

2 ביוני 2009
אנליסטית בכירה
לאה ברמן

קרבן א.וי. – מנועי הצמיחה על בלימה – בהמתנה להתאוששות בשווקי היעד

פירוט התרומה לרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות, לפי מגזרי פעילות: (מ' יורו)

מ' אירו	Q1/08	Q2/08	Q3/08	Q4/08	Q1/09	2008
נדל"ן	10	9	12	58	(2)	89
שירותים פיננסיים- בנקאות ואשראי	(2)	3	4	(59)	(14)	(54)
שירותים פיננסיים עסקי ביטוח ופנסיה	(4)	(2)	(10)	24	(3)	8
תשתיות – פעילות הפרוייקטים	-	-	(3)	(2)	1	(5)
תשתיות – השקעה בנכסים	(1)	(2)	(3)	(10)	1	(16)
מכירת רכב, לייסינג תפעולי והשכרת רכב	1	2	2	1	2	6
תקשורת וטכנולוגיה	(1)	-	(2)	-	-	(3)
אחרים	9	(7)	5	17	(3)	24
רווח נקי מיוחס לבעלי מניות החברה	13	3	7	29	(18)	52

סיכום ומסקנות

נכון להיום, החלק הארי של ההכנסות של קבוצת קרבן ורווחיותה, נובעות מפעילותה של GTC פולין. צמיחת הפעילות בתחום הפיננסי והתשתיות, שצברה תאוצה טרום המשבר הפיננסי העולמי, נבלמה כמעט לחלוטין (במיוחד במגזר הפיננסי במזרח אירופה) לאור המשבר העמוק והעדר מקורות מימון להמשך צמיחת הפעילות. אנו המשכנו להמליץ על "קנייה" למניית קרבן א.וי. בהתבסס על השווי הכלכלי של פעילות חברת GTC פולין, פוטנציאל הצמיחה ב-GTC סין והפעילות היותר דפנסטיבית בישראל, בעיקר בתחומי הרכב והנדל"ן. (במודל אנו תמחרנו את ההפסדים והמחיקות הצפויות בתחום הפיננסי במזרח אירופה). אנו סבורים כי לקרבן א.וי יש את הידע, היכולות, הניסיון והגישה למקורות מימון, אשר יאפשרו לה לתדלק מחדש את מנועי הצמיחה – תחום הפיננסי והתשתיות – יחד עם המשך הפעילות בתחום הנדל"ן, כאשר המשבר הפיננסי העולמי יבוא לידי סיום. עד אז, אנו ערים למאמצי ההנהלה של קרבן א.וי, לתמחר את הסיכונים הקיימים ולבצע מהלכים משמעותיים להקטנת החשיפות בתחום הפיננסיים במזרח אירופה ובמיוחד ברוסיה ובאוקראינה, מהלכים אותם החברה מיישמת ברבעונים האחרונים.

לאור האמור לעיל, אנו מותירים את המלצת ה"קנייה" למניית קרבן א.וי, במחיר יעד של 27 ש"ח למניה (ללא שינוי לעומת העדכון הקודם). מאז ההמלצה הקודמת ב- 31 למרץ 2009 ועד היום, עלתה מניית החברה ממחיר מניה של כ- 11 ש"ח למחיר מניה של 15 ש"ח כיום, דהיינו תשואה עודפת של 15.4% מעל תשואת מדד ת"א 100. החברה עדיין נסחרת בדיסקאונט משמעותי ביחס לשווי הכלכלי שהוערך על ידינו.

מגזר הנדל"ן

פריצת המשבר הפיננסי העולמי, שבא לידי ביטוי בעוצמה חזקה בשווקי הנדל"ן במזרח אירופה, לא פסח גם על חברת GTC פולין. עיקר ההשפעה באה לידי ביטוי בדחיית הקמת פרוייקטים חדשים בתחום הנדל"ן למגורים והנדל"ן המניב וכן התארכות משך זמן מכירת דירות למגורים תוך פגיעה ברווחיות הצפויה מפרוייקטים בביצוע. אולם, יחסית לחברות וגופים אחרים הפועלים במזרח אירופה, תודות למעמדה המוביל של GTC פולין בשווקי מזרח אירופה, הניהול הקפדני והניסיון רב השנים בתחום זה, מתמודדת GTC פולין באופן מוצלח עם המשבר. את אופן ההתמודדות עם המשבר, אנו רואים בדו"חות הכספיים של GTC פולין שפורסמו מאז פרוץ המשבר. להערכתנו, יחסית למצב השוק ובעיקר מחנק האשראי וירידה חדה בביקושים ובמחירי הנכסים והקרקעות, הפגיעה בפעילות הקיימת ובשווי נכסיה של GTC הנה נמוכה יחסית, כאשר סך המחיקות שהחברה ביצעה לירידת שווי הוגן של נכסים הנו שולי ביחס לסך שווי הנכסים במאזן החברה. (כ- 4% במצטבר בלבד). מנגד החברה הצליחה לשמור על הכנסות יציבות מנכסים מניבים קיימים ואף המשיכה להציג רווחים משמעותיים משערוך לשווי הוגן של נכסים שבנייתם הסתיימה ופרוייקטים בהקמה שנמצאים לקראת סיום.

ראה פסקת גילוי נאות בעמוד 6

קרבן א.וי.
המלצה
"קניה"

מחיר יעד חדש
(ללא שינוי)

27.0 ש"ח

מחיר נוכחי (ש"ח)
15

שווי שוק (מ ש"ח)
1,629

גבוה/נמוך
90 יום (ש"ח)

17-7.8

מחזור יומי ממוצע
(אלפי ש"ח)
8,700

הון עצמי (מ ש"ח)
2,070

כמות "צפה"
(מ מניות)
68.8

מס מניות בסיסי (מ)
111.065

גורמי סיכון:

עלייה בשיעורי היוון
ירידה בשכ"ד
ירידה בתפוסה
משבר אשראי
עלייה בחומ"ס
ירידה בשווי נכסים
מגבלת מקורות

פועלים סהר
מחלקת המחקר
מגדל ליונסטין
דרך מנחם בגין 23
תל-אביב 66184
טל: 7104500-03
פקס: 7104505-03

להלן סיכום נתונים עיקריים של חברת GTC פולין (מ' יורו):

ריכוז נתונים פיננסיים עיקריים (מ' יורו)

Q1/08	Q2 /08	Q3 /08	Q4 /08	Q1/09	2008	הכנסות ורווחיות מ' יורו
16.0	19.2	35.8	43.5	45.2	114.5	הכנסות מפעילות
11.6	13.1	17.4	20.6	21.3	62.7	רווח גולמי
72.5%	68%	49%	47.4%	47.2%	55%	שיעור רווח גולמי
1.4	2.7	17.7	20.7	23.7	42.5	הכנסות ממגזר בנייה למגורים
0.9%	14%	49%	47.6%	52.4%	37%	שיעור מגזר מסך הכנסות כולל
0.55	0.48	4.2	3.9	4.85	9.2	רווח גולמי של המגזר
40%	18%	24%	18.8%	20.5%	22%	שיעור רווח גולמי של המגזר
0.5%	0.4%	24%	19%	22.8%	14.7%	תרומה של המגזר לרווח גולמי כולל
14.6	16.5	18.1	22.9	21.5	72.1	הכנסות מגזר נדל"ן מניב
91%	86%	50.5%	53%	47.6%	63%	שיעור מגזר מסך הכנסות כולל
11.1	12.6	13.2	16.6	16.5	53.5	רווח גולמי של המגזר-
76%	76%	73%	72.5%	76.7%	74.2%	שיעור רווח גולמי של המגזר
95%	96%	76%	80.6%	77.5%	85.3%	תרומה של המגזר לרווח גולמי כולל
52.6	21.3	71.3	90.4	24.1	235.6	הכנסות משערוך נכסים
68.6	40.5	107	134	69.3	350.1	סה"כ הכנסות כולל שערוכים
7.4	7.3	10.4	15.1	15.0	40.2	סה"כ רווח תפעולי ללא שערוכים
46.2%	38%	29%	35%	33.2%	35.1%	שיעור רווח תפעולי ללא שערוכים
-12.7	13.0	-9.5	-5.7	-11.7	-14.9	הוצאות מימון נטו כולל הפרשי שער
46.9	48.4	71.8	100.8	21.5	267.9	רווח לפני מסים על ההכנסה
34.8	42.8	55.5	32.1	4.4	165.2	רווח נקי

31.12.2007	31.12.2008	31.3.2009	איתנות פיננסית ונזילות מ' יורו
1,861	2,558	2,599	סה"כ מאזן
959	1,099	1,109	הון עצמי לא כולל זכויות מיעוט
51.5%	43%	43%	שיעור הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן
695.8	1,089	991.3	חוב פיננסי
37.4%	42.5%	38.1%	חוב פיננסי למאזן
(25.6)	(120)	(0.9)	תזרים מפעילות שוטפת
192	417	71.1	תזרים מפעילות השקעה
277	402.7	5.6	תזרים מפעילות מימון

מגזר השירותים הפיננסיים- בנקאות ואשראי קמעונאי

כזכור, (ראה טבלה לעיל), ברבעון הרביעי של שנת 2008, תרם מגזר זה הפסד בסך של כ- 59 מ' יורו, בעיקר עקב גידול בהפרשה לחובות מסופקים בבנקים ברוסיה ואוקראינה. בנוסף ביצעה החברה הפחתת מוניטין משמעותית בעקבות הערכת שווי כלכלית מעודכנת שבוצעה למגזר בסוף 2008. סך ההכנסות התפעוליות נטו של TBIF בשנת 2008, הסתכמו לכ- 142 מ' יורו לעומת כ- 90 מ' יורו ב- 2007. תיק ההלוואות המאוחד הכולל של TBIF ל- 31/12/2008, עמד על כ- 945 מ' יורו, לעומת כ- 743 מ' יורו בסוף 2007.

ברבעון הראשון של 2009, המשיכה הפעילות לתרום תרומה שלילית לרווחיות של קרדן אן.וי. חלקה של קרדן אן.וי בתוצאות הפעילות השוטפת של TBIF בתקופת הדו"ח, הסתכם להפסד בסך של כ- 12 מ' יורו. עיקר ההפסד ברבעון הראשון (בהמשך לרבעון הרביעי של 2008), נבע מגידול בהפרשה לחובות מסופקים בבנקים ברוסיה ובאוקראינה בעקבות המשבר הפיננסי העמוק במדינות אלו. סך ההכנסות התפעוליות של TBIF ברבעון הראשון הסתכמו לכ- 42 מ' יורו כאשר תיק ההלוואות המאוחד הכולל של TBIF ל- 31/3/2009, עומד על כ- 875 מ' יורו. פיקדונות הלקוחות בפעילות הבנקאית לסוף הרבעון הראשון, הסתכמו לסך של כ- 565 מ' יורו. סך הנכסים במאזן המאוחד של TBIF נכון ל- 31/3/2009, הסתכם לסך של כ- 1.29 מיליארד יורו. ברבעון הראשון של 2009, הבנק באוקראינה קיבל תמיכה מהבנק המרכזי בסך של 100 מ' יורו כאשר הבנק ברוסיה קיבל תמיכה בסך של כ- 60 מ' יורו.

אנו מעריכים כי עוד ארוכה הדרך להתאוששות במגזר זה כאשר המטרה של קרדן אן.וי כיום הנה מזעור הסיכונים בפעילות בתחום זה, בעיקר באוקראינה ורוסיה, כאשר ממונע צמיחה עיקרי של הקבוצה טרום המשבר, הפך תחום זה לתחום פעילות בעל סיכון גבוה, שהמטרה הנה הקטנת החשיפה ככל האפשר עד להתייצבות השווקים הפיננסיים. אנו מעריכים ומקווים כי מרבית המחקות במגזר זה כבר בוצעו (במידה ולא תהיה הרעה נוספת בסביבה המאקרו כלכלית בארצות אלו).

מגזר השירותים הפיננסיים ביטוח ופנסיה

ברבעון הראשון של 2009, תרמה פעילות זו הפסד של כ- 3 מ' יורו. חלקה של קרדן אן.וי, בתוצאות TBIF ברבעון הראשון, הסתכם להפסד בסך של כ- 1 מ' יורו, שנבע בעיקר מהפסד בפעילות השוטפת של עסקי הביטוח והפנסיה וכן מחלקה של קרדן אן.וי בהוצאות המימון שנרשמו במגזר פעילות זו בגין הלוואת חברת הביטוח האוסטרית WS ל- TBIF.

ברבעון הרביעי של שנת 2008, תרם מגזר זה רווח של כ- 24 מ' יורו, לעומת רווח של כ- 12 מ' יורו בשנת 2007. תוצאות פעילות הביטוח תרמה לקרדן אן.וי הפסד של כ- 3 מ' יורו ברבעון הרביעי ופעילות הפנסיה תרמה הפסד בסך של כ- 1 מ' יורו. מתוך תוצאות פעילות הביטוח, הפסד של כ- 8 מ' יורו בשנה, נבעו מפעילותן של חברות ביטוח בשש מדינות, שנמכרו לקראת תום הרבעון הרביעי, כאשר הרווח שנבע לקרדן אן.וי כתוצאה מהמכירה, הסתכם בכ- 9 מ' יורו. בנוסף, רשמה קרדן אן.וי, את חלקה בהוצאה בסך של כ- 10 מ' יורו, שנבעה ברבעון הרביעי מהפחתת מוניטין עקב הערכת שווי כלכלית מעודכנת למגזר פעילות זה. (מנגד, רשמה קרדן אן.וי, את חלקה ברווח בסך של כ- 30 מ' יורו שנבע ברבעון הרביעי כתוצאה משערוך אופציית המכר של KFS למניות TBIF לחברת הביטוח האוסטרית WS). חשיפת הקבוצה למגזר זה הנה נמוכה יחסית, כאשר לחברה יש רשת בטחון בדמות אופציית הפוט למכירת יתרת חלקה בחברת TBIF לחברת הביטוח האוסטרית, לפי שווי מינימלי של 130 מ' יורו החל משנת 2011.

מגזר התשתיות – פעילות הפרוייקטים

ברבעון הראשון של 2009, תרמה פעילות זו רווח של כ- 1 מ' יורו. סך ההכנסות ממגזר פעילות זה הסתכמו ברבעון הראשון לכ- 20 מ' יורו. צבר ההזמנות נכון ל- 31/3/2009 עומד על כ- 233 מ' יורו. לדברי החברה, 100 מ' יורו מתוך הצבר הנ"ל, יתממש עד סוף שנת 2009.

סך ההכנסות ממגזר פעילות זה הסתכמו בשנת 2008 בכ- 82 מ' יורו, לעומת כ- 65 מ' יורו, בשנת 2007 גידול זה נבע בעיקר מהרחבת היקף הפרוייקטים וההכנסות בגינם. צבר ההזמנות נכון ל- 31/12/2008 מפעילות זו, עמד על כ- 236 מ' יורו לעומת 175 מ' יורו נכון לסוף 2007.

אין ספק כי גם מגזר זה סובל מהמיתון העולמי והמשבר הפיננסי, כאשר ההשקעות בפרוייקטים במגזר זה הן עתירות הון, אולם אנו מעריכים כי תחום זה ימשיך להוות מנוע צמיחה עיקרי של קרדן א.ו.י בטווח הבינוני והארוך במזרח אירופה ובמיוחד בסין.

מגזר התשתיות – השקעה בנכסים

מגזר פעילות זה, תרם בתקופת הדיווח רווח של כ- 1 מ' יורו. פעילות ההשקעה בנכסים מתאפיינת בהשקעות במזומן עבור רכישות ופיתוח של נכסים בעלי תזרים מזומנים ארוך טווח. לצורך הרחבת ההשקעות והפריסה גיאוגרפית שלהן, נוטלת קבוצת תה"ל הלוואות מקרדן א.ו.י, אשר מגדילות את הוצאות המימון בזמן נטילת ההלוואה, כאשר ההכנסות מהבשלת הנכסים צפויות לנבוע בטווח הבינוני ארוך. משמעות הדבר, שעד צבירת מסה קריטית של השקעות רחב, קיים פער שלילי בתזרים המזומנים הנובע מההשקעה, המאפיין עדיין את הפעילות כיום. ברבעון הרביעי של שנת 2008, תרמה פעילות זו הפסד של כ- 10 מ' יורו. אין ספק כי גם תחום זה נמצא על בלימה לאור המשבר הפיננסי העולמי, שכן הפעילות קשורה באופן ישיר לגיוס מקורות מימון זולים בהיקפים משמעותיים, כאשר הנגישות למקורות מימון כאלו, כמעט ונעצרה לחלוטין מאז פרוץ המשבר הפיננסי העולמי.

מגזר הרכב

העננה סביב פעילותה של חברת GM, התפוגגה לעת עתה, כאשר החברה הולאמה על ידי ממשלת ארה"ב ותמשיך לייצר את המותגים העיקריים הנמכרים על ידי חברת UMI. אנו מניחים כי הפעילות של חברת UMI תמשך כסדרה, ללא זעזועים משמעותיים. מגזר הרכב בשוק המקומי, חווה האטה משמעותית בביקושים ברבעון הראשון של 2009 עקב המיתון במשק. כמות כלי הרכב שנמכרו בישראל ברבעון הראשון הסתכמה בכ- 38,653 רכבים לעומת כ- 61,000 רכבים בתקופה המקבילה אשתקד. חברת UMI, מסרה ברבעון הראשון של 2009, 3,162 רכבים לעומת 5,518 בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה במסירת מכוניות ב- UMI הייתה חדה יותר מאשר הממוצע הכללי, כאשר היקף מכירות כלי הרכב בענף ירדה בכ- 37% לעומת ירידה במכירות של כ- 43% בחברת UMI. ייתכן כי חלק מירידה במכירות של, מיוחס לאי הוודאות ששררה בנוגע להמשך פעילותה של חברת GM. למרות הירידה החדה במסירות כלי הרכב, חברת UMI הציגה ברבעון הראשון של 2009 רווח נקי בסך של כ- 29 מ' ש" (לעומת כ- 21 מ' ש" בתקופה המקבילה אשתקד) תודות להכנסות מימון בהיקף של כ- 22 מ' ש". בנוסף, עקב הירידה החדה במלאי כלי הרכב שברשות החברה, נבע לחברה תזרים מזומנים מפעילות שוטפת ברבעון הראשון בהיקף של כ- 67 מ' ש" לעומת תזרים שלילי בסך של כ- 6.5 מ' ש" בתקופה המקבילה אשתקד.

סיכום ומסקנות

נכון להיום, החלק הארי של ההכנסות של קבוצת קרדן ורווחיותה, נובעות מפעילותה של GTC פולין. צמיחת הפעילות בתחום הפיננסי והתשתיות, שצברה תאוצה טרום המשבר הפיננסי העולמי, נבלמה כמעט לחלוטין (במיוחד במגזר הפיננסי במזרח אירופה) לאור המשבר העמוק והעדר מקורות מימון להמשך צמיחת הפעילות. אנו המשכנו להמליץ על "קנייה" למניית קרדן א.ו.י בהתבסס על השווי הכלכלי של פעילות חברת GTC פולין, פוטנציאל הצמיחה ב- GTC סין והפעילות היותר דפנסיבית בישראל, בעיקר בתחומי הרכב והנדל"ן. (במודל אנו תמחרנו את ההפסדים והמחיקות הצפויות בתחום הפיננסי במזרח אירופה). אנו סבורים כי לקרדן א.ו.י יש את הידע, היכולות, הניסיון והגישה למקורות מימון, אשר יאפשרו לה לתדלק מחדש את מנועי הצמיחה – תחום הפיננסי והתשתיות – יחד עם המשך הפעילות בתחום הנדל"ן, כאשר המשבר הפיננסי העולמי יבוא לידי סיום. עד אז, אנו ערים למאמצי ההנהלה של קרדן א.ו.י, לתמחר את הסיכונים הקיימים ולבצע מהלכים משמעותיים להקטנת החשיפות בתחום הפיננסיים במזרח אירופה ובמיוחד ברוסיה ובאוקראינה, מהלכים אותם החברה מיישמת ברבעונים האחרונים.

לאור האמור לעיל, אנו מותירים את המלצת ה"קנייה" למניית קרדן א.נ.וי, במחיר יעד של 27 ₪ למניה (ללא שינוי לעומת העדכון הקודם). מאז ההמלצה הקודמת ב- 31 למרץ 2009 ועד היום, עלתה מניית החברה ממחיר מניה של כ- 11 ₪ למחיר מניה של 15 ₪ כיום, דהיינו תשואה עודפת של 15.4% מעל תשואת מדד ת"א 100. החברה עדיין נסחרת בדיסקאונט משמעותי ביחס לשווי הכלכלי שהוערך על ידינו.



פרי שחר

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

לאה ברמן

אנליסטית בכירה
BERMAN@SAHAR.CO.IL

איתי מקמל, רו"ח

אנליסט
ITAYM@SAHAR.CO.IL

מתי אהרון, עו"ד

אנליסט
MATIA@SAHAR.CO.IL

אלה פרילוטצקי

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 6 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. פגעי מזג אוויר בשווקי היעד בהם פועלת החברה.
 2. שינויים בשערי החליפין של המטבעות בשווקי היעד של החברה.
 3. עלייה במחירי התשומות ובמיוחד במחירי האנרגיה בעולם.
 4. ירידת מחירי הסחורות החקלאיות/ עלייה במלאי סחורות חקלאיות.
 5. מיתון עולמי וירידה בביקושים למוצרי החברה.
 6. התגברות התחרות בשווקים בהם פועלת החברה.
 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 מפיציהם 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 לערוב 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 החזקות 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.