



# פועלים

www.bankhapoalim.co.il

בנקים

## רבעון שני 2004

12.48 ₪

קניה

מחיר יעד 16.25 ₪

מדד ת"א 25  
528.41

מספר מניות  
מ' 1,252

שווי שוק  
15,624 מ' ש"ח

כמות צפה  
59.8%

מחזור יומי ממוצע  
מ' ש"ח 44.4

POLI

2006E	2005E	2004E	2003	2002	2001	2000	
277,399	270,633	264,032	258,855	257,458	251,031	236,368	סה"כ נכסים (מ' ₪)
2,115	1,927	1,913	1,229	350	941	1,726	רווח נקי (מ' ₪)
1.69	1.54	1.53	0.98	0.28	0.75	1.38	רווח למניה (₪)
9.7%	0.7%	55.7%	250.9%	-62.8%	-45.5%	14.2%	צמיחת הרווח למניה (%)
7.4	8.1	8.1	11.0	23.8	12.4	8.8	מכפיל רווח
13.55	12.54	11.61	11.42	23.80	10.42	10.17	הון עצמי למניה (₪)
0.92	1.00	1.07	1.09	0.52	1.20	1.23	מכפיל הון
5.4%	4.9%	6.6%	4.7%	1.2%	4.3%	4.1%	תשואת דיבידנד
2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	מרווח הריבית (%)
54.3%	55.5%	56.6%	57.4%	59.3%	61.9%	59.4%	עלות/הכנסות (%)
13.0%	12.8%	13.3%	9.0%	2.7%	7.3%	14.2%	תשואה ממוצעת להון (%)
0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	0.1%	0.4%	0.8%	תשואה ממוצעת לנכסים (%)
מבנה בעלות: קבוצת דנקר 8.9%, אריסון קבוצה 18.7%, ב.ה. השקעות 5.5%, Hyperion Partners Group 2.6%, 2.0 Madlen, 2.3% Whitecaps							

• התוצאות הכספיות של הבנק ברבעון השני היו טובות משמעותית מהערכותינו בגלל המדד הגבוה ברבעון ובגלל הכנסות גבוהות משוק ההון וקרטיסי האשראי. מנגד, הוצאות השכר ממשיכות להיות גבוהות.

• הבנק צפוי להציג ברבעון השלישי רווח הון של כ-100 מ' ₪ מההנפקה השניה של סיגנצ'ר.

• המלצות ועדת בכר להפרדת הבנקים מקופות הגמל וקרנות הנאמנות עדיין לא פורסמו ובמצב הפוליטי הנוכחי קשה לראות את ההמלצות מיושמות. אנו הערכנו את שוויין של הקופות והקרנות אולם לא הערכנו את עיתוי המכירה. מרבית תמורת המכירה, המוערכת בסך כולל של כ-2.2-2.4 מיליארד ₪, תהווה רווח הון בידי הבנק.

• המעבר לדיוון נומינלי גורם בעיות מספרי השוואה לרבעונים הקודמים, ולרווחי הבנק מפעילות מימון יש להוסיף את מרבית הסעיף "שחיקות והתאמות" כדי לקבל השוואה מדויקת יותר.

• אנו מותירים את המלצת הקניה, ומעלים את מחיר היעד מ-15.9 ₪ ל-16.25 ₪.

## הערכה

התוצאות הכספיות של בנק הפועלים ברבעון השני, כמו גם של יתר הבנקים, היו טובות יותר מהערכותינו. הסיבה היא המדד הגבוה, שתרם לשיעור הנכסים צמודי המדד במצב של דיווח נומינלי, רווחים מהשקעות באג"ח וכן הכנסות תפעוליות גבוהות משוק ההון ומכרטיסי האשראי. להערכתנו הרבעון השני היה חריג לטובה והרבעונים הבאים יציגו התמתנות. ההפרשה לחובות מסופקים תמשיך במגמת הירידה ופער הריבית ימשיך להשתפר בצורה מתונה ברבעונים הבאים.

במצב הפוליטי הנוכחי קשה להעריך האם יישמו המלצות ועדת בכר (לפחות על פי הידיעות בעיתונות מכיוון שההמלצות עצמן עדיין לא פורסמו) ומה טווח הזמן שיינתן לבנקים ליישום, לכן הערכנו את שוויין של הקופות והקרנות בעת מכירה אולם לא הערכנו את מועד המכירה עצמו. מרבית התמורה ממכירה זו יוכר כרווח הון, ועל פי מדיניות הבנק יחולק כדיבידנד עם המכירה.

אנו ממשיכים להעריך שעוצמתם של הבנקים ויכולתם לעבור תקופות קשות מצדיקים מחירים גבוהים יותר וכי התמחור הנוכחי ממשיך לגלם את מצבי העולם הגרועים תוך תמחור מועט לפוטנציאל השיפור בתוצאותיהם.

אנו מותירים את הערכתנו לתשואה להון של הבנק על-12%, ומותירים את הריבית חסרת הסיכון על 4.5%. הנתונים מביאים למכפיל יעד של 1.38 ומול מכפיל הון נוכחי של 1.06.

12%	תשואה להון
3.0%	שיעור צמיחה
4.5%	ריבית חסרת סיכון
5.0%	פרמיה מעל ריבית חסרת סיכון
1.38	יעד למכפיל הון
1.06	מכפיל הון נוכחי
30%	פוטנציאל

לנוכח הערכות אלו, אנו מותירים את המלצת הקניה למניית הבנק.

## נקודות עיקריות

מערכת הבנקאות הצליחה להיחלץ מהמשבר אליו נקלעה לאחר פיצוץ בועת ההיי טק וחלוקת האשראי לרכישת חברות, והבנקים חזרו להציג תשואות אשר בחלק מהבנקים הן תשואות שיא. התשואות הגבוהות נובעות משיפור המרווחים של הבנקים, מקיטון ההפרשות לחובות מסופקים ומגידול ההכנסות מפעולות מניבות עמלות. בנוסף גם החברות המוחזקות על ידי הבנקים תורמות היום יותר מבעבר לרווחיות המערכת.

בשנת 2004 עבר הדיווח החשבונאי מדיווח ריאלי לדיווח נומינלי. ההשלכות של מעבר זה על תוצאות הבנקים גדולות מההשלכות על החברות האחרות מכיוון שמרבית ההכנסות של הבנקים הן הכנסות מימון כך שלשינויים בשיעורי האינפלציה היו השפעות ניכרות על התוצאות בעבר, וביטול השפעות אלו יגרום בשנה הראשונה לכך שמספרי השוואה יהיו שונים מהמספרים שפורסמו בעבר. בנוסף, למדדים חריגים תהיה השפעה משמעותית על הדוחות של הבנקים.

במחצית הראשונה של 2004 חילק הבנק דיבידנדים בהיקף כולל של 839 מ' ש. הבנק צפוי להכריז על דיבידנד גבוה גם בגין תוצאות הרבעון השלישי בגלל רווח ההון הנוסף מהנפקת סיגנצ'ר.

## החלטות ועדת בכר

הנושא העיקרי העומד היום על הפרק במערכת הבנקאות הוא החלטות ועדת בכר, שאמורה להמליץ להפריד בין קופות הגמל וקרנות הנאמנות לבין הבנקים. במסגרת הפרדה זו יאלצו הבנקים למכור את החזקותיהם בגופים אלו ולמצוא שיטת תמחור חדשה שתעמוד גם בכללים של הרשות לניירות ערך ושל הפיקוח על

הבנקים. להערכתנו התוצאה הסופית תהיה שהבנקים יקבלו דמי הפצה מהברוקרים או מחברות הביטוח שיקנו את הקופות והקרנות, ככל הנראה בעמלה קבועה בגין כל השקעה שתועבר על ידי הבנקים כדי למנוע מצב של העדפת קופות או קרנות מסוימות על ידי הבנקים.

אנו מעריכים שלגבי הקופות והקרנות הקטנות לא תהיה בעיה של מתמודדים וכי הקופות והקרנות ששווין עשרות או מאות בודדות של מיליוני שקלים יימכרו בקלות יחסית. הקופות הגדולות של שלושת הבנקים הגדולים יהיו קשות יותר למכירה בגלל סכומי ההשקעה הגדולים שיידרשו.

**קרנות הנאמנות של בנק הפועלים** הניבו בשנת 2003 הכנסות של 243 מ' ש, ובמחצית הראשונה של 2004 הן הניבו 194 מ' ש בגלל הגידול בנכסי הקרנות. בהנחה שהכנסות של 250 מ' ש הן הכנסות מייצגות, ננסה לנתח את הרווחיות עבור קונה פרטי, תחת ההנחות הבאות:

- גם לאחר המכירה כוחם השיווקי של הבנקים יישמר, כך שאנו מעריכים את העמלות שייגבו על ידם בכ-60% מההכנסות שינבעו למנהל הקרן מהכספים שינבעו ממאמצי השיווק של הבנקים.
- הגופים הפרטיים כבר מצליחים לגייס לקוחות בקצב מלא כך ששיקור המסה תמשיך להגיע מכיוון הבנקים, לכן אנו מעריכים ש-80% מהסכומים החדשים שמגויסים יגויסו על ידי הבנקים ועוד 20% יגויסו ממאמצים עצמיים.
- הסכומים הקיימים היום במערכת יוגלגלו במלואם בתוך שלוש שנים, בצורה אחידה לאורך התקופה.

הנחות אלו מביאות לרווח מייצג, החל מהשנה השלישית של כ-47 מ' ש בשנה. תחת הנחה של שיעור היוון של 10% לרווחים אלו שווי כל קרנות הנאמנות של הבנק למכירה הוא כ-580-600 מ' ש.

**בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות** הבנק הציג הכנסות של 390 מ' ש בשנת 2003 ו-168 מ' ש במחצית הראשונה של 2004. אנו מניחים שהכנסות המייצגות הן 370 מ' ש לשנה.

בכלל המערכת, קופות הגמל והפיצויים מהוות כ-62% מכלל הכספים וקרנות ההשתלמות מהוות כ-29%. אנו מעריכים שהמצב בקופות של בנק הפועלים דומה. ההפרדה משמעותית מכיוון שקופות הגמל והפיצויים הן ענף שאינו צומח כרגע ואילו קרנות ההשתלמות הן תחום בצמיחה מהירה. הסיבה לירידה בהיקפי הכספים המופקדים בקופות הגמל היא העובדה שזה היה מוצר כלאיים לטווח של 15 שנים, שאינו חיסכון לטווח קצר אך גם אינו חיסכון לפרשה. קרנות ההשתלמות לעומת זאת נתפשות כאפיק חסכון קצר טווח ומנצלות הטבת מס משמעותית בהפקדות אליהן. היקף הכספים הנזילים בקופות הגמל בבנקים עומד על כ-55%, מול 49% בכלל המערכת, והעובדה שהסכומים הנזילים הניבו תשואות נמוכות גם לאחר הטבת המס גרמו לזליגה של כספים החוצה לאפיקי השקעה פנסיוניים אחרים או במקרה של ירושות לחסכון אחר או אפילו לצריכה. גם במקרה של התדרדרות במצב הכלכלי יכולים הכספים הנזילים לשמש לצריכה. המעבר לניהול תחרותי יותר צפוי לשפר את התמונה.

ההנחות בבסיס התמחור שלנו כאן הן:

- העמלות שיגבו הבנקים יגיעו ל-60% מההכנסות שינבעו למנהל הקרן מכספים שיגיעו אליהן כתוצאה ממאמצי שיווק של הבנקים.
- הגופים הפרטיים כבר מצליחים לגייס לקוחות בקצב מלא כך ששיקור המסה תמשיך להגיע מכיוון הבנקים, לכן אנו מעריכים ש-80% מהסכומים החדשים שמגויסים יגויסו על ידי הבנקים ועוד 20% יגויסו ממאמצים עצמיים.
- קצב הגלגול של הקופות יהיה 15% בשנה, כלומר כל שנה ייפדו/יועברו 15% מהנכסים הקיימים והנכסים החדשים ייכנסו על פי החלוקה בסעיף הקודם.

תחת הנחות אלו, ובהנחה שההכנסות יצמחו ב-4% בשנה שווי קופות הגמל הוא 1.3-1.4 מיליארד ש.

שווין של הקופות והקרנות בספרי הבנק מסתכם במספר מיליוני ש, כך שמרבית תמורת המכירה תוכר כרווח, ובהתאם למדיניות הבנק תחולק כדידידנד.

בהערכתנו הערכנו עסקים כרגיל ולא כללנו את רווח ההון כי הוא מתקזז עם הרווחים השוטפים של הבנק מפעילות זו. להערכתנו הפגיעה בתוצאות הבנק כתוצאה מהאילוץ למכור את קופות הגמל והקרנות תהיה

מזערית, אם בכלל, ותקוזז עם רווחי ההון מהמכירה, כך שלא הכללנו פגיעה בתוצאות הבנק בהערכותינו. כמו כן לא הערכנו גם את מועד המכירה בגלל אי הוודאות הגדולה לגבי המלצות ועדת בכר ויישומן.

## התייחסות לדוחות

הרווח מפעילות מימון של הבנק הסתכם ברבעון ב-1,866 מ' ש, מול הערכתנו לרווח של 1,676 מ' ש. ההפרש נבע בעיקר מהמדד הגבוה ברבעון השני שתרם להון הפיננסי המושקע במגזר הצמוד למדד. כפי שצינו ברבעון הקודם, מספרי ההשוואה לרבעון המקביל, המציגים צמיחה של 11.2% מעוותים את התמונה בגלל התאמות שצריכות להיעשות לרבעון המקביל, והמביאות את הגידול ל-4.8%.

פער הריבית הכולל, כולל השפעת נגזרים, עמד ברבעון השני על 1.71% מול 1.74% ברבעון המקביל אשתקד. הירידה נובעת מהמשך ירידה במרווח השיקלי הלא צמוד ומולה עלייה במרווח הצמוד.

ההפרשה לחובות מסופקים הסתכמה ב-476 מ' ש מול הערכתנו להפרשה של 406 מ' ש. להערכתנו ההפרשה הגבוהה הסתייעה ברווח הגבוה מפעילות מימון. ההפרשה ביחס ליתרת האשראי לציבור עמדה במחצית הראשונה על 0.88%.

ההכנסות התפעוליות גם הן עלו על הערכותינו והסתכמו ב-1,039 מ' ש מול הערכותינו ל-911 מ' ש. ההפרש נובע מגידול בעמלות ניירות ערך, שנובע מהגידול בפעילות בשוק ההון ומרווחים מהשקעות במניות. כתוצאה מהגידול בהכנסות היה גידול גם בהוצאות השכר, שעמדו על 920 מ' ש מול הערכתנו ל-881 מ' ש. הגידול נובע מהפרשה למענק לעובדים כתוצאה משיפור ברווחיות אולם גם מאי ירידה מספקת בהוצאות השכר הקבועות בבנק. הוצאות הפרסום והשיווק גם הן המשיכו במגמת הגידול בגלל התחרות בין הבנקים.

בחלוקה לפי מגזרים בולטת העובדה שרק המגזר העיסקי הציג הפסד, וגם הוא היה מזער, וכאן הפסד נובע מתחום הנדל"ן. נראה שהבנקים הצליחו לייצב את תיק האשראי שלהם ללקוחות העסקיים כך שההפרשות הכבדות והמרווחים הנמוכים כבר אינם מאפיינים את התחום הזה.

הוצאות המיסים עמדו על 41.8% מהרווח לפני מס, פחות מהשיעור הסטטוטורי בגלל רישום הטבת מס בחברה בת שלא נכללה בעבר, שקוזזה בהוצאות בגין הקטנת יתרת המס הנדחה לקבל ב-40 מ' ש בגלל הורדת שיעורי המס העתידיים.

יחס ההוצאה התפעולית להכנסה עמד ברבעון הראשון על 54.3% מול 60.4% ברבעון הקודם ומול 53.6% ברבעון המקביל. השיפור מול הרבעון הראשון נובע מהוצאות השכר הגדולות שהיו ברבעון הראשון. שיעור כיסוי ההוצאות עמד ברבעון השני על 65.9% מול 61.5% ברבעון הקודם ומול 64.8% ברבעון המקביל.

האשראי לציבור נשאר ברמה דומה לרמתו ברבעון הקודם, פיקדונות הציבור גדלו ב-1.5% ביחס לרבעון הקודם, כנראה בגלל המדד הגבוה ברבעון מכיוון שאבסולוטית היקפי הפיקדונות נמצאים במגמת ירידה, עקב מעבר המפקידים להשקעות ישירות בשוק ההון בעקבות השוואת שיעורי המס.

יחס ההון לרכיבי סיכון ממשיך להיות גבוה, ועמד בסוף הרבעון השני על 10.89%, לפני חלוקת הדיבידנד עליו הוכרז בחודש אוגוסט. התשואה על ההון עמדה במחצית הראשונה על 15.3%.

היקף החובות הבעייתיים הציג ירידה קלה, בעיקר בגלל ירידה בחובות בהשגחה מיוחדת שהם החובות הפחות מסוכנים.

היקף קרנות הנאמנות המשיכו לעלות גם ברבעון השני ב-1.5 מיליארד ש ל-33.6 מיליארד. גם חלקה של הקבוצה בסך נכסי קרנות הנאמנות עלה ל-34.8% מרמה של 34.3% ברבעון הקודם לאחר ירידה בנתח השוק במשך מספר רבעונים, בעיקר בגלל מעבר החוסכים להשקעה ישירה בשוק ההון ובגלל התשואות החיוביות ברבעון. היקף קופות הגמל בניהול הבנק גדל גם הוא ב-2 מיליארד ש בעיקר בגלל התשואות ולא בגלל יצירות פנימיות.

## הערכות לעתיד

הרבעון השני של 2004 נהנה מרוח גבית חזקה של מדד גבוה. הרבעון השני אופייני במדד נמוך ואי הוודאות בשווקים מקשה על מתן תחזית לרבעון הרביעי, למרות שאנו מעריכים שגם בו המדד יהיה גבוה. לנוכח זאת הרווח מפעולות מימון של הרבעון השלישי צפוי להיות נמוך יחסית לרבעון השני, מה גם שרווחים מאגרות חוב אינם צפויים להיות גבוהים. סיגנצ'ר צפוי להתחיל לתרום בצורה משמעותית יותר לתוצאות הבנק ברבעונים

הבאים, עם עליית הריבית בארה"ב, אם כי התוצאות שלו יושפעו משינויי שערי המטבע כמו התוצאות של יתר שלוחות הבנק.

ההפרשה לחובות מסופקים צפויה להמשיך ולרדת לכיוון של 0.75, מול 0.88% במחצית הראשונה של 2004.

ההכנסות התפעוליות צפויות לקטון לאחר הצמיחה המהירה של הרבעונים הראשונים בגלל התייבבות הפעילות בשוק ההון ובגלל התחרות המתגברת בתחום מול בנקים אחרים. אנו מעריכים ששיטת סלי העמלות לא תפגע בהכנסות הבנק.

כפי שצינו בפרק על המלצות ועדת בכר, אנו מעריכים שהבנק ירשום רווחי הון גבוהים ממכירת הקופות והקרנות אולם קשה להעריך את העיתוי של המכירה ולכן לא הכללנו את הרווחים מהמכירה בהערכותינו.

הוצאות השכר ממשיכות להעיב על התמונה הוורודה, וימשיכו להיות גבוהות גם ברבעונים הבאים.

טבלה 1: רווח והפסד רבעוני (מ' ש)

4Q 2004E	3Q 2004E	2Q 2004A	1Q 2004A	2Q 2004E	
1806	1752	1866	1727	1676	רווח מפעילות מימון
562	409	476	412	406	הפרשה לחובות מסופקים
					ההכנסות מפעילות מימון בניכוי הפרשות
1244	1343	1390	1315	1270	לחובות מסופקים
728	725	797	796	724	עמלות תפעוליות
15	14	42	18	8	רווחים מהשקעות במניות, נטו
179	175	200	208	179	הכנסות אחרות
922	915	1039	1022	911	סך כל ההכנסות התפעוליות ואחרות
2729	2667	2905	2749	2587	סה"כ הכנסות
33.8%	34.3%	35.8%	37.2%	35.2%	הכנסות/סה"כ הוצאות
921	905	920	1026	881	משכורות והוצאות נלוות
601	594	657	635	613	הוצאות תפעוליות אחרות
1522	1499	1577	1661	1494	סה"כ הוצאות תפעוליות
644	758	852	676	686	רווח תפעולי
0	0	0	0	0	שחיקות והתאמות
300	353	339	299	312	הפרשות למסים
345	406	513	377	375	רווח מפעולות רגילות לאחר מסים
18	18	24	19	11	חלק ברווחי חברות כלולות, נטו
-10	-10	-26	-12	-10	חלק המיעוט
0	100	23	129	0	הכנסות אחרות (נטו)
353	514	534	513	376	רווח נקי

מקור: נתוני החברה, מנורה גאון

טבלה 2 – רווח והפסד (מ' ש)

2006E	2005E	2004E	2003	2002	2001	2000	
7,661	7,402	7,151	6,715	6,320	5,944	5,667	רווח מפעילות מימון
3.5%	3.5%	6.5%	6.2%	6.3%	4.9%	13.1%	שיעור צמיחה
1,465	1,525	1,859	2,359	3,205	1,256	735	הפרשות לחובות מסופקים
							ההכנסות מפעילות מימון
							בניכוי הפרשות לחובות
9,126	8,926	9,011	9,074	9,526	7,200	6,402	מסופקים
3,200	3,122	3,046	2,929	2,896	2,858	2,899	עמלות תפעוליות
							רווחים מהשקעות במניות,
60	60	90	3	-101	-116	85	נסו
793	778	762	733	720	701	693	הכנסות אחרות
							סך כל ההכנסות
4,053	3,960	3,898	3,665	3,515	3,443	3,677	התפעוליות ואחרות
13,179	12,886	12,909	12,739	13,041	10,643	10,079	סה"כ הכנסות
							הכנסות תפעוליות/סה"כ
30.8%	30.7%	30.2%	28.8%	27.0%	32.3%	36.5%	הכנסות
3,698	3,735	3,773	3,526	3,576	3,482	3,420	משכורות והוצאות נלוות
2,667	2,575	2,487	2,433	2,256	2,332	2,127	הוצאות תפעוליות אחרות
6,365	6,310	6,260	5,959	5,832	5,814	5,547	סה"כ הוצאות תפעוליות
3,885	3,527	2,931	2,062	799	2,318	3,061	רווח תפעולי
0	0	0	128	0	0	0	שחיקות והתאמות
1,787	1,622	1,290	861	295	1,042	1,351	הפרשות למסים
							רווח מפעולות רגילות
2,098	1,904	1,641	1,201	503	1,276	1,710	לאחר מסים
							החלק ברווחים, נסו,
80	80	80	63	-58	-287	111	מחברות כלולות
-63	-57	-58	-48	19	-31	-50	חלק המיעוט
0	0	250	13	-114	-16	-46	הכנסות מיוחדות (נסו)
2,115	1,927	1,913	1,229	350	941	1,726	רווח נקי
9.7%	0.7%	55.7%	250.9%	-62.8%	-45.5%	15.1%	שיעור צמיחה
846	771	1,031	730	191	677	638	תשלום דיבידנד
1,269	1,156	882	499	159	265	1,088	יתרת רווח
							רווח תפעולי (לפני
5,350	5,051	4,790	4,421	4,004	3,573	3,797	הפרשות)
54.3%	55.5%	56.6%	57.4%	59.3%	61.9%	59.4%	יחס הוצאות/הכנסות

מקור: נתוני החברה, מנורה גאון

## מנורה גאון בית השקעות

רח' היצירה 29, ר"ג

טלפון: 03 - 6111555

פקס: 03 - 6125544

[mgih@mgih.co.il](mailto:mgih@mgih.co.il)

אתר החברה: <http://www.mgih.co.il>

### מירון קצפ – מנהל המחלקה הכלכלית

טל' 03 - 6111597

[miron@mgih.com.il](mailto:miron@mgih.com.il)

מיקו מור – אנליסט

טל' 03 - 6111598

[mikomo@mgih.co.il](mailto:mikomo@mgih.co.il)

### מחלקת השקעות

### חגית לוין - מנהלת מחלקת השקעות

טל': 03 - 6111534

[hagitl@mgih.co.il](mailto:hagitl@mgih.co.il)

<a href="mailto:talsp@mgih.co.il">talsp@mgih.co.il</a>	טל' 03 - 6111529	מנהל השקעות	טל שפילמן
<a href="mailto:shiri@mgih.co.il">shiri@mgih.co.il</a>	טל' 03 - 6111532	מנהלת השקעות	שירי הייבלום
<a href="mailto:amirsi@mgih.co.il">amirsi@mgih.co.il</a>	טל' 03 - 6111595	מנהל השקעות	עמיר שמחוני
<a href="mailto:oshertu@mgih.co.il">oshertu@mgih.co.il</a>	טל' 03 - 6111540	מנהל השקעות	אושר טובול
<a href="mailto:tzahile@mgih.co.il">tzahile@mgih.co.il</a>	טל' 03 - 6111528	רכז השקעות	צחי ליבוביץ
<a href="mailto:giltz@mgih.co.il">giltz@mgih.co.il</a>	טל' 03 - 6111536	רכז השקעות	גיל צמח
<a href="mailto:yossie@mgih.co.il">yossie@mgih.co.il</a>	טל' 03 - 6111531	רכז השקעות	יוסי אפרתי

### מחלקת ברוקראג'

### שאול זילברשטיין - מנהל מחלקת ברוקראג'

טל': 03 - 6111513

[shaulzi@mgih.co.il](mailto:shaulzi@mgih.co.il)

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. שווקים 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. שווקים בינלאומיים בע"מ, עובדיהן, חברי הדירקטוריון וחברות הקשורות עמן, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לתביעות שינבעו מניתוח זה.