

אלקטרה בע"מ - פעילות הקבוצה נמצאת במומנטום חיובי חזק.

תאריך: 30/04/2015
 על בסיס: FY2014
 מנהל מחלקה: צורי אילן
 דואל: zury.ilan@tavor.biz
 אנליסטים: עומר כנפי
 יאיר אביגור
 דואל: omer.k@tavor.biz

מחיר יעד, אגורות: 64,478
 מחיר שוק, אגורות (29/04/15): 46,920
 מרחק מהיעד: 37.4%

המלצה: **קניה**
 רמת סיכון: בינוני

הון עצמי (מיליון ש"ח): 850
 שווי כלכלי (מיליון ש"ח): 2,303
 שווי שוק (מיליון ש"ח): 1,676

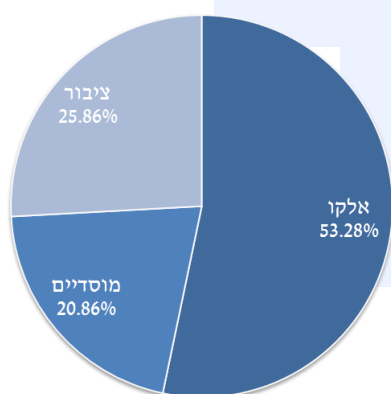
מכפילים

מכפיל הון: 2.0x
 EV/EBITDA (2014): 8.3x

מחיר המניה מתואם בשנים האחרונות (אג')



בעלי מניות



קבוצת אלקטרה הינה אחת מהקבוצות המובילות בישראל בענף הקבלנות ובתחום המערכות האלקטרו מכוניות. הקבוצה מוחזקת על ידי קבוצת אלקו שבשליטת משפחת זלקינד (53%). הקבוצה פועלת בישראל ובח"ל בחמישה מגזרים עיקריים: (1) מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל, (2) מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בח"ל, (3) מגזר שירות אחזקה וסחר, (4) מגזר פיתוח והקמה של נדל"ן בייזום, (5) זכיינות. החברה בעלת מוניטין רב בביצוע פרויקטים רחבי היקף, אשר פועלת בישראל וב-13 מדינות באירופה ואפריקה.

נקודות עיקריות:

✓ אסטרטגיית "מחזור חיים" (Life Cycle Approach) של הקבוצה מספקת ללקוחותיה פתרון כולל, תחת קורת גג אחת, להקמה, ניהול והפעלה של פרויקטים ומתקנים בתחום התעשייה והתשתית, ופיתוח והקמה של נדל"ן בייזום. אסטרטגיה זו מקנה לחברה תוספת ערך מהסינרגיה בין כל מגזרי הפעילות.

✓ לקבוצה צבר הזמנות חזק וצומח אשר הסתכם בשנת 2014 בכ-8.7 מיליארד ₪ לעומת כ-8.2 מיליארד בשנת 2013 וכ-6.8 מיליארד ₪ בשנת 2012. ברבעון הראשון של 2015, התווספו לצבר ההזמנות כ-760 מיליון ₪ נוספים בגין הקו המהיר לירושלים. החברה יודעת לייצר תזרים מזומנים גבוהה ביחס לענף בישראל (כ-6.5% EBITDA) מאחר וחלק מהפרויקטים מבוצעים בשיתוף כל מגזרי הפעילות (מחזור החיים).

✓ החברה נחשבת ל"בולענית", כאשר חלק חשוב מאסטרטגיית הפעילות הינה התרחבות באמצעות רכישה של מתחרותיה ואף רכישת חברות המשמשות כקבלני המשנה במטרה לחסוך בעלויות ולהרחבת תחומי פעילותה. בשנים האחרונות, מעוניינת החברה להגדיל את פעילותה במיוחד בח"ל, שווקים בהם פוטנציאל הרווחיות גבוהה יותר. לחברה כמות מזומנים גבוהה המאפשרת לה גמישות פיננסית וביצוע מהלכי רכישה בטווח הקצר.

✓ הקבוצה מאופיינת באיתנות פיננסית המאפשרת התמודדות על מכרזים לפרויקטים גדולים ומורכבים, התחרות בתחום זה מאוד מצומצמת ומתחלקת בן כ-5 חברות בלבד.

✓ משנת 2009 ועד סוף 2014 חילקה החברה דיבידנדים בהיקף של 285 מיליון ₪ (70 מיליון בשנת 2014) ובתשואת דיבידנד שנתית ממוצעת של כ-3.5%. להערכתנו, בתשואת הדיבידנד הנוכחית עדיפה החזקה במניה לעומת החזקה באג"ח (שנסחר בתשואות נמוכות יותר).

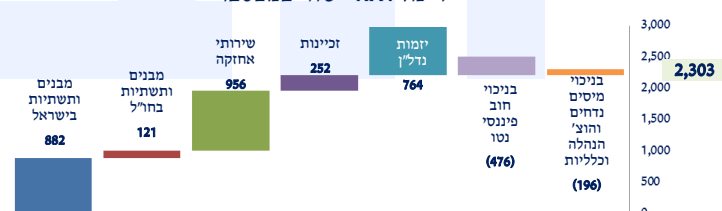
✓ בין השנים 2010-2014 גדלו הכנסות החברה בשיעור שנתי ממוצע (CAGR) של כ-9.8% וה-EBITDA צמחה בשיעור שנתי ממוצע של 8.5%. עיר הבהד"ם מהווה פוטנציאל ערך הן בתחום הקבלנות והן בתחום ה-Facility Management לשנים הבאות.

✓ בהשוואה לחברות מתחרות בענף, נראה כי הקבוצה נסחרת היום במכפיל 8.3x על ה-EV/EBITDA, מכפיל גבוה ביחס לממוצע שנסחר במכפיל 7.8x. אך נציין כי מכפיל זה אינו כולל את הפוטנציאל הגלום בפעילות הייזום של החברה ולכן אנו מעריכים כי יש מקום לצמיחה ברווח הנקי בטווח הקצר-בינוני, כך שמכפיל זה עדיין אטרקטיבי מבחינתנו.

בשורה התחתונה: קבוצת אלקטרה, פועלת כחלק מאסטרטגיית "מחזור החיים" במספר מגזרי פעילות ומספקת מענה כולל ללקוחותיה החל מייזום והקמה, הפעלה ושירותי אחזקה. איתנות הקבוצה והגמישות הפיננסית שלה יאפשרו לה להמשיך באסטרטגיית ה-M&A ולהתמודד על פרויקטים גדולים ומורכבים גם בטווח הבינוני - ארוך.

חשוב לנו לציין כי שני מגזרי הפעילות, זכיינות וזמנות, נלקחו לפי שווים בספרים ואינו מייצג את השווי הכלכלי ואת הפוטנציאל הגלום בפרויקטים אילו בשנים הבאות כך שבהתאם למודל ה-NAV, מחיר המניה בשוק אינו משקף את שוויה הכלכלי של הקבוצה המציגה קצב צמיחה מרשים. בהתאם להערכת השווי שבצענו, אנו מזהים דיסקאונט של כ-37.4% על מחיר המניה בשוק.

ריכוז NAV - שווי במצטבר



א. תיאור החברה:

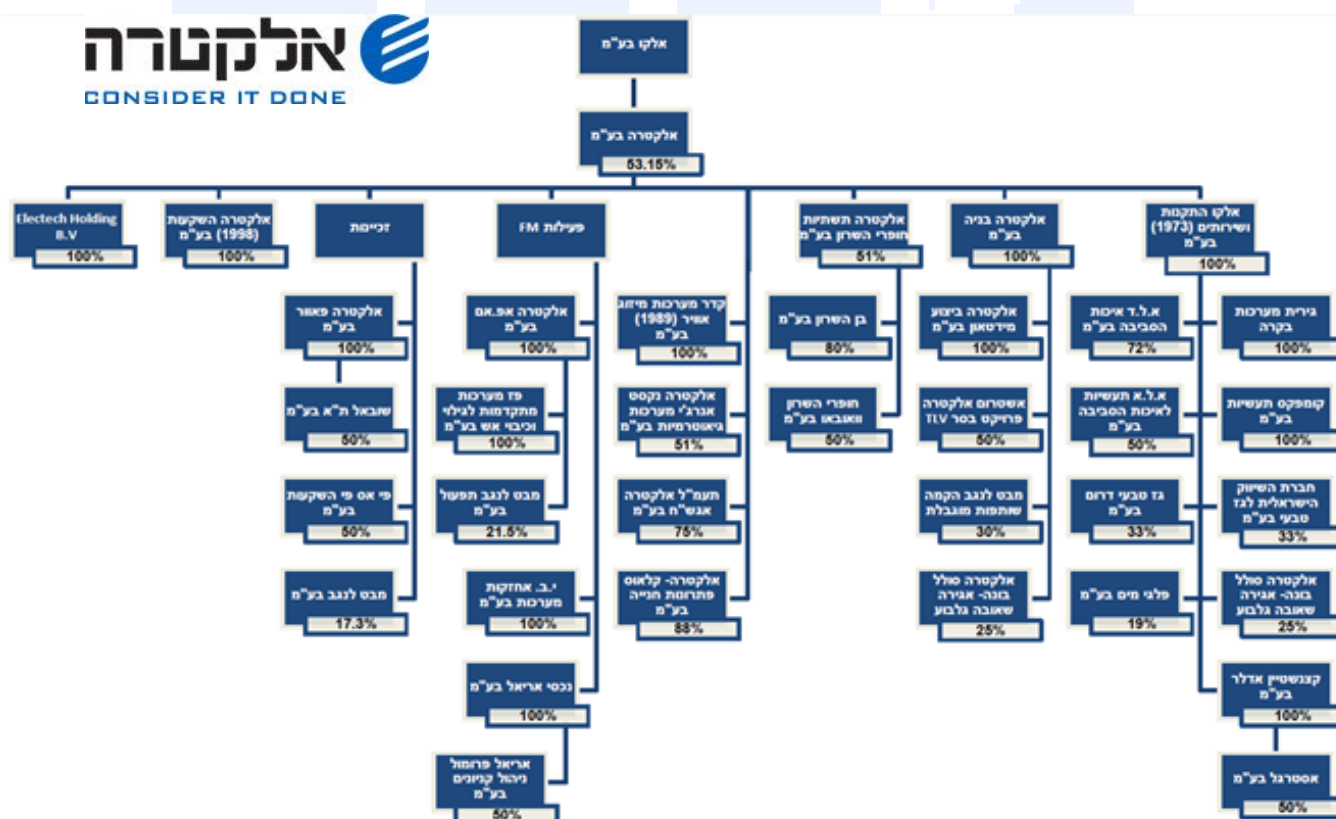
כללי

אלקטרה בע"מ (להלן: "אלקטרה" ו/או "הקבוצה") הינה הקבוצה הגדולה והמובילה בישראל בתחומי פעילותה. הקבוצה פועלת בישראל וב-13 מדינות נוספות: באירופה (אנגליה, בולגריה, רומניה, רוסיה, בלארוס, הולנד, ליטא, לטביה ופולין) ובאפריקה (ניגריה, אנגולה, גינאה משווייט וגאנה). החברה מעסיקה כ-5,000 עובדים (כ-1,300 בניגריה) ובעלת מחזור שנתי של כ-4 מיליארד ₪ וצבר הזמנות של 8.7 מיליארד ₪.

החברה התאגדה בשנת 1962 וב-1971 הפכה לחברה ציבורית, המוחזקת על ידי קבוצת אלקו החזקות (כ-53%) שבשליטת משפחת זלקינד. הקבוצה פועלת בישראל ובח"ל בחמישה מגזרי פעילות עיקריים: (1) מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל, (2) מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל, (3) מגזר שירותי אחזקה וסחר, (4) מגזר פיתוח והקמה של נדל"ן בייזום, (5) זכינות.

לחברה הייתה פעילות בתחום הנדל"ן המניב אולם בתום הרבעון השלישי 2009 בוצע פיצול של תחום הנדל"ן המניב אל מחוץ לחברה במסגרת שינוי מבני בקבוצת אלקו אחזקות.

להלן תרשים מבנה האחזקות בקבוצה, נכון לסוף שנת 2014:



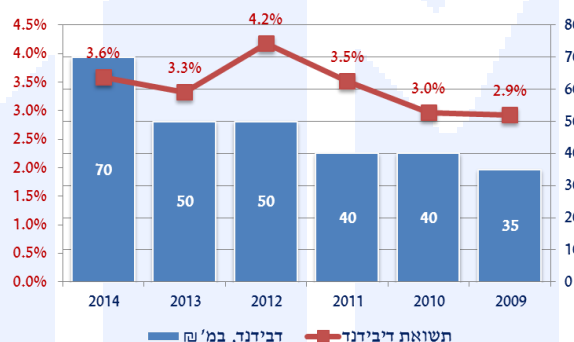
* מבנה ההחזקות שלעיל אינו כולל חברות שאינן פעילות וחברות שאינן עיקריות במסגרת פעילות החברה וההחזקה בתאגידים שונים על-ידי החברה נעשית לעיתים באמצעות חברות בת זרזות

• אירועים אחרונים

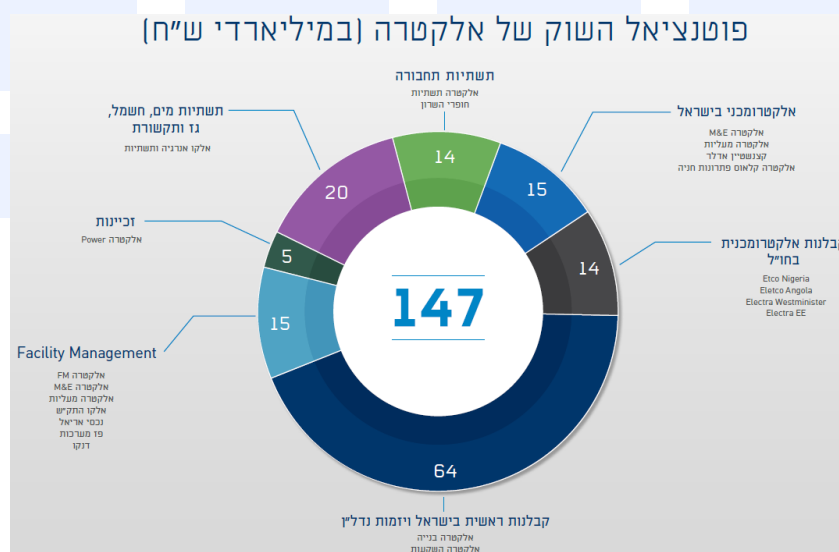
- **מכירת מגדל אלקטרה** - בדצמבר 2014 נחתם הסכם עקרוני עם צד ג' למכירת מלוא זכויות החברה (25%) במגדל אלקטרה בתל אביב תמורת סכום של כ- 302.5 מיליון ₪. ביצוע העסקה כפופים להתקיימותם של תנאים מתלים לרבות הבנקים המממנים, לא יאוחר מיום 30.04.2015. לחברה צפוי לנבוע תזרים חיובי לפני מס של כ-105 מיליון ₪.
- **רכישת קרקע בבת ים** - ב-15.04.2015 הודיעה החברה, כי חברה בת בבעלות מלאה זכתה במכרז של רמ"י לרכישת קרקע בשטח של 2,855 מ"ר בבת ים לבניית 83 יח"ד וכ-4,000 מ"ר שטחי תעסוקה ומסחר בתמורה של 58 מיליון ₪ (כולל הוצאות פיתוח). החברה צופה כי הפרויקט עשוי להביא לתקבולים של כ-200 מיליון ₪.
- **זכייה במכרז הרכבת לירושלים** - בחודש פברואר 2015, זכתה החברה ביחד עם אלקטרה תשתיות חופרי השרון בע"מ (חברת בת) בשיתוף שתי חברות זרות נוספות במכרז לתכנון, הקמה ותחזוקה של מערכות אלקטרו מכאניות ומיסעות בטון בקו המהיר של רכבת ישראל לירושלים. ההיקף הכספי של המכרז הינו בסך של כ- 761 מיליון ₪.
- **הרחבת סדרה ד'** - בחודש פברואר 2015, הנפיקה החברה 181.4 מיליון ₪ ע.ג. אגרות חוב בדרך של הרחבת סדרה ד' תמורת 187.6 מיליון ₪.
- **פרויקט מגורים בנהריה** - בחודש אוקטובר 2014 נחתם חוזה בין החברה וצ.מ.ח המרמן בע"מ לבין ארבע חברות המחזיקות בזכויות חוזיות בקרקע בנהריה, לרכישת זכויות בקרקע (בחלקים שווים) בסמיכות לחוף אכזיב, המיועדת להקמת 745 יחידות דיור בבניה רוויה למגורים. חלק החברה בפרויקט 50%.

• חלוקת דיבידנד

- לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד, אך ניתן לראות כי משנת 2009, חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-285 מיליון ₪ כאשר שיעור תשואת הדיבידנד הממוצע עמד על כ-3.5%.



• פוטנציאל השוק של הקבוצה:



מקור: מצגת לשוק ההון, אפריל 2015.

אסטרטגיה עסקית - Life Cycle Approach:

- האסטרטגיה הבסיסית של הקבוצה הינה לספק פתרון כולל, תחת קורת גג אחת, להקמה, ניהול והפעלה של פרויקטים ומתקנים בתחום התעשייה והתשתית, ופיתוח והקמה של נדל"ן בייזום.
- עם גידול הקבוצה לממדיה הנוכחיים, הותאמה המדיניות של הקבוצה לאסטרטגיה ארוכת טווח, המתרכזת בהרחבת פעילות מגזר שירותי אחזקה וסחר תוך שמירה על מובילות שוק בתחום האלקטרו-מכאני:
 - שימור וטיפוח מעמדה המוביל של הקבוצה בתחומים פעילותה.
 - מיקוד פעילות הקבוצה בתחום הבנייה והתשתיות והרחבת סל הפתרונות שמספקת החברה החל בשלב הייזום, עבור לשלב ההקמה והבנייה עד לשלב התפעול וההחזקה של נכסי נדל"ן, תוך הגדלת היקף תיקי השירות ללקוחות.

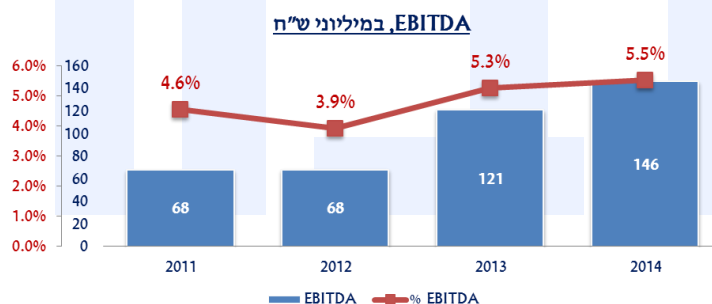
מיקוד פעילויות הקבוצה בתחומים:

- אלקטרה M&E - הקבוצה מעניקה ללקוחותיה שירותי M&E (מערכות אלקטרו-מכאניות משולבות) הכוללים פעילות התקנה של מערכות מיזוג אוויר מרכזי, מערכות חשמל וצנרת.
- אלקטרה בניה - קבלן בניה ראשי להקמה של מבני מגורים, מבני ציבור, בנייני משרדים, בתי מלון וכיוצא בזה.
- אלקטרה תשתיות- חופרי השרון- דרכה מבצעת החברה עבודות הנדסה אזרחית ופרויקטים בתחום התשתיות. אלקטרה תשתיות חופרי השרון וחברות המוחזקות על ידה עוסקת בתכנון הנדסי וביצוע של פרויקטים בתחום התשתית, כגון: כבישים ותשתיות, גישור, מנהור ודחיקת צנרת.
- אלקטרה FM - במסגרתה מעניקה החברה שירותי ניהול ותחזוקה כוללים למבנים ולמתקנים.
- אלקטרה פאוור - הרחבת הפעילות בפרויקטים בתחום התשתיות הלאומיות, המהווה תחום מתפתח בעל פוטנציאל צמיחה גבוה, הן בתור יזם והן כקבלן מבצע, כולל פרויקטי BOT ו-PFI.
- מיקוד ותשומת לב מרבית לקידום וביצוע איכותי, בהתאם לתקציב, של המגה פרויקטים.
- שמירה על רמת הון חוזר תפעולי נמוכה והקטנת החוב הפיננסי ע"י מימוש נכסים שאינם מהווים חלק ממעגל החיים של הקבוצה.
- שיפור הסינרגיה בין חברות הקבוצה באמצעות שיתופי-פעולה.
- המשך השבחת נכסי נדל"ן לייזום.
- שימור ושיפור כוח האדם האיכותי בקבוצה, תוך התייעלות והגדלת התפוקה.

תחום פעילות 1 - מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל:

- הקבוצה מציעה שירותים בתחום המבנים והתשתיות בישראל בדרך כלל כעסקת חבילה. באופן זה הקבוצה ערוכה ללוות את לקוחותיה בכל שלבי הפרויקט המבוקש, החל מהתקנת המערכות האלקטרו-מכניות בבניין (מערכות מיזוג אוויר, חשמל וצנרת, מעליות ודרגנועים), מתן שירותי בניה, התקנה של מוצרי תשתית חשמליים למתח עליון, מתח בינוני/גבוה ומתח נמוך למבני תעשייה ותשתיות וביצוע והקמה של מתקני תשתיות לאומיות.
- התקנה של מערכות אלקטרו-מכאניות (Mechanical & Electrical) M&E - מתן שירותי קבלנות ראשית לביצוע מכלול המערכות: התקנה של מערכות מיזוג אוויר, התקנת מוצרי תשתית חשמליים וכן צנרת סניטרית, אינסטלציה ומערכות כיבוי אש. התחום מאופיין במתחרים רבים, כאשר אלקטרה הינה מהחברות המובילות בשוק עם נתח שוק של כ-15%-20%.
- התקנת מעלות ודרגנועים - בתחום זה אלקטרה, הנמנית בין החברות המובילות, מתמודדת מול עשרות מתחרים כאשר להערכתה מהווה כ-15%-20% מהשוק.
- בניה - קבלנות בניה ראשית להקמה של בתי מגורים, מבני ציבור, בנייני משרדים, בתי מלון וכד'. בתחום זה, מספר המתחרים רב, כאשר החברה מרחיבה את פעילותה בעבודות אילו. החברה מעריכה כי חלקה בשוק עומד על אחוזים בודדים, כאשר המתחרים העיקריים הינם: אשטרום, אורתם, תדהר, סולל בונה, מנרב ודניה סיבוס.
- תשתיות - מרכז תחת חברת אלקטרה חופרי השרון (נרכשה בשנת 2012), מאופיינת בתכנון הנדסי וביצוע של פרויקטים בתחום התשתית (כבישים ותשתיות, גישור, מנהור ודחיקת צנרת). בתחום זה, מספר המתחרים מועט. המתחרים העיקריים הינם: שפיר הנדסה, מנרב, דניה סיבוס וסולל בונה.
- מכוני טיהור שפכים - הקמה ו/או שדרוג של מכוני טיהור שפכים עבור רשויות מקומיות ו/או תאגידי מים כולל הנדסה אזרחית, מערכות מכניות, חשמל ובקרה.
- בשנת 2014, המגזר היווה כ-67% מהכנסות החברה.
- הענף בו פועלת החברה - להערכת החברה, בעיסוק המהותי של ענף זה, התקנת מערכות אלקטרו מכאניות והתקנה של מעליות ודרגנועים נמנית החברה על החברות המובילות בתחום ומחזיקה כ-20% מנתח השוק. בעיסוקה המשני קבלנות ראשית למגורים/לא למגורים וקבלנות ראשית לתשתיות נתקלת החברה בתחרות קשה, כאשר בענף המגורים/לא למגורים נתח השוק של החברה עומד על אחוזים בודדים ובענף התשתיות נתקלת החברה בחברות בעלות איתנות פיננסית ומוניטין.
- לקוחות - עיקר לקוחות הקבוצה במגזר זה הינם יזמים, חברות קבלניות, חברות תעשייתיות, מוסדות וגופים ממשלתיים ועירוניים. במגזר זה לחברה אין תלות באף לקוח בודד ואין לה לקוח שתרומתו למחזור ההכנסות המאוחד הינה 10% ומעלה. להערכת החברה כ-75%-85% מלקוחותיה הינם לקוחות עסקיים ופרטיים, כאשר יתר הלקוחות הינם רשויות וגופים ממשלתיים.
- צבר הזמנות - נכון לסוף שנת 2014, לחברה צבר הזמנות בהיקף של כ-6.4 מיליארד ₪:

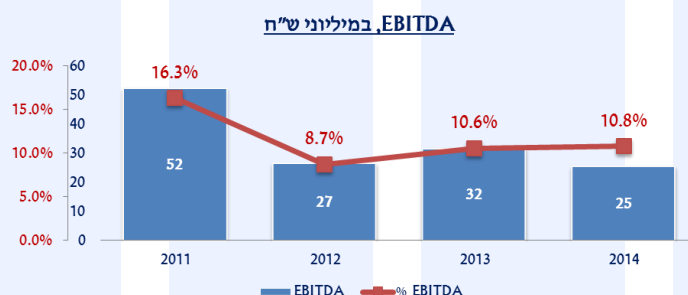
באלפי ש"ח	כולל חלק הקבוצה בחברות כלולות	לא חברות כלולות
Q1-2015	826,920	715,704
Q1-2015	861,755	745,854
Q1-2015	854,498	739,572
Q1-2015	844,327	730,770
2016 ואילך	2,988,000	2,471,600
סה"כ	6,375,500	5,403,500



תחום פעילות 2 - מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל (באמצעות Electech Holdings B.V)

- החברה פועלת בחו"ל באמצעות חברה ההולנדית בבעלות מלאה Electech Holdings B.V המרכזת את הפעילות האלקטרו-מכנית של הקבוצה מחוץ לישראל. פעילות Electech מתבצעת באמצעות חברות ושותפויות זרות.
- ניגריה - תכנון והתקנה של פרויקטים ומכירת ציוד בתחום האלקטרו-מכני, באמצעות חברת O.T.S המחזיקה בחברה זרה בבעלות מלאה בניגריה.
- מדינות אחרות - תכנון והתקנה של פרויקטים בתחום האלקטרו-מכני באנגולה, גיאנה המשוונית, רוסיה, בולגריה, רומניה, אנגליה ובבלרוס במישרין או באמצעות חברות-בת ושותפויות בחו"ל.
- בשנת 2014, המגזר היווה כ- 6% מהכנסות החברה.**
- הענף בו פועלת החברה** - להערכת הקבוצה, היא מהמובילות בענף פרויקטים למבנים בניגריה. הן בהתקנת מערכות מיזוג אוויר מרכזי וצנרת והן בהתקנת מערכות חשמל נתקלת החברה במספר רב של מתחרים, כאשר בפרויקטים המאופיינים באיכות גבוהה מתחרים רק מספר מצומצם של חברות וכאן בא לידי ביטוי המוניטין של החברה.
- לקוחות** - עיקר לקוחות הקבוצה במגזר זה הינם יזמים, חברות קבלניות, חברות תעשייתיות, מוסדות וגופים ממשלתיים ועירוניים בחו"ל. במגזר זה לחברה אין תלות באף לקוח בודד ואין לה לקוח שתרומתו למחזור ההכנסות המאוחד הינה 10% ומעלה. להערכת החברה כ- 80%-90% מלקוחותיה הינם לקוחות עסקיים ופרטיים, כאשר יתר הלקוחות הינם רשויות וגופים ממשלתיים.
- צבר הזמנות** - נכון לסוף שנת 2014, לחברה צבר הזמנות בהיקף של כ-497 מיליון ₪:

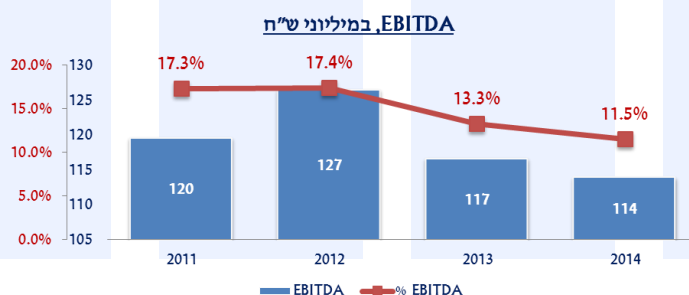
באלפי ש"ח	כולל חלק הקבוצה בחברות כלולות	ללא חברות כלולות
Q1-2015	83,674	51,166
Q1-2015	67,050	41,000
Q1-2015	83,171	50,859
Q1-2015	77,805	47,575
2016 ואילך	185,100	143,300
סה"כ	496,800	333,900



תחום פעילות 3 - מגזר שירות אחזקה וסחר (Facility Management):

- פעילות הקבוצה במגזר זה משלימה את פעילותה בתחום פעילות הפרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ובחו"ל. במסגרת מגזר זה הקבוצה מספקת שירותים למעילות ולמערכות מיזוג אוויר, ניהול ותחזוקת מתקנים, מבני ציבור, תעשייה ומגורים, ותפעול מכוני טיהור שפכים. במקרים רבים הידע המצטבר בתחומים אלה במסגרת מגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות, משמש גם לפעילות הקבוצה במגזר זה. לעיתים, עצם העובדה שהחברה הקימה פרויקט מסוים, מעניקה לה יתרון בקבלת חוזה אחזקה לאותו פרויקט. כמו כן, במסגרת מגזר זה, החברה עוסקת ביבוא ושיווק נורות וציוד מיתוג חשמלי.
- בשנת 2014, המגזר היווה כ- 26% מהכנסות החברה לעומת 65% בשנת 2013, ושיעור הרווחיות בתחום פעילות זה הינו הגבוה ביותר. הגידול נובע בעיקר מגידול בפעילות אלקטרה בניה ופעילות המערכות האלקטרו-מכאניות.
- הענף בו פועלת החברה - להערכת החברה בכל ארבעת הפרמטרים של תחום השירות והאחזקה: ניהול מתקנים, שירות למערכות מיזוג אוויר, שירות למעילות, דרגנועים ומעלונים והפעלת מכוני טיהור שפכים, נתח השוק של החברה עומד על כ-20% מכלל הפעילות. בתחום הסחר קיימת תחרות גדולה, לחברה מספר התקשרויות עם ספקים מובילים בעולם מוצרי החשמל אך היא אינה נושאת בבלעדיות עם אותם ספקים אך בפועל המערכת יחסים עם רוב הספקים מבוססת על בלעדיות.
- לקוחות - עיקר לקוחות הקבוצה במגזר זה הינם יזמים, בנקים, בתי מלון, קניונים, מוסדות וגופים ממשלתיים ועירוניים. בנוסף ישנם גם ועדי בתים וחברות ניהול הנקשרים עם החברה לחוזה ניהול ותחזוקה בטווח הבינוני. ציוד חשמלי נמכר לסיטונאי חשמל. במגזר זה לחברה אין תלות באף לקוח בודד ואין לה לקוח שתרומתו למחזור ההכנסות המאוחד הינה 10% ומעלה. להערכת החברה כ- 70%-80% מלקוחותיה הינם לקוחות עסקיים ופרטיים, כאשר יתר הלקוחות הינם רשויות וגופים ממשלתיים.
- צבר הזמנות - נכון לסוף שנת 2014, לחברה צבר הזמנות בהיקף של כ-1.8 מיליארד ₪:

באלפי ש"ח	כולל חלק הקבוצה בחברות כלולות	ללא חברות כלולות
Q1-2015	152,336	150,227
Q1-2015	171,440	169,067
Q1-2015	197,371	194,638
Q1-2015	201,253	198,468
2016 ואילך	1,105,100	410,500
סה"כ	1,827,500	1,122,900



תחום פעילות 4 - מגזר פיתוח והקמה של נדל"ן ביזום (באמצעות אלקטרה השקעות):

- עיקר פעילות הקבוצה בתחום פיתוח והקמה של נדל"ן ביזום מרוכזת על ידי אלקטרה השקעות (1998), חברה בת בבעלות מלאה של החברה. עיקר פעילותה של אלקטרה השקעות בישראל ובח"ל מתבצעת באמצעות חברות מוחזקות ושותפויות. פעילותה של אלקטרה השקעות מחוץ לישראל מתבצעת באמצעות Glotir Trading Ltd ובאמצעות Electra East Europe B.V. עיקר הפעילות מתבצעת בדרך של רכישת קרקעות, ביצוע שינוי ייעוד במידה ונדרש, הוצאת ההיתרים הדרושים, שיווק, תכנון והקמת הפרויקטים או מכירת המקרקעין באחד משלבי היזום השונים. נכון לסוף 2014, פועלת בישראל, רוסיה, בולגריה, פולין, לטביה וליטא, כאשר הפעילות בחו"ל מתמקדת בעיקר ברוסיה ובבולגריה. נכסי הנדל"ן שביזום נמצאים בשלבים שונים של פיתוח והקמה.
- הענף בו פועלת החברה** - תחום הבנייה היזמית למגורים, משרדים ומסחר מאופיין בתחרות גבוהה. בכל המדינות בהן פועלת החברה, פועלים גופים רבים העוסקים ביזמות ובבניה בהיקפים שונים, בנוסף לזאת קיימת תחרות מול היצע יד שנייה באזורים הבנויים. התחרות הינה על איתור קרקעות, מחירי רכישה, תנאי מימון ומפרט טכני.
- פירוט נכסי הנדל"ן ביזום, במיליוני ש"ח:**

פרויקט	מיקום	סוג הנכס והיקף פיזי מ"ר	יח"ד	שיעור יח"ד / שטחים שנמכרו	עלות פרויקט צפוי	מחזור פרויקט צפוי	עלות בספרים 31.12.14	חלק החברה	התקדמות	
פרויקטים שהחברה מבצעת ליום 31.12.2014										
Midtown	דרך מנחם בגין, ת"א	מגורים 36,000 מ"ר	338	95	1,926	752	42.795	12.5%	נרכש ב-2011 תמורת 530 מיליון ש"ח, נכון ל-31.12.2014 סך ההשקעות הסתכמו לכ-920 מיליון ש"ח מתוך כ-1,926 מיליון ש"ח שווקו 95% מהדירות בפרויקט וכ-82% מהמסחר רווח גולמי צפוי 418.89 מיליון ש"ח	
		משרדים 75,000 מ"ר		83%		974				
		מסחר 18,000 מ"ר		0%		557				
		2,200 חניות		45		63				
גרין פארק Prime W - ת"א	נווה שרת, תל אביב	מגורים - פינני	447	68	502	586	23.48	33.3%	הריסת 154 יח"ד והקמת 447 יח"ד מתוכם 293 לזום. נכון לסוף 2014, שיעור ההשלמה הכספי עומד על 30% רווח גולמי צפוי 84 מיליון ש"ח מחיר יח"ד ממוצע של 2 מיליון ש"ח בשנת 2014 נמכרו 60 דירות בתמורה לכ-118 מיליון ש"ח. עד למועד פרסום הדוח הכספי נמכרו 194 יח"ד	
		מגורים	293			500				450
		מגורים	164			94				450
		מגורים	103			58 / 48%				
Botanic - שלב א'	ורנה, בולגריה	מגורים	103	58 / 48%			17.36	100%	שלב א' - נמכרו 58 יח"ד מתוך 103	
פרויקטים שהחברה טרם החלה בביצועם										
חוף אכזיב	נהריה		745		688	780		50.0%	תב"ע מאושרת	
Planetograd	סנט פטרסבורג, רוסיה	מגורים 1,470,000 מ"ר	25 אלף				283.683	50.0%	ב-12/2014 התקבל אישור (PPT) תב"ע הכולל זכויות בניה מפורטות לרבות סימון מגרשים שישמשו לבניית מוסדות ציבוריים ותשתיות וכן אישור פרצלציה לכל הזכויות בפרויקט ל-116 מגרשים	
		מסחר 200,000 מ"ר								
Kalimanci - Hills	ורנה, בולגריה	מגורים כ-500 אלף מ"ר	5 אלף				58.160	100%	תב"ע מאושרת לכל הקרקע וכן היתר בניה לשלב א' 520 יח"ד	
		מסחר 25 אלף מ"ר								
Botanic - שלב ב' + ג'	ורנה, בולגריה	מגורים 10,000 מ"ר	145				10.13	100%	שלב ב' - היתר בניה בתוקף, טרם החלה הבניה	
Green Park	ורנה, בולגריה	מגורים ומסחר 11,000 מ"ר	80				12.81	100%	היתר בניה תקף	
Business Center - Platinum Tower	ורנה, בולגריה	משרדים ומסחר 15,000 מ"ר					16.26	100%	היתר בניה תקף	
Pory	ורשה, פולין	מגורים 7,300 מ"ר					41.24	100%	תב"ע מאושרת הכוללת בניה למגורים, מסחר וחלקה מיועד לשטח ירוק וכבישים	
		מסחר 1,700 מ"ר שטח הקרקע 19,938 מ"ר								
Plavnieki	ריגה, לטביה	קרקע 23,300 מ"ר	343				13.18	40.0%	תב"ע מאושרת, טרם החל שלב הבניה המהותי בפרויקט למעט בניית יסודות לשלב א' בניית הפרויקט הופסקה לאור המשבר הפיננסי במדינה. החברה הכלולה בוחנת את המשך בניית הפרויקט	
		שטח בנוי 43,000 מ"ר מסחר 2,000 מ"ר								
Pasilaiciai	וילנה, ליטא	קרקע 400 מ"ר שטח בנוי 6,550 מ"ר משרדים 3,200 מ"ר	108				2.62	50.0%	תב"ע מאושרת והיתרי בניה עד ל-2017	

תחום פעילות 5 - מגזר זכיינות (בעיקר באמצעות אלקטרה פאוור):

- הפעילות מבוצעת במסגרת קבלת זיכיון ארוך טווח מגוף ציבורי, לתכנון, מימון, הקמה והפעלה של פרויקטים שונים בעיקר בתחומי התשתיות והבניה בעלי היקף רחב. בפרויקטים מסוג B.O.T¹ (Build, Operate, Transfer) מועברת תשתית הפרויקט לגוף המזמין בתום תקופת הזיכיון. בפרויקטים מסוג B.O.O (Build, Operate, Own) תשתית הפרויקט נותרת בבעלותו של הזכיון עם תום תקופת הזיכיון. בפרויקטים מסוג P.F.I (Private, Finance, Initiative) מימון הפרויקט וביצועו נעשה על ידי גופים מהסקטור הפרטי.
- פרויקטי הזכיינות מוזמנים לרוב על-ידי גוף ציבורי, במסגרת מכרז פומבי, הממונה על השירות הרלוונטי אותו עתיד להציע הזכיון בפרויקט. היות ומדובר בפרויקטים בהיקף נרחב מבחינת המשאבים הדרושים לביצועם, ההתמודדות על קבלת הזיכיון נעשית לרוב באמצעות מספר שותפים במסגרת שיתוף פעולה שנקבע בין הצדדים.
- לצורך ביצוע פרויקטים אלו, נהוג להקים 3 ישויות משפטיות נפרדות:
 - חברת זכיון SPC (Special Purpose Company) - חברה ייעודית המתקשרת בהסכם זיכיון עם הגוף המזמין.
 - חברת קבלן הקמה EPC (Engineering, Procurement & Construction) - אחראית על הקמת הפרויקט.
 - חברת קבלן התפעול O&M (Operate & Maintenance) - תפעול ותחזוקת הפרויקט למשך תקופת הזיכיון (מבוצע באמצעות מגזר שירות ואחזקה).
- הענף - בענף זה מספר החברות מצומצם, חברות בעלות איתנות פיננסית ובעלות יכולות הנדסיות/מקצועיות גבוהות, בעלות ניסיון בניהול פרויקטים מורכבים. החברה מתמודדת עם אותן חברות על מכרזים ואינה יודעת להעריך את חלקה בתחום.
- לקוחות - פעילות החברה במגזר זה הינה בישראל בלבד. פרויקטים מסוג זה מוזמנים לרוב על-ידי גופים ממשלתיים/ציבוריים. במגזר זה לחברה אין תלות באף לקוח בודד ואין לה לקוח שתרומתו למחזור ההכנסות המאוחד הינה 10% ומעלה.
- פרויקטים במגזר זכיינות:**

פרויקט	סוג פרויקט	שיעור החזקה SPC ב- (%)	שיעור החזקה EPC ב- (%)	שיעור החזקה M&O ב- (%)	השלב בו מצוי הפרויקט	עלות הפרויקט בספרים SPC (מ'ש)	עלות הקמה מוערכת (מ'ש)	הפעלה עלות מוערכת (מ'ש)	תקופת הקמה (חודשים)	תקופת הפעלה (בשנים)	תקופת הקמה בשנים
עיר הבה"דים	BOT	17.31%	30.0%	21.5%	הקמה	9.3	1,600	3,500	44	21.5	3.7
אגירה שאובה - מעלה גלבוע	BOO	50%	50%	-	הקמה	65.1	1,670	750	51	20	4.3
חלוקת גז - אזור הנגב	BOT	33.3%	33.3%	33.3%	הקמה	0.8	183	66	60	18	5.0
חלוקת גז - אזור הדרום	BOT	33.3%	33.3%	33.3%	הקמה	0.4	92	33	60	18	5.0
היכל המשפט - תל אביב	BOT	50%	50%	100%	תפעול	3.7	270	110	48	20	4.0
מט"ש "מי נתינה"	BOT	100%	100%	100%	תפעול	146.3	170	175	62	18	5.2
מט"ש דימונה	BOT	100%	100%	100%	תפעול	9.3	35	35	36	15	3.0
מט"ש ערד	BOT	100%	100%	100%	תפעול	16.9	17	35	18	18	1.5

פרויקט עיר הבה"דים:

בשנת 2012 חתמה מבט לנגב בע"מ על הסכם זיכיון עם משרד הביטחון למימון, תכנון, הקמה, תפעול ותחזוקה של קריית ההדרכה של צה"ל בנגב. הפרויקט יוקם כ- 20 ק"מ מבאר שבע, כ- 14 ק"מ צפון-מערבית מירוחם, בשטח כולל של כ- 2,600 דונם, מתוכם 1,300 דונם מפותחים בשטח בנוי של 240,000 מ"ר. לקוח: משרד הביטחון. היקף כספי: כ-5 מיליארד ₪.

פרויקט אגירה שאובה

פרויקט למימון, תכנון, הקמה, תפעול ותחזוקה של תחנת כוח הידרואלקטרית בטכנולוגיית אגירה שאובה בעלת הספק מותקן של 300mw. אגירה שאובה הנה הדרך היעילה ביותר לאגירת חשמל בקנה מידה גדול ומשמשת כלי חשוב לניהול ולשליטה על מערכת החשמל וייעול פעילותה. הפרויקט ממוקם בדרום הר הגלבוע. לקוח: חברת חשמל. היקף כספי: כ-2.5 מיליארד ₪.



¹ BOT: (Build-Operate-Transfer) בנה-הפעל-העבר. שיטה של שותפות ציבורית-פרטית למימון פרויקט, שבה גוף פרטי מקבל זיכיון מגוף ציבורי כדי לממן, לתכנן, לבנות ולהפעיל מתקן ציבורי לתקופה קצובה. בישראל משך ההסכם הוא לרוב 25-35 שנים (כולל תקופת ההקמה).

חלוקת גז טבעי

זיכיון ממשלתי ל-25 שנה לחלוקת גז בשני אזורי חלוקה: נגב ודרום.

לקוח: לקוחות קצה - מפעלי תעשייה וצרכנים גדולים.

היקף הפרויקט: היקף הכנסות של כ-200 מיליון ₪ ל-5 שנים ראשונות (נגב: כ-80 מיליון ₪ ודרום כ-110 מיליון ₪).

היכל המשפט, תל אביב

פרויקט למימון, תכנון, הקמה, תפעול ותחזוקה של בניין בית המשפט החדש ברחוב וויצמן בתל אביב. הבניין בשטח של 18,000 מ"ר בנוסף לחניון המשתרע על 14,000 מ"ר, ובו 361 מקומות חנייה. בתוך הבניין חמש קומות פודיום למנהלה, מעצר, שטחי קבלת קהל, מסעדה, מזכירות וספרייה. במגדל 11 קומות כפולות שבהן אולמות משפט לערכאות מחוזי ושלום, לשכות שופטים וכו'.

לקוח: משרד האוצר. תקציב: כ-450 מיליון ₪.



ב. ניתוח S.W.O.T:

חוזקות

- **מוניטין** - לחברה מוניטין רב בביצוע פרויקטים רחבי היקף.
- החברה פועלת בחמישה מגזרים עיקריים ומתמקדת בתפיסת "מחזור חיים" (Life Cycle) - ייזום, הקמה ותפעול בניינים ופרויקטים כך שבאפשרותה להציע ללקוחותיה חבילה כוללת של שירותים מהקמת מבנה ועד עבודות תשתית כולל תיאום בין המערכות השונות. אסטרטגיה זו מקנה לה תוספת ערך מהסיווגיה בין כל מגזרי הפעילות.
- אלקטרה נחשבת כחברה "בולענית" הרוכשת את מתחרותיה במטרה להרחיב את פעילותה כחלק מאסטרטגיית "מחזור החיים" ובמטרה להגדיל את הרווחיות.
- הקבוצה הטמיעה **מערכות בקרה מתקדמות** המאפשרות ניהול, בקרה, וייעול של משאבי הקבוצה.
- הקבוצה מאופיינת ב**איתנות פיננסית** המאפשרת התמודדות על פרויקטים גדולים ומורכבים.
- לקבוצה **סיווג ביטחוני** גבוה המאפשר לה להתמודד על פרויקטים גדולים.
- בשנים האחרונות החלה להתרחב לחו"ל, כאשר מלבד ישראל פועלת ב-13 מדינות באירופה ואפריקה.
- לחברה **סיווג קבלני גבוה** כזה המאפשר לה להתחרות בכל מרכז.
- החברה מעניקה אחריות על שירותים ומוצרים אותם היא מתקינה בפרויקטים, משך האחריות נפרס על פני מספר שנים.
- הסכמים בלעדיים עם יצרנים מובילים בעולם.
- ניסיון מוכח במיזוגים ורכישות המשלב צמיחה אורגנית לאורך זמן.

הזדמנויות

- **התערבות ממשלתית** מוצהרת בשוק הנדל"ן יכולה להשפיע על פעילות החברה. במהלך 2014 מדיניות הממשלה הייתה להוריד את מחירי הנדל"ן במספר דרכים כגון מע"מ אפס, דירות להשכרה, מחיר מטרה, מתחמי דיור מועדפים וכדומה. ההתערבות הממשלתית יכול להשפיע לחיוב על מגזר היזמות ותחום הקבלנות של הקבוצה.
- **אין לחברה כמעט חוב לבנקים** - המינוף נמוך, דבר אשר מקנה לחברה גמישות פיננסית בכדי לרכוש פעילויות נוספות.
- **השקעות בתשתיות** - הגדלת **תקציבי הממשלה** לפיתוח תשתיות (פריסת קווי רכבת, מערכות הסעה המונית וכד') השפעה חיובית על פעילות הקבוצה.

חולשות ואיומים

- החברה מעניקה אחריות על שירותים ומוצרים אותם היא מתקינה בפרויקטים, משך האחריות נפרס על פני מספר שנים.
- **חשיפה לשינוי בשע"ח** - היחלשות האירו והרובל מול השקל.
- **חשיפה לשינוי במחירי ח"ג** - תחום פעילות החברה מאופיין ברווחיות יחסית נמוכה של כ-3% רווח נקי. כך שבמקרים מסוימים בהם החברה מתקשרת עם יזם בחוזה פאושלי, שינוי משמעותי במחירי חומרי הגלם יכול לגרור את החברה להפסדים.
- **סיכוני ריבית** - חלק מפעילות הקבוצה ממומנת באמצעות ריבית משתנה, וכל שינוי יכול להשפיע על תוצאות הקבוצה וכדאיות ההשקעה בפרויקטים.
- **סביבה כלכלית** - הפעילות העסקית של החברה מושפעת מאוד מהסביבה הכלכלית בישראל, כאשר מיתון בפעילות הכלכלית בישראל וכן הגדלת הגירעון בתקציב המדינה עלולים להשפיע על פעילות הקבוצה ורווחיותה.
- **תחרות** - פעילות הקבוצה מאופיינת בתחרות רבה בכל תחומי פעילותה.

ג. ניתוח סביבה כלכלית:

- פעילות החברה מושפעת משיעורי הצמיחה בישראל ובמדינות בחו"ל בהן החברה פעילה. שיעורי צמיחה אלו משפיעים ישירות על היקף ההשקעות, היקף העבודות, מחירי ההזמנות והתשומות בשוק. הן פעילות בניית המשרדים ובנייה שלא למגורים, והן פעילות הנדל"ן היזמי בישראל ובחו"ל מושפעות משיעורי הצמיחה וממדיניות הריבית במדינות הפעילות.
- פעילות החברה בחלקה ממומנת ע"י אשראי בנקאי הנושא ריבית בשיעור משתנה, השינוי בשיעור ריבית זה עלול להשפיע על כדאיות ההשקעה בפרויקטים מסוימים.
- החברה חשופה בחלקה לשינויים בשע"ח ובמדד המחירים לצרכן. עיקר ההסכמים הנחתמים עם ספקים, ומנגד השקעות אמצעייה הנזילים צמודים למדד המחירים לצרכן או/ו למטבע חוץ, כך שגם לאינפלציה וגם לשינוי בשע"ח ישנה השפעה על תוצאות ההתחייבויות וההשקעות. בגין חשיפה זו החברה עורכת הגנות חלקיות.
- החברה חשופה לשינוי במחירי חומרי בגלם אשר משמשים אותה לפעילותה.
- פעילות החברה ברובה מאופיינת בשווקים רווי מתחרים כאשר המגזרים המאופיינים בתחרותיות מועטה מאופיינים בחברות גדולות בעלות איתנות פיננסית ומוניטין, דבר זה משפיע מאוד על תמחור העבודות.

צמיחת התוצר:

- התוצר המקומי הגולמי, במחירים קבועים, עלה בשנת 2014 ב-2.8% לאחר עליות של 3.2% בשנת 2013 ו-3.0% בשנת 2012.

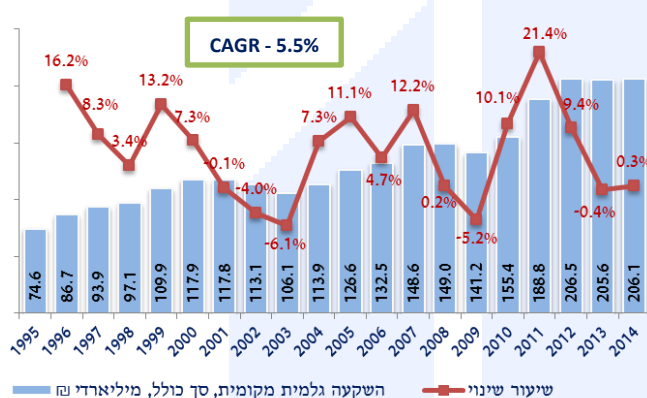
צמיחת התוצר 2003-2014



מקור: הלמ"ס

השקעה מקומית גולמית, (במחירים שוטפים):

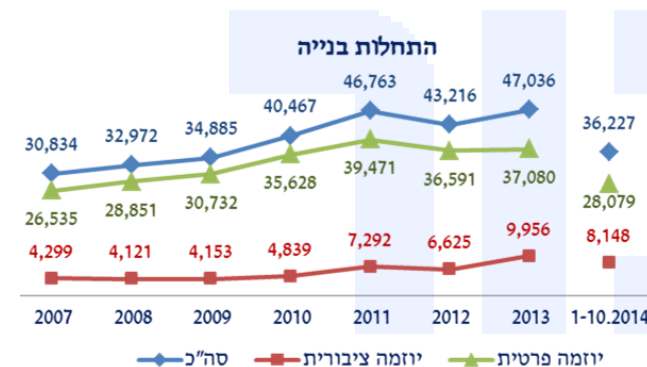
- ב-20 השנים האחרונות, חל גידול שנתי ממוצע של כ-5.5% (CAGR) בהשקעה המקומית מכ-74.6 מיליארד ₪ בשנת 1995 לכ-206 מיליארד ₪ בשנת 2014. ממוצע 3 שנים (CAGR) - 3.0% ממוצע 5 שנים (CAGR) - 7.8% ממוצע 10 שנים (CAGR) - 6.1%



מקור: הלמ"ס

התחלות בנייה:

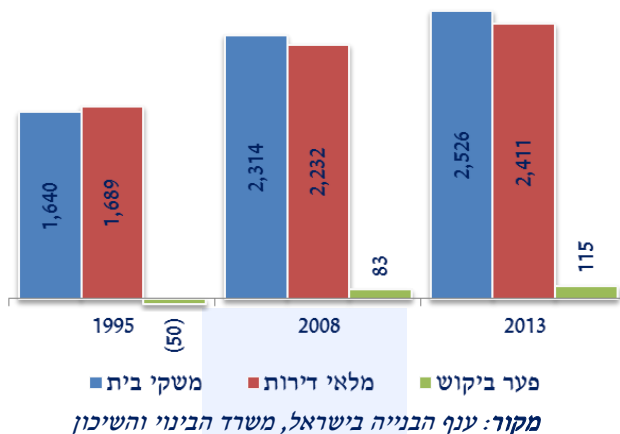
- עד חודש אוקטובר 2014, החלה בנייתן של כ-36.2 אלפי דירות, ירידה של 8% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.
- ב-2013 החלה בנייתן של כ-47 אלף דירות, גידול של 9% לעומת שנה קודמת.
- החל משנת 2011 היקף התחלות הבנייה עלה לכ-45 אלפי דירות בממוצע בשנה, גבוה משמעותית משנים קודמות (כ-32 אלפי דירות בממוצע בשנה בשנים 2005-2008).



מקור: ענף הבנייה בישראל, משרד הבינוי והשיכון

מחלקת שוק ההון

ביקוש והיצע לדירות (באלפים)



סה"כ הביקוש לדירות למול מספר משקי הבית:

- הגידול במספר משקי הבית מספק אומדן לביקוש השנתי לדירות מגורים. הביקוש לבין ההיצע נוצר כאשר קצב גמר הבנייה נמוך יותר מתוספת משקי הבית.
- משנת 1995 ועד שנת 2013, נוספו בישראל כ-886 אלף משקי בית.

השקעות בנייה:

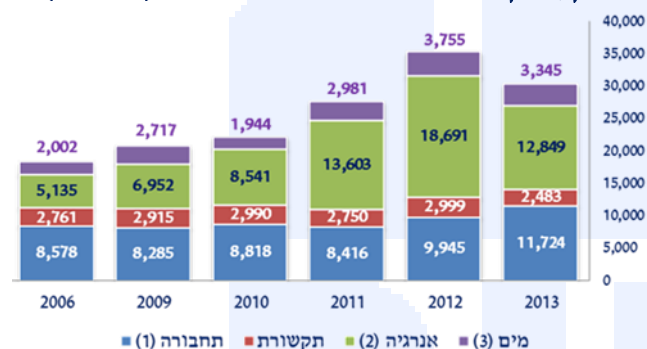
- בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2014, חלה ירידה במשקל ההשקעות בבניה לרמה של 9.6% מתוך התמ"ג. כמו כן, חלה ירידה ריאלית של 1.6% בהיקף ההשקעות בבנייה לעומת התקופה המקבילה אשתקד. בבנייה למגורים חלה ירידה של 1.4%, ובבנייה שלא למגורים חלה ירידה של 2.1%.
- בשנת 2013 הסתכם היקף ההשקעות בבנייה בכ-110 מיליארד ₪, גידול של 3.7% בהשוואה לתקופה קודמת.
- בשנים 2008-2013 חל גידול ריאלי של כ-50% בהיקף ההשקעות בבנייה, גידול שנתי ממוצע של 7%.

משקל ההשקעות בבנייה מתוך התמ"ג



- משקל ההשקעות בבניה שלא למגורים (מסחר, שירותים, תעשייה וכד') עמד על 20% ב-2013.
- משקל ההשקעות בתשתיות (סלילת כבישים, הנחת צינורות מים, תיעול, ביוב וכד') עמד ב-2013 על 20%.

השקעה מקומית גולמית בתשתיות - מחירי 2010 (מיליוני ₪)



השקעה בתשתיות:

- ההשקעה המקומית גולמית בתשתיות הסתכמה שנת 2013 בכ-30.75 מיליארד ₪, ירידה של 13.4% בהשוואה לתקופה הקודמת.
- לאורך השנים ניתן לראות גידול בהשקעה בתשתיות מלבד שנת 2013, כאשר עיקר ההשקעה הייתה במגזר האנרגיה.
- בין השנים 2006-2013, הגדלה ההשקעה באנרגיה בשיעור שנתי ממוצע של 20.1%.

מקור: הלמ"ס - שנתון סטטיסטי לישראל 2014

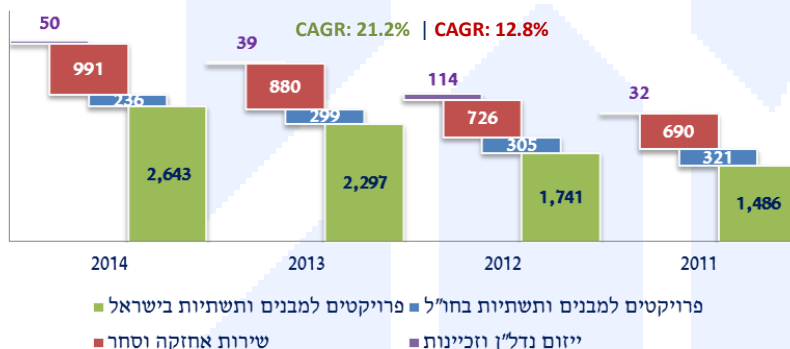
- (1) כולל כבישים, רכבת, נמלי ים ואוויר וכד'
- (2) כולל חשמל, נפט וגז
- (3) כולל מים, התפלת מים וביוב

ד. נתונים פיננסיים

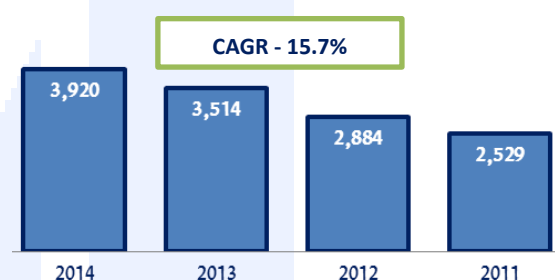
תמצית נתוני ד"ח רווח והפסד (במיליוני ₪):

2014	2013	2012	2011	
3,920	3,514	2,884	2,529	הכנסות מביצוע עבודות ומתן שירותים
11.5%	21.8%	14.1%	6.3%-	yoy%
349	330	308	284	רווח גולמי
8.9%	9.4%	10.7%	11.2%	% רווח גולמי
1	7	14	42	התאמת שווי הוגן בגין נדל"ן מניב
(144)	(137)	(131)	(133)	הוצאות הנהלה וכלליות
(22)	(24)	(25)	(25)	הוצאות מכירה ושיווק
28	9	5	8	חלק החברה ברווחי (הפסדי) ישויות המטופלות בשיטת השווי המאזני
(3)	2	(3)	(4)	הכנסות (הוצאות) אחרות נטו
209	187	167	172	רווח מפעולות רגילות
5.3%	5.3%	5.8%	6.8%	% רווח תפעולי
127	99	96	117	רווח נקי
3.2%	2.8%	3.3%	4.6%	% רווח נקי
258	228	192	168	EBITDA
6.6%	6.5%	6.7%	6.6%	EBITDA %

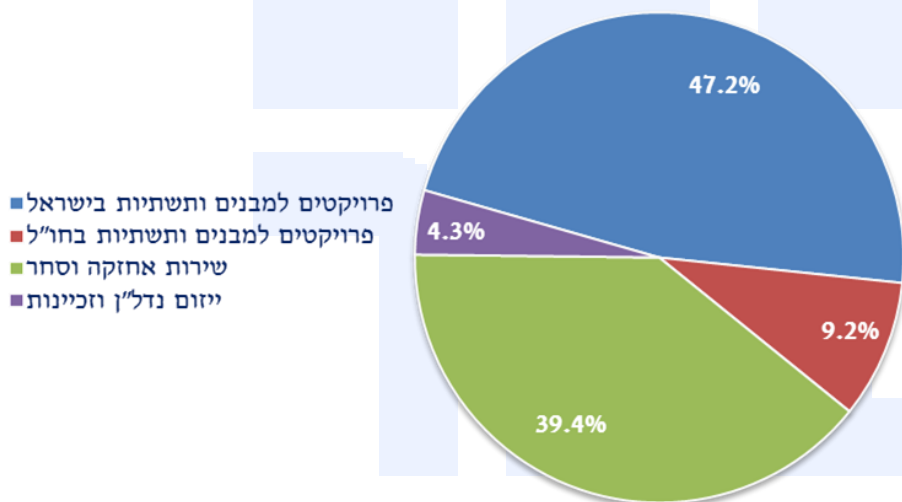
התפלגות הכנסות החברה לפי מגזר פעילות (במיליוני ₪)



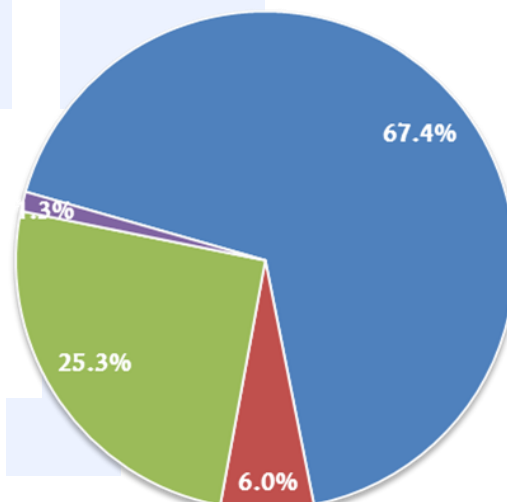
הכנסות החברה בשנים האחרונות (במיליוני ₪)



התפלגות רווח תפעולי לפי מגזר פעילות



התפלגות הכנסות לפי מגזר פעילות



מחלקת שוק ההון

➤ **הכנסות מביצוע עבודות ומתן שירותים** - הכנסות החברה גדלו בשנת 2014 בשיעור של כ-12% לעומת 2013. עיקר הגידול מתייחס למגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ומגידול במגזר שירות אחזקה וסחר.

▪ **פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל** - הכנסות גדלו בשנת 2014 בכ-15% והיוו כ-67% מסך המכירות לעומת כ-65% בשנת 2013. הגידול בפעילות נובע בעיקר מגידול בפעילות אלקטרה בניה ופעילות המערכות האלקטרו-מכאניות.

▪ **פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל** - הכנסות קטנו בשנת 2014 בכ-21% והיוו כ-6% מסך המכירות לעומת כ-8% בשנת 2013. הקיטון בפעילות נובע בעיקר מקיטון בהיקפי הפעילות באירופה ומסיום פרויקטים גדולים בחברה בת בניגריה.

▪ **שירות אחזקה וסחר** - הכנסות גדלו בשנת 2014 בכ-12% והיוו כ-26% מסך המכירות בדומה לשנת 2013. הגידול נובע מגידול במרבית פעילויות המגזר.

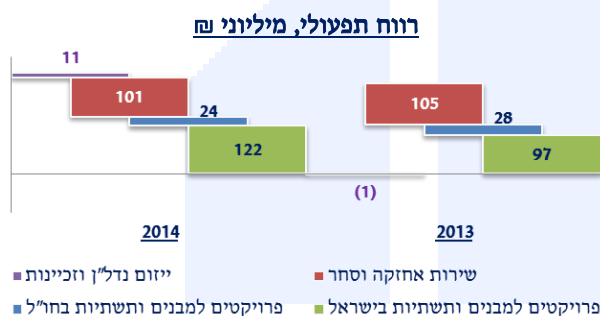
▪ **פיתוח והקמה של נדל"ן ביזום** - במהלך 2014 נמסרו 12 דירות בפרויקט בבולגריה וכן הוכרה הכנסה בגין העברת בעלות של 4 דירות בפרויקט דאבליו-פריים. עיקר ההכנסות נבעו מהכנסות שכירות בגין נדל"ן מניב (מגדל אלקטרה).

▪ **זכיינות** - ההכנסות נבעו בעיקר ממכוני טיהור שפכים אשר הסתכמו בכ-15 מיליון ₪ לעומת 12 מיליון ₪ בשנת 2013. עיקר הגידול נובע מהפעלה מלאה של מט"ש נתניה שהקמתו הושלמה.

➤ **רווח גולמי** - הרווח הסתכם בשנת 2014 בכ-349 מיליון ₪, גידול של כ-6% לעומת שנת 2013. עיקר הגידול ברווח נובע ממגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל.

➤ **חלק החברה ברווחי ישויות המטופלות בשיטת השווי המאזני** - בשנת 2014 נבעו לחברה הכנסות כתוצאה מהחזקה במספר ישויות המטופלות בשיטת השווי המאזני בקשר עם ביצוע פרויקט עיר הבה"דים ופרויקט אגירה שאובה גלבוני.

➤ **הוצאות מימון, נטו** - הוצאות המימון הסתכמו בשנת 2014 בכ-36 מיליון ₪ לעומת כ-47 מיליון ₪ בשנת 2013. עיקר הקיטון נובע מהצמדת התחייבויות למדד המחירים לצרכן אשר ירד בשנת 2014 ב-0.1% לעומת עליה של 1.9% בשנת 2013.



➤ **רווח תפעולי** - הרווח מפעילויות נמשכות הסתכם בשנת 2014 בכ-209 מיליון ₪, גידול של כ-12% לעומת 2013. עיקר הגידול נובע ממגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות בישראל.

➤ **רווח נקי** - הרווח הנקי הסתכם בשנת 2014 בכ-127 מיליון ₪, גידול של כ-29% לעומת 2013. בנטרול רווחי שערון נכסים, הרווח הסתכם ב-126 מיליון ₪ לעומת 92 מיליון ₪ בשנת 2013, גידול של כ-37%. עיקר הגידול נובע ממגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ומירידה של כ-11 מיליון ₪ בהוצאות המימון.

תמצית מאזן (במיליוני ₪):

2014	2013	2012	2011	
נכסים				
467	321	326	260	מזומנים ושווי מזומנים
2,347	1,786	1,738	1,593	סה"כ רכוש שוטף
66.1%	54.2%	53.4%	55.6%	% מסך המאזן
1,205	1,507	1,516	1,271	סה"כ השקעות לזמן ארוך
33.9%	45.8%	46.6%	44.4%	% מסך המאזן
3,553	3,293	3,254	2,864	סה"כ נכסים
התחייבויות				
78	70	116	229	אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים
1,834	1,545	1,391	1,378	סה"כ התחייבויות שוטפות
51.6%	46.9%	42.7%	48.1%	% מסך המאזן
577	419	407	311	איגרות חוב
869	858	1,032	733	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך
24.5%	26.1%	31.7%	25.6%	% מסך המאזן
850	890	831	753	סה"כ הון
23.9%	27.0%	25.5%	26.3%	% מסך המאזן
3,553	3,293	3,254	2,864	סה"כ התחייבויות והון

נכסים: נכסי החברה גדלו בשנת 2014 בכ-8% והסתכמו בכ-3.55 מיליארד ₪

➤ **נכסים שוטפים** - הסתכמו ל-2,347 מיליון ₪ לעומת 1,786 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול נובע בעיקר מסיווג נכס מוחזק למכירה (מגדל אלקטרה) בסך של כ-298 מיליון ₪. בהתאם לכך, קטנו גם הנכסים הלא שוטפים.

התחייבויות:

➤ **התחייבויות שוטפות** - הגידול נובע בעיקר עקב סיווג הלוואה למימון נדל"ן מניב (מגדל אלקטרה) לקבוצת ההתחייבויות השוטפות מאחר סווג כנכס מוחזק למכירה.

➤ **התחייבויות הלא שוטפות** - עיקר הגידול נובע מהנפקת אגרות חוב סדרה ד' וסיווג הלוואה למימון נדל"ן מניב. מנגד סווגה ההלוואה למימון מגדל אלקטרה מחוב ז"א לז"ק.

הון עצמי:

בסוף שנת 2014, הונה העצמי של החברה עומד על 850 מיליון ₪, לעומת 890 מיליון ₪ בסוף שנת 2013. השינוי נובע בעיקר מרווח נקי של כ-127 מיליון ₪ ובניכוי דיבידנד בסך של 70 מיליון ₪, ומהתאמות הנובעות מהשפעת שערי חליפין של מטבעות בשווקי פעילות בהם פועלת החברה ביחס לשקל (בעיקר רובל) בסך של כ-102 מיליון ₪.

ה. תחזית והנחות למודל הערכת השווי:

הנחות כלליות:

- הכנסות - תחזית הכנסות החברה מתבססות בעיקר על הגידול בהשקעות בתוצר בישראל. בחמש השנים האחרונות ההשקעות בתוצר גדלו בכ-7.8% וב-20 השנים האחרונות בכ-5.5%.
- עלות המכר - בהתאם להוצאה בשנים האחרונות, וצפויה להשתנות בהתאם להיקפי הפעילות.
- הוצאות תפעוליות (מכירה, שיווק, הנהלה וכלליות) - הוערכו בהתאם למגמה בשנים האחרונות, וישתנו בהתאם לשינוי בהיקפי הפעילות.
- צמיחה לטווח ארוך- הנחנו כי שיעור צמיחה לטווח הארוך יעמוד על 1.5%.
- השקעה בהון חוזר: בהתאם לימי ההון החוזר הנהוגים בחברה.
- השקעות (Capex) והשקעות בנכסים בלתי מוחשיים: הנחנו השקעות בגובה הפחת.
- שיעור ההיוון (Wacc): שיעור ההיוון המעוגל של הקבוצה המתקבל ממודל הינו 10.5%. להערכתנו, כל מגזר פעילות מאופיין ברמת סיכון שונה:
 - פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל - הונח שיעור היוון של 11.0%.
 - פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל - הונח שיעור היוון של 12.0%.
 - שירות אחזקה וסחר - הונח שיעור היוון של 9.5%.
- שיעורי המס החלים על הקבוצה:
 - בישראל - שיעור קבוע של 26.5%.
 - בחו"ל - שיעור קבוע של 30%, בהתאם לשיעורי המס בניגריה (96% מהכנסות החברה נבעו מאפריקה).

תחזית מגזרי פעילות:

- פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל:
- התחזית לוקחת בחשבון את חלקה הקבוצה בחברת בחופרי השרון לפי שיעור החזקה של 51%.

TV	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	
2,923	2,880	2,838	2,796	2,754	2,714	הכנסות
1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.7%	yoy %
146	146	146	145	144	142	רווח גולמי
5.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	% רווח גולמי
30	29	29	28	28	28	הוצאות הנהלה שיווק מכירה כלליות ואחרות
1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	% מהכנסות
116	117	117	117	116	114	רווח תפעולי
4.0%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	% רווח תפעולי
139	140	141	142	143	144	EBITDA
4.7%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	EBITDA %
31	31	31	31	31	30	הוצאות מס
85	86	86	86	85	84	רווח תפעולי לאחר מס
(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	השקעה
22	23	24	25	27	30	פחת
0	0	0	0	0	0	השקעות בהון חוזר
83	84	85	86	88	89	FCF

שווי פעילות "פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל" מוערך בכ-882 מיליוני ₪.

- להלן אינדיקציה לשווי הפעילות עפ"י מכפילי EV/EBITDA:

TV	2015	2014	שנה	
139	144	146	מכפיל	
693	722	732	5.0	EV
762	794	805	5.5	
831	867	878	6.0	
900	939	951	6.5	
970	1,011	1,024	7.0	

על פי גישת המכפילים, שווי הפעילות נע בטווח שבין 800 ל-900 מיליון ש"ח

מחלקת שוק ההון

פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל:

TV	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	
235	232	221	210	200	191	הכנסות
1.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	19.2%-	yoy %
38	37	35	33	31	29	רווח גולמי
16.0%	15.9%	15.7%	15.5%	15.4%	15.2%	% רווח גולמי
17	17	16	15	15	14	הוצאות הנהלה שיווק מכירה כלליות ואחרות
7.1%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	% מהכנסות
21	20	19	17	16	15	רווח תפעולי
8.9%	8.8%	8.5%	8.2%	8.0%	7.7%	% רווח תפעולי
24	24	22	20	19	18	EBITDA
10.3%	10.2%	9.9%	9.7%	9.5%	9.2%	EBITDA %
6	6	6	5	5	4	הוצאות מס
15	14	13	12	11	10	רווח תפעולי לאחר מס
(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	השקעה
3	3	3	3	3	3	פחת
0	0	0	0	0	0	השקעות בהון חוזר
14	13	12	11	10	9	FCF

שווי פעילות "פרויקטים למבנים ותשתיות בחו"ל" מוערך בכ-121 מיליוני ש"ח.

להלן אינדיקציה לשווי הפעילות עפ"י מכפילי EV/EBITDA:

TV	2015	2014	שנה	
24	18	25	מכפיל	
145	105	153	6.0	EV
157	114	165	6.5	
169	123	178	7.0	
181	132	191	7.5	
193	141	204	8.0	

על פי גישת המכפילים, שווי הפעילות נע בטווח שבין 105 ל-135 מיליון ש"ח

שירות אחזקה וסחר:

TV	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	
1,052	1,036	1,026	1,016	1,001	996	הכנסות
1.5%	1.0%	1.0%	1.5%	0.5%	0.5%	yoy %
133	131	130	128	126	126	רווח גולמי
12.7%	12.7%	12.7%	12.6%	12.6%	12.6%	% רווח גולמי
26	26	25	25	25	25	הוצאות הנהלה שיווק מכירה כלליות ואחרות
2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	% מהכנסות
107	106	105	103	101	101	רווח תפעולי
10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.1%	10.2%	% רווח תפעולי
124	121	119	117	115	114	EBITDA
11.8%	11.7%	11.6%	11.5%	11.4%	11.4%	EBITDA %
28	28	28	27	27	27	הוצאות מס
79	78	77	76	75	74	רווח תפעולי לאחר מס
(17)	(16)	(15)	(14)	(13)	(12)	השקעה
16	16	15	14	13	12	פחת
0	0	0	0	0	0	השקעות בהון חוזר
78	77	77	76	75	75	FCF

שווי פעילות "שירות אחזקה וסחר" מוערך בכ-956 מיליוני ש"ח.

להלן אינדיקציה לשווי הפעילות עפ"י מכפילי EV/EBITDA:

TV	2015	2014	שנה	
124	114	114	מכפיל	
930	852	855	7.5	EV
992	909	912	8.0	
1,054	966	969	8.5	
1,116	1,023	1,026	9.0	
1,178	1,080	1,083	9.5	

על פי גישת המכפילים, שווי הפעילות נע בטווח שבין 0.9 ל-1.1 מיליארד ש"ח

מחלקת שוק ההון

ריכוז הערכת שווי והנחות ל-NAV, (במיליוני ₪):

מגזרי פעילות	פרויקט	סוג פרויקט/מיקום	חלק החברה	שווי כלכלי (מ' ₪)	הנחה ל-NAV	שווי ל-NAV במיליוני ₪	מתודולוגיה
קבלנות:	מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל						DCF
	מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות בח"ל						DCF
	סה"כ קבלנות						1,003
שירותי אחזקה וסחר: Facility Management	סה"כ שירותי אחזקה						DCF
	עיר הבה"דים						9
	אגירה שאובה - מעלה גלבע						65
	חלוקת גז - איזור הנגב						1
	חלוקת גז - איזור הדרום						0
	היכל המשפט - תל אביב						4
	מט"ש "מי נתניה"						146
	מט"ש דימונה						9
	מט"ש ערד						17
	סה"כ זכיינות						252
זממות נדל"ן: (באמצעות אלקטרה השקעות)	נמכר						נמכר
	מגדל אלקטרה						222
	Midtown						38
	גרין פארק						22
	Prime W						26
	Botanic - שלב א'						17
	חוף אכזיב						0
	Planetograd						284
	Hills - Kalimanci						58
	Botanic - שלב ב' + ג'						10
	Park Green						13
	Center - Business						16
	Platinum Tower						41
	Pory						13
	Plavnieki						3
	Pasilaiciai						3
	סה"כ זממות נדל"ן						764
	סה"כ שווי						2,976
	יזמות נדל"ן						538
	סה"כ נכסים כולל יזמות נדל"ן						3,514
	חוב פיננסי ברוטו						(1,015)
	יחס שווי נכסים לחוב פיננסי						3.5
	יחס LTV						29%
	התחייבויות מיסים נדחים ושוטפים, נטו						(31)
	הוצ' הנהלה וכלליות והוצ' מכירה ושיווק מהוונות (1)						(331)
	NAV						2,138
	שווי שוק (29.04.2015)						1,676
	דיסקאונט						27.6%

ממוצע	בקיזוז שווי הנהל"כ	כולל שווי הנהל"כ	(במיליוני ₪)
2,303	2,138	2,469	NAV, מיליוני ₪
645	598	691	שווי כלכלי למניה, ₪
469	469	469	שווי למניה ליום 29.04.2015
37.4%	27.6%	47.3%	דיסקאונט

(1) קיזוז שווי פעילות המטה - היות ומדובר בקבוצת חברות בעלות סינרגיה משמעותית, אנו מעריכים כמקובל בשוק, כי תרומתה של פעילות המטה לערך החברה הינה חיובית ואף גדולה מעלותה. בנוסף, שווי הפעילות היזמית שנלקחה במודל הינה עפ"י השווי בספרים וללא הפוטנציאל הגלום בהן ולכן נלקחה לפי שווי של 50% מעלותה.

רגישות לפרמטרים מהותיים: אדום - נמוך משווי המניה בבורסה ירוק - גבוה משווי המניה בבורסה

שווי אלקטרה עם שינוי בשיעור ההיוון ושינוי בשיעור צמיחה לט"א, באגורות:

שיעור שינוי בצמיחה לטווח ארוך							
3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	0.0%	
95,396	89,316	84,251	79,965	76,289	73,099	70,305	8.5%
88,091	83,111	78,896	75,280	72,144	69,397	66,970	9.0%
81,994	77,848	74,293	71,209	68,508	66,122	63,998	9.5%
76,823	73,327	70,294	67,637	65,291	63,203	61,332	10.0%
72,380	69,397	66,785	64,478	62,424	60,585	58,928	10.5%
68,520	65,950	63,681	61,662	59,853	58,223	56,747	11.0%
65,133	62,901	60,915	59,136	57,533	56,082	54,761	11.5%
62,137	60,183	58,434	56,857	55,430	54,131	52,944	12.0%
59,466	57,746	56,195	54,791	53,514	52,346	51,275	12.5%

מרחק מהיעד בהתאם לשינוי בשיעור ההיוון ושינוי בשיעור צמיחה לט"א (%):

שיעור שינוי בצמיחה לטווח ארוך							
3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	0.0%	
103.3%	90.4%	79.6%	70.4%	62.6%	55.8%	49.8%	8.5%
87.7%	77.1%	68.1%	60.4%	53.8%	47.9%	42.7%	9.0%
74.8%	65.9%	58.3%	51.8%	46.0%	40.9%	36.4%	9.5%
63.7%	56.3%	49.8%	44.2%	39.2%	34.7%	30.7%	10.0%
54.3%	47.9%	42.3%	37.4%	33.0%	29.1%	25.6%	10.5%
46.0%	40.6%	35.7%	31.4%	27.6%	24.1%	20.9%	11.0%
38.8%	34.1%	29.8%	26.0%	22.6%	19.5%	16.7%	11.5%
32.4%	28.3%	24.5%	21.2%	18.1%	15.4%	12.8%	12.0%
26.7%	23.1%	19.8%	16.8%	14.1%	11.6%	9.3%	12.5%

בהתאם להנחות שפורטו לעיל, החברה מוערכת בכ-2,303 מיליון ₪ (שווי של כ-64,478 אגורות למניה) המשקפים דיסקאונט של כ-37.4% לשווי הסחיר.

1. מתודולוגיה והנחות:

1. הגישה ששימשה לביצוע הערכת השווי זו הינה גישת הוון תזרימי מזומנים חופשי- (Discounted Cash Flow) D.C.F.
2. הערכה מניחה כי החברה תוכל ליצור תזרימי מזומנים בעתיד אשר יהוונו בשיעור הוון המשקף את פעילות החברה. הערכה בוצעה תחת ההנחה כי החברה הינה "עסק חי" (Going Concern) ויפעל בטווח הארוך.
3. הערכת השווי בוצעה ללא הנחה של השקעות מהותיות או שינויים מהותיים.
4. הערכת השווי בוצעה לפי דוחות כספיים ל-31/12/2014, ומבוסס על מידע ציבורי בלבד.

חישוב שיעור ההוון - WACC: חישוב שער ההוון במספר שלבים:

1. חישוב מחיר ההון העצמי (Ke)

$$Ke = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

נתון	ערך	פירוט
ריבית חסרת סיכון (Rf)	0.64%	אג"ח ממשלתי גליל 0841 ל-20 שנים (ברוטו), נכון ל-02.04.15
פרמיית סיכון (Rm-Rf)	6.80%	מאתר דמודרן - פרמיית הסיכון הכולל לישראל, נכון לינואר 2015
ביטא של החברה (β)	0.76	ביטא ל-3 שנים ממערכת ביזפורטל
פרמיית סיכון על ה-Ke	6.03%	פרמיית סיכון ספציפי לגודל לפי IBBOTSON
מחיר ההון העצמי Ke	11.8%	

2. חישוב שיעור ההוון WACC

$$WACC = \frac{D}{D+E} * Kd * (1-T) + \frac{E}{D+E} * Ke$$

נתון	ערך	פירוט
מחיר ההון העצמי Ke	11.8%	
משקל הון, E/(D+E)	82.5%	מבנה החוב של החברה
משקל חוב, D/(D+E)	17.5%	
מס חברות	26.5%	שיעור מס חברות בישראל
מחיר החוב (Kd)	2.0%	מחיר החוב של החברה

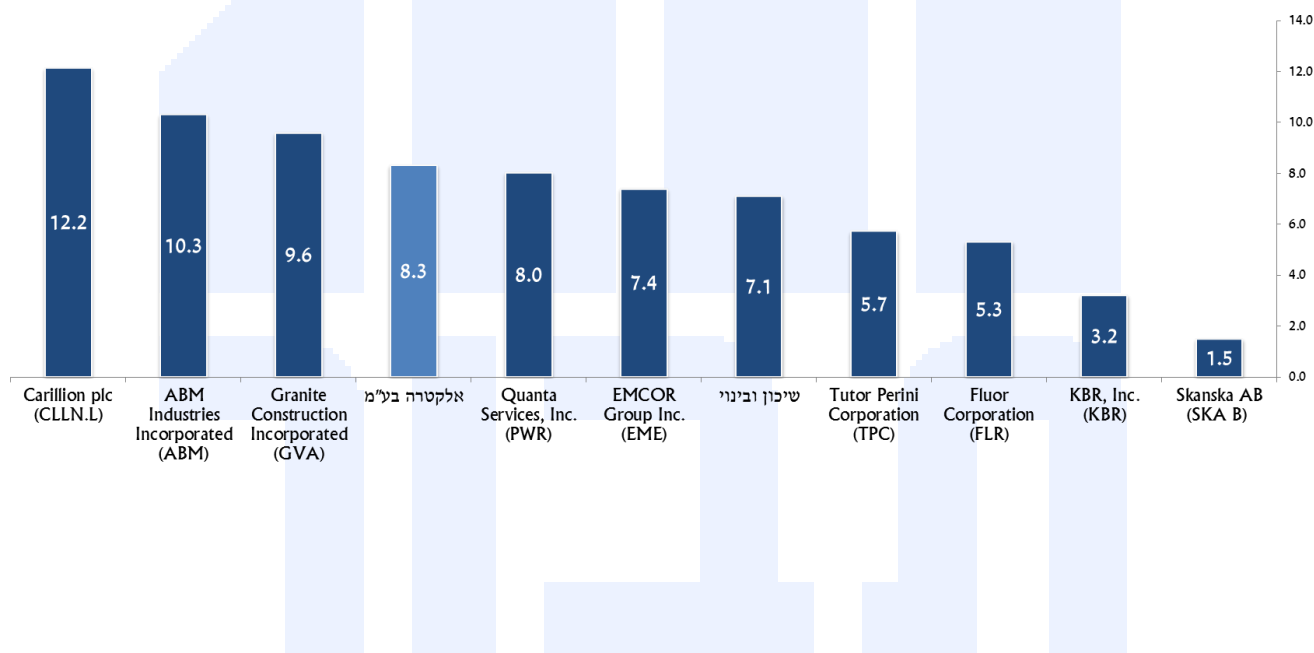
שיעור ההוון המעוגל המתקבל במודל ה-WACC הינו כ-10.5%

השוואה לחברות בענף :

חברה	אלקטרה בע"מ	Granite Construction Incorporated (GVA)	Carillion plc (CLLN.L)	EMCOR Group Inc. (EME)	Tutor Perini Corporation (TPC)	KBR, Inc. (KBR)	Fluor Corporation (FLR)	Quanta Services, Inc. (PWR)	ABM Industries Incorporated (ABM)	Skanska AB (SKA B)	שיכון ובינוי
מסבע מקור	במיליוני \$	במיליוני דולר	במיליוני דולר	במיליוני דולר	במיליוני דולר	במיליוני דולר	במיליוני דולר	במיליוני דולר	במיליוני דולר	במיליוני דולר	במיליוני \$
עיסוק	בנייה הנדסה ושירותים	בנייה ותשתיות	בנייה והנדסה	בנייה ותשתיות	בנייה ותשתיות	בנייה ותשתיות	בנייה ותשתיות	בנייה ותשתיות	בנייה ותשתיות	בנייה ותשתיות	בנייה ותשתיות
M.V	1,676	1,260	1,520	2,790	1,020	2,240	8,470	5,880	1,640	7,766	3,665
E.V	2,152	1,281	2,309	2,707	1,705	1,207	7,497	5,473	1,923	9,320	6,974
נתונים מאזניים											
מכפיל הון עצמי	2.0	1.6	1.7	2.0	0.7	0.9	2.7	1.4	1.7	0.4	2.3
מכפיל רווח נקי	13.2	49.7	12.6	16.5	9.5	29.9	16.6	14.0	21.7	2.0	8.0
מכפיל EV ל- EBITDA	8.3	9.6	12.2	7.4	5.7	3.2	5.3	8.0	10.3	1.5	7.1
מכפיל מכירות	0.4	0.6	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	0.9	0.3	0.3	17.2%
שיעור רווח גולמי	8.9%	11.0%	9.4%	14.1%	11.3%	5.8%	6.5%	16.2%	0.0%	9.1%	12.2%
שיעור רווח תפעולי	5.3%	3%	4.1%	4.5%	5.4%	4.3%	5.6%	8.1%	2.6%	3.3%	7.4%
שיעור רווח נקי	3.2%	1%	3.5%	2.6%	2.4%	1.0%	2.4%	6.5%	1.5%	2.7%	15.9%
שיעור EBITDA	6.6%	6%	5.4%	5.7%	6.6%	5.2%	6.5%	10.4%	3.7%	4.4%	14.4%
חוב למאזן	23.9%	49.0%	23.0%	41.8%	36.2%	45.3%	38.0%	73.1%	44.2%	22.9%	85.6%
חוב למאזן	76.1%	51.0%	77.0%	58.2%	63.8%	54.7%	62.0%	26.9%	55.8%	76.9%	

חברה	ממוצע ענפי	MIN	MAX
מכפיל הון עצמי	1.7	0.4	2.7
מכפיל רווח נקי	20.0	2.0	49.7
מכפיל EV ל- EBITDA	7.8	1.5	12.2
מכפיל מכירות	0.4	0.2	0.9
שיעור רווח גולמי	11.2%	0.0%	17.2%
שיעור רווח תפעולי	5.9%	2.6%	12.2%
שיעור רווח נקי	3.5%	1.0%	7.4%
שיעור EBITDA	7.7%	3.7%	15.9%
חוב למאזן	43.1%	14.4%	73.1%
חוב למאזן	68.0%	26.9%	85.6%

מכפיל EV ל- EBITDA



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת אנליזה

מנהל מחלקה: צור אילן

השכלה: BA בכלכלה ומדעי החברה עם התמחות בחשבונאות ומימון מהאוניברסיטה הפתוחה.
MBA במנהל עסקים עם התמחות במימון מהאוניברסיטה העברית בירושלים - **מסיים**.
ניסיון באנליזה: אנליסט מחקר בשוק ההון החל משנת 2004 ועד היום בחברות הבאות: כרמים שוקי הון, הדס ארזים בית השקעות, ישיר בית השקעות (ביטוח ישיר) ובחברת הברוקרים מרץ השקעות בע"מ.

אנליסט בכיר: עומר כנפי

השכלה: BA בבנקאות ושוק ההון, המכללה האקדמית נתניה.
MBA במנהל עסקים עם התמחות ביזמות וניהול היי-טק, אוניברסיטת בן גוריון בנגב.
ניסיון באנליזה: אנליסט בחברות ייעוץ החל משנת 2008. אנליסט בחברת תבור החל משנת 2014.

אנליסט: יאיר אביגור

השכלה: בעל רישיון לניהול תיקי השקעות משנת 2012.
BA בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בר אילן.
ניסיון מקצועי: אנליסט ומנהל תיקי השקעות בחברת דיבידנד השקעות(ת.א) בע"מ החל משנת 2011.

התאגיד מטעמו פועל מכין האנליזה

תבור כלכלה ופיננסים בע"מ
בית קורקס, רח' זרחין 10 רעננה 4366238. טלפון משרד ראשי 09-7776800/1 www.tavor.biz
מנהל מחלקת שוק ההון: צור אילן, טלפון 09-7776822 דוא"ל: zury.ilan@tavor.biz

גילוי נאות מטעם מכין העבודה

אין למכין העבודה כל ניגוד אינטרסים וכל אינטרס סמוי או גלוי מול החברה המסוקרת ולא קיבל ואינו מקבל תמורה כלשהיא מהחברה המסוקרת.

הערות נוספות

המלצה	הערות
קניה:	המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה וביחס 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 תשואת יתר של 10% לתשואת חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
תשואת חסר:	המניה צפויה להניב תשואת יחסר של 10%-20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
מכירה:	המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה וביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.

סיכונים

רמת סיכון	הערות
סיכון גבוה:	עלות החוב גבוהה מאוד ביחס לשוק, סחירות נמוכה ביחס לשוק המניות.
סיכון בינוני:	עלות החוב סבירה ביחס לשוק, סחירות בינונית ביחס לשוק המניות.
סיכון נמוך:	עלות החוב נמוכה ביחס לשוק, סחירות גבוהה ביחס לשוק המניות.

גרף היסטורי והמלצות



הצהרת האנליסט

אני, יאיר אביגור, בעל רישיון לניהול תיקי השקעות מטעם הרשות לניירות ערך מס' 11343, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יאיר אביגור

הערה משפטית

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה ע"י מחלקת שוק ההון בחטיבת מחקר כלכלי ואסטרטגיה בחברת תבור כלכלה ופיננסים. מסמך זה מופנה למשקיעים מוסדיים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, תשכ"ח 1968 בלבד. דו"ח זה מבוסס על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע ציבוריים הנחשבים בעיני החברה כאמינים. הנחת החברה היא כי המידע ונתונים אלו נכונים, אך אין השימוש בהם מהווה אימות ו/או אישור לבדיקת נכונותם.

הניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו המלצה ו/או הצעה ו/או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך שהונפקו בידי התאגיד הנסקר. הניתוח אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הניתוח מופנה למשקיעים מוסדיים בלבד כחומר מסייע ואין לקבל על בסיסו בלבד. החלטות השקעה כלשהן. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. למשקיעים שונים עשויות להיות מטרות שונות, ובהתאם לכך על כל משקיע להתאים את השקעותיו למטרותיו וצרכיו.

חברת תבור כלכלה ופיננסים בע"מ ("תבור"), חברות בשליטתה וכן עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה. תבור ותאגידים מקבוצת תבור עוסקים בייעוץ כלכלי ואסטרטגי, ניהול פרויקטים, ניהול השקעות, בנקאות להשקעות, מחקר וייעוץ למוסדיים בשוק ההון ופעילות אחרות בשוק ההון. בהתאם לכך, הנחת הקורא צריכה להיות שתבור ותאגידים מקבוצת תבור, עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם מחזיקים בניירות הערך המתוארים בדוח זה ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו ו/או ימכרו ו/או יפיצו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. בנוסף הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שלקבוצת תבור יש זיקה אליהם בשל תמורה שתקבל מאת מנפיק ניירות הערך ו/או מוכריו ו/או מפיציו במסגרת מתן שירותים ובכלל זה שירותים בשוק ההון.

סוף מסמך