

15.08.2021

קבוצת מבנה

סימוכין: SY /105/21

ברי גנדנשטיין

מבנה – רבעון 2 2021

המלצה	פער כלכלי (אחוזים)	מחיר יעד למניה (₪)	שווי שוק למניה (₪)
Buy	14%	11.5	10.1

גרף מניה/מדד (12 חודשים אחרונים)



אנו מעלים את מחיר היעד ל-11.5 ש"ח למניה ומשאירים את ההמלצה על Buy. התחזית שלנו קרובה לטווח העליון של תחזית החברה המעודכנת לשנת 2021 כאשר העלייה במחיר היעד נובעת מביטול מקדמי השפעת הקורונה שצפו ירידה בהנבה של נכסים קיימים.

תוצאות רבעון 2 2021: החברה מציגה עליה משמעותית ב- NOI בישראל, בעיקר לאור ירידה בהקלות שניתנו לשוכרים מ-9 מיליון ל-2 מיליון ₪ ביחס לרבעון הקודם. כתוצאה, ה- NOI בישראל היה גבוה מהרמה טרום קורונה, ואנו מצפים לשיפור קטן נוסף עם ביטול ההקלות לחלוטין. במקביל, ה- NOI מחו"ל ירד, וזאת לאור מכירת נכסים- החברה מכרה בשנים האחרונות נכסים בהיקף משמעותי בחו"ל, כאשר מעבר לתזרים שהתקבל במכירה היא הצליחה להקטין משמעותית את הוצאות המטה שלה. כתוצאה, החברה הציגה הרבעון עליה קלה ב- NOI ועליה משמעותית יותר ב- FFO, שהיה גבוה מהרמה טרום קורונה. כמו כן, היא העלתה את התחזית שלה ל- NOI ול- FFO בשנה זו בכ-13-17 מיליון ₪, כאשר אנו מצפים כי תסיים את השנה בטווח העליון של התחזית המעודכנת.

תקופה	Q1 2021	Q2 2021	שיעור שינוי	2019	2020	שיעור שינוי
NOI	165.1	168.8	2.2%	702.8	664.1	-5.5%
FFO	99.4	107.5	8.2%	376.9	381.7	1.3%
תפוסה ממוצעת	90.7%	91.5%		90.0%	90.6%	

מינוף ונדילות: מבנה מציגה נדילות טובה עם מזומן בסך של כ-215 מיליון ₪ ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-1.5 מיליארד ₪. המינוף של החברה נמוך יחסית עם יחס חוב נטו ל- CAP נטו בסך של 41.6% בהתאם לשווי הנכסים בספרים. בשנתיים הקרובות לחברה פירעונות חוב בסך של כ-1.2 מיליארד ₪ בריבית ממוצעת של כ-2.75%, כאשר חלק מאגרות החוב של החברה נסחרות בתשואה ברוטו שלילית.

תקופה	Q4 2019	Q4 2020	Q2 2021
חוב ל- CAP	53.3%	47.2%	43.8%
חוב נטו ל- CAP נטו	51.0%	44.4%	41.6%
ריבית ממוצעת	3.23%	2.71%	2.72%
מרווח ריבית נוכחי (א"ג"כ)	1.38%	1.51%	1.40%

חלוקת דיבידנד: מבנה חזרה לחלק דיבידנד בשנת 2020. דירקטוריון החברה החליט על חלוקה בסך 200 מיליון ₪ בשנת 2021, מעט מתחת ל-50% מה- FFO הצפוי. חלוקה בהיקף זה מייצגת תשואת דיבידנד בשיעור של כ-2.5% בהתאם למחיר המניה הנוכחי.

מסמך זה הינו מסמך עבודה פנימי המיועד לשימוש עובדי בנק לאומי לישראל בע"מ בלבד, הינו רכוש הבלעדי של בנק לאומי וכל העושה בו שימוש לא מורשה וללא קבלת ייעוץ השקעות מלא עושה זאת על אחריותו בלבד. חל איסור להעביר מסמך זה לצדדים שלישיים ללא קבלת הסכמתנו מראש ובכתב. הערכות שווי לגבי מניות, הינן צופות פני עתיד וכרוכות, מעצם טיבן, באי ודאויות וסיכונים טעות רבים, שעל המשקיע להביא בחשבון. השקעה במניות יש לבצע, אך ורק בהתבסס על מכלול שיקוליו וטעמיו של המשקיע, תוך קבלת יעוץ השקעות מלא. עבודה זו בוצעה בהתבסס אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור. לא בוצעו על לאומי פרטנרס מחקרים. כל בדיקות שקיידה נאותה או כל בדיקות אחרות על מנת לאמת את המידע ששימש בסיס לעבודה זו. אין לראות באמור בעבודה זו בבחינת המלצות לרכישת/מכירת ני"ע, אלא אך ורק חומר עזר לשימוש של המשקיע. גופים מקבוצת בנק לאומי, שהינם לקוחות לאומי פרטנרס מחקרים, מחזיקים במניות החברה ועשויים, עפ"י שיקול דעתם, להחזיק, לקנות או למכור את מניות החברות הנסקרות בעבודה זו. ראה גליון נאות בסוף העבודה.

מחלקת מחקר מניות

אייל דבי | מנהל מחקר מניות
076-8858553 eyald@bll.co.il
אלה פריד | אנליסטית - אנרגיה
076-8859699 ella.fried@bll.co.il
מרב פישר-שרוני | אנליסטית - פארמה
03-5141228 merav@leumipartners.com
ברי גנדנשטיין | אנליסט - נדל"ן
03-5141229 baryrg@leumipartners.com
רוני סלוצקי | אנליסטית - תעשייה
03-5141225 ronis@leumipartners.com
עמרי לפידות | אנליסט - טכנולוגיה
03-5141232 omril@leumipartners.com
מעייין בק-מרום | אנליסטית - מזון
03-5141202 maayan@leumipartners.com

מחקר ניירות ערך זרים

גיל דטנר | אסטרטג ניירות ערך זרים
076-8859343 gil.dattner@bll.co.il

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

ייזום ואסטרטגיה:

הייזום של החברה מתמקד ביצירת ערך מקסימאלי על בסיס הקרקעות והנכסים שברשותה, ובתוך כך מתמקד הן בהקמת נכסים מניבים חדשים, הן ביזום דירות למגורים למכירה והן תוספת של הפקת חשמל סולארי בנכסים הקיימים. בתחום הנכסים המניבים החברה יוזמת כיום בעיקר נכסי משרדים, אם כי חלק מהנכסים מוקמים להערכתנו באזורים המושפעים כיום מעודף היצע, בעיקר חולון וכפר סבא. החברה מקימה בשני ערים אלו כ- 41 א' שטחי משרדים הצפויים לתרום כ- 30 מיליון ש"ח ל- NOI, אך להערכתנו איכלוס הנכסים ימשך זמן רב יחסית. במקביל, בהרצליה ותל אביב ההשכרה והאכלוס צפויים להיות מהירים. נציין כי התחזית שלנו להנבת הנכסים שבייזום שמרנית משמעותית ביחס לתחזית של החברה מבחינת טווחי הזמן, כאשר בטווח הארוך הפערים זניחים.

נכס	יתרה להשלמה	עלות כוללת	NOI צפוי	סיום משוער
הסוללים- מניב	535	878	80-90	2025
מבנה חולון	36	129	7-8.5	2021
שרונה כפר סבא	190	258	22-24	2023
מרלו"ג קרית גת	-	39	2-3	2021
מדעי החיים בחיפה א	133	144	10-12	2024
הידקו קרית גת	22	41	2-3	2022
מבנה הרצליה פיתוח	355	458	27	2024
סה"כ	761	1,304	152	

בתחום המגורים החברה סיימה את הקמתו של עמינדב שלב א' כאשר נכון להיום נותרו כ- 4 יח"ד מתוך 170 יח"ד בפרויקט כולו. במהלך 2021 החברה צפויה להתחיל בביצוע ושיווק של 676 יח"ד, כאשר הפרויקט הרווחי ביותר הינו להערכתנו שלב ב' של פרויקט עמינדב- הוא יכלול 310 יח"ד, כאשר הפרויקט רשום בספרי החברה בעלות של 5 מיליון ש"ח בלבד (לפני היטל השבחה).

פרויקט	שיעור אחזקה	יח"ד	רווח
הסוללים	75%	360	170
הרצליה פיתוח	100%	103	29
מרום השרון קוטג'ים	90%	61	12.4
מרום השרון בניה רוויה	90%	213	54
עמינדב ב'	100%	310	

תרחיש בסיס והנחות עיקריות

אנו משנים את תרחיש הבסיס שלנו לכלל תחומי הנכסים המניבים, ולמעשה מפסיקים להשתמש במקדמים אשר צפו ירידה בתפוסות ובשכר דירה בנכסים קיימים. לפיכך, אנו צופים יציבות (ריאלית) ב- NOI מנכסים קיימים ברוב החברות. לגבי נכסים חדשים, בחלק מהמקרים אנו דוחים את תחילת ההנבה ואת תקופת ההגעה להנבה מלאה, בהתאם למיקום הנכס.

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

שווי ותמחור

להלן סיכום השווי:

6,705,282	שווי תזרים
266,247	מזומן והון חוזר
835,044	שווי מגורים
782,304	קרקעות בניכוי יזום
28,000	נכסים שנמכרו
8,616,877	סה"כ שווי
750,693	כמות מניות
11.5	שווי למניה
10.10	מחיר מניה
14%	פער תמחור

* ניכינו חלק מהמזומן והנכסים הפיננסיים כנגד הורדת החוב.

- יש לשים לב כי שווי החברה המצוטט באתר הבורסה ובאתרים הפיננסיים אינו נכון כיוון שהוא מתחשב בכלל הון המניות המונפק, ללא קיזוז המניות שהחברה הבת דרבן מחזיקה.

מיאון אחריות:

עבודה זו מיועדת אך ורק ללקוחות כשירים כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995.

בנק לאומי לישראל בע"מ ולאומי פרטנרס ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אל מי מהם (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהן ו/או עשויה להיות למי מהן עניין במידע שבסקירה זו. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה. כמו-כן, אין לראות בסקירה זו כיעוץ, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, ואין בה כדי להחליף את שיקול הדעת העצמאי של הקורא.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד במכלול השיקולים שיש לשקלם טרם קבלת ההחלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע לפי העניין.

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק לאומי לישראל בע"מ פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1967. פטור זה ניתן לבנק לאומי לישראל בע"מ וללאומי פרטנרס מחקרים, משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין ייעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק לאומי לישראל בע"מ מורכבת מהפרדה ארגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רישיון המכין את עבודת האנליזה כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

האמור בסקירה זו לא מהווה ייעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. לאומי פרטנרס מחקרים ובנק לאומי אינם מתחייבים להודיע לקוראים בדרך כלשהי, על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשות, מראש ובכתב, מאת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי לאומי פרטנרס במישרין.

באם אינך מעוניין לקבל סקירה זאת, נא לשלוח הודעה לתיבת המייל ll.unsubscribe@bankleumi.co.il

גילוי נאות מטעם לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ:

(בהתאם להוראות רשות ניירות ערך)

לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה מצויה בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו, למעט כמפורט להלן:

- א. לאומי פרטנרס מחקרים לא קיבלה במהלך השנה האחרונה, אינה צפויה לקבל, תגמול בהיקף מהותי מאת "קבוצת התאגיד הנסקר".
- ב. נכון למועד הפרסום לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה עושה שוק בנייר הנסקר.
- ג. לאומי פרטנרס חתמים קיבלה בשנה האחרונה תגמול מהתאגיד הנסקר.
- ד. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום, לא מחזיקה קבוצת לאומי 1 החזקה מהותית 2 בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
- ה. כמו כן, במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום לא החזיקה קבוצת לאומי 3 החזקה מהותית 4 בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
- ו. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום לא מחזיקה בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ 5 החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר.

פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים

מסמך זה בוצע בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור. אין לראות במסמך זה המלצה או תחליף להפעלת שיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות, או ייעוץ - בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. הנתונים נלקחו ממערכות ממוכנות כגון מגמה, גרפיט, בלומברג ועוד, למעט מקרים שבהם נכתב אחרת, ולא בוצעו בדיקות לאימות הנתונים. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לתוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד. לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע.

שיטת הערכה בה נעשה שימוש לשם חישוב מחיר היעד הינה DCF.

להלן הסיכונים השונים העשויים להשפיע על מהותית על ההמלצה:

- עליה חדה בתשואת נכס חסר סיכון (אג"ח ממשלת ישראל)
- האטה כלכלית
- ירידה במחירי השכירות
- תחרות לנכסים המרכזיים של החברה.

¹ קבוצת לאומי כוללת את כל החברות בשליטת בנק לאומי לישראל בע"מ לרבות לאומי פרטנרס בע"מ החברות הבנות שלו וחברות הנשלטות בידיהם.
² כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.
³ קבוצת לאומי כוללת את בנק לאומי לישראל בע"מ, החברות הבנות שלו, בעלת השליטה בו, והחברות הנשלטות בידי.
⁴ כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.
⁵ בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ היא בנק לאומי לישראל בע"מ.

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

הצהרת מכין העבודה

אני, ברי גנדנשטיין, העובד בלאומי פרטנרס בע"מ, רח' מנחם בגין 132 מס' טלפון 03-5141228, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

לכותב הסקירה אין עניין אישי בנושא הנדון לעיל. הנתונים והמידע המובאים לעיל אינם מהווים ייעוץ השקעות ו/או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

מכין עבודת האנליזה הינו בעל רשיון מנהל השקעות, אשר הותלה זמנית, מאחר ותפקידו בבנק אינו מצריך רישיון. מכין עבודת האנליזה אינו מבוטח בביטוח כנדרש מבעל רשיון.

11 שנים

ניסיוני

תואר ראשון- כלכלה וניהול

פרטי השכלתי

15/08/21

תאריך

חתימה: ברי גנדנשטיין

פורסמה ביום- 15/08/21

העבודה הוכנה ביום- 15/08/21