

18.02.18

בראק - NV

נתוני מסחר

המלצה	החזק
המלצה קודמת	ת.יתר
מחיר	420
<b>מחיר יעד</b>	<b>440</b>
דיסקאונט	5%
שווי שוק (מ' ₪)	3,280
שבועות 52 נ/ג	420/321
סחורה צפה	54%
מחזור יומי ממוצע (מ' ₪)	4.1

בראק NV מודיעה הבוקר כי טדי שגיא, בעל השליטה בחברה, חתם על הסכם למכירת מניותיו בחברה (41.4%) לחברת הנדל"ן הגרמנית ADLER (ALD:GR) במחיר של 440 ₪ למניה, המהווה פרמיה של כ-12% על מחיר המניה בבוקר. השלמת ההסכם כפופה לאישור רשות ההגבלים הגרמנית (שאישרה לאחרונה עסקאות גדולות בהרבה) ולכך שהרוכש תרכוש לפחות 5% מהציבור במסגרת הצעת הרכש. השלמת העסקה צפויה באפריל.

הרוכש צפויה לפרסם הצעת רכש מיוחדת לרכישת 25.8% מהון המניות של החברה במחיר של 440 ₪. בנוסף תרכוש את המניות המוחזקות על ידי מנהלי החברה המהוות 5.62% מהחברה, כך שבסיום התהליך צפויה ADLER להחזיק כ-70% מהחברה.

ADLER – מדובר בחברה בסדר גודל בינוני קטן ביחס לחברות ציבוריות אחרות בגרמניה, הנסחרת בשווי של כ-753 מ' יורו, בדומה לשווי של בראק. החברה צמחה במהירות בשנים האחרונות מאחזקה של כ-7,000 יח"ד ב-2013 לכ-48 אלף יחידות כיום, המושכרות בשכ"ד ממוצע נמוך יחסית של 5.1 יורו למ"ר (5.5 יורו בהשכרות חדשות). שכ"ד מנכסים זהים צמח ב-1.4%, שיעור נמוך מהממוצע, ייתכן בשל חשיפה גבוהה לנכסים המיועדים לאוכלוסיות חלשות. לחברה גם פרויקט יזמי גדול בברלין. החברה כמובן הינה ממוגפת יחסית עם LTV נכון ל-30.9 של כמעט 60% (ירידה מ-68% ב-2015).

לחברה זומנים בהיקף של 116 מ' יורו וכן נמכרה לאחר תאריך המאזן אחזקה בחברה בת תמורת 180 מ' יורו מה שמכסה לה בערך 55% מעלות רכישת 70% ממניות בראק. נראה כי בהמשך תמכור החברה נכסים נוספים.

אדלר נסחרת במכפיל FFO של 19-20 לשנת 2017 וכ-17 לשנת 2018 (לפני עסקת בראק). החברה צופה כי תהיה לה צמיחה משמעותית ב-FFO בשנים הקרובות בזכות התייעלות, הקטנת עלויות הריבית וגידול בפעילות. החברה גם נסחרת במכפיל 0.82 על ה-NAV. ייתכן כי המכפילים הנמוכים יחסית למתחרים של החברה נובעים מגודלה ומרמת המינוף שלה.

**מודל בראק NV** – מחיר היעד האחרון שלנו חברה מחדש נובמבר עמד על 420 ₪, אך מאז שער היורו טס לכיוון 4.4 ₪ (לעומת 4.14 במועד כתיבת העדכון האחרון) ובנוסף ביצעה החברה רכישה מעניינת של קרקע המיועדת להקמת פרויקט מגורים ענק בדיסלדורף שלהערכתנו בהחלט תורם לשווי החברה (ובעתיד יתרום הרבה יותר כמובן), כך שמחיר היעד המעודכן שלנו מגיע פחות או יותר לשווי העסקה.

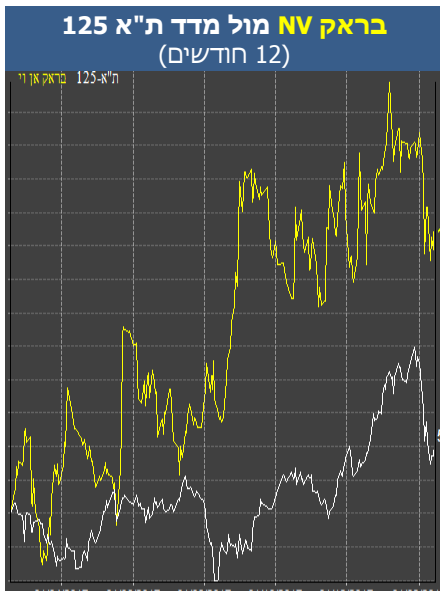
**בשורה התחתונה: כבר מספר פעמים ציינו כי להערכתנו בראק עשויה להירכש לאור האיכות הגבוהה של נכסיה ופוטנציאל הצמיחה שלהם, גודלה, תימחורה ובעיקר ההיקף הגבוה של מיוזגים ורכישות בשוק הגרמני במכפילים גבוהים בהרבה ממה שבראק נסחרת בו.**

**האם להיענות להצעת הרכש?** כמובן שבטווח הקצר מדובר באפסייד נאה ובטוח (5% נוספים למחיר המניה הנוכחי) ולכן ניתן להקטין סיכון בתקופה בה יש חשש מעליית תשואות שכבר השפיעה לרעה על מניות הנדל"ן בגרמניה לאחרונה.

עם זאת בטווח ארוך אנו סבורים כי בנכסי בראק ישנו פוטנציאל צמיחה נוסף בזכות היקפי היזמות והצמיחה ב-NOI מנכסים זהים, כאשר מבחינה מסחרית גם מוסרת העננה של מכירת המניות שהיו מוחזקות ע"י מנהלי החברה. גם ה-FFO עשוי לצמוח בזכות הסינרגיות עם הרוכש. עם זאת קשה לנו להביע בשלב זה דעה על ההנהלה החדשה של החברה.

בנוסף, לא מן הנמנע כי הרוכש הגרמנית תשאף למוג בעתיד את בראק לתוכה בהצעת רכש מלאה או מיוזג (מהלך שנראה גיוני לאור רמת המינוף של אדלר). מצב זה יחשוף את מי שנשאר במניה לחברה הגרמנית. החברה הגרמנית כאמור נסחרת במכפילים נמוכים מהמתחרות, הרכישה של בראק בהחלט תהווה מנוע צמיחה משמעותי ל-FFO (כולל סינרגיות שוודאי יהיו) והיא תיסחר במכפיל FFO נמוך, אך הסיכון בה יהיה גבוה יותר בשל מינוף גבוה. אי לכך אם באמת תהיה עליית תשואות משמעותית אדלר עשויה להיפגע ובמידה ולא, היא עשויה בהחלט להרוויח מרכישת חברה איכותית הפועלת בשוק חזק.

בכל מקרה אנו מורידים המלצתנו להחזק בשל סגירת הדיסקאונט וסבורים כי עדיין מדובר בחשיפה טובה לשוק הגרמני החזק.



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	676	שווי מגורים בספרים
תשואת שכ"ד	6.18%	שיעור היוון
הערכת שווי	<b>676</b>	<b>שווי מגורים הערכה שלנו</b>
נתוני החברה	365	שווי מרכזים מסחריים בספרים
תשואת NOI	6.20%	שיעור היוון
הערכת שווי	<b>365</b>	<b>שווי מסחרי הערכה שלנו</b>
	<b>19</b>	<b>תוספת יזמות מניב</b>
ספרים בניכוי מס	207	פעילות יזמות מגורים ספרים
הערכה שלנו	<b>321</b>	<b>שווי פעילות מגורים</b>
	-23	מס מגורים
כולל רווח משוער ברבעון הרביעי	<b>590</b>	<b>הון עצמי ללא מיעוט</b>
	<b>110</b>	<b>סך תוספות להון עצמי בגין נכסים</b>
מהספרים 75%	68	החזר מיסים נדחים
<b>7+8+9+10</b>	<b>767</b>	<b>סה"כ שווי</b>
	7.7320	מספר מניות (במיליונים)
	<b>99</b>	<b>שווי למניה (יורו)</b>
	<b>437</b>	<b>שווי למניה (ש)</b>
	<b>420</b>	מחיר מניה
	<b>4%</b>	<b>דיסקאונט (פרמיה)</b>

הערות	שווי	סעיף
	35.9	בתוספת צמיחה צפויה FFO Q3 מנכסים זהים
חיסכון בריבית, נכסים שנרכשו ובהקמה	1.9	תוספות אחרות
הערכה שלנו	16	מכפיל
	<b>605</b>	<b>שווי פעילות הנדלן המניב</b>
	10	<b>תוספת רווח יזמי מייצג</b>
ממוצע שנים אחרונות	16	מכפיל
	<b>160</b>	<b>שווי</b>
מחצית מהרווח המהוון	<b>18</b>	<b>תוספת פרויקט חדש</b>
	<b>783</b>	<b>סה"כ שווי</b>
	7.7320	מספר מניות (במיליונים)
	<b>445</b>	<b>שווי למניה</b>
	<b>420</b>	מחיר מניה
	<b>6%</b>	<b>דיסקאונט (פרמיה)</b>

**מחלקת ברוקראג'**

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

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

**גיא בר-און**  
**מנהל חדר מסחר**  
03-5114700  
Guybo@psagot.co.il

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

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

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

**רוני בונאר**  
**סוחר אג"ח**  
03-7968832  
Ronibo@psagot.co.il

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

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

**מאי גולן**  
**סוחרת דסק גלובל**  
03-7962919  
Mayg@psagot.co.il

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

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

**רן פרדס**  
**סוחר דסק גלובל**  
073-7968746  
RanPar@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, נדל"ן,  
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") הונה רכשה של פסגות נירות ערך בע"מ (להלן - "פסגות נ"ע"), און להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן ו/או פעולה דפוס, צילום, הקלטת, העתקה את הדוח ו/או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהנם גלויים לציבור ופורסמו על ידי פסגות נ"ע ו/או חברות המזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקופים, דוחות כספיים, דוחות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פעולות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מרמקורות הנ"ל הונחו ככנסים ודוח זה רבסתמך עליהם אונ מרווה אומת או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעדכן למעד פסגות לראשונה ואונ מתימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקע זה או אחר, וכן אונ מתימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמרות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את רבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי און פסגות נ"ע ו/או עובדיה אראים למרומנת המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטת, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות נ"ע לא תהיה אראית בכל צורה שהיא לניק ו/או הפסד שוגרמו משמוש בדוח זה, אם יגרמו, ואונ מתחייבת כי שמוש במידע שבדוח זה עשוי ליצר רווחים בידי המשמש ייתכן שבמעד פרסום הדוח, או במהלך 30 הימים שקדמו למעד הפרסום, "פסגות נ"ע ו/או תאגיד קשר אליה החזיק או מחזיקים או עשויים להחזיק בחשבונות רבסטרו שלרם או בחשבונות רמנורלים על ידם בעבור לקוחות החוקה מרותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מרחברות המזכרות בדוח. ייתכן שפסגות נ"ע קובלה או מקבלת במהלך 12 החדשים האחרונים ויתכן שרוא צפויה לקבל, לאחר מעד הפרסום של הדוח, תגמול בחוקי מרותי מקבצת חברה מרחברות המזכרות בדוח. ייתכן שבמעד פרסום הדוח בעל השליטה בפסגות נ"ע החזיק או מחזיק או עשו לרחיק החוקה מרותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מרחברות המזכרות בדוח און לראות בדוח זה שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות ורתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך הרחבות בנתוני, צרכי המיוחדים והאריים מצבו הכספי, נסבות ומטרות השקעות מיוחדים של כל אדם. און להעביר דוח זה לצד ג' כלשהו.

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

למען הגילוי הנאות יוברר, כי אפשר שתאגיד הנסקך במסגרת דוח שפורסמת החברה ו/או מי מנעמט, יהא תאגיד קשר אייפקס בחברות במצע השקעה בו או מנורות עימו מגעים כלשרם לשם במצע השקעה בו.

מודגש כי פסגות נ"ע אונה מודעת לבחנות אלו על ידי קרנות אייפקס, למעט במקרה בו מדובר במידע שרפך לציבורי. בכל מקרה, און המלצותיה ניתוחיה ו/או מסקנותיה של פסגות נ"ע בעבודת אנליזה ביחס לתאגיד נסקך, משפעות באופן כזה או אחר מרותכנות השקעה של קרנות אייפקס בתאגיד זה.

קרנות אייפקס עשויות לבצע החלטות השקעה אשר אונ תואמות את הרמלצות והדעות המובאות במסגרת דוח שפורסם על ידי פסגות נ"ע ו/או מי מנעמט.

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

יוברר, למען הסר ספק, כי לחברות ולפעילויות שונות בקבצת פסגות בית השקעות בע"מ ורתאגידים הקשרים אלו, מענקים גם שרותי מחקר נוספים על ידי מחלקת מחקר שונות, במסגרתם עשויות להיות המלצות שונות ביחס לאותו נשא מחקר.

פסקת הפנייה:

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

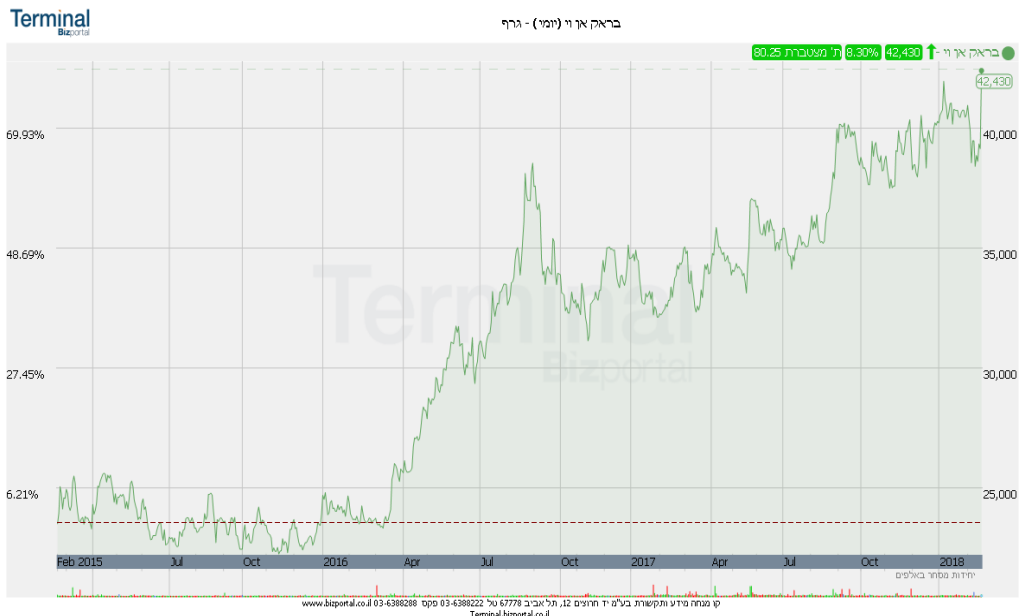
**נספח גילוי נאות:**

שם בעל הרישיון: נעם פינקו  
 מספר הרישיון: 9774  
 כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142  
 פרטי השכלה: אקדמאית  
 ניסיון: כ- 9 שנים

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

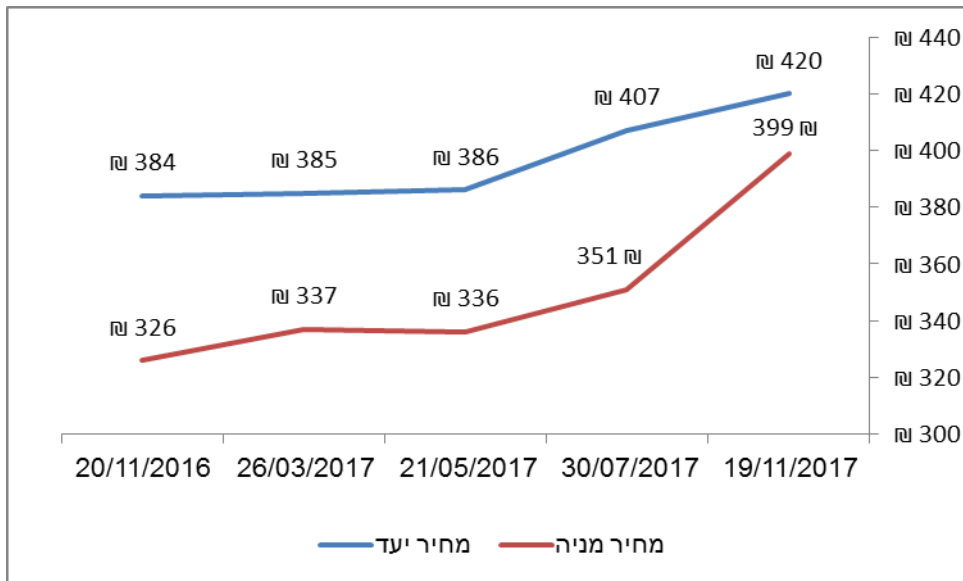
**גילוי נאות – בראק NV**

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.*

מחיר מניה	מחיר יעד	תאריך המלצה
₪ 399	₪ 420	19/11/2017
₪ 351	₪ 407	30/07/2017
₪ 336	₪ 386	21/05/2017
₪ 337	₪ 385	26/03/2017
₪ 326	₪ 384	20/11/2016



שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:  
DCF

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:  
DCF: שינוי בשיעורי הריבית, שינוי בסביבה העסקית, תקלות טכניות.

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: 18.02.2017.

**נועם פינקו**  
**חתימה**