

גזית-גלוב בע"מ

הנחת אבן הפינה במזרח אירופה

ניטרלי	המלצה:
ניטרלי	המלצה קודמת:
Q2-08	דוח כספי אחרון:
31.7	מחיר יעד (ש"ח):
12%	פער מעל השוק:

מחיר נוכחי בבורסה

3,557	שווי שוק (מש"ח):
28.4	מחיר נוכחי (ש"ח):
0.87%	משקל בת"א 100:

תשואת המניה

-31.8%	תשואה מת. השנה:
-25.9%	תשואה בשנת 2007:

מדד ת"א 100

-21.2%	תשואה מת. השנה:
25.3%	תשואה בשנת 2007:

יחסים פיננסיים

32.6%	הון עצמי*/מאזן:
58.6%	חוב פיננסי/מאזן:
65.1%	חוב פיננסי/נכסי נדל"ן:
	*בתוספת זכויות המיעוט

מכפיל הון עצמי

0.73	ע"פ שווי שוק:
0.90	ע"פ שווי NAV סחיר:
0.82	ע"פ שווי NAV כלכלי:

NAV סחיר (מיליון ש"ח)

3,923	:FCR
2,011	נכסים בישראל:
1,659	:EQY
1,331	:Citycon
1,414	נכסים באירופה:
1,134	:ProMed
709	אחרים:
(7,799)	התאמות:
4,382	סה"כ:

◀ אנו ממשיכים בהמלצת ניטרלי על גזית-גלוב במחיר יעד למניה, ע"פ N.A.V כלכלי של 31.7 ש"ח, 12% מעל למחירה הנוכחי. ע"פ N.A.V סחיר, מחיר היעד עולה ל-35 ש"ח, 23% מעל למחירה הנוכחי.

◀ יציאה לדרך חדשה - השלמת העסקה לרכישת (MEL) Atrium (לשעבר) מהווה את נק' הפתיחה לשינוי מבני ועסקי בחברה, שאנו מעריכים, תביא ליצירת ערך רב בעתיד. החברה בוחנת בימים אלו את פעילות הייזום הנרחבת של ATR.

◀ FCR - שוק הנדל"ן המניב בקנדה שומר על יציבות בשלב זה ומאפשר להנהלת FCR להעלות את תחזית ה-FFO שלה לשנת 2008, למרות החולשה הצפויה בתוצאות EQY המוחזקת בשיעור של 19%.

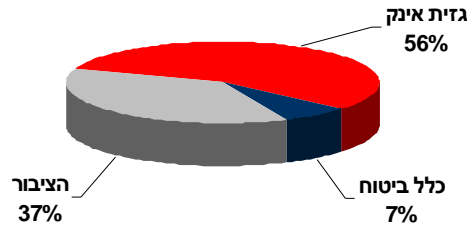
◀ EQY - במקביל לפגיעה בענף הנדל"ן למגורים בארה"ב, מצוי שוק הנדל"ן המסחרי בפלורידה בתקופה קשה המביא לירידה ב-Same Property NOI של EQY בעיקר נוכח ירידה בשיעורי התפוסה בנכסי החברה.

◀ ATR - החברה רושמת גידול של 3.5% ב-Same Property NOI כאשר הגידול בשכ"ד הנכסים בפולין וצ'כיה מקזזים ירידה בשכ"ד בנכסי החברה ברוסיה נוכח סיווג חלק מההכנסות השכ"ד כהכנסות בגין שירותים.

◀ Citycon - המשבר הפיננסי העולמי ואיתו הקושי בהשגת מימון זול כמעט ועצר את פעילות הנדל"ן המניב בפינלנד ברבעון השני של 2008. נוכח עלית ה-Cap Rate רשמה Citycon ירידה בשווי ההוגן של נכסיה בהיקף של 85 מיליון יורו. שיעורי התפוסה ורמות השכ"ד נותרו יציבים.

◀ סיכונים - התחזקות השקל תביא לשחיקה בהון העצמי של החברה הצמוד ברובו לשערי הדולר, הדולר הקנדי והיורו. צפי להאטה בצריכה הפרטית בצפון אמריקה יפגע בפעילות הנדל"ן המסחרי של החברה באזור זה. המשך משבר הנדל"ן העולמי ועליית ה-Cap Rate בנכסי החברה צפויים לפגוע ברווחיותה.

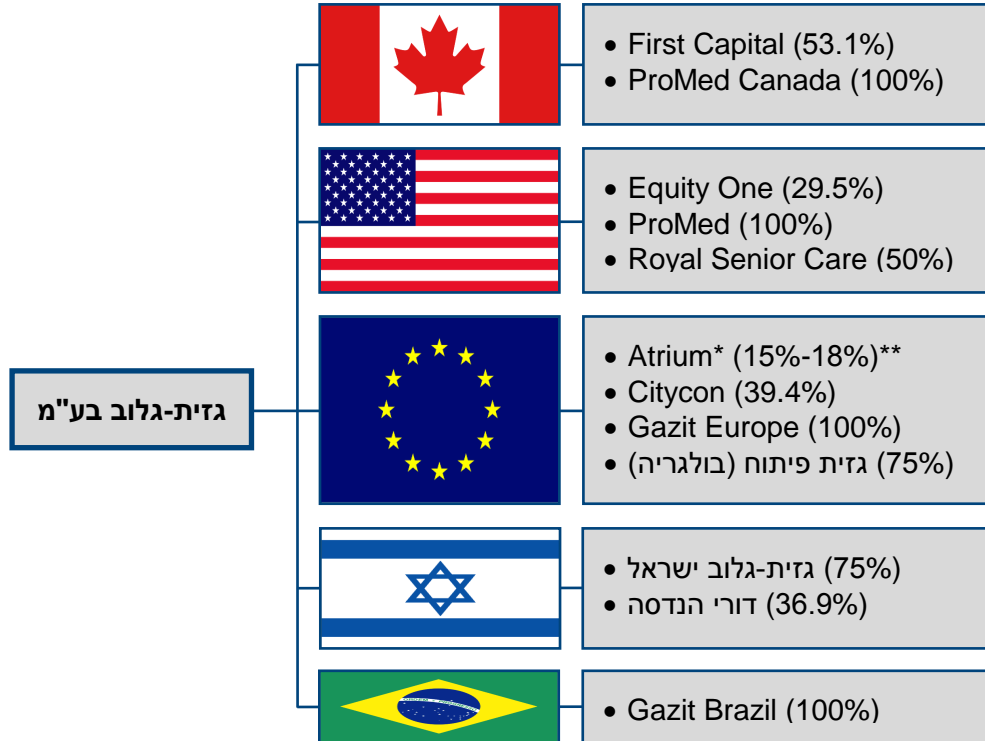
בעלי עניין בחברה



תאור החברה

חברת גזית גלוב הינה חברת החזקות המתמקדת בהשקעות בתחומי הנדל"ן המניב בקנדה, ארה"ב, אירופה, ישראל ולאחרונה ברזיל. החזקותיה העיקריות של החברה הינן החברות הציבוריות, First Capital בקנדה, Citycon בשוודיה, Equity one בארה"ב ודורי הנדסה בישראל. בנוסף פעילה החברה בתחום המשרדים הרפואיים בארה"ב ובקנדה באמצעות חברת ProMed, בתחום הדיור המוגן בארה"ב באמצעות חברת Royal Senior Care ובתחום המרכזים המסחריים בישראל. בתחילת אוגוסט השלימה גזית-גלוב את העסקה לרכישת Atrium ע"י השותפות, גזית-גלוב (54%) וסיטי בנק (46%).

להלן מבנה ההחזקות העיקריות של החברה:



* נכון ל-01/08/08.

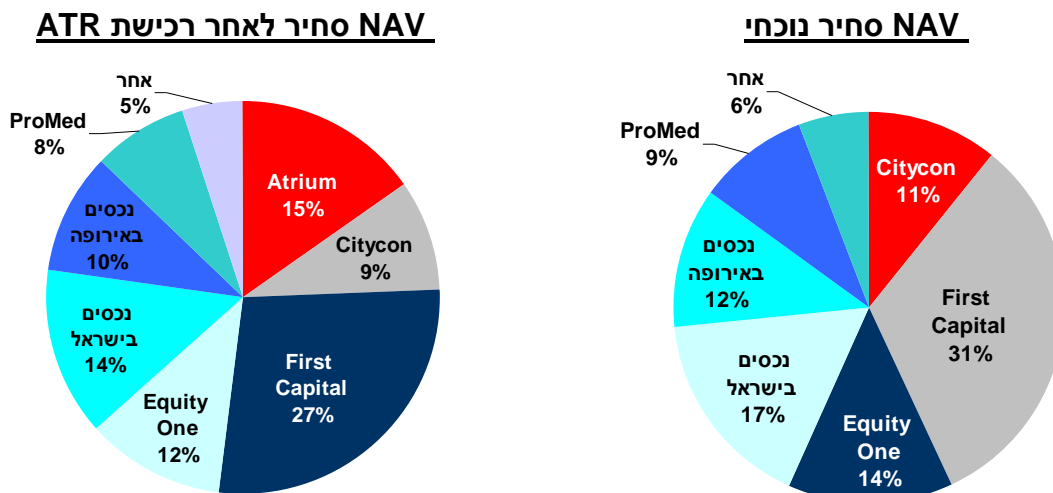
** שיעור ההחזקה הסופי יקבע בהיתן תוצאות הנפקת הזכויות לבעלי מניות Atrium ומימוש כתבי אופציה למניות Atrium ע"י השותפות ובעלי המניות בחברה.

Atrium European Real Estate (ATR)¹

בתחילת אוגוסט השלימה גזית-גלוב את העסקה לרכישת Atrium ע"י השותפות, גזית-גלוב (54%) וסיטי בנק (46%). בשלב הראשון לעסקה השקיעה השותפות 500 מיליון יורו, תמורת 23.2% מזכויות ההצבעה בחברה, באג"ח להמרה לא סחיר במחיר המרה של 9 יורו למניה לתקופה של עד 7 שנים. ע"ב סטיית תקן היסטורית של ATR (כ-8%) משקפת האופציה הגלומה באג"ח שווי של כ-0.9 יורו לכל 1 יורו ע.ג. האג"ח נושא ריבית בשיעור של 10.75% ע"ב רבעוני. בנוסף, הונפקו לשותפות, ללא תמורה, 30 מיליון אופציות סחירות למנית ATR במחיר מימוש של 7 יורו למניה לתקופה של עד 4 שנים. ע"פ סטיית התקן הנ"ל שווי חבילת האופציות עומד על כ-38 מיליון יורו.

בשלב השני של העסקה צפויה ATR לבצע, עד פברואר 2009, הנפקת זכויות לבעלי מניותיה בהיקף של 300 מיליון יורו כשלושותפות התחייבות חיתומית לרכוש את מלא הזכויות שלא נוצלו. מימון סך הרכישה מצידה של גזית-גלוב (כ-432 מיליון יורו) יתבצע ע"י לקיחת הלוואה מבנקים בישראל בהיקף של כ-400 מיליון יורו לתקופה של 4 שנים ובשיעור ריבית שמסתכם להערכתנו בכ-6%.

להלן התפלגות ה-NAV הסחיר של החברה לפני ואחרי השלמת רכישת ATR (במלואה):



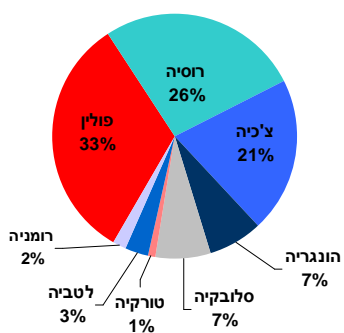
ATR הינה חברת נדל"ן ציבורית הנסחרת בבורסה של וינה ופעילה בתחום המרכזים המסחריים בכ-11 מדינות במרכז ומזרח אירופה, בעיקר פולין, רוסיה וצ'כיה, המהווים יחדיו כ-77% מסך ה-NOI של החברה. נכון לסוף הרבעון השני של 2008 מחזיקה החברה ב-160 נכסים בעלי שווי מוערך של כ-2 מיליארד יורו. בנוסף לחברה פעילות יזום בעלות עתידית של כ-2.6 מיליארד יורו, שבהשלמתה המלאה תהפוך טורקיה למדינה השלישית בגודלה, לאחר פולין ורוסיה, בתיק הנכסים של החברה. ה-NOI של ATR של Same Property NOI רשם עליה של 3.5% בחצי הראשון של השנה כאשר צמיחה של 7.5% ו-13.1% בשכ"ד בפולין וצ'כיה, בהתאמה, קיזזו ירידה של

¹ Meinl European Land לשעבר.

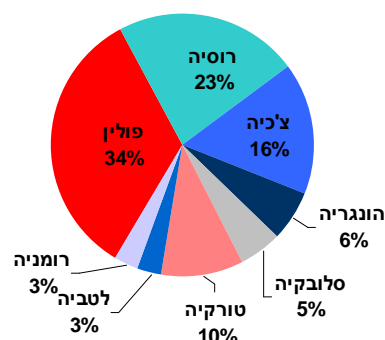
3.8% ברוסיה. רמת ה-NAV למניה של החברה עמדה בסוף הרבעון השני על 15.19 יורו, רמה המשקפת מכפיל NAV של 0.46 בלבד. מנגד, מימוש האופציות והמרת האג"ח להמרה שהונפקו לגזית-גלוב ולסיטי בנק צפויים להביא לירידה ב-NAV למניה לאזור של בין 12.6 לכ-11 יורו.

להלן פירוט התפלגות גיאוגרפית של נכסי החברה ע"פ NOI ושווי הוגן לרבעון השני של 2008:

פילוח גיאוגרפי ע"פ NOI



פילוח גיאוגרפי ע"פ שווי הוגן

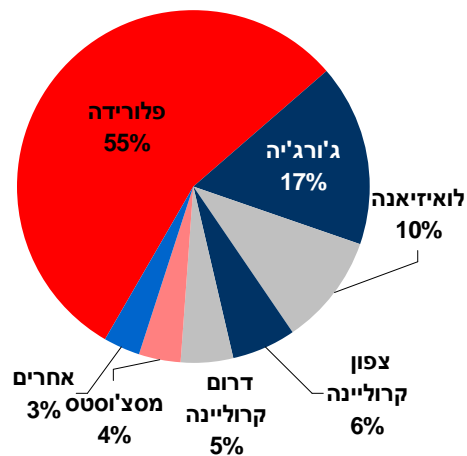


EQUITY ONE (EQY)

החברה מחזיקה, באופן ישיר, ב-29.5% מהון המניות של Equity One. EQY הינה קרן REIT הפועלת בתחום הנדל"ן המניב בארה"ב, בעיקר באזור החוף המזרחי. EQY מחזיקה ב-162 מרכזים מסחריים שכונתיים, סופרמרקטים ובתי מרקחת בשטח כולל של 15.9 מיליון sq ft (1.5 מיליון מ"ר) בשיעור תפוסה ממוצע של 92.8%.

להלן פירוט התפלגות גיאוגרפית של נכסי החברה ע"פ שטח מניב לסוף הרבעון השני של 2008:

פילוח גיאוגרפי ע"פ שטח מניב



ה-Same Property NOI של EQY רשם ירידה של 2.9% ברבעון השני אל מול הרבעון המקביל אשתקד. בנוסף, רשמה EQY גידול ממוצע של 11.7% בשכ"ד כתוצאה מהחלפת שוכרים, מימוש אופציות וחדוש חוזים קיימים. הגידול הנ"ל מתייחס ל-3.5% מסך השטח להשכרה של נכסי החברה. מנגד, הורידה החברה את תחזית ה-FFO למניה שלה לשנת 2008 מרמה ממוצעת של \$ 1.43 ל-\$ 1.38 נוכח צפיות לעצירה בגידול ב-NOI עד לסוף השנה.

באוגוסט 2008 רכשה EQY, במסגרת מיזם משותף עם חברת ההשקעות בנדל"ן DRA (80%), 2 מרכזים מסחריים ובניין משרדים בפלורידה בשטח כולל של כ-503 אלף sq ft תמורת 53 מיליון דולר.

לצורך הערכת השווי הכלכלי של EQY בחנו את ממוצע מכפיל ה-FFO החזויים של ריטים דומים כפי שנגזרים מתחזיות ה-FFO שמפרסמות אותן חברות. יישמנו מכפיל ממוצע זה על תחזית ה-FFO למניה שפרסמה החברה לשנת 2008.

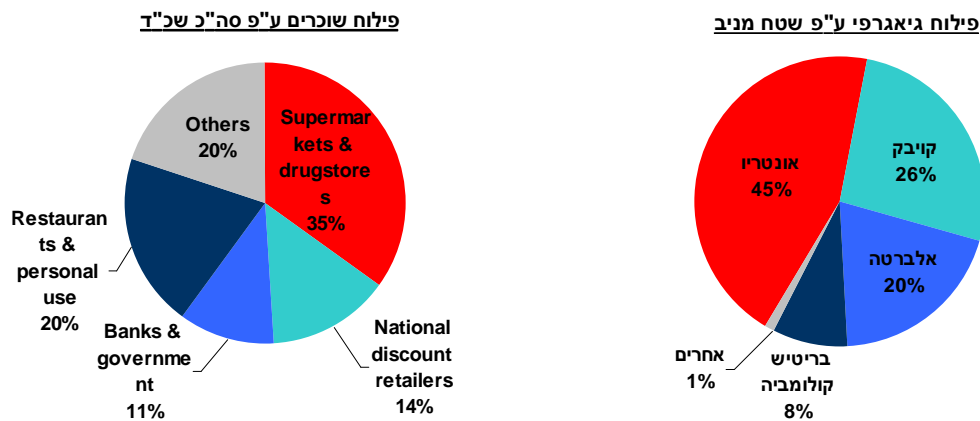
מכפיל FFO נגזר		תחזית FFO למניה (\$)		שווי שוק (מיליון \$)	מחיר נוכחי (\$)	טיקר	שם חברה
2009E	2008E	2009E	2008E				
16.59	18.32	1.48	1.34	794	24.55	AKR	ACADIA
9.12	9.49	4.07	3.91	4,462	37.10	DDR	DEVELOPERS DIVERSIFIED
14.99	15.31	1.43	1.40	1,587	21.44	EQY	EQUITY ONE
10.14	10.56	1.52	1.46	1,020	15.42	IRC	INLAND
13.72	14.68	2.91	2.72	10,144	39.93	KIM	KIMCO
13.35	14.19	4.86	4.57	4,539	64.87	REG	REGENCY CENTERS
16.54	17.44	2.90	2.75	856	47.96	BFS	SAUL CENTERS
10.30	10.85	3.36	3.19	<u>2,906</u>	34.60	WRI	WEINGARTEN
				26,308			סה"כ
13.1	13.9						ממוצע
12.8	13.6						ממוצע ללא EQY

אנו מעריכים את מחיר מניית EQY ב-\$ 18.9 (כ-12% מתחת למחיר השוק הנוכחי שלה) ע"פ FFO חזוי למניה של \$ 1.4 בשנת 2008 ומכפיל FFO של 13.5.

First Capital Realty (FCR)

החברה מחזיקה ב-53.1% מהונה של First Capital ובכ-120 מיליון ע.ג. אג"ח להמרה שלה. FCR פועלת בתחום הנדל"ן המניב בקנדה ומחזיקה ב-168 מרכזים מסחריים שכונתיים, סופרמרקטים ובתי מרקחת בשטח כולל של 19.3 מיליון sq ft (1.79 מיליון מ"ר) בשיעור תפוסה ממוצע של 95.5%. בנוסף מחזיקה FCR בכ-19% מהונה של Equity One.

להלן פירוט התפלגות נכסי החברה ע"פ שטח מניב ושכ"ד לסוף הרבעון השני של 2008:



FCR רושמת צמיחה של 2.9% ב-Same Property NOI מול הרבעון השני אשתקד לרמה של כ-54 מיליון דולר קנדי. FFO החברה רושם עליה של 14.8%, מול הרבעון המקביל אשתקד. לעומת זאת, ה-FFO למניה של FCR הסתכם ב-0.37 דולר קנדי בלבד, לעומת רמה של 0.36 דולר קנדי ברבעון המקביל, נוכח הנפקת מניות שביצעה החברה במהלך הרבעון השני של 2008.

תחזית ה-FFO לשנת 2008 של FCR שומרת על יציבות נוכח עליה ברווח הנקי של החברה המפצה על ירידה ב-FFO שנובע מהחזקת EQY.

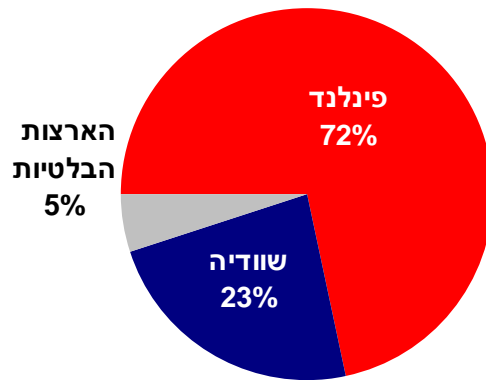
לצורך הערכת השווי הכלכלי של FCR יישמנו מכפיל FFO חזוי ממוצע ששימש אותנו בהערכת השווי הכלכלי של מניית EQY, 13.5.

אנו מעריכים את מחיר מניית FCR ב-\$22.34 קנדי (כ-2% מתחת למחיר השוק הנוכחי שלה) ע"פ FFO חזוי למניה של \$1.66 קנדי בשנת 2008 ומכפיל FFO של 13.5.

CITYCON (CTY1S)

החברה מחזיקה ב-39.4% מהון המניות של Citycon ובכ-37 מיליון ע.ג. אג"ח להמרה שלה. Citycon הינה חברת נדל"ן הפועלת בפינלנד, שבדיה והמדינות הבלטיות, בעיקר בתחום המרכזים המסחריים. נכון לסוף הרבעון השני של 2008 מחזיקה החברה ב-85 נכסים בשטח כולל של כ-927 אלף מ"ר ובשיעור תפוסה ממוצע של 96%. סך שווי נכסי החברה מוערך בכ-2.1 מיליארד יורו. לחברה לקוח מרכזי עיקרי, Kesko, המהווה כ-28% מסך הכנסות השכ"ד שלה ומצוי ב-48 מנכסיה. Kesko, לשעבר חלק מקבוצת בעלי השליטה ב-Citycon, הינה חברת סחר מובילה בארצות הנורדיות והבלטיות העוסקת בפעילות מזון, בניה, DIY, חקלאות, אביזרים לבית ועיצוב פנים. להלן פירוט התפלגות גיאוגרפית של נכסי החברה ע"פ שווי נכסים ושכ"ד לסוף הרבעון השני של 2008:

פילוח גיאוגרפי ע"פ שווי נכסים ושכ"ד



בדוחות לרבעון השני של 2008 רשמה החברה הפסד של כ-63 מיליון יורו נוכח ירידה בשווי ההוגן של נכסיה שערכם ירד בכ-85 מיליון יורו. ירידה חדה במספר העסקאות בשוק הנדל"ן בפינלנד, נוכח המשבר הפיננסי העולמי, הביאה לעלייה ב-Cap Rate הממוצע של נכסי החברה מרמה של 5.7% לרמה של 6%. רמות השכ"ד הממוצעות ושיעורי התפוסה שמרו על יציבות בתקופה זו.

לצורך הערכת שוויה של Citycon נבדקו מכפילי ה-N.A.V של חברות נדל"ן מניב מרכזיות באירופה אשר עיקר פעילותן בתחום המרכזים המסחריים. להלן ריכוז מכפילי ה-N.A.V של החברות השונות:

מכפיל N.A.V נגזר	N.A.V למניה (€)	מחיר נוכחי (€)	שווי שוק (מיליון €)	מיקום הנכסים	טיקר	שם חברה
פינלנד:						
0.59	4.46	586	2.65	פינלנד	CTY1S FH	Citycon
0.53	9.95	584	5.26	פינלנד	SDA1V FH	Sponda
0.56	ממוצע					
מרכז ומערב אירופה:						
0.70	40.00	3,989	28.00	צרפת	LI FP	Klepierre
0.90	56.25	3,412	50.74	הולנד, צרפת	CORA NA	Corio
0.78	69.45	885	53.88	הולנד, ספרד	VASTN NA	Vastned Retail
0.72	40.16	1,042	29.04	איטליה, צרפת	ECMPA NA	Eurocommercial
0.88	26.91	814	23.67	גרמניה	DEG GR	Deutsche Euroshop
0.80	ממוצע					
0.73	ממוצע כללי					

כפי שניתן לראות מהטבלה, ממשיכות חברות הנדל"ן הפעילות בעיקר בפינלנד לסבול מרמות מכפילים נמוכות מאלו המאפיינות חברות נדל"ן קמעונאי דומות במרכז אירופה, זאת נוכח ירידה בהיקף העסקאות שהביאו לעליה ב-Cap Rate בשוק הנדל"ן הפיני.

אנו מעריכים את מניית Citycon בכ-2.7 יורו ע"פ N.A.V למניה של 4.46 פר"ש ומכפיל NAV של 0.6, בדומה למכירה בשוק.

גזית- גלוב ישראל

החברה מחזיקה ב-75% מגזית ישראל הפעילה בתחום הנדל"ן המניב למסחר ובבעלותה 8 נכסים מניבים פעילים ו-7 נכסים בפיתוח.

◀ **נכסים פעילים** - לחברה 8 נכסים בשטח כולל של כ-93 אלף מ"ר ובשווי מוערך של 1.8 מיליארד ש"ח. שיעור התפוסה בנכסים אלו הינו 88%. מבין נכסיה הבולטים של החברה אפשר למנות את קניון רוטשילד ושני מרכזים מסחריים סמוכים בראשון לציון. שיעור הנכסים הפעילים של החברה בדוחותיה הכספיים התבצע ע"פ Cap Rate ממוצע של כ-7.3%.

◀ **נכסים בפיתוח** - החברה פעילה בפיתוח של 7 נכסים מניבים בהיקף השקעה של 1.1 מיליארד ש"ח מתוכם 570 מיליון ש"ח מהווים את עלות ההשלמה העתידית. מבין נכסים אלו ניתן למנות את מתחם הסינמה סיטי החדש במערב ראשון לציון וכן מרכז מסחרי בפארק צמרת בת"א.

לצורך הערכת השווי נלקח שווי סך הפעילות בפרמיה של 10% מעל שווי הספרים שלה זאת בגין פעילות הפיתוח העתידית של החברה.

גזית- גלוב אירופה

במסגרת פעילותה במרכז אירופה, מחזיקה החברה ב-5 מרכזי קניות בגרמניה בשטח כולל של 64 אלף מ"ר ובשיעור תפוסה ממוצע של כ-96%. בנוסף, מחזיקה החברה ב-2 נכסים בשלבי פיתוח בשטח כולל של 43 אלף מ"ר. רוב מרכזי הקניות של החברה מושכרים לרשתות קמעונאות מובילות בגרמניה לדוגמת HIT, Rewe, Kaisers-ו. שיעור הנכסים הפעילים של החברה בדוחותיה הכספיים התבצע ע"פ Cap Rate ממוצע של כ-6.5%, שיעור סביר בהתחשב בנכסי החברה.

ProMed

החברה פעילה בתחום המשרדים הרפואיים בצפון אמריקה, ומתמקדת בנכסים הצמודים למרכזים רפואיים. לחברה 13 נכסים בשטח כולל של 96 אלף מ"ר, בעלי שיעור תפוסה ממוצע של 98.1%.

Royal Senior Care (RSC)

החברה מחזיקה ב-50% מ-RSC הפעילה בתחום הדיור המוגן בדרום מזרח ארה"ב ובבעלותה 14 בתי דיור מוגן בהם כ-1,484 יח"ד. בנוסף, מחזיקה החברה ב-2 בתי דיור מוגן בשלבי פיתוח, בעלי 471 יח"ד. שיעור התפוסה בנכסי החברה עמד בסוף הרבעון השני על 85%.

פעילויות עיקריות נוספות

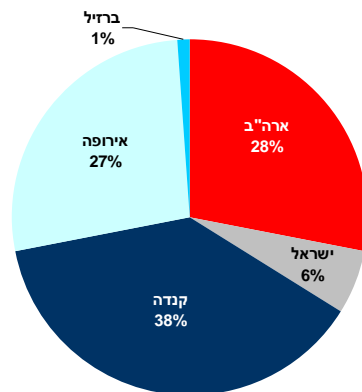
◀ **דורי הנדסה** - החל מספטמבר 2007 מחזיקה החברה בכ-37% מחברת דורי הנדסה העוסקת בפעילות קבלנית ויזמית בישראל, ובמדינות מזרח אירופה ע"י חברת רונסון, הרשומה למסחר בבורסה בפולין. בנוסף, מחזיקה דורי הנדסה בכ-19% מחברת דוראד אנרגיה הפועלת להקמת תחנת כח לייצור חשמל באשקלון.

◀ **פעילות בברזיל** - במהלך החצי הראשון של 2008 רכשה החברה שני מרכזים מסחריים (אחד בתהליכי הקמה) בברזיל בשטח כולל של כ-31 אלף מ"ר. החברה מתכוונת להמשיך ולפתח את פעילותה בברזיל בעתיד.

התפלגות ה-NOI באיחוד יחסי

רמת ה-NOI היחסי לרבעון השני של 2008 עמדה על 301 מיליון ש"ח רמה המגלמת רמה שנתית מייצגת של 1,204 מיליון ש"ח. ע"פ חישובי ה-NAV הסחיר והכלכלי של גזית-גלוב, שיוצגו בהמשך העבודה, ה-Cap Rate המחולץ, בהינתן רמת ה-NOI הנ"ל, הינה 7% ו-7.3% בהתאמה.

להלן התפלגות ה-NOI האיחוד יחסי באזורי הפעילות של גזית-גלוב לרבעון השני של 2008:



מאזן מאוחד

		נכון ליום 30/06/08*	
מיליון ₪		מיליון ₪	
	<u>התחייבויות שוטפות:</u>		<u>נכסים שוטפים:</u>
2,681	אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים	514	מזומנים ושווי מזומנים
399	התחייבות לספקים ונותני שירות	243	השקעות לזמן קצר
106	מקדמות ממשלתי עבודות ומרוכשי דירות	260	לקוחות והכנסות לקבל
14	התחייבויות בגין מיסים שוטפים	364	חייבים ויתרות חובה
612	זכאים ויתרות זכות	565	מלאי בניינים למכירה
38	דיבידנד שהוכרז	10	נכסי מס שוטפים
3,850	סה"כ התחייבויות שוטפות	1,956	סה"כ נכסים שוטפים
46	התחייבויות של נכסים מוחזקים למכירה	119	נכסים מוחזקים למכירה
	<u>התחייבויות לזמן ארוך:</u>		<u>נכסים לא שוטפים:</u>
10,586	אג"ח	47	השקעות בחברות כלולות
703	אג"ח להמרה של חברות מוחזקות	85	השקעות, הלוואות ויתרות חובה
12,536	התחייבויות למוסדות פיננסיים ולאחרים	1,096	ני"ע זמינים למכירה
4	מכשירים פיננסיים נגזרים	886	מכשירים פיננסיים נגזרים
97	התחייבויות פיננסיות אחרות	36,605	נדל"ן להשקעה
4	התחייבות בשל הטבות לעובדים	2,488	נדל"ן להשקעה בפיתוח
1,959	מיסים נידחים	22	מלאי מקרקעין בלתי שוטף
25,889	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך	545	רכוש קבוע, נטו
		230	מוניטין
9,560	זכויות המיעוט	20	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
4,845	הון עצמי	91	מיסים נידחים
		42,115	סה"כ נכסים לא שוטפים
44,190	סה"כ התחייבויות והון עצמי	44,190	סה"כ נכסים
32.6%	הון עצמי**/מאזן	767	נכסים פיננסיים
58.6%	חוב פיננסי, נטו/מאזן	26,659	התחייבויות פיננסיות
65.1%	חוב פיננסי/נכסי נדל"ן	(25,892)	התחייבויות פיננסיות, נטו

*הדוחות כוללים גם איחוד מלא של דוחות EQY ו-Citycon בשל שליטת החברה בהם למרות החזקות של מתחת ל-50%.
**בתוספת זכויות המיעוט.

דו"ח רווח והפסד מאוחד

		מיליון ₪			
בפועל	בפועל	בפועל	בפועל	בגילום	
2006	2007	1-6/2007	1-6/2008	שנתי	
				Q2-2008	
הכנסות					
3,054	3,607	1,701	1,799	3,508	הכנסות מהשכרת מבנים
-	108	-	315	752	הכנסות ממכירת בניינים, קרקעות וביצוע עבודות
3,054	3,715	1,701	2,114	4,260	סה"כ הכנסות
40.3%	21.6%	-	24.3%	-	% צמיחה
הוצאות					
1,034	1,182	556	601	1,148	הוצאות הפעלת נכסים להשכרה
-	90	-	297	716	עלות מכירת בניינים, קרקעות ועבודות שבוצעו
1,034	1,272	556	898	1,864	סה"כ הוצאות
2,020	2,443	1,145	1,216	2,396	רווח גולמי
66.1%	65.8%	67.3%	57.5%	56.2%	% מההכנסות
2,678	1,862	1,565	(774)	(3,088)	עליית (ירידת) ערך נדל"ן להשקעה, נטו
339	553	286	231	440	הוצאות הנהלה וכלליות
4,359	3,752	2,424	211	(1,132)	רווח מפעולות רגילות
(1,235)	(1,467)	(618)	(811)	(1,676)	הוצאות מימון
105	560	369	355	752	הכנסות מימון
59	25	7	(11)	(28)	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
36	4	3	-	-	חלק החברה ברווחי חברות כלולות, נטו
3,324	2,874	2,185	(256)	(2,084)	רווח לפני מס
550	604	421	(49)	(328)	מס
16.5%	21.0%	19.3%	19.1%	15.7%	% מס אפקטיבי
2,774	2,270	1,764	(207)	(1,756)	רווח נקי
229	350	181	268	564	FFO
5,427	6,828	6,558	5,080	-	NAV
971	1,190	537	604	1,204	NOI יחסי
נתונים למניה בדילול					
108,334	118,870	118,409	125,375	-	מספר מניות בדילול (אלפים)
25.61	19.10	14.90	(1.65)	-	רווח למניה בדילול (₪)
2.11	2.94	1.53	2.14	-	FFO למניה בדילול (₪)
50.10	57.44	55.38	40.52	-	NAV למניה בדילול (₪)

סיכום שווי החזקות

הערות	חלק החברה (מיליון ₪)				כמות מניות (מיליון ע.ג.)	החזקה
	%	שווי כלכלי	%	שווי סחיר		
						החזקות סחירות:
1	29%	3,468	29%	3,537	46	First Capital
2	3%	386	3%	386	120.4	First Capital - אג"ח להמרה
3	12%	1,462	14%	1,659	21.6	Equity One
4	10%	1,188	10%	1,177	87.1	Citycon
2	0%	0	1%	154	37	Citycon - אג"ח להמרה
2	1%	107	1%	107	42.5	דורי הנדסה
	56%	6,610	58%	7,019		סה"כ החזקות סחירות
						החזקות לא סחירות:
5	3%	406	3%	406		Royal Senior Care
5	12%	1,414	12%	1,414		נכסים באירופה
5	10%	1,134	9%	1,134		ProMed
5	2%	196	2%	196		ברזיל
6	17%	2,011	17%	2,011		נכסים בישראל
	44%	5,161	42%	5,161		סה"כ החזקות לא סחירות
	100%	11,771	100%	12,180		סה"כ שווי החזקות

הערות

1. שווי כלכלי נקבע ע"פ יישום מכפיל 13.5 על FFO חזוי למניה של \$ 1.66 קנדי.
2. שווי כלכלי שווה לשווי שוק.
3. שווי כלכלי נקבע ע"פ יישום מכפיל 13.5 על FFO חזוי למניה של \$ 1.40.
4. שווי כלכלי נקבע ע"פ יישום מכפיל 0.6 על N.A.V למניה של € 4.46.
5. ע"פ שווי ספרים.
6. פרמיה של 10% על השווי בספרים.

סיכום הערכת השווי

הערות	מיליון ₪		שווי החברה:
	מודל N.A.V כלכלי	מודל N.A.V סחיר	
	11,771	12,180	סה"כ שווי החזקות
1	(7,620)	(7,620)	התחייבויות פיננסיות, נטו
2	(115)	(115)	התאמות בערך ההתחייבויות פיננסיות, נטו
3	330	330	פרמיה בגין רכישת ATR
4	(43)	(43)	מיסים נדחים
5	(1,400)	(1,400)	הוצ' מטה מהוונות
6	<u>1,050</u>	<u>1,050</u>	פרמיית יזמות (ללא ATR)
	3,973	4,382	סה"כ שווי החברה
	3,557	3,557	שווי שוק
			שווי למניה בדילול:
	125,252	125,252	מספר מניות בדילול (אלפי מניות)
	31.72	34.99	מחיר יעד (₪)
	28.40	28.40	מחיר נוכחי (₪)
	12%	23%	% פער לעומת השוק
	10%	19%	% דיסקאונט

הערות

1. התחייבויות פיננסיות, נטו של גזית-גלוב, סולו, ליום 30/06/08.
2. עליה בהיקף החוב כתוצאה מהחלשות הש"ח נכון לתחילת הרבעון השלישי של 2008.
3. 15% מעלות הרכישה הכוללת.
4. כשליש מיסים נדחים במאזן של גזית-גלוב, סולו.
5. סך הוצ' מייצג של 140 מיליון ש"ח בניכוי מגן מס ע"פ מכפיל 13.3.
6. 75% מסך הוצ' המטה המהוונות.

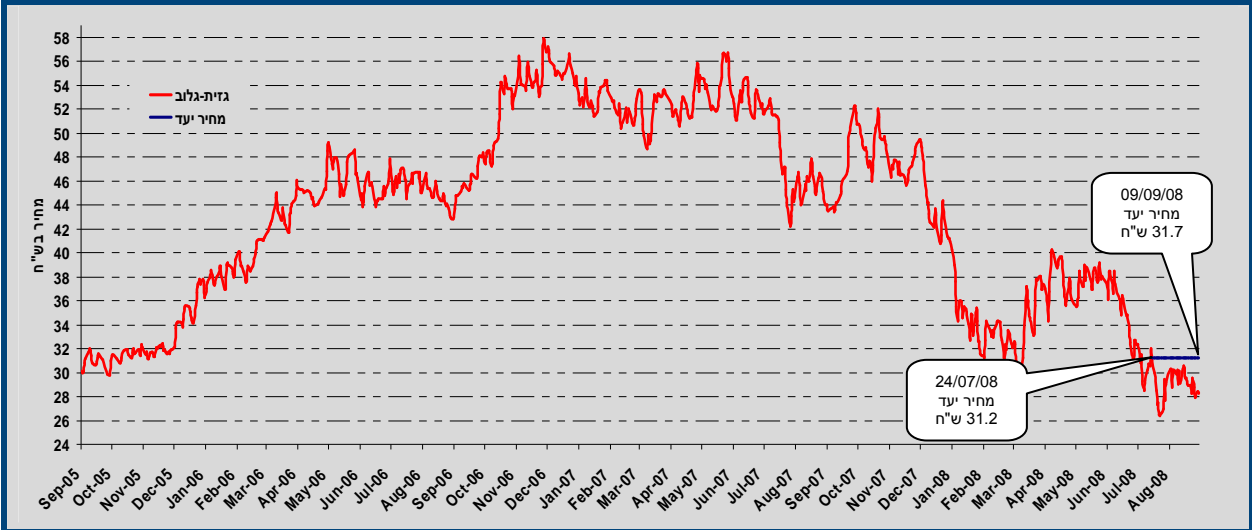
מכין עבודת האנליזה

שם:	גיל סידנר
כתובת:	ירון זר – בעל רשיון משווק השקעות מס' 6844.
השכלה:	אפעל 35, קרית אריה פ"ת 49511 גיל סידנר : תואר שני במנע"ס מאוניברסיטת בן גוריון ותואר ראשון בכלכלה מאוניברסיטת ת"א. ירון זר : תואר שני במנע"ס וסטטיסטיקה ותואר ראשון בכלכלה וסטטיסטיקה, מהאוניברסיטה העברית.
נסיון:	גיל סידנר : ישיר בית השקעות- אנליסט בכיר, בעל נסיון של מעל ל-3 שנים בשוק ההון. ירון זר : ישיר בית השקעות- מנהל מחלקת מחקר, עוסק בנייתוח חברות משנת 1996.

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין עבודת האנליזה

שם:	ישיר בית השקעות
כתובת:	אפעל 35, קרית אריה פ"ת 49511
אתר:	www.yih.co.il

גרף המניה ועדכוני המלצות בשלושת השנים האחרונות



מפתח דירוג ההמלצה

קניה:	מחיר יעד גבוה לפחות ב-15% מהמחיר הנוכחי (במניות יתר - 20%) תוך צפי לעליית מחיר המניה בשנה הקרובה.
ניטרלי:	צפי ליציבות מחיר המניה ביחס לשוק.
מכירה:	מחיר היעד נמוך לפחות ב-5% מהמחיר הנוכחי ו/או צפי לירידת מחיר המניה.
בעדכון:	בחינה מחדש של ההמלצה.

אופן ביצוע הערכת השווי וסקירת הסיכונים השונים העלולים להשפיע באופן מהותי על המלצה

- שיטת הערכת השווי: מודל שווי נכסי (NAV) סחיר וכלכלי.
- התחזקות השקל תביא לשחיקה בהון העצמי של החברה הצמוד ברובו לשערי הדולר, הדולר הקנדי והיורו.
 - צפי להאטה בצריכה הפרטית בצפון אמריקה יפגע בפעילות הנדל"ן המסחרי של החברה באזור זה.
 - המשך משבר הנדל"ן העולמי ועלית ה-Cap Rate בנכסי החברה צפויה לפגוע ברווחיותה.
 - פעילות הייזום העתידית של ATR, בהיקף של 3.3 מיליארד יורו, ופעילותה ברוסיה ובארצות מזרח אירופה מעלים את רמת הסיכון של החברה.

גילוי נאות מטעם מכין העבודה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע למכין העבודה כאמור לעיל על ניגוד עניינים אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו.

גילוי נאות מטעם התאגיד המורשה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע לתאגיד המורשה על ניגוד עניינים אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו של מכין העבודה ו/או התאגיד המורשה.

הצהרת האנליסטים

אני, גיל סידנר, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

21/10/2019

אני, ירון זר, בעל רישיון מס' 6844, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

23/11/2019

הערה

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד, ולא נועדה לשמש הצעה או המלצה לביצוע עסקה כלשהי בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים אחרים. סקירה זו אינה מהווה תחליף לייעוץ מקצועי המותאם לצרכיו המיוחדים של כל אדם. הקורא סקירה זו אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בה תיצור עבורו רווחים והסתמכות כאמור הינה באחריותו הבלעדית של הקורא. ני"ע הנזכרים בסקירה עשויים שלא להתאים לכל סוגי המשקיעים.

סקירה זו הוכנה על ידי ישיר בית השקעות בע"מ ("ישיר השקעות" או "החברה") בהתבסס על מידע נגיש לכלל הציבור, נתונים שפותחו בחברה ומקורות אחרים שהחברה סבורה כי הינם מהימנים. החברה ו/או מי מטעמה אינה יכולה לערוב לשלמות ו/או לדיוק הסקירה. סקירה זו אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא של כל העובדות הנוגעות לחברה הנסקרת ו/או לסביבתה העסקית ו/או לני"ע שלה. דעות המובאות בסקירה, נתונות לשינויים בשוק ו/או לשינויים אחרים, ללא מתן הודעה נוספת. כמו כן, אין באמור בסקירה זו כדי להטיל חבות כלשהי על ישיר השקעות או מי מטעמה. אין להעביר או להעתיק סקירה זו או חלק ממנה ואין להפיצה ללא אישור מראש ובכתב על ידי ישיר השקעות.

ישיר השקעות ו/או מי מטעמה, במישרין ו/או בעקיפין, מחזיקים או עשויים להחזיק ו/או לרכוש ו/או למכור ני"ע של החברה הנסקרת ו/או של חברות קשורות לה ולפיכך עשוי להיות לישיר השקעות ו/או מי מטעמה עניין אישי באותם ני"ע ובחברה שהנפיקה אותם. כמו כן, עשויה ישיר השקעות לקיים ו/או מקיימת בפועל קשרים עסקיים עם החברה הנסקרת ו/או חברות קשורות.