

14/11/04

אייל חברוני (*)
972-3-7968839
eyalh@psagotofek.co.il

שיכון ובינוי

פעולות ההנהלה להבראת החברה לצד קיטון מהותי בהיצע המניות החופשיות אשר בידי

העובדים יוצרים, במחיר הנוכחי, הזדמנות קניה

מחיר נוכחי	מחיר יעד	המלצה
2.65	4.00	קניה שיכון ובינוי

כללי

קבוצת שיכון ובינוי הינה הקבוצה הגדולה ביותר בענף הבנייה בישראל. תלותה הגבוהה בשוק הנדל"ן הישראלי פוגעת בגמישות החברה ומגדילה את המתאם בין מחזור העסקים בענף המקומי ובין תוצאותיה. הקבוצה פועלת ברוב מגזרי הנדל"ן, שהעיקריים שבהם הינם נדל"ן למגורים באמצעות "שיכון עובדים", קבלנות בנין ותשתית בישראל באמצעות "סולל בונה", קבלנות בנין ותשתית בחו"ל באמצעות "סולל בונה ארצות חוץ", קבלנות אלקטרו מכנית באמצעות "חרות" (שמוזגה לתוך שיכון עובדים). כמו כן עוסקת הקבוצה בייצור חומרי גלם לענף הבניה (באמצעות "אבן וסיד") עבור חברות הקבוצה ועבור אחרים.

תמונת מצב נוכחית

1. עליית מחירי תשומות הבניה ותחרות קשה גרמו לירידת מחירים והביאו את סולל בונה בתקופה האחרונה להפסד גולמי ניכר- סולל בונה ספגה את המכה הקשה ביותר בקבוצה. החברה הפסידה בשנת 2003 כ- 175 מיליון ₪ ובמחצית הראשונה של 2004 כ- 92 מיליון ₪. הפסדים אלו נבעו מכשל ניהולי ותרבות ארגונית לקויה אשר לא הביאו בחשבון את תנאי הענף המשתנים ואת הצורך להתאים את גודלה של החברה לתנאים העסקיים השוררים בענף. הפסדים אלו השפיעו מהותית על תוצאות הקבוצה כולה. עקב ההפסדים הניכרים ב- 2003, הוחלט בסולל בונה וחרות, כבר בשלהי 2003, על צעדי התייעלות שנועדו להוציאן מתוואי של הפסדים לרווח תפעולי בהקדם. צעדים אלו כללו:

- שינוי אסטרטגי בסולל בונה שכלל צמצום מטות ומעבר לשלוש חטיבות ביצוע: מגורים, תשתיות ובניה אחרת.
- צמצום ניכר במצבת העובדים והפחתת שכר כללית.
- מינוי הנהלה חדשה.
- נסגרו מוקדי פעילות בעייתיים והופסקה קבלתם של פרויקטים קטנים וזאת במטרה לנצל את היתרון לגודל ולהגביר את יכולת השליטה והפיקוח בקבוצה.
- מיזוג חברת חרות עם חברת שיכון עובדים שהינה רווחית. היתרון הגדול במיזוג הינו ניצול הפסדי המס הגדולים בחרות, במהלך השנים הבאות ע"י הגוף הממוזג.



עיקר הפירות משינויים אלו אמורים להגיע בטווח הבינוני. יחד עם זאת, בטווח הקצר היתה ציפייה לשיפור הדרגתי והקטנה מהותית של ההפסדים ב- 2004. עד כה צעדים אלו לא נשאו פרי.

2. בארבעת החודשים האחרונים מכרו העובדים כ- 7% מהון המניות של החברה בהיקף המוערך בכ- 80 מיליון ₪. עקב כך, ירדה מניית החברה מרמה של כ- 3 ₪ למניה, לשפל של כ- 2.4 ₪ למניה. להערכתנו, אחת הבעיות הגדולות של בעלי המניות מקרב הציבור הינה אחזקתם הגבוהה של גרעין העובדים. אחזקת גרעין העובדים ירדה בהדרגה מכ- 40% בשנת 1998 לרמה של כ- 25% כיום כאשר התנהגות המניה בשנים הללו הושפעה מאוד ממימושים ע"י העובדים. בארבעת השנים האחרונות נע מחיר המניה במחזוריות בטווח שבין 2.9-3.6 ₪ למניה כשבמחירים הקרובים לטווח העליון נטו העובדים לממש חלק מאחזקתם ובמחירים הקרובים לטווח התחתון נטתה שיכון ובינוי מימון (חברה בת) לרכוש את מניות החברה, כחלק מתוכנית "רכישה מחדש" עליה הצהירה בעבר. בתחילת יולי השנה, אישרו בעלי המניות את גלגול ההלוואות לעובדי שיכון ובינוי (בשני מסלולים- מסלול גרעין ההמשך והמסלול הפיננסי). אי הוודאות לקראת אישור גלגול ההלוואות מחד, והתחייבות לאי מימוש מניות לתקופה של חמש שנים מאידך, הביאו, כאמור לעיל, חלק גדול מהעובדים לממש את מניותיהם בתקופה האחרונה.

מה הלאה? - יש בסיס לשיפור בתוצאות העסקיות ובהתנהגות המניה

רכישת אחזקות המיעוט בסולל בונה ומחיקתה מהמסחר - ב- 31 לאוקטובר הגישה החברה הצעה מחודשת (שניה) לרכישת מלוא אחזקת הציבור. המועד האחרון להיענות הינו ה- 15 בנובמבר. אנו צופים כי ההצעה הנוכחית תיענה בחיוב. להערכתנו, צעד מהותי זה נועד לאפשר לשיכון ובינוי לבצע שינויים מהותיים בסולל בונה אשר יכללו, קיצוץ מהותי בהוצאות (בעיקר עובדים) וקיצוץ מהותי בהיקף הפרויקטים בביצוע. צמצום מספר הפרויקטים והתמקדות בפרויקטים גדולים, תביא לידי ביטוי את היתרון לגודל של החברה ותאפשר לה לשמור על שיעור רווחיות מקובל.

ניהול מספר רב של פרויקטים כפי שקרה עד כה דרש תשומות ניהוליות רבות תוך ויתור על רווחיות. התוצאה, חריגות תקציביות גדולות תוך התעלמות ממודלים עסקיים ושמירה על מקדמי ביטחון.

הגדלת היצע הפרויקטים בשיכון עובדים - לחברה מלאי קרקעות גדול באזורי ביקוש, הרשום בערכים היסטוריים. בתקופה הקרובה, תחל החברה לשווק מספר פרויקטים חדשים באזורי ביקוש אשר יגדילו את היצע הדירות למכירה. אנו מעריכים כי לאור הצפי לגידול בביקושים במהלך 2005, עיתוי חזרה להתרחבות הינו נכון. רמת מלאי הדירות הנוכחית בישראל והיקפי הבניה הנמוכים צפויים להביא למחסור בדירות באזורי הביקוש ולעליית מחירים כבר בשנה הקרובה. המרוויחים העיקריים ממצב זה יהיו חברות הנדל"ן הגדולות במשק, שלהן מלאי מקרקעין, מוניטין ויכולת ביצוע. שיכון עובדים ביניהן.

הגדלת הפעילות בחו"ל - אנו מעריכים כי החברה תנסה לפצות על הירידה בהיקף הפעילות במגזר הקבלנות בישראל ע"י הגדלת הפעילות במגזר הקבלנות בחו"ל, אשר מאופיין בשיעורי רווח גבוהים יותר. לאחרונה, הודיעה החברה כי זכתה בביצוע פרויקט כבישים ברומניה בהיקף כספי של כ- 250 מיליון יורו, הכולל תכנון,



הקמה, מימון ותחזוקה שוטפת במשך 14 שנה. לאור תלותה של שיכון ובינוי במשק הישראלי, אנו מאמינים כי מגמה של הפניית הפעילות מישראל לחו"ל (בעיקר במגזר הקבלנות) הינה חיובית. **אחזקות העובדים החופשיות** - להערכתנו, הירידה בשיעור האחזקות הינה בשורה חיובית בעלת חשיבות. לאחר מימוש מאסיבי של העובדים בתקופה האחרונה יתרת המניות הניתנות למימוש בשנים הקרובות הינה נמוכה ועל כן אנו צופים ירידה במעורבות מניות העובדים במסחר בתקופה הקרובה. מכאן, אנו מאמינים שיש מקום לתיקון בתמחור המניה בשוק על בסיס שיקולים כלכליים.

תמצית הערכת השווי

להלן טבלה המסכמת את שוויה של קבוצת שיכון ובינוי:

שיטת הערכה	מיליוני ₪	
פעילות קיימת ופעילות עתידית המייצגת היקף בנייה של 1200 דירות לשנה	1162	מגורים בישראל
הערכה	1250	מקרקעין
DCF	19	קבלנות בישראל
שיעור הדיון ברוטו בניכוי הדיון של עודף הוצאות	727	נכסים מניבים
שווי תזרים מייצג	801	קבלנות בחו"ל
שקלול שיעור התשואה על ההון העצמי	235	חוצה ישראל - ז"ס
שווי תזרים מייצג	0	תעשיות אבן וסד
מייצג הוצאות ניהול נטו של 30 מיליון ₪	(455)	ערך נוכחי הוצאות ניהול, נטו
חלק החברה בניכוי חלקה של סולל בונה	(2,149)	סך התחייבויות פיננסיות, נטו
	1590	שווי חברה
	395	מספר מניות (בניכוי רדומות)
	4.0	שווי למניה

סיכום דיון

1. הערכת השווי מצביעה על שווי של כ- 1.6 מיליארד ₪ שממנו נגזר מחיר יעד של 4.0 ₪ למניה.
2. המכירה המאסיבית של עובדי החברה לצד ההפסדים הגבוהים בסולל בונה הביאו את מחיר מנית שו"ב לרמת שפל שלא ביקרה בה מאז 1999. ירידות אלו יצרו דיסקאונט ניכר העומד על כ- 50%.
3. אנו מאמינים כי התאוששות בת קיימא במחיר המניה תבוא במקביל לחדשות חיוביות שיתקבלו מהחברה ומהענף. להערכתנו, התהליך העסקי לקראתו צועדת החברה יהווה זרז לעליית מחיר המניה. התהליך כולל: הצלחת הצעת הרכש בסולל בונה, ביצוע רה ארגון משמעותי בסולל בונה, מיזוגה של סולל בונה, גידול בביקושים לדירות באזורי ביקוש ושיפור בתוצאות החברה.
4. פעולות התייעלות שכבר נעשו ב- 2003-2004, צפויות להשתלב עם הפעולות החדשות ולהביא לתוצאה מהירה וברורה יותר.
5. נוכח ירידה מהותית בשיעור האחזקות ואישור הלוואות המשך, אנו צופים ירידה במעורבות של מניות העובדים והשפעתם על המסחר במניה.
6. לאור האמור לעיל, המלצתנו למניה היא קניה.



<p>הערות וביאורים לגבי הדו"ח מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים. סולם המלצות</p> <p>קנייה חזקה (Strong Buy) – להערכתנו, המנייה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחריגה על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.</p> <p>קנייה (Buy) – להערכתנו, המנייה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.</p> <p>תשואת יתר (Outperform) – להערכתנו, המנייה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.</p> <p>תשואת שוק (Market Perform) – להערכתנו, המנייה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.</p> <p>תשואת חסר (Underperform) – להערכתנו, המנייה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.</p> <p>מכור (Sell) – להערכתנו, המנייה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.</p> <p>קניה ספקולטיבית (Speculative Buy) – המנייה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הבאים באם תתקיים התפתחות תלויה.</p>
<p>Disclaimer</p>

דוח זה הינו רכוש של פסגות אופק ניירות ערך והשקעות בע"מ (להלן - "פסגות אופק"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את כל, או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי החברה ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקיפם, 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 ככוננים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לכוננות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשיקע 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 להשמטתו, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות אופק לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנוק 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, לפעול מעת לעת במכירתן ו/או ברכישתן, חרף האמור בדוח זה, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות פסגות אופק חברה בקבוצת בנק לאומי לישראל בע"מ, חברות בשליטת בעלי מניותיה או גורמים אחרים קשורים עימהם, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתימים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. אין לראות בדוח זה ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.

(* מאושר ע"י רויית וולקוביץ).

