

שיכון ובינוי

אתגרי 2010 לפנינו, והערפל עדיין כבד יורדים לתשואת יתר, מחיר יעד של 7.9 ₪ למניה

עדכונים בדו"ח

- שינוי המלצה
- שינוי מחיר יעד
- שינוי תחזית

נתונים עיקריים

ת. יתר	המלצה
7.9	מחיר יעד (₪)
6.6	מחיר מניה
2,687	שווי שוק (מ' ש"ח)
7.1	גבוה 12 ח' (ש"ח)
2.2	נמוך 12 ח' (ש"ח)
158.2%	שינוי 12 חודשים
76.2%	שינוי ת"א 100 ח' (ש"ח)
4,720	מחזור יומי (א' ש"ח)
קניה	המלצה קודמת
8.3	מחיר יעד קודם (ש"ח)
לא מדורגת	דירוג מעלה

2010 כבר מתדפקת על הדלת ואנו מוציאים מודל מעודכן לשיכון ובינוי. החברה צלחה את 2009 בצורה מצוינת כשהיא נהנית מהגאות בשוק הנדל"ן המקומי, האצה בפיתוח התשתיות בישראל ויציבות מפתיעה בפעילות התשתית בחו"ל.

עם זאת, מחיר המניה כיום משקף משוואת סיכון/סיכוי מבטיחה פחות למשקיע ואנו בוחרים להוריד את ההמלצה לתשואת יתר ואת מחיר היעד ל-7.9 ₪ למניה.

נססה לעמוד על האתגרים המרכזיים של החברה לקראת 2010 :

הצפת ערך בשיכון ובינוי נדל"ן. אנו לא מדברים על הצפת הערך המסורתית באמצעות הנפקה (נופתע באם השווי שיושג במהלך ניסיון הקצאת המניות הנוכחי יהיה גבוה משמעותית משווי של 1.8 מיליארד ₪ במודל שלנו). אנו מדברים על השגת תשואה הולמת על **ההון הכלכלי** של החברה שכן להערכתנו גם בשנים מצוינות לענף הנדל"ן החברה מציגה תשואה של 3%-5% בלבד על ההון.

שמירה על מגמת הצמיחה והרווחיות בפעילות התשתית בחו"ל. מצב הפעילות בהחלט שפיר לאור קפיצה בצבר ברבעון האחרון לרמה של 5.2 מיליארד ₪, לאחר חתימה על חוזה גדול ברבעון הנוכחי. עם זאת, אנו מאמינים כי קשיי המימון של פעילות התשתית הגלובאלית עדיין בשטח ומציבים אתגר משמעותי לחברה קדימה.

מיקוד פעילויות החברה ביתרונותיה היחסיים. אנו מאמינים כי החברה צריכה לשאוף למיקוד פעילותה בתחומים בהן יש לה יתרון יחסי: פעילות התשתית והזכינות בישראל ובחו"ל, פעילות הנדל"ן בישראל ופיתוח תחום הסביבה באופן יעיל ואפקטיבי. מהלך נוסף בכיוון זה יכול להיות מימוש האחזקה בדרך ארץ עם הבשלת ההשקעה והשלמת פיתוח הכביש. השקעה בנכסים מניבים בגרמניה ובהונגריה פחות מובנת לנו.

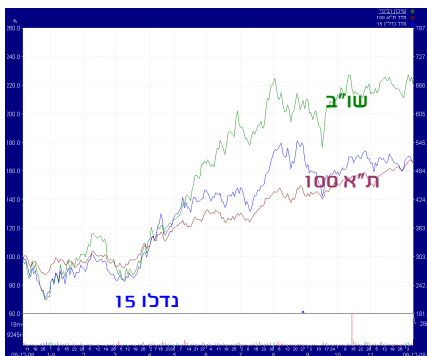
מיצוי הפוטנציאל המקומי בתחום התשתית והזכינות. למרות ההפסדים האחרונים, עדיין מתמודדת שיכון ובינוי על מספר פרויקטי תשתית גדולים בישראל דוגמת עיר הבה"דים ותחנות הכוח באשלים ובבאר טוביה. המומחיות בתחום הזכינות ושיפור הרווחיות של פעילות זו צריכים להפוך למנוע צמיחה משמעותי לחברה בפעילות זו.

הגברת השקיפות למשקיעים. למרות מספר מהלכים נכונים בכיוון זה אנו סבורים כי החברה עדיין רחוקה מהצגת שקיפות מספקת למשקיעים. אנו מאמינים כי הגברת השקיפות תשחק לטובתה של החברה בטווח הארוך.

ובהיבט המסחרי, קשה להתעלם מהאיתות השלילי של בעלת השליטה. בשבועות האחרונים התבשרנו כי בעלת השליטה נפרדה מאחזקות בשווי של 240 מ' ₪ במחירים הנמוכים ממחיר השוק וזאת דווקא לקראת הצפת הערך המתוכננת של שיכון ובינוי נדל"ן. מהלך שכזה שם לחץ מהותי על הנייר וחיוב לשמש כאיתות אזהרה לאור הפסקה הקודמת בנוגע לשקיפות החברה.

לסיכום,

יש ערך בנייר, אולם אנו בוחרים לנקוט בגישה זהירה יותר לאור המחיר הנוכחי, חוסר השקיפות והנראות קדימה ומהלכי בעלת השליטה.

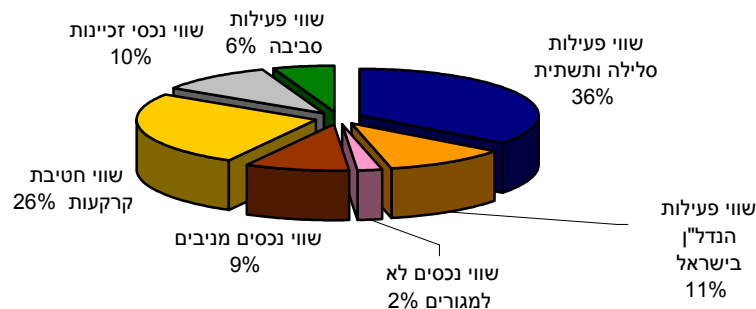


תמצית מודל הערכת השווי

פעילות / החזקה	שווי (א' ₪)	הערות
שווי פעילות סלילה ותשתית	1,963,636	רמת הכנסות שנתיים מייצגת של 1.8 מיליארד, רווחיות מייצגת 14%
שווי פעילות נדל"ן בישראל	607,500	מכירת 900 יח"ד בשנה במחיר ממוצע של 900 א' ₪
שווי נכסים לא למגורים	128,148	שווי בספרים 180 מ' ₪
שווי נכסים מניבים	520,428	שווי בספרים 655 מ' ₪
שווי חטיבת קרקעות	1,456,886	שווי ממוצע של 280 א' ₪ ליח"ד מאושרת למגורים
שווי נכסי זכיינות	568,501	שווי אחזקה בחוצה ישראל 270 מ' ₪
שווי פעילות סביבה	332,500	
סך שווי תפעולי	5,577,599	
נכסים פיננסיים נטו	-2,274,950	
רוצי הנחלה וכלליות	150,000	מכפיל 10 על הוצאות ההנהלה
שווי כלכלי	3,152,649	

שווי כלכלי	א' ₪	שווי למניה
שווי כלכלי	3,152,649	7.9
שווי נוכחי	2,643,169	6.6
אפסייד		19.2%

תמהיל מרכיבי השווי בשיכון ובינוי



נקודות מרכזיות להתייחסות במודל הערכת השווי

שווי שיכון ובינוי נדל"ן. אנו מעניקים במודל שווי של 1.8 מיליארד ₪ לחברה בהתבסס על צבר הקרקעות הגבוה ופעילות הנכסים המניבים בישראל. עם זאת, השקיפות הנמוכה בנוגע לאחזקה זו עלולה להתבטא בהערכת חסר במודל שלנו שכן החברה מצויה לקראת הצפת ערך באמצעות הכנסת משקיע חיצוני בתקופה הקרובה. במידה ותיסגר הקצאת המניות בשווי גבוה משמעותית מזה שבמודל שלנו מחיר היעד יתעדכן כלפי מעלה, לעת עתה אנו דבקים בשווי הנקוב במודל.

שווי פעילות התשתית בחו"ל. יש לנו פרטים בנוגע לפעילות זו רק על 2008 והשנה הנוכחית בה העניקה החברה פילוח גיאוגרפי של פעילות התשתית. אנו בחרנו לתמחר פעילות זו לפי רמת הכנסות שנתיים של 1.8 מיליארד ₪ ומרווח תפעולי של 14%. חשוב לציין כי הפעילות הציגה הכנסות של 1.95 מיליארד ₪ ב-2008 ומרווח תפעולי של 16.8%. אנו בוחרים לנקוט בגישה שמרנית יותר לאור הצמיחה המואצת של השנים האחרונות, הלחץ על המרווח התפעולי ברבעונים האחרונים והחשש מהאטה בקצב הצמיחה לתוך 2010.

שווי פעילות התשתית בישראל. אנו סבורים כי החברה תמשיך במגמת השיפור התפעולי בפעילות זו ותייצר צמיחה נאה לאור העלייה בקצב הפרויקטים והמכרזים בחודשים האחרונים.



פירוט הערכת השווי לרכיבים מרכזיים במודל

		פעילות תשתית ובניה
	שנה מייצגת	
בסוף Q309 צבר של 5.2 מיליארד ₪, מימוש ב-3 שנים	1,800,000	הכנסות פעילות תשתית בחו"ל
ב-2008 הציגה רווחיות תפעולית של 16.8%	14.0%	רווחיות תפעולית מייצגת
	252,000	רווח תפעולי מייצג
בסוף Q309 צבר של 1.8 מיליארד ₪, סולל פעילות בנייה	1,200,000	הכנסות פעילות תשתית בישראל
ב-2008 הציגה רווחיות תפעולית של 1.4%, במגמת שיפור	3.0%	רווחיות תפעולית מייצגת
	36,000	רווח תפעולי מייצג
	288,000	סך רווח תפעולי פעילות תשתית
	25.0%	שיעור מס
	216,000	רווח תפעולי נקי ממס
	11.0%	שיעור ריוון
	1,963,636	שווי פעילות סלילה ותשתית

		זמות מקרקעין בישראל
	שנה מייצגת	
ב-2009 תמכור כ-900 יח"ד	900	מכירות יח"ד בישראל
	900	מחיר מכירה ממוצע
	810,000	הכנסות בישראל
רווחיות בנטרול תרומות רווחיות הקרקעות ההיסטורית	10%	רווחיות תפעולית
	81,000	רווח תפעולי
	25%	שיעור מס
	60,750	רווח תפעולי נקי מייצג
	10%	שיעור ריוון
	607,500	שווי פעילות נדל"ן בישראל

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



כלכל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי			
נאור אל חי מנהל חדר מסחר 03-5653552 neor@clal-fin.co.il		רונן ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 ronen@clal-fin.co.il	
אייל זרביב 03-6274894 Eyalz@clal-fin.co.il	עמרי ויסמן 03-5653549 omriw@clal-fin.co.il	חגית דלאל 03-5653543 hagitd@clal-fin.co.il	אריה לנצברג 03-5653541 ariehl@clal-fin.co.il
עשיית שוק		אג"ח	
דרור וסרמן 03-7611905 drorw@clal-fin.co.il		אסף לוינסון 03-7613702 traasaf@clal-fin.co.il	
בני סימון 03-7611988 benis@clal-fin.co.il		משה בן אסאייג 03-5653550 mosheba@clal-fin.co.il	
דסק בינלאומי			
מריסה בנדר 03-6251014 marisab@clal-fin.co.il	אלירן אליהו 03-5653646 eliran@clal-fin.co.il	מישל ספיבק 03-5653540 michelles@clal-fin.co.il	אבי ויינרב 03-5653556 aviwe@clal-fin.co.il
סער גולן 03-7611987 saarg@clal-fin.co.il			
אג"ח בינלאומי			
גיא מגן 03-5652565 guyma@clal-fin.co.il		יסכה ארז 03-6251024 yisca@clal-fin.co.il	
מחקר			
גל בר עוזר מחקר 03-7616398 galba@clal-fin.co.il	אבירן רביבו כימיה 03-6274883 aviranr@clal-fin.co.il	גל רייטר פרמצבטיקה, אנרגיה 03-7616407 galbz@clal-fin.co.il	צחי אברהם תקשורת, מזון וטכנולוגיה 03-5652510 tsahiav@clal-fin.co.il
יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 yuvalb@clal-fin.co.il			
נגזרים			
Back office אתי סאבח 03-7613732 etisa@clal-fin.co.il	Back office בטי מזרחי 03-5653537 betty@clal-fin.co.il	Back office נדב קליק 03-7611990 nadavk@clal-fin.co.il	טיראן מאיר 03-5653560 tiranm@clal-fin.co.il
צחי סוקול 03-7616450 tzahiso@clal-fin.co.il			
מנהלה			
יעל זומר 03-7613654 yaelzo@clal-fin.co.il		סימה דקל 03-5653557 simade@clal-fin.co.il	

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלכל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלכל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

א. פרטי מכין האנליזה

אבירן רביבו
ת.ז. 032364846
רשיון משווק השקעות מספר 6737
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
השכלה - בוגר (BA) במנהל עסקים והיסטוריה, האוניברסיטה העברית ב-י.ם.
ניסיון - אנליסט בכלכל פיננסים בטוחה ניהול השקעות, אנליסט בהלמן-אלדובי (2006-2008), מנהל
תיקי השקעות, פרוקסימה ניהול השקעות (2004-2006)

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:
כלכל פיננסים ניהול השקעות בע"מ
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
טלפון: 03 5653557

ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום
של האנליזה.
אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

ג. הערות לאנליזה

1. סולם המלצות

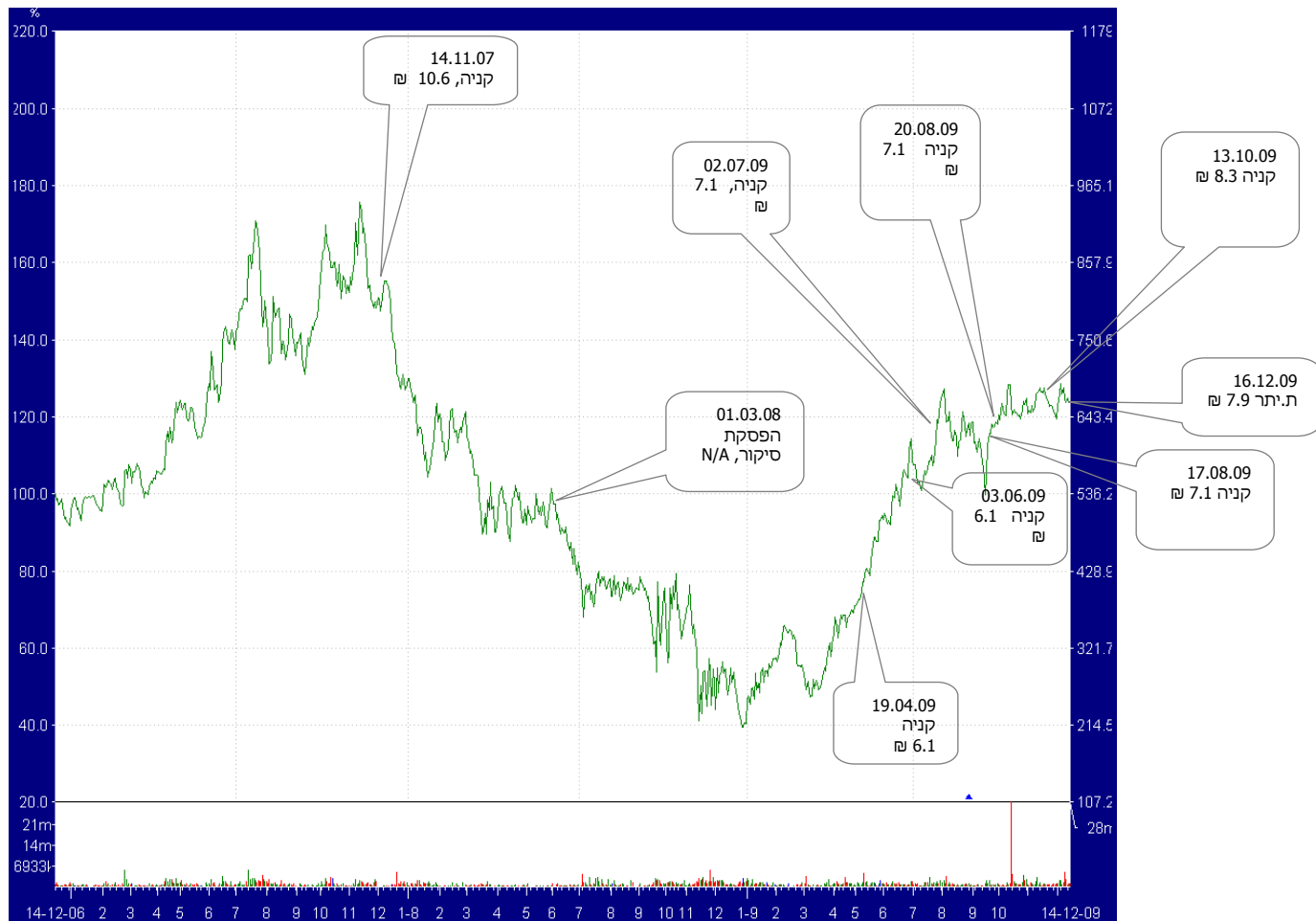
- **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת חסר** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **מכירה** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.

2. גישת הערכת שיכון ובינוי וקביעת מחיר היעד בוצעה במודל סכימת שווי תפעולי (DCF) לחברה ושערך נכסים קיימים.

3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של שיכון ובינוי:

- האטה חריפה בשוק הנדל"ן המקומי.
- שינויים משמעותיים בחוקי הקרקעות בישראל.
- פגיעה בתקציבי פיתוח התשתיות במדינות הפעילות בחברה בחו"ל עם החרפת המשבר הכלכלי.
- פגיעה בנגישות החברה למקורות מימון עתידיים.

4. גרף מנית שיכון ובינוי ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום ההמלצה.



* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.
** הערה – עד ל-03/08 סיקר את החברה האנגליסט בני דקל.

ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, אבירן רביבו, בעל רישיון מספר 6737, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

אבירן רביבו



ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה") להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של שיכון ובינוי.
2. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם ביום רביעי ה-16.12.09 כעדכון שוטף.

ג. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל ענין בכלל פיננסים ברוקראז'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.