

30.07.17

בראק NV - עדכון

נתוני מסחר

| המלצה | ת.יתר |
|-------------------------|---------|
| מחיר | 351 |
| מחיר יעד | 407 |
| דיסקאונט | 16% |
| שווי שוק (מ' ש) | 2,480 |
| שבועות 52 נ/ג | 389/291 |
| סחורה צפה | 56% |
| מחזור יומי ממוצע (מ' ש) | 3.5 |

על אף שהחברה טרם פרסמה את הדוח לרבעון השני, היא פרסמה בשבוע שעבר את צפי הרווח לרבעון השני והעליות בשווי הנכסים, כך, שיחד עם ידיעות אחרות הקשורות אליה לאחרונה החלטנו להוציא עדכון כעת.

רווח לרבעון: החברה פרסמה כי תרוויח ברבעון הראשון בין 40 ל-48 מ' יורו, לעומת רווח של 14.5 מ' יורו ברבעון המקביל. העלייה ברווח בנובעת בעיקר מעלייה בשווי 2 נכסים מהותיים של החברה (החברה לא מבצעת באופן שוטף הערכות שווי לכלל נכסיה אלא כל רבעון לחלק אחר מהנכסים):

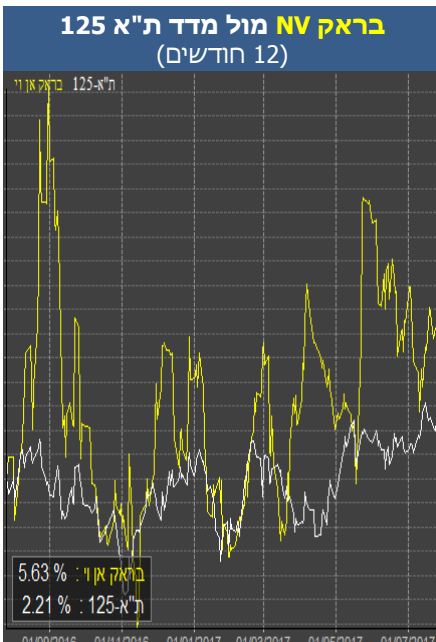
לייפציג: העיר בה לחברה פעילות מגורים מניבה הגדולה ביותר עם כ-3,200 יח"ד (יחד עם שותפים) נמצאת במגמת צמיחה שבאה לידי ביטוי בהערכת השווי לפורטפוליו החברה שם שעלה בכ-41.5 מ' יורו ל-172.6 מ' יורו. העליה נבעה מגידול של 7% בשכ"ד מנכסים זהים, עליה בשכ"ד בהשכרות חדשות ועליה חדה במחירי הנכסים בעיר בשנה האחרונה.

דיסילדורף : כידוע לחברה פרויקט יזום מגורים ענק בעיר (גרפנטל). לגבי השלב האחרון של הפרויקט (650 יח"ד) החברה עדיין לא קיבלה תב"ע למגורים. כעת נראה כי חלה התקדמות משמעותית באישור התב"ע והיתר בניה ל-198 יח"ד צפוי להתקבל עד סוף השנה. האמור לעיל, יחד עם עליית מחירי הדירות בפרויקט ובעיר בכלל הובילו לעליית ערך של הקרקע (שמוצגת כקרקע להשקעה למרות שמועדת בסופו של דבר למגורים) בהיקף של כ-27 מ' יורו.

התפתחויות אחרות - החברה הודיעה כי היא מנהלת מו"מ מתקדם לרכישת מתחמים הכוללים 802 יח"ד ב-3 ערים גדולות בגרמניה, תמורת כ-65 מ' יורו. הנכסים מושכרים בתפוסה של 92% ומניבים שכ"ד של כ-3 מ' יורו בשנה. להערכת החברה בנכסים יש פוטנציאל העלאת שכר דירה של 30% לפי שכ"ד מקובל באזורים הללו וכן קיים פוטנציאל רווח ממכירת חלק מהדירות (pravitization). במידה והעסקה תושלם החברה תהיה בקצב רכישות השנה של מעל ל-120 מ' יורו שניבו שכ"ד של כ-6 מ' יורו בנוסף לפוטנציאל הצמיחה שלהם. נציין כי הרכישות מבציעות על עליית המחירים בגרמניה. במקביל החברה מימשה נכס מרשים בדיסילדורף המושכר לשגרירות הסינית תמורת כ-15 מ' יורו.

ההתפתחות המהותית ביותר בחברה הינה כמובן החלפת השליטה מקבוצת בראק לטדי שגיא. התקשורת מדווחת כי שגיא מעוניין להחליף את המנכ"לים המשותפים של החברה. להערכתנו למנכ"לי 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 מיזמות. 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 אלפ"ן דיוו בגרמניה בשנה האחרונה לענקית הנדל"ן הגרמני וונוביה ברווח גבוה), כך שקשה לנו כיום להעריך את השפעת החלפת ההנהלה (**אם תהיה!!!**) על המשך פעילות החברה ועל צמיחתה.

בשורה התחתונה: החברה נסחרת במכפיל FFO חזוי מנוטרל (לפי חישובינו) של כ-13 כאשר המתחרות נסחרות במכפילים של 16-28. ה-FFO של החברה ימשיך לצמוח בעתיד, הן מעליה בשכ"ד מנכסים זהים והן מרכישות ויזמות. 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-385 ש"ח למניה ל-407 ש"ח, גבוה בכ-16% ממחיר המניה. נציין כי עליות הערך היו מתומחרות בחלקן במודל שלנו, כמו גם גידול בהיקף הפעילות. תרומה משמעותית נוספת להעלאת מחיר היעד נובעת כמובן מהתחזקות היורו מול השקל. המלצתנו נשארת תשואת יתר.



לפרטים

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

ראה נספח גילוי נאות בעמודים 3-5

| מיליוני יורו | Q216 | Q316 | Q416 | Q117 | Q217 |
|------------------|------|------|------|------|-------|
| NOI | 16 | 16 | 16 | 16.2 | |
| FFO 1 | 7 | 7.5 | 8 | 8.1 | |
| שערוכים | 15 | 26 | 23.5 | 21.2 | |
| מספר יח"ד שנמכרו | 35 | 30 | 25 | 4 | |
| רווח נקי | 15 | 24 | 25 | 22.5 | 40-48 |

מודל

מצ"ב מודל הערכת השווי שלנו לחברה:

| הערות | שווי | סעיף |
|--------------------|------------|---|
| | 33.4 | בתוספת צמיחה צפויה Q1 FFFO מנכסים זהים |
| | 16 | מכפיל |
| הערכה שלנו | 534 | שווי פעילות הנדלן המניב |
| טרם החל להניב | 63 | תוספת הנפקת הון ואופציות |
| ממוצע שנים אחרונות | 10 | תוספת רווח יזמי מייצג |
| | 16 | מכפיל |
| | 160 | שווי |
| | 757 | סה"כ שווי |
| | 7.3900 | מספר מניות (במיליונים) |
| | 426 | שווי למניה |
| | 351 | מחיר מניה |
| | 22% | דיסקאונט (פרמיה) |

| הערות | שווי (מ' יורו) | סעיף |
|-----------------------------------|----------------|---------------------------------------|
| נתוני החברה, לא כולל עליית ערך Q2 | 590 | שווי מגורים בספרים |
| תשואת שכ"ד | 6.40% | שיעור היוון |
| | 6.40% | שיעור היוון שלנו |
| הערכת שווי | 590 | שווי מגורים הערכה שלנו |
| נתוני החברה | 363 | שווי מרכזים מסחריים בספרים |
| תשואת NOI | 6.20% | שיעור היוון |
| | 6.20% | שיעור היוון שלנו |
| הערכת שווי | 363 | שווי מסחרי הערכה שלנו |
| ספרים בניכוי מס | 186 | פעילות יזמות מגורים ספרים |
| הערכה שלנו | 294 | שווי פעילות מגורים |
| | -32 | מס מגורים |
| כולל רווח מוערך Q2 ומימוש אופציות | 549 | הון עצמי ללא מיעוט |
| | 76 | סך תוספות להון עצמי בגין נכסים |
| מהספרים 75% | 64 | החזר מיסים נדחים |
| 7+8+9+10 | 688 | סה"כ שווי |
| | 7.3900 | מספר מניות (במיליונים) |
| | 93 | שווי למניה (יורו) |
| | 388 | שווי למניה (ש) |
| | 351 | מחיר מניה |
| | 10% | דיסקאונט (פרמיה) |

מחלקת ברוקראג'

דורון לוין
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

דוד סטוביץקי
סוחר אג"ח חו"ל
073-7968834
DavidSt@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 שייך
סוחר מניות לקוחות זרים
03-7968830
Stevens@psagot.co.il

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

מאי גולן
סוחרת דסק גלובל
03-7968919
Mayg@psagot.co.il

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

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

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

מחלקת מחקר ברוקראג'

עירית בר
אג"ח חו"ל
073-7995231
IritB@psagot.co.il

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

נעם פינקו
אנליסט בכיר
חברות אחזקה, סד"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 רוזנשיין
עוזר אנליסט
03-7925431
GuyRo@psagot.co.il

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

Disclaimer

עבודת אנליזה זו (להלן - "דוח") הונה רכוש של פסגות נירות ערך בע"מ (להלן - "פסגות נ"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 שהוגשו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי פסגות נ"ע ו/או החברות המזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקפים, דוחות כספיים, חודעות 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 מרמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לכסונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו 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 מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות נ"ע ו/או עובדיה אחראים למחויבות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות נ"ע לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לניק ו/או הפסד שגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשמש. ייתכן שבמועד פרסום הדוח, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות נ"ע ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו או מחזיקים או עשויים להחזיק בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם בעבור לקוחות החזקה מהותיים 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 ברויף מרותי מקבוצת חברה. מהחברות המזכרות בדוח. ייתכן שבמועד פרסום הדוח בעל השליטה בפסגות נ"ע החזיק או מחזיק או עשוי להחזיק החזקה מהותית 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, שרונן 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 בחונות ביצוע השקעה בו או מנהלות עימו מגעים כלשהם לשם ביצוע השקעה בו.

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

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

יוברר, למען הסר ספק, כי לחברות ולפעילויות שונות בקבוצת פסגות בית השקעות בע"מ והתאגידים הקשורים אליו, מענקים גם שירותי מחקר נוספים על ידי מחלקת מחקר שונות, במסגרתם עשויות להיות המלצות שונות ביחס לאותו נשוא מחקר.

פסקת הפנייה:

ראה נספח גילוי נאות בעמוד האחרון של סקירה זו

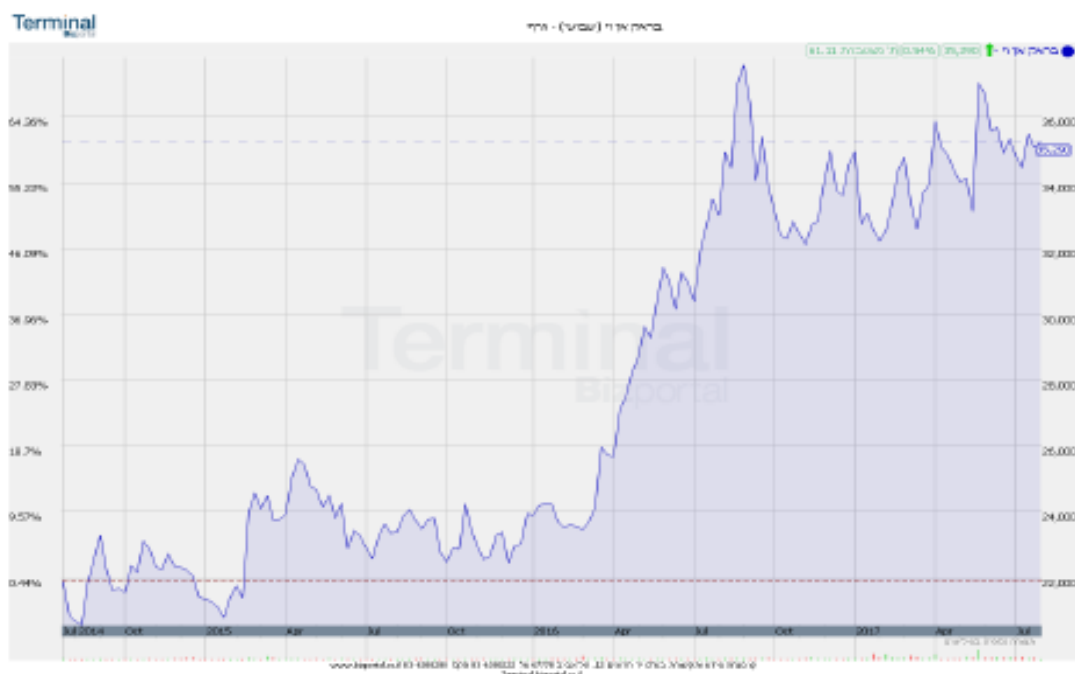
נספח גילוי נאות:

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 | 21.05.2017 | תיתר | ₪386.00 | ₪336.00 |
| נעם פינקו | 26.03.2017 | תיתר | ₪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 האירו

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

אני, נעם פינקו, בעל רישיון מספר 11752, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על נירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מועד עריכת ופרסום העבודה: 30.07.2017

נעם פינקו
חתימה