

תשואת יתר - מחיר יעד 101 אג'

יהונתן שוחט | אנרגיה, אגרוכימיה ותעשייה
yehonatan@leadercm.co.il 03-6845731

ג'נריישן קפיטל – זרקור

ג'נריישן קפיטל היא קרן השקעות סחירה בתחום האנרגיה והתשתיות. מאז הקמתה, גייסה הקרן כ-869 מיליון ₪, מתוכם הושקעו עד כה כ-733 מיליון ₪, לרבות כ-140 מיליון ₪ שניתנו כהלוואת מזנין.

הקרן מהווה פלטפורמת השקעה סולידית וייחודית בשוק המקומי, היא מתאפיינת בקורלציה נמוכה לשוק, לאור מאפייני תחום התשתיות, האסטרטגיה ופיזור הנכסים בהן ביצעה הקרן השקעות.

הקרן מתמקדת בהשקעה בנכסים ובפרויקטים בעלי תזרימי מזומנים יציבים, צפויים וארוכי טווח, אשר מגובים בחלקם בהגנות מדינה, כמו תשלומי זמינות בתחנות כוח, הכנסות כפונקציה של קילומטראז' בתחום התחבורה ותעריפים קבועים ומובטחים לשנים ארוכות בתחום ה-PV.

אנו מתרשמים לחיוב מהנהלת הקרן, מהמודל העסקי של הקרן ומההשקעות שבוצעו עד כה, שהובילו ליצירת תיק נכסים איכותי וסולידי, תוך הצפת ערך מהירה בחלק מהנכסים.

מכפיל ההון החציוני של קרנות ה-Peer Group בעולם עומד על כ-1.16x. לאור העובדה כי ג'נריישן קפיטל הינה קרן צעירה וקטנה יחסית לקבוצת השוואה, אנו מניחים כי היא צריכה להיסחר בשלב זה בדיסקאונט של 10% ביחס לקבוצת הייחוס.

לאור האמור, אנו מתחילים בסיקור החברה בהמלצת תשואת יתר, במחיר 101 אגורות למניה.

תיאור החברה

ג'נריישן קפיטל הוקמה בחודש מאי 2018, בהשראת ההסדרה התאגידית של קרנות הריט. הקרן הונפקה לציבור בתחילת 2019 והפכה למעשה לקרן הסחירה הראשונה בתחום התשתיות והאנרגיה בישראל.

רמת סיכון נמוכה יחסית. הקרן מתמקדת בהשקעה בנכסים ובפרויקטים בעלי תזרימי מזומנים יציבים, צפויים וארוכי טווח, אשר מגובים בחלקם בהגנות מדינה, כדוגמת תשלומי זמינות בתחנת אלון תבור (חח"י), הכנסות כפונקציה של קילומטראז' בתחום הסעות ההמונים, ללא תלות במספר הנוסעים ותעריפים מובטחים על ידי המדינה לשנים רבות בתחום המערכות הסולאריות.

השקעה בקרן מאפשרת להיחשף לנכסים לא סחירים בתחום האנרגיה והתשתיות, כאשר לרוב, התשואות הנדרשות על נכסים אלו בשוק הפרטי, גבוהות ביחס לפרופיל הסיכון שלהם, לאור המורכבות הרבה של העסקאות בתחום והסכומים הניכרים הנדרשים לביצוע העסקאות, דבר המוביל לצמצום במספר השחקנים. כל זאת, כאשר פעולות הממשלה מביאות לגידול מהותי בהיקף הפרויקטים בכל תחומי התשתיות והאנרגיה.

לכן להערכתנו, הקרן מאפשרת למשקיעים להיחשף לערך המוסף המתקבל בגין יחסי התשואה-סיכון האטרקטיביים, ללא צורך בהשגת המומחיות והמשאבים הנדרשים על מנת לפעול בתחום.

נתונים עיקריים

856	שווי שוק (מיליוני ₪)
90.7	מחיר מניה (אגורות)
תשואת יתר	המלצה
101	מחיר יעד (אגורות)
900	תמורה ממוצעת (אלפי ₪)
491	שווי הוגן של ההשקעות ליום 30.9.19 (מיליוני ₪)

שינוי במחיר המנייה מאז מועד ההנפקה

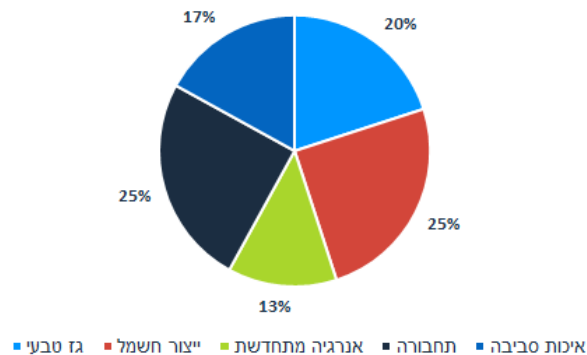


פורטפוליו נכסי הקרן

מאז הקמתה, הוכיחה הקרן את יכולות גיוס ההון שלה, עם גיוסים בסך של כ-869 מיליון ₪, מתוכם הושקעו כ-733 מיליון ₪, לרבות מתן הלוואה מזנין בסך של כ-140 מיליון ₪. ההשקעות אותן ביצעה הקרן התמקדו ב-5 תחומים עיקריים:

- < ייצור חשמל קונבנציונאלי – תחנות כוח
 - < אנרגיות מתחדשות – PV
 - < חלוקת גז טבעי
 - < תחבורה – חברות הסעת המונים
 - < איכות סביבה – פעילות בתחום טיפול, טיהור והתפלת מים ושפכים
- נציין, כי עסקת ההשקעה של הקרן בתחום איכות הסביבה נחתמה, אך טרם הושלמה.

התפלגות תחומי פעילות



מקור: מצגת החברה

התפלגות תחומי הפעילות לאחר השלמת עסקת MRC (תחנת הכוח אלון תבור) ועסקת GES

ייצור חשמל קונבנציונאלי

השקעות הקרן בתחום ייצור החשמל, מבוצעות באמצעות אחזקותיה בחברת רפק אנרגיה (50%), אשר נרכשו בדצמבר 2018, בתמורה לכ-90 מיליון ₪.

רפק אנרגיה, עוסקת בתכנון, הקמה והפעלה של תחנות כוח לייצור חשמל, כאשר במועד רכישת המניות על ידי הקרן, החזיקה רפק אנרגיה ב-82.2% מתחנות הכוח באזור רמת גבריאל ואלון תבור. תחנות אלו, הינן תחנות קוגנרציה המופעלות בגז טבעי, בעלות הספק מותקן של כ-146 מגה וואט ויצור קיטור לצריכה ממוצעת של כ-80 טון קיטור לשעה (התחנות הצפוניות).

החברה נכנסה להשקעה ברפק אנרגיה, בשלב בו תחנות הכוח נמצאו בעיכובים של כשנה וחצי במועד ההפעלה המסחרית המתוכנן והיה קיים גירעון תקציבי להשלמת הקמתן. עם כניסתה להשקעה, החלה לפעול החברה כגורם הניהולי המוביל ולייצר מכלול שינויים, לרבות סגירת הגירעון, החלפת הנהלת רפק אנרגיה, שיפור קצב הקמת התחנות עד להשלמת ההקמה וקבלת רישיון ייצור והפעלה מסחרית לתחנות, אשר החלו את הפעלתן בסוף 2019. נציין, כי מרבית ההספק של התחנות מכור בחוזים ארוכי טווח ללקוחות עוגן גדולים ויציבים, כמו תנובה ונילית.

לאחרונה דיווחה הקרן על העמדת הלוואות מזנין בסך של כ-140 מיליון ₪ לתחנות, זאת על מנת לפרוע הלוואות מזנין קיימת בתנאים נוחים, כחלק ממהלך כולל שמטרתו מימון מחדש של החוב הבכיר בתחנות והגדלתו, לטובת פירעון הלוואות המזנין ומשיכות בעלים.

תחנת הכוח אלון תבור חח"י. בחודש יולי 2019, זכתה קבוצת MRC, בה חברה רפק אנרגיה (31%), במכרז לרכישת תחנות הכוח באתר אלון תבור של חברת החשמל. תחנת כוח זו היא ראשונה מתוך חמש תחנות הכוח שחברת החשמל מחויבת למכור לשוק הפרטי עד סוף שנת 2023, מכוח הרפורמה. הצעת המחיר שהגישה הקבוצה הינה בסך כ-1.872 מיליארד ₪. נציין, כי מדובר בנכס מהותי, מניב סולידי, המבוסס על תעריפי זמינות קבועים ומגודרים משינוי מדד ו/או שערי חליפין ומכירות לרשת החשמל וכן, אפשרות למכור חשמל לרשת החשמל במסגרת השוק הסיטונאי המוקדם בימים אלה. באתר, קיימים מתקנים בהספק של 580 מגה וואט, עם אופציה להקמה של תחנת פיקר חדשה, בהספק של עד 230 מגה וואט (עם מקום שמור ברשת והסדרה תעריפית ידועה).

כחלק מההיערכות להשלמת העסקה ותפעול האתר, התקשרה MRC בהסכם מימון במתווה מימון פרויקטאלי, עם קונסורציום של תאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים, להעמדת מימון בסך של כ-1.65 מיליארד ₪ וכן מסגרות אשראי נוספות בסך כולל של כ-250 מיליון ₪.

בנוסף, התקשרה MRC עם אנרג'יאן ישראל, בהסכם לאספקת גז טבעי לתחנת הכוח. על פי ההסכם, תרכוש תחנת הכוח גז מאנרג'יאן למשך 15 שנים משדה כריש, בכמות שנתית של כ-0.5 BCM. ההסכם צפוי לשפר את ה-EBITDA של תחנת הכוח, לאור ירידה של 10% במחיר הגז הטבעי (ביחס לחוזה הקיים).

להלן תחזית מדדי רווחיות עיקריים לפעילות ייצור החשמל

ממוצע שנתי (מיליון ₪)	תחנות צפוניות	אלון תבור MRC
EBITDA	150	210
FFO	125	160
סה"כ	275	370

נציין, כי לאור המעבר להפעלה מסחרית של התחנות הצפוניות וסיום שלב ההקמה והרצת התחנות, אנו מעריכים, כי פרופיל הסיכון קטן, וכפועל יוצא, שיעור ההיוון של "הצפוניות" ירד ביחס לשיעור היוון של 12% לפיו הן נרכשו. אנו מניחים, כי לאור שינוי הסטטוס וההפעלה המסחרית, תספק הקרן הערכת שווי לחברה, בה צפוי שיעור ההיוון לרדת ולעמוד על כ-10%.

בכדי לחשב את השינוי בשווי התחנות כתוצאה מירידה בשיעור ההיוון, נעזרנו במודל שהוצג במועד הנפקת הקרן. מהמודל עולה, כי בשיעור היוון של כ-10%, שווי התחנות הצפוניות צפוי לעמוד על כ-135 מיליון ₪.

להלן סיכום שווי האחזקה

מיליוני ₪	
106.3	שווי השקעה ברפק אנרגיה נכון ל-30.9.19
12%	יעד תשואה שנתית ממוצעת לבעלים *
4.6	השקעה נוספת ב"צפוניות"
135.0	שווי מוערך ל"צפוניות" בשיעור היוון 10%**
59.0	השקעה ב-MCR (אלון תבור חח"י)
198.6	שווי ההשקעה ברפק אנרגיה*

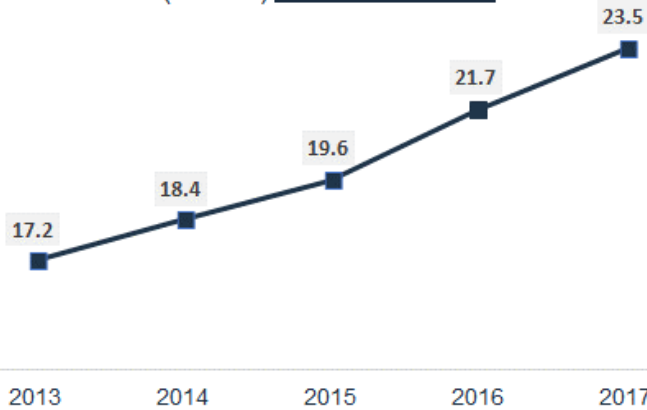
* החישוב מתייחס לשווי המוערך על ידינו לצפוניות בהתאם למודל שהוצג עם הנפקת הקרן + השקעה ב-MRC (אלון תבור חח"י)

** בהתאם למודל הערכת השווי שהציגה החברה עם הנפקת הקרן

תחבורה

בעשורים האחרונים התאפיינה מדינת ישראל בצמיחה כלכלית מואצת, בגידול במספר התושבים ובהרחבת הערים. תשתית התחבורה בכלל והתשתיות המיועדות לתחבורה ציבורית בפרט אינן עומדות בביקושים בשעות שיא הפעילות, ואנו עדים לגידול מתמיד בעומסים בכבישי ישראל. משרד התחבורה פועל נמרצות על מנת לעודד את הגברת השימוש בשירותי האוטובוסים במדינה, בין היתר תוך מתן תמריצים לחברות התחבורה.

נסיעות אוטובוסים (מיליונים)



פעילות הקרן בתחום התחבורה, מבוצעת באמצעות השקעות בחברות בון תור ומטרופולין (הסעת המונים). בספטמבר 2018, השלימה החברה רכישת 49% מהון המניות של בון תור, תמורת כ-102 מיליון ₪.

בון תור, היא מהחברות הגדולות בישראל בתחום הסעת ההמונים ולה שתי פעילויות מרכזיות:

תחבורה ציבורית

תחום בו פועלת בון תור באמצעות אחזקה ב-50% ממטרופולין תחבורה ציבורית בע"מ. למטרופולין שלושה זיכיונות מדינה להפעלת תחבורה ציבורית: אשכול הנגב, אשכול השרון ואשכול שרון-חולון, אשר נחשב לאשכול התחבורה הציבורית הגדול ביותר בישראל במונחי מספר אוטובוסים.

נציין, כי לאורך השנים ההשקעה בפיתוח התחבורה הציבורית בישראל הייתה מעטה ובלתי מספקת, דבר אשר היווה את אחת הסיבות העיקריות לגידול בשימוש בכלי רכב פרטיים ולעומס בכבישים, שהובילו, בין היתר, לצורך ברפורמה בתחבורה הציבורית.

עד לשנת 2001, שלטו שני קואופרטיבים בשוק התחבורה הציבורית בישראל, אגד ודן. עם פתיחת השוק לתחרות, נוספו לענף מפעילות נוספות, אשר החליפו את אגד ודן בחלק מהאזורים בהם היתה לחברות בלעדיות במתן השירותים.

החברה מעריכה, כי תוכל להמשיך לצמוח בקצב מהיר, לאור העובדה כי בכל שנה צפויים לצאת מכרזים על אשכולות שירות, אשר מופעלים כיום על ידי אגד ודן לתחרות (מכרזים), ולמעשה עד שנת 2030 כל הפעילות של דן ואגד אמורה לעבור לתחרות מלאה. נציין, כי על פי החברה, כבר בשנה הקרובה צפויים לצאת חמישה מכרזי תחבורה ציבורית חדשים, לרבות בירושלים.

הסכמי ההפעלה של מטרופולין מבטיחים לה הכנסות שבעיקרן אינן תלויות במספר הנוסעים. מודל התמחור הקיים בכל שלושת האשכולות אשר מפעילה מטרופולין, מבוסס על עלות הפעלה ברוטו של כל קו באשכול. מטרופולין מעבירה את התקבולים שהיא מקבלת מהנוסעים לממשלה, וזו בתורה, משלמת למטרופולין תשלום מוסכם בגין כל ק"מ נסיעה שביצעה בפועל. לחברה אפשרות לקבל תשלומים נוספים בגין עמידה במדדים שנקבעו לכל אחד מהאשכולות, בעוד שאי עמידה ביעדים, עשויה לחייב את המפעילות בפיצוי למדינה.

היסעים

בון תור היא מהחברות המובילות בישראל בתחום ההיסעים. פעילות ההיסעים מתבצעת על ידי בון תור ועל ידי חברת בוס שירות המטייל. מעל 60% משירותי ההסעות (במונחי הכנסות) ניתנים על בסיס קבוע (הסעות קבועות), באמצעות הפעלת מאות רכבי הסעה, בחמישה אזורי פעילות גיאוגרפיים.

נציין, כי מרבית שירותי ההסעות ניתנים ללקוחות קבועים (בעיקר גופים מוסדיים), שהתקשרו מול בון תור בהסכמים לתקופות של 3 עד 5 שנים, לאחר זכייה בהליך מכרזי או הליך תחרותי אחר.

בשנים האחרונות ניכר גידול בתחום ההיסעים, המתבטא בגידול בהכנסות וגידול במספר האוטובוסים. הגידול מיוחס בעיקרו לצמיחת המשק, הגידול הטבעי באוכלוסייה, עלייה בהיקפי תירות החוץ וחידוש צי-רכבים.

להלן נתונים כלכליים מרכזיים:

2020E	2019E	2018	2017		(מיליוני ₪)
858.0	727.0	534.9	413.6	הכנסות	מטרופולין
+18.0%	+35.9%	+29.3%	+12%	yoy	
187.2	135.3	105.3	70.9	EBITDA	
21.8%	18.6%	19.7%	17.1%	שיעור EBITDA	
155.1	117.9	87.5	84.1	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת	
398.2	373.5	317.0	303.8	הכנסות	בון תור (ללא מטרופולין וכולל פעילויות נלוות)
+6.6%	+17.8%	+4.3%	-1.0%	yoy	
50.2	43.0	30.7	31.1	EBITDA	
12.6%	11.5%	9.7%	10.2%	שיעור EBITDA	
38.1	30.3	15.2	30.3	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת	

שווי בון תור. בחודש מאי, צירפה החברה לדוחותיה את שווי החברות, הנגזר מהערכת השווי שביצע מעריך שווי חיצוני לחברת בון תור ליום 31.3.19.

שווי עדכני להיום*	שווי בהערכת השווי	(אלפי ₪)
156,691	147,024	שווי ההון העצמי של פעילות ההיסעים ופעילויות נלוות
202,546	193,964	שווי חלקה של בון תור במטרופולין
359,237	340,988	סה"כ שווי בון תור
176,026	167,084	חלקה של החברה (49%)

* החברה מבצעת זחילה של השווי מהערכת השווי, על פי מחיר הון של 16.76% לפעילות ההיסעים ו-11.11% למטרופולין

נציין, כי בהערכת השווי שהוצגה לחברה, שווי פעילות ההיסעים (בון תור, ללא פעילויות נלוות) נאמד בכ-229.6 מיליון ₪, המשקף מכפיל EBITDA של כ-5.4x על ה-EBITDA החזוי ל-2020. אנו מעריכים, כי המכפיל הנגזר נמוך ביחס לאופי הפעילות והוא פונקציה של שימוש בשיעור היוון גבוה של 12.0% לפעילות. השימוש בשיעור היוון הגבוה בהערכת השווי, נובע ממחיר הון עצמי גבוה של 16.76%, אשר נגזר משימוש בפרמיית גודל (SCP) ובפרמיית סיכון ספציפי (SRP) גבוהות למדי, ביחס לעובדה כי בון תור היא חברת ההיסעים הגדולה והמובילה בישראל.

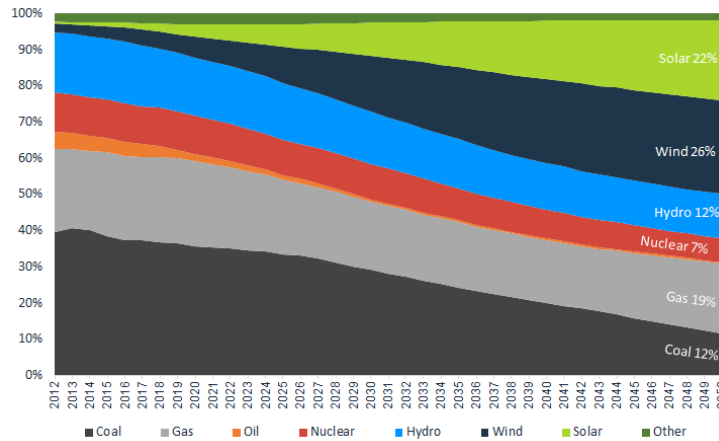
להערכתנו, המכפיל הראוי עבור שווי פעילות ההיסעים הגדולה והמובילה בישראל, צריך להיות גבוה מ-5.4x והדבר עשוי לבוא לידי ביטוי כבר בהערכת השווי הבאה שתצרך החברה לדוחותיה, הן לאור ירידת פרמיית הגודל והן לאור הירידה שחלה בריביות במשק מאז הערכת השווי המקורית. עם זאת, בשלב זה אנו לא נותנים שווי נוסף לפעילות ההיסעים.

אנרגיות מתחדשות

בעשור האחרון, ישנה מגמה כלל עולמית של מעבר לשימוש באנרגיות מתחדשות לייצור חשמל, ובראשן אנרגיה סולארית (PV) ואנרגיית רוח (Wind). שיעורי הצמיחה באנרגיות מתחדשות, גבוהים בהרבה משיעורי הצמיחה בדלקים פוסיליים.

כיום, ייצור חשמל מדלקים פוסיליים מהווה כ-63% מסך ייצור החשמל בעולם, בעוד ייצור חשמל מאנרגיה סולארית ומאנרגיית רוח מהווים כ-8% בלבד מתמהיל הייצור. בשנת 2050 אנרגיית רוח ואנרגיה סולארית יהוו על פי הערכות כ-48% מסך הייצור, לעומת 19% גז טבעי וכ-12% פחם בלבד.

תחזית לתמהיל מקורות האנרגיה לייצור חשמל עד לשנת 2050



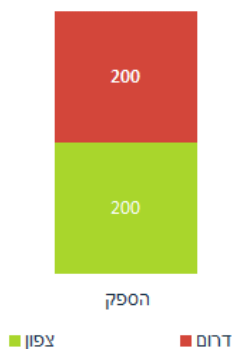
מקור: BNEF. האחוזים בגרף מתייחסים לתחזית לשנת 2050

בישראל, הוצגו בשנה שעברה יעדי משק האנרגיה לשנת 2030. המדיניות בתחום זה קבעה יעד של 17% ייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת עד שנת 2030, עם יעד ביניים של 10% עד שנת 2020, כאשר בשנת 2022, תיבחן אפשרות להעלאות יעד זה, בהתאם לקצב החדירה בפועל. לאחרונה פורסם, כי בכוונת המדינה אף לבחון את הגדלת היעד ל-30% בשנת 2030.

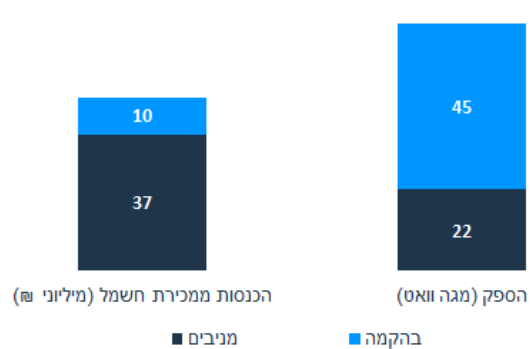
ג'נריישן, פועלת בתחום האנרגיה המתחדשת, באמצעות השליטה בחברת סולגרין (57%), חברה ציבורית המתמקדת בייזום, הקמה ותפעול של נכסים סולאריים בישראל. כיום, לחברה נכסים מניבים בהיקף של 22 מגה וואט, עם צפי הכנסות שנתי של כ-37 מיליון ₪, לצד כ-45 מגה וואט בהקמה, במסגרת המרכז השלישי והרביעי של רשות החשמל, אשר צפויים להניב הכנסות בהיקף שנתי של כ-10 מיליון ₪ עם חיבורם במהלך שנת 2020.

פרויקטים מניבים ונכסים ביזמות

נכסים ביזמות (MW)



הספק וצפי הכנסות



פוטנציאל הצמיחה של החברה גבוה מאוד, הן לאור מדיניות הממשלה בנוגע לאנרגיות מתחדשות והן לאור העובדה כי לחברה נכסים ביזמות בהיקף של כ-400 מגה וואט. מתוכם, כ-200 מגה וואט בשלבי ייזום שונים בדרום הארץ, כאשר לאחרונה, זכתה החברה ב-45 מגה וואט במרכזי התעריף האחרונים שערכה רשות החשמל, על בסיס נכסים אלו. 200 מגה וואט נוספים, יהיו ב-15 פרויקטים בצפון הארץ, אשר נמצאים בשלבי ייזום התחלתיים, כאשר לחלקם הסכם חתום מול הישוב.

להלן תחזית הכנסות ומדדי רווחיות לחברה

2021	2020	מצב קיים	(אלפי ₪)
67	22	16	הספק מותקן (MW)
50,557	38,002	35,247	הכנסות
31,601	22,696	20,641	EBITDA

שנת 2020: כולל הפעלה מסחרית של פרויקטים בהקמה

שנת 2021: כולל הפעלה מסחרית של פרויקטים שזכו במרכזי 2019

סיכום שווי

16.35	מחיר מניית סולג'רין (₪)
58.39%	שיעור אחזקה
154,260	שווי שוק (אלפי ₪)
90,069	שווי לג'נריישן (אלפי ₪)

חלוקת גז טבעי

בחודש אוגוסט 2019, חתמה החברה על רכישת אחזקותיה של קבוצת אלקטרה, בחברות נגב גז וגז טבעי דרום (33.3%), אשר מחזיקות ברישיון חלוקה של גז טבעי למגזר התעשייתי, למתקני קו-גנרציה, למרכזי אנרגיה, למרכזים מסחריים וכד', בתמורה לכ-133.5 מיליון ₪.

רקע. עם גילוי מאגר תמר, ערכה המדינה מכרז למתן רישיונות להקמה ולתפעול של תשתית חלוקת גז טבעי בלחץ נמוך ב-6 אזורים שונים. הזכינים, התחרו על גובה תעריפי חיבור הצרכנים ותעריפי חלוקה אותם יגבו. בשנים האחרונות, התכנית לפרישת רשתות החלוקה סבלה מחבלי לידה רבים, שנבעו בעיקר מקשיים סטטוטוריים. מדינת ישראל, אשר מעודדת בעדיפות עליונה את מעבר המשק הישראלי לגז טבעי, נקטה בשנתיים האחרונות במספר מהלכים אסטרטגיים משמעותיים, על מנת לקדם את תחום חלוקת הגז.

במסגרת מהלכים אלו, משרד האנרגיה ומשרד האוצר, פרסמו תכנית האצה לפרישת הרשת וחיבור צרכנים לגז הטבעי, בהיקף של כ-600 מיליון ₪, שצפויה לחבר מעל ל-300 מפעלים נוספים לרשת החלוקה. בנוסף, המדינה פרסמה הסדרות ומכרזים נוספים, אשר פותחים את השוק למגזרים נוספים, ומרחיבים בצורה משמעותית את פוטנציאל הצמיחה העסקית של חברות החלוקה. במקביל, פורסמה אסדרה תעריפית ליחידות דיור פרטיות. בשל העובדה שגז טבעי הוא תחליף מועדף לגפ"מ לחימום ולבישול, קיים צפי לגידול בכמות הצרכנים הפרטיים עם חיבור שכונות חדשות לתשתית חלוקת הגז הטבעי, בתעריף גבוה משמעותית ביחס ללקוחות תעשייתיים.

על פי החברה, החברות נגב גז טבעי וגז טבעי דרום, הן המובילות בתחום החלוקה במדינת ישראל, הן ברמת פרישת רשת החלוקה וחיבור לקוחות, והן ברמה המקצועית של ההנהלה. עבור החברה, מדובר בהשקעה בפרופיל סולידי ומניב, עם סיכון תפעולי נמוך יחסית.

נתונים כלכליים לחברות

2017	2018	1-9/2019	(אלפי ₪)
90,716	54,038	60,836	הכנסות
18,807	20,433	19,631	EBITDA

נציין, כי אנו לוקחים את שווי פעילות חלוקת הגז הטבעי לפי גובה ההשקעה. במקביל, נציין כי יעד התשואה השנתית הממוצעת לבעלים נאמד על ידי החברה בכ-11%.

השקעות נוספות

ב-26 לינואר 2019, התקשרה החברה עם גרנית הכרמל השקעות (חברה בת של קבוצת עזריאלי), בהסכם לרכישת מלוא אחזקותיה ב-GES, בתמורה ל-110 מיליוני ₪, בכפוף להתאמות שיחולו עד למועד השלמת העסקה.

GES פועלת בתחום טיפול, טיהור והתפלת מים ושפכים, לרבות הקמת מתקנים לצרכים אלו ותפעולם. ל-GES מתקנים בבעלותה במסגרת הסכמי BOT, כאשר פעילותה בתחום זה נעשית תחת שתי חטיבות:

〈 **חטיבת הפרויקטים** – ייזום, תכנון וביצוע של מתקני טיפול במים ושפכים.

〈 **חטיבת התפעול** – באמצעותה מספקת החברה שירותי הפעלה ואחזקה של מתקני מים ושפכים לתעשייה, מתקני שפכים סניטריים ומתקני התפלת מים ללקוחות ציבוריים ופרטיים.

פעילות נוספת של GES מתמקדת בייצור והפצה של כימיקלים שונים לטיפול במים ולשימושים תעשייתיים. כמו כן, ל-GES החזקה של 50% בחברת זירו וויסט, שזכתה במכרז BOT של מדינת ישראל לתכנון, מימון, הקמה והפעלה של מתקן לטיפול בפסולת עירונית באזור השפד"ן.

הלוח הבא מציג נתונים עיקריים מדוחותיה הכספיים של GES, כפי שהציגה ג'נריישן בעת הדיווח על רכישת החברה.

אלפי ₪	30.09.2019	31.12.2018	31.12.2018
נכסים	203,343	193,745	195,294
התחייבויות	89,600	82,852	90,890
חוב (נכס) פיננסי נטו	-3,338	-12,419	10,711
חוב פיננסי נטו מתואם	46,294	38,701	44,650
הכנסות	115,118	147,622	149,455
EBITDA	9,473	10,883	4,754
EBITDA מתואם	16,376	19,897	11,869
רווח נקי	3,067	6,579	419

מדיניות שיערוך נכסי הקרן

משיחות שקיימנו עם הנהלת החברה, הובהר לנו כי בהתאם לכללי החשבונאות החלים עליה, אחת לשנה, החברה תבצע הערכת שווי חיצונית לנכסיה, אשר תפורסם במלואה בדוח הכספי העוקב למועד ביצוע הערכת השווי. בין הרבעונים, מבצעת החברה הערכת שווי פנימית, על פיה, קיימת זחילה בשווי הנכס, בהתאם לתשואה הצפויה לבעלים, בניכוי דיבידנד שחולק. במידה ויתרחש אירוע מהותי באחת מחברות הפורטפוליו לאחר ביצוע הערכת השווי, החברה תפרסם הערכת שווי חיצונית עדכנית.

הסכם הניהול של חברת הניהול

חברת ניהול הקרן זכאית לדמי ניהול שנתיים, אשר ייגזרו מהשווי ההוגן של נכסי החברה בתחום התשתיות. תשלום דמי הניהול הינו במדרגות, כך שבגין כל מדרגה, או חלק ממנה, ישולם שיעור דמי השנתיים, בהתאם ללוח הבא:

שיעור דמי ניהול שנתי	מדרגה
1.75%	עד למועד השלמת ההנפקה לציבור
1.5%	מהשלמת ההנפקה ועד לשווי נכסי של 550 מיליון ₪
1.25%	550 עד 1,000 מיליון ₪
1.0%	מעל 1,000 ₪

נציין כי הסכם הניהול הוא לתקופה של 7 שנים, והיתרה עומדת על כ-6 שנים. בתום התקופה, הדירקטוריון (בו יש רוב של דירקטורים חיצוניים) יכול להחליט על החלפת חברת הניהול ובכל מקרה, אישור הסכם הניהול החדש יובא לאישור בעלי המניות. בהסתכלות על קרנות הריט, ניתן לראות שבמועד חידוש ההסכמים, חלה ירידה בשיעור דמי הניהול, ביחס לדמי הניהול שהוגדרו בהסכם המקורי.

הערכת השווי

הערכת השווי שלנו מתבססת על שיטת מכפיל ההון, כאשר אנו בוחנים מספר קרנות השקעה סחירות בתשתיות הנסחרות בלונדון. במקביל, אנו מציגים מודל NAV לחברה, בו שווי הנכסים נקבע בהתאם להערכות השווי שמספקת החברה ו/או שווי ההשקעה ו/או שווי השוק של נכס סחיר עם זחילת השווי בהתאם לתשואה הצפויה מהנכס. נציין, כי עבור חלק מהנכסים, ביצענו התאמות לשווי, כפי שהוצג לעיל. נזכיר כי במהלך השנה הקרובה צפויה החברה לבצע הערכות שווי מעודכנות לנכסים, בהתאם למדיניות השיערוך.

להערכתנו, מודל ה-NAV אינו מביא לידי ביטוי את היתרונות שבפלטפורמת ההשקעה בקרן תשתיות, כמו גם את השווי האפשרי הנגזר מהתשואה שתשיג הקרן על השקעות עתידיות, ולכן בחרנו לתמחר את החברה באמצעות מכפיל ההון החיצוני של ה-Peer Group המקובלים בענף.

להלן מודל NAV:

תחום פעילות	שווי (אלפי ₪)	הערה
ייצור חשמל קובנציונאלי	198,600	מודל הערכת שווי לתחנות הצפוניות והשקעה ב-MCR
הלוואה לתחנות אלן תבור ורמת גבראל	140,000	מתאריך ה-20 בפברואר 2020
תחבורה	176,333	הערכת שווי ל-30/09/2019, בתוספת זחילה
סולגרין	89,408	שווי שוק סולגרין
חלוקת גז טבעי	139,470	שווי ההשקעה בפעילות, בתוספת זליחה
GES	110,000	שווי הנגזר מהעסקה
סך כל שווי נכסים	853,810	
מזומנים ושווה מזומן	410,318	נכון ל-30/09/2019
השקעות שבוצעו בתחום תחנות הכוח	-63,600	השקעה ב-MRC ובתחנות הצפוניות
מתן הלוואות מזמין לתחנות הצפוניות	-140,000	מתאריך ה-20 בפברואר 2020
תשלום בגין GES	-110,000	התמורה ששולמה בגין GES
רכישת מניות סולגרין	-4,900	רכישת מניות סולגרין התבצעה בחודש ינואר
סך התאמות ליתרת המזומן	<u>91,818</u>	
הוצאות בין דמי ניהול לחברת	-62,368	בהתאם להסכם הניהול, במכפיל 5
שווי אופציות שהונפקו לחברה המנהלת	-8,405	מתוך מאזן החברה, מחושב על פי B&S
סה"כ שווי NAV	874,855	
מחיר מניה (אגורות)	92.7	
שווי שוק	872,610	
מחיר מניה בשוק (אגורות)	90.7	

כיצד נסחרות קרנות השקעה בתשתיות בחו"ל?

בחנו מספר קרנות השקעה בתשתיות אשר נסחרות בלונדון. מהנתונים, עולה כי מכפיל ההון הממוצע לפיו נסחרות הקרנות עומד על כ-1.2 והמכפיל החציוני עומד על כ-1.16, בעוד שג'נרלישן קפיטל נסחרת במכפיל של כ-1x על ההון. הלוח הבא מציג את הנתונים העיקריים בנוגע ל-Peer Group והשוואה לג'נרלישן.

Company	Market Cap	Shareholders Equity	P/B ratio
HICL Infrastructure	3,283	2,822	1.16
3IN Infrastructure	2,713	1,902	1.43
GCPI Infrastructure	1,055	980	1.08
International Public Partnerships Infrastructure	2,669	2,199	1.21
Foresight Solar Fund	708	610	1.16
Renewables Infrastructure Group	2,227	1,883	1.18
JLEN Environmental Assets Group	589	520	1.13
<i>Average</i>			<i>1.19</i>
<i>Median</i>			<i>1.16</i>
Generation Capital	886	899	0.99
Generation Capital - According to Median P/B			1,046

להערכתנו, הסיבה שג'נריישן לא נסחרת בהתאם למכפילים המקובלים בתחום קרנות ההשקעה בתשתיות נובעת בעיקר מהעובדה שהיא קרן צעירה, ללא Track-Record. עם זאת, אנו בהחלט מעריכים, כי בחלוף הזמן ובמקביל לביצוע השקעות נוספות, תיסחר הקרן במכפילים דומים ל-Peer Group.

אם נגזור את השווי של ג'נריישן קפיטל, בהתאם למכפיל החציוני של ה-Peer Group המקובלים בענף, נראה כי החברה צריכה להיסחר בשווי של כ-1,050 מיליון ₪. מכיוון שהקרן צעירה יחסית, אנו חושבים שעדיין יש מקום שהיא תסחר בדיסקאונט של 10% ביחס לקבוצת הייחוס, מה שגוזר שווי של 950 מיליון ₪ ומחיר של 101 אגורות למניה.

נציין, כי לקרן יתרון מובנה בהשקעה בנכסי תשתיות ביחס לעסקאות המבוצעות בשוק הסחיר. עסקאות המבוצעות בשוק הפרטי בתחום האנרגיה והתשתיות, מאופיינות בתשואות גבוהות ביחס לסיכון של הנכסים. הסיבה המרכזית לכך היא המורכבות של העסקאות והידע הדרוש לתפעול הנכסים. המורכבות הטכנית של הנכסים בתחום מתעצמת נוכח השונות בין כל נכס ונכס, במורכבות הרגולטורית המאפיינת כל נכס, במימון הפרויקטלי, במערכת ההסכמית המורכבת בין הצדדים השונים בפרויקטים ובכלל בידע המעמיק הנדרש על מנת להבין את הסקטורים השונים בתחום. מורכבות זו, הובילה לכך שמספר השחקנים המקומיים בתחום מצומצם יחסית, כך שהתחרות בתחום אינה ענפה כמו בענפים אחרים. לעובדה זו יש להוסיף את ההיקף הכספי הגבוה הנדרש לביצוע עסקאות בתחום, אשר מהווה כשלעצמו חסם כניסה לשחקנים שאינם עתירי הון.

התוצאה של כל האמור, היא שהתשואות הנדרשות על ידי השחקנים בשוק הפרטי גבוהות יחסית. כל זאת, כאשר המדינה פועלת בשנים האחרונות במגמה ברורה של הגדלה מהותית של היקף הפרויקטים החדשים המבוצעים בשיתוף המגזר הפרטי וכך למעשה מגדילה את היצע הפרויקטים להשקעה.

מאידך, רמת הסיכון של ההשקעות אינה גבוהה במקרים רבים, בין היתר לאור הגנות מדינה הניתנות לפרויקטים. הערך המתקבל בגין יחסי תשואה/סיכון האטרקטיביים המאפיינים את העסקאות בשוק הפרטי מגיע לפתחם של משקיעי החברה. נציין, כי אנו מתרשמים לחיוב מהנהלת החברה ומהפורטפוליו שבנתה הקרן בשנה האחרונה, זאת לצד הפלטפורמה הייחודית בשוק ההון המקומי, אשר להערכתנו תאפשר לקרן להמשיך ולבצע עסקאות בפרופיל סיכון/תשואה אטרקטיבי יחסית. לאור האמור, אנו מתחילים לסקר את ג'נריישן קפיטל בהמלצת תשואת יתר, במחיר יעד 101 אגורות למניה.

גילוי נאות

פרטי התאגיד

לידר ושות' בית השקעות בע"מ

רח' הארבעה 21, תל-אביב

טל: 03-6845757

גילוי מטעם התאגיד

1. מכין עבודת האנליזה הינו עובד לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר").
2. דוח זה מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור וכן על הערכות, אומדנים ומידע אחר אשר לידר מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנותו. הדוח אינו מהווה אסמכתא ו/או אישור כלשהו למהימנות ולנכונות המידע המפורט בו.
3. הדוח מיועד ללקוחות כשירים בלבד כחומר מסייע. אין לראות בדוח זה ובמידע והניתוח הכלולים בו הזמנה, הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך והנכסים הפיננסיים המתוארים בו (להלן יחדיו: "ניירות ערך") ו/או ניירות ערך אחרים כלשהם.
4. הדוח אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיעים ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות, הפרטים והנסיבות הקשורות בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. לפיכך, דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.
5. המסתמך על דוח זה עושה כן על אחריותו בלבד ולידר, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם (להלן יחדיו: "קבוצת לידר") לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדוח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו ואינם ערבים או אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.
6. תאגידים מקבוצת לידר עוסקים, בין היתר, בהפצת ניירות ערך, חיתום, שיווק השקעות, מסחר בניירות ערך, השקעה בניירות ערך לחשבון עצמם, ברוקרג' ותיווך בעסקאות ניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה, בנקאות להשקעות ופעילויות אחרות בשוק ההון. ילין לפידות החזקות בע"מ, חברה בשליטה משותפת של קבוצת לידר, עוסקת באמצעות חברות בנות בניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות.
7. חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה מחזיקים ו/או עשויים להחזיק ו/או לבצע פעולות קניה ומכירה, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך הנסקרים בדוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו, וכן עשויים לבצע פעולות בניירות הערך הנ"ל על פי שיקול דעתם העצמאי שלא באופן התואם למסקנת הדוח. כמו כן חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה עשויים לתת שירותי הפצה ו/או חיתום ו/או ברוקרג' ו/או בנקאות להשקעות ו/או שירותים אחרים בקשר לניירות הערך ולתאגידים נשוא דוח זה ולקבל תמורה בגין שירותים אלה, וכן עשויים להיות קשורים בקשרים עסקיים עם התאגידים המתוארים בדוח זה.
8. לידר או תאגידים קשורים לה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

סולם המלצות

- קניה** - תשואת של מעל 20% בשנה הקרובה
- ת. יתר** - תשואת יתר של 10%-20% בשנה הקרובה
- ת. שוק** - תשואה של +/- 10% בשנה הקרובה
- ת. חסר** - תשואת חסר של 10%-20% בשנה הקרובה
- מכירה** - תשואת חסר של מעל 20% בשנה הקרובה

פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: יהונתן שוחט

כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב

e-mail : Yehonatan@leadercm.co.il

השכלה:

B.A כלכלה ומנהל עסקים - אוניברסיטת חיפה

ניסיון מקצועי:

לידר שוקי הון - אנליסט (ינואר 2015 ואילך)

הלמן אלדובי - אנליסט בכיר, אחראי תחום מניות במחלקת המחקר (2012-2015)

צ'מנסקי בן שחר - אנליסט (2011-2012)

גיל אדרון בע"מ - אנליסט (2010-2011)

מתודולוגיה וגורמי סיכון:

מתודולוגיה: הערכנו את שווי מגזרי הפעילות של החברה על פי מכפיל הון המקובל בענף, בהתאם לקבוצת הייחוס – Peer Group. המקביל, אנו מציגים מודל NAV, אשר להערכתנו אינו משקף את הפוטנציאל הגלום בקרן השקעות בתשתיות.

גורמי סיכון:

- « שינויים רגולטורים בתחומים בהם פועלת הקרן.
- « שינוי בתעריף ייצור החשמל במשק.
- « כניסת קרנות השקעה נוספות בתשתיות לשוק המקומי עשויות להגביר את התחרות סביב רכישת נכסים.
- « אי עמידה ביעדי התשואה עליה הצהירה הקרן בכל אחד מהנכסים.
- « אי שינוי בתקנות המס בנוגע לקרנות השקעה בתשתיות הנסחרות בישראל.

גילוי והצהרת האנליסט

אני, יהונתן שוחט, בעל רישיון מס' 12174, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יהונתן שוחט