

אמות השקעות בע"מ

מצוקת ההיצע ממשיכה לתמוך בעליית המחירים

המלצה:	קניה
המלצה קודמת:	קניה
דוח כספי אחרון:	Q2-08
מחיר יעד (ש"ח):	14.9
% פער מעל השוק:	24%

מחיר נוכחי בבורסה

שווי שוק (מש"ח):	1,604
מחיר נוכחי (ש"ח):	11.96
משקל בת"א 100:	0.23%

תשואת המניה

תשואה מת. השנה:	-0.4%
תשואה בשנת 2007:	20.4%

מדד ת"א 100

תשואה מת. השנה:	-19.2%
תשואה בשנת 2007:	25.3%

יחסים פיננסיים

הון עצמי/מאזן:	36.2%
חוב פיננסי, נטו/מאזן:	38.6%
חוב פיננסי/נכסי נדל"ן:	64.8%

מכפיל הון עצמי

ע"פ מחיר נוכחי:	0.98
ע"פ מחיר יעד:	1.24

◀ אנו ממשיכים בהמלצת קניה לחברת אמות במחיר יעד למניה של **14.9 ש"ח, 24% מעל מחירה הנוכחי.**

◀ דו"ח לרבעון השני - 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. בהקשר זה, העליה במדד ברבעון השני של השנה הביאה לזינוק בהוצאות המימון של החברה בעוד שהגידול ב-NOI של החברה, בגין הצמדת חוזי השכירות, יבואו לידי ביטוי בעיקר ברבעון השלישי של 2008.

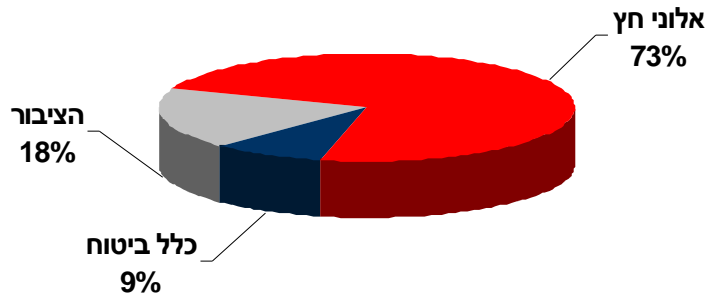
◀ מתחם אסותא - בימים אלו בוחנת החברה את רכישת מתחם אסותא בשותפות עם חברת הביטוח מגדל תמורת 1.4 מיליארד ש"ח (100%) ע"ב הנחת תשואה של כ-7%. לכשתושלם העסקה, יהווה מתחם אסותא נכס מרכזי בתיק הנכסים של אמות בהיקף של כ-17% משווי נכסיה. כ-60% ממבנה בית החולים במתחם יושכר לאסותא בחוזה ל-25 שנה.

◀ נדל"ן מניב בישראל - להערכתנו, העליה בשכ"ד תימשך, בייחוד בתחום המשרדים במרכז הארץ, נוכח מצוקת ההיצע של השנים האחרונות. מגמה זו תימשך עד להקמתם של נכסים חדשים בטווח הבינוני.

◀ פעילות ייזום - החל מהחצי השני של 2007 פעילה החברה בייזום של מבני משרדים ומסחר הצפויים להניב לה שכ"ד בהיקף כולל של כ-152 מיליון ש"ח כנגד השקעות בהיקף של כ-1.2 מיליארד ש"ח. אנו מעריכים עליה בהוצאות המימון של החברה בשנים 2008 ו-2009 נוכח ההשקעות בפעילות זו שניבו פרי החל משנת 2010 בלבד.

◀ סיכונים - עליה בהיקף החוב ושיעורי אינפלציה גבוהים צפויים לפגוע ברווחיות החברה וב-FFO שלה בשנים הקרובות. ירידה בפעילות הכלכלית בישראל והקשחת התנאים והמרזוחים לגיוסי חוב של חברות נדל"ן יפגעו בתוצאות החברה וקצב התפתחותה העתידי.

בעלי עניין בחברה

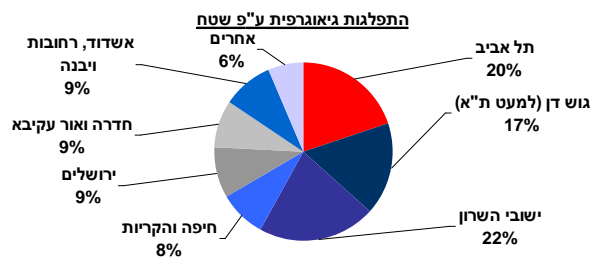
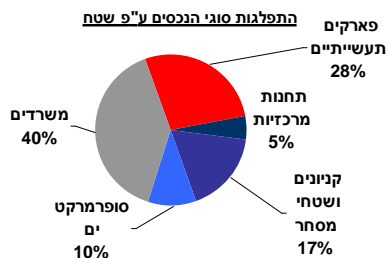


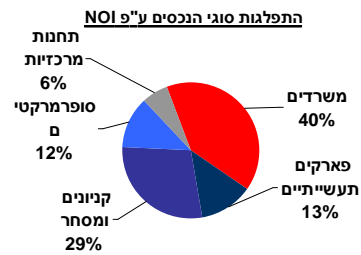
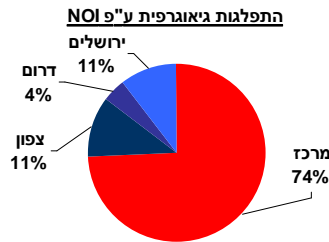
תאור החברה

חברת אמות השקעות בע"מ הינה זרוע הפעילות העיקרית של חברת אלוני חץ בתחום הנדל"ן בישראל ומוחזקת על ידה בשיעור של כ-73%. החברה פועלת בתחום הנדל"ן המניב למשרדים ומסחר בישראל והחל מהרבעון השני של שנת 2007 הרחיבה החברה את פעילותה לתחום הייזמות למשרדים ולמסחר. מבין החזקותיה הבולטות של החברה אפשר למנות נכסים לדוגמת קניון קריית אונו, קניון ערים בכפר סבא, תחנה מרכזית בירושלים ובית אמות השקעות (בית IBM לשעבר). במהלך שנת 2007 מכרה החברה שלושה נכסי נדל"ן בקנדה בכך הפכה לחברת נדל"ן ישראלית טהורה.

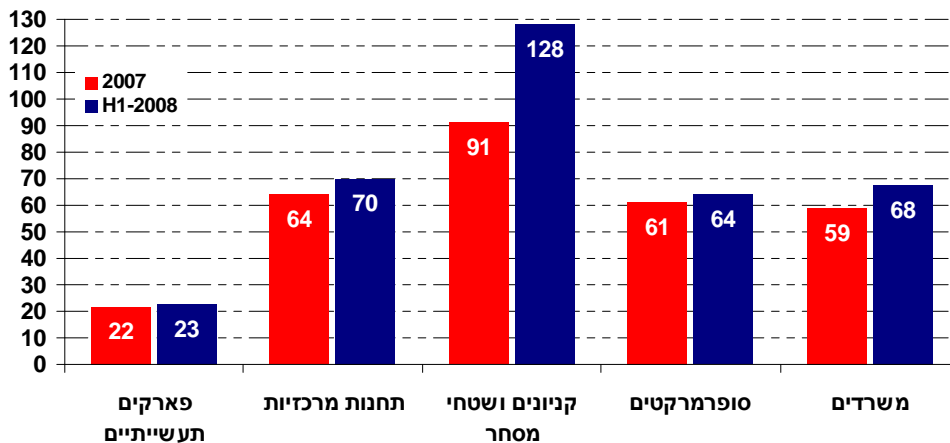
הנכסים המניבים

נכון לסוף הרבעון השני של 2008 מחזיקה החברה ב-82 נכסים מניבים בשטח כולל של כ-360 אלף מ"ר (חלק החברה) בשווי ספרים מוערך של כ-3.4 מיליארד ש"ח. שיעור התפוסה הממוצע בנכסי החברה עומד על כ-96%. נכסי החברה כוללים בנייני משרדים, פארקים תעשייתיים, קניונים, תחנות מרכזיות וסופרמרקטים הפזורים באזורים שונים בישראל, עם ריכוז בולט של נכסים באזור המרכז (כ-270 אלף מ"ר). להלן פירוט התפלגות נכסי החברה ע"פ שטח ו-NOI:





להלן התפתחות השכ"ד הממוצע למ"ר בנכסי החברה בשנת 2007 ובחצי הראשון של 2008, בש"ח:



בחודשים יולי ואוגוסט השנה רכשה החברה 2 נכסים מניבים, בית תים בפ"ת ומתחם בסט קרטון בקיסריה:

◀ **בית תים** - החברה רכשה בניין משרדים בשטח של כ-10 אלף מ"ר המושכר במלואו, בחוזה ארוך טווח (עד סוף 2015), לחברת מל"ם תים. ה-NOI השנתי שמניב הנכס מסתכם ב-6.6 מיליון ש"ח הצמודים למדד. תמורת הרכישה שילמה אמות כ-83.3 מיליון ש"ח המשקף Cap Rate של 7.9%. השלמת העסקה התבצעה לאחר תאריך המאזן לרבעון השני.

◀ **בסט קרטון** - החברה רכשה את מתחם בסט קרטון בעסקת Sell & Lease Back תמורת 77 מיליון ש"ח. המתחם הינו קומפלקס משרדים ולוגיסטיקה בשטח כולל של 26 אלף מ"ר המניבים NOI שנתי של 6.8 מיליון ש"ח הצמודים למדד ובעלי מנגנון גידול ראלי של 5% לאחר 10 שנים. ה-Cap Rate בו נרכש המתחם מסתכם ב-8.8%. השלמת העסקה התבצעה לאחר תאריך המאזן לרבעון השני.

בנוסף, מצויה בימים אלו החברה במשא ומתן על רכישת מתחם אסותא ברמת החייל בשותפות עם חברת מגדל. תמורת חלקה (50% מהמתחם) תשלם אמות סכום של 708 מיליון ש"ח, זאת ע"ב Cap Rate של כ-7%. רכישת המתחם הינה העסקה הגדולה ביותר שמבצעת אמות בשנים האחרונות וצפויה להוות כ-17% מסך שווי נכסיה לכשתושלם במלואה. בית החולים אסותא צפוי לשכור כ-60% משטח בית החולים שהוקם במתחם בחוזה ל-25 שנה בתמורה לשכ"ד שנתי של כ-52 מיליון ש"ח.

ייזמות למשרדים ומסחר

החל מהחצי השני של 2007, לאחר מכירת אלוני חץ את חלקה בעוגן נדל"ן, פעילה החברה בתחום הייזום וההקמה של בנייני משרדים ומרכזים מסחריים בישראל. במסגרת פעילות זו רכשה החברה חטיבות קרקע ברמת גן, פתח תקווה, כפר סבא, כרמיאל ראש העין ונתניה המיועדות רובן להקמת בנייני משרדים. בסה"כ תקים החברה, במהלך השנים הקרובות, נכסים מניבים בשטח כולל של כ-138 אלף מ"ר (חלק החברה) הצפויים להניב לה שכ"ד שנתי של כ-152 מיליון ש"ח, זאת תוך השקעה כוללת של כ-1.2 מיליארד ש"ח. פעילות זו צפויה לתרום להונה העצמי של החברה כ-604 מיליון ש"ח.

נוכח העליה בהוצאות החברה לצורך הקמת פרויקטים אלו צפויה היא להגדיל את הוצ' המימון שלה בשנת 2008 ובמידה רבה יותר בשנת 2009, גידול שיביא לירידה ב-FFO של החברה בשנים אלו.

דירוג אשראי

חברת הדירוג מעלות הורידה את תחזית הדירוג של החברה מ (AA-) / יציב ל (AA-) / שלילי תוך שהיא מציינת את כניסתה של החברה לפרויקטים יזמיים וצפי להגדלת מדיניות הדיבידנד של החברה (נוכח צרכי אלוני חץ) כגורמים המרכזיים הצפויים להביא להורדת הדירוג של החברה. מנגד מציינת לטובה מעלות את השינוי החיובי שחל בשוק המשרדים בישראל הצפוי להמשיך ולשפר את הכנסות החברה משכירות, ואת רמות המינוף הנמוכות של החברה יחסית לחברות נדל"ן מניב ישראליות אחרות.

דו"ח רווח והפסד מאוחד

אלפי ₪			
בפועל	בפועל	בגילום שנתי	
2007	1-6/2008	Q2-2008	
244,320	150,574	305,028	דמי שכירות וניהול נדל"ן להשקעה
<u>30,336</u>	<u>22,250</u>	<u>45,884</u>	עלות השכרת הנכסים והפעלתם
213,984	128,324	259,144	רווח מהשכרת הנכסים והפעלתם
19.0%	21.7%	-	% צמיחה (מול התקופה המקבילה)
278,364	112,163	292,136	התאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
34,424	20,086	37,836	הוצאות הנהלה וכלליות
900	456	924	תרומות
(127)	(311)	1,508	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
456,897	219,634	514,028	רווח מפעולות רגילות
19,123	18,567	42,292	הכנסות מימון
(115,816)	(105,388)	(295,756)	הוצאות מימון
(12,949)	-	-	הכנסות (הוצאות) בקשר לרכישת אג"ח
347,255	132,813	260,564	רווח לפני מס
82,458	21,611	43,188	מסים על ההכנסה
23.7%	16.3%	16.6%	% מס אפקטיבי
264,797	111,202	217,376	רווח לאחר מס
5	-	-	חלק החברה ברווחי חברות כלולות, נטו
38,616	(19,435)	(13,364)	רווח מפעילות שהופסקה, נטו
303,418	91,767	204,012	רווח נקי
83,359	16,295	-	FFO מפעילות נמשכת
רווח/FFO למניה:			
128,003	133,420	-	מספר מניות בדילול (אלפים)
2.37	0.69	-	רווח למניה בדילול (₪)
0.65	0.12	-	FFO למניה בדילול (₪)

הערכת שווי - נכסים מניבים

סה"כ	תחנות מרכזיות	סופרמרקטים	קניונים ומסחר	פארקים תעשייתיים	משרדים	
359,806	18,048	36,693	61,902	100,180	142,983	שטח מניב (מ"ר)
264,486	14,101	28,053	87,840	27,006	107,487	NOI מייצג (אלפי ש"ח)
7.5%	8.4%	7.2%	7.6%	7.5%	7.3%	Cap Rate מייצג
3,528,883	167,157	387,703	1,150,391	358,370	1,465,262	שווי כלכלי
3,417,369	120,013	396,043	1,139,123	344,037	1,418,153	שווי בספרים (אלפי ש"ח)

הערכת שווי - פעילות ייזום

**Cap Rate	NOI מייצג* (חלק החברה)	מ"ר מניב לחברה	ייעוד	שיעור אחזקה	נכס
7.9%	7,320	10,500	משרדים	50%	פארק אפק - ראש העין
7.5%	60,240	30,000	משרדים	100%	מגדל משרדים - ר"ג
7.5%	24,960	28,000	משרדים	50%	אמות שאול - כפר סבא
7.6%	38,280	43,000	משרדים	100%	אמות פלטינום - פ"ת
7.6%	5,712	6,800	מסחר	50%	קניון חוצות כרמיאל
7.6%	15,000	20,000	משרדים	100%	פארק שיאים - נתניה
7.6%	151,512	138,300			סה"כ
המשך הטבלה →					
רווח*	שיעור היזון	זמן להנבה (שנים)	עלות עתידית* (חלק החברה)	שווי נכס מניב* (חלק החברה)	נכס
25,292	12.0%	2.0	54,000	92,206	פארק אפק - ראש העין
259,973	14.0%	4.0	277,000	799,073	בורסה ליהלומים - ר"ג
90,291	13.0%	4.0	144,000	331,090	אמות שאול - כפר סבא
133,369	12.5%	2.5	278,000	501,130	אמות פלטינום - פ"ת
42,383	10.0%	0.3	31,000	74,777	קניון חוצות כרמיאל
52,843	13.0%	3.0	100,000	196,368	פארק שיאים - נתניה
604,151			884,000	1,994,644	סה"כ

*באלפי ש"ח.

** שיעור ה-Cap Rate לא מגלם מס רווחי הון וסיכון ההקמה של הנכס.

***NOI מייצג כולל הכנסה מחניות.

סיכום הערכת השווי

<u>הערות</u>	<u>אלפי ₪</u>	<u>שווי החברה:</u>
ע"פ Cap Rate מייצג של 7.5%.	3,528,883	שווי פעילות נדל"ן מניב
ע"פ Cap Rate מייצג של 7.6% והיוון עד תקופת ההנבה בשיעור של בין 10% ל-14%.	604,151	רווח מפעילות ייזום
	4,133,033	סה"כ שווי פעילות
	(1,738,483)	התחייבויות פיננסיות, נטו
כשליש מסעיף מיסים נידחים במאזן.	(83,563)	מיסים נדחים
סך הוצ' מייצג של 31 מיליון ש"ח בתוספת מגן מס ע"פ מכפיל 13.3.	(310,000)	הוצ' מטה מהוונות
לאור הכללת רוב פעילות הייזום של החברה בשנים הקרובות.	0	פרמיית ייזום
	2,000,987	סה"כ שווי החברה
	1,603,503	שווי שוק
	2,000,987	שווי חברה
כ-2.5 מיליון אופציות שהוענקו לעובדים.	22,797	תמורה ממימוש אופציות
	2,023,784	שווי חברה בדילול
		<u>שווי למניה בדילול:</u>
	135,935	מספר מניות בדילול (אלפי מניות)
	14.89	מחיר יעד (₪)
	11.96	מחיר נוכחי (₪)
	24%	% פער לעומת השוק
	20%	% דיסקאונט

ניתוח רגישות

								7.5%	Cap Rate נדל"ן מניב
								7.6%	Cap Rate פעילות ייזום
Cap Rate נדל"ן מניב									
7.9%	7.7%	7.5%	7.3%	7.1%					
14.12	14.76	15.43	16.14	16.90	7.2%	Cap Rate			
13.84	14.48	15.15	15.87	16.62	7.4%	פעילות ייזום			
13.57	14.21	14.89	15.60	16.35	7.6%				
13.32	13.96	14.64	15.35	16.10	7.8%				
13.08	13.72	14.40	15.11	15.86	8.0%				
Cap Rate נדל"ן מניב									
7.9%	7.7%	7.5%	7.3%	7.1%					
18.0%	23.4%	29.0%	35.0%	41.3%	7.2%	Cap Rate			
15.7%	21.0%	26.7%	32.7%	38.9%	7.4%	פעילות ייזום			
13.5%	18.8%	24.5%	30.4%	36.7%	7.6%				
11.4%	16.7%	22.4%	28.3%	34.6%	7.8%				
9.4%	14.7%	20.4%	26.3%	32.6%	8.0%				

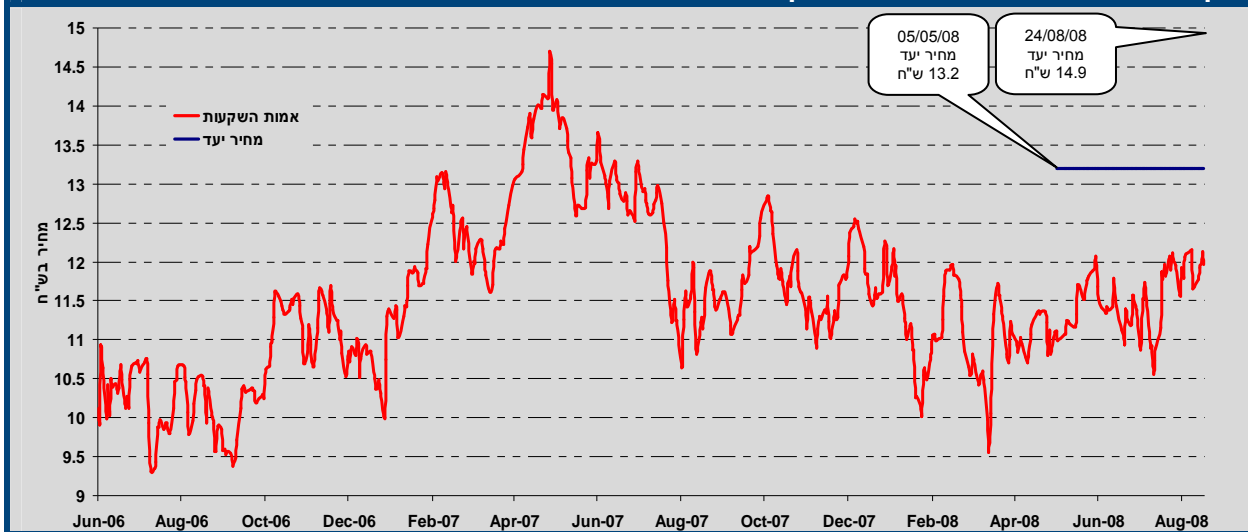
מכין עבודת האנליזה

שם:	גיל סידנר
כתובת:	ירון זר - בעל רשיון משווק השקעות מס' 6844.
השכלה:	אפעל 35, קרית אריה פ"ת 49511 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 מיום הנפקתה



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 העלולים להשפיע באופן מהותי על ההמלצה

שיטת הערכת השווי: מודל שווי נכסי (NAV).

- גורמי סיכון:
- עליה בהיקף החוב ושיעורי אינפלציה גבוהים צפויים לפגוע ברווחיות החברה וב-FFO שלה בשנים הקרובות.
 - ירידה בפעילות הכלכלית בישראל והקשחת התנאים והמרווחים לגיוסי חוב של חברות נדל"ן יפגעו בתוצאות החברה וקצב התפתחותה העתידית.

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.

6/10/20

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.

19/11/20

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 שפותחו 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.