

בתמצית

מניות דיבידנד (הצעת התרגום שלנו למינוח Income Funds/Trusts) מהוות חלופת השקעה אטרקטיבית בסביבה הכלכלית הנוכחית, המתאפיינת בריבית נמוכה (הצפויה לעלות במוקדם או במאוחר), מחירי מניות גבוהים יחסית, וברקע מתקיימת רמה גבוהה של אי וודאות (המשך ההתאוששות הכלכלית? תרחיש של Double Dip? האם פניו של שוק המניות לתיקון, דשדוש מתמשך ברמות הנוכחיות או המשך המגמה החיובית?).

השקעה במניות דיבידנד מאפשרת ליהנות מתשואות דיבידנד נאות, תוך השקעה בחלק הבעלות של החברה (להבדיל מחלק החוב), כך ששיפור בתוצאות הפעילות אמור להתבטא בעליית שווי המנייה.

מניות דיבידנד נוצרו בקנדה במחצית שנות ה-80 של המאה הקודמת, בעקבות הקלות מס שהעניק החוק הקנדי למניות אשר יחלקו את מרבית הכנסתן כדיבידנד לבעלי המניות. החוק הקנדי איפשר להקים חברות דיבידנד במגוון סקטורים, וזאת בניגוד לחוק האמריקאי (ולחוק הקנדי המתוקן), אשר מאפשרים הקמת מבני מס דומים רק בחברות נדל"ן (REIT) וחברות להפקת נפט וגז (באמצעות שותפות מסוג MLP).

אמנם **תיקון החוק הקנדי יגרום לביטול הטבות המס למניות דיבידנד החל מ-2011**, אך לדעתנו, למרות ביטול ההטבות, מרבית מניות הדיבידנד יוסיפו לחלק נתח משמעותי מתזרים המזומנים החופשי שלהן לבעלי המניות. אנו מעריכים כי מצבם של המשקיעים במניות דיבידנד לא ישתנה דרמטית כתוצאה משינוי מדיניות הדיבידנד. במידה וחברה ספציפית תחליט לדבוק במדיניות דיבידנד אגרסיבית, הרי שהמשקיעים ייהנו מהתזרים שיגיע לכיסם, ובמידה וחברה תחליט על הקטנת הדיבידנד, הרי שהמשקיעים ייהנו מחיזוק מבנה ההון של החברה ומפירות ההשקעות במידה ויבוצעו.

המשבר הכלכלי גרם לחלק ניכר ממניות הדיבידנד לקצץ (ואף לבטל) את הדיבידנדים שהן מחלקות. עם זאת נראה כי כעת תמונת המצב התבהרה מבחינת מה. החברות שנאלצו לפגוע בדיבידנד כבר ביצעו את הצעדים הנדרשים, כך שניתן להתייחס לדיבידנד הנוכחי כאל דיבידנד ששרד את תהפוכות הכלכלה, והסבירות שהחברות יוכלו להתמיד בחלוקתן נראית טובה.

בסופו של דבר רכישת מניית דיבידנד היא בראש ובראשונה רכישת מנייה, ועל כן יש לבדוק את התמחור שלפיו מתבצעת ההשקעה. כפי שניתן לראות מהטבלה המצורפת לעבודה זו, חלק גדול מחברות הדיבידנד נסחרות לפי מכפילים נמוכים בהשוואה לחברות דומות. אמנם יכולת הצמיחה של חברות דיבידנד הייתה מוגבלת בעבר (בשל ההכרח לחלק את מרבית התזרים כדיבידנד), אך כפי שהסברנו לעיל, הקטנת הדיבידנדים תאפשר לממן השקעות והתרחבות. בכל מקרה, גם לחברות הפועלות בסביבה עסקית המתאפיינת בצמיחה איטית יש תמחור ושווי כלכלי, ללא קשר לשאלה איזה חלק של התזרים מחולק כדיבידנד ואיזה חלק מהתזרים מושקע חזרה בעסק.

בסוף עבודה זו תמצאו רשימת חברות דיבידנד מעניינות, המגיעות ממגוון סקטורים, נושאות קשת רחבה של תשואות, בעלות פרופיל סיכון שונה וטווח רחב של נפחי מסחר וגדלים.

מתוך הרשימה מעניינות במיוחד:

- ◆ BA.UN – Bell Aliant – מפעילת רשת תקשורת (קווית וסלולרית) בצפון אמריקה, עם תשואות דיבידנד של כ-10% ומכפיל EBITDA של כ-2.5.
- ◆ DR.UN – Medical Facilities – בעלות משותפת על 6 בתי חולים פרטיים בארה"ב. שותפיה של החברה בבתי החולים הם הרופאים עצמם. תשואת דיב' 11.8% ומכפיל EBITDA של 3.6.
- ◆ המשקיעים המאמינים בעליית מחירי האנרגיה יוכלו למצוא שורה ארוכה של חברות להפקת נפט וגז וכן חברות בתחום ההולכה, המציעות דיבידנדים נאים ונסחרות בתמחור סביר (דוגמאות מעניינות כוללות את PIF.UN ואת KEY.UN).

בשורה התחתונה: מניות דיבידנד מאפשרות קבלת תזרים יציב יחסית, תוך אפשרות ליהנות מעליית שווי המניות במידה והכלכלה תוסיף להתאושש.

Uri Waisbord
Head of Research

Camalia Research
+972 3 777 45 60

Camalia Trading
+972 3 777 45 00

Camalia Capital Market
Azrieli 1, Round Building
Menahem Begin 132
Tel Aviv 67021

www.camalia.com

מניות דיבידנד קנדיות – סקירה היסטורית קצרה

במחצית שנות ה-80 של המאה הקודמת החליטה ממשלת קנדה לעודד רישום חברות בבורסת טורונטו ולהקל על קרנות פנסיה וחוסכים פרטיים להשקיע באפיקים אשר מבטיחים זרמי הכנסה קבועים ויציבים. לצורך כך נקבע כי כל חברה (בכל תחום פעילות) תוכל להפוך לחברת דיבידנד (Income Trust/Fund), שהדיבידנדים שתחלק יהיו פטורים ממס ברמת החברה בתנאים מסויימים. מבחינה פרקטית משמעות הפטור היא שהדיבידנדים שחולקו ע"י החברה נחשבים כהוצאה לצרכי מס. מהלך זה התאים בעיקר לחברות המחזיקות בנכסים המפיקים זרמי מזומנים יציבים יחסית, כדוגמת חברות תשתית, אנרגיה ותקשורת אך גם חברות מתחומים אחרים בחרו באופן התאגדות זה. מנגנון מניות הדיבידנד איפשר למשקיעים ליהנות מהשקעות הנושאות תזרימי מזומנים יציבים מתחומים מגוונים (בניגוד לקרנות REIT, המוגבלות לתחום הנדל"ן), תוך פטור ממס ברמת החברה, כך שהיקף התזרים הניתן לחלוקה היה גבוה יחסית.

מה שהחל כקילוח דק בשנות ה-80 וה-90 של המאה הקודמת, הפך לזרם עז בראשית העשור שהסתיים זה עתה, כאשר חברות כדוגמת Bell Canada ודפי זהב הקנדית (TSE:YLO.UN) גייסו כמיליארד דולר קנדי בהנפקות של מניות דיבידנד. בשנת 2002 היו הנפקות של חברות דיבידנד כ-80% מהיקף גיוסי ההון החדש, כאשר מתוך המגייסים, רק 38% היו חברות מתחומי הנדל"ן והנפט, תחומים שבאופן מסורתי הונפקו כחברות דיבידנד.

ואולם, באופן לא מפתיע, בדיוק כאשר התחום קיבל תאוצה מרשימה, החלו להישמע קולות בממשלת קנדה אשר גרסו כי ההטבה עולה כסף רב לקופת המדינה. בספטמבר 2005 אמר מנכ"ל RBC כי הוא לא שולל מהלך להפיכת הבנק (הגדול בקנדה) לחברת דיבידנדים. כשבוע לאחר מכן הודיע משרד האוצר הקנדי כי הוא משעה את הטבות המס לחברת דיבידנדים חדשות, וכי כל המדיניות בנושא תיבחן מחדש.

בסופו של דבר, ולאחר תקופה ארוכה של ויכוח ציבורי בנוגע למדיניות הרצויה, הוחלט כי **חברות דיבידנדים חדשות ימוסו בשיעור זהה לחברות רגילות, וכי לחברות קיימות תינתן תקופת מעבר אשר תסתיים בשנת המס 2011, וממנה והלאה גם הן ימוסו בשיעור מס זהה לחברות רגילות** (הכללים החדשים לא יחולו על קרנות נדל"ן (REIT) שנכסיהן בקנדה).

מניות דיבידנד קנדיות – תמונת המצב הנוכחית

חברות הדיבידנד הקנדיות החלו להיערך לקראת ביטול הקלות המס. מרביתן בחרו להמתין עד לתום 2010 על מנת למצות את הפטור ממס על דיבידנדים בשנה הקרובה, ולאחר מכן הן יהפכו לחברות ציבוריות רגילות (במידה ולא יחול שינוי בחוק – ראו בהמשך). חלק קטן מחברות הדיבידנד בחר להקדים ולהפוך לחברות ציבוריות רגילות כבר כעת, כאשר מרבית החברות שהפכו לציבוריות מוסיפות לחלק דיבידנד בשיעור משמעותי מרווחיהן. חלק אחר בחר להישאר במבנה המשפטי הנוכחי, כאשר המשקיעים מודעים לכך שהחל מ-2011 ימוסו הדיבידנדים באופן דומה למיסוי החל על חברה רגילה.

ואולם השלכות המשבר הכלכלי על הסקטור היו משמעותיות ומהותיות ביחס להשלכות השינויים בחקיקת המס. היות וחברות הדיבידנד חילקו את מרבית התזרים שיצרו כדיבידנד, הרי שלמרביתן לא היו עתודות כספיות ניכרות. המשבר הכלכלי התבטא במרבית החברות בירידה בהיקפי הפעילות ו/או בשחיקת הרווחיות והתזרים. השלכות אלו אילצו חלק גדול מהחברות לצמצם את הדיבידנדים המחולקים, לעיתים עד כדי ביטולם המוחלט.

שינוי המס יביא להקטנת הדיבידנד

נקודה חשובה שיש לתת עליה את הדעת היא השפעת שינוי מדיניות המס ב- 2011 על גובה הדיבידנד.

כאמור, עד לשינוי כללי המס יהיו הדיבידנדים המחולקים ע"י החברות פטורים ממס (הדיבידנדים נחשבו כהוצאה לצרכי מס, אשר הקטינה משמעותית את חבות המס, עד כדי איפוסו). לאחר שינוי הכללים הפטור יתבטל, ולפיכך החברה תשלם מס על רווחיה, כאשר התזרים הניתן לחלוקה יצטמצם בגובה המס.

שיעור מס החברות הפדרלי והמדינתי יעמוד ב- 2011 על 26.5-32.5% (בהתאם למדינה), למעט חברות המאוגדות ב- Newfoundland, בה יעמוד שיעור המס הכולל על 21.5%.

מטבע הדברים **התזרים הניתן לחלוקה יצטמצם בהתאם לגובה המס שתשלם החברה**, וזאת בין אם החברות יבחרו להוסיף ולהתאגד כחברת דיבידנד, ובין אם יעברו למבנה של חברה רגילה.

אמירה זו יש לסייג בגורם אחד: בחלק לא מבוטל של חברות הדיבידנד קיימים הפסדים צבורים לצרכי מס, אשר יביאו לדחיית מועד תשלום המס עד לסיום קיזום מול הרווחים השוטפים.

נציין כי חלק מחברות הדיבידנד ששינו את מבנה ההתאגדות שלהן והפכו לחברות ציבוריות רגילות, בחרו לצמצם את היקף הדיבידנד המחולק, וזאת במטרה לשפר את זילותן ואיתנותן הפיננסית ועל מנת לממן השקעות ברכוש קבוע.

לסיכום: ב- 2011 נראה קיטון בהיקפי הדיבידנדים המחולקים, בין אם רק בגובה המס שיחלו החברות לשלם, ובין אם מעבר לכך, כתוצאה מהחלטה לשפר יחסים פיננסיים ולממן התפתחות וצמיחה. **עם זאת חשוב לזכור שהדיבידנד איננו חזות הכל, וההשקעה בסופו של דבר היא במקטע הבעלות על החברה, כך שבסופו של דבר שיפור בעסקי החברה יבוא לידי ביטוי גם במחיר המנייה.**

מה גורם לנו להמליץ על מניות דיבידנד?

החדשות הרעות כבר בפנים

כפי שצינו לעיל, כתוצאה מהמשבר הכלכלי קיצו חלק ניכר ממניות הדיבידנד את הדיבידנדים שהן מחלקות. בעוד שבראשית '09 שררה רמה גבוהה של אי ודאות בכל הקשור ליכולתן של החברות השונות להוסיף ולחלק דיבידנד, הרי שכעת התבהרה תמונת המצב. החברות שנאלצו לקצץ (או לבטל) את חלוקת הדיבידנד כבר ביצעו את הצעדים הנדרשים, כך שניתן להתייחס לדיבידנד הנוכחי כאל דיבידנד ששרד את תהפוכות הכלכלה, והסבירות שהחברות יוכלו להתמיד בחלוקתו נראית טובה.

באופן דומה, גם התוצאות הכספיות ותזרימי המזומנים שמציגות החברות מבטאים את השלכות המשבר, וניתן לקבוע ולכמת את השפעת המשבר על עסקי החברות השונות.

תשואות דיבידנד גבוהות בסביבת ריבית נמוכה

מהטבלה המצ"ב ניתן לראות שמניות הדיבידנד נסחרות בקשת רחבה של תשואות, הנעה בטווח של 5-12% לערך (עם חריגים לשני הכיוונים). בסביבת ריבית נמוכה מדובר בתשואות אטרקטיביות. מאידך, היות וההשקעה מתבצעת במקטע הבעלות על החברה, הרי שעליית הריבית לא תביא בהכרח לירידת שווי המניות, כפי שנבאר מיד...

הריבית תעלה? אולי התוצאות ישתפרו...

במוקדם או במאוחר תסתיים סביבת הריבית הנמוכה, ועובדה זו מדירה שינה מעיני המשקיעים באג"ח, שכן אג"ח (ובמיוחד אג"ח ארוכות) מגיבות בירידות שערים לעלייה בריבית. מבחינה זו השקעה במניות דיבידנד שונה מהשקעה באג"ח, שכן סביר להניח שהעלאת הריבית תבוא על רקע שיפור בסביבה הכלכלית, ולפיכך צפי לשיפור גם בתוצאות החברות. בעוד שהשקעה באג"ח מהווה השקעה במקטע החוב של החברה, ולפיכך בעלי האג"ח אינם נהנים משיפור בתוצאות הפעילות של החברה, הרי שהשקעה במניות דיבידנד מהווה השקעה במקטע הבעלות של החברה, ולפיכך בעלי המניות ייהנו במידה ותוצאות הפעילות ישתפרו.

שינויי חקיקת מס – מהנקודה הנוכחית יכול להיות רק יותר טוב...

כפי שציינו לעיל, חקיקת המס הנוכחית קובעת כי החל מראשית 2011 יבוטלו כל הטבות המס שניתנו בעבר למניות הדיבידנד, והללו יחוייבו במס רגיל. עם זאת, נותרו לא מעט תומכים בהותרת הטבות המס למניות דיבידנד על כנן, ומבחינות מסוימות המשבר אף הביא לחיזוק מחנה התומכים. תומכי הותרת הטבות המס טוענים כי היקף המס שנגרע מקופת המדינה אינו משמעותי כפי שנטען בתחילה. כמו כן הם מציינים את חשיבות קיומו של אפיק השקעה המבטיח תזרימים יציבים עבור קרנות פנסיה וחוסכים פרטיים, ואת היתרונות הנובעים לבורסת טורונטו. נימוק נוסף נוגע לעיקרון ההסתמכות, ולפיו הן החברות והן המשקיעים הסתמכו על מדיניות מס ארוכת טווח, ואין זה מן הראוי לשנותה ככל שהדברים נוגעים למניות דיבידנד קיימות.

אמנם אף אחד מהנימוקים אינו חדש, אך המשבר חידש וחייד את הוויכוח בין המחנות. היות ומחירי מניות הדיבידנד מגלמים את חקיקת המס הנוכחית (המבטלת את הטבות המס), הרי שכל שינוי שיעשה בחקיקת המס (כדוגמת דחיית מועד החלת המס, וקל וחומר שביטולו) יכול רק להיטיב עם מניות הדיבידנד.

מה יקרה לדיבידנדים? טוב אם יישארו, לא נורא גם אם יקטנו...

כאמור, השינויים בחקיקת המס יביאו לקיטון מיידי בגובה התזרים הניתן לחלוקה, אך חלק מהחברות שכבר עברו למבנה של חברה ציבורית רגילה בחרו להקטין את הדיבידנד המחולק אף מעבר לקיטון הנובע מהחלת המס, וזאת לחיזוק הנזילות והאיתנות הפיננסית ולצורך מימון השקעות והתרחבות.

אנו סבורים כי בכל תרחיש מצבם של המשקיעים במניות דיבידנד לא ישתנה דרמטית. במידה וחברה ספציפית תחליט לדבוק במדיניות דיבידנד אגרסיבית, הרי שהמשקיעים ייהנו מהתזרים שיגיע לכיסם (במחיר של הותרת מבנה ההון של החברה על כנו, ויכולת מצומצמת לממן השקעות), ובמידה וחברה תחליט על הקטנת הדיבידנד, הרי שהמשקיעים ייהנו מחיזוק מבנה ההון של החברה ומפירות ההשקעות במידה ויבוצעו (במחיר של פגיעה בדיבידנדים שיזרמו לכיסם, לפחות בטווח המיידי).

בסופו של דבר הכל שאלה של תמחור

הנחות היסוד שלנו גורסות כי ביטול הטבות המס הוא בבחינת החלטה מוגמרת, וכי חלק גדול מהחברות יבחרו להקטין את הדיבידנד מעבר להקטנה המתחייבת כתוצאה מעליית הוצאות המס.

עם זאת, **בסופו של דבר רכישת מניית דיבידנד היא בראש ובראשונה רכישת מנייה**, ועל כן יש לבדוק את התמחור שלפיו מתבצעת ההשקעה. כפי שניתן לראות מהטבלה, חלק גדול מחברות הדיבידנד נסחרות לפי מכפילים נמוכים בהשוואה לחברות דומות. אמנם יכולת הצמיחה של חברות דיבידנד הייתה מוגבלת בעבר (בשל ההכרח לחלק את מרבית התזרים כדיבידנד), אך כפי שהסברנו לעיל, הקטנת הדיבידנדים תאפשר לממן השקעות והתרחבות. בכל מקרה, גם לחברות הפועלות בסביבה עסקית המתאפיינת בצמיחה איטית יש תמחור ושווי כלכלי, ללא קשר לשאלה איזה חלק של התזרים מחולק כדיבידנד ואיזה חלק מהתזרים מושקע חזרה בעסק.

נקודה אחרונה שחשוב לזכור: על מנת למנוע הטיות הנובעות מתחשיבי המס של חברות הדיבידנד רצוי לעשות שימוש במכפילי EBITDA, ולא במכפיל רווח נקי. בחלק מהמקרים הרווח הנקי של חברות הדיבידנד מוטה כלפי מטה.

טבלת מניות דיבידנד

שם	סימול	שער אחרון	מחזור ממוצע	דיבידנד חודשי	תשואת דיבידנד	שווי שוק	EBITDA	מכפיל EBITDA	תזרים לשירות דיב'	יחס תשלום דיב'	תחום עיסוק והערות
Bell Aliant Regional Com.	BA.UN	28.05	251.8	0.2417	10.34%	3,570.0	1,101	2.4	¹⁰ 590.9	83.8% ¹⁰	מפעילה רשת תקשורת (קוויט, סלולרית ונתונים) בצפון אמריקה ¹¹
Big Rock Brewery	BR.UN	14.71	2.8	0.1000	8.16%	88.9	17	4.0	7.9	62.2%	מבשלת בירה
Boston Pizza Royalties	BPF.UN	11.00	35.0	0.1150	12.55%	176.8	15	9.0	14.9	100.5%	מפעילה (באמצעות זכיינים) רשת של כ-330 פיצריות בקנדה
Supremex	SXP.UN	2.65	61.4	0.0500	22.64%	77.6	27	2.1	23.4	56.4%	יצרנית המעטפות הגדולה בקנדה
Yellow Pages	YLO.UN	5.49	2293.0	0.0667	14.58%	2,849.0	679	3.1	541.3	68.5%	דפי זהב + אתרי אינטרנט שיווקיים
Zargon Ebergry	ZAR.UN	19.75	53.8	0.1800	10.94%	454.0	90	3.8	61.0	55.0%	הפקת נפט וגז טבעי בקנדה
Whiterock RE Investment	WRK.UN	15.30	31.6	0.1403	11.00%	146.2	26	4.2	10.1	108.0%	נדל"ן מניב בקנדה (משרדים כ-75%, והיתר תעשייה ומסחר)
Westshore Terminals	WTE.UN	14.44	297.3	1.3700 ¹²	9.49%	1,072.0	101	7.9	84.0	112.2%	מפעילה את נמל ההובלה בצובר הגדול ביותר במערב קנדה
Daylight Resources	DAY.UN	10.38	1397.0	0.0800	9.25%	1,279.0	100	9.6	140.1	55.2%	הפקת גז טבעי ונפט בקנדה
Retrocom Mid-Market RE	RMM.UN	3.21	21.2	0.0380	14.21%	60.2	20	2.2	17.7	105.4%	נדל"ן מסחרי מניב בקנדה
Richards Packaging	RPI.UN	7.20	6.4	0.0660	11.00%	86.2	15	4.2	17.4	58.9%	יצרן אריזות
Keg Royalties	KEG.UN	10.70	24.3	0.1070	12.00%	103.9	10	8.2	9.3	100.0%	רשת של מסעדות
WesternOne Equity	WEQ.UN	4.10	23.1	0.0500	14.63%	56.8	9	4.7	7.0	88.9%	משקיעה בעסקים קטנים ובינוניים במערב קנדה, בעיקר בתחום התשתיות
Wajax	WJX.UN	21.99	65.5	0.1500 ¹³	8.19%	365.9			32.3	103.7%	מכירת חלפים ושירות למנועים ומתקנים תעשייתיים בקנדה ומערב ארה"ב
Vicwest	VIC.UN	18.71	41.7	0.1300	8.34%	325.9	36	6.9	31.6	64.5%	חלקי מבנה (גגות וקירות) לבתים ומבנים תעשייתיים/ מסחריים
Vermillion Energy	VET.UN	32.52	242.3	0.1900	7.01%	2,328.0	281	6.2	146.1	83.1%	הפקת נפט וגז טבעי בקנדה
Trilogy Energy	TET.UN	8.45	149.4	0.0500	7.10%	838.2	285	2.2	86.9	50.8%	הפקת נפט וגז טבעי בקנדה
TransForce	¹⁴ TFI	8.36	171.6	0.4000	4.78%	796.3	166	3.6	145.4	18.4%	הובלה במשאיות ושירותים לוגיסטיים ברחבי קנדה

תחום עיסוק והערות	יחס תשלום דיב'	תזרים לשירות דיב'	מכפיל EBITDA	EBITDA	שווי שוק	תשואת דיבידנד	דיבידנד חודשי	מחזור ממוצע	שער אחרון	סימול	שם
מחממי מים (בגז) לבתים פרטיים בטורונטו	111.1%	40.7	1.8	94	226.7	14.18%	0.0540	440.1	4.57	CWI.UN	Consumers' Waterheater
צינורות נפט וגז ותשתיות נוספות (מיד-סטרים)	96.5%	177.0	9.9	208	2,756.0	8.87%	0.1300	359.0	17.58	PIF.UN	Pembina Pipeline
צינורות נפט וגז ותשתיות נוספות (מיד-סטרים)	39.4%	216.9	6.8	173	1,569.0	7.49%	0.1500	176.3	24.02	KEY.UN	Keyera
תחנות הידרואלקטריות	N/A	N/A	10.2	148.8	2,020.0	6.47%	0.1040	114.4	19.28	BRC.UN	Brookfield Renewable ¹⁵
מפיצה פרופן (גז בישול), גז טבעי, כימיקלים מיוחדים לתעשייה, חומרי איטום וחומרים נוספים לענף הבנייה	57.7%	N/A	7.3	143.3	1,401.0	11.10%	0.1350	364.1	14.59	¹⁶ SPB	Superior Plus
רשת מזון מהיר, עם כ- 700 מסעדות	59.3%	8.863	6.5	¹⁸ 10.1	131.6	8.66%	¹⁷ 1.3660	13.0	15.77	AW.UN	A&W Root Beer
ניהול תוכניות מועדוני לקוחות	47.1%	159.0	7.9	211.2	2,230.0	7.89%	²⁰ 0.8800	1080.0	11.15	¹⁹ AER	Groupe Aeroplan
בנייני משרדים בערים מרכזיות בקנדה (טורונטו, מונטריאול)	85.3%	33.75	39.9	²¹ 14.1	749.8	6.87%	0.11	83.0	19.22	AP.UN	Allied Properties
הפקת גז ובעלות על תשתיות גז	89.9%	141.1	6.0	189.2	1,520.0	11.40%	0.18	302.0	18.95	ALA.UN	Alta Gas
ייעוץ לחברות נדל"ן, החל משלב בדיקת הכדאיות, דרך ניהול וכלה בפיתוח מחדש בעלות משותפת (יחד עם הרופאים) על 6 בתי חולים בארה"ב	90.1%	21.3	8.3	23.5	261.9	10.09%	0.10	18.0	11.89	AIF.UN	Altus Group Medical Facilities
הפקת נפט וגז טבעי בקנדה	86.0%	27.2	3.6	55.4	262.9	11.86%	0.0917	48.0	9.28	DR.UN	ARC Energy
	64.3%	354.2	0.7	502.2	4,709.0	5.75%	0.1	722.0	20.86	AET.UN	

ראו הערות בעמוד הבא

הערות כלליות

1. כל הנתונים הכספיים בטבלה במונחי דולר קנדי, ונכונים לתום יום המסחר ב- 5.1.10.
2. מחזור ממוצע – מחזור מסחר יומי ממוצע במנייה בשלושת החודשים האחרונים באלפי יחידות.
3. דיבידנד חודשי – הדיבידנד החודשי האחרון בדולרים קנדיים (אלא אם צוין אחרת בהערות).
4. תשואת דיבידנד – תשואת הדיבידנד המתקבלת מהכפלת הדיבידנד החודשי האחרון ב- 12 וחלוקת התוצאה במחיר המנייה.
5. שווי שוק – במיליוני דולר קנדי.
6. EBITDA – במיליוני דולר קנדי, לתשעת החודשים הראשונים של '09.
7. מכפיל EBITDA – חלוקת שווי השוק הנוכחי ב- EBITDA המתוקנן, אשר חושב כחיבור ה- EBITDA הרבעוני הממוצע בתשעת החודשים הראשונים לסך ה- EBITDA בתקופה האמורה.
8. תזרים לשירות דיבידנד – נתון שאיננו מוגדר במסגרת כללי החשבונאות המקובלים (GAAP). הנתון מודד את תזרים המזומנים הפנוי שייצרה החברה, ואשר יכול לשמש לפירעון חוב, למימון השקעות או לחלוקת דיבידנד לבעלי המניות. בניגוד לתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, מנכה התזרים לשירות דיבידנד השקעות הוניות (Capital Expenditures) שבוצעו בתקופת הדיווח, וזאת מתוך הנחה כי השקעות אלו נועדו למעשה לשימור הקיים, ולא להתרחבות. בפועל מחלקות החברות דיבידנדים בהיקף העולה על התזרים לשירות דיבידנד או נמוך ממנו. חלוקה מתמשכת של דיבידנד בהיקף העולה על התזרים לשירות דיבידנד איננה ברת קיימא.
9. יחס תשלום דיבידנד – סך הדיבידנד שחילקה החברה בתקופת הדיווח מחולק בתזרים לשירות דיבידנד. יחס תשלום העולה על 100% לא יכול להתקיים במשך זמן ארוך.

הערות לנתונים ספציפיים

10. כולל הפרשה בגין דיבידנד תיאורטי (שאינו משולם בפועל בשלב זה) בגין אופציות להמרה למניות המוחזקות בידי בעלי השליטה.
11. לחברה מרכיב גבוה של נ"ע המירים למניות המוחזקים ברובם ע"י בעלי השליטה. המרתם למניות תגדיל משמעותית את היקף הדיבידנד המשולם בידי החברה. ככוננת החברה לעבור למבנה של חברה ציבורית רגילה בסוף 2010, והנהלתה מאמינה כי הפסדיה הצבורים יאפשרו לה להימנע מתשלום מס במשך כשנה ומחצה ממועד המעבר.
12. הדיבידנד משולם רבעוני ואיננו קבוע! החישוב התבסס על ארבעת התשלומים האחרונים.
13. הדיבידנד לא יציב, והופחת פעמיים במהלך '09.
14. עברה למבנה של חברה ציבורית רגילה במאי '08 (אך שימרה מדיניות דיבידנד נאה).
15. במהלך שנת '09 שינתה החברה את הסכם הספקת החשמל שלה. כחלק מההסכם החדש שילמה החברה באופן חד-פעמי סכום של כ- 350 מ' דולר קנדי, אך בעתיד תקבל תמורה גבוהה יותר עבור מכירת החשמל. כתוצאה מהשפעות ההסכם על הרווח ועל התזרים נתוני ה- EBITDA והתזרים אינם מייצגים.
16. עברה למבנה של חברה ציבורית רגילה בסוף '08, אך מדיניות חלוקת הדיבידנד נותרה אגרסיבית.
17. הדיבידנד במונחים שנתיים. החברה מחלקת 0.106 דולר קנדי לחודש ודיבידנד מיוחד (שגובהו אינו קבוע) אחת לשנה.
18. למחצית הראשונה של '09, כאשר תקנון המכפיל התבצע בהתאם.
19. עברה למבנה של חברה ציבורית רגילה במהלך '08.
20. בשנה האחרונה שינתה החברה את הדיבידנד. הנתון מציג את הדיבידנד שחילקה החברה בשנה האחרונה (מחולק רבעוני).
21. במונחי NOI.

מיאון אחריות

קמליה קפיטל מרקט בע"מ ו/או החברות הקשורות אליה (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עשויות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כייעוץ או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה.

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 מתוך מכלול השיקולים שיש לשקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו כמקור בלעדי לקבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע ציבורי 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.

כל חוות הדעת ו/או ההמלצות ו/או התחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן וללא הודעה מראש. אנו מסירים כל אחריות מהקבוצה, מעובדי החברות בקבוצה, או מחברי דירקטוריון חברות הקבוצה לגבי תביעה כלשהי שתעלה בהסתמך על הכתוב בסקירה או בהסתמך על מידע כלשהו המופיע בסקירה.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת קמליה קפיטל מרקט בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי קמליה במישרין.