

- בהמשך להמלצתנו נציין מספר סיכונים בהשקעה בחברה:
- חברת סמסונג מהווה ספק עיקרי לחברה - להערכתנו למרות שהתלות בחברת סמסונג נתפסת כמאיימת הרי שמדובר בתלות הדדית ולכן, לאור הצלחת החברה בהפיכת סמסונג כמותג, לא נראה שהקשר הנ"ל יופסק בעתיד הנראה לעין.
 - משרד התקשורת שוקל לאשר נוהל שלפיו רק משרד התקשורת יוכל לאשר דגמי טלפון סלולאריים וחברות הסלולר יחויבו לחבר את אותם טלפונים לרשתות שלהם. במידה והנוהל יאושר הדבר צפוי להגדיל את התחרות בין יבואני ציוד הסלולר אם כי להערכתנו עיקר ההשפעה תהייה בתחרות על מכשירי הקצה הזולים יותר.
 - הצלחת חברת יורוקום לצאת מהמשבר אליו נקלעה בשנים קודמות ולהגיע לנתח שוק של 40% - 50% בשנת 2004 מאיימת על פעילות החברה.
 - החברה מנהלת תיק השקעות גדול שחשוף לתנודתיות שוק ההון. להערכתנו החברה פועלת למזער את סיכוני השוק באמצעות פעולות גידור מתאימות ותפעל בעתיד להפרדה מוחלטת של פעילות זו מהקבוצה.

סיכום הערכת שווי

אנו בחרנו להעריך את שווי סאני באמצעות מודל NAV שמאפשר לבצע ניתוח ראוי יותר לשווי הקבוצה. לראייה, דוח הרוו"ה של חברת האם סולו בנוי משלושה סגמנטים של הכנסות שמייצגות את מבנה השווי של הקבוצה - הכנסות מדמי ניהול, הכנסות מימון וחלק החברה ברווחי החברות המוחזקות. כמו כן בחרנו להיות שמרניים בהנחותינו ולא להביא לידי ביטוי את הערך המוסף שיכול להיות לחברה כתוצאה מהיערכותה לשינויים הצפויים בשוק התקשורת בשנים הקרובות.

2003	2002	2001	דו"ח רוו"ה סאני סולו א' ש"ח
21,095	25,115	15,355	מכירת שירותים
36,401		6,905	מימון
72,647	100,318	74,903	חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות
130,143	125,433	97,163	הכנסות
16,999	15,813	36,134	עלות הכנסות
113,144	109,620	61,029	רווח לפני מיסים
87%	87%	63%	שיעור רווח
12,662	2,892	3,235	מס
11%	3%	5%	שיעור מס
100,482	106,728	57,794	רווח נקי
77%	85%	59%	שיעור רווח נקי

שווי אחזקות בחברות פרטיות נאמד על ידנו בכ- 670 מ' ש"ח:

- **סאני תקשורת** מוערכת על ידנו ב- 595 מ' ש"ח בהסתמך על מכפיל 8 - 10 לרווח אחר מס בשנת 2005. אומנם הרווח של סאני תקשורת השנה יעמוד להערכתנו על 55 - 50 מ' ש"ח אך הוא מייצג שנה חלשה בפעילות החברה ובשנת 2005 הוא יצמח להערכתנו לרמות מייצגות יותר של 70 - 65 מ' ש"ח.

הערכה זו מסתמכת על הנחותינו שבשנים הקרובות ימכרו בארץ כ- 2 - 2.3 מ' מכשירי סלולר בשנה כאשר שווי השוק של מכירות מכשירי הסלולר יהיה כ- 2 - 2.5 מיליארד ש"ח (שווי מכשיר סלולר נע בין 800 ש"ח ל- 1600 ש"ח) ונתח השוק של החברה יגיע לכ- 40%. תחת הנחות אלו הכנסות החברה צפויות לעבור בעתיד את רף ה- 800 מ' ש"ח ורווחיותה התפעולית תעמוד על כ- 120 - 110 מ' ש"ח. עוד נציין שלחברה (סאני תקשורת) אין חוב פיננסי אך צורכי ההון החוזר של הקבוצה (שמרביתו מיוחס לסאני תקשורת) גדלו וכיום הוא חיובי ועומד על 100 מ' ש"ח לאחר שהשנה הושקעו בו כ- 90 - 80 מ' ש"ח.

להערכתנו בהשוואה למכפילי רווח של חברות בענף המסחר והשירותים מדובר בהערכת שווי שמרנית כאשר מרבית החברות נסחרות במכפילים גבוהים יותר. יחד עם זאת חשוב להזכיר שחברות אלו "שקופות" יותר לציבור המשקיעים.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה, מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ - המחלקה הבינלאומית וברוקר'ג
בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37 ת"א. טל' 03-6251014, פקס: 03-6251017

• **דינמיקה** מוערכת על ידנו ב- 50 מ' ש בהסתמך על מכפיל 8 - 10 לרווח אחר מס בשנת 2005. להערכתנו פעילות החברה יציבה ורווחיה עומדים על כ- 5 - 6 מ' ש לשנה. נציין שייתכן שבעתיד פעילות החברה בהספקת שירותי תקשורת נוספים תבוא לידי ביטוי בגידול בפעילות החברה אך בשלב זה בחרנו לא לתת לפעילות זו ערך מוסף בשווי החברה.

• **שווי סאני קום** הוערך לפי שווי הלוואת בעלים לחברה בשווי של 14 מ' ש. נציין שחברת "וואללה" שהיא פורטל האינטנט המוביל בישראל בעלת שווי שוק של 100 מ' ש.

שווי תיק השקעות של החברה נאמד בכ- 385 מ' ש כאשר עיקר ההחזקות של החברה הן בקבוצת אידיבי ובחברת סאיטקס. כמו כן לחברה **עודף מזומנים** של כ- 20 מ' ש.

שווי הנדל"ן (הנכס בר"ג) הוערך בהתאם לנתוני החברה בכ- 12 מ' ש"ח כאשר מנגד לא רשמנו את ההכנסות של חברת האם מהשכרת הנכס לחברת בת.

הכנסות החברה מדמי ניהול (בניכוי הכנסות משכירות) הסתכמו בשנת 2003 בכ- 20 מ' ש ולהערכתנו הכנסות אלו מהוות שיעור ראוי להכנסות חברת האם בעתיד. הוצאות ההנהלה הסתכמו בשנת 2003 בשיעור של כ- 12 מ' ש ומהווים להערכתנו גם שיעור ראוי להוצאות החברה בעתיד. את סך ההכנסות נטו מדמי ניהול רשמנו על פני 4 שנים (מעט שמרני ביחס למקובל במודל NAV).

המס במודל בשיעור של 100 מ' ש"ח מיוחס למס רווח הון על הפרש בין שווי החברות הפרטיות בספרים והשווי המוערך על ידנו.

לחברה כ- 10.5% מניות רדומות אותם הפחתנו **מהון הרשום למסחר** ומנגד הוספנו 0.8 מ' אופציות שהוקצו לעובדים.

שווי הקבוצה שנגזר מהמודל הוא מיליארד' ש המשקף דיסקאונט של 26% בין שוי המניה לשווי המניה הנסחר. לאור הערכתנו ששיעור הדיסקאונט הראוי למניה הוא כ- 8% מחיר היעד הנגזר הוא **32 ש למניה.**

קבוצת סאני - מודל NAV במ' ש

הערות	אחוז מסך אחזקות 36% 36%	שווי אחזקות לסאני במ' ש 385	מחיר מניה נסחר ב- ש שווי ציק השקעות מנוהל:	מס' מניות של הקבוצה	שיעור אחזקה 4.9%	אחזקות בחברות ציבוריות תיק השקעות מנוהל
שיטת הערכה		שווי אחזקות לסאני במ' ש	הערכת שווי במ' ש		שיעור אחזקה	אחזקות בחברות פרטיות
מכפיל 10 - 8 על רווחי שנת 2005	56%	595	595		100%	סאני תקשורת
מכפיל 10 - 8 על רווחי שנת 2005	5%	51	51		100%	דן דינמיק (דינמיקה)
שווי הלוואת בעלים	1%	15	17		87%	סאני קום (תפוז)
החברה כרגע לא פעילה	1%	12	12		100%	סאני תשאות
שווי בספרים	64%	672			100%	נדל"ן
	100%	1,067	שווי חכוח פרטיות:			
			סה"כ שווי אחזקות:			
על רווחי הון ממכירת סאני תקשורת ודן דינמיק	10%	103	מס			
	2%	20	עודף מזומנים נטו			
	3%	32	הכנסות מטרה מהוונות נטו (4 שנים)			
	95%	1,006	סה"כ שווי חברה			
בתוספת אופציות פחות מניות רדומות		29.1	הון נפרע מ'			
		34.6	שווי מניה נגזר ב- ש			
		27.4	מחיר סאני בבורסת ת"א ב- ש			
		26%	דיסקאונט (פרמיה) על האחזקות			
		8%	דיסקאונט נדרש על האחזקות			
		32.3	מחיר יעד (ש)			

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה, מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ – המחלקה הבינלאומית וברוקרז'
בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37 ת"א. טל' 03-6251014, פקס: 03-6251017

פעילות החברה

חברת סאני אלקטרוניקה פועלת כיום, ומתעתדת לפעול בעתיד, בשני תחומים עיקריים:

1. מכירה ומתן שירותי תקשורת:

- עיקר פעילותה כיום ומרבית הכנסותיה (90%) הן ממכירה ומתן שירותים לטלפונים סלולרים מתוצרת חברת סמסונג הקוריאנית באמצעות חברת סאני תקשורת הנמצאת בבעלותה המלאה.
- פעילות נוספת קטנה יותר (כ- 10% מההכנסות) היא רשת החנויות דינמיקה (חברת "דין דינמיק" הנמצאת בבעלות מלאה של החברה) העוסקת כיום במכירה ומתן שירות למכשירי טלפון סלולרים ברשת סלקום וצפויה בעתיד להוות פלטפורמה למכירת שירותי תקשורת נוספים כגון מכשירי טלפון לרשת HOT, חבילות תקשורת וכדומה.
- בבעלות סאני פורטל האינטרנט תפוז (87%) שבאמצעותו היא מתעתדת להגביר את מעורבותה בהספקת שירותי ערך מוסף לחברות הסלולר בדור ה-III.

הכנסות מחברות בנות לשנת 2003

חברה	רווח לפני מס	רווח אחרי מס	דיבידנד	דמי ניהול ושכ"ד
סאני תקשורת	100,364	63,656	147,751	26,065
דין דינמיק	8,569	5,422	9,898	3,734
סאני קום	3,009	3,009		47
סה"כ	<u>111,942</u>	<u>72,087</u>	<u>157,649</u>	<u>29,846</u>

2. ניהול השקעות:

- לחברה מזומנים בשווי של כ- 400 מ' ש"ח אותם היא משקיעה בתיק ני"ע. בין אחזקותיה העיקריות ניתן למנות את מניות קבוצת אידיבי וחברת סאיטקס.

סאני תקשורת (100%)

עשרת המבריקים של הטבלה

מותג	שווי 2003	שווי 2002	שיעור שינוי
1. אורנג'	1,830	1,685	8.5%
2. ר'לט	600	-	-
3. סמסונג	464	414	11.8%
4. טושיבה	427	-	-
5. קפה טורקי עלית	220	-	-
6. שוקולד פרה	210	157	33%
7. פורד	197	113	74%
8. נסקפה רד מאג	176	163	7.5%
9. פוקס	107	41	157.8%
10. אדיס	92	72	26.7%

* מקור: גלובס

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה, מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ – המחלקה הבינלאומית וברוקרז' בית רוברטשטיין, דרך מנחם בגין 37 ת"א. טל' 03-6251014, פקס: 03-6251017

חלק גדול מהצלחתה של חברת סאני נבע משיתוף פעולה שלה עם חברת סמסונג העולמית משנת 1998 בימים טרם הצלחתה בשוק העולמי (כיום נתח השוק העולמי במכירות מכשירי סלולר מובל ע"י חברת נוקיה עם 30% מכירות מכשירים כאשר סמסונג ומוטורולה מחזיקות כל אחת כ- 13% - 14% נתח שוק לאחר שחברת סמסונג החזיקה שיעורי נתח נמוכים יותר בשנים קודמות). סאני הצליחה לשכנע את סמסונג להתאים את מכשירי הסלולר לישראל כאשר בו בזמן הפכה סאני את מכשירי סמסונג למותג נפרד בפני עצמו. שיתוף הפעולה גרם בסופו של דבר להגדלת נתח השוק מכ- 15% בשנת 2001 לכ- 40% - 45% בסוף שנת 2003 – אולי אחד המקומות היחידים בעולם שבהם נוקיה וסמסונג מתחרות הובלת על נתח השוק של מכשירי הסלולר.

בישראל פועלים מספר יבואנים של מכשירים ניידים כאשר כ- 90% מהשוק נשלט ע"י סאני, יורוקום יבואנית נוקיה, ומוטורולה ישראל יבואנית מוטורולה. **סמסונג היא יצרנית הסלולר היחידה בישראל שמציעה פתרונות לטכנולוגית הדור השלישי לכל מפעילות הסלולר** (סלקום, פרטנר ופלאפון) וזאת בניגוד למתחרתה העיקרית יורוקום (נוקיה) המשווקת בישראל מכשירים לרשתות פרטנר וסלקום אך אינה משווקת לרשת פלאפון (נציין שלהערכתנו יורוקום צפויה להתחיל לשווק גם מכשירים לפלאפון). עוד נציין שלחברה הסכם בלעדי עם חברת סמסונג אותו האריכה לאחורונה בשנתיים לייבוא מכשירי GSM שפועלים ברשתות של פרטנר וסלקום, ועד שנת 2008 למכשירי סלולר בטכנולוגיית CDMA לרשת פלאפון. פעילות נוספת של החברה היא במתן שירותי תיקון למכשירי הסלולר של המפעילות במעבדה מרכזית לשירותי תיקון של החברה.

להערכתנו ההכנסות בסגמנט הסלולר צפויות לצמוח בשיעור שנתי ממוצע של 3% בשנים הקרובות כאשר באותם שנים ימכרו בישראל כ- 2 - 2.3 מ' מכשירי סלולר (כולל שדרוגים) בכל שנה, בדומה להיקף המכירות בשנת 2004 (הערכות של כ- 2 מ' מכשירים). כמו כן להערכתנו בשנת 2005 ימכרו כ- 200 - 300 מ' מכשירים יקרים לדור השלישי (כ- 10% - 15% מסך המכשירים החדשים). הפוטנציאל בשוק ששווי מוערך על ידנו בכ- 2 - 2.5 מיליארד ₪ טמון ב:

- הגידול הטבעי של האוכלוסייה בשיעור של 1.7% - 1.6%.
- אפשרויות מימון נוחות לרכוש מכשיר סלולר ב- 36 תשלומים שמאפשרות ללקוח לקצר את זמן השדרוג משלוש שנים לשנתיים בעלות חודשית נמוכה.
- שיעור הנטישה בין הרשתות (כ- 10% מכלל לקוחות הסלולר כל שנה) מהווה נדבך נוסף של 0.5 מ' משדרגים בשנה.
- גידול מהיר בשירותי השימוש של הדור ה- III ובעיקר הודעות מולטימדיה (MMS).

הנהלת החברה הצהירה שהיא שואפת להגיע לנתח שוק של 40% מנתח השוק של מכשירים חדשים כאשר כיום נתח השוק של החברה ירד לרמות של 30% - 35% (לאחר שבשיא פעילותה הגיעה לנתח שוק של 45% בשנת 2003). כמו כן החברה צפויה להשיק במחצית הראשונה של שנת 2005 כ- 10 מכשירים חדשים לאחר עיכובים שונים במהלך שנת 2004. בינתיים החברה "פספסה" את חברת פרטנר שהשיקה את הדור ה- III באמצעות מכשירי LG (הסכם שנעשה באמצעות קונצרן האצינסון העולמי). עוד נציין שבשנת 2003 סאני תקשורת היוותה כ- 86% מהכנסות סאני וכ- 82% מהרווח התפעולי. באותה שנה חברת האם משכה מסאני תקשורת כ- 26 מ' ₪ דמי ניהול ודיבידנד של 150 מ' ₪.

- האיומים המהותיים שלהערכתנו עומדים בפני החברה הם:
- גידול בתחרות (כניסת יורוקום לטלפונים בטכנולוגיית CDMA) ושחיקה במחירי הטלפונים הסלולארים.
 - הורדת דמי הקישוריות מחייבת את חברות הסלולר להיערך בהתאם וייתכן שהחברות יפעלו לצמצום עלויות מכשירי הסלולר. בשלב זה קשה להעריך את השפעת הורדת דמי הקישוריות על חברת סאני.
 - משרד התקשורת שוקל לאשר נוהל שלפיו רק משרד התקשורת יוכל לאשר דגמי טלפון סלולארים וחברות הסלולר יחויבו לחבר את אותם טלפונים לרשתות שלהם. במידה והנוהל יאושר הדבר צפוי להגדיל את התחרות בין יבואני ציוד הסלולר אם כי להערכתנו עיקר ההשפעה תהייה במכשירי הקצה הזולים יותר.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה, מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ – המחלקה הבינלאומית וברוקר'ג
בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37 ת"א. טל' 03-6251014, פקס: 03-6251017

דין דינמיק (דינמיקה) (100%)

באמצעות חברת הבת "דין דינמיק" מפעילה סאני את רשת חנויות דינמיקה המשווקת ללקוחות סלקום מכשירים ושירותים סלולריים. הרשת הוקמה בשנת 1994 ומונה 25 סניפים הפרוסים בקניונים ברחבי הארץ. החברה מוכרת מגוון רחב של מכשירי סלולר (נוקיה, מוטורולה, וכו.), אביזרים נלווים, חבילות שירותים ושירותי ביטוח.

מרבית הפעילות בתחום על ידי מפעילות הסלולר וגודל השוק של השירותים הסלולריים מוערך על ידנו בשנת 2004 בכ- 2 מיליארד ₪ כך שלהערכתנו נתח השוק של דינמיקה הוא כ- 5%. רק לסבר את האוזן נציין שלהערכתנו הפעילות של רשת חנויות בזקסטור של חברת בזק (24 נקודות מכירה) נמוכה בהרבה מפעילות רשת חנויות דינמיקה, מנגד נזכיר שלרשתות הסלולר יש יותר מ- 500 נקודות שיווק שפרוסות ברחבי הארץ. בשנת 2003 דין דינמיק היוותה כ- 10% מהכנסות סאני וכ- 7% מהרווח התפעולי - רווח לפני מס של כ- 8.5 מיליון ₪. באותה שנה חברת סאני משכה מדין דינמיק 4 מ' ₪ דמי ניהול ודיבידנד של 10 מ' ₪.

סאני קום (87%)

בעבר הלא רחוק החזיקה חברת סאני בשותפות עם חברת פלאפון את מיזם Go Next אולם לאחר סכסוך מתוקשר בין הצדדים מכרה את חלקה במיזם (תמורת רווח הון נאה של יותר מ- 30 מ' ₪) אך לא זנחה את פעילות האינטרנט הסלולרי. כיום באמצעות חברת הבת סאני קום מפעילה החברה את פורטל האינטרנט תפוז אשר עיקר פעילותו הוא בתחום הקהילות המקוונות. מבין 5 הפורטלים המרכזיים הקיימים כיום בישראל לתפוז נתח שוק קטן של כ- 10%. **הכנסות החברה נובעות מפרסום באתר וממתן שירותי תוכן לחברות הסלולר, תחום אותו החברה שואפת להרחיב בעתיד עם מהפכת הדור ה- III.** בשנת '03 החברה רשמה רווח של 3 מ' ₪ והיוותה כ- 2% מהרווח התפעולי של חברת האם. נציין שלחברת האם יש הלוואת בעלים לחברה בשווי של כ- 14 מ' ₪.

תיק השקעות

הרווחים הגבוהים של קבוצת סאני בשנים האחרונות והעובדה כי עד השנה לא הייתה מדיניות חלוקת דיבידנדים מוצהרת (נציין שהחל משנה זו תחלק החברה לפחות כ- 25% מרווחיה בדיבידנד במזומן) הביאו לכך שהחברה מנהלת כיום מזומנים סכום של כ- 400 מ' ₪. לצורך ניהול יתרות המזומנים מעסיקה סאני משנת '03 מנהל השקעות במשרת סמנכ"ל שמנהל את יתרת המזומנים בהשקעות במניות ובאג"ח ועוסק בפעילות גידור מתאימה לצמצום החשיפה לתנודתיות בשוק ההון.

עיקר החשיפה של החברה כיום הוא לקבוצת IDB, כאשר לאחרונה קבוצת גנדן רכשה 2.7% ממניות אי.די.בי המוחזקות על-ידי סאני תמורת כ-98 מ' ₪ ש"ח ובעקבות הרכישה סאני פסקה מלהיות בעלת עניין בחברה וירדה לשיעור אחזקה של 4.9%.

להערכתנו אין מקום לפעילות השקעות כזאת בקבוצת סאני ואנו מאמינים שהחברה תפעל להפרדת פעילות זו מהקבוצה בעתיד. אנו משערכים את שווי המזומנים נטו של הקבוצה בהתאם לחשיפה של החברה לתיק ההשקעות של הקבוצה (שמרביתו מושקע כרגע בקבוצת IDB) ואת היתרה אנו רושמים תחת עודף מזומנים נטו. להשקעות אלו לא הענקנו שווי עודף מעבר לשווי הנוכחי שלהם.

נדל"ן

לחברה בניין משרדים הממוקם ברמת גן בשטח של כ- 1500 מ"ר ומושכר לפעילות סאני קום תמורת 410 מ' ₪. לאחר הערכת שווי מחודשת הוערך הנכס על ידי נציגי החברה בכ- 12 מ' ₪ ובשל כך בשנת 2003 נכללה הפרשה לירידת ערך הנכס בסך של 3.5 מ' ₪. כמו כן לחברה מקרקעין בשטח של 2250 מ"ר באזור התעשייה סגולה שמשמש לפעילות הקבוצה ומוערך בעוד כ- 12 מ' ₪ ש"ח.

תוצאות פיננסיות

בשנת 2002 נהנתה סאני מהכנסות שיא כאשר הצליחה למכור את מוצרי סמסונג לרשתות פרטנר וסלקום. כמו כן החברה רשמה רווח חד פעמי גדול של 32 מ' ש' בעקבות מכירת חלקה בגו נקסט לחברת פלאפון. בשנת 2003 המכירות ירדו בעקבות שחיקה במחירי מכשירי הקצה ובמחירי שירות התיקונים במעבדה המרכזית של החברה אך החברה הצליחה לשמור על אחוזי רווחיות גבוהים. בשנת 04' חלה נסיגה בשולי הרווח התפעולי והגולמי של החברה כאשר ההכנסות ממימון, אשר נבעו בעיקר מרווחים על תיק ניירות הערך של החברה, איזנו את תוצאות החברה – בהקשר זה נדגיש נציין שבשלושת הרבעונים האחרונים הכנסות המימון מהוות למעלה מ- 35% מהרווח לפני מס.

כאמור הכנסות סאני ברבעון האחרון ירדו בכ- 25% לעומת הרבעון הקודם והסתכמו בכ- 158 מ' ש'. הסיבה לכך היא ירידה בכמות הטלפונים שמכרה החברה בשל עיכוב שחל בהשקתם של מכשירים חדשים, בהמשך למאורעות בחצי ה-I של שנת 2004 שעקב תקלת תוכנה שהתגלתה באחד מהטלפונים ששווקה לחברת פרטנר סאני נאלצה להחזיר את הטלפונים לאחר שיצאו לשוק. להערכתנו תוצאות הרבעון האחרון של השנה יהיו בסימן החלשה של שנת 2004 והחברה תסיים את השנה עם הכנסות של כ- 730 מ' ש' ורווח נקי של כ- 115 מ' ש' שמחציתו מיוחסת לרווחי הון. התאוששות בפעילות החברה בשנת 2005 צפויה להערכתנו להגדיל את הכנסות החברה לרמה של 790 - 800 מ' ש' ולהגדיל את הרווח התפעולי לרמה של 110 - 120 מ' ש'. יחד עם זאת לאור הערכותינו שהכנסות המימון יהיו נמוכות יותר מאלו של שנת 2004 - 30 מ' ש' בשנת 2005 לעומת 70 מ' ש' בשנת 2004, הרווח הנקי יקטן בשנת 2005 ויעמוד על 100 - 110 מ' ש'.

E2005	E2004	2003	2002	EQ 04	Q3 04	Q2 04	Q1 04	Q4 03	Q3 03	Q2 03	Q1 03	דו"ח רווח"ה סאני מאוחד א' ש'
793,250	732,996	722,508	838,290	164,782	158,174	210,180	199,860	186,916	206,429	145,574	183,589	הכנסות
8%	1%	-14%		-12%	-23%	44%	9%					שיעור גידול שנתי
598,900	566,708	532,191	638,230	128,532	119,796	167,911	150,469	140,441	155,371	102,277	134,102	צלות הכנסות
194,350	166,288	190,317	200,060	36,250	38,378	42,269	49,391	46,475	51,058	43,297	49,487	רווח גולמי
25%	23%	26%	24%	22%	24%	20%	25%	25%	25%	30%	27%	שיעור רווח גולמי
17%	-13%	-5%		-22%	-25%	-2%	0%					שיעור גידול שנתי
81,850	77,217	67,330	63,818	19,304	20,369	17,888	19,656	16,701	13,966	18,763	17,900	הוצאות הנהלה ומכירה
112,500	89,071	122,987	136,242	16,946	18,009	24,381	29,735	29,774	37,092	24,534	31,587	רווח תפעולי
14%	12%	17%	16%	10%	11%	12%	15%	16%	18%	17%	17%	שיעור רווח תפעולי
26%	-28%	-10%		-43%	-51%	-1%	-6%					שיעור גידול שנתי
28,350	65,558	33,483	-5,520	15,729	19,568	14,651	15,610	16,400	7,034	10,179	-130	הכנסות מימון
	96	-3,471	33,208		40		56	15	-3,486			הכנסות אחרות
140,850	154,725	152,999	163,930	32,675	37,617	39,032	45,401	46,189	40,640	34,713	31,457	רווח לפני מס
36,012	39,560	52,517	49,720	5,555	6,284	11,410	16,311	13,830	15,710	12,142	10,835	מס
26%	26%	34%	30%	17%	17%	29%	36%	30%	39%	35%	34%	שיעור מס
104,838	115,166	100,482	108,779	27,121	31,333	27,622	29,090	32,359	24,930	22,571	20,622	רווח נקי
13%	16%	14%	13%	16%	20%	13%	15%	17%	12%	16%	11%	שיעור רווח נקי
-9%	15%	-8%		-16%	26%	22%	41%					שיעור גידול שנתי
116,500	93,448	130,953	143,640	18,106	19,169	25,454	30,719	30,964	41,659	25,725	32,764	EBITDA
15%	13%	18%	17%	11%	12%	12%	15%	17%	20%	18%	18%	שיעור EBITDA
25%	-29%	-9%		-42%	-54%	-1%	-6%					שיעור גידול שנתי

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה, מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ – המחלקה הבינלאומית וברוקרז'
בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37 ת"א. טל' 03-6251014, פקס: 03-6251017

מחלקת ברוקראג'

Backoffice

דסק ישראלי

בטי מזרחי 03-5653537 betty@clal-fin.co.il	משה בן אסיאג 03-5653550 mosheba@clal-fin.co.il	חגית דלאל 03-5653543 hagitd@clal-fin.co.il	נאור אל חי 03-5653552 neor@clal-fin.co.il
---	--	---	--

רוני ויסרברג
מנהל מחלקת ברוקראג'
03-5653546
ronen@clal-fin.co.il

נגזרים

אג"ח בינלאומי

דסק בינלאומי

ירון גולדברגר 03-5653541 yarong@clal-fin.co.il	תהילה ויסברג 03-7616407 tehilaw@clal-fin.co.il	חגי שרייבר 03-5652565 haggais@clal-fin.co.il	אבי וינרב 03-5653556 kfirs@clal-fin.co.il
---	--	--	---

לני קושניר
03-5653554
lenny@clal-fin.co.il

מאקרו כלכלה

מחקר

רן ישראלי אפיקים סולידיים 03-6251039 rani@clal-fin.co.il	מריסה בנדר רכזת מחקר 03-6251014 marisab@clal-fin.co.il	יסכה ארז פארמה, כימיה, מזון, רשתות 03-6251037 yisca@clal-fin.co.il
--	---	---

יובל בן זאב
בנקים, אחזקות, ביטוח
03-5653559
yualb@clal-fin.co.il

- **קניה** - המנייה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **תשואת יתר** - המנייה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **תשואת שוק** - המנייה צפויה להניב תשואה שתהיה בין תשואת יתר של 10% לתשואת חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **תשואת חסר** - המנייה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **מכירה** - המנייה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.

ניתוח הכלכלי בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח. הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים בטוחה מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכך אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. הערכת השווי שבדוח זה הנה יחסית והיא נעשית על בסיס פרמטרים ונוסחאות כלכליות המקובלים בשוק ההון בארץ ובעולם, נכון למועד כתיבת הדוח. שיטות שונות להערכת שווי עשויות להוביל למסקנות שונות בדבר שווי כלכלי. דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. חברת כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיהן, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה. כלל פיננסים בטוחה אינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. הקבוצה עליה נמנית כלל פיננסים בטוחה הנה קבוצה העוסקת בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת, המידע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה, מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ – המחלקה הבינלאומית וברוקראג'
בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37 ת"א. טל' 03-6251014, פקס: 03-6251017