

23.12.02

גזית גלוב בע"מ – הערכת שווי

המלצת קנה

רווח תפעולי		רווח גולמי		הכנסות	שנה
%	מיל' ש"ח	%	מיל' ש"ח	מיל' ש"ח	
50.1	410.6	65.9	477.6	8194	2001 בפועל
47.4	467.4	65.5	593.9	978.8	2002 תחזית
46.5	503.8	65.9	688.9	1087.0	2003 תחזית

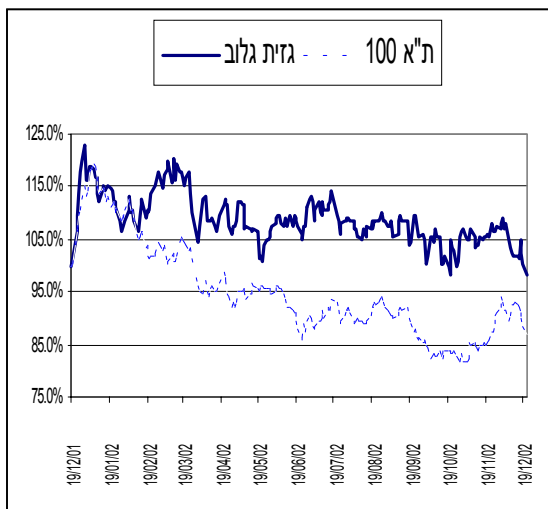
בעלי עניין

שם	%
גזית ישראל	30.5
גזית החזקות	22.6
גמול קרן	9.8
גזית מימון	9.0
שונות	1.9
הציבור	26.2

נתוני שוק (22/12/02)

שווי שוק (מיליוני ש"ח)	821.5
הון עצמי (מיליוני ש"ח)	882.5
מכפיל הון	0.90
שער מניה נוכחי (ש"ח)	12.04
שער נמוך (12 חודשים ב-ש"ח)	12.01
שער גבוה (12 חודשים ב-ש"ח)	15.00
מכפיל FFO נומינלי חזוי ל-03	6.0

גרף המניה



תאור החברה

גזית גלוב הנה חברת השקעות העוסקת ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב, קנדה וישראל, תוך התמקדות בענף המרכזים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים. את פעילותה בתחום הנדל"ן המניב בארה"ב מבצעת החברה באמצעות החזקתה בחברת Equity One ואת פעילותה בתחום הנדל"ן המניב בקנדה מבצעת החברה באמצעות החזקתה בחברת First Capital Realty Inc. פעילותה של גזית גלוב בישראל מתמקדת בבעלות על "בית גזית" ובהחזקותיה בחברת משכנות כלל.

בטווח הבינוני והארוך השווי הכלכלי של חברת גזית גלוב הוא 1.32 מיליארד ש"ח. שווי זה מבטא מחיר יעד בדילול מלא של 17.0 ₪ למניית החברה, מחיר הגבוה ב- 41% ממחיר המנייה הנוכחי. בהתאם, המלצתנו לגביי מניית גזית גלוב היא 'קנה'.

תיאור החברה

חברת גזית גלוב הנה חברת השקעות העוסקת ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב, קנדה וישראל, תוך כדי התמקדות בענף המרכזיים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים. מרכזי מסחר אלה ממוקמים על פי רוב בסמוך לצירי תנועה ראשיים הסמוכים לאזורי מגורים, כשמטרתם לספק שירותים בסיסיים לתושבי הסביבה. הסופרמרקטים, החתומים בדרי"כ על חוזים ארוכי טווח של 20 שנה ויותר, מהווים את מוקד המשיכה העיקרי לאותו מרכז קניות, כשסביבם מתקבצים חנויות וספקי שירותים בסיסיים כגון בנקים, מרפאות, גני ילדים, השכרת וידאו, בתי מרקחת וכו'. תמהיל חנויות זה, המספק שירותים בסיסיים וחיוניים לתושבי אזור מסוים, מאפשר לאותו מרכז מסחרי לשרוד גם תקופות מיתון.

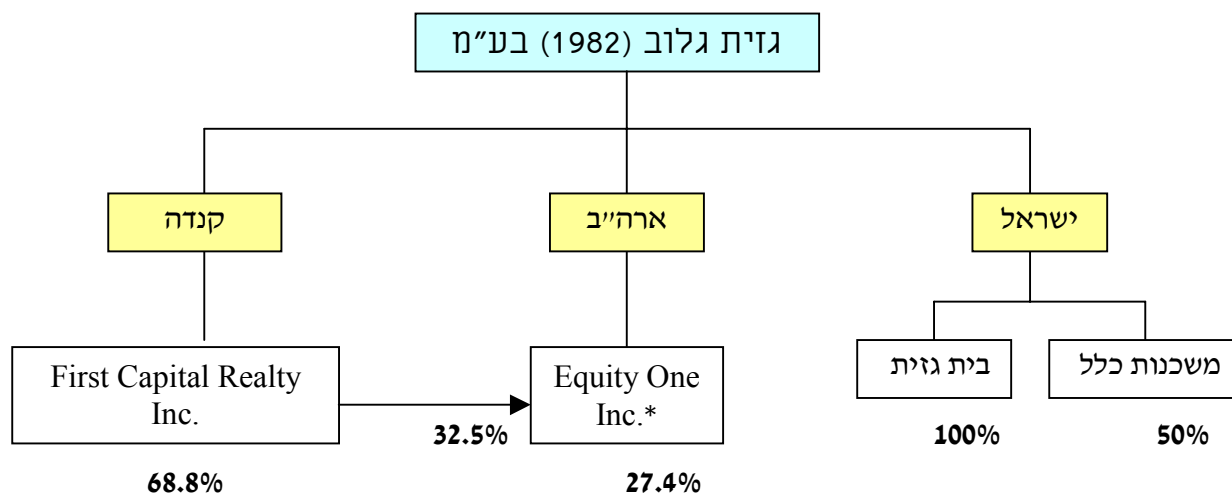
בשנים האחרונות נהלה החברה מדיניות צמיחה אגרסיבית באמצעות רכישה ופיתוח של נכסים מסחריים ותוך ניצול הזדמנויות עסקיות לרכישה ומיזוג עם חברות נדל"ן בתחום פעילות החברה. מדיניות זו באה לידי ביטוי בגידול שנתי ממוצע משוקלל של 47%, החל מ-1996, בשטחי ההשכרה של החברה.

נכון להיום בבעלותה של גזית גלוב 150 נכסים מניבים המשתרעים על פני שטח בנוי להשכרה בהיקף של כ-1.6 מיליון מ"ר, בעלות כוללת של למעלה מ-6.7 מיליארד ש"ח, המניבים דמי שכירות שנתיים בסך כולל של כ-880 מיליון ש"ח. בנוסף, בבעלות החברה 4 נכסים בפיתוח ושותפויות ב-3 נכסים מניבים. כמו כן, עומדות לרשות החברה כ-130 אלפי מ"ר של עתודות קרקע להרחבת השטח הבנוי להשכרה.

עיקר פעילותה של החברה בארה"ב מבוצע באמצעות חברת בת בבעלות של כ-50% בשם Equity One (להלן אקוויטי). עיקר פעילותה של החברה בקנדה מבוצע באמצעות החזקה בבעלות של 68.8% בחברת First Capital Realty Inc. (להלן FCR). פעילותה של החברה בישראל מתמקדת בבעלות על "בית גזית" ובהחזקה של 50% בחברת משכנות כלל, אשר עוסקת בתחום הדיור המוגן.

בחודש אוקטובר '02 הודיעה חברת אקוויטי על רכישת חברת IRT Properties ע"פ שווי נכסים מוערך של 726 מיליון דולר. השלמת עסקה זו צפויה להפוך את אקוויטי ל-REIT המובילה בתחום מרכזי המסחר בפלורידה ול-REIT העשירית בגודלה בארה"ב בתחום זה. לאחר השלמת עסקה זו, בתחילת 2003, יהיו בבעלות גזית גלוב 240 מרכזי מסחר בארה"ב ובקנדה, המניבים הכנסות שכ"ד שנתיות של כ-1.4 מיליארד ש"ח.

מבנה החברה (טרם הרכישה):



* סך ההחזקות של גזית גלוב ב- Equity One נאמד בכ- 50%.

תיאור הפעילות

נכסי החברה

נכון להיום מחזיקה גזית גלוב ב- 150 נכסים המשתרעים על שטח כולל של 1.57 מיליון מ"ר עם שיעור תפוסה ממוצע של 90.3% וכ- 3000 שוכרים (הסכמי שכירות). בנוסף בבעלות החברה 4 נכסים הנמצאים בשלבי פיתוח ושותפות ב- 3 נכסים נוספים. העלות הכוללת של הנכסים בספרים נאמדת ב- 6.7 מיליארד ש"ח. נכסים אלה תורמים לחברה הכנסות משכ"ד נטו בסך כולל של 133 מיליון דולר ארה"ב. שכ"ד הממוצע החודשי נטו אותו מקבלת החברה הוא \$7.9 למ"ר.

אופי הנכסים

למעלה מ- 70% מנכסי החברה הם מרכזי מסחר קהילתיים ושכונתיים מעוגני סופרמרקטים. מרכזי מסחר אלה, שהנם בסדר גודל של 10 עד 30 אלף מ"ר, נועדו לספק את צרכי היום יום הבסיסיים של אוכלוסייה ברדיוס של עד 5 ק"מ. למרכזי מסחר אלה יש בדרי"כ תמהיל דומה:

- סופרמרקט המהווה כ- 30% משטח המרכז המסחרי והמשמש כדייר העוגן של המרכז.
- דיירי קרדיט כגון בנקים, רשתות דראגסטור ורשתות מזון מהיר אשר מהווים כ- 35% מהשטח המושכר ואשר מספקים לו תזרים יציב המבוסס על חוזים ארוכים יחסית.
- דיירים מקומיים המספקים שירותים בסיסיים יום יומיים כגון מספרה, רופאים, מכבסה וכו', עמם נחתמים חוזים לתקופות קצרות של עד שלוש שנים.

דיירי העוגן

לדיירי העוגן במרכז המסחרי יש חשיבות רבה שכן הם מעניקים למרכז את היתרונות הבאים:

1. כוח משיכת קהל חזק למרכז המסחרי.
 2. תחלופה נמוכה ביותר – רשתות סופרמרקטים חותמים בדרי"כ חוזי השכרה לתקופות ארוכות של 20 שנה ויותר.
 3. יציבות פיננסית - דיירי עוגן הם בדרי"כ בעלי איתנות פיננסית גבוהה (יש להם דירוג אשראי) והנם בעלי רגישות נמוכה יחסית למיתון.
 4. שכירת שטחים גדולים - דיירי עוגן שוכרים שטחים גדולים ביותר בסדר גודל של 3,000 מ"ר ומעלה.
- החיסרון העיקרי בהשכרה לדיירי עוגן, לעומת זאת, הוא דמי שכירות נמוכים משמעותית בשיעור של כ- 30 עד 40 אחוז המשולם ע"י דיירי העוגן לעומת דיירים אחרים.

פעילות באמצעות REIT

פעילותה של החברה בארה"ב מבוצעת באמצעות חברת אקוויטי (ראה פירוט בהמשך) המאוגדת כ- REIT. REIT (Real Estate Investment Trust) הנה חברה להשקעות בנדל"ן אשר נהנית מהטבות מיסוי על פי חוקי המס בארה"ב. הטבות מס אלה מתבטאות בעיקר בכך שהכנסות החברה המוכרת כ- REIT הן פטורות ממס. בתמורה חייבת החברה לחלק לפחות 90% מהכנסתה החייבת במס, בשנת היווצרות הרווח, כדיבדנד לבעלי המניות. על דיבדנד זה בעלי המניות יצטרכו לשלם כמקובל מס בהתאם למס השולי שלהם.

כדי להנות ממעמד של REIT על פי דיני המס בארה"ב על חברה לעמוד בדרישות שונות שבניהן:

- החברה מחלקת לפחות 90% מהכנסתה החייבת במס כדיבדנד לבעלי המניות.
- אין הגבלה על עבירות של המניות.

- קיימים לפחות 100 בעלי מניות בחברה.
- לפחות 75% מנכסי החברה הינם נדל"ן, ניירות ערך ממשלתיים ומזומן.
- לפחות 75% מהכנסתה הגולמית של החברה נובעת מדמי שכירות נדל"ן, ריבית על משכנתאות ורווחי הון ממימוש נדל"ן.
- לא פחות מ- 95% מהכנסתה הגולמית של החברה תנבע מהפריטים בסעיף הקודם וכן מריבית, רווח ממימוש ניירות ערך, דיבידנדים וכו'.

ניתוח השוואתי בין גזית גלוב ל- REITS

בניתוח השוואתי ל- REITS הפעילים בתחום מרכזי המסחר מעוגני הסופרמרקטים ניתן לזהות שני יתרונות ושני חסרונות בולטים לגזית גלוב:

יתרונות

1. ה- REITS מחויבים לחלק כמעט את כל התזרים החופשי שלהן כדיבידנד ולפיכך קשה להם לצמוח ממקורות פנימיים, ללא גיוס הון נוסף ע"י הנפקת מניות או אגרות חוב, דבר שלא תמיד ניתן לעשות במחיר נוח, אם בכלל. מנגד, גזית גלוב, אשר אינה מחויבת לחלק את עיקר התזרים שלה כדיבידנד, משמשת כמקור מימון זמין עבור חברות הבת שלה, אשר יכולות על ידי כך להיות יותר אקטיביים בביצוע רכישות, דבר הבא לידי ביטוי הקצב הצמיחה המהיר של שטחי ההשכרה של גזית גלוב.
2. REITS מעדיפות להתמקד אך ורק בתחום מוגדר, שכן REITS המפוזרות על פני מספר תחומים נעשות בתמחור נמוך על ידי השוק. גזית גלוב, לעומת זאת, חופשית להיכנס לפעילות בתחומים נוספים כמו דיור מוגן.

חסרונות

1. REITS אינם משלמים מס הכנסה ואילו גזית גלוב כן.
2. רמת המינוף של גזית גלוב גבוהה משמעותית מרמת המינוף של ה- REITS ולכן היא מסוכנת יותר.

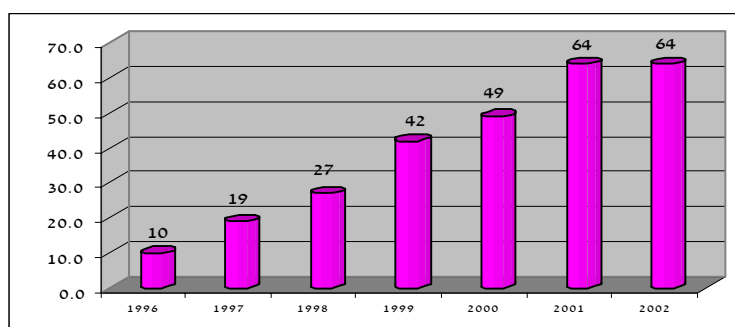
מסקנה

בהשוואה ל- REITS גזית גלוב מציגה סיכון גדול יותר אולם גם פוטנציאל צמיחה גבוה יותר.

מדיניות דיבידנד

החל מחודש נובמבר 1998 לחברת גזית גלוב מדיניות חלוקת דיבידנד רבעוני בסכום מינימלי ידוע מראש. ב- 2002 החברה צפויה לחלק לפחות 64 אג' למנייה כדיבידנד. במחיר המנייה הנוכחי מדובר על תשואה דיבידנד של 5.3%.

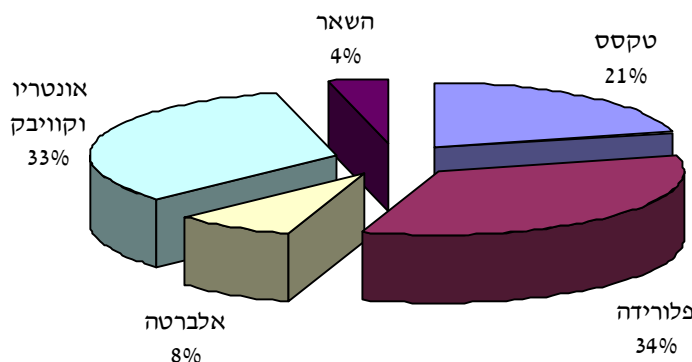
גרף: התפתחות הדיבידנד למנייה בין השנים 1996-2002



מדיניות עסקית

- השקעה במדינות בעלות יציבות פוליטית וכלכלית גבוהה בהן קיימת תשתית עסקית נאותה - גזית גלוב ממקדת את פעילותה בארה"ב (פלורידה וטקסס) ובקנדה (אלברטה, אונטריו וקוויבק), שהן מדינות יציבות פוליטית וכלכלית. אזורים אלה נהנים מכלכלה טובה, אוכלוסייה צומחת וניתן להעריך כי גם בעוד 10 שנים רמת החיים שם תהיה טובה.

גרף: פיזור הנכסים של החברה

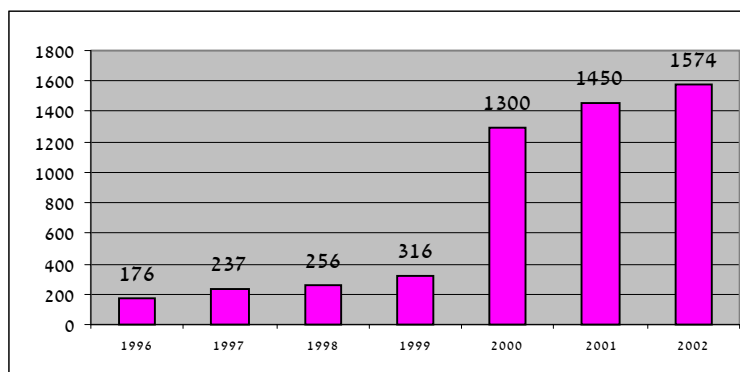


- התמחות בתחום הנדל"ן המניב תוך התמקדות בתחום מרכזי המסחר הפתוחים המעוגנים בסופרמרקטים - תחום ההתמחות של גזית גלוב הוא מרכזי המסחר מעוגני הסופרמרקטים. נכון להיום 80% ממרכזי המסחר של החברה בקנדה ו-70% ממרכזי המסחר של החברה בארה"ב הנם מסוג זה. להבדיל מענפי נדל"ן אחרים כמו בנייה למגורים, בנייה להשכרה או אפילו "קניונים" הנפוצים בארץ, המתמקדים בעיקר בחנויות אופנה ומקומות בילוי, מרכזי המסחר בהם מתמקדת גזית גלוב נועדו לספקים שירותים בסיסיים וחיוניים לקהילה (כגון סופרמרקט, בנק, ספר ורופא) באזור הקרוב ולכן הנם נחשבים כ"חסיני מיתון".

- פעילות באזורים אורבניים צומחים בהם מיקום הנכסים הנו בסמוך לשכונות המגורים וחסימי הכניסה למרכז מסחרי נוסף הם גבוהים - אחד הסיכונים העיקריים הקיימים בהחזקה של מרכז מסחרי קיים הוא שיקום סמוך אליו מרכז מסחרי חדש אשר יתחרה בו על אותם הלקוחות והשוכרים. על מנת להתמודד עם סיכון זה חברת גזית גלוב מרכזת את פעילותה באזורים אורבניים, ללא שטחים פנויים לבנייה, בהם היא מתמקמת על צירי תנועה ראשיים אשר יאפשרו לה שליטה על אזור מאוכלס ברדיוס של עד 5 ק"מ. באזורים אלה חסימי הכניסה למרכז מסחרי נוסף הם גבוהים שכן השטחים הם כבר מיושבים ולכן על מנת להקים מרכז מסחרי מתחרה יש צורך לא רק לקנות קרקע אלא גם לפנות אותה מתושביה, דבר, שגם אם הוא אפשרי, מייקר בצורה ניכרת את עלות הקמת המרכז המסחרי.

- המשך צמיחה באמצעות רכישה ופיתוח נכסים מסחריים וניצול הזדמנויות לרכישה ומיזוג עם חברות נדל"ן בצפון אמריקה בתחום פעילות החברה - לחשיבות הצמיחה בתחום הנדל"ן המניב יש ערך קריטי שכן זהו תחום בו ליתרונות לגודל יש חשיבות רבה. ככל שהחברה מבצעת יותר רכישות ומגדילה את בסיס הנכסים שלה, כך ביכולה לנצל יתרונות לגודל הבאים לידי ביטוי בחלוקת ההוצאות הקבועות על פני מספר נכסים גדול יותר. כמו כן, ככל שלחברה יש יותר נכסים, כך ביכולתה להדק את הקשר עם דיירי העוגן של נכסיה, אשר עשויים להיות דיירי עוגן גם בנכסים חדשים של החברה, להתאים את עצמה בצורה טובה יותר לשינוי הטעמים של לקוחותיה, ולהגדיל את יכולת המיקוח שלה מול הדיירים.

גרף: התפתחות שטחי ההשכרה (באלפי מ"ר)



- **ריכוז הפעילות באמצעות חברות בנות המנוהלות על ידי הנהלה מקומית מנוסה ונוכחות אישית של מנהליה הבכירים של החברה במדינות היעד** – שוק הנדל"ן בכל מדינה הנו בעל מאפיינים מקומיים ולכן כדי להצליח בתחום הנדל"ן יש צורך להכיר היכרות מעולה את שוק הנדל"ן בכל מדינה. בהתאם, ניתן לראות כי חברת גזית גלוב ממקדת את פעילותה, דרך חברות בת, באזורים ספציפיים (פלורידה וטקסס בארה"ב וקנדה) עמם יש לה הכרות מעמיקה.

Equity One

חברת אקוויטי הנה חברת ציבורית הנסחרת תחת הסימול EQY בבורסת ה-NYSE בארה"ב. החל מחודש ינואר 1995 פועלת החברה כ-REIT. חברת אקוויטי מתמחה ברכישה וניהול של מרכזי מסחר מעוגני סופרמרקטים בפלורידה וטקסס. החל מ-1997 עוסקת החברה גם בפיתוח ופיתוח מחדש של נכסים.

נכון להיום לרשות החברה 85 נכסים מניבים המשתרעים על פני שטח של 806 אלף מ"ר עם שיעור תפוסה ממוצע של 89.8% ושכ"ד ממוצע נטו של \$9.2 למ"ר. נכסים אלה מניבים לחברה הכנסות שכר דירה שנתיות נטו בסך של 77 מיליון דולר. כמו כן, החברה שותפה ב-3 נכסים מניבים ובעלותה 3 נכסים הנמצאים בפיתוח.

בחודש אוקטובר 2002 הודיעה חברת אקוויטי על רכישת חברת IRT Properties, שהנה REIT אשר בבעלותה 91 נכסים (לאחר שלאחרונה דווחה החברה על מכירת 2 נכסים) הממוקמים בדרום מזרח ארה"ב, בעיקר בפלורידה, ג'ורג'יה, לואיזיאנה וצפון קרוליינה. השלמת הרכישה צפויה ברבעון הראשון של 2003. עם השלמת עסקה זו תהפוך אקוויטי ל-REIT העשירית בגודלה בתחום מרכזי המסחר מעוגני הסופרמרקטים בארה"ב ולגדולה ביותר בפלורידה, עם תיק נכסים הכולל 179 נכסים (מתוכם 80 בפלורידה) בשווי כולל של 1.56 מיליארד דולר, המשתרעים על שטח בנוי להשכרה בהיקף של 1.75 מיליארד מ"ר, ואשר מניבים הכנסות משכ"ד בהיקף של כ-200 מיליון דולר לשנה.

התפתחויות מרכזיות בחברה

רכישת IRT – בחודש אוקטובר 2002 הודיעה חברת אקוויטי על רכישת חברת IRT תמורת סך של 426 מיליון דולר בעסקת מניות ומזומן ותמורת נטילת חוב בסך של 297 מיליון דולר. סכומים אלה, בצירוף עלויות עסקה, מבטאים שווי של כ-730 מיליון דולר לנכסי הנדל"ן של IRT. השלמת הרכישה צפויה ברבעון הראשון של 2003.

השלכות - לרכישת IRT יש מספר יתרונות חשובים לאקוויטי:

1. ניצול יתרונות לגודל - רכישת IRT הופכת את אקוויטי ל-REIT הגדול ביותר בפלורידה ול-REIT העשירי בגודלו בארה"ב בתחום המרכזים המסחריים. כתוצאה מכך רכישה זו מאפשרת לגזית לנצל

יתרונות לגודל כמו שיפור יכולת המיקוח מול הדיירים, ובייחוד דיירי העוגן של החברה, ושיפור יכולת ההשכרה של החברה.

2. הגדלת מספר הדיירים של החברה – בעקבות רכישת IRT מספר הדיירים (הסכמי שכירות) בנכסי החברה צפוי לגדול מ-1,500 ללמעלה מ-3,000 דיירים

3. הרחבת הנוכחות בדרום מזרח ארה"ב – רכישת IRT מחזקת את הדומיננטיות של אקוויטי בפלורידה ומעניקה לה דריסת רגל באזור דרום מזרח ארה"ב, שסומן כיעד של החברה.

4. תקופת אינטגרציה קצרה – חברת אקוויטי צפויה לשמור בשנה הראשונה למיזוג את חברי ההנהלה הבכירה של חברת IRT, ולהבטיח על ידי כך תקופת אינטגרציה קצרה יחסית.

5. ניצול סינרגיות – רכישת IRT תאפשר לאקוויטי לנצל סינרגיות בתחומים שונים ולהגדיל את הרווחיות של החברה. עם זאת, מאחר שבשנה הראשונה למיזוג היא צפויה לשמור על מרבית הנהלת חברת IRT, ב-2003 אנו צופים תרומה מועטה לחברה מניצול סינרגיות.

במקביל ליתרונות אלה, רכישת IRT נושאת בחובה גם איום בולט:

הגדלת החשיפה ל-K-Mart – פורטפוליו הנכסים של IRT כולל 6 נכסים בהם מצויה רשת K-Mart הפועלת כיום תחת chapter 11, אשר תורמת 3.4% מסך הכנסות החברה. כתוצאה מכך, רכישת IRT מכפילה את חשיפתה של אקוויטי לרשת K-Mart, אשר עד עתה עמדה על 1.1% בלבד, לרמה של 2.2%.

רכישת CEFUS - בחודש ספטמבר 2001 השלימה חברת אקוויטי את רכישת כל הון המניות של חברת CEFUS (Centerfund realty u.s.). CEFUS הנה חברת בת בבעלות מלאה של FCR, אשר באמצעותה החזיקה האחרונה, ב-28 נכסים מניבים וב-9 שותפויות בנכסים נוספים במדינות טקסס ופלורידה שבארה"ב, בהיקף של כ-280 מיליון דולר. תמורת העסקה שלמה אקוויטי 10.5 מיליון מניות (אשר שווי השוק שלהן ביום ביצוע העסקה עמד על 115 מיליון דולר) ונטלה חובות בסך של 157 מיליון דולר.

רכישת UIRT - בחודש ספטמבר 2001 השלימה חברת אקוויטי את מהלך המיזוג של UIRT אל תוך אקוויטי. UIRT היתה קרן REIT, אשר נכון למועד המיזוג, החזיקה ב-23 מרכזי קניות ברחבי ארה"ב (מתוכם 15 בטקסס ו-4 בפלורידה) בהיקף של כ-145 מיליון דולר. תמורת העסקה שלמה אקוויטי לבעלי המניות של UIRT 32.9 מיליון דולר והקצתה 2.9 מיליון מניות בשווי כולל של 33 מיליון דולר. בנוסף נטלה אקוויטי על עצמה את חובות החברה בסך של 82 מיליון דולר.

השלכות – הרכישות של CEFUS ו-UIRT הקפיצו מדרגה את חברת אקוויטי והביאו לגידול ניכר במצבת הנכסים של החברה. יתרה מכך, רכישות אלה, אשר עיקר הנכסים שלהן היה בפלורידה וטקסס, מדינות בהן התמקדה אקוויטי מלכתחילה, מצבו את החברה כאחת מחברות הנדל"ן המניב המובילות בפלורידה וטקסס ואפשרו לה לנצל יתרונות לגודל. יתרונות נוספים מרכישות אלה הופקו על ידי חברת האם, גזית גלוב, אשר בעקבות הרכישות היו ברשותה שתי חברות: FCR המתמקדת אך ורק בקנדה, ואקוויטי המתקדמת אך ורק בארה"ב, נתון שאפשר לחברה להביא לחסכון בעלויות הניהול לעומת המצב הקודם.

רמת חשיפה לסיכון הלקוחות

להלן נתונים לגבי הדיירים המרכזיים של נכסי החברה (נכון ל-30.9.02):

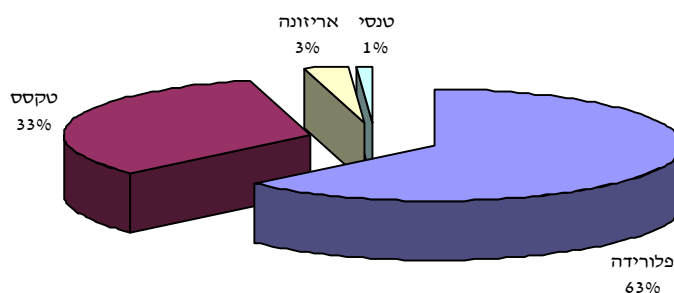
הדיר	מספר החנויות	מ"ר	אחוז מסך המ"ר	שכ"ד שנתי מינימלי (אלפי \$)	אחוז מהשכ"ד הכללי	שכ"ד ממוצע מינימלי למ"ר
Publix	19	74,183	9.3%	5308	6.9%	\$6.0
Winn Dixie	11	45,873	5.7%	3100	4.0%	\$5.6
Eckerd's	16	15,368	1.9%	1657	2.1%	\$9.0
Safeway, Randall's	5	23,293	2.9%	1616	2.1%	\$5.8
H.E. Butt	2	10,771	1.3%	1399	1.8%	\$10.8
Walgreens	10	14,317	1.8%	1064	1.4%	\$6.2
Blockbuster	11	5,752	0.7%	990	1.3%	\$14.3
Albertsons	4	16,494	2.1%	900	1.2%	\$4.5
K mart	2	15,854	2.0%	815	1.1%	\$4.3
Kash N' Karry	2	8,789	1.1%	726	0.9%	\$6.9
סה"כ	82	230,695	28.8%	17575	22.8%	\$6.3

טבלה זו ממחישה את רמת הסיכון הנמוכה בה פועלת החברה לאור המגוון הרחב של לקוחותיה ולאור החוסן הפיננסי שלהם. כך, הלקוח הכי גדול של החברה, חברת Publix, תורם בסך הכל 6.9% מסך הכנסות שכר הדירה של החברה, כאשר גם אם היא תפשוט רגל ניתן יהיה להשכיר את הנכסים אשר הושכרו לחברה זו לחברות אחרות.

פיזור גיאוגרפי

חברת אקוויטי ממקדת את פעילותה במדינות פלורידה וטקסס שבארה"ב. מדינות אלה נהנות משיעורי צמיחת אוכלוסייה גבוהים של 2.1% בשנה, לעומת שיעור צמיחה של 1.2% בשנה בכלל ארה"ב, כתוצאה מהגירה חיובית אליהן בארה"ב ומחוץ לארה"ב. כתוצאה מקצב צמיחה גבוה זה מוקמות במדינות אלה שכונות חדשות ונפתחים סופרמרקטים חדשים.

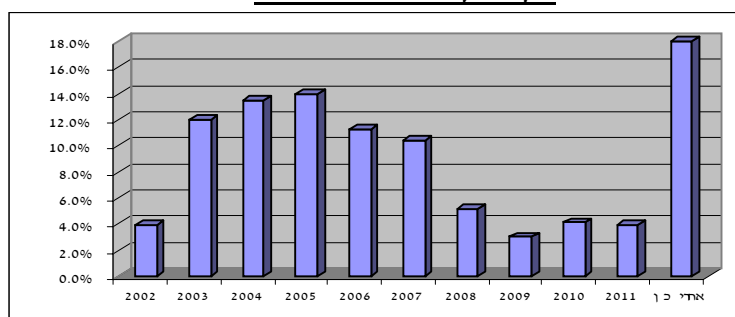
גרף: חלוקת ההכנסות המינימלית ע"פ מיקום גיאוגרפי



אורך חוזים קיימים

להלן גרף המתאר את אחוז חוזי שכ"ד במונחים כספיים אשר אמורים לפקוע באותה שנה (במיליוני דולר):

גרף: פקיעת חוזים שנתית



מגרף זה עולה כי במהלך 5 השנים הקרובות החברה תצטרך לחדש חוזים בסדר גודל של מעל 60%, דבר המגדיל את רמת הסיכון של החברה.

שיעור תפוסת הנכסים

1999	2000	2001	
263,442	294,214	796,193	סה"כ שטחים להשכרה במ"ר
251,587	278,326	685,522	סה"כ שטחים שהושכרו במ"ר
95.5%	94.6%	86.1%	שיעור תפוסה

ניתן לראות כי שיעור התפוסה של החברה ירד מרמה של כ- 95% לרמה של 86.1% בשנת 2001. אולם, ירידה זאת אינה מעידה על מגמה של עזיבת דיירים אלא היא נובעת בעיקר מרכישת נכסי UIRT ומרכישת CEFUS אשר שיעור התפוסה שלהן היה נמוך יותר. גזית גלוב שמה דגש ניכר על הגדלת שיעור התפוסה הקיים של אקוויטי, כאשר נכון להיום היא הצליחה להעלות את שיעור התפוסה לרמה של 89.8%.

פעילות פיתוח ופיתוח מחדש

החל מ- 1997 החלה חברת אקוויטי לגוון את פעילותיה ולעסוק לא רק ברכישה וניהול של מרכזי מסחר קיימים אלא גם בפיתוח ובפיתוח מחדש (הריסה מלאה או חלקית ובנייה מחדש) של מרכזי מסחר. נכון להיום לרשות החברה 4 נכסים הנמצאים בשלבי פיתוח מחדש ו- 3 נכסים הנמצאים בשלבי פיתוח.

איתנות פיננסית

- לחברת אקוויטי רמת מינוף של 51.3% חוב למאזן, הנמוכה מרמת המינוף הממוצעת בענף, העומדת על 54%.
- 82.2% מסך החוב של החברה הנו בריבית קבועה ממוצעת של 7.73%.
- יחס כיסוי החוב של החברה ברבעון השלישי של 2002 עמד על 3.2.

מדיניות דיבידנד

חברת אקוויטי מחלקת דיבידנד שנתי של 1.08 דולר למנייה. במחיר המנייה הנוכחי של 13.55 דולר מדובר על תשואת דיבידנד של 8.0%.

FCR – First Capital Realty

חברת FCR הנה חברת ציבורית הנסחרת בבורסה בטורונטו תחת הסימול FCR. חברת FCR מתמחה ברכישה, פיתוח וניהול מרכזי מסחר קהילתיים ושכונתיים בקנדה, אשר הנם בדרי"כ מעוגני רשתות סופרמרקטים או רשתות קמעונאיות אחרות. עיקר הפעילות של החברה מרוכז באונטריו, אלברטה וקוויבק אשר בקנדה. כמו כן החברה פעילה בארה"ב דרך אחזקתה בחברת Equity One.

נכון להיום לרשות החברה 64 נכסים מניבים בקנדה, המשתרעים על פני שטח בנוי להשכרה של 769 אלף מ"ר עם שיעור תפוסה ממוצע של 90.8% ושכ"ד חדשי ממוצע למ"ר מאוכלס של 10.3 דולר קנדי (כ- 6.6 דולר ארה"ב). נכסים אלה מניבים לחברה הכנסות שכר דירה שנתיות בסך של 87.8 מיליון דולר קנדי. בנוסף לרשות החברה נכס נוסף הנמצא בשלבי פיתוח ו- 5 נכסים בשטח כולל של 76 אלף מ"ר המוחזקים לצורך פיתוח עתידי.

התפתחויות מרכזיות בחברה:

רכישת First Capital Inc. - בחודש יוני 2002 השלימה חברת FCR את רכישת הון המניות של חברת First Capital Inc. First Capital Inc. הנה חברת בת של גזית גלוב, אשר באמצעותה רכשה גזית גלוב לראשונה נכסים בקנדה. החברה הנה בעלת זכויות ב- 8 נכסים מניבים בשטח בנוי כולל של כ- 80 אלף מ"ר. תמורת הרכישה שלמה FCR סכום של 24 מיליון דולר באמצעות הקצאת אג"ח ומניות.

השלכות - בעקבות רכישה זו מספר הנכסים אותו מחזיקה חברת FCR בקנדה גדל, דבר המאפשר לה לנצל יתרונות לגודל. במקביל, מהלך זה ייעל את הפעילות של גזית גלוב בקנדה על ידי כך שהוא מיקד את ניהול הנכסים שלה במדינה זו תחת גוף אחד – FCR.

רמת חשיפה לסיכון הלקוחות:

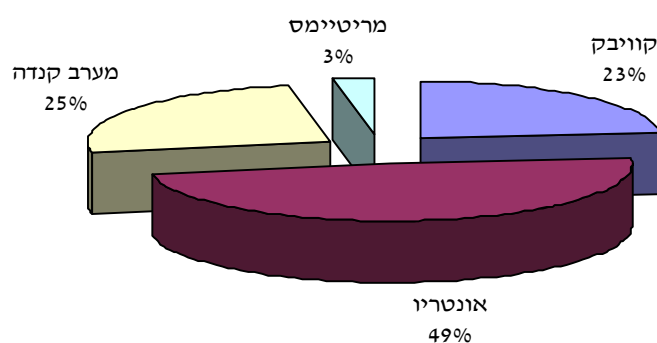
להלן נתונים לגבי הדיירים המרכזיים של נכסי החברה (נכון ל- 30.9.02):

הדייר	מספר החנויות	מ"ר	אחוז מסך המ"ר	שכ"ד שנתי מינימלי (אלפי דולר קנדי)	אחוז מהשכ"ד הכללי	שכ"ד ממוצע מינימלי למ"ר
Loblaws	13	55944	7.4%	\$7,687	8.7%	\$11.45
Zellers	14	121474	16.0%	\$7,462	8.5%	\$5.12
Sobey's	13	46937	6.2%	\$5,144	5.9%	\$9.13
Canada Safeway	8	26478	3.5%	\$3,270	3.7%	\$10.29
Canadian Tire	4	25028	3.3%	\$2,594	3.0%	\$8.64
Metro	6	21354	2.8%	\$2,533	2.9%	\$9.88
Shoppers Drug Mart	11	10191	1.3%	\$1,914	2.2%	\$15.65
CIBC	14	6558	0.9%	\$1,745	2.0%	\$22.18
Future Shop	4	10373	0.7%	\$1,347	1.8%	\$10.82
Wal-Mart	2	26221	3.4%	\$1,412	1.6%	\$4.49
סה"כ	76	294615	38.1%	\$27,421	31.6%	\$7.76

כפי שניתן לראות הדיירים המרכזיים של חברת FCR, בדומה לאקוויטי, הם בעיקר רשתות שיווק בעלות רמות חוסן פיננסי גבוהה. עם זאת, בהשוואה לאקוויטי, רמת פיזור הלקוחות של FCR היא נמוכה יותר כאשר 3 לקוחות בלבד תורמים 23% מסך הכנסות שכר הדירה של החברה בקנדה.

פיזור גיאוגרפי:

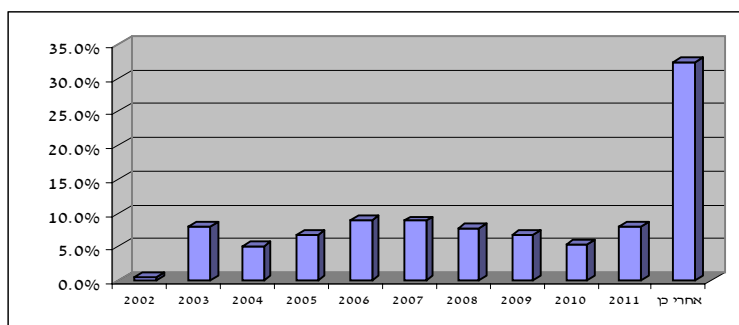
גרף: חלוקת ההכנסות המינימלית ע"פ מיקום גיאוגרפי



אורך חוזים קיימים:

להלן גרף המתאר את אחוז חוזי שכ"ד במונחים כספיים אשר אמורים לפקוע באותה שנה (במיליוני דולר):

גרף: פקיעת חוזים שנתית



כפי שניתן לראות בגרף זה, במהלך 10 השנים הקרובות אין אפילו שנה אחת בה יהיה צורך לחדש מעל 10% מהחוזים הקיימים של החברה. לפיכך, מהיבט הסיכון הקיים באי חידוש חוזים קיימים או חידוש בתנאים פחות טובים הרי שחברת FCR פחות מסוכנת מחברת אקוויטי.

שיעור תפוסת הנכסים:

שיעור התפוסה של FCR בתום הרבעון השלישי של 2002 עמד על 90.8%.

פעילות פיתוח ופיתוח מחדש

בדומה לחברת אקוויטי, חברת FCR עוסקת אף היא בפעילות של פיתוח ופיתוח מחדש של מרכזי מסחר. נכון להיום לרשות החברה נכס אחד הנמצא בשלבי פיתוח ו-9 נכסים הנמצאים בשלבי פיתוח מחדש בשטח כולל של 20,000 מ"ר. בנוסף, לרשות החברה עומדים 5 נכסים הצפויים לעבור פיתוח בעתיד בשטח כולל של 76,000 מ"ר.

איתנות פיננסית

- רמת המינוף של חברת FCR היא גבוהה מהממוצע ועומדת על 59% חוב למאזן.
- 69% מסך החוב של החברה הנו בריבית קבועה ממוצעת של 7.4%.
- יחס כיסוי החוב של החברה ברבעון השלישי של 2002 עמד על 2.2.

מדיניות דיבידנד

חברת FCR צפויה לחלק השנה דיבידנד שנתי של 1.08 דולר למנייה. במחיר המנייה הנוכחי של 12.25 דולר מדובר על תשואת דיבידנד של 8.8%.

הפעילות בישראל

גזית גלוב פעילה בישראל בתחום הדיור המוגן באמצעות שליטה של 50% במשכנות כלל (1982) בע"מ. 50% הנותרים מוחזקים על ידי נכסי אזורים בע"מ. משכנות כלל עוסקת בהקמה, החזקה, שיווק וניהול של מרכזי דיור לאוכלוסייה המבוגרת ברחבי הארץ. תחום הדיור המוגן הנו תחום "חסין מיתון". לרוב, הדיירים שנכנסים לבניינים אלה מתכוונים להישאר שם עד הסוף, כאשר התזרים אותו הם צריכים לשלם מצוי בידם מראש (באמצעות פנסייה, מכירת בית וכו'). בהתאם, ניתן לראות כי למרות המיתון הנמשך בארץ התפוסה הגבוהה במרכזי הדיור של משכנות כלל נשמרת. בסך הכל משכנות כלל, יחד עם שותפיה, מחזיקה ומנהלת כ- 810 יחידות דיור מוגן. במקביל להחזקה במשכנות כלל, בישראל יש לגזית גלוב בעלות על בניין "בית גזית", בו ממוקמים משרדי החברה.

להלן פירוט החברות העיקריות בקבוצת משכנות כלל:

משכנות כלל מגדלי הים התיכון בע"מ (100% החזקה) – הפעלת מרכזי דיור מוגן בבת ים הכולל 322 יחידות דיור, שהוקם על מקרקעין שבבעלותה.

משכנות כלל כפר סבא בע"מ (100% החזקה) – שותפות בחלקים שווים עם חצרות הדר בע"מ, בהפעלת מרכזי דיור מוגן בכפר סבא הכולל 310 יחידות דיור, שהוקם על ידם במקרקעין המצויים בבעלות בחלקים שווים בניהם.

מגדלי הים התיכון נורדיה בע"מ (33.3% החזקה) – הפעלת מרכז לדיור מוגן במושב נורדיה הכולל 176 יחידות דיור, אשר אכלוסו החל בחודש אוגוסט 2001.

בית אבות פסגות חיפה בע"מ (50% החזקה) – ייזום ותכנון של הקמת מרכז מגורים לאוכלוסייה מבוגרת בחיפה.

ליינרטק בע"מ (50% החזקה) - ייזום ותכנון של הקמת מרכז מגורים לאוכלוסייה מבוגרת בקיבוץ אלונים.

תוצאות כספיות:

31.12.00	31.12.01	
30432	30183	הכנסות
5409	-13741	רווח (הפסד) נקי
73560	59819	הון עצמי לסוף תקופה
254601	272595	סה"כ נכסים לסוף תקופה

לפגיעה ברווחיות של משכנות כלל ב- 2001 יש שתי סיבות עיקריות:

1. הפיחות שנרשם בסוף 2001 גרם לגידול של 8 מיליון שקל בהוצאות המימון של החברה כתוצאה מהצמדת הפיקדונות של הדיירים במשכנות כלל לשער החליפין של הדולר.
2. הפסד תפעולי בפעילות מרכז הדיור המוגן נורדיה אשר אכלוסו החל רק באוגוסט 2001 ולכן התפוסה שלו לא היתה מספיק גבוהה כדי לכסות את עלויות ההפעלה שהם עלויות קבועות במהותן.

ניתוח S.W.O.T

חוזקות:

1. ניסיון – להנהלת החברה, בראשותם של חיים כצמן המנהל את הפעילות בארה"ב ודורי סגל המנהל את הפעילות בקנדה, יש ידע וניסיון של למעלה מ- 15 שנה בתחום מרכזי המסחר מעוגני הסופרמרקטים.
2. פעילות במדינות יציבות – גזית גלוב ממקדת את פעילותה בקנדה וארה"ב אשר הן מדינות בעלות יציבות כלכלית ופוליטית.
3. פעילות בתחום "חסין מיתון" – פעילותה של החברה מתמקדת במרכזי מסחר מעוגני סופרמרקטים, המספקים שירותים בסיסיים וחיוניים לקהילה, ולפיכך היא רגישה פחות למצב של מיתון כלכלי.
4. חוסן פיננסי גבוה של דיירי עוגן – דיירי העוגן של החברה הם לקוחות בעלי איתנות פיננסית גבוהה.
5. חוסר תלות בלקוח או מרכז מסחרי בודד – לחברת גזית גלוב אין תלות בדייר בודד במרכזי המסחר שלה. במקביל, לרשות החברה עומדים כיום 150 נכסים, המקטינים את רמת הסיכון הנובעת מקריסה אפשרית של מרכז מסחרי בודד.
6. יכולת גיוס הון – לחברה יכולת גיוס הון מוכחת ונגישות לשוקי ההון של ארה"ב, קנדה וישראל.
7. יתרון לגודל – התמקדות החברה במדינות ספציפיות (קנדה, פלורידה וטקסס) מספקת לה יתרונות לגודל בפעילותה באותן מדינות. יתרונות לגודל אלה באים לידי ביטוי בחסכון בעלויות הניהול, שיפור הקשר עם דיירי העוגן של החברה וביכולת התאמה טובה יותר לטעמי הלקוחות המשתנים.

8. **תזרים יציב וקבוע** - התמקדותה של גזית גלוב במרכזי מסחר מעוגני סופרמרקטים מתבססת על חוזי שכירות ארוכי טווח עם דיירי העוגן של מרכזי המסחר. חוזים אלה מספקים לגזית גלוב תזרים מזומנים יציב וקבוע לטווח ארוך אשר מאפשר לה לנהל מדיניות חלוקת דיבידנד קבועה.
9. **יכולת השבחה גבוהה** - לחברת גזית גלוב יש יכולת השבחת נכסים גבוהה אשר מאפשרת לה לקנות נכסים בעלי פוטנציאל להשבחה ועל ידי כך להגדיל בהמשך את התשואה על ההון שלהם.

חולשות:

1. **תחרות מצד חברות נדל"ן אחרות** - החברה חשופה לתחרות עם מספר חברות נדל"ן רב אשר לרשותן עומדים משאבים גדולים יותר באופן משמעותי משלה.
2. **מינוף פיננסי גבוה** - רמת המינוף הגבוהה מהממוצע של החברה גוררת הוצאות מימון גבוהות ועשויה להקשות על יכולת גיוס ההון העתידית של החברה, לצורך מימון פעילותה השוטפת והעתידית של החברה, במידה ויחול שינוי לרעה בתוצאות הפעילות של החברה.
3. **תלות במספר אנשים מצומצם** - לחברת גזית גלוב יש תלות חזקה ביותר במספר אנשים מצומצם, אשר הבולט שבהם הוא המנכ"ל חיים כצמן.
4. **תלות בשוכרי עוגן** - עזיבתו של שוכר עוגן מהותי עשויה לפגוע בכוח המשיכה של מרכז מסחרי. לפיכך, התוצאות של גזית גלוב צפויות להיפגע ממהלך כזה אפילו אם אותו שוכר עוגן שעזב ימשיך לשלם את דמי השכירות שלו, בהתאם לתנאי החוזה.

הזדמנויות:

1. **צמיחה במדינות נוספות בארה"ב** - מדיניות של רכישת נכסים במדינות ספציפיות נוספות בארה"ב (תוך הקפדה על הימנעות מפיזור יתר) צפויה להגדיל את קצב הצמיחה של החברה, לאפשר לחברה לנצל יתרונות לגודל ולהקטין את הסיכון הנובע מרמת הפיזור הגיאוגרפי הנמוכה הנוכחית של החברה. כיעד להתרחבות החברה סומן אזור דרום מזרח ארה"ב כולו עם דגש ראשוני על מדינת אריזונה, אשר הנה בעלת מאפיינים זהים לפלורידה, ואשר לגזית גלוב יש בה כבר בעלות על 3 נכסים.
2. **הגדלת שיעור התפוסה של נכסים קיימים** - חברת גזית גלוב יכולה לצמוח פנימית על ידי הגדלת שיעור התפוסה בנכסים הקיימים שלה, אשר עומד על 90%.
3. **כניסה לפעילות בתחום הדיור המוגן מחוץ לישראל** - חברת גזית גלוב, באמצעות משכנות כלל, יכולה להרחיב את תחום פעילותה בתחום הדיור המוגן מחוץ לישראל.

איומים:

1. **ירידת מחירי הנדל"ן** - למרות ההאטה הנמשכת בארה"ב, מחירי הנדל"ן בארה"ב וקנדה שמרו בשנים האחרונות על יציבות. ירידה משמעותית של מחירי הנדל"ן עשויה לגרור ירידה בשווי הנכסים מהסוג של גזית גלוב (מרכזי מסחר קהילתיים מעוגני סופרמרקטים) ולפגיעה בשווי החברה.
עם זאת, יש לציין שני גורמים אשר עשויים למנוע פגיעה אפשרית כזאת:
 1. בתקופת הגאות לא היתה עליית מחירים בנכסים מהסוג של גזית ולכן אין סיבה שהם ירדו מהותית בשפל.

2. אי קיום עודף היצע של מרכזי מסחר בגלל העדר בניה לצורכי ספקולציה של מרכזים כאלה.
יתרה מכך, לאור היכולת הפיננסית החזקה של החברה, במידה ומרכזי מסחר מהסוג של גזית יספגו ירידת מחירים, החברה אמנם תפגע בטווח הקצר, אולם לטווח הארוך היא תוכל לשפר את מצבה על ידי ניצול ירידת המחירים, לצורך רכישת נכסים של חברות חלשות יותר פיננסית במחירים זולים.
2. **פגיעה באיתנות הפיננסית של השוכרים** – הכנסות חברת גזית גלוב תלויות באיתנות הפיננסית של השוכרים של נכסיה. עם זאת, לאור חוסר התלות של גזית במספר לקוחות מצומצם ולאור החוסן הפיננסי הגבוה של השוכרים המרכזיים בנכסי החברה, הרי שאיום זה הנו מהותי רק במידה שהמדינות והאזורים בהן פעילה החברה יסבלו ממיטון חריף ביותר, אשר יצליח לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת תשלום שכר הדירה של מספר שוכרים מרכזיים של החברה.
3. **תחרות מצד מרכזי מסחר סמוכים** – האיום העיקרי הקיים על כל מרכז מסחרי הוא פתיחתו של מרכז מסחרי סמוך אליו, אשר עשוי למשוך את הלקוחות והשוכרים שלו אליו. על מנת למזער את הסיכון הקיים מצד איום זה, פועלת החברה לאיתור נכסים במקומות בהם יש חסמי כניסה גבוהים לתחרות.
4. **שינויים בהרגלי הצריכה** – עיקר נכסיה של החברה הנם מרכזים מסחריים פתוחים המתבססים על חנויות מזון, ביגוד ושירותים. במידה ויחול שינוי בטעמי הצרכנים באזורים הסמוכים לאותם מרכזי קניות התוצאות של גזית גלוב צפויות להיפגע. שינוי טעמים כזה יכול לבוא לידי ביטוי הן דרך מעבר לביצוע קניות במרכזי מסחר סגורים והן דרך מעבר לביצוע קניות דרך הטלפון, פאקס או אי-מייל.
5. **שינוי מדיניות של שוכרים מהותיים** – התוצאות של גזית גלוב חשופות לשינוי מדיניות של השוכרים המהותיים שלהם (בעיקר רשתות השיווק). כך, קיימת אפשרות כי רשתות שיווק יעדיפו להתחיל לפעול באמצעות חנויות מצומצמות יותר או באופן מנותק מכל מרכז מסחרי.
6. **שינויים דמוגרפיים** – שינויים דמוגרפיים המביאים לירידה האטרקטיביות של אזורים בהם החברה פעילה צפויים להביא לפגיעה בנכסים של החברה במקומות אלה.
7. **ביטול מעמדה של אקוויטי כ- REIT** – תוצאותיה העסקיות של אקוויטי (ומכאן של גזית גלוב) צפויות להיפגע במידה ורשויות המס בארה"ב יחליטו כי היא אינה עומדת בקריטריונים לקבלת מעמד של REIT.

ניתוח דוחות כספיים

דו"ח רווח והפסד:

Q301	Q302	30.9.01	30.9.02	
				הכנסות
182110	229331	514906	676048	הכנסות מהשכרה
29706	13593	67784	68493	הכנסות אחרות
211816	242924	582690	744541	סה"כ:
				הוצאות ועלויות
62232	78325	176058	234359	הפעלת נכסים להשכרה
27793	31254	74889	88795	פחת נכסים להשכרה
14924	19094	44840	65299	הנהלה וכלליות
104949	128673	295787	388453	סה"כ:
106867	114251	286903	356088	רווח תפעולי
63299	42637	106438	100830	הוצאות מימון
1527	12328	8556	36136	הוצאות אחרות
42041	59286	171909	219122	רווח לפני מס
12565	3765	21666	9838	מס הכנסה
29476	55521	150243	209284	רווח לאחר מס
0	641	0	3747	חלק החברה ברווחי חברות כלולות
-10259	-34119	-51379	-108855	חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות
19217	22043	98864	104176	רווח נקי
34295	39765	147628	144869	FFO
0.35	0.32	1.88	1.48	רווח נקי למנייה
0.63	0.52	2.79	1.98	למנייה FFO
65.8%	65.8%	65.8%	65.3%	שיעור רווח גולמי מהשכרה
50.5%	47.0%	49.2%	47.8%	שיעור רווח תפעולי

הכנסות מהשכרה - בעקבות הגידול הניכר במספר הנכסים של החברה, בעיקר לאחר רכישת UIRT, ניתן לראות גידול של 31.3% בסך הכנסות החברה מהשכרת דירה בתשעת החדשים הראשונים של 2002, אשר הסתכמו ב- 676 מיליון ש"ח. לגידול זה תרם אף הזינוק בשער החליפין של הדולר מול השקל במהלך תקופה זו.

הכנסות אחרות - סעיף הכנסות אחרות כולל הכנסות מדיבידנדים והשקעות בניירות ערך סחירים ורווחים מממוש נכסים. ברבעון השלישי של השנה נרשמה ירידה חדה של 54% בסעיף זה על רקע הקיטון החד אשר נרשם בסעיף הכנסות מהשקעות בניירות ערך סחירים אשר הסתכם ברבעון השלישי של השנה ב- 2.6 מיליון ₪ לעומת סך של 19.7 מיליון ₪ בתקופה המקבילה. עם זאת, מתחילת השנה ניתן לראות עלייה מתונה בסעיף זה על רקע רווחים ממכירת נכסים על ידי אקוויטי, אשר קזזה את הירידה מהכנסות מהשקעה בניירות ערך סחירים.

הוצאות הפעלת נכסים להשכרה - במקביל לגידול של 26% בהכנסות החברה מהשכרה ברבעון השלישי ניתן לראות גידול זהה בהוצאות הפעלת הנכסים ושמירה על שיעור רווח גולמי מפעילות השכרה של 65.8%. נתון זה מהווה שיפור לעומת הרבעונים הקודמים בהם נרשמה ירידה בשיעור הרווח הגולמי מהשכרת נכסים כתוצאה מעליית שיעור הנכסים של החברה בקנדה, שהנם בעלי שיעור רווחיות גולמית נמוך יותר מהנכסים בארה"ב. הסיבה לכך היא שבעוד שבארה"ב השוכר משלם ישירות את הארנונה והמסים העירוניים לעירייה, הרי בקנדה

החברה היא שאחראית על תשלומים אלה, כאשר השוכר משלם לה אותם בחזרה. כתוצאה מכך הכנסות והוצאות החברה בקנדה גדלות בגובה התשלומים ושיעור הרווחיות יורד.

הוצאות הנהלה וכלליות - הוצאות ההנהלה של החברה הסתכמו בתשעת החדשים הראשונים של השנה ב- 65.3 מיליון ש"ח, גידול של 46% לעומת הוצאות ההנהלה של החברה במחצית המקבילה. הגידול הניכר בהוצאות החברה נובע ממספר הוצאות חד פעמיות אותן ספגה החברה במחצית הראשונה של השנה ומהגידול במספר הנכסים ובהיקף הפעילות של החברה, אשר חייב את החברה להגדיל את מערך הניהול של הנכסים. כך, חשוב להבין כי הוצאות ההנהלה והכלליות של החברה אינן גדלות באופן ליניארי במקביל לגידול בהכנסות אלא בקפיצות, כאשר כל גידול מסוים במספר נכסים מחייב קפיצה בהוצאות אלה.

הוצאות מימון - סעיף הוצאות המימון של החברה הנו רגיש ביותר לנתוני האינפלציה בארה"ב וקנדה. מאחר שהחברה היא בעלת רמת מינוף גבוהה ומאחר שעיקר ההלוואות של החברה אינן צמודות למדד המחירים, הרי ככל שהאינפלציה בארה"ב וקנדה גבוהה יותר כך הלוואות החברה נשחקות יותר ובהתאם הוצאות המימון הריאליות של החברה יורדות, ולהפך. כך, למרות עלייה במצבת החוב של החברה, ניתן לראות בתשעת החדשים הראשונים של השנה, תקופה בה רמת האינפלציה בארה"ב וקנדה היתה גבוהה מהתקופה המקבילה אשתקד, ירידה של 5.3% בהוצאות המימון של החברה, לרמה של 100.8 מיליון ₪.

הוצאות אחרות - בתשעת החדשים הראשונים של השנה, רשמה החברה בסעיף 'הוצאות אחרות' הוצאות בסך של 36.1 מיליון ש"ח, לעומת הוצאות בסך של 8.6 מיליון ש"ח ברבעון המקביל. הגידול בסעיף זה נובע מהפחתות אותן בצעה החברה בגין ירידת ערך השקעות החברה לזמן ארוך, אשר כוללות בעיקר השקעות במניות סחירות של חברות נדל"ן ורשתות שיווק.

מס הכנסה - תשלומי מס הכנסה של החברה בתשעת החדשים הראשונים של השנה עמדו על 9.8 מיליון ש"ח, לעומת תשלומי מס של 21.7 מיליון בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה בתשלומי המס של החברה נובעת בעיקר מחסכון בתשלומי מס מהם נהנתה החברה בגין ירידת שווי תיק ניירות הערך שלה.

רווח נקי - למרות הגידול הניכר ברווח התפעולי של החברה, בשורת הרווח הנקי הצליחה גזית גלוב להציג בתשעת החדשים הראשונים של השנה צמיחה מתונה בלבד של 5.4%, לרמה של 104.2 מיליון ש"ח. צמיחה מתונה זאת נובעת מהפחתת ערך השקעות החברה לזמן ארוך ומעליית שיעור זכויות המיעוט ברווח (גם בנטרול ההפחתות) בעקבות ירידת שיעור האחזקה של החברה באקוויטי.

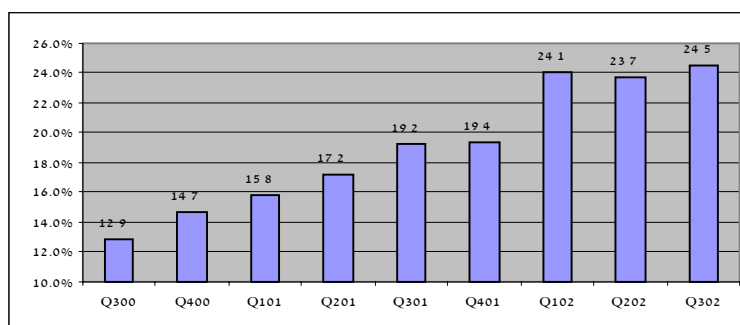
רווח למנייה - מדיניות הצמיחה של החברה בצירוף הצורך לשמור על רמת מינוף סבירה אשר לא תסכן את היציבות הפיננסית של החברה ואשר תאפשר לה להמשיך ולצמוח בעתיד אלצה את גזית גלוב לגייס הון באמצעות הנפקת מניות. במהלך השנה האחרונה בצעה החברה מספר גיוסי הון אשר הגדילו בצורה ניכרת את בסיס המניות שלה. עלייה מהותית זו במספר המניות של החברה, הביאה לירידה חדה ברווח למנייה של החברה לסך של 1.48 ש"ח בתשעת החדשים הראשונים של 2002 לעומת סך של 1.88 ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.

מאזן:

30.6.01	30.6.02	באלפי ש"ח	30.6.01	30.6.02	באלפי ש"ח
496785	483995	התחייבויות שוטפות	631280	493037	רכוש שוטף
4152107	4498921	התחייבויות לזמן ארוך	228165	267087	השקעות והלוואות לזמן ארוך
777197	731077	אגרות חוב להמרה	5733574	6650569	רכוש קבוע נטו
610985	945806	זכויות המיעוט	123947	158239	רכוש אחר והוצאות נדחות
679892	909133	הון עצמי			
6716966	7568932	סה"כ התחייבויות והון עצמי	6716966	7568932	סה"כ נכסים

- מדיניות ההתרחבות והצמיחה של החברה באה לידי ביטוי בגידול ניכר במצבת הנכסים של החברה, אשר רשומים בעלות של 6.7 מיליארד ש"ח תחת סעיף רכוש קבוע במאזן של החברה.
- מדיניות התרחבות זו חייבה את החברה במקביל להגדיל את מצבת ההלוואות שלה. אמנם, השוואה לתקופה לפני שנה מראה על גידול מתון יחסית של 0.3 מיליארד ₪ בהלוואות, אולם, השוואה למצב החברה ב- 30.6.01, טרם רכישת UIRT, מראה כבר על גידול של 1.1 מיליארד ₪ במצבת ההלוואות של החברה.
- החברה מממנת את פעילותה בעיקר באמצעות לקיחת הלוואות לזמן ארוך אשר עומדות כנגד נכסי החברה. אופי מימון זה מקטין את רמת הסיכון של החברה בפני משברים קצרי טווח.
- הצורך של החברה בנטילת הלוואות לצורך מימון הצמיחה שלה הביא לעלייה ניכרת ברמת המינוף (חוב למאזן) של החברה, אשר הגיעה לרמת שיא של 87.1% ברבעון השני של 2000, בעקבות רכישת FCR, רמה אשר איימה לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה. עם זאת, החל מאותו רבעון ניתן לראות כי החברה משקיעה מאמצים רבים בהורדת רמת המינוף שלה ושיפור מבנה ההון. כך, כפי שניתם לראות בגרף הבא, החל מהרבעון השני של 2000, הצליחה חברת גזית גלוב באופן הדרגתי לשפר את יחס ההון העצמי (כולל זכויות מיעוט), אשר הגיע לרמת שיא של 24.5% ברבעון השלישי של 2002.

גרף: יחס ההון עצמי (כולל זכויות מיעוט) למאזן של גזית גלוב



- השיפור ביחס ההון העצמי (כולל זכויות מיעוט) למאזן הושג הודות לגיוסי הון אותם ערכו חברות הבת, והודות לגיוסי הון אותן בצעה החברה באמצעות הנפקות ומכירת מניות נטו, התאמות הנובעות מתרגום הדוחות הכספיים של חברות הבת בעקבות הפיחות החד בשער הדולר ארה"ב והדולר הקנדי, ורווח (בניכוי דיבידנדים) אותו רשמה החברה במהלך תקופה זאת. סך גיוסי ההון של החברה, הן ישירות והן דרך חברות הבת, הסתכם בשנת 2002 בכ- 442 מיליון ₪.
- היחס השוטף של החברה התייצב ברבעונים האחרונים סביב 1.0.

הערכת השווי

שיטת ההערכה המקובלת בעולם להערכת חברות נדל"ן מניב היא שיטת מכפיל ה- FFO (Funds From Operations). ה- FFO מוגדר כרווח הנקי של החברה (ע"פ חוקי ה- GAAP האמריקאי) בניכוי רווח ממכירת נכסים וארגון חוב מחדש, בתוספת חלק החברה בפחת והפחתות של נכסי מקרקעין ובניכוי הכנסות/הוצאות חד פעמיות אשר אינן קשורות לפעילות המרכזית של החברה (Extraordinary items). (לפירוט על הגדרת ה- FFO ניתן לפנות לאתר www.nareit.com).

הסיבה לשימוש ב- FFO כאומדן לשווי החברה הוא כי בעוד שהחשבונאות מניחה כי נכסי מקרקעין מאבדים מערכם לאורך זמן הרי שבמציאות ניתן לראות כי לאורך שנים נכסי נדל"ן אינם מאבדים מערכם. כתוצאה מכך, ה- FFO מהווה מדד יעיל יותר לבחינת הביצועים התפעוליים של החברה ומשמש כלי יעיל לאמידת יכולתה של החברה לצמוח בעתיד ממקורות פנימיים תוך כדי שירות החוב הקיים של החברה.

את מכפיל ה- FFO הראוי לחברה גזית גלוב אנו בחרנו לגזור על ידי השוואה למכפיל ה- FFO הממוצע של חברות ה- REIT האמריקאיות המתמחות בתחום מרכזי המסחר מעוגני הסופרמרקטים, אשר הנן דומות באופיין לגזית גלוב.

לצורך ביצוע השוואה מהימנה בין מכפיל ה- FFO של גזית גלוב לבין מכפיל ה- FFO הממוצע של חברות ה- REIT האמריקאיות, חשוב להבין כי ה- FFO אותו מדווחת גזית גלוב מתבסס על דוחות כספיים ריאליים בעוד שה- FFO אותו מדווחות ה- REITS מתבסס על דוחות כספיים נומינליים. כתוצאה מכך נוצר עיוות בהשוואה שכן ה- FFO של גזית גלוב הנו מוטה כלפי מעלה כתוצאה מהשחיקה הריאלית של הוצאות המימון של החברה על ידי האינפלציה. לפיכך, לצורך ההשוואה, אנו בחרנו לתרגם את ה- FFO הריאלי החזוי לגזית גלוב ל- FFO על בסיס נומינלי.

תחזית

הערה: כל עוד לא הושלמה עסקת הרכישה של IRT התחזית איננה כוללת את השפעת הרכישה. להערכתנו, השלמת הרכישה, תוך התאמה להנחות השקעה ומכירת נכסים חדשות, צפויה להגדיל את ה- FFO למנייה אותו אנו צופים לגזית בשיעור של 3%.

תחזית דו"ח רו"ח לשנים 2002 ו-2003
(נתונים באלפי ש"ח מתואמים ל- 30.9.02)

2003E	2002E	2001	2000	1999	
1,045,303	907,718	724,763	388,330	140,746	הכנסות מהשכרה
38,900	78,592	94,609	76,567	18,954	הכנסות אחרות
1,084,203	986,311	819,371	464,897	159,700	סה"כ הכנסות
356,426	313,810	247,134	130,086	40,063	הפעלת נכסים להשכרה
142,161	120,275	101,395	52,109	19,988	פחת נכסים להשכרה
81,840	84,870	60,274	38,016	17,064	הנהלה וכלליות
580,427	518,955	408,803	220,211	77,114	סה"כ הוצאות ועלויות
503,776	467,356	410,568	244,686	82,586	רווח תפעולי
226,751	151,304	239,988	112,400	30,221	מימון, נטו
0	36,452	16,739	8,993	108	הוצאות אחרות
277,025	279,792	153,840	123,293	52,257	רווח לפני מס
34,628	17,268	18,838	13,212	3,980	מס הכנסה
242,397	262,524	135,002	110,081	48,277	רווח לאחר מס
4,000	4,780				חלק החברה ברווחי חברות כלולות
109,079	132,941	48,275	28,151	25,263	חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות
-	-		9,060		חלק בעלי מניות קודמים ברווחים
137,318	134,362	86,162	72,871	23,014	רווח נקי
211,615	191,083	156,854	104,312	27,373	FFO

₪ 2.73	₪ 2.59	₪ 2.92	₪ 2.27	₪ 1.06	למנייה FFO
---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	-------------------

65.9%	65.4%	65.9%	66.5%	71.5%	שיעור רווח גולמי
46.5%	47.4%	50.1%	52.6%	51.7%	שיעור רווח תפעולי

הנחות:

הכנסות מהשכרה – אנו צופים גידול של 25% בהכנסות החברה ב-2002, על רקע הגידול בנכסי החברה והפיחות החד בשערו של השקל. ב-2003, אנו מעריכים כי המשך קצב ההשקעות הנוכחי של החברה ושיעור צמיחה פנימי שמרני של 2% על נכסים קיימים, כתוצאה מעליית שכר הדירה המשולם על חוזים מתחדשים וכתוצאה מגידול בתפוסה, יאפשרו לחברה להראות גידול נוסף של 15% בהכנסות.

הכנסות אחרות – סעיף זה מושפע בעיקר מגורם יציב בדמות הדיבידנדים מהן נהנית החברה ומשני גורמים לא יציבים הכוללים את הכנסות החברה מהשקעות בניירות ערך סחירים ורווחים ממכירת נכסים ע"י חברות הבת. אנו צופים כי ב-2002 החברה תציג ירידה בשיעור של 17%, בעקבות ציפיות להמשך הירידה בהכנסות החברה מהשקעה בניירות ערך סחירים על רקע צמצום תיק ההשקעות של החברה. ב-2003 אנו צופים ירידה נוספת בסעיף 'הכנסות אחרות' של החברה, על רקע צמצום תיק ההשקעות של החברה ועל רקע צפי לירידה בהכנסות החברה ממכירת נכסים (הכנסות אלה כללו ב-2002 תמורה ממכירת בניין משרדים על ידי אקוויטי אשר הניב רווח מאוחד בסך של כ-20 מיליון ₪ ברבעון הראשון של השנה, אשר להערכתנו אינו מייצג את התמורה הממוצעת הצפויה ממכירת נכסים עתידית על ידי החברה).

רווח גולמי (הכנסות מהשכרת נכסים בניכוי הוצאות הפעלת הנכסים) - ב-2002 אנו צופים ירידה בשיעור הרווחיות הגולמית של החברה לרמה של 65.4% לעומת 65.9% ב-2001, בעיקר על רקע עליית שיעור הנכסים של החברה בקנדה, שהנם בעלי שיעור רווחיות גולמית נמוך יותר. ב-2003, אנו צופים כי ניצול יתרונות לגודל בעקבות הגידול הצפוי בסך נכסי החברה יאפשרו לחברה להגדיל את שיעור הרווח הגולמי שלה בחזרה לרמה של 65.9%.

הוצאות הנהלה וכלליות - בעקבות הגידול הניכר הצפוי בנכסי החברה ובעקבות מספר הוצאות חד פעמיות מהותיות אנו צופים ב-2002 קפיצה ברמת הוצאות ההנהו"כ של החברה, לרמה של 84.9 מיליון ש"ח. ב-2003 אנו צופים ירידה בהוצאות ההנהו"כ של החברה לרמה של 81.8 מיליון ₪, לאור ההערכות כי לא צפויה קפיצה מהותית נוספת בהוצאות אלה על רקע הגידול בנכסי החברה (כפי שהוסבר קודם, הגידול בסעיף הוצאות הנהלה וכלליות אינו ליניארי, אלא מבוצע בקפיצות) וכי לא צפויות הוצאות חד פעמיות מהותיות נוספות.

רווח תפעולי (סך הכנסות החברה בניכוי סך ההוצאות התפעוליות של החברה) - בעקבות הגידול הצפוי בהכנסות החברה מהשכרת נכסים בשנתיים הקרובות אנו צופים גידול של 13.8% ו-7.8% ברווח התפעולי של החברה בשנים 2002 ו-2003 בהתאמה. גידול צפוי זה מבטא ירידה בשיעור הרווח התפעולי של החברה מסך ההכנסות לשיעור של 47.4% ב-2002 לעומת שיעור של 50.1% בתקופה המקבילה אשתקד, זאת על רקע העלייה החדה בהוצאות הנהו"כ והירידה הצפויה בסעיף 'הכנסות אחרות'. ב-2003 אנו צופים ירידה קלה נוספת בשיעור זה על רקע המשך הירידה הצפויה בסעיף 'הכנסות אחרות'.

הוצאות מימון – למרות הגידול בסך ההתחייבויות פיננסיות נטו של החברה, ב-2002 אנו צופים ירידה בהוצאות המימון הריאליות של החברה על רקע סביבת אינפלציה גבוהה יותר בארה"ב וקנדה אשר שוחקת את הוצאות המימון הריאליות של החברה. ב-2003, אנו צופים כי גידול נוסף במצבת החוב של החברה וירידת סביבת האינפלציה בארה"ב וקנדה יביאו לגידול בהוצאות המימון הריאליות של החברה, אשר יקוזז חלקית ע"י ירידת הריבית על הלוואות מתחדשות של החברה בעקבות ירידת הריבית לטווח ארוך בארה"ב.

מס אפקטיבי – הונח שיעור מס אפקטיבי של 12.5% לרבעון הרביעי של 2002 ול-2003.

רווח נקי - בעקבות הגידול הצפוי ברווח התפעולי והירידה הצפויה בהוצאות המימון, אנו צופים ב-2002 גידול מרשים של 56% ברווח הנקי של החברה. ב-2003, לעומת זאת, אנו צופים כי הגידול בהוצאות המימון של החברה יקוזז את השיפור הצפוי ברווח התפעולי ויביא לעלייה מתונה של 2.2% ברווח הנקי של החברה.

FFO למנייה – מדיניות ההנפקות האגרסיבית אותה נהלה החברה בשנה האחרונה, הביאה לגידול ניכר בבסיס המניות של החברה. בהתאם, למרות שב-2002 אנו צופים עלייה של 22% ב- FFO של החברה, במונחי FFO למנייה אנו צופים דווקא ירידה ל- 2.59 ש"ח לעומת 2.92 ש"ח ב-2001. ב-2003, אנו מעריכים כי לאור רמת היתרות הנזילות הגבוהה של החברה, לאור קווי האשראי הלא מנוצלים העומדים לרשותה (בסך של כ-100 מיליון דולר) ולאור רמת המינוף הנמוכה הנוכחית של אקוויטי, גזית גלוב לא תיאלץ לגייס הון מהותי נוסף לצורך שמירה על רמת מינוף סבירה, במסגרת מימון ההתרחבות המתוכננת, ולפיכך הגידול הצפוי בשיעור של 11% ב- FFO של החברה יתורגם לגידול גם במונחי FFO למנייה, אשר צפוי להסתכם בסך של 2.73 ש"ח.

מציאת ה- FFO המייצג

כדי למצוא את ה- FFO המייצג של גזית גלוב, אותו ניתן יהיה להשוות ל- FFO של החברות המתחרות, המדווחות FFO על בסיס דוחות נומינליים, אנו בחרנו לתרגם את ה- FFO אותו חזינו לחברה על בסיס הדוחות הריאליים שלה ל- FFO על בסיס נומינלי. תרגום זה נעשה על ידי ביטול השפעת השחיקה האינפלציונית של הוצאות המימון של החברה.

FFO מייצג על בסיס נומינלי

2003E	2002E	
152,662	113,163	נומינלי FFO
1.97 ₪	1.53 ₪	נומינלי למנייה FFO

מציאת המכפיל

להלן מכפילי ה- FFO של חברות REIT הפעילות בארה"ב, אשר, בדומה לגזית גלוב, מתמקדות בתחום מרכזי המסחר מעוגני הסופרמרקטים:

מכפיל '03	מכפיל '02	מחיר נוכחי	רמת מינוף	שווי שוק (אלפי \$)	סימול	שם ה- REIT
9.9	10.4	31.3	45%	3273	KIM	Kimco realty
10.9	11.6	37.45	56%	1945	WRI	Weingarten realty
10.2	10.7	31.12	46%	1823	REG	Regency centers
10.1	10.4	19.49	49%	1888	NXL	New plan excel realty
8.2	8.9	22.2	56%	1442	DDR	Developers diversified realty
11.2	12.4	34.98	65%	1450	CPG	Chelsea property group
10.7	10.7	27.93	64%	1210	FRT	Federal realty
11.2	12.1	35.58	53%	1195	PNP	Pan pacific retail properties
8.9	9.3	24.48	49%	1016	HTG	Heritage property
10.1	10.7	29.4	53.7%	1694		ממוצע
9.2	9.8	13.55	49%	468	EQY	Equity one
8.8	9.1	11.12	57%	387	JDN	JDN realty
8.9	9.3	11.91	52%	407	IRT	IRT property
9.2	10.0	17	58%	303	MRR	Mid atlantic realty
8.7	9.0	30.05	75%	271	SKT	Tanger factory
8.8	9.5	19.99	64%	245	RPT	Ramco-Gershenson
8.3	7.5	7.5	53%	212	AKR	Acadia realty
9.4	10.2	11.52	32%	176	UBP	Urstadt biddle properties
6.5	6.6	17.74	64%	79	ADC	Agree realty
8.6	9.0	15.6	56.0%	283		ממוצע
6.0	7.9		75.5%	173		גזית גלוב (FFO נומינלי)

* מבוסס על נתוני Bloomberg ו- Yahoo finance

מטבלה זאת ניתן לראות את החשיבות הרבה ליתרון לגודל בתחום הנדל"ן המניב, כאשר החברות הגדולות יותר מתומחרות במכפילים גבוהים יותר. מכפיל ה- FFO הממוצע ל- 2003, לחברות בסדר גודל של גזית גלוב הוא 8.6. להערכתנו, גזית גלוב ראויה להיסחר במכפיל זהה, כאשר רמת הסיכון הגבוהה יותר של גזית גלוב, הנגזרת מרמת המינוף הגבוהה שלה, מתקזזת עם פוטנציאל הצמיחה הגבוהה יותר שלה (כפי שהוסבר קודם).

יישום מכפיל FFO ממוצע של 8.6 על ה- FFO (הנומינלי) החזוי לחברה ב- 2003 מבטא שווי כלכלי של 1.32 מיליארד ש"ח ומחיר יעד של 17.0 ש"ח למניית גזית גלוב.

סיכום:

חברת גזית גלוב מתמקדת בתחום הנדל"ן המניב של מרכזי מסחר מעוגני סופרמרקטים. החברה ניהלה בשנים האחרונות מדיניות צמיחה אגרסיבית, באמצעות רכישה ופיתוח של נכסים מסחריים ותוך ניצול הזדמנויות עסקיות לרכישה ומיזוג עם חברות נדל"ן בתחום פעילות החברה. מדיניות צמיחה זו, אשר נעשתה תוך התמקדות במדינות ספציפיות, מאפשרת לחברה לנצל יתרונות לגודל ולהדק את הקשר עם דיירי העוגן שלה. עם זאת, מדיניות ההתרחבות האגרסיבית של החברה, אשר לוותה בגידול ניכר בהתחייבויות שלה, הביאה לעלייה חדה ברמת המינוף של החברה ולאיום על האיתנות הפיננסית שלה. על מנת להתמודד עם איום זה בצעה החברה במהלך השנתיים האחרונות, הן ישירות והן דרך חברות הבת, מספר גיוסי הון, אשר הביאו להורדת רמת המינוף של החברה, אולם במקביל פגעו ברווח וב- FFO למנייה של החברה.

להערכתנו, מדיניות ההתרחבות של החברה תימשך גם ב- 2003, בה אנו מעריכים כי החברה תשקיע סך של כ- 200 מיליון דולר. מדיניות זו צפויה לאפשר לחברה להציג ב- 2003 צמיחה של 15% בהכנסות שכ"ד, אשר צפויות לחצות לראשונה את גבול המיליארד ש"ח. כמו כן, בניגוד ל- 2002, אנו מעריכים כי לאור רמת היתרות הנזילות הגבוהה של החברה, לאור קווי האשראי הלא מנוצלים העומדים לרשותה, ולאור רמת המינוף הנמוכה הנוכחית של אקוויטי גזית לא תיאלץ לגייס הון מהותי נוסף לצורך שמירה על רמת מינוף סבירה, במסגרת מימון ההתרחבות המתוכננת, ולפיכך הגידול הצפוי ברווח הנקי וב- FFO יתורגם לגידול גם במונחים למנייה.

פוטנציאל נוסף לגידול ב- FFO למנייה צפוי עם השלמת עסקת הרכישה הצפויה של חברת IRT ברבעון הראשון של 2003. רכישה זו, אשר תהפוך את גזית גלוב (דרך חברת הבת אקוויטי) ל- REIT הגדול ביותר בפלורידה ול- REIT העשירי בגודלו בארה"ב בתחום מרכזי המסחר מעוגני הסופרמרקטים, תחזק את מעמדה של גזית גלוב בתחום המרכזים המסחריים בארה"ב ותאפשר לה לנצל יתרונות לגודל דרך הגדלת כוח המיקוח מול דיירי העוגן ושיפור יכולת ההשכרה של החברה. להערכתנו, השלמת הרכישה, תוך התאמה להנחות השקעה ומכירת נכסים חדשות, צפויה להגדיל את ה- FFO החזוי למנייה ל- 2003 של גזית גלוב (על פי ההנחות שלנו) בשיעור של כ- 3%.

שיטת התמחור המקובלת בעולם לחברות מהסוג של גזית היא שיטת מכפיל ה- FFO. השוואת מכפיל ה- FFO החזוי לגזית גלוב לשנת 2003 למכפילי ה- FFO החזויים לשנה זו, של חברות דומות בסדר גודל של החברה בארה"ב, מעלה כי מניית גזית גלוב נסחרת היום במכפיל FFO נמוך של 6.0, לעומת מכפיל FFO ממוצע של 8.6 לחברות הדומות. להערכתנו, לדיסקאונט זה אין כל הצדקה, שכן פוטנציאל הצמיחה הגבוהה יותר של החברה, אשר בא לידי מימוש במדיניות הצמיחה האגרסיבית אותה נהלה החברה בשנים האחרונות, מקזז את הסיכון הנובע מרמת המינוף הגבוהה יותר שלה.

יישום מכפיל FFO של 8.6 על ה- FFO הצפוי לחברה ב- 2003, מבטא שווי כלכלי של 1.32 מיליארד ש"ח לחברת גזית גלוב. משווי זה נגזר מחיר יעד של 17.0 ש"ח למניות החברה, מחיר הגבוה ב- 41% ממחיר המנייה הנוכחי. לפיכך, אנו מאמינים כי, במחיר המנייה הנוכחי, חברת גזית גלוב מספקת למשקיעים הזדמנות השקעה אטרקטיבית בתחום הנדל"ן המניב בחו"ל בנישה הנחשבת חסינת מיתון. בהתאם, אנו מתחילים לסקר את מנית גזית גלוב עם המלצת 'קנה'.

אנליסט: שי בן-עמר, טל': 03-567-2314

ניתוח חברה זו הוא למטרות אינפורמציה בלבד, ובשום אופן לא ייחשב כהצעה לרכישה ו/או מכירה של ניירות ערך אליהם מתייחס הניתוח או המלצה ללקוח ספציפי לביצוע עסקה בני"ע אלו. הניתוח מסתמך על מידע גלוי ו/או מידע ממוקורות אשר לפי מיטב ידיעתנו הינם מהימנים. מידע זה לא אומת ממקורות אחרים. לבנק המזרחי המאוחד בע"מ, לבעלי השליטה בבנק, לחברי הדירקטוריון ולחברות הקשורות עמו או לעובדיהם, יכולה הייתה להיות בעבר, וכן יכולה להיות בהווה החזקה במישרין או בעקיפין בניירות הערך אליהם מתייחס הניתוח. כל דעה או המלצה בניתוח זה משקפים את דעתנו לפי מיטב הבנתנו נכון ליום כתיבת הניתוח. בנק המזרחי, עובדי, חברי הדירקטוריון וחברות קשורות עמו או עובדיהן לא יהיו אחראיים בכל צורה שהיא לתביעות משפטיות שינבעו מניתוח זה.