

## קָרְדָן שׁוֹב מַגְדִּילָה הַחֲשִׁיפָה בְּאוֹקְרַאִינָה הַפְעָם בְּמִזְמוֹן

### עֲדֻכּוֹנִים בְּדו"ח

- שִׁנּוּי הַמְלָצָה
- שִׁנּוּי מַחִיר יַעַד
- שִׁנּוּי תַּחֲזִית

### נִתְּנִים עִיקָרִים

תְּשׁוּאָת יֵתֵר	הַמְלָצָה
30.0	מַחִיר יַעַד
24.4	מַחִיר מְנִיָּה
2,732	שׁוּי שׁוֹק (מ' ש"ח)
43.2	גְּבוּהָ 12 ח' (ש"ח)
7.5	נְמוּךְ 12 ח' (ש"ח)
130.1%	שִׁנּוּי 12 חֳדָשִׁים
79.2%	שִׁנּוּי ת"א 100 12 ח'
10,400	מַחֲזוֹר יוֹמִי (א' ש"ח)
ת.יתר	הַמְלָצָה קוֹדֶמֶת
30 ₪	מַחִיר יַעַד קוֹדֶם (ש"ח)
לא מְדוֹרָגֵת	דִּירוֹג מַעֲלָה

קָרְדָן הוֹדִיעָה כִּי TBIF מִתְכוּוֹנֶת לִרְכּוֹשׁ אֶת חֶלֶק הַשׁוֹתֵף בַּבֶּנֶק בְּאוֹקְרַאִינָה וְלִהְיֶיעַ לְאַחֲזָקָה שֶׁל 98% בַּבֶּנֶק הָאוֹקְרַאִינִי. הָעֶסְקָה צְפוּיָה לְהִסְגֵר בְּרֵבֵעוֹן הַשָּׁנִי שֶׁל 2010 לְאַחַר קְבֻלַּת הָאִישׁוּרִים הָרֵגוּלְטוֹרִים בְּעֵנִיין.

**נִזְכִּיר כִּי לְהַעֲרַכְתֵּנוּ מְדוּבָר בְּאַחֲזָקָה הַבְּעִיִּיתִית בִּיּוֹתֵר בְּתִיק הָאַחֲזָקוֹת שֶׁל קָרְדָן. הַבֶּנֶק מְצִיג עֲלִיָּה חֲדָה בְּשִׁעוֹר ה־NPL וְהַפְרָשׁוֹת לְחֻבּוֹת מְסוּפְקִים וּמִתְחִילַת הַשָּׁנָה דִּיוּחַ עַל הַפְסָדִים בְּשִׁעוֹר שֶׁל 28.4 מ' אִירוּ.**

כְּמָה נְקוּדוֹת לְהַתִּיחֶסוֹת :

**מַגְדִּילִים חֲשִׁיפָה, הַפְעָם בְּמִזְמוֹן.** נִזְכִּיר כִּי קָרְדָן הַמִּירָה הַלּוּוֹאֵת בְּעֵלִים לְהוֹן בְּחֻדָּשׁ דְּצֵמְבֵר וְהַגְדִּילָה אֶת חֶלְקָה בַּבֶּנֶק ל־63%. אִזּוּ הִיָּה זֶה אִיתוֹת רָאשׁוֹן לְחֻלְשָׁתוֹ הַפִּינְנָסִית שֶׁל הַשׁוֹתֵף הַמְקוּמִי (אוּ לְרֻצּוֹנוֹ לְצֵאת מִהַשְּׁקָעָה בַּבֶּנֶק) אוֹלָם מְדוּבָר הִיָּה בְּמַהֲלֵךְ לְלֹא הַזְרַמַּת מְזוּמְנִים. הַפְעָם, מְדוּבָר עַל רְכִישָׁה בְּמִזְמוֹן שֶׁל חֶלֶק הַשׁוֹתֵף וְהַזְרַמַּת 24 מ' אִירוּ לְטוֹבַת הָעֵנִיין.

**קָרְדָן רֹכֶשֶׁת בְּמַחִיר מְלֹא.** רְכִישַׁת מְנִיּוֹת הַשׁוֹתֵף מִתְבַּצֵּעַת לְפִי מְכַפִּיל הוֹן שֶׁל 1.1. הַמֵּרַת הַהוֹן בּוֹצְעָה לְפִי מְכַפִּיל הוֹן שֶׁל 1, כֶּךָ שְׂמִדוּבָר בְּתַמְחוֹר גְּבוּהָ יוֹתֵר בְּעֶסְקָה הַנּוֹכַחִית. לְהַעֲרַכְתֵּנוּ, מְדוּבָר בְּתַמְחוֹר גְּבוּהָ יוֹתֵר מִמְכַפִּילֵי הַהוֹן הַנִּתְּנִים כִּיּוֹם לְבִנְקִים בְּאוֹקְרַאִינָה.

**הַגְדֵּלָה שֶׁל הַסִּיכּוֹן בַּחֲבֵרָה .** בְּמִידָה וּיּוֹשֵׁלֵם הַמַּהֲלֵךְ הָרִי שְׁחֲשִׁיפַת קָרְדָן לְבִנְק תַּעֲמוּד עַל כ־81 מ' אִירוּ וּמִשְׁקָלוֹ יַעֲלֶה ל־8% מִתִּיק הָאַחֲזָקוֹת הַכּוֹלָל שֶׁל הַחֲבֵרָה. אִין לְהַתְעַלֵּם מִהָעֲלִיָּה בְּפָרוּפִיל הַסִּיכּוֹן שֶׁל הַחֲבֵרָה עִם הַגְדֵּלַת הַחֲשִׁיפָה לְבִנְק הַמְדָּמָם בְּאוֹקְרַאִינָה.

**לַחֲץ עַל תּוֹצְאוֹת הַחֲבֵרָה בְּטוּחַ הַקָּצֵר .** אֲנוּ סוֹבְרִים כִּי הַבֶּנֶק יִמְשִׁיךְ לְהִצִּיג תּוֹצְאוֹת חֲלָשׁוֹת לְתוֹךְ הַמַּחְצִית הָרֵאשׁוֹנָה שֶׁל 2010. תַּחֲזִית מוֹדִיָּס מְנוֹבֵמְבֵר אֶשְׁתַּקֵּד כּוֹלֵלַת הַמִּשְׁךְ עֲלִיִּית שִׁעוֹר ה־NPL בְּאוֹקְרַאִינָה גַם ב־2010. הַבֶּנֶק עֲצָמוּ מְצוּי בְּהַפְרָשַׁת חֶסֶר לְחֻבּוֹת מְסוּפְקִים (הַפְרָשׁוֹת לְחו"מֵס שֶׁל 12% מוֹל NPL שֶׁל 13.1%). בְּמַצֵּב עֵנִיִּינִים זֶה, קָרְדָן צְפוּיָה לְרִשׁוֹם גִּידוּל בַּחֲלָקָה בְּהַפְסָדֵי הַבֶּנֶק לְתוֹךְ 2010.

**הַנְהַלַּת TBIF מְאַמִּינָה בְּפַעִילוֹת.** TBIF קִיבְּלָה חִזּוֹק מִשְׁמַעוֹתֵי לְשִׁדְרַת הַהַנְהַלָּה עִם מִינּוּי שֶׁל קוֹרֵט גִּיגֵר כִּי"ר הַחֲבֵרָה. מְדוּבָר בְּבִנְקָאֵי מִה־EBRD עֵתִיר נִיסִיּוֹן בְּפַעִילוֹת בְּנִקְאִית בְּמִזְרַח אִירוּפָּה. הַחֲבֵרָה רוֹאָה מוֹל עֵינָיָה פּוֹטֻנְצִיָּאֵל גְּבוּהָ לְפַעִילוֹת הַבְּנִקְאִית בְּאוֹקְרַאִינָה עִם הַתְּאוּשׁוֹת הַכֹּלְכָלָה שֶׁם. מָה נֶאֱמַר, נְקוּוֹה שֶׁהָאוֹפְטִימִיּוֹת בְּמִקוּמָה.

**אֵךְ מַגְזֵר הַבְּנִקְאוֹת בְּאוֹקְרַאִינָה עֲדִיין רְחוֹק מִהַתִּיצְבוֹת.** עַד הַמִּשְׁבֵּר חוּוֹה מַגְזֵר הַבְּנִקְאוֹת בְּאוֹקְרַאִינָה צְמִיחָה מֵהִירָה. נִכְסֵי הַבְּנִקִּים עָלוּ מִרְמָה שֶׁל 48% מִהַתְמ"ג ב־2005 ל־91% מִהַתְמ"ג ב־2009. הַמַּגְזֵר נִפְגַּע קָשָׁה בְּמִשְׁבֵּר וְהוּא עֲדִיין נֶאֱבֵק בְּעֲלִיָּה בְּשִׁעוֹרֵי ה־NPL, חוֹלֶשֶׁת הַמְטָבַע הַמְקוּמִי וְחוֹסֵר הִיצִיבוֹת הַפּוֹלִיטִי בְּמִדִּינָה.

### לְסִיכּוֹם,

**קָרְדָן מְאַמִּינָה בְּפַעִילוֹת הַפִּינְנָסִית בְּאוֹקְרַאִינָה וְהַפְעָם מְזַרִימָה כֶּסֶף מְזוּמֵן לְהוֹצֵאת הַשׁוֹתֵף מֵהַבֶּנֶק הַמְקוּמִי. בְּמַצֵּב הָעֵנִיִּינִים הַנּוֹכַחִי, מְדוּבָר בְּעֲלִיָּה בְּפָרוּפִיל הַסִּיכּוֹן שֶׁל הַחֲבֵרָה וּבְלַחֲץ עַל תּוֹצְאוֹתֵיהָ הַכְּסָפִיּוֹת בְּטוּחַ הַבִּינּוּי.**





### כלל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי				
נאור אל חי מנהל חדר מסחר 03-5653552 <a href="mailto:neor@clal-fin.co.il">neor@clal-fin.co.il</a>		רונן ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 <a href="mailto:ronen@clal-fin.co.il">ronen@clal-fin.co.il</a>		
עמרי ויסמן 03-5653549 <a href="mailto:omriw@clal-fin.co.il">omriw@clal-fin.co.il</a>		אריה לנצברג 03-5653541 <a href="mailto:ariehl@clal-fin.co.il">ariehl@clal-fin.co.il</a>		
חגית דלאל 03-5653543 <a href="mailto:hagitd@clal-fin.co.il">hagitd@clal-fin.co.il</a>				
עשיית שוק		אג"ח		
דרור וסרמן 03-7611905 <a href="mailto:drorw@clal-fin.co.il">drorw@clal-fin.co.il</a>		אסף לוינסון 03-7613702 <a href="mailto:traasafi@clal-fin.co.il">traasafi@clal-fin.co.il</a>		בני סימון 03-7611988 <a href="mailto:benis@clal-fin.co.il">benis@clal-fin.co.il</a>
משה בן אסאייג 03-5653550 <a href="mailto:mosheba@clal-fin.co.il">mosheba@clal-fin.co.il</a>				
דסק בינלאומי				
מריסה בנדר 03-6251014 <a href="mailto:marisab@clal-fin.co.il">marisab@clal-fin.co.il</a>		אלירן אליהו 03-5653646 <a href="mailto:eliran@clal-fin.co.il">eliran@clal-fin.co.il</a>		מישל ספיבק 03-5653540 <a href="mailto:michelles@clal-fin.co.il">michelles@clal-fin.co.il</a>
אבי ויינרב 03-5653556 <a href="mailto:aviwe@clal-fin.co.il">aviwe@clal-fin.co.il</a>				
סער גולן 03-7611987 <a href="mailto:saarg@clal-fin.co.il">saarg@clal-fin.co.il</a>				
אג"ח בינלאומי				
גיא מגן 03-5652565 <a href="mailto:guyma@clal-fin.co.il">guyma@clal-fin.co.il</a>				
יסכה ארז 03-6251024 <a href="mailto:yisca@clal-fin.co.il">yisca@clal-fin.co.il</a>				
מחקר				
גל בר עוזר מחקר 03-7616398 <a href="mailto:galba@clal-fin.co.il">galba@clal-fin.co.il</a>		אבירן רביבו כימיה 03-6274883 <a href="mailto:aviranr@clal-fin.co.il">aviranr@clal-fin.co.il</a>		גל רייטר פרמצבטיקה, אנרגיה 03-7616407 <a href="mailto:galbz@clal-fin.co.il">galbz@clal-fin.co.il</a>
צחי אברהם תקשורת, מזון וטכנולוגיה 03-5652510 <a href="mailto:tsahiav@clal-fin.co.il">tsahiav@clal-fin.co.il</a>				
יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 <a href="mailto:yuvalb@clal-fin.co.il">yuvalb@clal-fin.co.il</a>				
נגזרים				
Back office אתי סאבח 03-7613732 <a href="mailto:etisa@clal-fin.co.il">etisa@clal-fin.co.il</a>		Back office בטי מזרחי 03-5653537 <a href="mailto:betty@clal-fin.co.il">betty@clal-fin.co.il</a>		Back office נדב קליק 03-7611990 <a href="mailto:nadavk@clal-fin.co.il">nadavk@clal-fin.co.il</a>
טיראן מאיר 03-5653560 <a href="mailto:tiranm@clal-fin.co.il">tiranm@clal-fin.co.il</a>				
צחי סוקול 03-7616450 <a href="mailto:tzahiso@clal-fin.co.il">tzahiso@clal-fin.co.il</a>				
מנהלה				
יעל זומר 03-7613654 <a href="mailto:yaelzo@clal-fin.co.il">yaelzo@clal-fin.co.il</a>				
סימה דקל 03-5653557 <a href="mailto:simade@clal-fin.co.il">simade@clal-fin.co.il</a>				

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

**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



## הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

### א. פרטי מכין האנליזה

אבירן רביבו  
ת.ז. 032364846  
רשיון משווק השקעות מספר 6737  
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב  
השכלה - בוגר (BA) במנהל עסקים והיסטוריה, האוניברסיטה העברית ב-ים.  
ניסיון - אנליסט בכלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות, אנליסט בהלמן-אלדובי (2006-2008), מנהל  
תיקי השקעות, פרוקסימה ניהול השקעות (2004-2006)

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:  
כלל פיננסים ניהול השקעות בע"מ  
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב  
טלפון: 03 5653557

### ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום  
של האנליזה.  
אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

### ג. הערות לאנליזה

#### 1. סולם המלצות

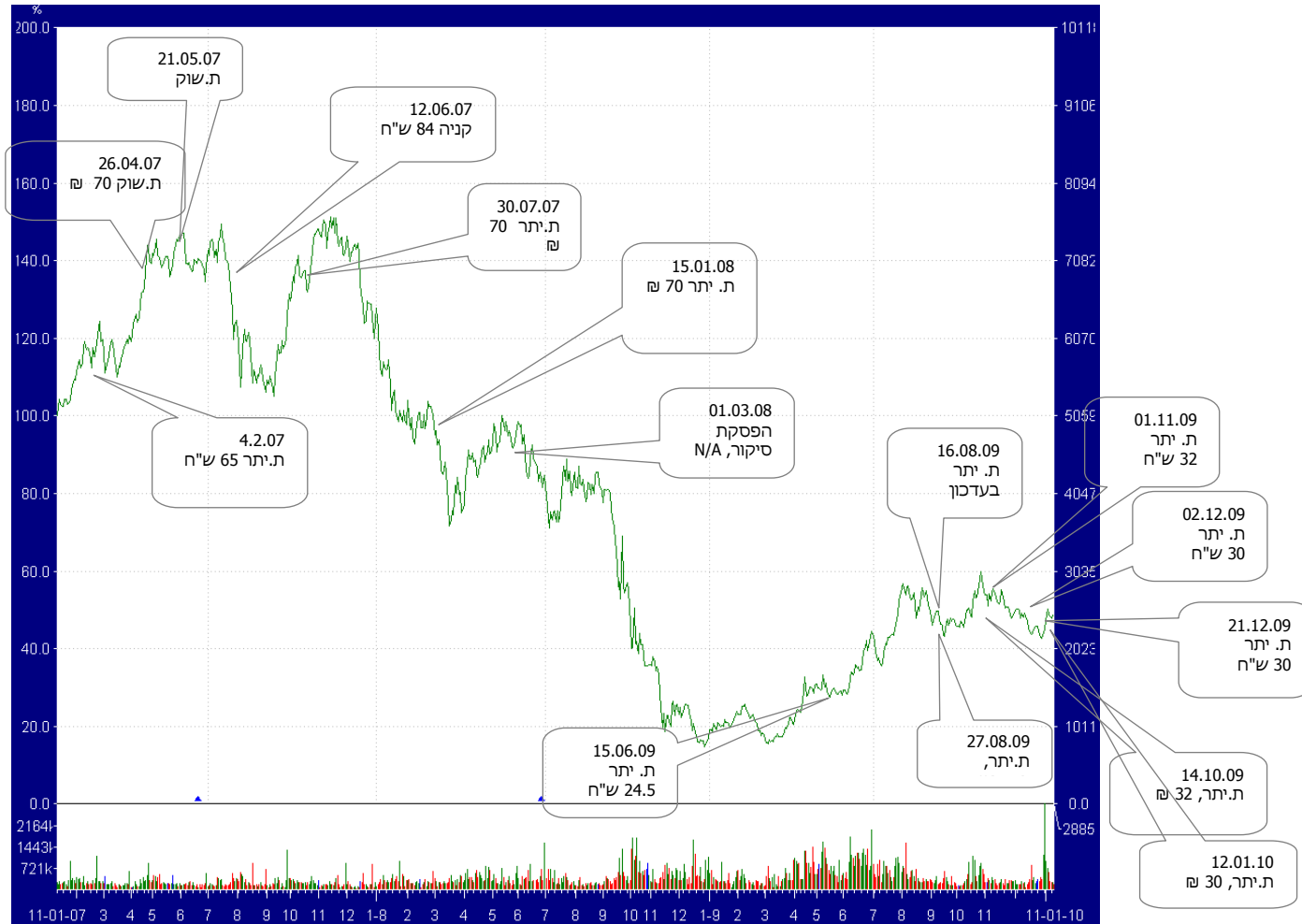
- **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים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

2. גישת הערכת קרדן וקביעת מחיר היעד בוצעה במודל NAV לנכסי החברה.

3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של קרדן:

- המשך החרפת משבר האשראי במדינות הפעילות של החברה.
- ירידה במחירי שוק הנדל"ן במדינות הפעילות של החברה.
- פגיעה בפעילות הרכב והנדל"ן של החברה בישראל.
- פגיעה בנגישות החברה למקורות מימון עתידיים.

4. גרף מנית קרדן ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום ההמלצה



\* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.  
 \*\* הערה – עד ל-03/08 סיקר את החברה האנליסט יובל בן-זאב.

### ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, אבירן רביבו, בעל רשיון מספר 6737, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

אבירן רביבו

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה") להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. התקיימו הנפקות פרטיות של ניירות ערך של קרדן ישראל מקבוצת קרדן, שהתאגיד המורשה או תאגיד קשור שלו ניהל או ייעץ להם, בין לבדו ובין ביחד עם אחרים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של האנליזה.
2. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של קרדן.
3. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם ביום 21.12.09 כעדכון שוטף.

### ו. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח הכלול 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 נשוא דוח זה, ואשר כלל פיננסים 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, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הדעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, 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 נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהולת תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשוא דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל ענין בכלל פיננסים ברוקראז'.

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 וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.