



24 ספטמבר, 2003

**כימיקלים לישראל בע"מ**

עדכון הערכת שווי בהתבסס על הדוחות הכספיים לרבעון השני של שנת 2003

שנה	מכירות		רווח גולמי		רווח תפעולי		רווח נקי	
	מיל' דולר	%	מיל' דולר	%	מיל' דולר	%	מיל' דולר	%
2002 בפועל	1980.9	31.7	628.4	10.0	198.6	4.7	92.3	4.7
2003 תחזית	2183.6	32.3	706.1	10.3	225.1	5.4	118.3	5.4
2004 תחזית	2278.1	33.0	752.8	11.3	257.1	6.5	147.5	6.5

**קנה**  
מחיר יעד:  
7.0 ש"ח

**בעלי עניין**

שם	%
החברה לישראל	52.7
P.C.S	9.0
פועלים קופות גמל	4.3
לאומי קופות גמל	4.0
ציבור ואחרים	39.0

**נתוני שוק (23.9.2003)**

שווי שוק (מיליוני דולר)	1573
הון עצמי (מיליוני דולר)	914
מכפיל הון	1.72
שער מניה נוכחי (בש"ח)	5.83
שער נמוך (12 חודשים בש"ח)	4.40
שער גבוה (12 חודשים בש"ח)	6.09
מכפיל רווח (4 רבעונים)	15.5

**נקודות עיקריות:**

- חברת כי"ל הציגה דוחות טובים לרבעון השני. הכנסות החברה עלו ב- 7.3% והסתמכו ב- 562 מיליון דולר. הרווח הנקי של החברה צמח ב- 20.8% והסתכם ב- 34.2 מיליון דולר.
- מגזר הדשנים של החברה המשיך להיות הקטר אשר סוחב את החברה בתקופה של ההאטה כלכלית. מגזר הדשנים תרם ברבעון כ- 77% מסך הרווח התפעולי של החברה.
- הקיץ הלוהט אשר פקד את אירופה, אשר פגע ביבולים חקלאיים, עשוי להעיב על תוצאות מגזר הדשנים במחצית השנייה של השנה. אולם, הפגיעה ביבולים החקלאיים, אשר לא פסחה גם על צפון אמריקה, הביאה לעליית מחירי הגרעינים ולירידת יחס המלאי לשימושים של התירס והחיטה לרמות שפל, מה שתומך בתחזית לגידולים בשטחי הזריעה ב- 2004 ומכאן לגידול בביקוש לדשנים.
- במהלך הרבעון חתמה החברה על חוזה לאספקת אשלג לסין בסדר גודל של 1.6 מיליון טון על פני 3 שנים. חוזה זה יספק חלק מהביקוש לעליית כושר הייצור של מפעל האשלג בסדום.
- צפי לעלייה בביקוש ובמחירי הדשנים בצירוף העלייה הצפויה בכושר הייצור של מפעל האשלג בסדום, מספקים בסיס להערכה לפיה פעילות הדשנים תמשיך להציג שיפור בתוצאות גם ב- 2004.
- תחזית לתחילת התאוששות כלכלית עולמית ב- 2004 נותנת בסיס לאופטימיות גם לגבי יתר המגזרים. עם זאת, מטעמי זהירות, אנו העדפנו להניח בשלב זה שיפור קל בלבד בתוצאות של מגזרים אלה.
- אנו מותירים את המלצתנו על מניית כי"ל על 'קנה' עם מחיר יעד של 7.0 ש"ח, המבטא מכפיל רווח נקי של 13 על הרווח הנקי המהווה החזוי לחברה ב- 2004.

## תיאור החברה

כי"ל היא חברה רב לאומית הפועלת באמצעות חברות בנות בעיקר בתחומי דשנים וכימיקלים מסוגים שונים. פעילותה בישראל מתבססת בעיקר על ניצול אוצרות הטבע בים המלח – אשלג, ברום, מלח ומגנזיום, ובנגב – פוספטים ואבן גיר. חברות כי"ל עוסקות בהפקת אוצרות טבע אלה על סמך זיכיונות ממדינת ישראל, בשיווקם ברחבי העולם, וכן בפיתוח, ייצור ושיווק של מוצרי המשך המבוססים על חומרי גלם אלו. ישראל היא מרכז פעילותה של כי"ל, כ- 60% מהפעילות היצרנית מבוצעת בה, בעוד שמעל 90% מהתוצרת נמכרת בחו"ל.

## ניתוח תוצאות עסקיות

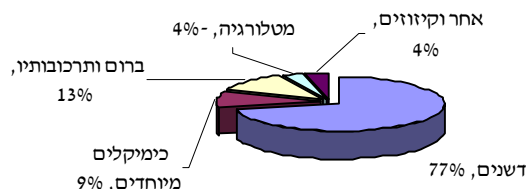
### נתוני רוו"ה עיקריים במיליוני דולר

Q202		Q203		
%	מיל' \$	%	מיל' \$	
100.0%	523.7	100.0%	561.8	מכירות
65.3%	342.2	64.3%	361.0	עלות המכירות
34.7%	181.5	35.7%	200.8	רווח גולמי
1.6%	8.1	1.4%	8.0	הוצאות מו"פ
15.9%	83.3	16.9%	95.2	הוצאות מכירה ושיווק
4.1%	21.6	4.3%	24.0	הוצאות הנהלה וכלליות
13.1%	68.4	13.1%	73.7	רווח תפעולי
3.1%	16.3	2.2%	12.6	הוצאות מימון
1.5%	7.9	0.6%	3.6	הוצאות אחרות
8.4%	44.2	10.2%	57.5	רווח לפני מיסים על ההכנסה
3.0%	16.0	4.0%	22.7	מיסים על ההכנסה
0.0%	-0.1	0.0%	-0.3	חלק ברווחי (הפסדי) חברות כלולות - נטו
0.0%	0.2	-0.1%	-0.3	חלק המיעוט בהפסדי (רווחי) חברות מאוחדות
5.4%	28.3	6.1%	34.2	רווח נקי

- הכנסות** חברת כי"ל ברבעון השני הסתכמו ב- 561.8 מיליון דולר, עלייה של 7.3% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. את העלייה בהכנסות תרם בעיקר מגזר הדשנים של החברה אשר נהנה מאיחוד המכירות של קליבלנד פוטאש על פני רבעון שלם לעומת חודשיים בלבד ברבעון המקביל, מהתחזקות האירו ומעליית מחירי הדשנים. גידול זה קוּוַז על ידי פעילויות המגזרים האחרים, אשר המשיכו להפגין חולשה על רקע ההאטה הכלכלית, עליה חפתה התחזקות האירו.
- הרווח הגולמי** של הקבוצה הסתכם ברבעון השני בסך של 200.8 מיליון דולר, המהווים שיעור רווח גולמי של 35.7%, עלייה של 10.6% לעומת רווח גולמי בסך של 181.5 מיליון דולר ושיעור רווח גולמי של 34.7% ברבעון המקביל. העלייה ברווח הגולמי נובעת מהגידול במכירות ותהליכי התייעלות בייצור, אשר קוּוַז על ידי עליית מחירי האנרגיה והגופרית ותיסוף הש"ח מול הדולר, אשר הביא להתייקרות עלויות הייצור השקליות של החברה במונחים דולריים.
- הרווח התפעולי** של הקבוצה ברבעון השני גדל בשיעור של 7.7% לסך של 73.7 מיליון דולר הודות לגידול במכירות ותהליכי התייעלות. עם זאת, ראוי לשים לב כי שיעור הרווח התפעולי של החברה נותר ברבעון ברמה של 13.1%. כך, למרות השיפור בשיעורי הרווח הגולמי, לא חל כל שיפור בשיעור הרווח התפעולי, כתוצאה מעליית שיעור ההוצאות התפעוליות מהמחזור ל- 22.6% לעומת 21.6% ברבעון המקביל. עלייה זו נובעת בעיקר מהתייקרות עלויות ההובלה הימית ותיסוף הש"ח מול הדולר אשר הביא להתייקרות ההוצאות התפעוליות השקליות של החברה במונחים דולריים. כאמור, כל תיסוף של 1% בשער השקל מול הדולר גורע מהרווח התפעולי של החברה סך של כ- 3.0 מיליון דולר במונחים שנתיים.

- מבט על חלוקת הרווחיות התפעולית של החברה על פי מגזרי פעילות ממחיש את התלות של החברה בתוצאות מגזר הדשנים אשר תרם ברבעון השני כ- 77% מסך הרווח התפעולי של החברה.

#### התפלגות רווח תפעולי על פי מגזרי פעילות



- **הוצאות המימון** של החברה ירדו ברבעון השני ב- 22.5% והסתכמו בסך של 12.6 מיליון דולר, לעומת סך של 16.3 מיליון דולר ברבעון המקביל. ירידה זו בהוצאות המימון של החברה היא תוצאה של ירידה בשיעור של 1.4% בריבית הדולרית המשוקללת אותה משלמת החברה על הלוואותיה ושל ירידת יתרת ההתחייבויות הממוצעת של החברה.
- הגידול ברווח התפעולי וירידת הוצאות המימון של החברה אפשרו לכי"ל להציג ברבעון גידול של 20.8% בשורת הרווח הנקי של החברה, אשר הסתכם ב- 34.2 מיליון דולר.

#### מגזר הדשנים

הכנסות החברה ממגזר הדשנים הסתכמו ברבעון השני בסך של 297.4 מיליון דולר, גידול של 13.7% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. גידול זה נובע מעלייה כמותית במכירות האשלג על רקע איחודה של קליבלנד פוטאש על פני רבעון שלם לעומת שני חודשים בלבד ברבעון המקביל, גידול כמותי בייצור, עליית מחירי הדשנים והתחזקות האירו. גידול זה קוּוַז חלקית על ידי ירידה מכוונת במכירת סלעי פוספט וחומצה ירוקה, אשר בעקבות האסטרטגיה של כי"ל לפנות אל מוצרים בעלי ערך מוסף גבוה יותר, היא משתמשת בהם כעת יותר לצרכים פנימיים בחברה.

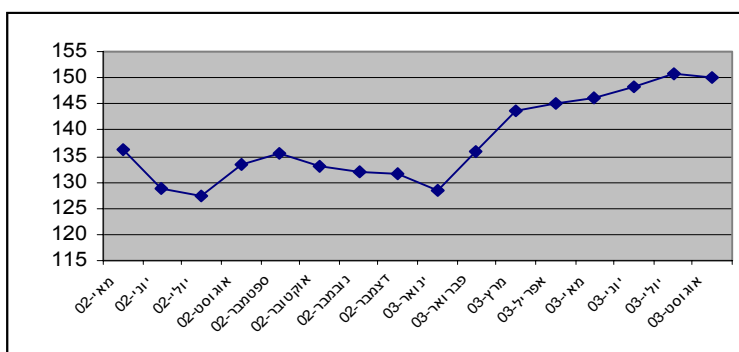
הרווח התפעולי של המגזר צמח ברבעון בשיעור של 29.3% והסתכם בסך של 56.9 מיליון דולר. כך, למרות התייקרות עלויות ההובלה הימית והאנרגיה, עליית מחירי הגופרית ותיסוף שער השקל מול הדולר הצליחה החברה לשפר את הרווח התפעולי שלה הודות לגידול במכירות ופעולות התייעלות שונות אשר בוצעו, בעיקר בכי"ל דשנים אירופה.

**הערכה לעתיד** - מגזר הדשנים של החברה הנו רגיש ביותר למצב החקלאות העולמית. הקיץ הלוהט אשר פקד את אירופה, אשר פגע ביבולים חקלאים, עשוי להעיב על תוצאות המגזר במחצית השנייה של השנה. עם זאת, בטווח הארוך יותר, להשפעת הקיץ הקשה, אשר לא פסח גם על צפון אמריקה, צפויה להיות דווקא השפעה חיובית על החברה.

הפגיעה בתבואות הגרעיניים באירופה ובצפון אמריקה, אשר גם כך נמצאות היום ברמות שפל ביחס לשימושים, גררה עלייה מחודשת במחירי החיטה והתירס, שני הגרעיניים אשר מצריכים את רמת הדישון הגבוהה ביותר. עליית מחירים זו, בצוותא עם רמות המלאי הנמוכות של תבואות הגרעיניים, מחזקות את ההערכות לגידול בשטחי הזריעה ומכאן לעלייה עתידית בביקושים לדשנים תוך שמירה על רמת מחירים גבוהה. במקביל, אף צפויה עלייה של כ- 4% במחירי החומצה הירוקה, בעקבות עלייה בשיעור זהה, עליה סוכם לאחרונה בין

ממשלת הודו לספקיה, במחיר חוזי האספקה של חומצה ירוקה לשנה הקרובה, המהווים סמן למחירי החומצה הירוקה בכל התחום.

**גרף: השינוי במחירי דשן ה-TSP**



מקור: הבנק העולמי

מבחינת העלויות התמונה אף היא השתפרה במקצת. בשבועות האחרונים ניתן לראות ירידה במחירי האנרגיה והגופרית והתחזקות של הדולר מול השקל. אולם, חשוב לשים לב כי למרות ירידת המחירים, רמת המחירים הנוכחית של עלויות רבות, הנה גבוהה עדיין במידה ניכרת מהתקופה המקבילה אשתקד. לאור זאת, ומאחר שהמחירים הגבוהים הקודמים עדיין מתגלגלים במלאי, אנו מעריכים כי ירידת המחירים השונים אינה צפויה לבוא לידי ביטוי באופן מיידי בתוצאות של החברה, וכי השיפור יורגש בעיקר החל מ-2004. כמו כן, יש לציין כי אפשרות הפגיעה בחברה בעקבות ההעלאה המתוכננת, במסגרת הצעת תקציב המדינה, של שיעור התמלוגים אותו תשלם החברה לממשלה בגין זכויות הכרייה שלה הנה מצומצמת שכן פגיעה זו צפויה להצטמצם לתחום הפוספטים בלבד, אשר התמלוגים בגינו לממשלה עמדו בשנת 2002 על כ-284 אלף דולר בלבד.

מעבר לשינויים הצפויים בסביבה החיצונית של כ"ל, תרומה משמעותית נוספת לתוצאות מגזר הדשנים צפויה לבוא ב-2004, מועד אשר עד אליו הרצת שלב 10 של המפעל בסדום אמורה להסתיים ולהגדיל את כושר ייצור האשלג של כ"ל, התחום אשר תורם את עיקר הרווחיות של החברה, בכ-400 אלף טון אשלג לשנה. הודעתה של החברה על חתימת חוזה לאספקת אשלג בהיקף של כ-1.6 מיליון טון על פני 3 שנים לחברת Sinochem הסינית, אשר בעקבותיה צפוי לגדול יצוא האשלג של כ"ל לסין ב-33% או 130 אלף טון לשנה, צפויה לספק חלק מהביקוש לכושר הייצור הנוסף של החברה.

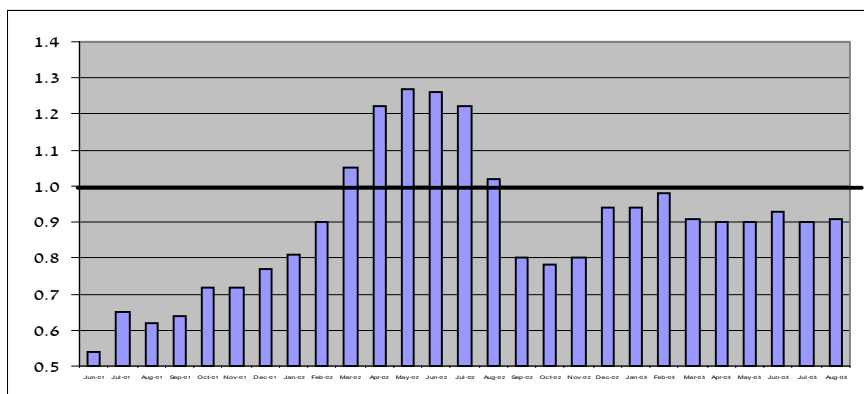
### **מגזר המוצרים התעשייתיים**

מכירות מגזר המוצרים התעשייתיים הסתכמו ברבעון השני ב-138.7 מיליון דולר, ירידה של 5.5% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. הירידה במכירות נובעת בעיקר מירידה כמותית במכירות מעכבי הבעירה על רקע המשך החולשה בביקושים בתחום, וירידה חדה בביוצידים לטיפול במים, על רקע מזג האוויר החורפי אשר פקד את ארה"ב ברבעון השני, אשר קוזזו חלקית על ידי עליית מכירות תמיסות הברום לתעשיית הנפט, בעקבות העלייה במספר הקידוחים החדשים.

מבחינת הרווחיות הנתונים היו טובים אף פחות כאשר הרווח התפעולי של המגזר ברבעון השני ירד ב-42% והסתכם ב-7.0 מיליון דולר עם שיעור רווח תפעולי של 5.1% לעומת רווח תפעולי של 12.0 מיליון דולר ושיעור של 8.2% ברבעון המקביל. ירידה זו נובעת מתיסוף השקל, עליית מחירי האנרגיה, התייקרות חומרי גלם, ירידת מחירים בחלק מהמוצרים וירידה כמותית במכירות.

**הערכה לעתיד** – למרות סימנים להתאוששות תעשיית השבבים, עליהם דווחו חברות כמו אינטל, טקסס אינסטרומנטס, נשיונל סמיקונדקטור ופיליפס, מדד ה- Book to Bill (המהווה אינדיקציה לתעשייה האלקטרונית ומכאן למעכבי בעירה) של חודש אוגוסט הפגיע לרעה כשהוא עמד על 0.91. לפיכך, כל עוד סימני ההתאוששות לא יתורגמו לגידול בביקושים בפועל אנו מעדיפים לאמץ עמדה זהירה ולהניח כי שנת 2004 עבור מעכבי הבעירה תהיה אמנם טובה יותר, אולם עדיין לא תצביע על שינוי כיוון מהותי.

**גרף: מדד ה- Book to Bill**



מקור: Semiconductor Equipment and Materials International

ביתר הפעילויות במגזר אנו לא צופים בשלב זה גידול מהותי ב-2004, למעט בתחום מוצרי הברום התעשייתיים, אשר צפוי ליהנות הן מגידול במכירות של תמיסות צלולות מבוססות ברום, בעקבות ההתאוששות המשמעותית אשר נרשמה במספר קידוחי הנפט והגז בצפון אמריקה (כאמור, תמיסות הברום הצלולות באות בסוף תהליך הקידוח), והן מגידול במכירות בתחום הברום ותרכובותיו על רקע העסקה עליה דווחה לאחרונה החברה, להספקת ברום ותרכובות ברום לחברת Great Lakes Chemicals.

יש לציין, כי מעבר לתרומה הצפויה של עסקה זו להכנסות המגזר, העסקה עם Great Lakes צפויה במקביל לשפר את שיעורי הרווחיות של מגזר הברום דרך הגדלת כושר הייצור והקטנת הלחץ לירידת מחירי הברום האלמנטרי, ממנו סבל המגזר בעקבות החרפת התחרות בתחום על רקע התחלת הפעילות של המיזם המשותף בין חברת אלבמרל לחברת האשלג הירדנית (APC) בים המלח.

**מגזר מוצרי התכלית**

מכירות מגזר הכימיקלים המיוחדים צמחו ברבעון השני בשיעור של 13.3% והסתכמו בסך של 138.7 מיליון דולר הודות לגידול בהכנסות של חלק מהיחידות ובעיקר הודות להתחזקות האירו. מבחינת רווחיות ניתן לראות ירידה חדה של 27% ברווח התפעולי של המגזר, הנובעת מעליית מחירי האנרגיה וחלק מחומרי הגלם ובעיקר מתהליכי הרצת מתקני ייצור החומצה הלבנה אשר הוסבו לתהליך ניקוי חדש ויעיל יותר המתבסס על ניקוי חומצה ירוקה.

**הערכה לעתיד** – מגזר מוצרי התכלית הנו רגיש ביותר למצב הכלכלי בעולם. בשלב זה ניתן לראות סימנים ראשוניים של התאוששות בכלכלה העולמית אולם קצב ההתאוששות עדיין לא ברור. לפיכך, כל עוד הכלכלה העולמית לא תחזור לפסי צמיחה מהירים אנו לא צופים בטווח הקצר גידול משמעותי במכירות המגזר, למעט במכירות החומצה הלבנה, בה צפוי גידול הדרגתי בכושר הייצור מ-120 ל-180 אלף טון.

### מגזר המטלורגיה

הכנסות החברה במגזר המטלורגיה ברבעון השני הסתכמו ב- 19.8 מיליון דולר, ירידה של 2.5% לעומת הרבעון המקביל. ירידה זו נובעת בעיקר מקיטון כמותי על רקע מדיניות מכוונת של אופטימיזציה בייצור ובמכירות, אשר קוזה חלקית בלבד על ידי עליית מחירי המכירה של החברה הודות להתחזקות האירו ושינוי תמהיל המכירות. עם זאת, למרות התייקרות מחירי האנרגיה ותיסוף השקל מול הדולר, קטן ההפסד התפעולי של החברה ברבעון ב- 0.6 מיליון דולר, הודות לתהליכי התייעלות בייצור אותם יזמה החברה.

**הערכה לעתיד** – כל עוד לא יחול שינוי לטובה במצב הכלכלי בעולם ככלל ובתעשיות האלומיניום והרכב בפרט, לא ניתן לצפות בטווח הקצר לשינוי כיוון חיובי מהותי במגזר המטלורגיה. עם זאת, שינויים מבניים בענף מספקים בסיס לאופטימיות בטווח הארוך יותר. כך, בעקבות הפסקת הייצור על ידי חברת Noranda, נותרו בתחום שלושה שחקנים גדולים בלבד. כמו כן, עלייה בעלויות הייצור אצל הסינים, אשר באו לידי ביטוי הן בהתייקרות החשמל ממקורות הידרו-אלקטריים והפחם והן בהתייקרות חומרי גלם, אילצה את היצרנים הסינים להעלות מחירים לראשונה מזה שנים ופגעה באמינות האספקה שלהם, מה שעשוי לשכנע צרכני מגנזיום לחפש מקורות אספקה נוספים.

### תחזית והערכת שווי

#### תחזית רווח נקי במיליוני דולר

	2004E	2003E	2002E	2001A	2000A			
%		%	%	%	%			
<b>100.0%</b>	<b>2,278.1</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,980.9</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,858.8</b>	<b>100.0%</b>	<b>2,008.6</b>	<b>מכירות</b>
67.0%	1,525.2	67.7%	1,477.5	68.3%	1,352.5	68.4%	1,329.1	עלות המכירות
<b>33.0%</b>	<b>752.8</b>	<b>32.3%</b>	<b>706.1</b>	<b>31.7%</b>	<b>628.4</b>	<b>31.6%</b>	<b>587.1</b>	<b>רווח גולמי</b>
1.4%	33.0	1.4%	31.2	1.4%	28.5	1.7%	32.5	מו"פ
16.1%	366.8	16.4%	357.8	16.0%	317.8	16.7%	309.6	הוצאות מכירה
4.2%	96.0	4.2%	92.1	4.2%	83.5	4.6%	84.7	הוצאות הנהלה וכלליות
<b>11.3%</b>	<b>257.1</b>	<b>10.3%</b>	<b>225.1</b>	<b>10.0%</b>	<b>198.6</b>	<b>8.6%</b>	<b>160.4</b>	<b>רווח תפעולי</b>
1.7%	38.0	1.6%	34.1	2.5%	48.7	4.2%	78.5	הוצאות מימון
0.0%	0.0	0.7%	15.6	0.9%	18.6	11.8%	220.1	הכנסות אחרות
9.6%	219.1	8.0%	175.5	6.6%	131.3	-7.4%	(138.2)	רווח לפני מס
3.2%	72.3	2.7%	58.4	2.1%	41.7	(1.8%)	(33.0)	מס הכנסה
(0.0%)	(0.8)	(0.0%)	(0.8)	(0.0%)	(0.2)	0.0%	(0.4)	חלק ברווחי חברות כלולות
0.1%	1.6	0.1%	2.0	0.1%	2.8	3.4%	63.2	זכויות המיעוט
<b>6.5%</b>	<b>147.5</b>	<b>5.4%</b>	<b>118.3</b>	<b>4.7%</b>	<b>92.3</b>	<b>(2.3%)</b>	<b>(42.4)</b>	<b>רווח נקי</b>
	\$0.123		\$0.098		\$0.077		-\$0.035	רווח למנייה
	\$0.123		\$0.098		\$0.077		\$0.059	רווח למנייה מתוקן

### **נכסים עודפים**

לשווי הכלכלי המוערך של הקבוצה הוספנו סך של 70 מיליון דולר בגין השקעתה של כי"ל בחברת SQM. סך זה חושב על פי שווי השוק הנוכחי של ההשקעה בנטרול מס. אנו בחרנו לקחת בחשבון את שווי השקעתה של כי"ל בחברת SQM, מאחר שלא כללנו בתחזית הרווח המייצגת את זרם הדיווידנדים מהם נהנית החברה מהשקעתה בחברה זו. זרם זה נכלל בדוחות הכספיים של כי"ל בסעיף הכנסות אחרות, סעיף אשר העדפנו להתעלם ממנו בתחזית הרווח המייצגת מאחר שהוא מורכב ברובו מסעיפים חד פעמיים.

## סיכום

התוצאות החזויות של כ"ל לשנת 2003 אינן מבטאות עדיין את השיפורים הצפויים בסביבה הכלכלית של כ"ל. אדרבא, במחצית השנייה של השנה, תוצאות החברה אף עשויות להיפגע מהקיץ הלוהט אשר פקד את אירופה, אשר פגע ביבולים חקלאיים.

לפיכך, אנו מעריכים כי שנת 2004, בה החברה צפויה להציג שיפור משמעותי בתוצאות שלה, הנה מייצגת יותר את התוצאות של החברה. להערכתנו, בשנה זו החברה צפויה להנות ממספר גורמים:

1. גידול בפעילות מגזר הדשנים על רקע עליית כושר הייצור בסדום והצפי לעלייה בביקוש לדשנים.
2. תחזיות לתחילת התאוששות כלכלית עולמית אשר צפויה להביא לשיפור בתוצאות יתר המגזרים (עם כי, מטעמי זהירות, הנחנו בשלב זה שיפור קל בלבד).
3. תחילת מגמת ירידה בחלק מהעלויות של כ"ל.
4. המשך יישום תהליכי ההתייעלות של החברה.

יישום מכפיל רווח נקי של 13 על הרווח הנקי המהוון החזוי לשנת 2004 בצירוף שווי השקעתה בחברת SQM, מבטא שווי כלכלי של 1.90 מיליארד דולר ומחיר יעד של 7.0 ש"ח למניית כ"ל. מחיר זה הנו גבוה ב- 21% ממחיר המנייה הנוכחי בבורסה. בהתאם, אנו מותירים את המלצתנו למניית על כ"ל על 'קנה'.

**אנליסט : שי בן-עמר, טל': 03-5672314**

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 ממקורות אשר לפי מטיב 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. כמו כן חלק מבעלי השליטה בבנק, שולטים במישרין או בעקיפין בחברה. כל דעה או המלצה בניתוח זה משקפים את דעתנו לפי מטיב הבנתנו נכון ליום כתיבת הניתוח. בנק המזרחי, עובדיו, חברי הדירקטוריון וחברות קשורות עמו או עבדיהן לא יהיו אחראיים בכל צורה שהיא לתביעות משפטיות שינבעו מניתוח זה.