

אלוני-חץ נכסים והשקעות בע"מ

דיסקאונט עמוק ולא מוצדק

המלצה:	קניה
המלצה קודמת:	קניה
דוח כספי אחרון:	Q2-08
מחיר יעד (ש"ח):	14.8
פער מעל השוק:	51%

אנו ממשיכים בהמלצת קניה על אלוני-חץ במחיר יעד למניה, ע"פ N.A.V סחיר של 14.8 ש"ח, 51% מעל מחירה הנוכחי. ע"פ N.A.V כלכלי, מחיר היעד עולה ל-16.8 ש"ח, 71% מעל מחירה הנוכחי.

דיסקאונט - מניית אלוני חץ ממשיכה לסבול בצורה קשה מצניחת מחירי מניות חברות הנדל"ן למרות שהיא נבדלת מרובן ביציבות שמפגינים השוקים העיקריים בה היא פועלת, ישראל ושוויץ. המשך מחיקת ההשקעה בפירלי פגעה גם היא בביצועי המניה, זאת למרות שמתחילת הרבעון השלישי מתאוששת מניית פירלי ועולה בשיעור של כ-12%, עליה המשקפת תשואה שיקלית של 8%.

PSP - הביקוש לנכסים איכותיים במרכזי הערים נשמר בשלב זה בשוויץ, מצב שבא לידי ביטוי ביציבות בפרמטרים המרכזיים של החברה ברבעון השני. מנגד, באזורי הפריפריה השונים בשוויץ נרשמת ירידה במספר העסקאות בנכסים איכותיים פחות, זאת במקביל לירידה ברמות השכ"ד בחלק מאותם בנכסים.

אמות - החברה ממשיכה להציג צמיחה של 7.4% ב-Same Property NOI, מול הרבעון המקביל כש-60% מהצמיחה מוסברת ע"י עליה ראלית בשכ"ד והיתרה ע"י הצמדת חוזי השכירות של החברה למדד. הגידול ב-NOI של החברה, נוכח העליה החדה באינפלציה בחצי הראשון של השנה יבואו לידי ביטוי בעיקר ברבעון השלישי של 2008.

מיחזור חוב - בימים אלו מנהלת החברה משא ומתן עם מוסדות בנקאיים זרים בנוגע למימון מחדש של כ-1.1 מיליארד ש"ח שנלקחו לצורך רכישת מניות PSP. להערכתנו, החברה תצליח למחזר חוב זה אך בשיעור ריבית גבוה מבעבר.

סיכונים - תרחיש של התחזקות השקל ועליה באינפלציה יביא לשחיקה בהון העצמי של החברה. בנוסף, מימון מחדש של ההלוואה לרכישת PSP, בריבית גבוהה מבעבר, צפויה לפגוע ברווחיות החברה זאת בנוסף להמשך משבר הנדל"ן העולמי.

מחיר נוכחי בבורסה

שווי שוק (מש"ח):	1,155
מחיר נוכחי (ש"ח):	9.8
משקל בת"א 100:	0.33%

תשואת המניה

תשואה מת. השנה:	-33.4%
תשואה בשנת 2007:	-19.7%

מדד ת"א 100

תשואה מת. השנה:	-25.4%
תשואה בשנת 2007:	25.3%

יחסים פיננסיים

הון עצמי/מאזן:	21.6%
חוב פיננסי/מאזן:	51.2%
חוב פיננסי/נכסי נדל"ן:	80.1%

מכפיל הון עצמי

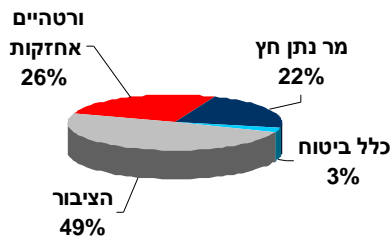
ע"פ שווי שוק:	0.62
ע"פ שווי NAV סחיר:	1.02
ע"פ שווי NAV כלכלי:	1.14

מחיר כלכלי של החזקות עיקריות*

PSP (פר"ש):	63.2
אמות (ש"ח):	14.9
FCR (\$ קנדי):	22.3
EQY (\$):	18.9

*מחיר למניה.

בעלי עניין בחברה



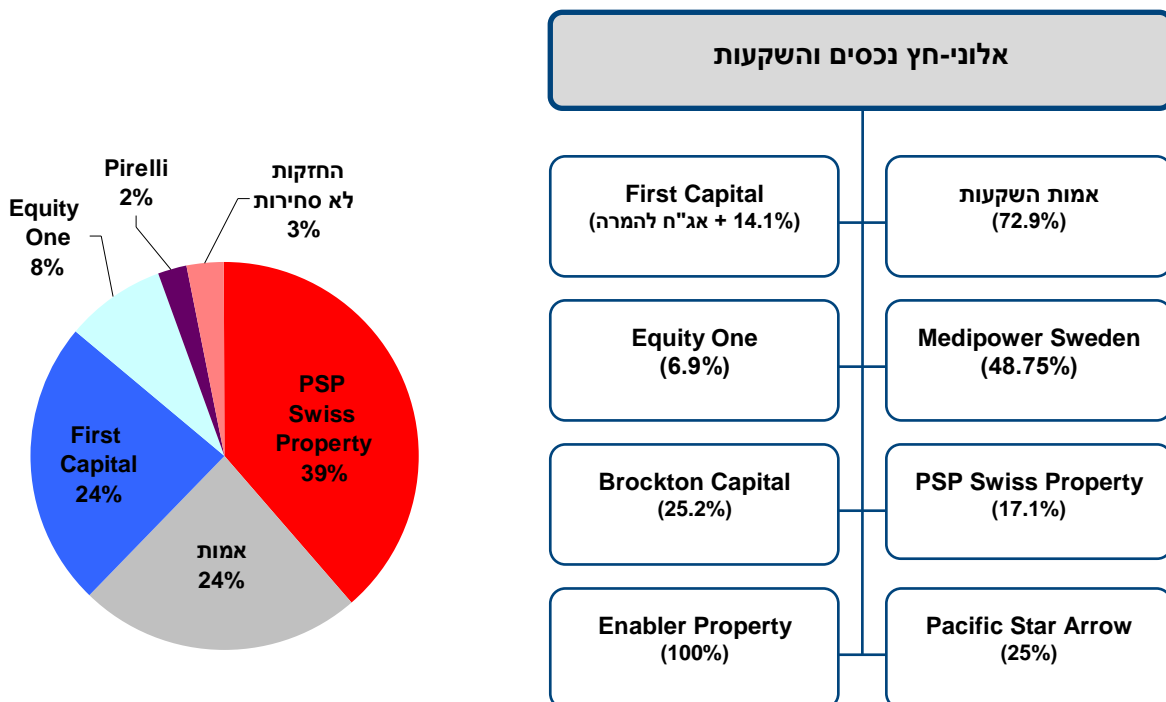
תאור החברה

חברת אלוני חץ נכסים והשקעות הינה חברת החזקות המתמקדת בהשקעות בתחומי הנדל"ן המניב בישראל, בארצות מערב אירופה, צפון אמריקה ולאחרונה בהודו ובדרום מזרח אסיה. החזקותיה העיקריות של החברה הינן החברות הציבוריות, PSP Swiss Property בשוויץ, אמות בישראל, First Capital בקנדה ו-Equity one בארה"ב.

בשנים הקרובות צפויה אלוני חץ להשקיע כ-2 מיליארד ש"ח בפעילות ייזום ורכישה של נכסי נדל"ן חדשים. חלק מרכזי בתוכנית ההשקעה יתבצע ע"י פעילות ייזום של משרדים ומסחר בישראל ע"י חברת אמות, פעילות שהחלה בחצי השני של 2007, ותסתכם בכ-1.2 מיליארד ש"ח. יתרת הסכום תושקע באנגליה, שבדיה, הודו ובעיקר בדרום מזרח אסיה שם צפויה החברה להשקיע כ-360 מיליון ש"ח.

לחברה (סולו) יתרות אשראי לא מנוצלות של כ-400 מיליון ש"ח ויתרות מזומן של כ-672 מיליון ש"ח. בנוסף, החזקת החברה במניות אמות אינה משועבדת לגורם כלשהו ומהווה בסיס נוסף לגיוס חוב עתידי.

להלן מבנה ההחזקות העיקריות של החברה ושיעורן מסך שווי נכסי החברה (ע"פ שווי שוק ההחזקות הסחירות):



הורדת דירוג

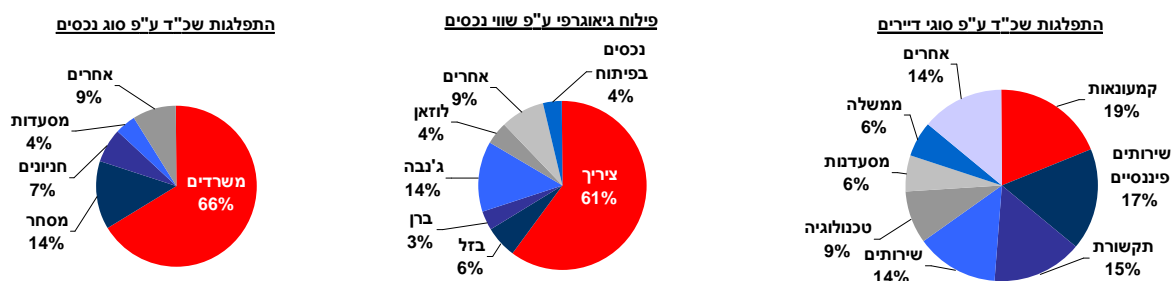
לאחר שנכנסה לרשימת מעקב במאי השנה הורידו מעלות ומידרוג את דירוג החוב של אלוני חץ מ- (Aa3)/(AA-) ל-(A1)/(A), בהתאמה. הסיבות העיקריות שהביאו להורדת הדירוג הן: שחיקה ביחס שווי נכסי החברה בתוספת תיק נזיל לחוב פיננסי ברוטו, צורך החברה לממן מחדש כ-1.1 מיליארד ש"ח (כ-318 מיליון פר"ש) הצפויים להיפרע ברבעון השני של 2009, חשיפת ההון העצמי של החברה לשינויים בשערי מטבע וחשיפת חלק נכבד ממצבת החוב סולו שלה למדדי המחירים בישראל. מנגד, מצויינים לחיוב הפיזור הגיאוגרפי הנרחב של השקעות החברה ואת החזקות המרכזיות של החברה, אמות ו-PSP שהושפעו פחות ממשבר האשראי העולמי.

בימים אלו מנהלת החברה משא ומתן עם מוסדות בנקאיים זרים בנוגע למימון מחדש של 0.9 מיליארד ש"ח מתוך החוב הנ"ל על מנת להגיע להסכם בחודשים הקרובים. להערכתנו, תפרע החברה את התחייבויותיה ע"י מימון מחדש בשיעורי ריבית גבוהים מבעבר ו/או לחילופין, ע"ב מסגרות האשראי הנוכחיות.

PSP Swiss Property (PSP)

החברה מחזיקה בכ-17% מחברת PSP Swiss Property חברה ציבורית הפעילה בתחום הנדל"ן המניב בשוויץ, בעיקר בתחום המשרדים. נכון לרבעון השני של 2008 לחברה 194 נכסים בשוויץ כולל של כ-4.94 מיליון פר"ש, בעלי שיעור תפוסה של 89.4%, רובם בערים המרכזיות במדינה. בנוסף, פעילה החברה בימים אלו בפיתוח של 7 נכסים נוספים, תמורת השקעה עתידית כוללת של כ-517 מיליון פר"ש. מירב פעילות החברה מרוכז בציריך וז'נבה ששומרות על יציבות בצל התגברות משבר הנדל"ן בעולם.

להלן פירוט התפלגות נכסי החברה ע"פ שכ"ד ושווי נכסים לרו"ט הרבעון השני של 2008:



השכ"ד בנכסי החברה שומר על יציבות ברבעון השני של השנה בהיקף של כ-64 מיליון פר"ש, בדומה לרבעון הראשון. שיעור התפוסה בנכסי החברה ממשיך את מגמת השיפור של הרבעונים האחרונים ועומד על רמה נוכחית של 89.4%. ה-Cap Rate הממוצע שבו שוערכו נכסי החברה שומר על יציבות ברמה של 4.4%, זאת למרות עליה בשיעורי הריבית בשוויץ, מתחילת השנה. החברה מציינת שלמרות שהביקוש לנכסים איכותיים במרכזי הערים נשמר בשלב זה בשוויץ, באזורי הפריפריה השונים במדינה נרשמת ירידה במספר העסקאות בנכסים איכותיים פחות, זאת במקביל לירידה ברמות השכ"ד בחלק מאותם בנכסים.

לחברה דירוג חוב בינלאומי של (A-)/יציב מחברת הדירוג Fitch.

לצורך הערכת השווי נבדקו מכפילי ה-N.A.V של חברות נדל"ן מניב מרכזיות באירופה אשר עיקר פעילותן הינה בתחום המשרדים.
להלן ריכוז מכפילי ה-N.A.V של החברות השונות:

מכפיל N.A.V נגזר	N.A.V למניה*	מחיר נוכחי*	שווי שוק (מיליון €)	מטבע מקומי	מיקום הנכסים	טיקר	שם חברה
1.12	60.2	67.70	1,975	פר"ש	שוויץ	PSPN SW	PSP SWISS PROPERTY
1.02	63.8	65.25	1,041	פר"ש	שוויץ	SPSN SW	SWISS PRIME SITE
1.09	117.4	128.20	908	פר"ש	שוויץ	ALLN SW	ALLREAL HOLDING
1.08							ממוצע
1.06							ממוצע ללא PSP
0.83	83.0	68.75	1,241	כתר שוודי	שבדיה	CAST SS	CASTELLUM
0.65	123.0	79.77	3,277	יורו	צרפת, איטליה	FDR FP	FONCIERE DES REGIONS
0.35	27.6	9.75	1,131	יורו	גרמניה	ING GR	IVG IMMOBILIEN
0.59	1.3	0.74	1,422	יורו	איטליה	BNS IM	BENI STABILI
0.60	141.5	84.78	5,294	יורו	צרפת	GFC FP	GECINA
1.03	122.0	125.76	1,427	יורו	בלגיה	COFB BB	COFINIMMO
0.67							ממוצע
0.81							ממוצע כללי

* במטבע מקומי.

כפי שניתן לראות מהטבלה, חברות הנדל"ן שעיקר פעילותן מרוכזת בשוויץ נסחרות במכפילי N.A.V גבוהים מאלו של חברות הפעילות בשאר מדינות מרכז אירופה, ככל הנראה עקב היציבות היחסית בשוקי הנדל"ן בשוויץ. לצורך הערכת השווי הכלכלי של מניית PSP בחרנו ליישם מכפיל 1.05 על ה-N.A.V למניה שפרסמה החברה.

אנו מעריכים את מניית PSP בכ-63.2 פר"ש (כ-7% מתחת למחיר השוק הנוכחי שלה), ע"פ N.A.V למניה של 60.2 פר"ש ומכפיל N.A.V של 1.05.

אמות השקעות

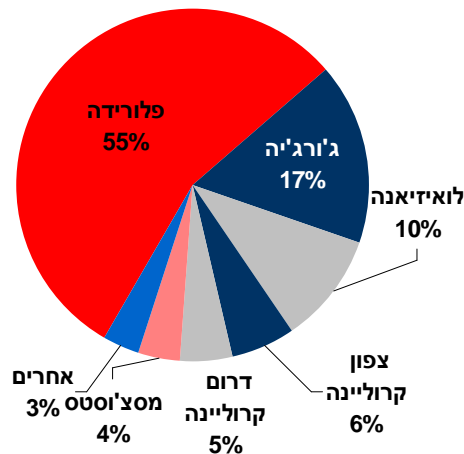
החברה מחזיקה ב-72.9% מחברת אמות השקעות הפועלת בתחום הנדל"ן המניב למשרדים ומסחר בישראל והחל מהרבעון השני של שנת 2007 בתחום הייזום של משרדים ומסחר. מבין החזקותיה הבולטות של החברה אפשר למנות נכסים לדוגמת קניון קריית אונו, קניון ערים בכפר סבא, התחנה המרכזית בירושלים ובית אמות השקעות (בית IBM לשעבר). בימים אלו בוחנת אמות את רכישת מתחם אסותא בשותפות עם חברת הביטוח מגדל תמורת 1.4 מיליארד ש"ח (100%) ע"ב הנחת תשואה של כ-7%. לכשתושלם העסקה, יהווה מתחם אסותא נכס מרכזי בתיק הנכסים של אמות בהיקף של כ-17% משווי נכסיה. כ-60% ממבנה בית החולים במתחם יושכר לאסותא בחוזה ל-25 שנה. פירוט מלא מופיע בהערכת השווי לחברה מתאריך ה-24/08/08.

אנו מעריכים את מניית אמות בכ-14.9 ש"ח בהתאם להערכת השווי שלנו מיום 24/08/08.

EQUITY ONE (EQY)

החברה מחזיקה, באופן ישיר, ב-6.9% מהון המניות של Equity One. EQY הינה קרן REIT הפועלת בתחום הנדל"ן המניב בארה"ב, בעיקר באזור החוף המזרחי. EQY מחזיקה ב-162 מרכזים מסחריים שכונתיים, סופרמרקטים ובתי מרקחת בשטח כולל של 15.9 מיליון sq ft (1.5 מיליון מ"ר) בשיעור תפוסה ממוצע של 92.8%. להלן פירוט התפלגות גיאוגרפית של נכסי החברה ע"פ שטח מניב לסוף הרבעון השני של 2008:

פילוח גיאוגרפי ע"פ שטח מניב



ה-Same Property NOI של EQY רשם ירידה של 2.9% ברבעון השני אל מול הרבעון המקביל אשתקד. בנוסף, רשמה EQY גידול ממוצע של 11.7% בשכ"ד כתוצאה מהחלפת שוכרים, מימוש אופציות וחידוש חוזים קיימים. הגידול הנ"ל מתייחס ל-3.5% מסך השטח להשכרה של נכסי החברה. מנגד, הורידה החברה את תחזית ה-FFO למניה שלה לשנת 2008 מרמה ממוצעת של \$ 1.43 ל-\$ 1.38 נוכח צפיות לעצירה בגידול ב-NOI עד לסוף השנה.

באוגוסט 2008 רכשה EQY, במסגרת מיזם משותף עם חברת ההשקעות בנדל"ן DRA (80%), 2 מרכזים מסחריים ובניין משרדים בפלורידה בשטח כולל של כ-503 אלף sq ft תמורת 53 מילון דולר.

לצורך הערכת השווי הכלכלי של EQY בחנו את ממוצע מכפילי ה-FFO החזויים של ריטים דומים כפי שנגזרים מתחזיות ה-FFO שמפרסמות אותן חברות. יישמנו מכפיל ממוצע זה על תחזית ה-FFO למניה שפרסמה החברה לשנת 2008.

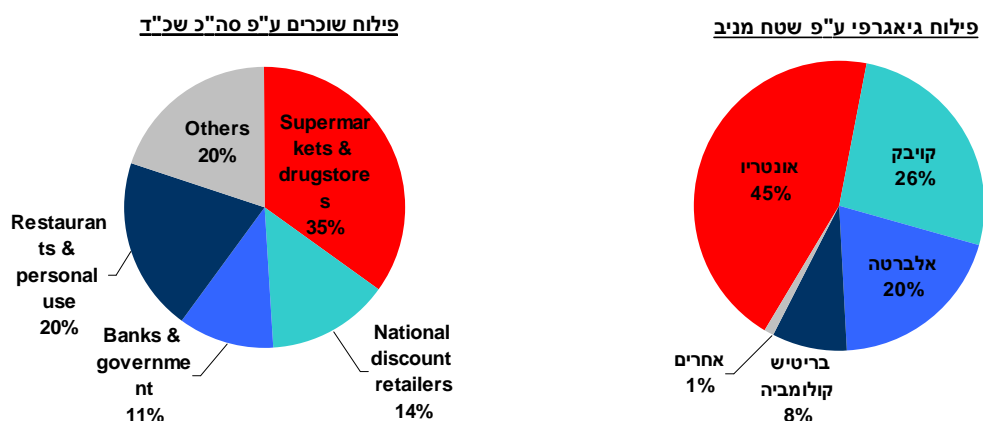
מכפיל FFO נגזר		תחזית FFO למניה (\$)		שווי שוק (מיליון \$)	מחיר נוכחי (\$)	טיקר	שם חברה
2009E	2008E	2009E	2008E				
16.72	18.47	1.48	1.34	801	24.75	AKR	ACADIA
8.81	9.17	4.07	3.91	4,313	35.86	DDR	DEVELOPERS DIVERSIFIED
14.33	14.64	1.43	1.40	1,517	20.49	EQY	EQUITY ONE
10.20	10.62	1.52	1.46	1,025	15.50	IRC	INLAND
13.36	14.29	2.91	2.72	10,287	38.87	KIM	KIMCO
13.47	14.33	4.86	4.57	4,582	65.48	REG	REGENCY CENTERS
16.03	16.90	2.90	2.75	829	46.48	BFS	SAUL CENTERS
10.11	10.65	3.36	3.19	<u>2,854</u>	33.98	WRI	WEINGARTEN
				26,208			סה"כ
12.9	13.6						ממוצע
12.7	13.5						ממוצע ללא EQY

אנו מעריכים את מחיר מניית EQY ב-18.9 \$ (כ-8% מתחת למחיר השוק הנוכחי שלה) ע"פ FFO חזוי למניה של 1.4 \$ בשנת 2008 ומכפיל FFO של 13.5.

First Capital Realty (FCR)

החברה מחזיקה ב-14.1% מהונה של First Capital ובכ-33 מיליון ע.ג. אג"ח להמרה שלה. FCR פועלת בתחום הנדל"ן המניב בקנדה ומחזיקה ב-168 מרכזים מסחריים שכונתיים, סופרמרקטים ובתי מרקחת בשטח כולל של 19.3 מיליון sq ft (1.79 מיליון מ"ר) בשיעור תפוסה ממוצע של 95.5%. בנוסף מחזיקה FCR בכ-19% מהונה של Equity One.

להלן פירוט התפלגות נכסי החברה ע"פ שטח מניב ושכ"ד לטווח הרבעון השני של 2008:



FCR רושמת צמיחה של 2.9% ב-Same Property NOI מול הרבעון השני אשתקד לרמה של כ-54 מיליון דולר קנדי. FFO החברה רושם עליה של 14.8%, מול הרבעון המקביל אשתקד. לעומת זאת, ה-FFO למניה של FCR הסתכם ב-0.37 דולר קנדי בלבד, לעומת רמה של 0.36 דולר קנדי ברבעון המקביל, נוכח הנפקת מניות שביצעה החברה במהלך הרבעון השני של 2008. תחזית ה-FFO לשנת 2008 של FCR שומרת על יציבות נוכח עליה ברווח הנקי של החברה המפצה על ירידה ב-FFO שנובע מהחזקת EQY.

לצורך הערכת השווי הכלכלי של FCR יישמנו מכפיל FFO חזוי ממוצע ששימש אותנו בהערכת השווי הכלכלי של מניית EQY, 13.5.

אנו מעריכים את מחיר מניית FCR בכ-22.3 \$ קנדי (בדומה למחיר השוק הנוכחי שלה) ע"פ FFO חזוי למניה של 1.66 \$ קנדי בשנת 2008 ומכפיל FFO של 13.5.

פעילויות עיקריות נוספות

◀ **Brockton Capital** - החברה מחזיקה בכ-25% מקרן ההשקעות ברוקטון הפעילה בשוק הנדל"ן האנגלי. נכון לרבעון הראשון של 2008 לקרן בעלות על 6 נכסים מניבים בעלות כוללת של כ-173 מיליון ליש"ט, מתוכם כ-39% מומנו מהונה העצמי של הקרן. שווי ההחזקה בקרן נלקח ע"י שווי הספרים הנוכחי שלה, כ-16 מיליון ליש"ט. בתחילת ספטמבר השלימה הקרן מכירה של בניין משרדים במרכז לונדון בתמורה ל-38 מיליון ליש"ט. החברה צפויה לרשום רווח הון לפני מס של כ-20 מיליון ש"ח בגין חלקה בנכס ברבעון השלישי של 2008.

◀ **Medipower Sweden** - החברה מחזיקה בכ-49% בחברת נדל"ן מניב הפעילה בשבדיה. באפריל 2008 רכשה Medipower חברה שבבעלותה 2 נכסי נדל"ן מניב למסחר ותעשייה תמורת כ-28 מיליון ש"ח. סך שטח ההשכרה הכולל של נכסים אלו מסתכם ב-17.4 אלף מ"ר, המושכרים ל-19 שוכרים שונים, בתפוסה מלאה. שווי ההחזקה בחברת Medipower נלקח ע"י ההשקעה בחברה לרבעון השני של 2008, כ-10 מיליון ש"ח.

◀ **פעילות בהודו** - לחברה החזקה של 100% בקרן ההשקעות Enabler הפעילה בהודו. באפריל 2008, החלה החברה בתהליך לרכישת 40% מהזכויות להקמת 350 אלף מ"ר למגורים בעיר פונה תמורה לעד כ-24 מיליון דולר בשותפות עם קרן השקעות אמריקאית. באוגוסט השנה נחתם הסכם מחייב וסופי בנוגע לעסקה שהשלמתה המלאה צפויה ברבעון הרביעי.

◀ **פעילות בדרום מזרח אסיה** - בתחילת 2008 הקימה החברה בשותפות עם קרן השקעות סינגפורית קרן להשקעות נדל"ן בדרום מזרח אסיה, מחציתן בויאטנם. אלוני חץ התחייבה להשקיע כ-50 מיליון דולר בקרן, המהווים 25% מסך גיוס ההון לקרן (בהנחה שהיקף הגיוס לא יגדל ל-400 מיליון דולר). בנוסף מחזיקה אלוני חץ ב-50% מחברת הניהול של הקרן. השותפות בקרן התחייבו לבצע כל פעילות עתידית באזור דרך הקרן המשותפת. בפברואר 2008 רכשה החברה 22.5% מזכויות הבניה בחטיבת קרקע של 11 דונם המיועדת למגורים, מסחר ומלונאות בבנקוק תמורת כ-9 מיליון דולר. 50% מחטיבת קרקע נרכשה ע"י קרן ההשקעות בנדל"ן שהקימה החברה בתחילת 2008. באוגוסט השנה נחתם הסכם מחייב וסופי בנוגע לעסקה שהשלמתה המלאה צפויה בספטמבר 2008. בנוסף, דיווחה החברה על חתימת מזכרי הבנות לרכישת 2 חטיבות קרקע נוספות בויאטנם כשאחת מהם צפויה להירכש ע"י קרן ההשקעה המשותפת לחברה ולקרן ההשקעות הסינגפורית.

נכון ליום 30/06/08

אלפי ₪		אלפי ₪	
התחייבויות שוטפות:		רכוש שוטף:	
1,183,502	אשראי לזמן קצר וחלויות שוטפות	1,273,299	מזומנים
113,621	חלויות שוטפות של אגרות חוב	71,776	פקדונות וניירות ערך סחירים
32,516	התחייבויות מס שוטפות, נטו	13,126	לקוחות
180,376	זכאים ויתרות זכות	21,426	נכסי מס שוטפים, נטו
2,316	התחייבויות בגין פעילות שהופסקה	53,611	חייבים ויתרות חובה
1,512,331	סה"כ התחייבויות שוטפות	4,327	יתרות חובה בגין פעילות שהופסקה
התחייבויות לא שוטפות:		סה"כ רכוש שוטף	
3,199,658	אג"ח	1,437,565	רכוש לא שוטף:
1,319,226	הלוואות מתאגידים בנקאיים ואחרים	3,759,036	נדל"ן להשקעה
9,954	רכיב החוב של אג"ח להמרה	1,624,888	ני"ע זמינים למכירה
24,556	הפרשות	105,398	ני"ע המיועדים לשווי הוגן דרך רווח והפסד
11,556	כתבי אופציה נידחים ואג"ח להמרה	117,282	ני"ע המוחזקים לפדיון
323,312	מיסים נידחים	1,708,347	השקעות בחברות כלולות
30,647	אחרות	1,067	מיסים נידחים
4,918,909	סה"כ התחייבויות לא שוטפות	16,778	רכוש קבוע, נטו
445,378	זכויות המיעוט	1,433	יתרות חובה לזמן ארוך
1,895,176	הון עצמי	7,334,229	סה"כ רכוש לא שוטף
8,771,794	סה"כ התחייבויות והון עצמי	8,771,794	סה"כ נכסים
21.6%	הון עצמי/מאזן	1,366,501	נכסים פיננסיים
51.2%	חוב פיננסי, נטו/מאזן	5,858,477	התחייבויות פיננסיות
80.1%	חוב פיננסי/נכסי נדל"ן	(4,491,976)	התחייבויות פיננסיות, נטו

דו"ח רווח והפסד מאוחד

אלפי ₪			
בפועל 2007	בפועל 1-6/2008	בפועל Q2-2008	
הכנסות ורווחים			
287,232	150,387	76,162	שכ"ד וניהול נדל"ן להשקעה
364,351	111,616	72,487	התאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה ורווח ממימוש
87,724	56,802	36,060	דיבידנד מהשקעות בני"ע זמינים למכירה
134,753	1,309	84	רווח ממימוש השקעות בחברות מוחזקות
123,035	61,892	45,728	חלק החברה ברווחי חברות כלולות, נטו
(46)	2,201	2,802	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
997,049	384,207	233,323	סה"כ הכנסות ורווחים
עלויות הוצאות והפסדים			
32,357	22,261	11,477	עלות השכרת נדל"ן להשקעה והפעלתו
45,395	23,190	10,998	הנהלה וכלליות
3,900	456	231	תרומות
(2,406)	16,831	773	הפסדים ממימוש והתאמה לשווי הוגן של ני"ע לזמן ארוך, נטו
200,672	134,999	117,714	הפסד מירידת ערך של ני"ע זמינים למכירה
(48,003)	(32,639)	(8,349)	התאמת שווי הוגן של אופציות ואג"ח להמרה
(40,208)	(32,460)	(21,586)	הכנסות מימון
323,221	269,770	161,731	הוצאות מימון
514,928	402,408	272,989	סה"כ עלויות הוצאות והפסדים
482,121	(18,201)	(39,666)	רווח לפני מס
123,237	50,438	35,806	מס
25.6%	-277.1%	-90.3%	% מס אפקטיבי
358,884	(68,639)	(75,472)	רווח מפעולות נמשכות לאחר מס
7,601	-	-	רווח מפעילות שהופסקה, נטו
366,485	(68,639)	(75,472)	רווח נקי
רווח מפעילות נמשכת למניה:			
116,576	114,838	114,838	מספר מניות בדילול (אלפים)
3.14	(0.60)	(0.66)	רווח למניה בדילול (₪)

סיכום שווי החזקות

הערות	חלק החברה (אלפי ש"ח)				שיעור החזקה	החזקה
	% מסה"כ	שווי כלכלי	% מסה"כ	שווי סחיר		
						החזקות סחירות
1	34%	1,617,937	39%	1,732,289	17.1%	PSP Swiss Property
2	31%	1,475,339	24%	1,063,755	72.9%	אמות
3	20%	956,338	22%	966,075	14.1%	First Capital
4	2%	105,745	2%	105,745	33 מיליון ע.ג.	First Capital - אג"ח להמרה
5	7%	349,606	8%	379,017	6.9%	Equity One
4	2%	111,754	2%	111,754	3.7%	Pirelli & C. Real Estate SpA
	97%	4,616,718	97%	4,358,636		סה"כ החזקות סחירות
						החזקות לא סחירות
6	2%	102,626	2%	102,626	25.2%	Brockton Capital
7	0%	10,000	0%	10,000	48.8%	Medipower Sweden
7	0%	9,053	0%	9,053	40.0%	קרקע בהודו
7	0%	6,518	0%	6,518	25%	Pacific Star Arrow Vietnam
7	0%	3,621	0%	3,621	100.0%	Enabler Property Group
	3%	131,817	3%	131,817		סה"כ החזקות לא סחירות
	100%	4,748,535	100%	4,490,452		סה"כ שווי החזקות

הערות

1. שווי כלכלי נקבע ע"פ יישום מכפיל 1.05 על N.A.V למניה של \$ 60.2 פר"ש.
2. שווי כלכלי נקבע ע"פ הערכת השווי שלנו מיום 24/08/08.
3. שווי כלכלי נקבע ע"פ יישום מכפיל 13.5 על FFO חזוי למניה של \$ 1.4 קנדי.
4. שווי כלכלי שווה לשווי שוק.
5. שווי כלכלי נקבע ע"פ יישום מכפיל 13.5 על FFO חזוי למניה של \$ 1.66.
6. ע"פ שווי השקעה של כ-16 מיליון ליש"ט.
7. ע"פ שווי ספרים.

סיכום הערכת השווי

הערות	אלפי ₪		שווי החברה:
	מודל N.A.V כלכלי	מודל N.A.V סחיר	
	4,748,535	4,490,452	סה"כ שווי החזקות
1	(2,630,000)	(2,630,000)	התחייבויות פיננסיות, נטו
2	(19,771)	(19,771)	התאמות בערך ההתחייבויות פיננסיות, נטו
3	(24,208)	(24,208)	מיסים נדחים
4	(30,000)	(30,000)	הוצ' מטה מהוונות, נטו
5	(15,903)	(15,903)	דיבידנד לשלם
6	<u>17,500</u>	<u>17,500</u>	רווח הון, נטו בגין מכירת נכס באנגליה
	2,046,153	1,788,070	סה"כ שווי החברה
	1,155,438	1,155,438	שווי שוק
	2,046,153	1,788,070	שווי חברה
7	<u>114,946</u>	<u>114,946</u>	תקבולים ממימוש אג"ח להמרה ואופציות
	2,161,099	1,903,016	שווי חברה בדילול
	128,418	128,418	שווי למניה בדילול: מספר מניות בדילול (אלפי מניות)
	16.83	14.82	מחיר יעד (₪)
	9.83	9.83	מחיר נוכחי (₪)
	71%	51%	% פער לעומת השוק
	42%	34%	% דיסקאונט

הערות

1. התחייבויות פיננסיות, נטו של אלוני חץ, סולו, ליום 30/06/08.
2. עליה בהיקף החוב כתוצאה מהחלשות הש"ח ועליית המדד החל מהרבעון השלישי של 2008.
3. כשליש מיסים נדחים במאזן של אלוני חץ, סולו.
4. סך הוצ' מייצג, בניכוי דמי ניהול והחזרי הוצאות, של 3 מיליון ש"ח בניכוי מגן מס ע"פ מכפיל 13.3.
5. יום האקס - 11/09/08.
6. רווח הון הנובע מחלקה של החברה במכירת נכס ע"י Brockton Capital, ע"פ שיעור מס מייצג של 12.5%.
7. אג"ח להמרה סדרה ד' ו-9.9 מיליון אופציות לעובדים.

מכין עבודת האנליזה

שם: גיל סידנר
ירון זר – בעל רשיון משווק השקעות מס' 6844.

כתובת: אפעל 35, קרית אריה פ"ת 49511

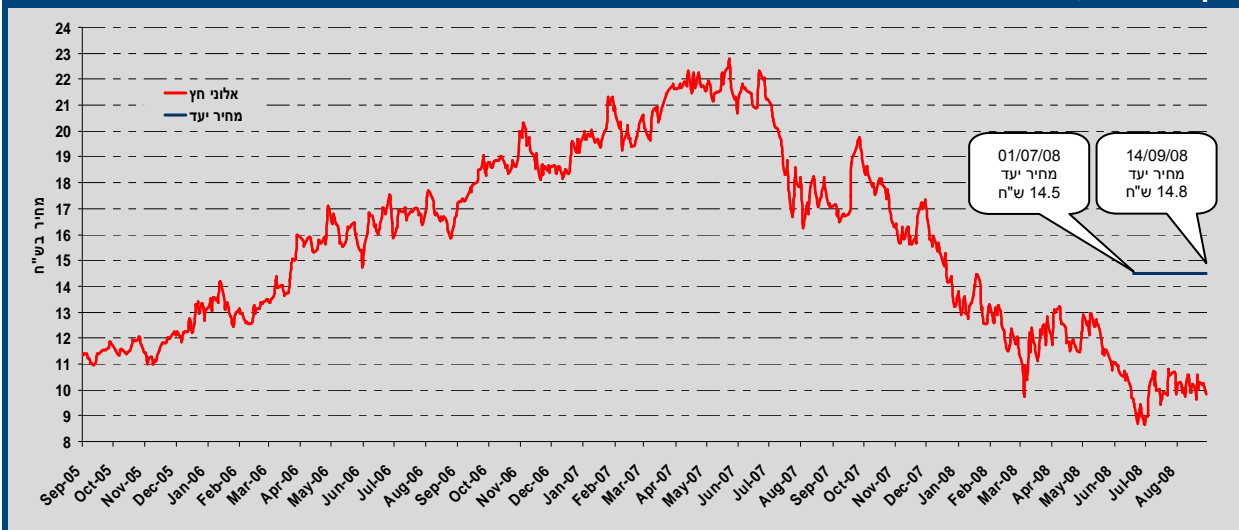
השכלה: גיל סידנר: תואר שני במנע"ס מאוניברסיטת בן גוריון ותואר ראשון בכלכלה מאוניברסיטת ת"א.
ירון זר: תואר שני במנע"ס וסטטיסטיקה ותואר ראשון בכלכלה וסטטיסטיקה, מהאוניברסיטה העברית.

נסיון: גיל סידנר: ישיר בית השקעות- אנליסט בכיר, בעל נסיון של מעל 3 שנים בשוק ההון.
ירון זר: ישיר בית השקעות- מנהל מחלקת מחקר, עוסק בניתוח חברות משנת 1996.

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין עבודת האנליזה

שם: ישיר בית השקעות
כתובת: אפעל 35, קרית אריה פ"ת 49511
אתר: www.yih.co.il

גרף המניה ועדכוני המלצות בשלושת השנים האחרונות



מפתח דירוג ההמלצה

קניה: מחיר יעד גבוה לפחות ב-15% מהמחיר הנוכחי (במניות יתר - 20%) תוך צפי לעליית מחיר המניה בשנה הקרובה.

ניטרלי: צפי ליציבות מחיר המניה ביחס לשוק.

מכירה: מחיר היעד נמוך לפחות ב-5% מהמחיר הנוכחי ו/או צפי לירידת מחיר המניה.

בעדכון: בחינה מחדש של ההמלצה.

אופן ביצוע הערכת השווי וסקירת הסיכונים השונים העלולים להשפיע באופן מהותי על ההמלצה

שיטת הערכת השווי: מודל שווי נכסי (NAV) סחיר וכלכלי.

- גורמי סיכון: תרחיש של התחזקות השקל ועליה באינפלציה יביא לשחיקה בהון העצמי של החברה.
- מימון מחדש של ההלוואה לרכישת PSP, בריבית גבוהה מבעבר, צפויה לפגוע ברווחיות החברה זאת בנוסף להמשך משבר הנדל"ן העולמי.

גילוי נאות מטעם מכין העבודה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע למכין העבודה כאמור לעיל על ניגוד עניינים אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו.

גילוי נאות מטעם התאגיד המורשה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע לתאגיד המורשה על ניגוד עניינים אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו של מכין העבודה ו/או התאגיד המורשה.

הצהרת האנליסטים

אני, גיל סידנר, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

16/10/2019

אני, ירון זר, בעל רישיון מס' 6844, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

19/11/2019

הערה

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד, ולא נועדה לשמש הצעה או המלצה לביצוע עסקה כלשהי בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים אחרים. סקירה זו אינה מהווה תחליף לייעוץ מקצועי המותאם לצרכיו המיוחדים של כל אדם. הקורא סקירה זו אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בה תיצור עבורו רווחים והסתמכות כאמור הינה באחריותו הבלעדית של הקורא. ני"ע הנזכרים בסקירה עשויים שלא להתאים לכל סוגי המשקיעים.

סקירה זו הוכנה על ידי ישיר בית השקעות בע"מ ("ישיר השקעות" או "החברה") בהתבסס על מידע נגיש לכלל הציבור, נתונים שפוחחו בחברה ומקורות אחרים שהחברה סבורה כי הינם מהימנים. החברה ו/או מי מטעמה אינה יכולה לערוב לשלמות ו/או לדיוק הסקירה. סקירה זו אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא של כל העובדות הנוגעות לחברה הנסקרת ו/או לסביבתה העסקית ו/או לני"ע שלה. דעות המובאות בסקירה, נתונות לשינויים בשוק ו/או לשינויים אחרים, ללא מתן הודעה נוספת. כמו כן, אין באמור בסקירה זו כדי להטיל חבות כלשהי על ישיר השקעות או מי מטעמה. אין להעביר או להעתיק סקירה זו או חלק ממנה ואין להפיצה ללא אישור מראש ובכתב על ידי ישיר השקעות.

ישיר השקעות ו/או מי מטעמה, במישרין ו/או בעקיפין, מחזיקים או עשויים להחזיק ו/או לרכוש ו/או למכור ני"ע של החברה הנסקרת ו/או של חברות קשורות לה ולפיכך עשוי להיות לישיר השקעות ו/או מי מטעמה עניין אישי באותם ני"ע ובחברה שהנפיקה אותם. כמו כן, עשויה ישיר השקעות לקיים ו/או מקיימת בפועל קשרים עסקיים עם החברה הנסקרת ו/או חברות קשורות.