

תשואת שוק - מחיר יעד: 20 ₪

along@leader.co.il

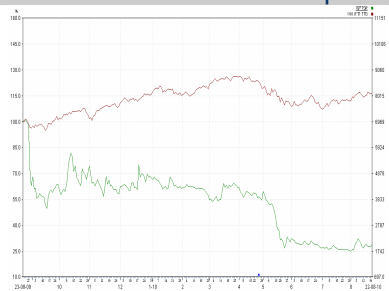
אנליסט: אלון גלזר

טלפון: 03-6845734

ממשיכים לממש נכסים

כבר לא מכירה, אבל עדיין נסחרת מעל ה- NAV

גרף שנתי מדד ת"א 100 מול אפריקה



נתונים עיקריים

2,200	שווי שוק (מ' ש"ח)*
20.5	שער נוכחי (ש"ח)
20	מחיר יעד (ש"ח)
17.5-70	טווח 52 שבועות
52.8	סחורה צפה (%)
31.3	מחזור ממוצע (מ' ש"ח)

בעלי עניין עיקריים

לביב לב* 47.2%

נקודות עיקריות

מעלים המלצה ממכירה לתשואת שוק: אם עד עתה היינו מאוד שליליים בנוגע למניית אפריקה, כאשר שווי החברה היה מנותק להערכתנו מהשווי הכלכלי ומהסיכונים הקיימים, הרי שירידות השערים בחודשים האחרונים, ביחד עם מהלכים חיוביים שהנהלה מבצעת ועם עלייה בשווי של חלק מהנכסים, הופכים אותנו למעט יותר אופטימיים לגבי החברה. מניית אפריקה עדיין לא זולה, אבל אפשר כבר לראות אור בקצה המנהרה, אם נראה שיפור בשוקי הנדל"ן העולמיים, וזאת לאחר המהלכים שהחברה ביצעה:

פעילות אפריקה בשנה האחרונה: בסך הכל אנחנו חושבים שהנהלת אפריקה עשתה עבודה לא רעה בכלל. החל מגיבוש ההסדר (שבתחילת הדרך נראה כמו משימה כמעט בלתי אפשרית), דרך מימוש הנכסים. לאפריקה לא היתה באמת ברירה והיא פעלה בדרך הנכונה ביותר ככל הנראה:

- **מימוש של נכסים** שניתן לקבל עליהם מחיר גבוה ואשר התשואה הגלומה בהם (במחיר בו הם מומשו) אינה גבוהה.
- **טיפול בחוב הקצר**, כאשר מכירת כביש 6, וככל הנראה המכירה הצפויה של אפריקה מגורים (בין אם לדניה סיבוס ובין אם לגורם חיצוני) יבטיחו את תשלום סדרה כ"ה ומספיק זמן לנשימה עבור אפריקה.
- **ועכשיו...תקווה להתאוששות בארה"ב ורוסיה:** אפריקה נותרה עם הנכסים עם הסיכוי (ומאידך גם הסיכון...) ליצירת שווי גבוה. במינוף הנוכחי של החברה (עדיין גבוה) התאוששות בשווי הנכסים בארה"ב, רוסיה וגם מזרח אירופה, יכולה להציף שווי באפריקה. מנגד כמובן, אם לא נראה התאוששות בטווח של מספר שנים מצבה של אפריקה לא יהיה פשוט בכלל.

תוצאות הרבעון השני: אפריקה רשמה רווח עצום ברבעון השני, אבל חשוב לציין כי מדובר בהשפעות ההסדר שמייצר רווח חשבונאי הנובע מרישום הניירות שניתנו בהסדר על פי ערכם ביום המסחר הראשון (רווח שיביא אגב לפגיעה עתידית ברווחיות ברבעונים הבאים). כתוצאה מההסדר רשמה החברה רווח של 1.45 מיליארד ₪ ובלעדיו היא היתה רושמת הפסד של כ-300 מיליון ₪, הנובע מהוצאות מימון גבוהות יחסית וממחיקות (בעיקר ברוסיה).

מבחינת הפעילות השוטפת בתחום הנדל"ן המניב, הנדל"ן למגורים והתעשייה, התוצאות היו מעודדות - עם שיפור ברווחיות, אולם ההשפעה של המחיקות והוצאות המימון (מדד גבוה) היו משמעותיות יותר.

אפריקה עדיין נסחרת בשווי משמעותי מעל השווי הסחיר: מודל ה-NAV הסחיר של אפריקה מצביע על כך שהחברה נסחרת עדיין מתחת לשווי הסחיר, מודל הלוקח את ההון העצמי בארה"ב ואת השווי הסחיר של הפעילות ברוסיה ושל החברות הציבוריות האחרות. על פי מודל זה השווי של אפריקה עדיין רק קצת מעל אפס.

אחזקה באפריקה = אופציה על התאוששות שוקי הנדל"ן בחו"ל: העובדה שהחברה ממונפת מאוד (גם לאחר ההסדר וגם לאחר התשלום הצפוי של החוב הקצר) הופכת את ההשקעה באפריקה לכזאת שאם נראה התאוששות בשווקים בחו"ל, אפריקה תהיה אחת הנהנות הגדולות מהשיפור, כאשר תשומת לבכם: העובדה שאפריקה הרוויחה זמן יקר (בהסדר ובצעדים לתשלום החוב הקצר), מאריכה את תקופת האופציה והופכת אותה למשמעותית יותר.

ומיד אנחנו חייבים לסייג - יש לזכור כי החוב של אפריקה עדיין גבוה ונושא ריבית גבוהה למדי (7%-6% צמוד למדד), כלומר מדי שנה נצברות התחייבויות של עוד 300-400 מיליון ₪, וכי כל עוד לא נראה התאוששות אמיתית בחו"ל (או פעולות שיביאו להקטנה של החוב בארה"ב), אפריקה עדיין תתקשה להצדיק מחירים שיהיו גבוהים בהרבה מהמחיר

הנוכחי בו היא נסחרת.

מהיכן יכולה להגיע הצפת שווי באפריקה? שני המקומות העיקריים בהם אנו עשויים לראות הצפת שווי הינם רוסיה וארה"ב.

הפעילות ברוסיה: לצד סימנים של התעוררות בכלכלה הרוסית ודיווחים על התקדמות בהשקרת חנויות בקניון החדש שצפוי להפתח עד סוף השנה (הסכמים חתומים של 58% מסך השטחים, והערכה כי עד סוף השנה נראה הסכמים ל- 80%-70% מהשטחים), מניית החברה עדיין מדשדשת ונסחרת במחיר של \$0.86 למניה (תשומת לבכם - לאחר שבוצע ספליט עקב הרישום הנוסף בבורסה בלונדון, כלומר המחיר הנוכחי משקף מחיר של כ-1.7\$ לפני רישום המניות החדשות בלונדון).

ה-NAV של החברה משקף שווי כפול לנכסי החברה, כאשר לפי האופטימיות של החברה באשר לפתיחת הקניון, אנו אף עשויים לראות עליה ב-NAV ברבעונים הקרובים.

אין ספק שקיים פוטנציאל בפעילות ברוסיה (ומנגד זאת עדיין פעילות בעלת פרופיל סיכון גבוה, ומצב הכלכלה הרוסית עדיין לא פשוט) ואפריקה תלויה מאד בהצלחת הפרוייקטים הנמצאים עכשיו בתהליך.

ארה"ב: המצב בארה"ב מתבהר, כאשר החברה נותנת בדוחות פירוט מלא לגבי הפעילות. ראינו את אפריקה מצליחה להגיע למספר הסדרים באשר לחובות בארה"ב (כמו בטיימס, ובבניין האפטורפ), כך שהמאזן היום נראה הרבה פחות מפחיד, ומנגד קיים פוטנציאל שבמקרה של עליית נכסים אפריקה תצליח להחזיר חלק מההפסדים שנרשמו בארה"ב, שם אפריקה חטפה את המכה הגדולה ביותר במשבר.

AFI USA		
(אלפי דולר)		
30.6.10		30.6.10
	התחייבויות	רכוש שוטף
394,898	הלוואות פרוייקטיליות	62,884
75,000	הלוואות Corporate	מקרקעין
74,069	התחייבויות אחרות	34,979
543,967	סה"כ התחייבויות	עבודות בביצוע
		20 Pine
		159,000
		87,462
		Marquiz
9,000	השקעה בחברות מוחזקות	310,399
		נדל"ן להשקעה
		17,872
		20 Pine
116,849	הון לרבות הלוואת בעלים	185,000
		341-347 Broadway
		202,872
		השקעה בחברות מוחזקות
		28,319
		רכוש קבוע, רכוש אחר
		30,363
669,816	סה"כ פאסיב	669,816
		סה"כ אקטיב

ניתן לראות כי ההון העצמי של החברה בארה"ב עומד כיום על 117 מיליון \$, כאשר להון יצטרף רווח של כ-35 מיליון \$ בגין המימון המחודש בבניין האפטורפ (רבעון 3).

בסך הכל, אפשר לומר לגבי ארה"ב כי מרבית ההפסדים כבר נרשמו (הפסדי ענק בשנים 2007-2009), וכעת אם נראה התאוששות חלק מההפסדים עשוי לחזור. כך לדוגמה בניין הטיימס (הרכישה הכי פחות מוצלחת ככל הנראה) רשומה היום בכ-9 מיליון \$, כחומר הפוטנציאל להפסדים קטן מאוד ובמקרה של התאוששות החברה תוכל להחזיר חלק מההפסדים ולרשום תוספת להון.

ושוב, הזמן שהחברה הצליחה לקנות כאן (לא בכל הפרוייקטים) חשוב מאוד ויכול לאפשר לאפריקה ליהנות מההתאוששות בארה"ב. יחד עם זאת, אנו מניחים כי יקח עוד זמן לא מבוטל עד שנראה שיפור אמיתי בשווי הנכסים בארה"ב, ובשלב זה אם נראה תוספת שווי היא תגיע כנראה בעיקר מכיוון של הסדרים להפחתת החוב שהחברה מצליחה לבצע.

אז איך קובעים מחיר יעד לאפריקה? מאוד קשה לקבוע לאפריקה מחיר יעד, הן בשל אופי הנכסים שהתנדודתיות בשווי שלהם יכולה להיות דרמטית והן מאחר שמדובר בחברה ממונפת מאוד (חוב סולו + חוב בארה"ב). אנחנו בוחרים לבחון את החברה במודל שנע בין השווי הנוכחי הסחיר (שהינו נמוך למדי כאמור) לבין מודל אופטימי יותר הלוקח בחשבון עליות שווי של החברות הבנות, כאשר אנו בוחנים את שווי הפעילות ברוסיה על פי מודל הלוקח את ה-NAV בניכוי 10%, וגידול של כ-250 מיליון \$ בהון העצמי בארה"ב. דרך זו

מנסה לבחון עד כמה האופציה הגלומה במניית אפריקה יכולה להיות שווה. מנגד, אנו מניחים כי עליית השווי לא תגיע בבת אחת ואנו מוסיפים את עלות החוב שתצטבר בשנתיים הקרובות המוערכת על ידנו בכ- 700 מיליון ₪ (צבירת הריבית בגין חובות החברה).

בהנחה זו, השווי של מניית אפריקה יעמוד על כ- 34 ₪ למניה, המגלם שווי של כ-3.5 מיליארד ₪, שווי דומה למחיר אותו הצגנו גם בעבודתנו הקודמת, ומסיבה זו קבענו את מחיר היעד שלנו למניה על 20 ₪ המשקף מחיר הנע בין השווי הסחיר לפוטנציאל הקיים במניה ונותן ערך לאופציה הגלומה באפריקה.

שני ההבדלים המשמעותיים מאז שפרסמנו את עבודתנו האחרונה בחודש מאי:

- המניה ירדה מרמה של 30 ₪ והיא נסחרת סביב 20 ₪, בדומה למחיר היעד שלנו - דבר שמביא אותנו להעלאת ההמלצה ממכירה לתשואת שוק.
- הטיפול בחוב הקצר שמאפשר לאפריקה את הזמן שכה נחוץ לה כדי ליהנות מהתאוששות עתידית בשווקי הנדל"ן.

בשורה התחתונה: כפי שצינו, אם עד עתה היינו מאד שליליים על מניית אפריקה, הרי שירידות השערים בחודשים האחרונים, ביחד עם המלכים חיוביים שההנהלה מבצעת ועליה בשווי של חלק מהנכסים, כל אלה הופכים אותנו למעט יותר אופטימיים לגבי אפריקה. לאור זאת, ברמות האלה, אפריקה עדיין לא זולה, אבל מנגד אפשר כבר לראות אור בקצה המנהרה במידה ונראה שיפור בשווקי הנדל"ן העולמיים, ולפיכך אנו מעלים את המלצתנו על המניה **ממכירה לתשואת שוק**, כאשר בשלב זה אנו מותירים את מחיר היעד על 20 ₪, ואם עד עתה חשבנו שאין מקום להחזיק כלל במניה, הרי שכיום אנו מאמינים כי יש מקום להתחיל להגדיל האחזקה אם כי עדיין להחזיק במשקל נמוך.

הערכתנו היא כי העובדה שאפריקה מהווה מעין אופציה על שוק הנדל"ן (בעיקר ארה"ב ברוסיה, אולם גם מזרח אירופה וישראל כמובן) תביא לכך שאפריקה תמשיך להתנהג עם בטא גבוהה על שווקי המניות והנדל"ן בפרט. ציין עוד כי נראה שאחזקה בחברות הבנות עדיין עדיפה על פני אחזקה באפריקה.

מודל NAV סחיר – עדיין שווה רק קצת מעל אפס

שוי לאפריקה	שוי חברה	מחיר מניה	מס' מניות	שיעור אחזקה	אחזקה
503	672	53.3	12.60	75%	בניה למגורים בישראל
2,671				100%	שווי פעילות בארה"ב
1,833	3395	0.9	1,052.63	54.0%	רוסיה - AFI Development
100					קרקעות סביון
586	1,275	44.8	28.46	46%	אפריקה נכסים
293	401	14.1	28.42	73%	דניה סיבוס
36	538	38.55	13.96	6.7%	אלגז
58	868	61.50	14.11	7%	דור אלון
136	1,049	5.75	6.25	13%	אלון USA
219	308	189.5	1.63	71%	אפריקה תעשיות
475	475			37.5%	דרך ארץ (היוויז)
0				46.2%	וש טלקנל
0				37.6%	תדיראן טלקום
400	400			100%	אפריקה מלונות
7,311		סה"כ שווי אחזקות (נטו)			
5,100		התחייבויות נטו			
2,049		התחייבויות בארה"ב			
162		שווי אחזקות מתוקן			
105		מס' מניות			
2		מחיר מניה כלכלי			

המודל האופטימי: כמה שווה המניה בתרחיש של התממשות האופציה הגלומה באפריקה

שוי לאפריקה	שוי חברה	מחיר מניה	מס' מניות	שיעור אחזקה	אחזקה	
שוי 1 מיליארד ₪	750	669	53.1	12.60	75%	בניה למגורים בישראל
תוספת 250 מיליון \$	3,619				100%	שוי פעילות בארה"ב
בהתאם ל-NAV	3,645	3375	0.8	1,052.63	54.0%	רוסיה - AFI Development
	100					קרקעות סביון
הכפלת שוי	1,162	1,264	44.4	28.46	46%	אפריקה נכסים
עליה של 50%	436	398	14.0	28.42	73%	דניה סיבוס
עליה של 50%	54	538	38.55	13.96	6.7%	אלגז
עליה של 50%	87	868	61.50	14.11	7%	דור אלון
עליה של 50%	205	1,049	5.75	6.25	13%	אלון USA
עליה של 50%	328	309	189.8	1.63	71%	אפריקה תעשיות
	475	475			37.5%	דרך ארץ (היוויז)
	0				46.2%	וש טלקנל
	0				37.6%	תדיראן טלקום
	500	500			100%	אפריקה מלונות
	11,362		סה"כ שוי אחזקות (נטו)			
	5,100		התחייבויות נטו			
	2,049		התחייבויות בארה"ב			
	700		תוספת חוב (שנתיים)			
	3,513		שוי אחזקות מתוקן			
	105		מס' מניות			
	34		מחיר מניה כלכלי			

- המודל האופטימי אכן אופטימי...אם כי במקרה של אופי הנכסים של אפריקה הוא עשוי להתרחש. הוא אגב חוזר ומסביר כי אחזקה במניות חברות הבנות עדיין עדיפה על אחזקה במניות אפריקה.
- תוספת החוב הינה מאחר שגם בתרחיש האופטימי אנו מניחים כי יקח פרק זמן עד שנראה את אפריקה מצליחה לרשום את עליות השוי המופיעות במודל.

גילוי נאות

פרטי מכין עבודת האנליזה

שם: אלון גלזר

כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב

e-mail: along@leader.co.il

השכלה: M.B.A מנהל עסקים: מימון – אוניברסיטת ת"א.

B.A משפטים – אוניברסיטת ת"א.

ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסט (פברואר 2004 ואילך).

כלל פיננסים בטוחה – אנליסט (2000-2004).

פרטי התאגיד

לידר ושות' בית השקעות בע"מ

רח' הארבעה 21, תל-אביב

טל: 03-6845757

מתודולוגיה

הערכנו את שווייה על פי מודל NAV

גורמי סיכון

- השלכות של המשבר העולמי ומחנק האשראי.
- האטה כלכלית במשק עלולה לגרום לצמצום בפעילות החברה
- שינוי בשערי החליפין משפיעים על תנודתיות בהוצאות המימון
- החמרה במצב הביטחוני בישראל, עלולה לגרום לירידה בביקושים לשטחים המיועדים להשכרה.
- שינויים פוליטיים ומדיניים במדינות בהן פעילה החברה (בעיקר ברוסיה ומזרח אירופה) עלולים להשפיע על הפעילות
- אינפלציה גבוהה עלולה להשפיע לשלילה על המצב הפיננסי, לאור היקף גדול של התחייבויות צמודות מדד.

גילוי מטעם התאגיד

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיקו הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו יעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת יעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

לידר ושות' ותאגידים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך של לידר ושות' יש זיקה אליהם מכוח השתייכותה לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפיצייהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.

לידר ושות' או תאגיד קשור אליה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

גילוי והצהרת האנליסט

אני, אלון גלזר, בעל רישיון מס' 5407, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

אלון גלזר

