המתוכננת בפרויקט מסתכם בכ-140 מיליון \$.
- בפברואר רכשה 90% מקרקע בשטח של 100 דונם (היתרה מוחזקת ע"י שותף מקומי, לו קיימת אופציה להגדיל אחזקתו ב-10% נוספים) ב-Hyderabad, להקמת כ-2,300 יח"ד בהיקף של כ-300 אלף מ"ר. הפרויקט יבנה בשלבים בהתאם לביקוש ולקצב שיווק הדירות בפועל, כאשר השלב הראשון לבניית כ-700 יח"ד יחל ברבעון הנוכחי. הקרקע נרכשה תמורת סך של כ-31 מיליון \$ והיקף ההשקעה הכולל המתוכנן בפרויקט עומד על כ-150 מיליון \$.
- באוגוסט נרכשה קרקע בשטח של 39 דונם בעיר Mysore לצורך בניית כ-390 יח"ד בשטח כולל של כ-59 אלף מ"ר. תמורת הקרקע שולם סך של 6 מיליון \$ וההשקעה הכוללת בפרויקט צפויה להסתכם בכ-29 מיליון \$.
- בדצמבר 2007, נרכשו קרקעות בהיקף של 140 דונם בעיר צ'נאי, והחברה בוחנת אפשרות לרכוש 30 דונם נוספים בסמוך. בכוונת השותפים להקים פרויקט מעורב למגורים ומסחר בהיקף של כ-426 אלף מ"ר (כ-320 אלף מ"ר למגורים והיתרה למסחר). עלות רכישת הקרקע כ-58 מיליון \$, כאשר חלקה של נכסים ובנין בהשקעה עומד על כ-29 מיליון \$ (שמומנו בהון עצמי). ההשקעה הכוללת הצפויה בפרויקט הינה כ-400 מיליון \$.

מטעמי שמרנות, לאור הסיכון בפעילות מסוג זה ומשך הזמן עד להשלמה, החלטנו להעניק בשלב זה לפרויקטים בהודו שווי בגובה ההון העצמי המושקע נכון ל-30.9.2007. יחד עם זאת, עם התקדמות והתחלת הבנייה נבחן מתן שווי עודף מעבר לשווי בספרים.

מזרח אירופה

- באפריל 2007, התקשרה החברה בשיתוף עם אלקטרה, במסמך עקרונות לרכישת חטיבת קרקע בשטח של 2,000 דונם באוקראינה. במסגרת העסקה ירכשו נכסים ובנין ואלקטרה כ-16.65% מהזכויות בקרקע תמורת סך של 33.3 מיליון \$ במזומן. יתרת האחזקות תירכש בעסקת קומבינציה – תמורת סך השווה ל-7.5% מהתקבולים בגין המכירות בפרויקט. חטיבת הקרקע נמצאת בתהליך שינוי יעוד למגורים.
- רומניה – בסוף 2005 נכנסה החברה (50%) למיזם להקמת שכונת מגורים של כ-800 יח"ד בשטח כולל של כ-80,000 מ"ר. החברה רכשה את הזכויות בכ-3.2 מיליון אירו, ולאחר הרכישה נתגלעו חילוקי דעות משפטיים בין בעלי המניות בחברה המוכרת. הנושא נמצא בדיונים משפטיים וכרגע קיים צו מניעה מבית משפט רומני לתחילת הבנייה באתר. הפרויקטים הוערכו לפי שווים בספרים.

ק.בי.ע

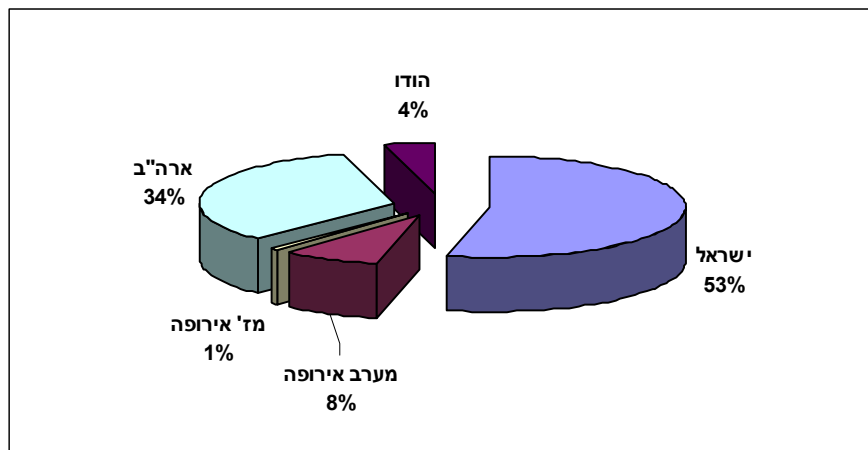
- מרבית נכסיה מורכבים משטח באשדוד שמיועד לתעשייה (תב"ע בהליכי אישור) בהיקף של 477 דונם. עם אישור התב"ע, תכלול הקרקע זכויות בנייה בהיקף של כ-393,800 מ"ר. קרקע מאושרת ליעוד תעשייתי באשדוד מוערכת כיום בטווח מחירים של 150-225 אלף דולר לדונם. לאור העובדה כי לקרקע טרם אושרה תב"ע מתאימה, ולאור היטלי ההשכחה, עבודות ציבור, מיסוי וכו', הערכנו את הקרקע לפי 75 אלף דולר לדונם (סה"כ כ-36 מיליון דולר). נציין כי הערכה זו תלויה מאוד ביכולת החברה להשיג את האישרים הנדרשים.
- שאר נכסי המקרקעין של החברה הכוללים, בין השאר, בנין משרדים ומרכז מסחרי באשדוד המניבים NOI שנתי בהיקף של 1.38 מיליון ₪, מספר נכסי מקרקעין המהווים מלאי עסקי (אולמות תעשייה בהיקף 2,687 מ"ר, 3 יחידות מרפאה 75 מ"ר, חניון בהיקף של 4,200 מ"ר וזכויות בניה בהיקף של 2,600 מ"ר), שטח של 195 דונם המיועד למלונאות, חניה, אחסנה וכן שטח של 932 דונם באזור באר טוביה שהינו שמורת טבע - הוערכו בכ-14 מיליון דולר. החברה הוערכה לפי שווי של כ-50 מיליון דולר.

בתחילת 2007 נכנסה נכסים ובנין לפעילות בשוק ההודי, כאשר עבודות הפיתוח צפויות להתחיל ברבעון הראשון של 2008.

החברה במאוריציוס הודיעה במהלך 2007 על רכישת מספר חטיבות קרקע להקמת פרויקטים למגורים ונדל"ן מניב בשטח כולל של יותר מ-1 מיליון מ"ר (להשכרה ולמכירה).

דגשים בנייתוח הדוחות ופעילות החברה

- IFRS- נכסים ובנין טרם עברה לדווח לפי תקני חשבונאות בינ"ל (IFRS), וצפויה לעשות כן החל מ-1 בינואר 2008 (כלומר מדוחות Q1 2008). עם זאת, החל מ-1 בינואר 2007 החברה מיישמת את תקן 16, בדבר הצגת שווי נדל"ן להשקעה לפי שווי הוגן.
- בנובמבר ביצעה החברה הנפקת זכויות, וגייסה כ-844 מיליון ₪, נטו. מתוך סכום זה סך של כ-650 מיליון ₪ גויס מבעלת השליטה דסק"ש.
- בחודש ינואר 2008 אוקטובר השלימה נכסים ובנין בשיתוף עם אמות (50% כל אחת) את רכישת קניון קרית אונו תמורת סך של 820 מיליון ₪ (לפי תשואה של כ-7.3%). במסגרת העסקה התחייבה אזורים כי במידה וההכנסות משכירות ומדמי ניהול יפחתו מסך של 60 מיליון ₪ ו-16 מיליון ₪ לשנה, בהתאמה – תשלם אזורים את ההפרש בין ההכנסות בפועל לסכומים הנ"ל ממקורותיה העצמיים. בעקבות הרכישה צפוי גידול של כ-30 מיליון ₪ בהכנסות השנתיות (חלקה של נכסים ובנין) החל מהרבעון הראשון של 2008.
- בדצמבר 2007 מכרה נכסים ובנין את זכויותיה בבית הראל ברמת גן תמורת כ-114.4 מיליון ₪. בעקבות העסקה צפויה נכסים ובנין לרשום רווח הון של כ-10 מיליון ₪ ברבעון הרביעי של 2007.
- ב-Q3 הכירה החברה בכ-162 מיליון ₪ בגין עלייה בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה. כ-91 מיליון ₪ מיוחסים עלייה בגב ים, וכ-22 מיליון ₪ לישפרו (סיום הקמת פרויקט מודיעין 2) והיתרה בגין סיום ואכלוס פרויקטים נוספים וגידול בתזרים הצפוי בזכות עלייה בשכ"ד, גידול בשיעורי התפוסה ושיפור בתמהיל השוכרים.
- להלן גרף המתאר את חשיפת החברה לפי פילוח גיאוגרפי (נכון ל-30.9.2007):



הערכת השווי

- הערכת השווי בוצעה על בסיס תקנון ההון העצמי ליום 30.9.2007, ע"י הוספת ההפרש בין שווי האחזקות כפי שהוערך על-ידינו לשווי בספרים, בניכוי מס אפקטיבי של 12.5%.
- במודל הסחיר נלקח שווי גב ים לפי שווי השוק בבורסה של תל אביב. במודל הכלכלי הערכנו את שווי גב ים לפי היוון NOI מנכסים קיימים ושווי פרויקטים בבנייה ופיתוח.
- הוצאות מטה – הוערכו לפי 32 מיליון ₪ בשנה, סולו (לאחר נטרול הוצאות מטה של גב ים), במכפיל 10 נטו.

• בהערכת השווי בחנו 3 תסריטים אפשריים:

1. תסריט השמרני - בחרנו לשערך את שווי הפרויקטים בחו"ל לפי השווי בספרי החברה נכון ל-30.9.2007 (כלומר לפי שווי ההון העצמי המושקע בהם). המלצתנו מסתמכת על מודל זה מכיוון שאנו סבורים כי הסיכון הגלום בפרויקטים בהיקף כזה, זמן ההשלמה הארוך עד למימוש וכי הצפת ערך ע"י הכנסת שותפים או הנפקה עדיין אינה נראית באופק.
2. התסריט הפסימי (Worst Scenario) בהנחה קיצונית של מחיקת ההון העצמי המושקע הן בפרויקטים לייזום בחו"ל והן בתיק הנכסים המניבים באירופה ובארה"ב (בשל המינוף) במצב של משבר משמעותי.
3. התסריט האופטימי בו החברה משלימה את הפרויקטים בחו"ל עפ"י התכנון. עפ"י תסריט זה השלמת הפרויקטים בהודו ובארה"ב תניב לחברה רווחים משמעותיים ותשנה את פניה של נכסים ובנין.

התסריט השמרני:

- נכסים ובנין נסחרת בדיסקאונט של כ-39% בהילקח שווי הפעילות בחו"ל לפי ההון העצמי המושקע. אנו סבורים כי הטריגר לסגירת פער זה הינו הכנסת שותפים ו/או מימוש לפרויקטים בחו"ל אשר לא נראה כי יתרחש בשנתיים הקרובות.
- המלצתנו נגזרת ממודל זה, מתוך הנחה כי נכון למצב השווקים, חוסר הוודאות באשר לענף הנדל"ן, משך הזמן להשלמת הפרויקטים בהודו ובלאס וגאס - לא ראוי לתת שווי עודף לפרויקטים הללו.
- עם קבלת אישורים מתאימים, התקדמות בבנייה, וקבלת אינדיקציות לגבי המכירות וההכנסות הצפויות נבחן מתן שווי עודף מעבר לשווי בספרים.

בתסריט בו נלקח שווי הפרויקטים לייזום בארה"ב ובהודו לפי ההון העצמי המושקע – מתקבל דיסקאונט של כ-39%.

• מצ"ב המודל-

שם החברה	פעילות	שיעור אחזקה	שווי שוק 100%	שווי כלכלי 100%	שווי אחזקה - שוק	שווי אחזקה - כלכלי	שווי בספרים ל-30/9/2007	הפרש לפי שווי שוק	הפרש לפי שווי כלכלי	שיטת הערכת שווי
גב ים	ייזום למגורים ונדל"ן מניב בישראל	67.40%	1,720.4	1,806.1	1,159.5	1,217.3	891.2	268.4	326.2	שוק / הערכת פסגות-אופק
ק"ב.י.ע	עתודות קרקע להשבה באשדוד	23.0%	---	178.8	---	41.1	16.2	24.9	24.9	הערכת פסגות-אופק
ישפרו + קניונים	נדל"ן מניב בישראל	100.0%	---	1,680.1	---	1,680.1	1,440.24	239.9	239.9	הערכת פסגות אופק
מהר"ן	חקלאות	45.41%	408.6	---	185.6	---	139.7	45.9	45.9	שווי שוק
נוה גד	ייזום למגורים בישראל	100.0%	---	376.3	---	376.3	250.0	126.3	126.3	הערכת פסגות אופק
GTC Inv.	נכסים מניבים במערב אירופה	50.00%	---	154.8	---	77.4	77.4	0.0	0.0	שווי ספרים
	אחזקת 3 בתי מלון מרשת הילטון	20.00%	---	---	---	151.4	151.4	0.0	0.0	שווי ספרים
	נכסים מניבים בארה"ב	50.00%	---	---	---	338.0	359.9	-21.9	-21.9	הערכת פסגות אופק
PBEL	ייזום למגורים ומסחר בהודו	42.5%	---	---	---	121.3	121.3	0.0	0.0	הערכת פסגות אופק
PBC USA	ייזום למגורים בטמפה, פלורידה	75.0%	---	---	---	84.5	84.5	0.0	0.0	הערכת פסגות אופק
PBC USA	ייזום נדל"ן מניב ולמגורים בלאס וגאס	7.5%	---	501.8	---	37.6	101.0	-63.4	-63.4	שווי בעסקה צפויה
ELAD IDB	פרויקט הפלאזה בלאס וגאס	25.0%	---	---	---	690.2	690.2	0.0	0.0	שווי ספרים
PBS	ייזום למגורים בחומינה ואוקראינה	50.0%	---	---	---	21.4	21.4	0.0	0.0	הערכת פסגות אופק
							4,344.5			
							4,836.9			
								620	678	
								(62)	(69)	
								558	609	
								1,930.41	1,930.41	
								844.0	844.0	
								58.9	58.9	
								(300)	(300)	
								3,142	3,092	
								5,917	5,917	
								531.1	522.5	
								374.8	374.8	
								42%	39%	

להלן הסברים להערכת השווי:

• הערכת השווי לנכסים מניבים בישראל וארה"ב -

	מ' ש"ח	נכסים מניבים ב-Q3
	110.373	הכנסות ל-100%
	16.772	הוצ' הפעלה
	93.601	NOI
	(55.339)	בניכוי NOI גב ים Q3
	38.262	נטו NOI נכסים ובנין
חלק ארה"ב	חלק ישראל	
6.76	31.502	מתוך ה-NOI
27.04	126.008	קצב שנתי
8.0%	7.5%	שיעור היוון ממוצע
338.000	1680.107	שווי נכסי
359.918	1440.243	שווי ספרים ל-30.9.2007
-21.918	239.864	הפרש על שווי ספרים
		נדל"ן להשקעה ספרים
ארה"ב	ישראל	
359.918	1690.243	סה"כ במאזן
	(250.000)	מתוך הסכום לעיל נווה גד
	1,440.24	סה"כ נטו נכסים מניבים

• להלן חישוב השווים המאזניים של הנדל"ן להשקעה ושל המקרקעין ליום 30.9.2007 -

מ' ש"ח	מקרקעין ל-30.9.2007	מ' ש"ח	נדל"ן להשקעה 30.9.2007
78.013	גב ים	3,296.236	גב ים
121.257	ישראל (נווה גד)	1,690.243	ישראל
31.857	חול'ל (רומניה)	359.918	ארה"ב
231.127	סה"כ (במאזן)	5,346.397	סה"כ (במאזן)

• הערכת השווי לנווה גד:

במודל הערכנו את הרווחיות הגולמית של נווה גד ממכירת דירות בכ-14% לאור שיעורי הרווחיות ההיסטוריים מפעילותה.
מצ"ב טבלה המתארת את פעילות המגורים (בנטרול פעילותה של גב ים):

מ' ש	Q3 2006	Q2 2007	Q3 2007	מ' ש
365.329	97.943	101.867	82.372	הכנסות ממכירת דירות
-84.607	-28.758	-29.087	-15.831	בניכוי גב ים
280.722	69.185	72.78	66.541	הכנסות נטו נכסים ובנין
302.001	85.165	82.948	70.28	עלות הדירות שנמכרו
-55.502	-25.589	-23.979	-12.933	בניכוי גב ים
246.499	59.576	58.969	57.347	עלות הדירות שנמכרו נכסים
34.223	9.609	13.811	9.194	רווח גולמי
12.2%	13.9%	19.0%	13.8%	שיעור רווח גולמי

פרויקטים בבנייה

מ' ש	מ' ש	
974.863	סך הכנסות צפויות	
(299.105)	תקבולים ממכירות בפועל	
(175.078)	חייבים בגין דירות מכורות	
500.68	הכנסות לקבל	
14%	70.095	רווח גולמי צפוי (14%)
		<u>מימון</u>
862.801	סך הוצאות מתוכננות	
(299.105)	בניכוי תקבולים ממכירת דירות	
563.696	סכום דרש למימון	
5%	(28.185)	בניכוי עלויות מימון מח"מ 1
		<u>רווח לאחר מימון</u>
41.910	רווח צפוי לפני מס	
25%	(10.478)	הוצאות מס (25%)
	31.433	רווח צפוי (מ' ש)

עמדות קרקע

חלק נכסים ביח"ד	שוי קרקע ליח"ד (\$'א)	שוי קרקע (מ' ש)	שוי ספרים 31.12.06	הפרש	סטטוס
73	150	39.21	12.789	26.42	מרום נווה, ר"ג
30	84	9.02	9.652	-0.63	קריה ירוקה, גבעת שמואל
328	10	11.74	4.358	7.39	גני תקווה
89			1.438	0.00	רמת אילן, קרית אונז
280	120	120.31	11.84	108.47	כרכור
39	90	12.57	17.9	-5.33	נווה עז, פ"ת
60	---	21.52	21.52	0.00	גינות גד, ירושלים
55	---	15.20	15.196	0.00	מגדלי נווה, רחובות
93			44.306	0.00	קיסריה
45	---	4.62	4.62	0.00	פסגת אונז, קרית אונז
242			0.466	-0.47	כפר סבא
			14.157	0.00	קרקעות לא מתוכננות
			158.242	135.85	
				40.75	מס
				95.09	עודף לאחר מס
				158.24	בניכוי קרקעות בגב ים
				253.33	שוי משוערך כולל (מ' ש)
				31.43	שוי רווח מפרויקטים בבניה (מ' ש)
				250.00	שוי ספרים ל-30.9.2007
				376.53	שוי נווה גד (מ' ש)

התסריט האופטימי:

ארה"ב

- מנוע הצמיחה העיקרי של נכסים ובנין (מחזיקה 25% מהזכויות) הינו פרויקט הפלאזה בלאס וגאס, הצפוי לכלול כ-1.5 מיליון מ"ר שטח בנוי. אנו מאמינים כי פרויקט זה צפוי להציף ערך לשותפים בו, אם כי בנייתו תחל בעוד כשנה והשלמת שלביו הראשונים מתוכננת רק בעוד כ-4 שנים.
- אין ספק כי הצלחה בפרויקט מסוג זה, תשנה את פניה של נכסים ובנין ועשויה אף להכפיל את שווייה.
- שלב א' צפוי לכלול כ-1.1 מיליון מ"ר בנוי, ויכלול כ-3,500 חדרי מלון, יותר מ-300 דירות יוקרה (בשטח של כ-50,000 מ"ר), קזינו, שטחי מסחר ואולמות כנסים. השלמת שלב זה צפויה בתוך כ-4 שנים. לטענת הנהלת החברה ה-EBITDA הצפוי משלב זה (כולל הכנסות הקזינו, בית המלון ודמי שכירות) מסתכם בכ-450 מיליון \$ לשנה, ובנוסף הכנסות של כ-750 מיליון \$ ממכירת דירות (לפי מחיר של כ-15 אלף \$ למ"ר). עלות השלב הראשון תסתכם בכ-4.5 מיליארד \$.
- שלב ב' צפוי לכלול כ-400 אלף מ"ר בנוי, כ-2,000 דירות יוקרה (300 אלף מ"ר) ו-600 חדרי מלון נוספים. לאור החולשה בשוק הנדל"ן למגורים בארה"ב (שאינה פוסחת על לאס וגאס) החברה בוחנת אפשרות של הקצאת שטחים נוספים למלונות והקטנת היקף הדירות למגורים.

הודו

- אנו מעריכים כי פוטנציאל הרווחים בהודו הינו גדול משמעותית מפעילות הליבה של החברה, באם הנהלת החברה תשכיל לזהות את הפרויקטים האטרקטיביים.
- הצלחה בהודו עשויה להניב רווחים שיזניקו את נכסים ובנין מדרגה נוספת.
- השלמת הפרויקטים צפויה בעוד כשלוש שנים, וההכנסות צפויות להסתכם ביותר ממיליארד \$, בעוד היקף ההשקעות הכולל צפוי להסתכם בכ-720 מיליון \$.

הפרויקטים בהודו:

עיר	חלקה של נכסים ובנין	תאריך רכישה	מחיר הקרקע (\$ מ')	סך השקעה מתוכננת בפרויקט (\$ מ')	תיאור	שטח (מ"ר)
Hyderabad	43.0%	ינואר-07	23	140	משרדים ולוגיסטיקה	280,000
Hyderabad	40.5%	פברואר-07	31	150	2,300 יח"ד	300,000
Mysore	45.0%	אוגוסט-07	6	29	390 יח"ד	59,000
Chenaai	45.0%	דצמבר-07	58	400	מגורים ומסחר	426,000

אין ספק כי הצלחה בפרויקטים בהיקפים גדולים בארה"ב ובהודו תשנה את פניה של נכסים ובנין ועשויה אף להכפיל את שווייה.

מחלקת מחקר מניות

עמיחי בומבך
מנהל מחלקת מחקר מניות
03-7968922
amihai@psagotofek.co.il

מחקר ישראל

מורן גודר תוכנה, דל"ן 03-7968630 moranGo@psagotofek.co.il	בז'נה גנדלמן מזון, מסחר, תקשורת, ביטחונות 03-7968678 bozenag@psagotofek.co.il	לימור גרובר נדל"ן ישראל, כימיה, פרמצבטיקה 03-7968868 limorg@psagotofek.co.il	שירלי כהנא טקסטיל, פיננסים 03-7968837 shirleyk@psagotofek.co.il
---	---	---	--

נעם פינקו

חברות אחזקה
03-7968818
noamp@psagotofek.co.il

מחקר חו"ל

מילי שנדרל 03-7968912 miliS@psagotofek.co.il	חגי ניר 03-7968951 haqaiN@psagotofek.co.il
---	--

מערך מאקרו ואסטרטגיה

ורד דר כלכלית ואסטרטגית ראשית 03-7968833 veredd@psagotofek.co.il	רן בן-חמו 03-7968841 ranb@psagotofek.co.il	יניב חברון 03-7968847 yanivh@psagotofek.co.il
---	--	---

מחלקת ברוקראז'

דוד אדרי 03-5114720 divide@psagotofek.co.il	שי בן דוד 03-5114720 shayb@psagotofek.co.il	עדי אולסקר 03-5114705 adio@psagotofek.co.il	גיל שילה 03-5114710 gilsh@psagotofek.co.il
אודי ביטון 03-7968825 udib@psagotofek.co.il	אלעד בורשטיין 03-7968832 eladb@psagotofek.co.il	עוזי דר 03-5114703 uzid@psagotofek.co.il	ברק שמידט 03-7968828 baraks@psagotofek.co.il

הערות וביאורים לגבי הדו"ח

מחיר היעד מתייחס ל-12 החודשים הקרובים.
סולם המלצות
קנייה חזקה (Strong Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחריגה על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
קנייה (Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
תשואת יתר (Outperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
תשואת שוק (Marketperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
תשואת חסר (Underperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
מכור (Sell) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.
קנייה ספקולטיבית (Speculative Buy) – המניה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הבאים באם נתקיים התפתחות תלויה

Disclaimer

דוח זה הינו רכוש של פסגות אופק ניהול השקעות בע"מ ("להלן - "פסגות אופק"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את הדוח, או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי פסגות אופק ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנתונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו 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 מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות אופק ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות אופק לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. פסגות אופק ו/או חברות בנות שלה ו/או חברות הקשורות אליה (להלן - "התאגידים") ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות התאגידים הנ"ל ניירות הערך של מי מהחברות, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהחברות. כמו כן, עשויים מי מהנ"ל לפעול בניירות הערך של מי מהחברות נשואי דוח זה, על בסיס יומי או אחרת, לשמש כחתם לניירות הערך כאמור, לפעול מעת לעת במכירתן ו/או ברכישתן, חרף האמור בדוח זה, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. אין לראות בדוח זה שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם. אין להעביר דוח זה לצד ג' כלשהו.

נספח גילוי נאות:

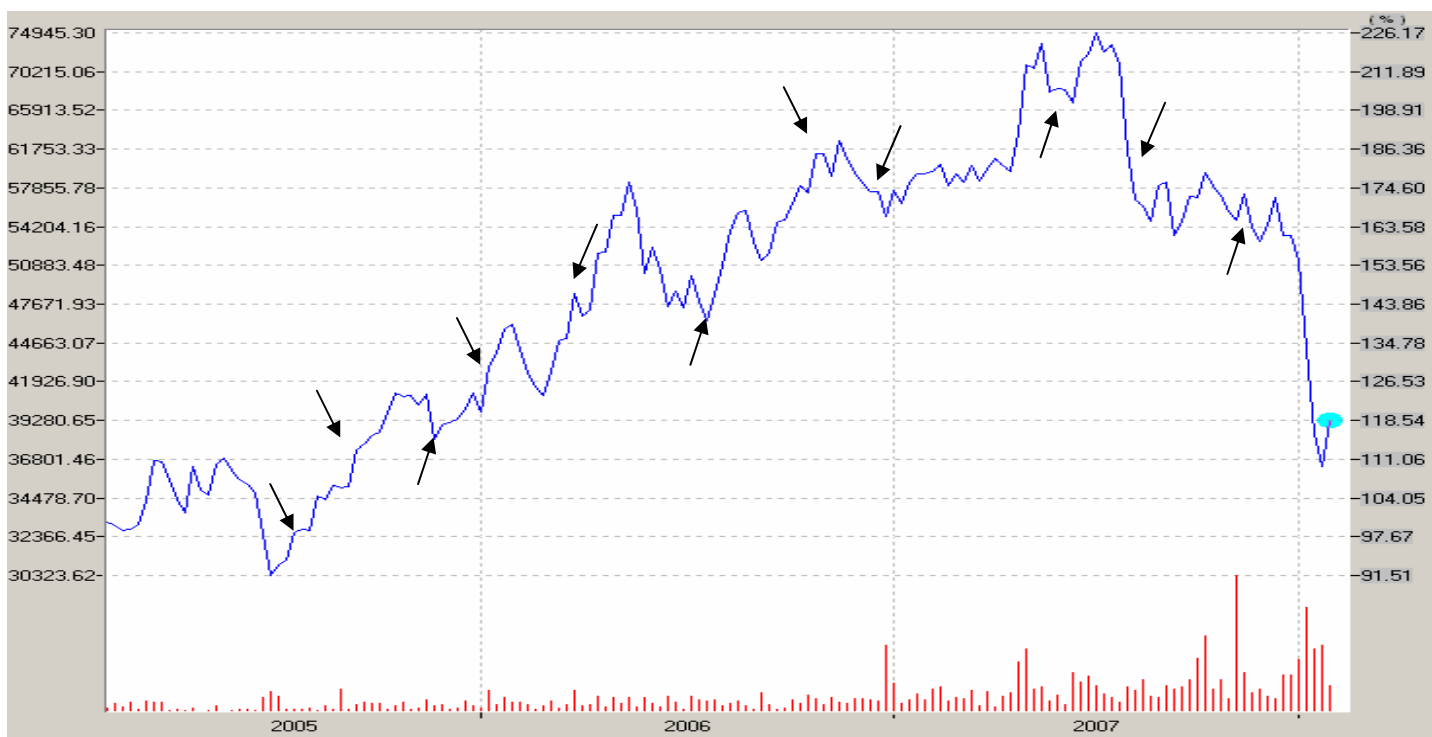
שם בעל הרישיון: עמיחי בומבך
מספר הרישיון: 8301
כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142
פרטי השכלה: אקדמאית
נסיון: כ-10 שנים

במסגרת מתן שירותים כעורך דין במשרד "אילן בומבך משרד עו"ד", אחיו של עמיחי בומבך, עו"ד אילן בומבך, עשוי לקיים קשרים עסקיים עם החברה הנסקרת או עם בעלי השליטה בה.

סייע בהכנת העבודה: מורן גודר

שם התאגיד: פסגות אופק ניהול השקעות בע"מ
כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142
טל: 03-7968888

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות אופק ניהול השקעות בע"מ" או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה.

הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ביום ההמלצה
לימור גרובר	05/11/2007	outperform	₪662.00	₪515.10
לימור גרובר	07/08/2007	outperform	₪715.00	₪607.60
לימור גרובר	28/05/2007	outperform	₪797.00	₪722.70
לימור גרובר	17/12/2006	buy	₪724.00	₪591.80
לימור גרובר	15/11/2006	outperform	₪724.00	₪651.00
לימור גרובר	23/07/2006	buy	₪700.00	₪525.00

₪513.00	₪528.00	marketperform	27/03/2006	יואב כספי
₪472.80	₪510.00	outperform	03/01/2006	יואב כספי
₪428.30	₪460.00	outperform	20/11/2005	יואב כספי
₪410.00	₪445.00	outperform	15/09/2005	יואב כספי
₪375.00	₪460.00	outperform	28/07/2005	יואב כספי

שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:

NAV

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

NAV: שינוי בשווי חברות מוחזקות, שינוי בהון העצמי של החברה, הנפקות וחלוקת אופציות

אני, עמיחי בומבך, בעל רישיון מספר 8301, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מועד עריכת ופרסום העבודה: 5.2.08

עמיחי בומבך
חתימה