

26.03.2017

בראק NV

**נתוני מסחר**

המלצה	ת.יתר
מחיר	337
<b>מחיר יעד</b>	<b>385</b>
דיסקאונט	18%
שווי שוק (מ' ש)	2,450
שבועות 52 נ/ג	389/246
סחורה צפה	58%
מחזור יומי ממוצע (מ' ש)	2.2

**הצמיחה נמשכת**

**FFO ו-NOI** – ההכנסות וה-NOI עלו במעט לעומת הרבעון הקודם. הסיבה לאי עליה משמעותית נובעת ממימוש תיק נכסים גדול. ברמה שנתית החברה מציגה גידול של 5.2% ב-NOI (3.1 מ' יורו). העליה נובעת מרכישת נכסים חדשים (בנטרול נכסים שנמכרו) ומעליית שכר דירה – הגידול בהכנסות מנכסים זהים בדירות הסתכם בכ-5.4% (בחוזים חדשים, לא כאלה שחודשו, הגידול בשכר הדירה הינו כ-10% והפער בין שכ"ד זה לשכר הדירה הממוצע בנכסי החברה הינו 28%) ובנכסים המסחריים ב-3.4%. שיעור התפוסה נשאר על 96%. **FFO** – צמח בכ-23% לעומת הרבעון המקביל ל-8 מ' יורו ובכ-8% לעומת הרבעון הקודם בזכות ירידה נוספת בעלות החוב של החברה לאחר שבוצע רפינסנס גדול.

**מכירת דירות** – החברה מסרה את מרבית הדירות בשלב ב'3 והכירה ברווח של כ-11 מ' יורו. החברה תכיר ברווח של כ-2 מ' יורו נוספים ברבעון הראשון. קצב המכירות בשלב ג' שבנייתו תושלם בסוף השנה ממשיך להיות גבוה ונמכרו כבר 96 יח"ד מתוך 109. החברה תכיר ברווח של 12 מ' יורו משלב זה. מחיר המכירה הממוצע למטר ברבעון עמד על 4,571 יורו לעומת 4,152 יורו ברבעון המקביל (גידול של 10%). בשלב ד' שבנייתו ושיווקו יחלו בעוד חודש המחיר הממוצע למ"ר עלה ל-4,940 יורו.

**תיק הנכסים** – לחברה תיק נכסים איכותי המנוהל היטב ומושבח על ידי בצורה עקבית. הצמיחה הנאה בשכר הדירה מדירות צפויה להימשך הואיל ושכר הדירה הממוצע נמוך ממחירי השוק והשווקים בהם החברה פועלת נחשבים מהצומחים בגרמניה מבחינת היקף האוכלוסייה (לייפציג, שם 20% מפעילות החברה נחשבת לעיר הצומחת ביותר בגרמניה ובכלל 2/3 מהפעילות נמצאת בערים בהם צמיחת האוכלוסייה גבוהה משמעותית מהממוצע) תוך התמקדות בדירות קטנות הממוקמות בשכונות מבוססות יחסית.

**התפתחויות אחרונות** – במהלך 2016 החברה השקיעה 96 מ' יורו ברכישת נכסים חדשים. מתחילת 2017 הושקעו 47 מ' יורו נוספים. החברה גייסה הון בהיקף של כ-50 מ' יורו ואנו צפויים לראות במהלך השנה הקרובה המשך רכישות בקצב גבוה – הן ברכישת נכסים מניבים, הן בבחינת רכישת קרקעות לפיתוח פרויקט מגורים (לצד המשך פיתוח הפרויקטים הקיימים) והן בשדרוג נכסים קיימים – החברה מקדמת פרויקטים להשבת נכסים מסחריים בהיקף השקעה מוערך של כ-50 מיליון אירו אשר תתפרס על פני מספר שנים וצפויה להניב תשואה שנתית של כ-9% על ההשקעה, לצד פוטנציאל לביצוע Rezoning למספר נכסים. החברה הודיעה כי קיבלה אישור להגדלת מספר הדירות בפרויקט הזימות באאכן ל-280-300 יח"ד לעומת 180-220 (חלק החברה 50%). הבניה תחל בשנה הבאה, כמו גם הפרויקט היוקרתי החדש בדיסידלדורף (גרפנברג).

בצד השלילי חייבים להזכיר את הסכסוך המתקשר שפרץ בין ההנהלה ודירקטוריון החברה לבעלי השליטה בה על רקע רצון בעלי השליטה להחליף דירקטור ולמנות 2 דירקטורים מטעמם. נכון לעכשיו הוסרה בקשה זו של בעלי השליטה.

**בשורה התחתונה:** החברה נסחרת במכפיל FFO מנוטרל (לפי חישובינו) של 13 כאשר גם לאחר ירידת המכפילים בגרמניה המתחרות נסחרות במכפילים של 15-25. לבראק פורטפוליו איכותי המנוהל היטב וצפוי להציג צמיחה עקבית בשכר הדירה מנכסים זהים לצד גידול בפעילות משמעותית בהיקף הפעילות לאור היקף המזומנים הגבוה. על אף עליית תשואות האג"ח הביקוש לנכסים נדל"ן בגרמניה ממשיך להיות מאוד גבוה והפער בין הריבית לתשואה על הנכסים גבוה, כך שנראה שעדיין לא הסתיים תהליך עליית המחירים. אנו ממשיכים לראות בבראק חשיפה טובה מאוד לשוק הגרמני וממליצים עליה בתשואת יתר במחיר יעד של 385, גבוה בכ-14% ממחיר המניה. נציין כי סיכון להמלצה יחול כמובן במקרה של עליית תשואות משמעותית או ירידה נוספת בשער האירו.

מיליוני יורו	2016	Q116	Q216	Q316	Q416
NOI	64	15.7	16	16	16
FFO 1	30	6.75	7	7.5	8
שערוכים	80	15	15	26	23.5
מספר יח"ד שנמכרו	115	25	35	30	25
רווח נקי	76	18	15	24	25



לפרטים
נעם פינקו
03-7968818
noamp@psagot.co.il

ראה נספח גילוי נאות בעמודים 3-5

מודל

מצ"ב מודל הערכת השווי שלנו לחברה:

הערות	שווי	סעיף
	34	בתוספת צמיחה צפויה Q4 FFO ה מנכסים זהים
הערכה שלנו	16	מכפיל
	<b>538</b>	<b>שווי פעילות הנדלן המניב</b>
טרם החל להניב	<b>47</b>	<b>תוספת הנפקת הון</b>
ממוצע שנים אחרונות	11	<b>תוספת רווח יזמי מייצג</b>
	16	מכפיל
	<b>176</b>	<b>שווי</b>
	<b>761</b>	<b>סה"כ שווי</b>
	7.2120	מספר מניות (במיליונים)
	<b>414</b>	<b>שווי למניה</b>
	<b>337</b>	מחיר מניה
	<b>23%</b>	<b>דיסקאונט (פרמיה)</b>

הערות	שווי (מ' יורו)	סעיף
נתוני החברה	566	שווי מגורים בספרים
תשואת שכ"ד	6.63%	שיעור היוון
צפי לירידת תשואות בגרמניה ועלית שכ"ד	6.13%	שיעור היוון שלנו
הערכת שווי	<b>612</b>	<b>שווי מגורים הערכה שלנו</b>
נתוני החברה	363	שווי מרכזים מסחריים בספרים
תשואת NOI	6.10%	שיעור היוון
צפי לירידת תשואות בגרמניה הערכת שווי	5.90%	שיעור היוון שלנו
הערכת שווי	<b>375</b>	<b>שווי מסחרי הערכה שלנו</b>
ספרים בניכוי מס	159	פעילות יזמות מגורים ספרים
הערכה שלנו	<b>264</b>	<b>שווי פעילות מגורים</b>
	-32	מס מגורים
כולל הנפקת בפברואר 17	<b>466</b>	<b>הון עצמי ללא מיעוט</b>
	<b>132</b>	<b>סך תוספות להון עצמי בגין נכסים</b>
ספרים	56	החזר מיסים נדחים
<b>7+8+9+10</b>	<b>654</b>	<b>סה"כ שווי</b>
	7.2120	מספר מניות (במיליונים)
	<b>91</b>	<b>שווי למניה (יורו)</b>
	<b>356</b>	<b>שווי למניה (ש)</b>
	337	מחיר מניה
	<b>9%</b>	<b>דיסקאונט (פרמיה)</b>

## מחלקת ברוקראג'

**עומר כהן**

**מנהל מחלקת ברוקראג'**

07-37995041

Omerc@psagot.co.il

**סטיבן שיין**

**סוחר מניות לקוחות זרים**

03-7968830

Stevens@psagot.co.il

**דנה שדות**

**מנהלת דסק גלובל**

03-7968652

Danasa@psagot.co.il

**גיא בר-און**

**מנהל חדר מסחר**

03-5114700

Guybo@psagot.co.il

**רוני בונאר**

**סוחר אג"ח**

03-7968832

Ronibo@psagot.co.il

**לירן טנא**

**סוחר דסק גלובל**

073-7925338

lirant@psagot.co.il

**אייל גרינבאום**

**מנהל דסק מניות**

03-7968953

Eyalgr@psagot.co.il

**אמיר גכט**

**סוחר אג"ח**

03-7968917

Ronibo@psagot.co.il

**מאי גולן**

**סוחרת דסק גלובל**

03-7968919

Mayg@psagot.co.il

**דורון לוי**

**סוחר מניות**

03-7968828

Doronle@psagot.co.il

**נילי קרונפלד**

**מנהלת דסק אג"ח חו"ל**

073-79995284

NiliK@psagot.co.il

**אסף בלוך**

**מנהל בנקאות להשקעות**

03-7968785

Asafb@psagot.co.il

## מחלקת מחקר ברוקראג'

**אילנית שרף**

**מנהלת מחלקת מחקר**

תקשורת, תעשייה,

כימיה וקמעונאות

03-7968973

Ilanits@psagot.co.il

**נעם פינקו**

**אנליסט בכיר**

חברות אחזקה, נדל"ן,

תעופה, גז ואנרגיה

03-7968818

Noamp@psagot.co.il

**גיא רחנשיין**

**עוזר אנליסט**

03-7925431

GuyRo@psagot.co.il

**עדי האס**

**אנליסט ואסטרטג**

שווקים בינלאומיים

03-7968683

Adiha@psagot.co.il

**עירית בר**

**אג"ח חו"ל**

073-7995231

IritB@psagot.co.il

**אברהם פרלמוטר**

**עוזר אנליסט**

073-7925664

Arahampe@psagot.co.il

### Disclaimer

עבודת אנליזה זו (להלן - "דוח") הינה רכשה של פסגות נירות ערך בע"מ (להלן - "פסגות נ"ע"), אך להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן ו/או פעולה דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את הדוח, ו/או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהינם גלויים לציבור ושפורסמו על ידי פסגות נ"ע ו/או החברות המזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקפים, 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 מרמקרות ה"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימון או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכך אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והודעות האמורות בו. עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות נ"ע ו/או עובדיה אחראים למדויקות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות נ"ע לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיוגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש או עשויים להרוזיק בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם בעבור לקוחות החזקה מרותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המזכרות בדוח. ייתכן שפסגות נ"ע קיבלה או מקבלת במהלך 12 החודשים האחרונים וייתכן שהיא צפויה לקבל, לאחר מועד הפרסום של הדוח, תגמול בהיקף מרומי מקבצת חברה מהחברות המזכרות בדוח. ייתכן שבמועד פרסום הדוח בעל השליטה בפסגות נ"ע החזיק או מחזיק או עשוי להחזיק החזקה מרותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המזכרות בדוח. אין לראות בדוח זה שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם. אין להעביר דוח זה לצד ג' כלשהו.

פסגות נ"ע הינה חברה בת במעלותה המלאה של פסגות בית השקעות בע"מ, המצויה בשליטת קרנות אייפקס מסוימות, שהונן קרנות השקעה פרטיות ("אייפקס"), המבצעות מעת לעת השקעות בתאגידים שונים.

למען הגילוי הנאות יוהר, כי אפשר שתאגיד הנסקר במסגרת דוח שמפרסמת החברה ו/או מי מטעמה, יהא תאגיד שקרנות אייפקס בחנות ביצע השקעה בו או מנהלות עימו מגעים כלשהם לביצוע השקעה בו.

מודגש כי פסגות נ"ע אינה מודעת לבחונות אלו על ידי קרנות אייפקס, למעט במקרה בו מדובר במידע שהפך לציבורי. בכל מקרה, אין המלצותיה, ניתוחיה ו/או מסקנותיה של פסגות נ"ע בעבודת אנליזה ביחס לתאגיד נסקר, מושפעות באופן כזה או אחר מהותכנות השקעה של קרנות אייפקס בתאגיד זה.

קרנות אייפקס עשויות לבצע החלטות השקעה אשר אינן תואמות את המלצות והודעות המובאות במסגרת דוח שפורסם על ידי פסגות נ"ע ו/או מי מטעמה.

המלצות דלעיל ניתנות ע"י מחלקת מחקר sell side של חברת פסגות נ"ע, ללקוחות הברוקראג'.

יוהר, למען הסר ספק, כי לחברות ולפעילויות שונות בקבוצת פסגות בית השקעות בע"מ והתאגידים הקשורים אליו, מוענקים גם שירותי מחקר נוספים על ידי מחלקות מחקר שונות, במסגרתם עשויות להיות המלצות שונות ביחס לאותו נושא מחקר.

פסקת הפנייה:

**ראה נספח גילוי נאות בעמוד האחרון של סקירה זו**

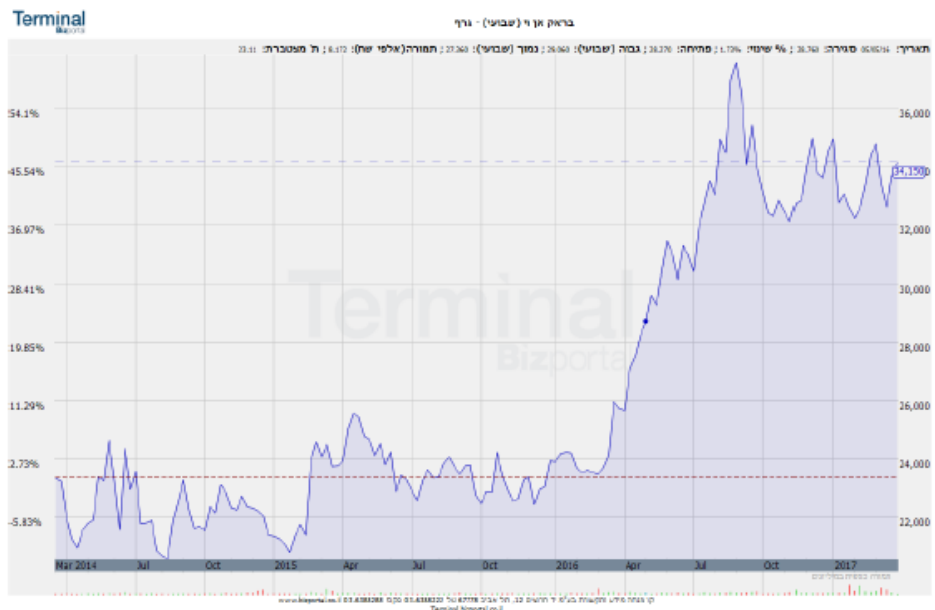
## נספח גילוי נאות:

שם בעל הרישיון: נעם פינקו  
מספר הרישיון: 9774  
כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142  
פרטי השכלה: אקדמאית  
ניסיון: כ- 10 שנים

שם התאגיד: פסגות ניירות ערך בע"מ  
כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142  
טל: 03-7968818

## גילוי נאות – בראק NV

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה. הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ביום ההמלצה
נעם פינקו	20/11/2016	קניה	₪384.00	₪326.00

שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:  
NAV, מכפיל FFO

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:  
NAV: שינוי בשווי נכסים, תוצאות עסקיות נמוכות מהצפוי

מכפיל FFO: שינוי בסביבת הריבית בגרמניה, תוצאות עסקיות נמוכות מהצפוי.

אני, נעם פינקו, בעל רישיון מספר 9774, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מועד עריכת ופרסום העבודה: 26.03.2017

**נעם פינקו**  
חתימה