

גזית גלוב - תגובה לדוחות יוני 2008

ניתן לסכם את הדוחות בעיקר בשני אלה: שיערוך הנכסים והתייקרות השקל העבירו את החברה להפסד גדול. אנליסט: שחר כרמי

שם החברה: גזית גלוב
 המלצה: תשואת יתר
 מחיר מניה: 29.95 ₪
 מחיר יעד: 38.70 ₪

כפי שצינו בעבודתנו הקודמת, הדו"חות נראים רע, אבל ניתן לומר שהדברים היו צפויים:

- **התחזקות השקל ברבעון השני ל-2008 ניטרלה את כל הצמיחה.**

ה-NOI הסתכם בכ-592 מ' ₪ מול 598 מ' ₪ ברבעון המקביל אשתקד, אולם בנטרול השינוי בשערי החליפין היה מתקבל גידול של 9% ב-NOI.

ההכנסות מהשכרה הסתכמו בכ-877 מיליון ₪, מול 873 מ' ₪ ברבעון המקביל, אולם בנטרול השפעת שערי החליפין היו גדולות הכנסות אלה בכ-11%.

התזרים מפעילות שוטפת עמד על 203 מ' ₪ ברבעון האחרון, לעומת 294 מ' ₪ ברבעון המקביל. הקיטון נובע בעיקר מהפרשי עיתוי כפי שניתן לראות בסעיפי החייבים והזכאים. בניטרול השפעה זו, מסתכם התזרים לכ-239 מ' ₪ ברבעון האחרון לעומת 135 מ' ₪ ברבעון המקביל אשתקד.

- **שיערוך הנכסים העביר את החברה להפסד משמעותי.**

החברה שיערכה נכסים כלפי מטה בהיקף של 772 מ' ₪ ברבעון הנוכחי (מזה 211 מ' ₪ באיחוד יחסי בנטרול השפעת המס), בעיקר באירופה ובארה"ב. הדבר הוביל להפסד "תפעולי" של 283 מ' ₪ (מול רווח של 1,486 מ' ₪ ברבעון המקביל אשתקד) ולהפסד נקי של 439 מ' ₪ (רווח של 978 מ' ₪ ברבעון המקביל), מתוכו הפסד של 102 מ' ₪ מיוחס לבעלי המניות.

- **בין ביצועי חברות הבנות ניתן למנות את אקוויטי 1 בצד החלש ואת השאר בצד החיובי**

אקוויטי פעילה בעיקר באזורים המצויים בעין הסערה בארה"ב, והדבר משתקף בביצועיה, גם אם באופן מתון יחסית. קיטון נרשם בשיעורי התפוסה לכ-92.8%, אולם מיום סיום הרבעון ועד כה לא נרשם שינוי משמעותי. בנוסף נרשמה ירידה של 2.9% בתזרים מנכסים זרים. סביר שהביצועים החלשים ימשכו באקוויטי גם ברבעונים הקרובים. לעומת זאת, שאר החברות המשיכו להציג גידול בהכנסות מנכסים זרים ותפוסה בשיעורים גבוהים.

- **ההון העצמי הצטמק ב-353 מ' ₪, בעיקר על רקע ההפסד והפרשי מטבע שנזקפו ישירות להון העצמי.**

- **תזרים מפעילות שוטפת צפוי להמשיך לצמוח משני אלה:**

מרכישת אטריום אשר מייצרת תזרים חיובי מפעילות, שאף אמור להשתפר עם הקטנה צפויה בדמי הניהול עם החלפת ההנהלה.

מהשלמת פרויקטים המצויים בפיתוח ופיתוח מחדש, המהווים למעשה מעין "צבר הזמנות" עתידי של החברה. לחברה יש 49 נכסים כאלה אשר אמורים להיכנס לפעילות ברבעונים הקרובים.

- **המשבר העולמי בנדל"ן מייצר הזדמנויות, גם על חשבון כניסה לתחומי האנרגיה**

החברה שואפת לנצל את ירידת מחיר נכסי הנדל"ן לשם הרחבת הפורטפוליו, כך שבהחלט ייתכן שנראה עוד עלייה ביחס החוב למאזן ברבעונים הבאים (שממילא יצמח לכ-60.6% אחרי מימוש הזכויות באטריום). מאידך, סביר כי מרבית ההתרחבות תבוצע דרך השותפויות השונות, כך שהיא לא תכביד באופן חריף על המאזן. בנוסף,

ריבוי ההזדמנויות שבנדל"ן יוצר לחברה תמריץ להמשיך השקעות החברה בתחום המוכר לה ומעכב את כניסתה לתחום האנרגיה המתחדשת, שהינו חדש עבורה.

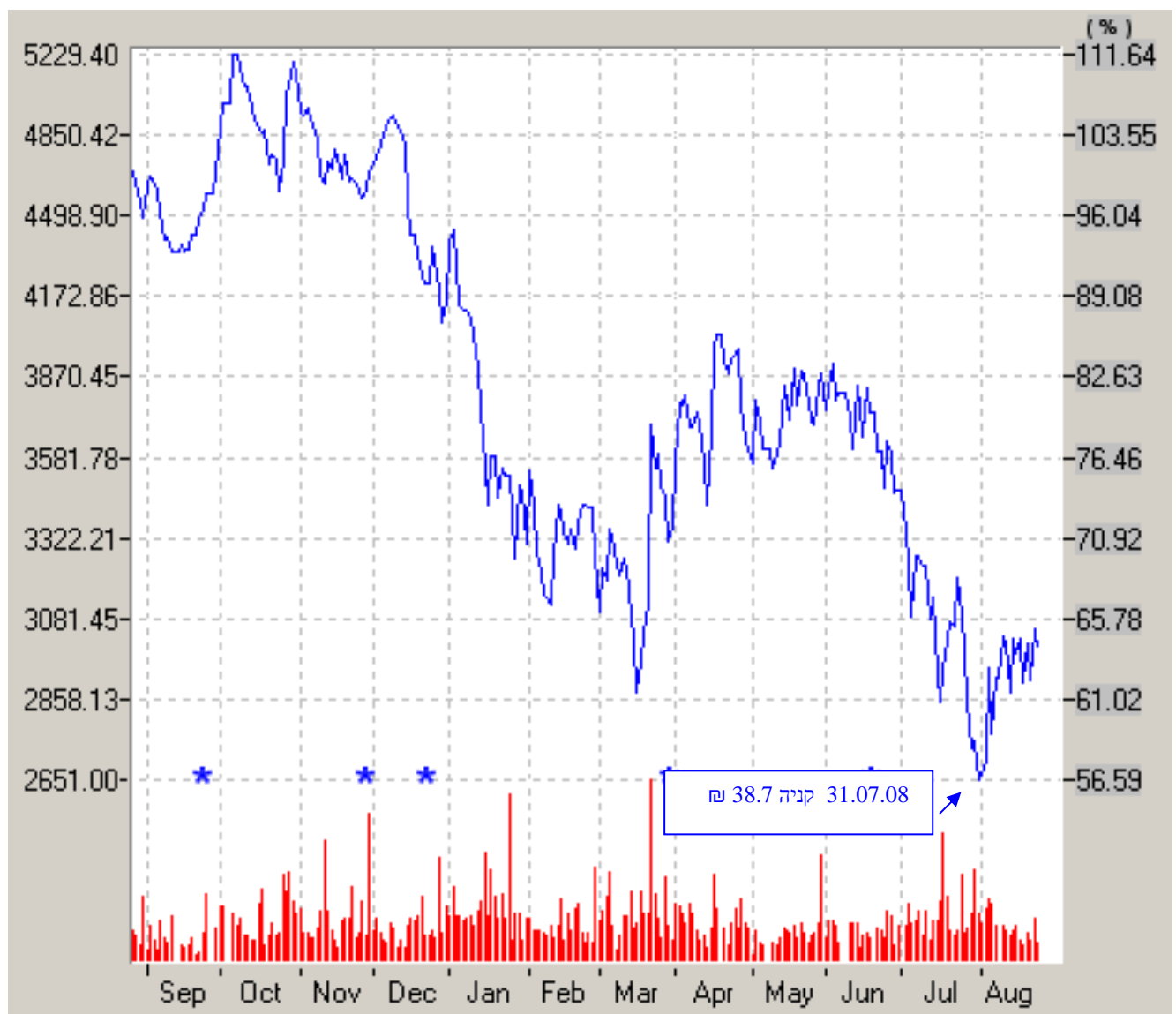
• פעילות אטריום במזרח אירופה

הרכישה האחרונה מכניסה את גזית גלוב לפעילות יזום נדל"ן מהותית במזרח אירופה (3.3 מיליארד יורו) ובפרט ברוסיה (1.2 מיליארד יורו), דבר המגדיל לדעתנו את רמת הסיכון של החברה. הנהלת החברה ציינה כי לאטריום אין התחייבות לפתח את כל הפרויקטים שבפיתוח (אולם לא נתנה נתונים מספריים). החלטה אסטרטגית בעניין תתגבש בעתיד הקרוב ולהערכתנו נראה צמצום מסוים בהיקפי הפיתוח המתוכננים.

• לסיכום: בחברה מסוגה של גזית גלוב איננו מצפים להפתעות בדוחות ואכן לא היו כאלה.

הביצועים וההפסד היו צפויים. נקודות האור הן בתחום התזרים שצמח במונחים מנוטרלים מטבע וכן התפוסה שאפילו בפלורידה לא ירדה לשיעורים יוצאי דופן (מתחת ל-90% ייחשב לכזה).

משבר הנדל"ן עודנו כאן ואין לדעת מתי יסתיים, אולם אנו סבורים כי היצמדות לחברות יציבות וחזקות בעלות מינוף נמוך ומוניטין רב שנים יביאו בסופו של דבר לביצועים טובים. לכן אנו ממשיכים להמליץ על גזית גלוב בתשואת יתר.



גילוי נאות

פרטי מכין האנליזה

שחר כרמי

כתובת: הארבעה 21 תל אביב

השכלה: LL.B משפטים, אוניברסיטת ת"א

BA כלכלה, אוניברסיטת ת"א

ניסיון מקצועי: תמיר פישמן – מנהל מחקר sell side (יוני 2008 ואילך)

פריזמה – אנליסט (2006-2008)

מגדל שוקי הון – אנליסט (2004-2006)

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה

שם: תמיר פישמן ניהול השקעות בע"מ

כתובת: הארבעה 21, תל אביב

טלפון: 03-6849333

אתר אינטרנט: www.tamirfishman.co.il

סולם המלצות

קניה: המניה הינה בין הטובות ביותר בקבוצת תשואת היתר. צפויה להניב תשואה חריגה מעל מדד ת"א 100 ב-12

החודשים הקרובים.

תשואת יתר: המניה צפויה להניב תשואה עודפת מהותית על תשואת מדד ת"א 100 ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת שוק: המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת מדד ת"א 100 ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת חסר: המניה צפויה להניב תשואה נמוכה מהותית ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הקרובים.

ניגודי עניינים

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

שיטת הערכת השווי

NAV

גורמי סיכון עיקריים

מיתון או האטה כלכלית חריפה בארה"ב או באירופה.

ירידה בשכ"ד בנכסי החברה.

עליית התשואה ההיוון המבוקשת על נכסים כגון אלה שבבעלות החברה.

שינויים בשערי חליפין ובשיעורי ריבית, בעיקר ב-\$, בדולר הקנדי ובירו.

גידול בהיצע נכסים דומים באזורי הפעילות של החברה.

מועד פרסום העבודה

26.08.2008

גילוי והצהרת האנליסט

אני, שחר כרמי, בעל רישיון ניהול השקעות מס' 6151, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את

דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

שחר כרמי

תאריך: 26 באוגוסט 2008

הניתוח הכלול בדו"ח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הניתוח מופנה למשקיעים מוסדיים בלבד כחומר מסייע ואין לקבל על בסיסו החלטות השקעה כלשהן. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. למשקיעים שונים עשויות להיות מטרות שונות, ובהתאם לכך על כל משקיע להתאים את השקעותיו למטרותיו וצרכיו. חברת תמיר פישמן ושות' בע"מ ("תמיר פישמן") חברת האם של תמיר פישמן ניהול השקעות, חברות בשליטתה וכן עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בניתוח זה. תמיר פישמן, ותאגידים מקבוצת תמיר פישמן עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול השקעות, בנקאות להשקעות ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול והשקעה בקרנות הון סיכון, ברוקראז' וקרן נדל"ן, ובפעילויות אחרות בשוק ההון. בהתאם לכך, הנחת הקורא צריכה להיות שתמיר פישמן ותאגידים מקבוצת תמיר פישמן, עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם מחזיקים בניירות הערך המתוארים בדוח זה ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. בנוסף הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שלקבוצת תמיר פישמן יש זיקה אליהם בשל תמורה שתקבל מאת מנפיק ניירות הערך ולא מוכריו ולא מפיציו במסגרת מתן שירותים ובכלל זה שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום.