

19.11.17

בראק NV

נתוני מסחר

ת.יתר	המלצה
399	מחיר
420	מחיר יעד
5%	דיסקאונט
3,080	שווי שוק (מ' ₪)
412/319	שבועות 52 נ/ג
58%	סחורה צפה
4.2	מחזור יומי ממוצע (מ' ₪)

FFO ו-NOI – ה-NOI עלה בכ-2.5% לעומת הרבעון הקודם וקצת פחות לעומת הרבעון המקביל. העליה נובעת מרכישת נכסים ומעליית שכר הדירה מנכסים זהים בשיעור של כ-6.4% בתחום המגורים (6.4% בהשכרות חדשות) ו-1.2% בתחום המסחרי. שיעור התפוסה נשאר על 96%. העליה היא למרות מימשי נכסים בסוף 2016 ומכירת בניין הקונסוליה הסינית ביוני. **FFO** – צמח בשיעור של 6% לעומת הרבעון הקודם בשל הגידול ב-NOI. לעומת הרבעון המקביל חל גידול של 17% הנובע מהגידול ב-NOI וירידת עלויות המימון הממוצעות מ-1.82% ל-1.70%.

מכירת דירות – שלב ג' שבנייתו תושלם בסוף השנה מתקדם ונמכרו כל 109 הדירות והחברה תכיר ברווח של כ-12 מ' יורו ברבעונים הקרובים. מחיר המכירה הממוצע למטר ברבעון עמד על 4,571 יורו לעומת 4,152 יורו ברבעון המקביל (גידול של 10%). בשלב ד' שבנייתו ושיווקו החלו בחדש מאי כבר נמכרו 89 יח"ד במחיר המשקף עלייה ממוצעת של 8.7% מהמחיר בשלב ג'.

תיק הנכסים – לחברה תיק נכסים איכותי המנוהל היטב ומושבח על ידה בצורה עקבית. הצמיחה הנאה בשכר הדירה מדירות צפויה להימשך הואיל ושכר הדירה הממוצע נמוך ממחירי השוק (כ-27% לפי הערכת החברה) והשווקים בהם החברה פועלת נחשבים מהצומחים בגרמניה מבחינת היקף האוכלוסיה (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. בתיק המסחרי שלה מתכוונת החברה לבצע שידרוגים בהיקף של כ-50 מ' יורו הצפויים להניב תשואת שכ"ד של 9% על ההשקעה לצד מהלכים נוספים אותן היא מתכננת לבצע.

התפתחויות אחרות – לאחר שרכשה ביוני 658 יח"ד, חתמה החברה בספטמבר על הסכמים לרכישת 857 יח"ד (הרכישה הושלמה בנובמבר) בלייפציג, מגדבורג ו"הלה". נכסים מושכרים בתפוסה של 90% ומניבים שכ"ד של כ-3.1 מ' יורו בשנה. להערכת החברה בנכסים יש פוטנציאל העלאת שכר דירה של מעל ל-30% לפי שכ"ד מקובל באזורים הללו וכן קיים פוטנציאל רווח ממכירת חלק מהדירות (pravitization). נציין כי החברה בקצב רכישות השנה של מעל ל-120 מ' יורו שניבו שכ"ד של כ-6 מ' יורו בנוסף לפוטנציאל הצמיחה שלהם. נציין כי הרכישות מצביעות על עליית המחירים בגרמניה. במקביל החברה ממשיכה להוריד את עלויות המימון שלה וביצעה מספר מהלכי ריפיינס משמעותיים בתקופה האחרונה.

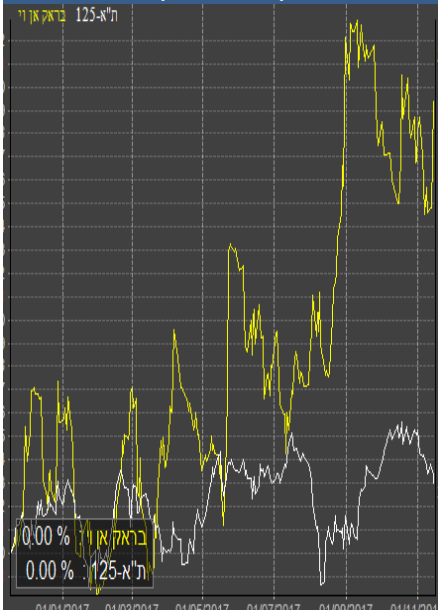
החלפת ההנהלה – כידוע, במהלך השנה רכש את השליטה בחברה מר טדי שגיא ובעקבות כך צפויה הנהלת החברה להתחלף בחודשים הקרובים. להערכתנו למנכ"ל החברה, יחד עם צוות מקומי איכותי יש חלק גדול בהפיכת החברה למה שהיא כיום עם בסיס פיננסי חזק ונכסים איכותיים להם פוטנציאל צמיחה רב ופלטפורמה חזקה להמשך צמיחה הן מרכישות והן מיממות. עם זאת אין ספק שגם לקבוצת טדי שגיא יש ניסיון רב בניהול פעילות נדל"ן בעולם בכלל וגרמניה בפרט (שגיא מכר את אחזקותיו בחברת קונוורט לה אלפי יח"ד דיוור בגרמניה בשנה האחרונה לענקית הנדל"ן הגרמני וונוביה ברווח גבוה), כך שקשה לנו כיום להעריך את השפעת החלפת ההנהלה על המשך פעילות החברה ועל צמיחתה.

בשורה התחתונה: החברה נסחרת במכפיל FFO חזוי מנוטרל (לפי חישובינו) של כ-14.5 כאשר המתחרות נסחרות במכפילים של 16-30. נציין כי מניות הנדל"ן בגרמניה נהנות ממומנטום חיובי באופן כללי בחודשים האחרונים.

ה-FFO ימשיך לצמוח בעתיד, הן מעליה בשכ"ד מנכסים זהים והן מרכישות וזימות. לאור הביקוש הרב לנכסים בגרמניה ייתכן ולא תם עדיין תהליך עליית המחירים, מה שישפיע לטובה על NAV החברה. אנו מעלים את מחיר היעד שלנו מ-407 ₪ למניה ל-420 ₪, גבוה בכ-5% ממחיר המניה בשוק. על אף דיסקאונט נמוך אנו נשארים בתשואת יתר בשל פוטנציאל הגידול בפעילות שעוד לא מתומחר על ידינו ובזכות עוצמת שוק הנדל"ן הגרמני.

מיליוני יורו	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317
NOI	16	16	16.2	15.9	16.3
FFO 1	7.5	8	8.1	8.3	8.8
שערוכים	26	23.5	21.2	71.8	8.8
מספר יח"ד שנמכרו	30	25	4	43	42
רווח נקי	24	25	22.5	51.6	15.9

בראק NV מול מדד ת"א 125 (12 חודשים)



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 (מ' יורו)	סעיף
נתוני החברה תחילת שנה+רכישה	655	שווי מגורים בספרים
תשואת שכ"ד	6.10%	שיעור היוון
	6.00%	שיעור היוון שלנו
הערכת שווי	666	שווי מגורים הערכה שלנו
נתוני החברה	363	שווי מרכזים מסחריים בספרים
תשואת NOI	6.20%	שיעור היוון
	6.10%	שיעור היוון שלנו
הערכת שווי	369	שווי מסחרי הערכה שלנו
	19	תוספת יזמות מניב
ספרים בניכוי מס	207	פעילות יזמות מגורים ספרים
הערכה שלנו	298	שווי פעילות מגורים
	-27	מס מגורים
כ	573	הון עצמי ללא מיעוט
	99	סך תוספות להון עצמי בגין נכסים
מהספרים 75%	68	החזר מיסים נדחים
7+8+9+10	740	סה"כ שווי
	7.7000	מספר מניות (במיליונים)
	96	שווי למניה (יורו)
	399	שווי למניה (ש)
	399	מחיר מניה
	0%	דיסקאונט (פרמיה)

הערות	שווי	סעיף
	36.3	בתוספת צמיחה צפויה FFO Q3 מנכסים זהים
חיסכון בריבית, נכסים שנרכשו ובהקמה	4.8	תוספות אחרות
הערכה שלנו	16	מכפיל
	657	שווי פעילות הנדלן המניב
ממוצע שנים אחרונות	10	תוספת רווח יזמי מייצג
	16	מכפיל
	160	שווי
	817	סה"כ שווי
	7.7000	מספר מניות (במיליונים)
	440	שווי למניה
	399	מחיר מניה
	10%	דיסקאונט (פרמיה)

מחלקת ברוקראג'

דורון ליון
סוחר מניות
03-7968828
Doronle@psagot.co.il

נילי קרונפלד
מנהלת אג"ח חו"ל
073-79995284
nilik@psagot.co.il

ארה גרפיט
סוחר דסק גלובל
073-7968746
Erezgr@psagot.co.il

אייל גרינבאום
מנהל דסק מניות
03-7968953
Eyalgr@psagot.co.il

אמיר גכט
סוחר אג"ח
03-7968917
AmirGe@psagot.co.il

מאי גולן
סוחרת דסק גלובל
03-7962919
Mayg@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

דנה שדות
מנהלת דסק גלובל
03-7968652
Danasa@psagot.co.il

עומר כהן
סמנכ"ל ברוקראג'
07-37995041
Omerc@psagot.co.il

סטיבן שיין
סוחר מניות לקוחות זרים
03-7968830
Stevens@psagot.co.il

עמית תנורי
סוחר דסק אג"ח חו"ל
03-7965231
AmitTa@psagot.co.il

אסף בלור
מנהל בנקאות להשקעות
03-7968785
Asafb@psagot.co.il

מחלקת מחקר ברוקראג'

אברהם פרלמוטר
עוזר אנליסט
073-7925664
Avrahampe@psagot.co.il

עדי האס
אנליסט ואסטרטג
שווקים בינלאומיים
03-7968683
AdiHa@psagot.co.il

נעם פינקו
אנליסט בכיר
חברות אחזקה, דל"ג, תעופה, גז ואנרגיה
03-7968818
Noamp@psagot.co.il

אילנית שרף
מנהלת מחלקת מחקר
תקשורת, תעשייה, כימיה וקמעונאות
03-7968973
Ilanits@psagot.co.il

גיא רזנשיין
עוזר אנליסט
03-7925431
GuyRo@psagot.co.il

Disclaimer

עבודת אנליזה זו (להלן - "דוח") הינה רכשה של פסגות ניירות ערך בע"מ (להלן - "פסגות ני"ע"), אין 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 שרונים גלויים לציבור ושפורסמו על ידי פסגות ני"ע ו/או התברורות המזכירות בדוח (להלן - "התברורות") בתשקפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פעולות התברורות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות 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 והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות ני"ע ו/או עובדיה אחראים להמחנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות ני"ע לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. ייתכן שבמועד פרסום הדוח, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ני"ע ו/או תאגיד קשור אליה החזיק או מחזיקים או עשויים להחזיק בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם בעבור לקוחות החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהתברורות המזכירות בדוח. ייתכן שפסגות ני"ע קיבלה או מקבלת במהלך 12 החודשים האחרונים וייתכן שהיא צפויה לקבל, לאחר מועד הפרסום של הדוח, תגמול בהיקף מרוחי מקבוצת חברה מהתברורות המזכירות בדוח. ייתכן שבמועד פרסום הדוח בעל השליטה בפסגות ני"ע החזיק או מחזיק או עשוי להחזיק החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהתברורות המזכירות 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 ני"ע הינה חברה בת בעלותה המלאה של פסגות בית השקעות בע"מ, המצויה בשליטת קרנות אייפקס מסוימות, שהינן קרנות השקעה פרטיות ("אייפקס"), המבצעות מעת לעת השקעות בתאגידים שונים.

למען הגילוי הנאות יוברר, כי אפשר שתאגיד הנסקר במסגרת דוח שמפרסמת החברה ו/או מי מטעמה, יהא תאגיד שקרנות אייפקס בתנות ביצוע השקעה בו או מנהלות עימו מגעים כלשהם לשם ביצוע השקעה בו.

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

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

ההמלצות דלעיל ניתנות ע"י מחלקת מחקר sell side של חברה פסגות ני"ע, ללקוחות הברוקראג'.

יוברר, למען הסר ספק, כי לתברורות 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 נשוא מחקר.

פסקת הפנייה:

ראה נספח גילוי נאות בעמוד האחרון של סקירה זו

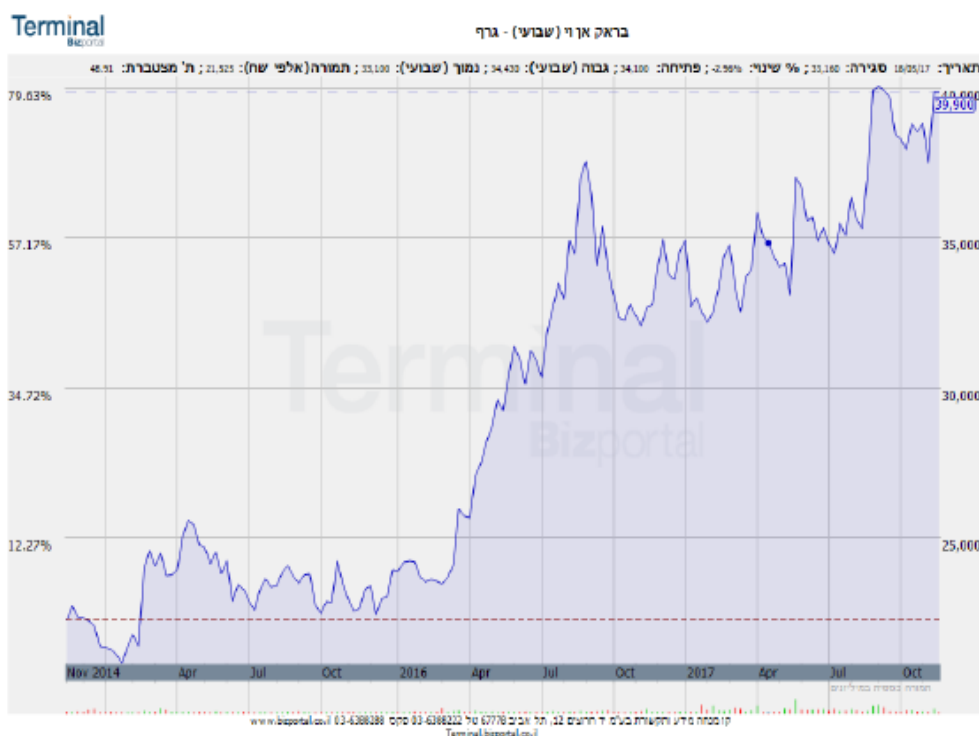
נספח גילוי נאות:

שם בעל הרישיון: נעם פינקו
מספר הרישיון: 11752
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" ו/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	30.07.2017	ת.יתר	₪407.00	₪351.00
נעם פינקו	21.05.2017	ת.יתר	₪386.00	₪336.00
נעם פינקו	26.03.2017	ת.יתר	₪385.00	₪337.00
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, שינוי בשער האיר

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

אני, נעם פינקו, בעל רישיון מספר 11752, 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: 19.11.2017

נעם פינקו
חתימה