

10 בספטמבר 2009

אנליסטית בכירה
לאה ברמן

גזית גלוב – עדכון מודל הערכת השווי בעקבות המרת האג"ח למניות אטריום

גזית גלוב
המלצה (ללא שינוי)
"קנייה"

מחיר יעד חדש

38.5 ₪

מחיר יעד קודם

34 ₪

מחיר נוכחי
31.5 ש"ח

שווי שוק (מ ש"ח)
4,175

גבוה/נמוך
90 יום (ש"ח)

31.2-19.8

מחזור יומי ממוצע
16.6 מ'₪

הון עצמי (מ ש"ח)
3,924

כמות "צפה"
(מ מניות)
35.6

מס מניות בסיסי (א')

129,982.62

גורמי סיכון

ירידה בשיעורי תפוסה
ירידה בהכנסות משכ"ד
נגישות למקורות מימון
חשיפה מטבעית
חשיפה למזרח אירופה

בתאריך 3/9/2009, דיווחה גזית גלוב, על חתימת הסכם עם חברת אטריום, להחלפת כל האג"ח להמרה וכתבי האופציה שברשותה, למניות אטריום.

לפי ההסכם, גזית גלוב תמסור לאטריום את כל אגרות החוב להמרה של אטריום אשר בבעלותה וכן את כל כתבי האופציה למניות אטריום. התמורה הכוללת לגזית גלוב בגין מסירת אג"ח להמרה והאופציות, תתקבל בהקצאת 79.6 מ' מניות רגילות של אטריום. שני הצדדים התחייבו לפעול לכך שהמניות החדשות שתוקצינה, תירשמה למסחר בבורסת הירונקסט באמסטרדם ובבורסה של וינה (שם רשומים כיום ניירות הערך של אטריום) וזאת תוך שישה חודשים מהשלמת העסקה.

אטריום תחלק דיבידנד מיוחד בסך של 0.5 יורו למניה, תוך 30 ימי עסקים מהשלמת העסקה. הדיבידנד האמור ישולם גם בגין המניות החדשות שתוקצינה, כך שחלקה של גזית גלוב בדיבידנד יעמוד על כ-300 מ'₪. כמו כן, אטריום תפעל לקיום מדיניות דיבידנד לפיה תחלק דיבידנד שנתי של לפחות 0.12 יורו למניה, אשר ישולם על בסיס רבעוני וזאת החל מחודש דצמבר 2009.

עם השלמת העסקה, תגדיל גזית גלוב את חלקה בהון המניות ובזכויות ההצבעה של אטריום, לשיעור של 29.1% (לעומת כ-12.5%, מהונה המונפק וכ-19.1% מזכויות ההצבעה נכון להיום), תקבל כ-300 מ'₪ דיבידנד מיוחד כמו גם דיבידנד שוטף של כ-70 מ'₪ בשנה. נקודה חשובה לציון, נוגעת לאיחוד האינטרסים של כל בעלי המניות מקרב הציבור, (שכן מחזיקי האג"ח להמרה היו בניגוד אינטרסים עם בעלי המניות מבחינת חלוקת הדיבידנדים ושמירה על קופת המזומנים בחברה), שתאפשר לאטריום לנצל הזדמנויות בשווקים באמצעות קופת המזומנים ומבנה המאזן הטוב יחסית, להמשך צמיחה ופיתוח עסקי עתידי.

ניתוח העסקה

במודל הערכת השווי, אנו תמחרנו את האג"ח להמרה של חברת אטריום ב-120 יורו לכל 100 יורו ע.ג. וזאת לעומת 80 יורו לכל 100 יורו ע.ג. כפי שרשום בספרי גזית גלוב לתאריך 30/6/2009. לפי שווי שוק, מגלמת העסקה שווי של כ-147 יורו לכל 100 יורו ע.ג. של אג"ח להמרה לפי החישוב כלהלן: 231 מ'₪ יורו ע.ג. כפול 1.47 כפול שער הירור, מסתכם לסך כולל של כ-1.8 מיליארד ₪, סכום שהנו שווה ערך להקצאת כ-80 מ'₪ מניות כנגד האג"ח להמרה במחיר שוק של אטריום – 4.3 יורו למניה.

נובע מהאמור לעיל, כי במונחי שווי שוק, החברה המירה אג"ח להמרה הרשום בספרים לפי שווי של כ-1 מיליארד ₪ (לפי 80 יורו לכל 100 יורו ע.ג.), בתמורה כלכלית לפי שווי שוק נוכחי של מניית אטריום בסך כולל של כ-1.8 מיליארד ₪, דהיינו יצירת ערך כלכלי עודף בסך של כ-800 מ'₪.

מאחר ואנו תמחרנו במודל הערכת השווי שלנו את האג"ח להמרה לפי 120 יורו לכל 100 יורו ע.ג. דהיינו לפי שווי כלכלי כולל של כ-1.5 מיליארד ₪, י, הצפת הערך במודל הערכת השווי, כתוצאה מהעסקה הנוכחית, מסתכמת בכ-300 מ'₪, המשקף את הגידול בשווי הנכסי של גזית גלוב.

מבחינת חברת אטריום, חוב החברה קטן בכ-420 מ'₪ יורו עקב המרת האג"ח למניות, מה שמגדיל את ההון העצמי בהתאם ומכאן הקטנת המנוף ושיפור באיתנות הפיננסית של החברה. בהקשר זה, פורסם, כי סוכנות הדירוג פיץ', מאשררת את דירוג האשראי של אטריום ומדגישה כי מדובר בעסקה טובה עבור בעלי האג"ח של אטריום. פיץ', הותירה את דירוג האשראי לטווח ארוך של אטריום על BB- ואת הדירוג לטווח קצר על B. כמו כן העלתה פיץ' את תחזית הדירוג ל"יציבה" מ"שלילית".

לאחר ביצוע המהלך (כפי שמפורט במודל המעודכן להלן), לא תחזיק יותר גזית גלוב אג"ח להמרה ואופציות של אטריום, אלא רק מניות, כאשר שיעור האחזקה במניות אטריום יעלה ל-29.1%. המהלך לעיל, מבטא להערכתנו את הצהרת הכוונות של קבוצת גזית גלוב בהתייחסות לאטריום, כחברה מרכזית של גזית גלוב, עם סיכון תפעולי נמוך יותר לאחר הרה-ארגון המקיף שבוצע בחברה, ודגש חזק על הכנת החברה בכל הפרמטרים הניהוליים והפיננסיים לצמיחה משמעותית לאחר היציאה ממשבר הנדל"ן הריאלי בשוקי מזרח אירופה ובעיקר ברוסיה.

יש לסייג ולומר כי השלמת ההסכם מותנית בין היתר באישור האסיפה הכללית של אטריום לנושאים מסויימים הכרוכים בעסקה ובאישורים של רשויות ההגבלים העסקיים הרלבנטיות. אנו סבורים כי הליכים אלו הנם בעיקר פורמליים, וההסכמות לאישור העסקה תינתנה.

בעקבות עדכון המודל, אנו ממשיכים להמליץ בהמלצת "קנייה" על מניות חברת גזית גלוב, במחיר יעד חדש של 38.5 ₪ (ראה מודל מעודכן להלן), לעומת מחיר יעד קודם של 34 ₪ למניה. לפי מחיר המניה כיום, המניה נסחרת בדיסקאונט של כ-19% לעומת המחיר הכלכלי כפי שהוערך על ידינו.



פרי שחר

אנליסטית, מנהלת מח' מחקר
PERIS@SAHAR.CO.IL

לאה ברמן

אנליסטית בכירה
BERMAN@SAHAR.CO.IL

איתי מקמל

אנליסט
ITAYM@SAHAR.CO.IL

מתי אהרון, עו"ד

אנליסט
MATIA@SAHAR.CO.IL

אלה פרילוצקי

אנליסטית
ELAP@SAHAR.CO.IL

קרן אור גלדי - עו"ד

אנליסטית
KERENOR@SAHAR.CO.IL

הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

- 1. פרטי מכין עבודת האנליזה**
שם: לאה ברמן
מס'סוג הרשיון: רשיון ניהול תיקי השקעות מס' 8012
כתובת: רח' אריה שרון תל-אביב
השכלה: תואר ראשון בכלכלה אוניברסיטת ת"א, תואר שני מנהל עסקים מאוניברסיטת ת"א.
ניסיון: 11 שנים.
התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:
פועלים סהר בע"מ
דרך מנחם בגין 23, תל אביב
טל' 03-7104555
 - 2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה.**
אין לעורך האנליזה ניגוד עניינים הידוע לו במועד פרסום עבודת האנליזה.
 - 3. גרף המנייה הנסקרת ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות.** מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.
 - 4. שיטות הערכה בהן נעשה שימוש בעבודת האנליזה:**
שיטת היוון תזרים מזומנים.
- הסיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:
1. עלייה בשיעורי ההיוון על הנכסים אשר גורמת לירידה בשווי ההוגן ולהפרשות בהתאם.
 2. שינויים בשערי החליפין של המטבעות בשווקי היעד של החברה.
 3. מיתון כלכלי אשר מביא לקיטון בהוצאות הצריכה ולירידה בהכנסות של השוכרים.
 4. פגיעה בחוסנם של השוכרים בעקבות המיתון הכלכלי וביכולת תשלום השכ"ד
 5. פגיעה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת ומכאן פגיעה ביכולת שירות החוב
 - 6 קושי בהשגרת מקורות מימון להמשך פעילות ההשקעה והפיתוח בנכסים.
 7. גידול בחובות מסופקים עקב חוסר יכולת גבייה.
- 5. גילוי מטעם פועלים סהר בע"מ**
במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, החברה או, למיטב ידיעת החברה, תאגיד קשור לחברה, החזיקו בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנהלים על ידם החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות הערך של התאגיד הנסקר.
 - 6. הערות ואזהרות כלליות נוספות**
האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהם פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לשם בירור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או לפועלים סהר או למי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה. הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. פועלים סהר ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל. תוכנה של אנליזה זו מבוסס על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. האנליזה מהווה חומר מסייע בייעוץ, ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהן. עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.

בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או ההחזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליו ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק בני"ע ו/או נכסים פיננסיים של מי מחברות הנזכרות באנליזה זו, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות/בניירות הערך אליהן מתייחסת האנליזה.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף לייעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין היא באה במקומם.

אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מפועלים סהר בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או מאת פועלים סהר, הינם אסורים בהחלט.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליה ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות החברות הנזכרות באנליזה זו מניות של חברות הנסקרות באנליזה, כולן או חלקן ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות הנזכרות באנליזה זו. כמו כן עשויים מי מהנ"ל לפעול בהן על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן, חרף האמור באנליזה זו. כמו כן, עשויה חברה הקשורה לפועלים סהר או לבנק הפועלים לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מניירות הערך הנזכרים בסקירה זו, וכן עשוי להיות קשר מסחרי אחר בין פועלים סהר לכל אחת מהחברות שניירות הערך שלהן נזכרים באנליזה זו. אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע.

הסקירה, יכול שתתייחס לניירות ערך שלפועלים סהר או לבנק הפועלים יש זיקה אליהם בשל תמורה שקיבל ו/או יקבל פועלים סהר או בנק הפועלים או תאגיד אחר בקבוצת בנק הפועלים מאת מנפיקי ניירות ערך ו/או מוכריהם ו/או מפציהם במסגרת שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום, החזקה של ניירות הערך ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידי מי מקבוצת הבנק, אשר יכול גם ויהיו לו קשרים עסקיים מסחריים עם מי מהחברות שניירות הערך שלהן נסקרות בעבודה זו.

חברה בת של הבנק עשויה לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מהמניות הנזכרות באנליזה זו.

בנק הפועלים ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה.

7. הצהרת האנליסט

אני, לאה ברמן, בעל רשיון מס' 8012 מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

חתימה: לאה ברמן

דירוג השקעה: **קניה חזקה** – המניה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** – המניה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** – מחיר המניה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** – המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** – מחיר המניה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** – המניה נסחרת בתמחור חסר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר. אפיון סיכון: גבוה – רמת הסיכון בהשקעה במניה גבוהה מהממוצע בשוק. סיכון שוק – רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה לממוצע בשוק. נמוך – הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהממוצע בשוק.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר פועלים סהר בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין פועלים סהר בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוך למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לפועלים סהר בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עמה יש או יכולות להיות לחזקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עמן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.