



לאומי פרטנרס מחקרים

ענף מחקר שוק ההון מערך ייעוץ בהשקעות

לאומי leumi

1 83 8 2 1 832 1 2 12832 1 8 1 343 3 343 8 8 343 3 4 8 3 3 83343 8 3 8 34 3 24995497 9549 24 24995497 95949497 2449542499499 249954979 97 9 9 9 44 5 40 145 4 545456540 45654545545456540 46454540 545556545455445454565404 5 97 9 9 99 90 2 96 0967 90 286967696 096769286286967696 97969696 286667686966992869676969 90 2 40 145 4 96 0967 9 33733 6 8 3276378733 637378732763787363763737378732738373732 637778737377336373787323733 6 8 327637873

סימוכין: SB / 51 / 10

תאריך: 28/12/10

אורי ברטוב urib@leumipartners.com 03-5141229

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דכונ:	בסיס 2010
המלצה:	MarketPerform
מחיר מניה (ש):	22.6
מחיר יעד (ש):	24.7
מדד ת"א 75 להשוואה	917
מדד נדל"ן 15 להשוואה	343
טווח מניה 12 חודשים	1746-4869
מס' מניות (מ')	117.7
הון עצמי (מש"ח)	3,231
שווי שוק (מש"ח)	2,379
מכפיל הון	0.74
סיכון מניה	גבוה

תיאור קצר על החברה:

אפריקה הינה חברת השקעות אשר פועלת בעיקר בייזום והקמה של פרויקטים נדלניים המיועדים למגורים, תעשייה משרדים ומסחר ובהשכרה ותפעול של הנדל"ן שאינו למגורים. הקבוצה פועלת בעיקר בחבר המדינות (בעיקר רוסיה), מזרח ומרכז אירופה, ארה"ב וישראל. בנוסף, לקבוצה פעילויות בתחומים סינרגטיים לפעילות הנדל"ן שלה, כגון בתחומי הקבלנות והתשתיות ופעילות בתחום הפלדה והקרמיקה.

שיקולים עיקריים להמלצה

להערכתנו, שוויה הכלכלי של אפריקה השקעות קרוב לשוויה הסחיר כאשר הוא מגלם הערכות להתאוששות מתונה בשווקי הנדל"ן העיקריים של החברה – חבר המדינות (בעיקר רוסיה), מזרח אירופה וארה"ב. שוויה של אפריקה, לאחר הסדר החוב, ימשיך לשקף, בעיקר, את קצב ההתאוששות והמשך הפיתוח העסקי בשווקים אלו.

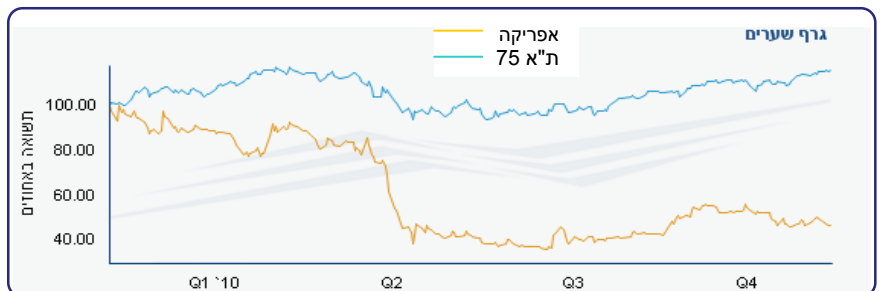
אפי פיתוח – להערכתנו, לאור האינדיקציות להתאוששות בשוק הנדל"ן ברוסיה והפוטנציאל הטמון בפרויקטים העיקריים (קניון רוסיה, אוזרקובסקיה ועוד), שוויה הכלכלי של החברה גבוה יותר וקרוב יותר להונה העצמי.

אפריקה נכסים - עקב מכירת נכסים מהותיים בישראל בשנתיים האחרונות, קטן משמעותית חלקו של השוק הישראלי בפעילות החברה, דבר שמגדיל, להערכתנו, את הסיכון בפעילות החברה. מצד שני, בחלק מהשווקים בהם פעילה החברה במזרח אירופה, ניכרת התייצבות והתאוששות בשוק הנדל"ן מה שמעיד, להערכתנו, על סיכויים נמוכים לירידה, משמעותית, נוספת בשווי הנכסים ול"הפשרת" וחידוש פיתוח בפרויקטים. בשבועות האחרונים מנסה החברה לגייס לשם כך כסף, בהתחלה בדרך של הנפקת אפי אירופה שלא יצאה לפועל וכעת באמצעות גיוס אג"ח.

אפי ארה"ב - להערכתנו, לאחר הסדרי החוב והתאוששות שוק הנדל"ן בארה"ב בכלל ובניו יורק בפרט, ההון העצמי ושווי הנכסים מייצג את שוויים האמיתי ללא לקיחת פוטנציאל נוסף בפרויקטים עיקריים.

הסדר חוב – להערכתנו, החברה תעמוד בהתחייבויותיה בשנתיים הקרובות ואף תבצע פירעון מוקדם של אג"ח כ"ה בשנת 2011. מהלך זה ימקד את החברה בהמשך הפיתוח העסקי ויוסיף ביטחון למשקיעים.

גרף המניה בשנה האחרונה:



הערכות שווי לגבי מניות, הינן צופות פני עתיד וכרוכות, מעצם טיבן, באי ודאויות וסיכונים טעות רבים, שעל המשקיע להביא בחשבון. השקעה במניות יש לבצע, אך ורק בהתבסס על מכלול שיקוליו וטעמיו של המשקיע, תוך קבלת יעוץ השקעות מלא. עבודה זו בוצעה בהתבסס אך ורק על מידע פומבי גלוי וציבורי. לא בוצעו על לאומי פרטנרס מחקרים. כל בדיקות שיקידה נאותה או כל בדיקות אחרות על מנת לאמת את המידע ששימש בסיס לעבודה זו. אין לראות באמור בעבודה זו בבחינת המלצות לרכישת/מכירת ני"ע, אלא אך ורק חומר עזר לשימוש של המשקיע. גופים מקבוצת בנק לאומי, שהינם לקוחות לאומי פרטנרס מחקרים, מחזיקים במניות החברה ועשויים, עפ"י שיקול דעתם, להחזיק, לקנות או למכור את מניות החברות הנסקרות בעבודה זו. עבודה זו הינה רכוש הבלעדי של קבוצת בנק לאומי לישראל בע"מ (להלן - בל"ל). כל העושה בה שימוש לא מורשה וללא קבלת ייעוץ השקעות מלא עושה זאת על אחריותו בלבד.

1 83 8 2 1 832 1 2 1 2832 1 8 1 83322 1 8 3 343 3 343 8 8 343 3 4 8 3 3 83343 8 3 8 34 3
9 3 97 9 9 24995497 9549 24 24995497 95949497 2449542499499 249954979 97 9 9
44 5 40 145 4 545456540 45654545545456540 46454540 545556545455445454565404 5 40 145 4
99 90 2 96 0967 90 286967696 096769286286967696 97969696 286667686966992869676969 90 2 96 0967 90
8 33733 6 8 3276378733 6373787327637873637637378732738373732 63777873737733637378732733 6 8 3276378733

נכון לסוף 12/2010 אפי פיתוח נסחרת לפי שווי של כ – 1,200 מ'ש לעומת הון עצמי של כ – 1,650 מ'ש המשקף מכפיל הון של 0.73 ולמעשה משקף חששות ששווי הנכסים ברוסיה, שכבר משקף את שוויים בשיא המשבר, ימשיך להיות משוערך כלפי מטה. להערכתנו, לאור האינדיקציות להתאוששות בשוק הנדל"ן ברוסיה ולאור הפוטנציאל הטמון בפרויקטים העיקריים (קניון רוסיה, אוזרקובסקיה, טברסקיה ועוד) הערכות המשקיעים פסימיות מידי ושווייה הכלכלי של החברה גבוה יותר וקרוב יותר להונה העצמי.

אפי פיתוח

עקב מכירת מספר נכסים מהותיים בישראל בשנתיים האחרונות, קטן משמעותית חלקו של השוק הישראלי בפעילות החברה, דבר שמגדיל, להערכתנו, את הסיכון בפעילות החברה.

אפריקה נכסים

מצד שני, בחלק מהשווקים בהם פעילה החברה במזרח אירופה, ניכרת התייצבות והתאוששות בשוק הנדל"ן מה שמעיד, להערכתנו, על סיכויים נמוכים לירידה, משמעותית, נוספת בשווי הנכסים ול"הפשרת" וחימוש פיתוח בפרויקטים. בשבועות האחרונים מנסה החברה לגייס לשם כך כסף, בהתחלה בדרך של הנפקת אפי אירופה שלא יצאה לפועל וכעת באמצעות גיוס אג"ח.

נכון לסוף 12/2010 שווי השוק של אפריקה נכסים משקף מכפיל הון של 0.62. להערכתנו, השווי הכלכלי של אפריקה נכסים עומד על כ – 2 מיליארד ₪ (ראה עבודות לאומי פרטנרס באפריקה נכסים) המייצג מכפיל הון של 0.78 ומשקף בצורה נאותה יותר את הערכתנו להתאוששות בשווקי החברה ולפיתוח עתידי. במהלך השנתיים האחרונות מחקה החברה כ – 1.1 מיליארד דולר בגין ירידת ערך נכסים (כ – 264 מיליון דולר ב – 2009 ו – 856 מיליון דולר ב – 2008). שנת 2009 ורבעון ראשון בשנת 2010 היו בסימן של ארגון מחדש של מבנה ההתחייבויות תוך כדי שינוי מבנה ההנהלה.

אפי ארה"ב

לאחר הארגון מחדש, ההון העצמי שהיה שלילי עומד בסוף הרבעון השלישי של 2010 על כ – 152 מ'ש כולל הלוואות בעלים. להערכתנו, לאחר הסדרי החוב והתאוששות שוק הנדל"ן בארה"ב בכלל ובניו יורק בפרט, ההון העצמי ושווי הנכסים מייצג, לכל הפחות, את שוויים האמיתי ללא לקיחת פוטנציאל נוסף בפרויקטים עיקריים.

להערכתנו, לאור מכירת האחזקות באפריקה מגורים, כביש 6, אפריקה מלונות ובדור אלון, יש ביכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה בשנתיים הקרובות ואף לבצע פירעון מוקדם של אג"ח כ"ה בשנת 2011. פירעון התחייבויות אלו בטווח הקצר והפריסה של יתרת האג"ח יאפשר לחברה לחזור ולהתמקד בהמשך הפיתוח העסקי ויוסיף ביטחון למשקיעים בהמשך עסקי החברה.

הסדר חוב ומקורות מימון

1 8 3 8 2 1 8 3 2 1 2 1 2 8 3 2 1 8 1
8 3 4 3 3 3 4 3 8 8 3 4 3 3 4 8 3 3 8 3 3 4 3 8 3 8 3 4 3
97 9 9 2 4 9 9 5 4 9 7 9 5 4 9 2 4 2 4 9 9 5 4 9 7 9 5 9 4 9 4 9 7 2 4 4 9 5 4 2 4 9 9 4 9 9 2 4 9 9 5 4 9 7 9
40 145 4 5 4 5 4 5 6 5 4 0 4 5 6 5 4 5 4 5 5 4 5 4 5 6 5 4 0 4 6 4 5 4 5 4 0 5 4 5 5 5 6 5 4 5 4 5 4 5 4 5 4 5 4 5 4 5 4 0 5 4 5 5 5 6 5 4 5 4 5 4 5 4 5 4 5 4 0
96 0967 90 2 8 6 9 6 7 6 9 6 0 9 6 7 6 9 2 8 6 2 8 6 9 6 7 6 9 6 9 7 9 6 9 6 9 6 2 8 6 6 6 7 6 8 6 9 6 6 9 9 2 8 6 9 6 7 6 9 6 9 9 0 2 8 6 6 6 7 6 8 6 9 6 6 9 9 2 8 6 9 6 7 6 9 6 9 9 0
3276378733 6 3 7 3 7 8 7 3 2 7 6 3 7 8 7 3 6 3 7 6 3 7 3 7 8 7 3 2 7 3 8 3 7 3 7 3 2 6 3 7 7 7 8 7 3 7 3 7 7 3 3 6 3 7 3 7 8 7 3 2 7 3 3 6 3 7 3 7 8 7 3 2 7 3 3 6 3 7 3 7 8 7 3 2 7 3 3 6

גילוי נאות ומיאון אחריות בדבר עבודת האנליזה (בהתאם להוראות רשות ניירות ערך)

גילוי נאות מטעם בע"מ:

1. עבודת אנליזה זו נערכה ופורסמה ביום: 28/12/2010 (להלן: "מועד הפרסום").
2. לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה מצויה בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו, למעט כמפורט להלן:
 - א. לאומי פרטנרס מחקרים לא קיבלה במהלך השנה האחרונה, ואינה צפויה לקבל, תגמול בהיקף מהותי מאת "קבוצת התאגיד הנסקר".
 - ב. נכון למועד הפרסום לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה עושה שוק בנייר הנסקר.
 - ג. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום, לא מחזיקה קבוצת לאומי¹ החזקה מהותית² בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר. כמו כן, במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום לא החזיקה קבוצת לאומי³ החזקה מהותית⁴ בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
 - ד. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום לא מחזיקה בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ⁵ החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר.

גילוי נאות מטעם עורך עבודת האנליזה:

1. מכין עבודת האנליזה אינו מצוי בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו.
2. שיטת הערכת השווי NAV.
3. גורמי סיכון העשויים להשפיע מהותית על ההמלצה:
 - האטה כלכלית משמעותית בכלל ובשוק הנדל"ן המניב ולמגורים בעיקר ברוסיה, מזרח אירופה וארה"ב.
 - עזיבת שוכרים משמעותיים שתפגע בדמי השכירות.
 - התחזקות משמעותית של השקל בעיקר מול הדולר והיורו

¹ קבוצת לאומי כוללת את כל החברות בשליטת בנק לאומי לישראל בע"מ לרבות לאומי פרטנרס בע"מ החברות הבנות שלו וחברות הנשלטות בידיהם.

² כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.

³ קבוצת לאומי כוללת את בנק לאומי לישראל בע"מ, החברות הבנות שלו, בעלת השליטה בו, והחברות הנשלטות בידי.

⁴ כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.

⁵ בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ היא בנק לאומי לישראל בע"מ.

9	3	1	8	3	8	2	1	8	3	2	1	2	1	2	8	3	2	1	8	1	9	9	9			
44	5	8	3	4	3	3	8	3	4	3	3	4	8	3	3	8	3	3	4	8	3	4	3			
99	90	2	96	0967	90	286967696	096769286286967696	97969696	286667686966992869676969	90	2	5	40	145	4	96	0967	90	2	8	3276378733	637378732763787363763737378732738373732	637778737377336373787323733	97	9	9
8	33733	6	8	3276378733	637378732763787363763737378732738373732	637778737377336373787323733	97	9	9	40	145	4	96	0967	90	2	5	40	145	4	96	0967	90	2	8	3276378733

מיאון אחריות

לאומי פרטנרס בע"מ ו/או בנק לאומי לישראל בע"מ ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אל מי מהם (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהם. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים היחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד ממכלול השיקולים שיש לשוקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע, לפי הענין.

האמור בסקירה זו אינו מהווה ייעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. אנו מסירים כל אחריות מהקבוצה, מעובדי החברות בקבוצה, או מחברי דירקטוריון חברות הקבוצה לגבי תביעה כלשהי שתעלה בהסתמך על הכתוב בסקירה או בהסתמך על מידע כלשהו המופיע בסקירה.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו ע"י לאומי פרטנרס במישרין.