

19 בנובמבר 2008  
אנליסטית:  
לאה ברמן

קבוצת נכסים ובנין – מחיר המניה התנתק משווי הנכסים

קבוצת נכסים ובנין

המלצה "קניה"  
מחיר יעד חדש  
375 ₪  
מחיר יעד קודם  
557 ש"ח  
מחיר נוכחי (ש"ח)  
125  
שווי שוק (מ ש"ח)  
740  
גבוה/נמוך 90 יום (ש"ח)  
90.5 -262  
מחזור יומי ממוצע  
(מ' ש"ח)  
2.9  
הון עצמי (מ ש"ח)  
2,375  
כמות "צפה" (מ מניות)  
1.87  
מס מניות בסיסי (מ)  
5.9

	2007	1-9/07	1-9/08	Q3/07	Q3/08	מיליוני ₪ - קבוצת נכסים ובנין
הכנסות מהשכרת מבנים נטו- NOI	367	267.4	327.7	90.6	113.4	
רווח גולמי ממוגרים ומימוש מקרקעין	21.1	15.3	83.3	3.6	46	
% רווח גולמי ממכירת דירות ומקרקעין	8.6%	8.8%	19.7%	0.4%	24.7%	
חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות	60.5	35.5	59.1	(4.7)	(1.0)	
הכנסות ממימוש השקעות ורכוש קבוע	14.4	5.2	3.4	0	3.4	
עלייה בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה	179	178.3	273.0	162.1	86.7	
רווח תפעולי	553	443.3	668.3	236	228.6	
הוצאות מימון נטו	251	229.1	413.6	157.6	188.4	
רווח לפני מסים על הכנסה	302	214.2	254.6	78.3	40.2	
רווח נקי כולל	232	173.3	199.8	62.4	32.0	
רווח מיוחס למחזיקי ההון של החברה	148	105.2	128.9	24.7	10.2	
תזרים מפעילות שוטפת	229	166.4	379.5	97.1	124.3	
הון עצמי המיוחס למחזיקי ההון	2,704	1,889	2,374	1,889	2,374	
יחס הון למאזן	24.5%	18.2%	19.8%	18.2%	19.8%	

נקודות עיקריות

- סקטור הנדל"ן המניב (באמצעות חברת גבי-ים) המשבר העולמי והמיתון הצפוי בשוק המקומי, לא השפיעו בשלב זה על התוצאות הכספיות של החברה, כאשר חל גידול בהכנסות והחברה שמרה על שיעורי תפוסה גבוהים של 95% בנכסיה המניבים נכון ל- 30/9/08. אולם, אנו מעריכים, כי המיתון בשוק המקומי הנו כבר בפתח, כאשר נכון להיום ישנן אינדיקציות ברורות של ירידת מחירים ממוצעת בדמי שכירות באזורי הביקוש בשיעור של כ- 15%-20% ובהתאם לכך, התשואות מגלמות את ירידות המחירים ועומדות על כ- 8.5%, לעומת 7.5% עד לאחרונה. ההערכות הן, כי לא נגיע למצב של התמוטטות שוק הנדל"ן המניב בדומה למה שקרה בשנים 2000-2002, עם התפוצצות בועת ההיי-טק, מאחר וכיום אין עודפי היצע גדולים של בנייני משרדים באזורי הביקוש.

- חברת גבי-ים, ערוכה היטב להערכתנו, להשלכות של המיתון הצפוי (יש לציין שבשנים של המשבר בענף, החברה לא הציגה ירידה בהכנסות וצלחה את המשבר, תודות בעיקר לחוזים ארוכי טווח ואיכות גבוהה מאוד של שוכרים), אולם היא אינה חסינה מפני ההשלכות שלו. ההערכה היא, כי המשבר יבוא לידי ביטוי בהאטה בביקושים לפרוייקטים חדשים, עם אפשרות לירידת מחירים באזורים בהם יתפתח עודף היצע. לפיכך, ניתן כבר לראות, מהדוחות לרבעון השלישי, כי החברה האטה בקצב ההקמה של פרוייקטים חדשים, כאשר הבנייה וההקמה בפועל, תחל רק עם התקשרות מראש עם דיירים ובעצם מרכזת את פעילותה כיום בבנייה ייעודית של נדל"ן מניב.

- סקטור הבנייה למגורים (באמצעות נווה-גד מקבוצת נכסים ובנין)- המיתון במשק הישראלי הנו בפתח, כאשר ישנה קורלציה גבוהה בין שוק הנדל"ן למגורים לבין משבר כלכלי ומיתון. אנו מעריכים כי צפויה להיות לכך השפעה על קצב מכירת הדירות של הקבוצה ברבעונים הקרובים, תוך ירידה מסוימת של עד 10% במחירי הדירות ומכאן פגיעה בשיעורי הרווחיות הגולמית בפרוייקטים למגורים. ישנם שני גורמים עיקריים שמבדילים את הקבוצה כחברת בנייה למגורים מחברות רבות אחרות והנם: האיתנות הפיננסית של החברה שמאפשרת לה לספוג את הוצאות המימון של הפרוייקטים בהקמה ולא למחר ולהוריד מחירים בצורה דרסטית על מנת לעמוד בהתחייבויות לבנקים וכן החברה אינה פועלת בשוק דירות היוקרה אלא בפלח השוק הבינוני. בנוסף, חברות "נווה-גד", הן חברות בנייה וותיקות ובעלת מוניטין.

ראה פסקת גילוי נאות בעמוד 8

חברת גבי-ים

המלצה "קניה"

מחיר יעד חדש  
925 ש"ח

מחיר יעד קודם  
1012 ש"ח

מחיר נוכחי (ש"ח)  
702

שווי שוק (מ ש"ח)  
997

גבוה/נמוך 90 יום (ש"ח)  
410 -752

מחזור יומי ממוצע  
(מ' ש"ח)  
2.5

הון עצמי (מ ש"ח)  
1,539

כמות "צפה" (מ מניות)  
1.4

מס מניות בסיסי (מ)  
1.998

גורמי סיכון:

עליית ריבית

משבר מתמשך בנדל"ן

למגורים בארה"ב

מיתון בשוק המקומי

פועלים סהר

מחלקת המחקר

מגדל לוינסטיין

דרך מנחם בגין 23

תל-אביב 66184

טל: 03-7104500

פקס: 03-7104505

**פרוייקט ה"פלאזה" בלאס ווגאס- התפתחויות אחרונות**

• בתאריך - 8/8/08 הוארכה בחצי שנה תקופת ההלוואה ממוסדות בנקאיים בסכום כולל של 625 מ' דולר שקיבלה חברת הפרוייקט באוגוסט 2007 למימון רכישת הקרקע. (חלקה של קבוצת נכסים ובניין 25%). לפי ההסכם עם הבנק, נותרה לחברה עוד תקופת הארכה נוספת של חצי שנה דהיינו ההלוואה עומדת לפירעון באופן עקרוני (אלא אם יחתם הסכם חדש עם הבנק), בחודש אוגוסט 2009. (חלקה של החברה 156 מ' דולר). הריבית המשוקללת על ההלוואה בתקופת הארכה הנוכחית הנה בשיעור ליבור+3.1%, דהיינו סך הריבית במונחים שנתיים, כולל הלייבור ועמלת הארכה כ- 6.29%.

• החברה בחרה ליישם בדוחות את התקן החשבונאי, תקן 36, שלפיו ערך בר השבה של נכס הנו הגבוה שבין שווי השימוש שלו (VALUE IN USE), לבין שווי המימוש נטו שלו. החברה אף מציינת כי במקרה שבהסתמך על הערכות שווי הקרקע שיקבלו הגופים המממנים, יפחת היחס שבין יתרת ההלוואה לשווי הקרקע מיחס מסוים שנקבע, אזי בהתאם להוראות הסכם ההלוואה, עשויה חברת הפרוייקט להידרש לפרוע חלק מסוים של ההלוואה. פירעון חלקי כאמור וכן פירעון ההלוואה במלואה על ידי חברת הפרוייקט, תלויים בהמשך העמדת מקורות מימון על ידי בעלי הזכויות בחברת הפרוייקט.

• מאז רכישת הקרקע ובייחוד עם החרפת משבר הנדל"ן וההכנסות מהימורים בווגאס, ההערכות היו, כי חלה אכן ירידת ערך מהותית בשווי הקרקע וכי החברה תבצע ברבעון הנוכחי הפרשת ערך משמעותית לירידה בשווי הוגן של הקרקע. שיקול ההנהלה לאמץ את תקן 36 של שווי השימוש של הנכס ברורה לכולם, שכן עשויה הייתה להיווצר לחברה בעיה עם הבנקים המלווים כפי שנאמר לעיל, מה גם שהחברה מעוניינת לשדר לכולם כי היא נחושה להמשיך עם הפרוייקט, מאמינה בו, ואין לה כוונה לממש את הקרקע בטווח הקרוב. לאור רמת הסיכון הגבוהה בפעילות הנדל"ן בארה"ב בכלל ובלאס ווגאס בפרט, הפחתנו בהערכות השווי הקודמות (החל ממרץ 2008), מטעמי שמרנות וזהירות, 40% מעלות הרכישה של הקרקע כפי שרשום בספרי החברה. נכון להיום, עלות הקרקע הרשומה במאזן הקבוצה ליום 30/9/2008, מסתכמת בכ- 362 מ' דולר כאשר הפחתה של 40% משווי זה מסתכמת בכ- 580 מ' ש. (מודל הערכת השווי עודכן בהתאם).

• דירוג האג"ח – חברת נכסים ובניין נכנסה לרשימת המעקב של מעלות וההחלטה לגביה תתפרסם בזמן הקרוב. להערכתנו, הפרמטרים הכלכליים של קבוצת נכסים ובניין הנם גבוהים באופן משמעותי מהממוצע בשאר חברות הנדל"ן הציבוריות מבחינת האיתנות הפיננסית הגבוהה של הקבוצה, יתרות הנזילות המשמעותיות ויצירת תזרים מזומנים גבוה מפעילות שוטפת באופן עקבי. לאור הורדת הדירוגים האגרסיבית, לחברות נדל"ן הפועלות בחו"ל, שפורסמו לאחרונה על ידי חברות הדירוג, ישנה אפשרות של הורדת הדירוג לקבוצת נכסים ובניין, להערכתנו של עד דרגה אחת למטה. לגבי חברת גב-ים אנו סבורים כי לא חל שינוי ברמת הסיכון ויכולת החזר של החברה. (האג"ח של חברת נכסים ובניין וגב-ים, נסחר כיום בתשואה של 9.5%-13% ו-6.5% בהתאמה, שהנן תשואות אטרקטיביות להערכתנו לאור יכולת החזר הגבוהה).

• התפתחויות אחרונות – חברת האחזקות דסק"ש שהנה חברת האם של קבוצת נכסים ובניין, פרסמה הצעת רכש ל- 11% ממניות קבוצת נכסים ובניין המוחזקות על ידי הציבור, במחיר של 126 שקל למניה. (מחיר המניה בשוק התאים עצמו מיידיית למחיר הצעת הרכש). סכום הרכישה הכולל עשוי להגיע לכ- 82 מ' ש. אם הצעת הרכש תענה, תרשום דסק"ש ברבעון הרביעי של 2008 רווח של כ- 266 שקל לכל מניה שתירכש, הנובע מהפחתת המוניטין השלילי שיווצר ברכישה, שכן חישוב הרווח למניה כאמור מבוסס על ההון העצמי של נכסים ובניין ליום 30/9/2008 הגבוה משמעותית ממחיר הרכישה בשוק. במקרה והצעת הרכש תיענה במלואה, תגדל האחזקה של דיסקונט השקעות בנכסים ובניין לשיעור של 86.5%.

- אין ספק כי הצעת הרכש נובעת בראש ובראשונה מהשווי הכלכלי הנמוך בו נסחרת המניה בשוק. אנו מעריכים כי בפרסום הצעת הרכש מעורבים שיקולים נוספים, שכן בימים אלו אף חברת אחזקות לא תמהר להוציא 80 מ' ש' שקל מהכיס להגדלת אחזקות בחברה שבשליטתה. מעבר למחיר הנמוך של המניה, שיקול נוסף הנו רווחי הון מיידיים ולטווחים ארוכים יותר לדסק"ש, כתוצאה מעליית השווי של הקבוצה בעתיד. בנוסף לכך, אנו סבורים שאין זה סוף פסוק, וכי ייתכן שהצעת הרכש תתבצע בשלבים. ייתכן ובמידה והצעת הרכש תיענה בשיעור מלא, תפרסם החברה הצעות נוספות ותמחק לחלוטין את החברה מהמסחר תוך הפיכתה לחברה פרטית, הרחק מאור הזרקורים. הדבר נוח לבעלי השליטה, גם מבחינת הביקורת הציבורית והסנטימנט השלילי החזק כלפי הקבוצה בגין הפעילות בלאס ווגאס. (וגם מבחינת השותף הפרטי – חברת אלעד).

- נזילות – במאזן החברה נכון ל- 30/9/2008, אמצעים נזילים (הכוללים מזומנים, פיקדונות בבנקים ובטוחות סחירות) בסכום כולל של כ- 2.3 מיליארד ש' סכום זה מהווה כרית ביטחון לפעילות החברה במצב של הרעה נוספת בענף הנדל"ן וצורך לממן פעילויות ממקורות עצמיים עקב עצירת אשראי מהבנקים ו/או מקורות מימון בעלויות גבוהות מאוד, ומנגד ניצול הזדמנויות להשקעות אטרקטיביות בשוק נדל"ן הנמצא במיתון עמוק. בנוסף לנזילות החברה, צריך לזכור שהחברה גם מייצרת מזומנים. נכון להיום שווי השוק של קבוצת נכסים ובניין מסתכם בכ- 723 מ' ש' כאשר החברה נסחרת בדיסקאונט של כ- 68% מסך האמצעים הנזילים בקופתה.

#### לסיכום

קבוצת נכסים ובניין מתבססת כיום על שתי מערכות פעילות השונות אחת מהשניה באופן מהותי ברמות הסיכון הגלומות בפעילותן: המערכת הראשונה המרוכזת בעיקר בחברת גב-ים, הנה מערכת רווחית, דפנסיבית, יצרנית מזומנים ובעלת סיכון תפעולי בינוני/נמוך, והמערכת השנייה הנה מערכת הפעילות בחו"ל לה חשופה החברה בעיקר באמצעות ההשקעה המהותית בפרוייקט הפלאזה בוואגס (שהנה עדיין ברמת הקרקע ועלויות תכנון) ובעלת סיכון גבוה, לאור מצב השוק בוואגס ומצוקת האשראי.

המשקיע שונא הסיכון והדפנסיבי יכול להשקיע בקבוצה דרך חברת גב-ים באופן ישיר וייהנה מחברה רווחית, בעלת איתנות פיננסית גבוהה ותשואת דיבידנד יפה. אנו עדכנו את הערכת השווי לחברת גב-ים על סמך תרחיש פסימי של עלייה של כ- 1% בשיעורי ההיוון של מצבת הנכסים המניבים ובהקמה הקיימים כיום, ללא תמחור פרוייקטים עתידיים.

לאור עדכון המודל לעלייה במחירי התשואות (ירידה בהכנסות מדמי שכירות), השווי הכלכלי למניה של גב-ים מוערך על ידינו בכ- 925 ש' למניה (לעומת מחיר יעד קודם של 1,012 ש' למניה), המשקף דיסקאונט של 55% לעומת מחיר השוק.

לגבי קבוצת נכסים ובניין, מדובר בהשקעה בעלת אופק זמן ארוך וסיכון גבוה. אנו עדכנו את מודל הערכת השווי לחברה כאשר בניגוד לרשום בדוחות, ביצענו כאמור לעיל, הפרשה לירידת ערך בגין ההשקעה בפלאזה בלאס ווגאס בסך של כ- 580 מ' ש' וכן העלינו את שיעורי ההיוון של הנכסים המניבים בארה"ב. בנוסף ביצענו הפחתות ערך נוספות (דרך עלייה בשיעורי ההיוון) לנכסים המניבים בשוויץ וגרמניה ולמלונות בבריטניה.

השווי הכלכלי המעודכן למניה, הנו 375 ש' (לעומת מחיר יעד קודם של 557 ש"ח), המשקף כיום דיסקאונט של כ- 66% ממחיר השוק הנוכחי. המניה מומלצת כאמור לקניה, למשקיע המסתכל על אופק צמיחה בטווח זמן ארוך, כאשר רמת הסיכון בהשקעה גבוהה יחסית להשקעה ישירה בגב-ים.

הערה חשובה - ברצוננו לסייג ולומר שמבחינת שוויים כלכליים החברות נסחרות בדיסקאונט עמוק אולם כולנו ערים למצב בשווקים, אי הוודאות שמעלה בצורה דרמטית את תמחור הסיכון של המשקיעים ולכן לאור הסנטימנט השלילי החזק במיוחד כלפי חברות הנדל"ן, יש תרחיש סביר שההשקעה במניות לא תצגנה תשואה עודפת בטווח הקרוב.

**פרוייקט ה"פלאזה" בלאס וגאס- התפתחויות אחרונות**

- החברה מעריכה כי התכנון המפורט של הפרוייקט יארך עד מחצית שנת 2009 ועד לתקופה זו אין לחברה צרכי מימון משמעותיים הקשורים לפרוייקט למעט עלויות תכנון. עלות ההשקעה של קבוצת נכסים ובנין בפרוייקט האמור נכון ל- 30/9/2008, מסתכמת בכ- 362 מ' דולר.
- בתאריך - 8/8/08 הוארכה בחצי שנה תקופת ההלוואה ממוסדות בנקאיים בסכום כולל של 625 מ' דולר שקיבלה חברת הפרוייקט באוגוסט 2007 למימון רכישת הקרקע. (חלקה של קבוצת נכסים ובנין 25%). לפי ההסכם עם הבנק, נותרה לחברה עוד תקופת הארכה נוספת של חצי שנה דהיינו ההלוואה עומדת לפירעון באופן עקרוני (אלא אם ייחתם הסכם חדש עם הבנק), בחודש אוגוסט 2009. (חלקה של החברה 156 מ' דולר). הריבית המשוקללת על ההלוואה בתקופת הארכה הנוכחית הנה בשיעור ליבור+3.1%, דהיינו סך הריבית במונחים שנתיים, כולל הלייבור ועמלת הארכה כ- 6.29%.
- עם סיום התכנון המפורט, החברה תצטרך לקבל החלטה לגבי תחילת הביצוע. ההחלטה תתקבל כפוף לשני פרמטרים עיקריים והם: מצב שוק הנדל"ן בווגאס והיכולת לגייס מקורות מימון ובעלויות סבירות המשאירות לחברה רווחיות נאותה ביחס לסיכון בפרוייקט.
- לאור ההרעה המשמעותית בשוק הנדל"ן בלאס וגאס, הבאה לידי ביטוי בירידה חדה במחירי הנכסים, הזמינה החברה שתי הערכות שווי של הפרוייקט ממעריכי שווי אמריקאיים חיצוניים. על פי הערכות השווי, קבעו המעריכים כי ערך הקרקע עליה מיועד להבנות הפרוייקט, אינו עולה על הערך בר ההשבה, בשיטת ה- VALUE IN USE, על פי היוון תזרימי המזומנים הצפויים מהפרוייקט. החברה התבססה על הערכות השווי לעיל ולפיכך לא ביצעה ברבעון השלישי של 2008 שום הפרשה לירידת ערך בשווי ההוגן של הקרקע האמורה.
- החברה מציינת במפורש כי על פי הסכם ההלוואה (המפורט לעיל), בקשר עם בחינת שווי הבטוחות להלוואה, זכאים הגופים המממנים לקבל הערכות שווי של הקרקע, המבוצעות בשיטה המקובלת להערכת קרקע, דהיינו שיטת שווי המימוש נטו. לפיכך שווי הקרקע שייגזר בעתיד מהערכות שווי שצפויים הגופים המממנים לקבל, הערכות בשיטת שווי המימוש נטו, עשוי להיות נמוך ויתכן אף נמוך משמעותית מערך הקרקע בספרי החברה ומתוצאות הערכות השווי שקיבלה החברה.
- החברה בחרה ליישם בדוחות את התקן החשבונאי, תקן 36, שלפיו ערך בר השבה של נכס הנו הגבוה שבין שווי השימוש שלו (VALUE IN USE), לבין שווי המימוש נטו שלו. החברה אף מציינת כי במקרה שבהסתמך על הערכות שווי הקרקע שיקבלו הגופים המממנים, יפחת היחס שבין יתרת ההלוואה לשווי הקרקע מיחס מסוים שנקבע, אזי בהתאם להוראות הסכם ההלוואה, עשויה חברת הפרוייקט להידרש לפרוע חלק מסוים של ההלוואה. פירעון חלקי כאמור וכן פירעון ההלוואה במלואה על ידי חברת הפרוייקט, תלויים בהמשך העמדת מקורות מימון על ידי בעלי הזכויות בחברת הפרוייקט.
- מאז רכישת הקרקע ובייחוד עם החרפת משבר הנדל"ן וההכנסות מהימורים בווגאס, ההערכות היו, כי חלה אכן ירידת ערך מהותית בשווי הקרקע וכי החברה תבצע ברבעון הנוכחי הפרשת ערך משמעותית לירידה בשווי הוגן של הקרקע. שיקול הנהלה לאמץ את תקן 36 של שווי השימוש של הנכס ברורה לכולם, שכן עשויה הייתה להיווצר לחברה בעיה עם הבנקים המלווים כפי שנאמר לעיל, מה גם שהחברה מעוניינת לשדר לכולם כי היא נחושה להמשיך עם הפרוייקט, מאמינה בו, ואין לה כוונה לממש את הקרקע בטווח הקרוב. לאור רמת הסיכון הגבוהה בפעילות הנדל"ן בארה"ב בכלל ובלאס וגאס בפרט, הפחתנו בהערכות השווי הקודמות (החל ממרץ 2008), מטעמי שמרנות וזהירות, 40% מעלות הרכישה של הקרקע כפי שרשום בספרי החברה. נכון להיום, עלות הקרקע הרשומה במאזן הקבוצה ליום 30/9/2008, מסתכמת בכ- 362 מ' דולר כאשר הפחתה של 40% משווי זה מסתכמת בכ- 580 מ' ש. (מודל הערכת השווי עודכן בהתאם).

**נתונים פיננסיים עיקריים של הקבוצה**

- הקבוצה מציגה גידול מתמשך ב- NOI. ה- NOI ברבעון השלישי של 2008 הסתכם בכ- 113.4 מ' ש' (כ- 454 מ' ש' בגילום שנתי), לעומת NOI בסך של כ- 112 מ' ש' ברבעון השני של 2008, דהיינו גידול של 1.25% בין הרבעונים. בכל שנת 2007 הסתכם ה- NOI בכ- 367 מ' ש' כלומר, רבעון שלישי של 2008 בגילום שנתי, מציג גידול של כ- 24% בסך ה- NOI של הקבוצה לעומת שנת 2007. הגידול ב- NOI של הקבוצה, נובע בעיקר מהשלמת הקמת מבנים וכניסתם למאגר הנכסים המניבים וכן מרכישות של נכסים מניבים במהלך שנת 2007.

- במהלך תשעת החודשים הראשונים של השנה, השקיעה חברת גב-ים סך של כ- 149 מ' ש' בהקמת נכסים מניבים. במהלך הרבעון השלישי, סיימה החברה את הקמתו של מבנה חניה מניב בפארק מת"מ, שהחניות בו הושכרו מראש לדיירי הפארק וכן את הקמתו של מבנה 6 במרכז גב-ים בהרצליה, אשר הושכר במלואו לחברת מייקרוסופט ההכנסות התפעוליות (NOI) מפרוייקטים אלו, יבואו לידי ביטוי ברבעון הרביעי של 2008. הפרוייקט המשמעותי של החברה בטווח הקרוב, הנו הקמת מרכז לוגיסטיקה, תעשייה ומשרדים במודיעין, בשטח כולל של כ- 21,300 מ"ר, כאשר הפרוייקט שווק מראש במלואו (TAILOR MAID) לחברת נייר חדרה.

- **סקטור הבניה למגורים** - החברה הציגה רווחיות גבוהה ברבעון השלישי, תודות להכרה בהכנסות ממכירת דירות מגורים, כאשר הרווח הגולמי ממכירת דירות ברבעון זה הסתכם בכ- 46 מ' ש' ובשיעור של 24.7% מההכנסות. נכון ל- 30/9/2008, החברה פועלת ב- 11 אתרים ברחבי הארץ בהם בשלבי הקמה שונים כ- 860 יח"ד, מהן נמכרו כ- 530 יח"ד (כ- 62% דירות מכורות מסך ההיצע שבבנייה). במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2008, מכרה הקבוצה באתריה הפעילים 327 יח"ד (מהם 83 יח"ד ברבעון השלישי), לעומת 286 יח"ד בתקופה המקבילה אשתקד (ו-93 יח"ד ברבעון השלישי אשתקד). בתשעת החודשים הראשונים של 2008, אוכלסו 456 יח"ד לעומת כ- 207 יח"ד בתקופה המקבילה אשתקד ומכאן גם הקפיצה בהכנסות ממכירות דירות, שכן לפי כללי ה- IFRS, ההכרה בהכנסות ממכירת דירות הנה רק בשלב האכלוס בפועל.

- **תזרים המזומנים מפעילות שוטפת** - של הקבוצה ברבעון הנוכחי היה חיובי וגבוה והסתכם בכ- 124 מ' ש'. בתשעת החודשים הראשונים של 2008 הסתכם תזרים המזומנים מפעילות שוטפת בכ- 380 מ' ש' לעומת תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בכל שנת 2007 בסך של כ- 230 מ' ש'.

- **ברבעון השלישי של 2008, הציגה החברה בסעיף ההכנסות, עלייה בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה בסך של כ- 87 מ' ש'.** עדכון השווי ההוגן נבע בעיקר, מגידול בתזרים המזומנים הצפוי לנבוע מהנכסים המניבים של הקבוצה בשל סיום הקמה ותחילת אכלוס של פרוייקטים. החברה משערכת את הנכסים המניבים בשיעורי היוון שמרניים יחסית הנעים בטווח שבין 8%-11% בהתאם לטיב ומיקום הנכס המניב. החברה לא מצאה לנכון להפחית את שוויים של הנכסים בחו"ל (ראה פירוט לעיל), כאשר גם לגבי הנכסים במערב אירופה לא בוצעה הפחתת שווי, כאשר החברה מציינת כי נכון למועד הדוח, לא ניכרת פגיעה משמעותית בהכנסות ובתפוסה בנכסים המניבים בגרמניה ובשוויץ וכן בבתי המלון בבריטניה.

- **הוצאות המימון של החברה הסתכמו ברבעון השני של 2008 בסכום כולל של כ- 188 מ' ש' לעומת כ- 158 מ' ש' ברבעון המקביל אשתקד.** עיקר הגידול נובע מעליית האינפלציה בתקופת הדיווח, אשר הסתכמה בכ- 2.1% ברבעון השלישי של 2008 לעומת 2.5% ברבעון השלישי של 2007. כתוצאה מכך רשמה החברה הוצאות הפרשי הצמדה בסך של כ- 120 מ' ש' ברבעון השלישי של 2008 לעומת כ- 117 מ' ש' ברבעון השלישי אשתקד. מחד, האינפלציה חזויה לרדת ברבעונים הקרובים מה שיפחית משמעותית את הוצאות המימון, אולם מנגד יש לזכור כי חוזי השכירות צמודים למדד ולכן במקרה של אינפלציה נמוכה, דמי השכירות לא יעלו.

- נזילות – במאזן החברה נכון ל- 30/9/2008, אמצעים נזילים (הכוללים מזומנים, פיקדונות בבנקים ובטוחות סחירות) בסכום כולל של כ- 2.3 מיליארד ₪. סכום זה מהווה כרית ביטחון לפעילות החברה במצב של הרעה נוספת בענף הנדל"ן וצורך לממן פעילויות ממקורות עצמיים עקב עצירת אשראי מהבנקים ו/או מקורות מימון בעלויות גבוהות מאוד, ומנגד ניצול הזדמנויות להשקעות אטרקטיביות בשוק נדל"ן הנמצא במיתון עמוק. בנוסף לנזילות החברה, צריך לזכור שהחברה גם מייצרת מזומנים. נכון להיום שווי השוק של קבוצת נכסים ובניין מסתכם בכ- 723 מ' ₪ כאשר החברה נסחרת בדיסקאונט של כ- 68% מסך האמצעים הנזילים בקופתה.

- הון עצמי – ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של הקבוצה הסתכם נכון ל- 30/9/2008 בסכום כולל של כ- 2,374 מיליארד ₪ ומממן כ- 21% מהמאזן. (ההון העצמי ברבעון השני של 2008 הסתכם בכ- 2,367 מ' ₪). בתשעת החודשים הראשונים של 2008, קטן ההון העצמי של החברה בכ- 243 מ' ₪, בשל קרן מהפרשי תרגום של דוחות כספיים של חברות מוחזקות אוטונומיות בחו"ל וזאת בעקבות ירידת שער המט"ח בתקופה (בעיקר שער הדולר אשר ירד בכ- 11% בתקופה זו). לאור עליית שער הדולר מתחילת הרבעון השלישי ועד היום, החברה מעריכה כי במידה ושער הדולר יישאר ברמה זו עד סוף הרבעון, ההון העצמי יגדל בלמעלה מ- 100 מ' ₪ בשל הפרשי תרגום חיוביים.

#### לסיכום

קבוצת נכסים ובניין מתבססת כיום על שתי מערכות פעילות השונות אחת מהשניה באופן מהותי ברמות הסיכון הגלומות בפעילותן: המערכת הראשונה המרוכזת בעיקר בחברת גב-ים, הנה מערכת רווחית, דפנסיבית, יצרנית מזומנים ובעלת סיכון תפעולי בינוני/נמוך, והמערכת השנייה הנה מערכת הפעילות בחו"ל לה חשופה החברה בעיקר באמצעות ההשקעה המהותית בפרוייקט הפלאזה בוואגס (שהנה עדיין ברמת הקרקע ועלויות תכנון) ובעלת סיכון גבוה, לאור מצב השוק בוואגס ומצוקת האשראי.

המשקיע שונא הסיכון והדפנסיבי יכול להשקיע בקבוצה דרך חברת גב-ים באופן ישיר וייהנה מחברה רווחית, בעלת איתנות פיננסית גבוהה ותשואת דיבידנד יפה. אנו עדכנו את הערכת השווי לחברת גב-ים על סמך תרחיש פסימי של עלייה של כ- 1% בשיעורי ההיוון של מצבת הנכסים המניבים ובהקמה הקיימים כיום, ללא תמחור פרוייקטים עתידיים.

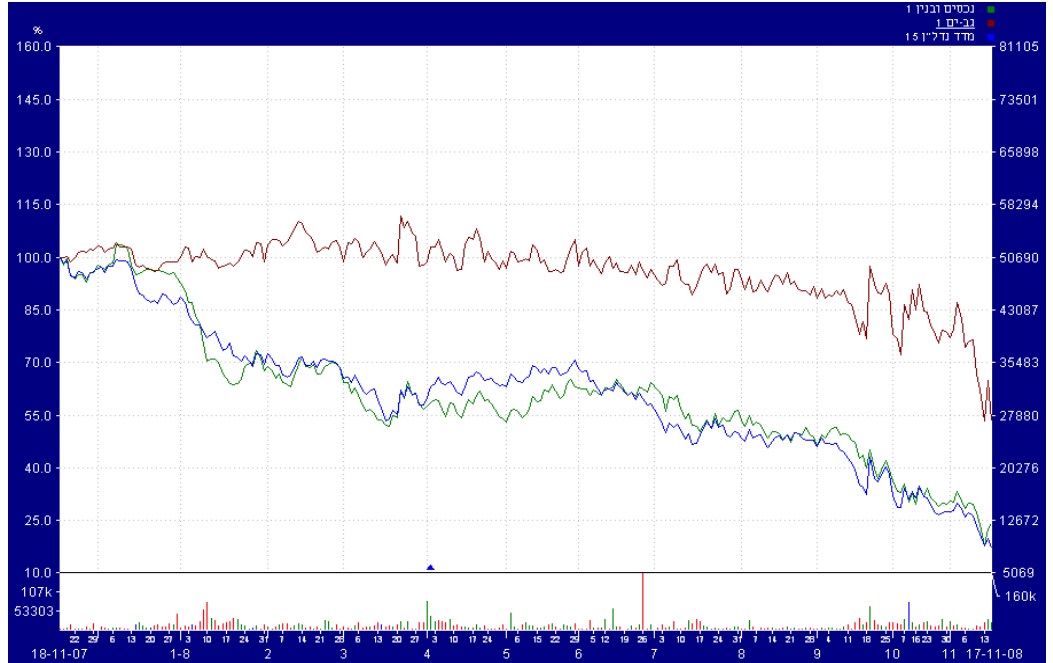
לאור עדכון המודל לעלייה במחירי התשואות (ירידה בהכנסות מדמי שכירות), השווי הכלכלי למניה של גב-ים מוערך על ידינו בכ- 925 ₪ למניה (לעומת מחיר יעד קודם של 1,012 ₪ למניה), המשקף דיסקאונט של 55% לעומת מחיר השוק.

לגבי קבוצת נכסים ובניין, מדובר בהשקעה בעלת אופק זמן ארוך וסיכון גבוה. אנו עדכנו את מודל הערכת השווי לחברה כאשר בניגוד לרשום בדוחות, ביצענו כאמור לעיל, הפרשה לירידת ערך בגין ההשקעה בפלאזה בלאס וואגס בסך של כ- 580 מ' ₪ וכן העלינו את שיעורי ההיוון של הנכסים המניבים בארה"ב. בנוסף ביצענו הפחתות ערך נוספות (דרך עלייה בשיעורי ההיוון) לנכסים המניבים בשוויץ וגרמניה ולמלונות בבריטניה.

השווי הכלכלי המעודכן למניה, הנו 375 ₪ (לעומת מחיר יעד קודם של 557 ש"ח), המשקף כיום דיסקאונט של כ- 66% ממחיר השוק הנוכחי. המניה מומלצת כאמור לקניה למשקיע המסתכל על אופק צמיחה בטווח זמן ארוך, כאשר רמת הסיכון בהשקעה גבוהה יחסית להשקעה ישירה בגב-ים.

הערה חשובה - ברצוננו לסייג ולומר שמבחינת שוויים כלכליים החברות נסחרות בדיסקאונט עמוק אולם כולנו ערים למצב בשווקים, אי הוודאות שמעלה בצורה דרמטית את תמחור הסיכון של המשקיעים ולכן לאור הסנטימנט השלילי החזק במיוחד כלפי חברות הנדל"ן, יש תרחיש סביר שההשקעה במניות לא תצגנה תשואה עודפת בטווח הקרוב.

נכסים ובנין וגב-ים, לעומת מדד נדל"ן 15 :



**פרי שחר**

אנליסטית, מנהלת מח' מחקר  
PERIS@SAHAR.CO.IL

**לאה ברמן**

אנליסטית בכירה  
BERMAN@SAHAR.CO.IL

**איתי מקמל**

אנליסט  
ITAYM@SAHAR.CO.IL

**מתי אהרון, עו"ד**

אנליסט  
MATIA@SAHAR.CO.IL

**אלה פרילוטצקי**

אנליסטית  
ELAP@SAHAR.CO.IL

## הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

- 1. פרטי מכין עבודת האנליזה**  
שם: לאה ברמן  
מס'סוג הרשיון: רשיון ניהול תיקי השקעות מס' 8012  
כתובת: רח' אריה שרון 6 תל-אביב  
השכלה: תואר ראשון בכלכלה אוניברסיטת ת"א, תואר שני מנהל עסקים מאוניברסיטת ת"א.  
ניסיון: 11 שנים .  
התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:  
פועלים סהר בע"מ  
דרך מנחם בגין 23, תל אביב  
טל" 03-7104555
- 2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה**  
אין לעורך האנליזה ניגוד עניינים הידוע לו במועד פרסום עבודת האנליזה.
- 3. גרף המנייה הנסקרת ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות.** מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.
- 4. שיטות הערכה בהן נעשה שימוש בעבודת האנליזה:**  
שיטת היוון תזרים מזומנים .  
הסיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:
  1. פגעי מזג אוויר בשווקי היעד בהם פועלת החברה.
  2. שינויים בשערי החליפין של המטבעות בשווקי היעד של החברה.
  3. עלייה במחירי התשומות ובמיוחד במחירי האנרגיה בעולם.
  4. ירידת מחירי הסחורות החקלאיות/ עלייה במלאי סחורות חקלאיות.
  5. מיתון עולמי וירידה בביקושים למוצרי החברה.
  6. התגברות התחרות בשווקים בהם פועלת החברה.
  7. גידול בחובות מסופקים עקב חוסר יכולת גבייה.
- 5. גילוי מטעם פועלים סהר בע"מ**  
במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, החברה או, למיטב ידיעת החברה, תאגיד קשור לחברה, החזיקו בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות הערך של התאגיד הנסקר.
- 6. הערות ואזהרות כלליות נוספות**  
האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהם פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לשם בירור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או לפועלים סהר או למי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה.  
הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. פועלים סהר ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל.  
תוכנה של אנליזה זו מבוסס על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים.  
האנליזה מהווה חומר מסייע ביעוץ, ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהן. עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.



בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או ההחזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליו ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק בני"ע ו/או נכסים פיננסיים של מי מחברות הנזכרות באנליזה זו, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות/בניירות הערך אליהן מתייחסת האנליזה.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף לייעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין היא באה במקומם.

אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מפועלים סהר בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או מאת פועלים סהר, הינם אסורים בהחלט.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליה ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות החברות הנזכרות באנליזה זו מניות של חברות הנסקרות באנליזה, כולן או חלקן ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות הנזכרות באנליזה זו. כמו כן עשויים מי מהנ"ל לפעול בהן על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן, חרף האמור באנליזה זו. כמו כן, עשויה חברה הקשורה לפועלים סהר או לבנק הפועלים לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מניירות הערך הנזכרים בסקירה זו, וכן עשוי להיות קשר מסחרי אחר בין פועלים סהר לכל אחת מהחברות שניירות הערך שלהן נזכרים באנליזה זו. אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע.

הסקירה, יכול שתתייחס לניירות ערך שלפועלים סהר או לבנק הפועלים יש זיקה אליהם בשל תמורה שקיבל ו/או יקבל פועלים סהר או בנק הפועלים או תאגיד אחר בקבוצת בנק הפועלים מאת מנפיקי ניירות ערך ו/או מוכריהם ו/או מפיציהם במסגרת שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום, החזקה של ניירות הערך ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידי מי מקבוצת הבנק, אשר יכול גם ויהיו לו קשרים עסקיים מסחריים עם מי מהחברות שניירות הערך שלהן נסקרות בעבודה זו. חברה בת של הבנק עשויה לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מהמניות הנזכרות באנליזה זו.

בנק הפועלים ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה.

## 7. הצהרת האנליסט

אני, לאה ברמן, בעל רשיון מס' 8012 מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

חתימה: לאה ברמן

דירוג 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 חסר, 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 לערוב 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 עמה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או בנכסים 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 עמן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.