

פוקס

אופנה

הפוטנציאל לצמיחה גבוהה נמצא בחו"ל

29.3

קניה

מחיר יעד:

39.6 ₪

2006E	2005E	2004E	2003	2002	2001	
471,000	450,000	433,378	424,539	357,398	285,749	הכנסות (א' ₪)
37,726	36,003	34,480	34,767	29,949	40,034	רווח נקי (א' ₪)
3.77	3.60	3.43	3.46	3.23	5.43	רווח למניה (₪)
4.8%	4.8%	-0.7%	7.1%	-40.6%	89.9%	שיעור שינויי ברווח למניה
7.77	8.14	8.53	9.78	6.17	-	מכפיל רווח
5.07	5.07	5.19	6.21	3.52	-	מכפיל רווח תפעולי
2.29	2.00	2.02	2.13	1.28	0.99	יחס מהיר
3.57	3.29	3.52	3.78	2.43	1.50	יחס שוטף
68.1%	65.5%	64.4%	63.2%	59.8%	30.8%	הון עצמי למאזן
19.0%	19.8%	20.8%	23.4%	31.2%	94.5%	תשואה להון

מדד יתר 150
531.79

מספר מניות
10,000,000

שווי שוק
293 מ' ₪

כמות צפה
32.45%

מחזור יומי ממוצע
317.8 א' ₪

סימול

FOX

בעלי מניות: ויזל אחזקות (34.6%), פוקס אברהם (32.95%), לאומי (8.7%), לאומי ק. נאמנות (3.3%), לאומי ק. גמל (4.41%)

- פוקס עוסקת בעיצוב, ייצור ושיווק של בגדים ואביזרי אופנה באמצעות רשת חנויות בבעלות, באמצעות זכיינים לשוק הקמעונאי ומכירה לסיטונאים ואחרים. הרשת מונה כ-145 חנויות הנושאות את השם "FOX", "FOX MEN", "FOX Kids" ו-"FOX Baby" ופונות למגוון רחב של קהלים.
- נחתם מזכר הבנות עם איש העסקים לב לבייב לחדירה משותפת לרוסיה ולמדינות חבר העמים תחת המותג FOX. אם וכאשר והעסקה תושלם היא תהווה את אחד ממנועי הצמיחה העיקרים של פוקס בשנים הבאות. העסקה מגלמת לפוקס בשלב הראשון שווי חברה של 300 מ' ₪ ובשלב השני (אופציונלי) שווי חברה של כ-480 מ' ₪.
- עד כה נפתחו ע"י הזכייין הסינגפורי, חברת Wing Tai, כ-11 חנויות FOX בסינגפור. החברה צופה כי במהלך שלוש השנים הקרובות יפתחו בסינגפור כ-40 חנויות FOX ע"י Wing Tai. הנהלת החברה מציינת שהמכירות בסינגפור עונות על הציפיות של הזכייין ומעבר לכך. מבחינת FOX פתיחת חנויות חדשות תלויה מן הסתם בהצלחת החנויות שכבר נפתחו.
- החנויות הראשונות באוסטרליה נפתחו בסוף חודש נובמבר 2004. החברה צופה כי במהלך שלוש השנים הקרובות יפתחו באוסטרליה כ-40 חנויות FOX ע"י RSH. גם במקרה זה כמות החנויות שתפתח ותזמוגם תלוי בהצלחת החדירה של הרשת. בדומה להסכם עם Wing Tai הקמת רשת החנויות תהיה על חשבון RSH אשר תישא בכל ההוצאות, דבר המוריד את מרבית הסיכון מפוקס.
- במהלך חודש נובמבר רכשה ויזל אחזקות כ-58 אלף מניות והגדילה את שיעור אחזקתה בפוקס מ-34% ל-34.6%.
- בהתחשב ברמה הנוכחית בה נסחרת מניית פוקס ובתחזיותינו המעודכנות ל-2004 ול-2005 מחיר היעד מעודכן מטה ל-39.6 ₪, לעומת 41.3 ₪ בעבודתנו הקודמת, הגבוה ב-35.2% מהמחיר בו נסחרת המניה כיום ולכן המלצתנו נותרת "קניה".

מיקו מור

טל: 03-6111598

mikomo@mgih.co.il

דצמבר 2004

הערכת שווי

הערכת השווי לפוקס מתבססת על מכפיל רווח צפוי ל-2005. המחיר הנוכחי של החברה משקף מכפיל רווח של 8.58 ביחס לרווח הצפוי ל-2004 ומכפיל רווח של 8.18 ביחס לרווח הצפוי ל-2005. קצב הצמיחה של פוקס תלוי בעיקר בהצלחת החדירה בסינגפור ובאוסטרליה. החברה מעריכה שעד לתום שנת 2004 יופעלו כ-16 חנויות בסינגפור ובאוסטרליה

להערכתנו החברה צריכה להסחר במכפיל 11 על רווחיה לשנת 2005 לאור התחרות הקשה בשוק המקומי, הצמיחה המוגבלת מאוד בשוק המקומי, אי הוודאות בהצלחת הזיכיונות בחו"ל, סיכונים הכרוכים בהקמה המתוכננת של רשת חנויות הפעלה עצמית ברוסיה ובמדינות חבר העמים וסחירות נמוכה במניות החברה מתוקף היותה מניית יתר. מנגד מדובר בחברה אשר ממוצבת היטב בשוק האופנה הישראלי, בעלת פוטנציאל צמיחה, המנוהלת היטב ואשר מחלקת לפחות 50% מרווחיה החצי שנתיים כדיבדנד

ממכפיל 11 על רווחי שנת 2005 נגזר מחיר יעד של 39.6 לעומת 41.3 שו בעבודתנו הקודמת והגבוה ב-35.2% ממחירה הנוכחי של המניה ולכן המלצתנו נותרת "קניה".

תאור החברה

החברה עוסקת בעיצוב, ייצור ושיווק של בגדים ואביזרי אופנה באמצעות רשת חנויות בבעלות, באמצעות זכיינים לשוק הקמעונאי ומכירה לסיטונאים ואחרים. ייצור המוצרים נעשה בעיקר בחו"ל באמצעות ספקים וקבלני משנה. רשת החנויות נושאות את השם "FOX", "FOX MEN", "FOX Kids" ו-"FOX Baby" ופונות למגוון רחב של קהלים. פעילות החברה מאופיינת בעונתיות ולכן הייצור והפרסום נעשים בהתאם. בתום הרבעון השני של 2004 מנתה הרשת 128 חנויות ומתוכן 108 חנויות בהפעלה ישירה והיתר באמצעות זכיינים. כיום מונה הרשת כ-135 חנויות.

שוקי היעד –

החל מהמחצית השניה של 2004 פועלת פוקס בדרך של זכיינות בסינגפור ובאוסטרליה בנוסף לפעילותה בשוק המקומי. כמו כן לאחרונה הודיעה פוקס על חתימת מזכר הבנות עם ממורנד, חברה פרטית בשליטתו של איש העסקים לב לבייב, להקמת חברה בבעלות שווה אשר תקים רשת חנויות FOX ברוסיה ובמדינות חבר העמים. במסגרת ההסכם תקצה פוקס לממורנד 1.1 מ' מניות רגילות אשר יהוו 10% מההון של פוקס בשער של 27.5 ₪ כלומר לפי שווי חברה של 300 מ' ₪. בנוסף תעניק פוקס לממורנד אופציה לתקופה של 12 חודשים לרכישת 1.4 מ' מניות נוספות (כך שחלקה של ממורנד יגדל ל-20%) לפי שער של 38.5 ₪ למניה המגלם שווי חברה של כ-480 מ' ₪ לאחר ההקצאה. החברה המשותפת תרכוש מפוקס במחירי עלות לעומת הזכיינים בסינגפור ואוסטרליה שרוכשים ב-25% cost.

בדומה למצב בישראל השווקים בסינגפור ובאוסטרליה נשלטים ע"י חברות בינלאומיות. בשנים האחרונות הצליחה פוקס לחזק את מעמדה בשוק האופנה הישראלי ולצמוח בעשרות אחוזים. בין הסיבות להצלחה האדירה של פוקס ניתן למנות את:

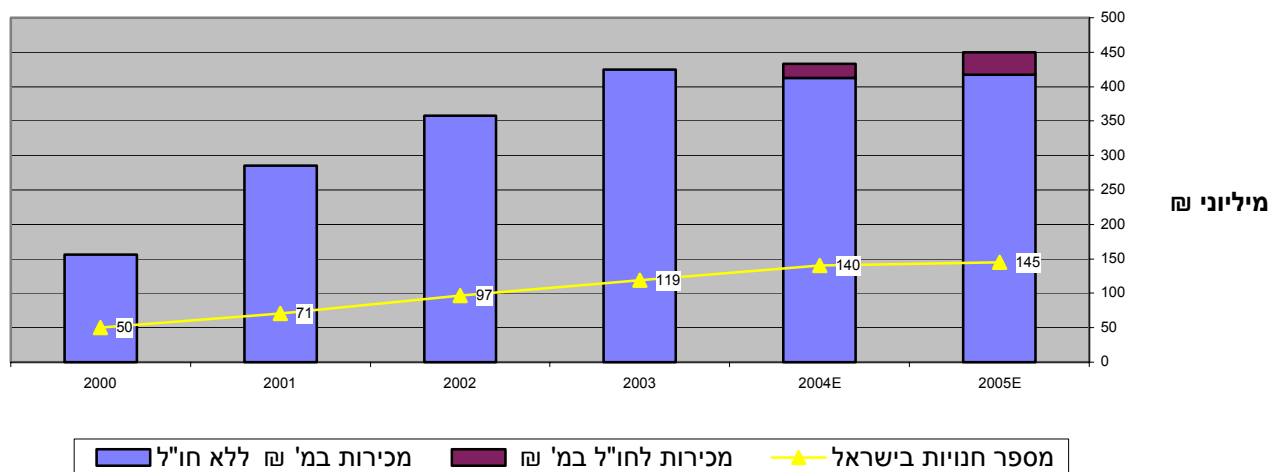
1. מהירות תגובה – עבור החברות הבינלאומיות ישראל היא עוד מדינה בה נמכרים מוצריה ותשומת הלב שניתנה לשוק הישראלי הייתה זניחה. מנגד בפוקס משקיעים תשומת לב רבה לצרכי הלקוח ולרצונותיו.
2. מחיר אטרקטיבי – במרבית המקרים מחיר פריטי הלבוש יותר נמוכים מהמתחרים.

בפוקס מקווים שסיבות אלו יובילו להצלחה גם בחו"ל, אולם ההצלחה אינה מובטחת ויש לזכור שהזכיינים מייצגים חברות נוספות וניגודי אינטרסים עלולים להיווצר.

הצמיחה של פוקס בשוק האופנה הישראלי מוגבלת מאוד מכמה סיבות::

1. החברה כבר פנתה כמעט לעל פלחי השוק האפשריים עבורה. החברה משווקת הלבשה עליונה לכל הגילאים משני המינים ומשווקת גם הלבשה תחתונה ואביזרי אופנה כגון משקפי שמש ושעונים.
2. השוק תחרותי מאוד ומאופיין בהרבה שחקנים.
3. הצלחת פוקס גורמת לחברות אחרות לחקות אותה ולהציג את עצמן כרשת הכדאית ביותר מבחינת יחס איכות מחיר.

תיאור התפתחות מספר החנויות ברשת, המכירות בישראל ולחו"ל.



מהגרף ניתן ללמוד שלמרות הפתיחה המאסיבית של חנויות ב-2004 לא הצליחה הרשת להגדיל את מכירותיה בישראל ב-2004 (עפ"י תחזיתנו) ובסך הכל רשמה צמיחה בעזרת תוספת הכנסות שנבע מתחילת פעילות הזכיינים בסינגפור ובאוסטרליה. יתכן וזוהי תחילתה של מגמה של התכנסות לרמת מכירות "נורמלית" בישראל, אך להערכתנו לא מדובר בתחילת מגמה של ירידה קבועה ורצופה במכירות בישראל. חשוב לציין שאחד ממועדי האספקה לחו"ל הוא בתחילת חודש ינואר בשנה קלנדרית ופוקס לעיתים מספקת חלק מהסחורה כבר בסוף דצמבר, דבר אשר משפיע על רמת המכירות בהיבט שנתי.

להערכתנו הצמיחה של פוקס יכולה להמשיך עקב הזכינות בסינגפור ואוסטרליה. אפשרויות צמיחה נוספות של החברה הן ע"י:

1. יציאה לשווקים נוספים בחו"ל ע"י הפעלה עצמית או בדרך של מתן זכויות. החברה הצהירה מספר פעמים שבכוונת לפתוח חנויות בהפעלה עצמית במזרח אירופה וניהול המו"מ עם ממורנד מבטא את רציניות ההנהלה.
2. רכישת זכיון לשיווק מוצרי אופנה של רשת בינלאומית הפועלת בישראל או המעוניינת לפעול בישראל.
3. רכישת רשת אופנה ישראלית, אולם תרחיש זה נראה לנו פחות מציאותי עבור החברה.

התייחסות לדו"חות

דוח רווח והפסד

מכירותיה של פוקס ברבעון השלישי 2004 הסתכמו ב-105.25 מ' ש, ירידה של 3.2% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד בנטרול המכירות לחו"ל אשר החלו ב-2004 נרשמה ירידה של 13.8% במכירות לעומת הרבעון השלישי 2003, למרות שהחברה פתחה 18 סניפים חדשים (מתוכם שמונה של המותג החדש FOX Baby) במהלך 12 החודשים שבין התקופות. הירידה במכירות נובעת ממספר גורמים ביניהם: ירידה בביקושים בשוק המקומי, הקטנת שיעורי ההנחות במסגרת מכירות "סוף העונה" והקטנת היקף המלאי של החברה.

הרווח הגולמי של החברה הסתכם ברבעון השלישי 2004 בכ-49 מ' ש אשר היוו כ-46.6% מהמכירות לעומת הרבעון המקביל אשתקד בו היה שיעור הרווח הגולמי 43.1%. השיפור ברווח הגולמי נובע מצמצום ההנחות שניתנו במסגרת מבצעי מכירות "סוף עונה" ומגידול בחלק היחסי של המכירות בחנויות בהפעלה ישירה, בהן הרווח הגולמי גבוה יותר. מנגד המכירות לחו"ל בהן שיעור הרווח הגולמי נמוך יותר משיעור הרווח הגולמי הממוצע של החברה הקטינו את סך שיעור הרווח הגולמי. פוקס מוכרת לזכיינים בחו"ל את מוצריה ב-Cost+25%, דבר אשר פוגע בשיעור הרווח הגולמי המצרפי. מפילוח המכירות בין ישראל לחו"ל ניתן להסיק ששיעור הרווח הגולמי במכירות לשוק המקומי היה כ-50%.

הוצאות המכירה והשיווק הסתכמו ב-Q3.04 בכ-33.2 מ' ש אשר היוו 31.6% מהמכירות לעומת הוצאות מכירה בסך 29.7 מ' ש שהיוו 27.3% מהמכירות ברבעון המקביל. הגידול נובע מירידה במכירות החנויות בהפעלה עצמית במקביל לגידול של 18 חנויות בין התקופות הנבדקות ומשינוי תמהיל המכירות (מעבר של חנויות מזכיינות להפעלה עצמית)

הרווח התפעולי הסתכם בכ-12.7 מ' ש שהיוו כ-12.1% מהמכירות לעומת 14.5 מ' ש שהיוו 13.3% ברבעון המקביל אשתקד.

הרווח הנקי של פוקס הסתכם ברבעון השלישי 2004 בכ-8 מ' ש או 7.7% מהמכירות, קיטון של כ-6% לעומת הרבעון המקביל בו הסתכם הרווח הנקי בכ-8.5 מ' ש שהיוו 7.9% מהמכירות. הרווח למניה הסתכם ב-0.8 ש למניה לעומת 0.86 ש למניה בתקופה המקבילה אשתקד.

מאזן

בהשוואה לרבעון השני 2004 גדלו ההלוואות לזמן קצר של החברה ב-33.8 מ' ש וההלוואות לזמן ארוך גדלו ב-12.2 מ' ש. עפ"י הדוחות החברה נטלה הלוואה בנקאית בסך של 35 מ' ש לזמן ארוך תוך ניצול עלויות גיוס נמוכות של האשראי ע"מ להגביר את הגמישות המימונית של החברה. לכספים שגויסו אין יעוד ספציפי ובשלב זה הושקעו הכספים בניירות ערך סחירים (אג"ח). בעקבות הנ"ל "נחתכו" היחס השוטף והיחס המהיר מ-5.38 ו-3.24 בהתאמה ברבעון הקודם ל-2.92 ו-1.9 בהתאמה ברבעון הנוכחי.

סך המאזן של החברה גדל במהלך הרבעון השלישי של 2004 בכ-60.5 מ' ש לעומת הרבעון הקודם ושיעור ההון העצמי מהמאזן ירד מ-68.9% ברבעון הקודם ל-54.5% ברבעון הנוכחי.

מלאי החברה רשם ירידה מ-107 מ' שם ברבעון השלישי של 2003 לכ-86.8 מ' שם ברבעון הנוכחי כחלק מהמגמה של החברה להקטין את היקפי המלאים.

החברה נוהגת לחלק דיבדנד פעמיים בשנה, לפחות 50% מהרווח הניתן לחלוקה אשר נצבר במהלך מחצית השנה אליה מתייחסים הדוחות הכספיים. עבור המחצית הראשונה של 2004 הודיעה החברה על חלוקת דיבדנד של 10 מ' שם המהווים כ-56.3% מהרווח הנקי של המחצית הראשונה של 2004.

ברבעון השלישי 2004 רשמה החברה תזרים מזומנים שלילי בסך של כ-1.6 מ' שם, כאשר הסעיפים העיקרים שגרמו לכך היו הסעיפים המאזניים: גידול של 10.7 מ' שם במלאי וגידול של 17.5 מ' שם בלקוחות. מנגד עליה של 19 מ' שם בהתחייבות לספקים קיזזה את התזרים השלילי. ברבעון השני 2004 רשמה החברה תזרים מזומנים חיובי בסך 40 מ' שם אשר נבע בעק מירידה במלאי ומהרווח הנקי.

תחזיות

כפי שצינו בגוף העבודה להערכתנו מקורות הצמיחה של פוקס לשנים הבאות ינבעו מהיציאה לחו"ל. שיעור הצמיחה תלוי במספר החנויות אשר יפתחו וזהו גם אינדקטור למידת הצלחת החדירה של הרשת. עד כה נפתחו 16 חנויות פוקס בסינגפור ובאוסטרליה..

פוקס בדומה ליתר חברות האופנה מושפעת ברמה רבעונית מתזמון החגים ולכן יש להשוות גם את ביצועיה ברמה החצי שנתית. כמו כן כאשר משוים בין רבעון לרבעון שלפניו יש לשים לב האם התחלפו העונות כי מחירי הלבשת החורף גבוהים מהלבשת הקיץ. להערכתנו הכנסות החברה יסתכמו ברבעון הרביעי של 2004 בכ-115 מ' שם, צמיחה של כ-3.9% בהשוואה לרבעון המקביל שמקורה בעיקר באספקת חלק מההזמנה לחו"ל. בסיכום שנת 2004, ו-2005 יסתכמו ההכנסות בכ-433 ו-450 מ' שם בהתאמה.

שיעור הרווח הגולמי של הפעילות בישראל ברמה שנתית מוערך על ידינו בכ-50%, גבוה משיעור הרווח הגולמי ההסטורי אולם יש לזכור שהחברה מעבירה ברבעונים האחרונים חנויות מזכיינות להפעלה עצמית, מהלך אשר משפר את שיעור הרווח הגולמי ואמור לשפר גם את שיעור הרווח התפעולי לאחר קיזוז העליה בהוצאות התפעוליות. ככל שהיקף הפעילות בחו"ל במתכונת הנוכחית (זכיינות) יעלה כך ילחץ שיעור הרווח הגולמי מטה מאחר ומוצרי פוקס נמכרים לזכייין בשיעור רווח גולמי של 25% (cost+25%). להערכתנו יעמוד שיעור הרווח הגולמי ברבעון הרביעי של 2004, בשנת 2004 ובשנת 2005 על 51%, 49.2% ו-48.2%.

אנו צופים כי הרווח התפעולי יעמוד ברבעון הרביעי על כ-12.2% מהכנסות פוקס ובסיכום שנת 2004 ו-2005 יעמוד על 13% ו-12.8% מההכנסות בהתאמה. **באם תחליט החברה לחדור ב-2005 לשוקי חו"ל במתכונת של הפעלה עצמית אז בשלב הראשון (שלב החדירה) יקטן שיעור הרווח התפעולי.**

הרווח הנקי ברבעון הרביעי של 2004, בשנת 2004 ובשנת 2005 יסתכם להערכתנו בכ-8.6 מ' שם, 34.5 מ' שם ו-36 מ' שם בהתאמה והרווח למניה לתקופות המדוברות יסתכם ב-0.86 שם, 3.6 שם ו-3.58 שם בהתאמה.

טבלה 1: רווח והפסד רבעוני – 2004 (א' ₪)

2004-Q4E	2004-Q3	2004-Q2	2004-Q1	
115,000	105,250	104,814	108,314	מכירות
57,910	56,207	49,337	56,900	עלות המכירות
57,090	49,043	55,477	51,414	רווח גולמי
40,000	33,240	39,239	32,143	הוצאות מכירה
3,100	3,030	3,125	2,686	הנהלה וכלליות
43,100	36,270	42,364	34,829	מכירה הנהלה וכלליות
13,990	12,773	13,113	16,585	רווח תפעולי
700	430	634	813	הוצאות מימון
	18		-13	הכנסות/הוצאות אחרות
13,290	12,361	12,479	15,759	רווח לפני מס
35.0%	0	38.3%	36.1%	שעור מס
4,652	4,286	4,781	5,691	מיסים
8,639	8,075	7,698	10,068	רווח נקי
0.86	0.80	0.77	1.00	רווח למניה

מקור: נתוני החברה, מנורה גאון

טבלה 2: דוח רווח והפסד (א' ₪)

2006E	2005E	2004E	2003	2002	2001	2000	
471,000	450,000	433,378	424,539	357,398	285,749	155,880	מכירות
251,520	233,250	220,354	234,474	207,138	150,658	82,802	עלות המכירות
219,480	216,750	213,024	190,065	150,260	135,091	73,078	רווח גולמי
148,000	146,000	144,622	124,395	88,405	65,076	33,440	הוצאות מכירה
13,700	13,000	11,941	10,127	8,644	7,003	5,731	הנהלה וכלליות
161,700	159,000	156,563	134,522	97,049	72,079	39,171	מכירה הנהלה וכלליות
57,780	57,750	56,461	55,543	53,211	63,012	33,907	רווח תפעולי
2,300	3,200	2,577	2,910	5,156	127	933	הוצאות מימון
		5	86	-81	-55	35	הכנסות/הוצאות אחרות
55,480	54,550	53,889	52,719	47,974	62,830	33,009	רווח לפני מס
32.0%	34.0%	36.0%	34.1%	37.6%	36.3%	36.5%	שעור מס
17,754	18,547	19,410	17,952	18,025	22,796	12,039	מיסים
37,726	36,003	34,480	34,767	29,949	40,034	20,970	רווח נקי
3.77	3.60	3.43	3.46	3.23	5.43	2.86	רווח למניה

מקור: נתוני החברה, מנורה גאון



טבלה 3 – יחסים נבחרים

2006E	2005E	2004E	2003	2002	2001	2000	
4.7%	3.8%	6.0%	18.8%	25.1%	83.3%	-	צמיחת הכנסות
46.6%	48.2%	49.2%	44.8%	42.0%	47.3%	46.9%	מרווח גולמי
12.3%	12.8%	13.0%	13.1%	14.9%	22.1%	21.8%	מרווח תפעולי
32.0%	34.0%	36.0%	34.1%	37.6%	36.3%	36.5%	שיעור מס
3.77	3.60	3.43	3.46	3.23	5.43	2.86	רווח למניה
4.8%	4.8%	-0.7%	7.1%	-40.6%	89.9%	-	שיעור שינויי ברווח למניה
7.77	8.14	8.53	9.78	6.17	-	-	מכפיל רווח
1.42	1.54	1.69	2.18	1.35	-	-	שווי שוק להון עצמי
20.69	18.99	17.37	15.30	7.32	7.32	4.33	הון עצמי למניה

מקור – נתוני חברה, מנורה גאון

מנורה גאון בית השקעות רח' היצירה 29, ר"ג

טלפון: 03 - 6111555

פקס: 03 - 6125544

mgih@mgih.co.il

אתר החברה: http://www.mgih.co.il

מירון קצפ – מנהל המחלקה הכלכלית

טל' 03 - 6111597

miron@mgih.co.il

מיקו מור – אנליסט

טל' 03 - 6111598

mikomo@mgih.co.il

אגף השקעות ומסחר

talsp@mgih.co.il	טל' 03 – 6111529	מנהל השקעות	טל שפילמן
shiri@mgih.co.il	טל' 03 – 6111532	מנהלת השקעות	שירי הייבלום
amirsi@mgih.co.il	טל' 03 – 6111595	מנהל השקעות	עמיר שמחוני
oshertu@mgih.co.il	טל' 03 – 6111540	מנהל השקעות	אושר טובול
tzahile@mgih.co.il	טל' 03 – 6111528	רכז השקעות	צחי ליבוביץ
giltz@mgih.co.il	טל' 03 – 6111536	רכז השקעות	גיל צמח
yossie@mgih.co.il	טל' 03 – 6111531	רכז השקעות	יוסי אפרתי

מחלקת ברוקראג'

שאול זילברשטיין - מנהל מחלקת ברוקראג'

טל': 03 - 6111513

shaulzi@mgih.co.il

moshba@mgih.co.il טל' 03 – 6111596 משה בן אסאייג רכז השקעות

ניתוח חברה זה הוא למטרת אינפורמציה בלבד ובשום אופן לא ייחשב כהצעה לרכישה ו/או מכירה של ניירות הערך אליהם מתייחס הניתוח. הניתוח מסתמך על מידע גלוי ו/או על מידע ממקורות אשר לפי מיטב ידיעתנו הנם מהימנים. מידע זה לא אומת ממקורות אחרים. לחברת מנורה גאון בית השקעות בע"מ, מ. ג. ס. שוקים בינלאומיים בע"מ, לחברי הדירקטוריון ולחברות הקשורות עמן ולעובדיהן, יכולה הייתה להיות בעבר או בהווה החזקה בניירות הערך אליהם מתייחס הניתוח. כל דעה ו/או המלצה בניתוח זה משקפים את דעתנו לפי מיטב הבנתנו נכון ליום כתיבת הניתוח. מנורה גאון בית השקעות בע"מ ומ. ג. ס. שוקים בינלאומיים בע"מ, עובדיהן, חברי הדירקטוריון וחברות הקשורות עמן, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לתביעות שינבעו מניתוח זה.