

**עדכון לדוחות הרבעון הרביעי**

52 Wk High	\$7.5
52 Wk Low	\$3.7
Enterprise value (M)	\$141
Financial Assets (M)	\$38
Fair Value (M)	\$179
Shares Outstanding (M)	25
<b>Target Price</b>	<b>\$6.4</b>
<b>Market Price</b>	<b>\$5.3</b>
Target Price / Market Price	21%
2004 P/E Multiple	92
2005 P/E Multiple	39
2006 P/E Multiple	19
<b>Recommendation</b>	<b>BUY</b>
Risk Level	High

**Ceragon  
12M Graph**

**תיאור החברה**

סרגון מפתחת ומשווקת מערכות תקשורת אלחוטיות, המיועדות לקישור אלחוטי בין שתי נקודות רשת ( PTP-Point to Point ), המחליף חיבורים ניחים כדוגמת סיבים אופטיים, בקצבים מהירים של החל מ 100 Mbs עד 1.25 Gbps, במגוון רחב של תדרים (6-60 GHz), ולמרחק של עד עשרות קילומטרים בהתאם לתדר ולתנאי מזג האוויר.

מוצריה של סרגון מיועדים הן לשוק ספקיות התקשורת והן לשוק הארגונים והרשתות הפרטיות, כאשר בקרב ספקיות התקשורת, מתמקדת סרגון בשוק הסלולר ובשוק התקשורת הניידת.

הערה: הסבר של סולם הדירוג, פרטי התקשורת, וגילוי נאות ניתן למצוא בסוף דוח זה.

אלון סנובסקי  
03-5645634  
asanovsky@investec.co.il

- החברה רשמה ברבעון הרביעי הכנסות שיא של כ 15.9 מ' \$, גידול רבעוני ושנתי של 10% ו 59% בהתאמה. מקור הגידול בהכנסות הנו הביקוש העולמי הגובר למערכות תקשורת בכלל ולמוצרי החברה בפרט. נזכיר שהחברה מפתחת ציוד תקשורת לקישור אלחוטי PTP רחב פס, המיועד הן לספקיות תקשורת והן לרשתות פרטיות. נציין שבתקופה האחרונה תחום ה Backhaul לתחנות בסיס של רשתות סלולר, מהווה את מנוע הצמיחה העיקרי (צמח ברבעון האחרון בכ 24% בהשוואה לרבעון השלישי), וכך גם הוא צפוי להמשיך להיות בשנים הקרובות.
- שיעור הרווח הגולמי נשחק קלות ברבעון האחרון, וכעת הוא עומד על כ 40% בהשוואה ל 41% ברבעון הקודם ו 42% ברבעון המקביל. שחיקה זו באה בעקבות העובדה שחלק מהגידול בהכנסות נבע מפעילות אינטרציה, כלומר מכירת ציוד משלים של חברות אחרות בשיעורי רווחיות נמוכים באופן משמעותי מהממוצע של החברה. יש לציין שאנו מצפים שהחל ממוחצית השנה השניה של שנת 2005, נבחין בשיפור הדרגתי ברווחיות, זאת בשל שינויים בתמהיל המכירות, כך שיותר מערכות מורכבות ימכרו.
- בעקבות השיפור בהכנסות והשמירה על מבנה העלויות, הצליחה החברה להגיע לרווח תפעולי של כ 574 א' \$ ורווח נקי של 713 א' \$ (0.03 \$ למניה בדילול מלא).
- למרות הרווח הנקי החיובי, בשל ההשקעות בהון החוזר התפעולי, החברה סיימה את הרבעון עם ירידה צנועה של 0.39 מ' \$ ביתרת המזומנים, וכעת יתרה זו עומדת על 37.8 מ' \$.
- להלן תמצית התוצאות הכספיות וציפיותנו לרבעון הקרוב:

	Q1-04	Q4-04	2004	Q1-05E	Q2-05E	2005E	2006E
Revenues	11,397	15,952	54,831	16,431	17,088	70,479	91,623
Growth Rate	12%	10%	59%	3%	4%	29%	30%
Gross Profit	4,865	6,403	22,640	6,572	6,835	28,472	38,024
Gross Margin	43%	40%	41.3%	40.0%	40.0%	40.4%	41.5%
Operating Expense	5,110	5,829	21,841	5,957	6,152	25,154	30,436
Growth Rate	3%	5%	14%	2%	3%	15%	21%
Operating Profit	-245	574	799	615	684	3,317	7,588
Net Profit	39	713	1,614	745	814	3,857	8,008
EPS	0.00	0.03	0.06	0.03	0.03	0.14	0.28

אנו מעריכים שבמהלך הרבעונים הקרובים נמשיך לראות צמיחה עקבית בהכנסות, כך שבמצטבר שיעור הגידול השנתי בהכנסות לשנת 2005 יסתכם בכ 29%, כלומר הכנסות של כ 70.5 מ' \$ לעומת 54.8 מ' \$ בשנת 2004. יש לציין שבשלב זה אנו מרגישים בנוח עם תחזית זו הן מפני שהנהלת החברה ציינה שבדומה לרבעונים האחרונים יחס ה Book to Bill ממשיך להיות גבוה מאוד, והן בשל העובדה שלהערכתנו תחום הפעילות ובמיוחד תחום ה Backhaul לסלולר יוסיף לצמוח באופן עקבי. כמו כן יש להוסיף שע"פ תחזית חברת המחקר Sklight, שוק הקישור האלחוטי רחב הפס מנקודה לנקודה צפוי לצמוח בכ 25% מדי שנה בשנים הקרובות.

אנו מעריכים כאמור שמנוע צמיחת הכנסות החברה הנו תחום ה Backhaul לסלולר – תחום זה יילך וייצמח גם כתוצאה מהרחבת התשתית הסלולרית במדינות המתפתחות, וגם כתוצאה מהעמקת החדירה של שירותי הערך מוסף של דור ה- 2.5 והדור ה- 3 במדינות המפותחות. נזכיר ששירותי הערך המוסף דורשים קישור ברחב פס רחב יותר ליותר תחנות בסיס.

בשל השיפור הצפוי בהכנסות והשמירה הן על הרווחיות הגולמית והן על מבנה ההוצאות התפעוליות, אנו מעריכים שהמרווח התפעולי יוסיף להשתפר בהדרגה עד שיתייצב כ 13% בשנת 2007.

לסיכום בשל הדוחות החיוביים, אנו מותירים את המלצתנו על מניית סרגון בקניה, עם מחיר יעד \$6.4 הגבוה בכ 21% ממחיר השוק.

## תוצאות הפעילות תמצית דו"ח רווח והפסד

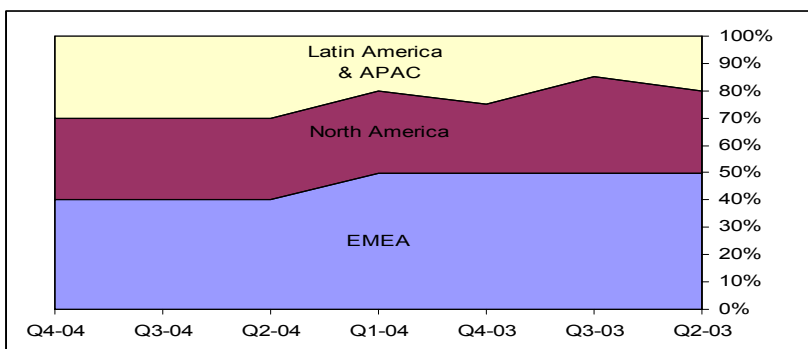
	2003	Q1-04	Q2-04	Q3-04	Q4-04	2004	EQ1-05	EQ2-05	EQ3-05	EQ4-05	2005 E	2006 E
Revenues	34,421	11,397	13,007	14,475	15,952	54,831	16,431	17,088	17,942	19,019	70,479	91,623
Growth Rate	87%	12%	14%	11%	10%	59%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	29%	30%
Cost of Revenues	20,646	6,532	7,600	8,510	9,549	32,191	9,858	10,253	10,676	11,221	42,008	53,599
Gross Profit	13,775	4,865	5,407	5,965	6,403	22,640	6,572	6,835	7,267	7,798	28,472	38,024
Gross Margin	40%	43%	42%	41%	40%	41%	40%	40%	41%	41%	40%	42%
Research and Development	6,970	1,693	1,870	1,780	2,050	7,393	2,091	2,175	2,262	2,352	8,879	X
Sales and Marketing	9,437	2,735	2,848	3,085	2,977	11,645	3,040	3,125	3,234	3,396	12,794	X
General and Administrative	2,167	524	555	601	749	2,429	771	802	834	868	3,276	X
Other expenses	650	158	87	76	53	374	55	50	50	50	205	200
Total Operating Expense	19,224	5,110	5,360	5,542	5,829	21,841	5,957	6,152	6,380	6,666	25,154	30,436
Growth Rate	-11%	5%	5%	3%	5%	14%	2%	3%	15%	14%	15%	21%
Percentage of revenues	55.8%	44.8%	41.2%	38.3%	36.5%	39.8%	36.3%	36.0%	35.6%	35.0%	35.7%	
Operating Income	-5,449	-245	47	423	574	799	615	684	887	1,132	3,317	7,588
Operating Margin	-15.8%	-2.1%	0.4%	2.9%	3.6%	1.5%	3.7%	4.0%	4.9%	6.0%	4.7%	
Financial Income	1,159	253	182	114	125	674	130	130	130	150	540	420
Net Income (loss)	-4,290	39	290	572	713	1,614	745	814	1,017	1,282	3,857	8,008
Diluted (GAAP) EPS	-0.19	0.00	0.01	0.02	0.03	0.06	0.03	0.03	0.04	0.05	0.14	0.28

החברה רשמה ברבעון הרביעי הכנסות שיא של כ 15.95 מ' \$, גידול רבעוני ושנתי של 10% ו 59% בהתאמה. מקור הגידול בהכנסות הנו הביקוש העולמי הגובר למערכות תקשורת בכלל ולמוצרי החברה בפרט (קישור אלחוטי PTP). נציין שמבחינת התפלגות הלקוחות, כ 60% מהכנסות החברה נבעו ממכירת פתרונות עבור ספקיות תקשורת (מתוך חלק זה כ 75% נובע מפתרונות המיועדים לתעשיית הסלולר – פתרונות Backhaul) והיתר (כ 40%) נבעו ממכירת פתרונות עבור רשתות פרטיות (בעיקר ממשלה ומוסדות ציבוריים), וחברות. נציין שבתקופה האחרונה תחום ה Backhaul לתחנות בסיס של רשתות סלולר, מהווה את מנוע הצמיחה העיקרי (צמח ברבעון האחרון בכ 24% בהשוואה לרבעון השלישי), וכך גם הוא צפוי להמשיך להיות בשנים הקרובות..

**כ 60% מהכנסות החברה נבעו ממכירת פתרונות עבור ספקיות תקשורת (מתוך חלק זה כ 75% נובע מפתרונות המיועדים לתעשיית הסלולר – פתרונות Backhaul) והיתר (כ 40%) נבעו ממכירת פתרונות עבור רשתות פרטיות (בעיקר ממשלה ומוסדות ציבוריים), וחברות.**

מבחינת ההתפלגות הגיאוגרפית נציין שהרבעון האחרון נותר ללא שינוי, כלומר EMEA תרמה 40%, אמריקה הלאטינית ואסיה פאסיפיק תרמו ביחד 30% וצפון אמריקה תרמה גם 30%. לגבי החלוקה ע"פ תחומי הפעילות באזורים הגיאוגרפיים השונים נציין שבועד שבאירופה יש ביקוש ער גם לרשתות פרטיות וגם לפתרונות לספקיות תקשורת, בצפון אמריקה המצב שונה, מרבית המכירות הן לרשתות הפרטיות, מאחר ובאופן מסורתי ספקיות התקשורת משתמשות בדר"כ ברשתות חכורות או בקווי תקשורת ניחים. עם זאת ניתן לזהות ניצנים של שיפור במיוחד בפריפריה, כדוגמת העסקה האחרונה בהיקף של 1.3 מ' \$ שנחתמה עם חברת CellularONE באריזונה, לפיה תפרוס CellularONE את פתרונות החברה על מנת להרחיב את כיסוי הרשת לאזורים מרוחקים תוך כדי חסכון בעלויות תפעול. כמו כן גם במדינות המתפתחות באסיה, באפריקה ובאמריקה הלאטינית אין ביקוש שווה לשני תחומי הפעילות, אלא מרבית המכירות הן לספקיות תקשורת ובמיוחד לרשתות סלולר. התרשים הבא מתאר את ההתפלגות הגיאוגרפית:

**מבחינת ההתפלגות הגיאוגרפית נציין שהרבעון האחרון נותר ללא שינוי, כלומר EMEA תרמה 40%, אמריקה הלאטינית ואסיה פאסיפיק תרמו ביחד 30% וצפון אמריקה תרמה גם 30%.**



נציין במיוחד את מערכת ה-1500P שהושקה במרץ אשתקד, ומיועדת במיוחד לשוק ספקיות התקשורת. מערכת זו פועלת בתדרי 6-38 Ghz ומאפשרת קישור דו כיווני (ההכרחי לשם הקמת תשתית תקשורת בטופולוגית טבעת – Ring Topology) בנפח של 100-622 Mbps על גבי פלטפורמה אחת. מערכת זו זוכה לביקוש רב, וכבר בשנה הקרובה היא צפויה לתרום את מרבית ההכנסות.

**מערכת ה-1500P, שהושקה במרץ אשתקד זוכה לביקוש רב, וכבר בשנה הקרובה היא צפויה לתרום את מרבית ההכנסות.**

שיעור הרווח הגולמי נשחק קלות ברבעון האחרון, וכעת הוא עומד על כ-40% בהשוואה ל-41% ברבעון הקודם ו-42% ברבעון המקביל. שחיקה זו באה בעקבות העובדה שחלק מהגידול בהכנסות נבע מפעילות אינטגרציה, כלומר מכירת ציוד משלים של חברות אחרות בשיעורי רווחיות נמוכים באופן משמעותי מהמוצע. יש לציין שאנו מצפים שהחל ממחצית השנה השניה של שנת 2005, נבחין בשיפור הדרגתי ברווחיות, זאת בשל שינויים בתמהיל המכירות, כך שיותר מערכות מורכבות ימכרו.

בעקבות השיפור בהכנסות והשמירה על מבנה העלויות, הצליחה החברה להגיע לרווח תפעולי של כ-574 א' \$ לעומת 423 א' \$ והפסד של 620 א' \$ ברבעון הקודם והמקביל בהתאמה. כמו כן הצליחה להגיע לרווח נקי של 713 א' \$ לעומת 572 א' \$ והפסד של 1.4 מ' \$ ברבעון הקודם והמקביל בהתאמה.

### תמצית נתוני המאזן והיחסים הפיננסיים

	Q3/03	Q4/03	Q1/04	Q2/04	Q3/04	Q4/04
Total assets	60,109	62,428	66,702	70,426	73,664	73,111
Financial assets	39,306	39,046	38,973	38,648	38,191	37,801
Total liabilities	13,374	13,745	17,545	20,573	23,160	22,607
Shareholders' equity	46,735	48,683	49,157	49,853	50,504	50,504
Current ratio	3.7	3.7	3.0	2.7	2.8	3.2
Days Sales Outstanding	52	45	60	66	59	40
Days Inventory Outstanding	151	171	182	168	182	182
Days Payables Outstanding	106	87	121	121	139	89
Operational working capital	7,898	10,497	11,829	13,298	13,319	16,674
Percentage of revenues	22%	26%	26%	26%	23%	26%

**להערכתנו ברבעון הקרוב החברה תידרש להגדיל את סעיף הלקוחות באופן כזה שיגדיל את ההון החוזר התפעולי, ולכן גם ברבעון הבא החברה לא תייצר מזומנים, אלא במקרה הטוב תגיע לאיזון.**

מבחינת המאזן ניתן לראות שלמרות הרווח הנקי, החברה שרפה מעט מזומנים, ולכן סך המזומן הסתכם בכ-37.8 מ' \$ בהשוואה לכ-38.8 מ' \$ ברבעון הקודם (ירידה של כ-0.39 מ' \$). מבחינת הנתונים התפעוליים, מספר ימי הלקוחות ירד מ-59 ל-40, מספר ימי המלאי נותר ללא שינוי, והוא עדיין עומד על רמה גבוהה מדי של 182, ומספר ימי הספקים ירד באופן משמעותי מ-139 ל-89. בסה"כ החברה נדרשה להשקיע ברבעון כ-3.4 מ' \$ בהון החוזר התפעולי (לקוחות ומלאי בניכוי ספקים) ולכן יחס ההון החוזר התפעולי למכות עלה ל-26%. להערכתנו ברבעון הקרוב החברה תידרש להגדיל את סעיף הלקוחות באופן כזה שיגדיל את ההון החוזר התפעולי, ולכן גם ברבעון הבא החברה לא תייצר מזומנים, אלא במקרה הטוב תגיע לאיזון.

## הערכת השווי

להלן ההנחות העיקריות עליהן אנו מתבססים בהערכת השווי:

אנו מעריכים שהכנסות החברה יצמחו בכ 58% השנה, ובכ 30% עד 25% בין השנים 2006 עד 2008.

בשלב זה אנו מרגישים בנוח עם תחזית זו הן מפני שהנהלת החברה ציינה שבדומה לרבעונים האחרונים יחס ה Book to Bill ממשיך להיות גבוה מאוד, והשוק ממשיך להראות טוב, והן בשל העובדה שלהערכתנו תחום הפעילות ובמיוחד תחום ה Backhaul לסלולר יוסיף לצמוח באופן עקבי. כמו כן יש להוסיף שע"פ תחזית חברת המחקר Sklight, שוק הקישור האלחוטי רחב הפס מנקודה לנקודה צפוי לצמוח בכ 25% מדי שנה בשנים הקרובות.

כאמור אנו מעריכים שמנוע צמיחת הכנסות החברה הנו תחום ה Backhaul לסלולר (צמח בכ 24% ברבעון האחרון בהשוואה לרבעון השלישי) – תחום זה יוסיף ויצמח גם כתוצאה מהרחבת התשתית הסלולרית במדינות המתפתחות, וגם כתוצאה מהעמקת החדירה של שירותי הערך מוסף של דור ה- 2.5 והדור ה- 3 במדינות המפותחות. נזכיר ששירותי הערך המוסף דורשים קישור ברוחב פס רחב יותר ליותר תחנות בסיס.

נוסף על מנוע הצמיחה הראשי, ניתן לזהות שלושה גורמים נוספים שישיעו לחיוב על השוק:

- גידול בנפח תעבורת הנתונים הן ברשתות הציבוריות והן ברשתות הפרטיות.
- המשך התרחבות השימוש באינטרנט רחב הפס לאזורי הפריפריה.
- תהליכי דה רגולציה בתחום התקשורת (ספקיות טלפוניה, אינטרנט ותמסורת נתונים).

אנו מניחים שהמרווח הגולמי ישתפר בהדרגה עד לרמות של 42% בשנת 2007 הן בשל הגידול בנפח הפעילות והן בשל העובדה שמשנה לשנה נמכרים פתרונות יותר מורכבים, המאופיינים במרווח גולמי רחב יותר.

להערכתנו המרווח התפעולי יוסיף להשתפר, בעיקר כתוצאה משיפור המרווח הגולמי, אך גם בעקבות השמירה על מבנה הוצאות שמרני.

בשל העובדה שהחברה מייצרת את מוצריה בעיקר באמצעות קבלני משנה (היקף הייצור העצמי קטן יחסית), לא הנחנו שהחברה תידרש לבצע השקעות מהותיות, ולכן הערכנו את סעיף עודף ההשקעה על הפחת על 0.

אנו מעריכים שהחברה תידרש להשקיע במידת מה בהון החוזר התפעולי בשל הצמיחה הצפויה בהכנסות שתדרוש רמות מלאי גבוהות יותר ומספר ימי לקוחות רב יותר.

לחברה הפסדים צבורים בסך של כ 80 מ' \$, המקנים לה פטור ממס עד לפחות שנת 2008. בנוסף כתוצאה ממגני מס שונים שיעור המס שקבענו בשנה המייצגת 2009 עומד על 10%.

הטבלה הבאה מציגה את סיכום נתוני הערכת השווי:

Summary	
Enterprise value	141,339
Financial Assets	37,801
Fair Value	179,140
Number of Shares (Fully Dilluted)	28
Fair Value Per Share	6.4
Market Price Per Share	5.3
Permanent Growth Rate	3%
Discount Rate	13%
2004 P/E Multiple	92
2005 P/E Multiple	39
2006 P/E Multiple	19

לצורך הערכת השווי השתמשנו כאמור בשיעור היוון של 13% ובשיעור צמיחה פרמננטית שמרני של 3%, הטבלה הבאה מציגה ניתוח רגישות של מחיר היעד תחת שיעורי היוון (שורות) וצמיחה (עמודות) שונים:

	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1%	7.5	6.8	6.2	5.7	5.3	4.9
2%	8.1	7.3	6.6	6.0	5.6	5.2
3%	9.0	7.9	7.1	6.4	5.9	5.4
4%	10.1	8.7	7.7	6.9	6.2	5.7
5%	11.6	9.8	8.4	7.5	6.7	6.1

## מודל תזרים מזומנים תפעולי

	Q1-04	Q2-04	Q3-04	Q4-04	2004	EQ1-05	EQ2-05	EQ3-05	EQ4-05	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Revenues	11,397	13,007	14,475	15,952	54,831	16,431	17,088	17,942	19,019	70,479	91,623	114,529	143,161	164,635
Growth Rate	12%	14%	11%	10%	59%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	29%	30%	25%	25%	15%
Cost of Revenues	6532	7,600	8,510	9,549	32,191	9,858	10,253	10,676	11,221	42,008	53,599	66,427	83,033	95,488
Gross Profit	4,865	5,407	5,965	6,403	22,640	6,572	6,835	7,267	7,798	28,472	38,024	48,102	60,128	69,147
Gross Margin	43%	42%	41.2%	40.1%	41.3%	40.0%	40.0%	40.5%	41.0%	40%	41.5%	42.0%	42%	42%
R&D	1693	1,870	1,780	2,050	7,393	2,091	2,175	2,262	2,352	8,879	X	X	X	X
S&M	2735	2,848	3,085	2,977	11,645	3,040	3,125	3,234	3,396	12,794	X	X	X	X
G&A	524	555	601	749	2,429	771	802	834	868	3,276	X	X	X	X
Operating expense	4,952	5,273	5,466	5,776	21,467	5,902	6,102	6,330	6,616	24,949	30,236	35,504	41,517	47,744
Growth Rate	5%	6%	4%	6%	16%	2%	3%	4%	5%	16%	21%	17%	17%	15%
Operating Profit	-87	134	499	627	1,173	670	734	937	1,182	3,522	7,788	12,598	18,611	21,403
Operating Margin	-1%	1%	3%	4%	2%	4%	4%	5%	6%	5%	8%	11%	13%	13%
Tax Rate	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	10%
Tax													931	2,140
Operational W.C Growth	1,332	1,469	21	3,355	6,177	500	500	2,000	2,000	5,000	4,000	1,000	-2000	0
Free Cash Flow	-1,406	-1,327	562	-2,728	-5,004	170	234	-1,063	-818	-1,478	3,788	11,598	19,680	19,262
Discounted Cash Flow						168	223	-985	-735		3,153	8,545	12,831	118,139

**Investec Bank (Israel) LTD.**  
**PO Box 677**  
**Tel Aviv 61006**  
**Israel**  
**Telephone: +972 3 564 5297**  
**Fax: +972 3 564 5210**  
**www.investec.co.il**

**Equity Research Analysts**

**Alon Sanovsky**  
**Telephone: +972 3 564 5634**  
**Fax: +972 3 564 5369**  
**asanovsky@investec.co.il**

**Albert Maierovits**  
**Telephone: +972 3 564 5680**  
**Fax: +972 3 564 5369**  
**amaierovits@investec.co.il**

**Sales and Trading**

**Suzi Tovi**  
**Telephone: +972 3 564 5214**  
**Fax: +972 3 564 5369**  
**stovi@investec.co.il**

**Derivatives Department**

**Shahar Weisman**  
**Telephone: + 972 3 564 5642**  
**Fax: + 972 3 564 5369**  
**sweisman@investec.co.il**

**Investec Inc.**  
**Member NASD, SIPC**  
**One Battery Park Plaza**  
**New York, NY 10004**  
**Telephone: 212 898 6200**  
**Fax: 212 898 7711**  
**www.investec.com**

**מקרא:**

**BUY** – המניה תפגין ביצועים עודפים מעל ביצועי השוק.

**HOLD** – המניה מסחרת במחיר הוגן, צפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה הקרובה.

**SELL** – המניה נסחרת בתמחור יתר, צפויה להפגין ביצועים נחותים מאלו של השוק בשנה הקרובה.

**כל מצב המופיע במקרא הינו דרוג בלבד, ואין להבינו כהמלצה לפעול על פיו.**

המחקר הכלול בדוח זה ניתן למטרת מידע בלבד. אין הוא יעוץ להשקעה, או, המלצה לרכישת, החזקת, או מכירת ניירות הערך המתוארים בו. המחקר התבסס על מידע שפורסם לציבור ולא נבדק על ידינו באופן עצמאי. המחקר אינו מיועד לאדם מסוים ואינו מתייחס למטרות ההשקעה האפשריות לכל אדם או למצבו הכספי, לרבות ניירות הערך והנכסים הפיננסיים שלו, ושאר הנסיבות הצריכות לענין לגבי אותו אדם, לפיכך לא ניתן להתאים לפיו את ההשקעה בניירות הערך נשוא המחקר לצרכיו והנחיותיו של כל אדם. אין מחקר זה מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע כלשהו. למשקיעים שונים עשויות להיות דרישות שונות למידע, ועל כל משקיע לשקול באופן עצמאי ובמנותק ממחקר זה, אם לרכוש, להחזיק או למכור את ניירות הערך נשוא המחקר, ולקבל ייעוץ מקצועי מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בצרכי ובמטרות אותו משקיע.

מחקר זה הינו יחסי, אין הוא מתיימר להיות מחקר מלא ומדויק של כל העובדות והנסיבות הקשורות בו. כמו כן קיימות שיטות שונות להערכת חברות אשר עשויות להביא למסקנות שונות.

למפרסם המחקר, לעובדיו, לחברות בנות שלו או לגורמים הקשורים עמו יש או יכולות להיות החזקות בניירות ערך המוזכרים במחקר זה. כן יכולים הם לבצע

פעולות שונות, לרבות חיתום, רכישה או מכירה של ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים האמורים, עבור עצמם ועבור לקוחותיהם, ולהתקשר בקשרים עסקיים עם החברה נשוא מחקר זה, עם אנשים קשורים אליה ועם גופים אחרים הנזכרים במחקר זה.