

8 בדצמבר 2004

שלטון – גם בשקלול האפשרות לאי חידוש הסכם החשכ"ל, תמחור השוק משקף רכישה של שקל ב- 70 אג'

2003	2004E*	2005E*	2006E*
85.5	89.7	92.1	93.9
82.2	85.1	88.5	89.8
70.3	71.3	74.5	74.0
36.4	37.5	42.5	44.1
14.0%	12.7%	12.9%	12.2%

* במונחים נומינליים תחת הנחת 2% אינפלציה

נקודות עיקריות:

- אוצר השלטון המקומי עוסק במתן שרותי בנקאות לעיריות ורשויות המקומיות בישראל. בנוסף, משמש הבנק כסוכן החשכ"ל (תוקף הרישיון עד תום 2008) לניהול ההתחשבות ההדדית בין הממשלה לרשויות המקומיות.
- חשיבות הסכם החשכ"ל היא רבה, שכן הוא מאפשר קיזוז ועיכוב כספים המועברים לרשויות מהממשלה, כנגד ההלוואות מהבנק. מסיבה זו, בעת מתן אשראי בתקופת ההסכם, האיתנות הפיננסית של הרשויות השונות פחות רלוונטית, כל עוד החשיפה לא עולה על סך הכסף שהועבר. התוצאה בשטח: הפרשות לחומ"ס ברובן טכניות ונובעות מחשיפה ענפית.
- בשל ההסכם עם החשכ"ל תמהיל האשראי של הבנק שונה מזה שבבנקים המסחריים. אלו משרתים את הרשויות הבינוניות-גדולות ואילו שלטון משרת בעיקר את הרשויות הקטנות-בינוניות אשר נחשבות כבעלות מאפייני סיכון גבוהים יותר.
- בעלת השליטה בבנק הינה קבוצת דקסיה, מן המובילות בעולם והגדולה ביותר באירופה בתחומים רבים של מימון הסקטור הציבורי והמוניציפאלי. התרומה של דקסיה לבנק מושתתת על החוסן הפיננסי שלה, מגוון מוצריה הפיננסיים המתקדמים ועל קשריה הבינלאומיים.
- משבר הרשויות וההסכם שנחתם בגינו בחודש נובמבר, בין איגוד הבנקים ומשרד האוצר שיפר את יכולת הגביה של הבנקים מהרשויות שנכללות במסגרת התיקון לחוק, ולהערכתנו צימצם את רוב הסיכון שנוצר מהתיקון.

המלצה:

- מגוון השירותים הקיימים ואלו החדשים האפשריים במסגרת הרחבת הרישיון מ- 6.03, תשפר את כושר תחרות הבנק למול המערכת. בנוסף, טיפול בהכנסות העצמיות ברשויות (כגון מארנונה ומים) תעלה את איכות הביטחונות, גורם בר חשיבות בעת סיום אפשרי של הסכם החשכ"ל.
- להערכתנו, קיים חסם כניסה גבוה יחסית להסכם עם החשכ"ל, הנובע בין היתר, מניסיונו הרב של הבנק והיכרותו המעמיקה עם הרשויות ומשרדי הממשלה, העלות השוטפת המשולמת לחשכ"ל והאינטרס המובהק של מרכז השלטון המקומי (בעל עניין בבנק), לשמר את המצב הקיים. על כן, אנו מעריכים כי רבים הסיכויים לחידוש ההסכם ב- 2008 על פני הפסקתו.
- להערכתנו, לאחר תקופת קיפאון בפעילות ונוכח ריווחיות יפה לאורך זמן, המצב הנוכחי בתמחור ובאופי פעילות הבנק, דורש ומחייב שינוי. זאת ועוד, אנו מעריכים כי בשנה-שנתיים הקרובות עשויים להתרחש אירועים שימשו זרז לעליה במניה, ביניהם נמנה: איחוד הון והשוואת זכויות, אפשרות של מכירת השליטה ע"י דקסיה לגוף ישראלי ושינוי ניהולי אשר יעודד ניצול הפוטנציאל הגלום ברשיון החדש. כמו כן, איננו שוללים אפשרות של הצעת רכש ע"י דקסיה למניות הציבור כצעד מקדים לשינוי ניהולי ו/או הזרמת הון.
- הונו העצמי של הבנק, צמח מאז שנת 2000 בקצב שנתי של 11%, לעומת שווי השוק שצמח בכ- 2.9% בלבד. תהליך זה הביא את הבנק להיסחר במכפיל הון 0.79 המייצג תשואה אפקטיבית של 17.5% ובמכפיל רווח 6.
- לסיכום, אנו מעריכים כי הבנק נסחר בחסר מהותי שהולך ומתרחב עם הזמן למרות ריווחיות גבוהה ורמת סיכון נמוכה בפעילות. לאור זאת, המלצתנו קניה עם מחיר יעד של 424 ש"ח.

נתוני מניה

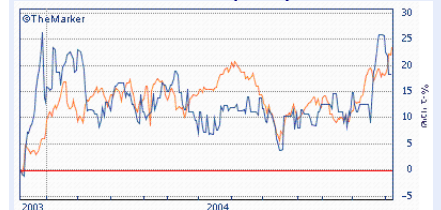
SLTN	סימול
298 ₪	מחיר
424 ₪	מחיר יעד
קניה	המלצה

נתוני מסחר

256	שווי שוק (מל' ₪)*
239/317	52 שבועות ג/נ ₪
178	מחז' יומי ממוצע (אלפי ₪)
0.79	שווי שוק/הון עצמי*
323.0	הון עצמי (מל' ₪)
34.50%	שעור מניות במסחר

* בהתחשב במניות הלא סחירות

גרף מניית שלטון (כחול) מול ת"א 100 (אדום) 12 חוד'



אייל חברוני

03-7968839

eyalh@psagotofek.co.il



תיאור החברה

אוצר השלטון המקומי (להלן: "שלטון") הינו מוסד כספי שנוסד בשנת 1953 ביוזמת מרכז השלטון המקומי. הבנק עוסק במתן שרותי בנקאות לעיריות ורשויות המקומיות בישראל. בנוסף, משמש הבנק כסוכן החשב הכללי במשרד האוצר לניהול ההתחשבנות ההדדית בין הממשלה לרשויות המקומיות. במסגרת ההסכם נקבע כי חלק מהכספים המועברים לרשויות יכול לשמש להבטחת התחייבויותיהן כלפי הבנק. פעילות הבנק מול האוצר מעוגנת בהסכם עד לתום שנת 2008.

הבנק ממשיך בגיוס משאבים פיננסיים ובחיזוק הפעילות העסקית מול המגזר המוניציפאלי. הבנק פועל בשיתוף פעולה עם חברת האם DEXIA CREDIT LOCAL (להלן: דקסיה") להרחבת פעילותו העסקית ומגוון מוצריו וזאת במסגרת היערכותו לסיום ההסכם עם החשכ"ל בשנת 2008. מעורבות דקסיה באה לידי ביטוי גם מבחינה מקצועית לרבות אימוץ שיטות עבודה, נהלי בקרה ותמיכה פיננסית.

בעלות וניהול

בעלת השליטה בבנק הינה דקסיה המחזיקה כ- 59% הון החברה. יתרת האחזקה, כ- 41% נמצאת בידי אומגה והרקוט- 6.5% והציבור- 34.5%. הבנק מנוהל ע"י דוד קאפח מאז 1991.

קבוצת דקסיה האירופאית (בלגית-צרפתית) הינה מן המובילות בעולם והגדולה ביותר באירופה בתחומים רבים של מימון הסקטור הציבורי והמוניציפאלי ובעיקר במימון תשתיות: תחבורה, מים, ביוב, כבישים ופרויקטים ציבוריים אחרים. התרומה של דקסיה מושתתת על החוסן הפיננסי שלה, מגוון מוצריה הפיננסיים המתקדמים ועל קשריה הבינלאומיים.

בנוסף, מסרה דקסיה מכתב תמיכה לבנק ישראל בו ציינה כי למרות שאחריותה המשפטית מוגבלת למניות שלטון שבאחזקתה, היא תדאג לכך שאוצר השלטון המקומי ימשיך לעמוד בהתחייבויותיו.

הרווח הנקי של קבוצת דקסיה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2004 הסתכם בכ- 1.4 מיליארד יורו, הונה מסתכם בכ- 10 מיליארד יורו והיא נסחרת במספר בורסות באירופה לפי שווי שוק של 18.5 מיליארד יורו. התשואה להון של הקבוצה מגיעה ל- 20.4% והיא מדורגת ע"י S&P בדירוג AA.

הבנק הופרט בשנת 2001. השליטה שכללה 11.5% מהון הבנק ו- 53% מזכויות ההצבעה עברה מידיה של המדינה (החבילה כללה את מניות שלטון שהיו בידי המדינה ובידי פועלים, לאומי ודיסקונט) לידיה של קבוצת דקסיה- רואימי תמורת כ- 17 מיליון דולר. כשבוע לאחר המכרז רכשה דקסיה מרואימי כ- 20% מהמניות תמורת 15 מיליון דולר ובתחילת 2003 רכשה את יתרת 20% מניות רואימי תמורת 18.1 מיליון דולר. סך השקעתה של דקסיה בשלטון מסתכמת בכ- 50 מיליון דולר. בין הגופים שהתמודדו והתעניינו ברכישת הבנק נמנים: מבטחים, טפחות, הפניקס, קרדן בנק כרמל, בנק איגוד, הבנק הבינלאומי ועוד.

להערכתנו, תהליך המיזוגים במערכת הבנקאות ימשך גם בעתיד הקרוב. נזכיר כי לאחרונה נמכרה פעילות גחלת- בנק לחסכון לחינוך גבוה ע"י עיריית ת"א לבנק אוצר החייל כנגד מתן הלוואה בגובה החסכונות (כ- 250 מיליון ₪). לפיכך, לא מן הנמנע שנראה את שלטון נמכרת, בסכום המתאים, לקבוצה פיננסית גדולה. חלקה הזעיר של שלטון מעסקי דקסיה ואכזבתה מישראל הנובעת, בין היתר, מהקפאת פרויקטים בתחומי התשתית ומתיקון מס' 31 לחוק יסודות התקציב (פוגע ביכולת הגבייה מרשויות הנכללות במסגרת התיקון), עשוי לשמש זרז למכירתו.

קבוצת דקסיה הינה מן המובילות בעולם והגדולה ביותר באירופה במימון הסקטור הציבורי והמוניציפלי בתחומים רבים

הונה של דקסיה מסתכם בכ- 10 מיליארד יורו. דירוג אשראי AA

להערכתנו, תהליך המיזוגים במערכת הבנקאות ימשך גם בעתיד הקרוב. לפיכך, לא מן הנמנע שנראה את שלטון נמכר, בסכום המתאים, לקבוצה פיננסית גדולה.



גורם ניהולי נוסף המחזיק בזכות למינוי שלישי מהדירקטורים בבנק הוא מרכז השלטון המקומי אשר ביוזמתו נוסד הבנק. מרכז השלטון המקומי בישראל הוא הגוף המאגד ומאחד את כלל הרשויות המקומיות בישראל. תפקידו העיקרי הוא לייצג את הרשויות המקומיות ולקדם את ענייניו בפני גורמי הממשלה השונים. זכויות הניהול של מרכז השלטון המקומי בבנק לצד אינטרס מובהק בפקוח על העברות תקציבי הרשויות עשוי להיות גורם משמעותי בחידוש ההסכם עם החשכ"ל בסוף 2008.

תיאור הפעילות העסקית של הבנק

פעילותו העיקרית של הבנק הינו במתן אשראי לזמן קצר ולזמן ארוך בעיקר לרשויות המקומיות. מימון פעילות זו נעשה ע"י קבלת מקורות כספיים ממשקיעים מוסדיים, פיקדונות מרשויות מקומיות, פיקדונות מיחידים ומחברות אחרות וכן מהונו העצמי של הבנק.

ביוני 2003 ניתן לבנק רישיון מוסד כספי חדש אשר על פיו יכול הבנק להעניק שירותים בנקאים רחבים יותר לקהל לקוחות רחב יותר מבעבר. כמו כן מאפשר הרישיון החדש להרחיב את בסיס מקורותיו. להלן השינויים העיקריים שהתקבלו ברשיון החדש:

- ניהול חשבונות עו"ש (לרבות הפעלת שירותי סליקה בבנק מרכז) של רשויות מקומיות, מפעל הפיס ודקסיה. היתר זה מגדיל משמעותית את יכולת הבנק להתחרות בבנקים הגדולים, וכן מאפשר לו להרחיב את בסיס הכנסותיו התפעוליות.
- הרחבת בסיס הלקוחות להם ניתן אשראי, גם לתאגידים שרשות מקומית מחזיקה בהם למעלה מ- 50%. הרחבה זו מאפשרת לבנק להקטין את תלותו ברשויות המקומיות.
- מתן אפשרות לתיווך בעסקאות כספיות וכלכליות עבור רשויות מקומיות, תאגידים עירוניים ודקסיה.
- הרחבת מקורותיו גם לפיקדונות מיחידים ומתאגידים בסכומים של 1 מיליון ₪ ומעלה. אנו מעריכים כי הרחבה זו הינה מהותית לבנק שכן היא עשויה בעתיד (אם יסתיים ההסכם עם החשכ"ל) להוזיל את עלויות המימון.

להלן תיאור השירותים העיקריים המוצעים ע"י הבנק:

- **ביצוע העברות כספיות**- העברת כספים הדדית בין הממשלה והרשות המקומית. בדצמבר 1998 חתם הבנק על הסכם עם החשכ"ל להסדרת נושא העברת כספי המדינה לרשויות המקומיות וביצוע הלוואות תקציביות לרשויות המקומיות באחריות המדינה באמצעות הבנק.
- שירותים אילו מוגדרים כ"שרות לא עסקי" שכן לא קיימת הכנסה בגינם (הבנק אפילו נדרש לשלם למדינה תמורה שנתית של 3, 5, 7 מיליון ₪ לכל אחת מהשנים: 1999-2001, 2002-2005, 2006-2008). למרות זאת, חשיבותו של הסכם זה לבנק היא רבה, שכן הוא מאפשר קיזוז ועיכוב כספים המועברים לרשויות מן הממשלה, כנגד כספים אותם הלווה הבנק. מסיבה זו האיתנות הפיננסית של הרשויות השונות פחות רלוונטית לגביו בתקופת ההסכם כל עוד החשיפה לא גבוהה מסך הכספים המועברים.
- **מתן אשראי לזמן קצר ולזמן ארוך**- העמדת אשראי לתקופות ארוכות וקצרות ובכפופות לביטחונות ולאישורים, למטרות שונות. בשל ההסכם עם החשכ"ל תמהיל האשראי של הבנק שונה מאילו של הבנקים המסחריים. הבנקים המסחריים משרתים

זכויות הניהול של מרכז השלטון המקומי בבנק לצד אינטרס מובהק עשוי להיות גורם משמעותי בחידוש ההסכם עם החשכ"ל.

ההיתר לניהול חשבונות עו"ש מגדיל משמעותית את יכולת הבנק להתחרות בבנקים הגדולים, וכן מאפשר לו להרחיב את בסיס הכנסותיו התפעוליות. כמו כן הרחבת מקורותיו גם לפיקדונות מיחידים ומתאגידים עשויה בעתיד להוזיל עלויות המימון.

את הרשויות הבינוניות-גדולות ואילו שלטון משרת בעיקר את הרשויות הקטנות- בינוניות אשר נחשבות לבעלות מאפייני סיכון גבוהים יותר.

לקיחת אשראי ברשות מקומית מותנה בקבלת אישורים כחוק ובכלל זה אישור מועצת הרשות המקומית וקבלת אישור ספציפי לכל הלוואה של הגורמים הממשלתיים המוסמכים לגבי היקף האשראי ותנאיו. הגורמים הממשלתיים המוסמכים נותנים את אישורם הספציפי לאחר בחינת יכולת החזר של הרשות המקומית, בחינת המקורות להחזר הלוואה ויתרת האובליגו הכוללת.

- **ניהול חשבון נפרד מיוחד למטרות חינוך ברשות המקומית**- ניהול החשבון נעשה עבור הרשויות המקומיות בהתאם לדרישות חוק הרשויות המקומיות (ייעוד כספי הקצבות למטרות חינוך).
 - **מתן ערבויות**- הענקת ערבויות ביצוע להבטחת מילוי התחייבויות הרשות המקומית לצד ג'.
 - **ביצוע הוראות קבע ותשלומים**- ביצוע העברות בנקאיות על פי הוראות הרשות המקומית, למוטבים שונים.
 - **ניהול חשבונות פיתוח וחשבונות עזר**- אוצר השלטון המקומי מציע ללקוחותיו ניהול חשבון פיתוח נושא רווחים, בתנאי שירות של בנקאות פרטית המתמחה בענייני השלטון המקומי. החשבון הייעודי מאפשר ניהול ומעקב כספי אחר ביצוע פרויקטים ברשות המקומית.
 - **מימון פרויקטים**- רשויות מקומיות, חברות כלכליות עירוניות- לאוצר השלטון הכלים לבניית מסגרת מימון לפרויקטים בשילוב אשראי ומקורות עצמיים של הרשות ליישום מודולרי.
 - **קבלת פיקדונות**- קבלת פיקדונות מעיריות, מועצות מקומיות ואזוריות, איגודי ערים, חברות עירוניות, כלכליות, תאגידי שלטון מקומי, משקיעים מוסדיים. כמו כן קבלת פיקדונות מתאגידים אחרים ומיחידים בסכומים של 1 מיליון ₪ ומעלה. הפיקדונות מניבים תשואה ריאלית הגבוהה מן המקובל בענף הבנקאות ומאופיינים ברמת גמישות גבוהה, בהתאם לטווח ההשקעה וסכומה.
- לסיכום, מגוון השירותים הקיימים ומגוון השירותים החדשים שינתנו בעקבות קבלת הרישיון החדש (חשבונות עו"ש וחשבונות מרכזים לגביית הכנסות עצמיות) מקטינה את החיסרון לגודל ומגדילה את כושר התחרות מול הבנקים המסחריים. בנוסף טיפול בהכנסות העצמיות מעלה את איכות הביטחונות דבר המקבל משנה תוקף עם סיום ההסכם עם החשכ"ל בסוף 2008.

הרשויות המקומיות- נקודות עיקריות

בישראל כיום 266 רשויות מקומיות, מתוכם: 70 ערים, 140 מועצות מקומיות, 54 מועצות אזוריות ו- 2 מועצות תעשייתיות. בסקטור המוניציפאלי בישראל קיימת שונות רבה בין הרשויות המקומיות ברמת המשאבים, היקפי התקציב השוטף והפיתוח, דרכי הניהול, גירעונות/עודפים בתקציב, תשתיות ונכסים.

הרשות המקומית מספקת לתושביה מכלול שירותים ציבוריים כגון: חינוך, תברואה, מים וביוב, תרבות, רווחה וכו'. בנוסף הרשויות המקומיות באמצעות תקציבי הפיתוח עוסקות בביצוע עבודות תשתית, הקמת מבנים ציבוריים, ביצוע עבודות פיתוח ועוד עבודות יזומות אד הוק שאינן במסגרת התקציב רגיל. חלק מפעילויות אילו ממומן במלואו ע"י



הרשות, תוך גבייה פרטנית מתושבים הקשורים לפרוייקט וחלק ע"י הממשלה באמצעות משרדים שונים.

משרד הפנים נותן מענקים לרשויות לשם מימון כולל של פעילויות הרשויות. בחלקם, מיועדים המענקים לגישור על פערים בין ההכנסות של הרשויות לבין סל השירותים המינימלי שעל הרשויות להעניק לתושביהן.

מימון הרשות המקומית נעשה באמצעות שני סוגי תקציב:

- תקציב רגיל- תקציב הכולל את השירותים המסופקים על ידי הרשות המקומית.
- תקציב בלתי רגיל- תקציב המשמש לפעילות הפיתוח והתשתית המבוצעות על ידי הרשות המקומית

במהלך שנת 2003 הוחלט על קיצוץ חד בהיקף העברות הכספים מהמדינה לרשויות המקומיות, שיושם כבר במהלך אותה שנה. הקיצוץ לא לווה בתקופת הכנה והיערכות מצד הרשויות המקומיות והביא רשויות מקומיות רבות להיקלע למשבר כספי.

על רקע בעיות תקציב ופיגור בתשלומי שכר בחלק מהרשויות המקומיות, אישרה הכנסת את תיקון 31 לחוק יסודות התקציב. החוק מנסה ליצור מנגנון תפעולי בשלבים להבראת רשות מקומית הנמצאת במשבר חמור הבא לידי ביטוי בפיגור בתשלום משכורות לעובדים. החוק אמור בדומה לחברות בקשיים לאפשר תפקוד שוטף על ידי מתן הגנה זמנית מפני עיקולים ושעבודים על כספים בחשבונות נפרדים לתקופה מוגבלת. מחשבונות אילו תאפשר תשלום עבור הוצאות שוטפות ובכללן: הוצאות שכר, כיסוי הוצאות פרישת עובדים על פי תוכנית ההבראה, החזר האשראי המיועד לכיסוי הגירעון המוכר ולהחזר הלוואת שעה ותשלום הוצאות חיוניות.

ה משמעות העיקרית של התיקון לחוק היא כי לא ניתן לפתוח או להמשיך בהליך מימוש שעבוד קודם בנוגע לכספים שבחשבון המיוחד במהלך ששה חודשים. יחד עם זאת, תוקף השעבודים הקיימים לא נפגע.

כתוצאה ממו"מ בין איגוד הבנקים ומשרדי האוצר והפנים הצהירה המדינה על מדיניות שעקרונותיה העיקריים הן:

- מדיניות משרד הפנים היא לפעול לכך שהרשויות המקומיות הזקוקות לכך, תכנסנה למסגרת התיקון עד לסוף 2004.
- הריבית השוטפת והפרשי ההצמדה בגין הלוואות שניתנו טרם החלת התיקון יוגדרו כהוצאות חיוניות.
- חוב בפיגור אשר לו שיעבוד כדין ייכלל במסגרת הגירעון המוכר ותינתן אפשרות לפרוע את הפיגור מתוך כספי ההבראה.
- לא תהיה יוזמה להארכת תוקף החשבון המיוחד מעבר לשישה חודשים.

עקרונות אילו שיפרו את יכולת הגביה של הבנקים מהרשויות שנכללות במסגרת התיקון, ולהערכתנו צמצמו חלק ניכר מסיכון האשראי שנוצר בגין התיקון.

לסוף אוקטובר, מתוך כ- 100 רשויות שחתמו על תוכנית הבראה, ל- 39 רשויות יושם המנגנון שנקבע בתיקון 31 לחוק התקציב (פתחו חשבון מיוחד וחשבון הבראה). רשויות אילו מאופיינות בדרך כלל כרשויות קטנות, בדירוג סוציו- אקונומי נמוך, כך שחלקן באשראי הבנקאי נמוך.

יש להבחין בין רשות מקומית החותמת על תוכנית הבראה לרשות מקומית שחלים לגביה המנגנונים של התיקון לחוק:

- **תוכנית הבראה לרשות מקומית**, כוללת פרט להתייעלות תפעולית גם הגדלת התמיכה הממשלתית לכיסוי הגרעון השוטף. על כן יתכן אף במקרה כזה, שיפור באיתנות הלווה.
- **רשות הבוחרת להחיל לגביה את המנגנונים של התיקון לחוק** מחויבת לאשר תוכנית הבראה ולהסכים למינוי חשב מלווה. הגברת הפיקוח עקב מהלכים אילו עשויה לשפר את איכות הניהול ברשויות אלו בעתיד. להערכתנו, סיכון האשראי



העיקרי צפוי להתבטא בפיגור בגביית תשלומי קרן שוטפים של אשראי ישן ובמקביל מקטין את הסיכון על אשראי חדש. נציין כי משמעות התיקון לחוק היא כי לא ניתן לפתוח או להמשיך בהליך למימוש שעבוד קודם בנוגע לכספים שבחשבון המיוחד במהלך ששה חודשים. יחד עם זאת, תוקף השעבודים הקיימים לא נפגע.

חשבונות ההבראה/מיוחד/הוצאות דחופות יפתחו ויונהלו, בהתאם להוראות החוק באוצר השלטון המקומי בלבד. לבנק קיימת עדיין, זכות הקיזוז לגבי האשראי הישן מהעודפים שיוצרו בחשבונות הנ"ל.

אסטרטגיה וניתוח SWOT

אסטרטגיית הבנק מבוססת בין היתר על ההיערכות לסיום ההסכם עם החשכ"ל בתום 2008. כחלק מהיערכותו שם לו הבנק למטרה להגדיל את הונו והיקפי פעילותו ולהרחיב את מגוון השירותים למימון רשויות מוניציפליות ופרויקטים תשתיתיים לאומיים. על מנת להתגבר על מגבלות הונית (בעיקר מגבלת לווה בודד) נעזר הבנק בשירותי חברת האם דקסייה בדרך של העמדת ערבויות בנקאיות על ידה.

מניתוח ה-SWOT עולה כי **חוזקותיו** העיקריות של הבנק טמונות בקשרים עם בעלת השליטה דקסייה, מבנה עלויות מצומצם הכולל כ- 26 עובדים בלבד וסניף אחד, ניסיון עשיר והכרות מעמיקה עם המגזר, הסכם עם החשכ"ל עד לתום 2008 המחזק את מערך הבטחונות שלו, עצם היותו של מרכז השלטון המקומי בעל עניין בבנק מגדיל להערכתנו את הסיכויים לחידוש ההסכם עם החשכ"ל. כמו כן מכתב תמיכה שמסרה דקסייה בו ציינה כי תדאג לכך שאוצר השלטון המקומי ימשיך לעמוד בהתחייבויותיו מהווה חוזקה נוספת.

חולשות הבנק מתמקדות בגיוס מקורות יקר יותר מאשר לבנקים הגדולים ומגבלת לווה בודד המהווה מגבלה בפעילות מול הרשויות הגדולות. כמו כן, הגבלת פעילותו למגזר בודד מהווה חולשה ביחס לענף אשר היום יותר מבעבר מדגיש גיוון עסקי כדרך לפיזור סיכונים ורווחיות יציבה וגבוהה. בנוסף, היעדר ידע וניסיון של ההנהלה בסקטורים אחרים מהווה חסם להתפתחות עתידית.

ההזדמנויות העומדות בפני הבנק כוללות את המשך הרחבת מגוון השירותים למגזר המוניציפאלי והרחבת בסיס האשראי גם לרשויות גדולות וזאת בהתבסס על החוסן הפיננסי, ניסיונה והתמחותה של דקסייה. נציין כי תהליך הקיצוץ בהיקף העברות הממשלה לרשויות המקומיות מוביל לגידול הביקוש לאשראי גם בקרב הרשויות המקומיות בעלות דרוג האיתנות הגבוה ועל כן יוצר הזדמנות לגיוון תיק האשראי, צמיחתו וטיובו. כמו כן, הזדמנות נוספת יכולה לבוא מרכישתה (מדקסייה) ע"י גוף פיננסי ישראלי, והצפת הערך הגלום בה וזאת כחלק מתהליך הקונסולידציה הנמשך בענף.

האיומים העיקרים העומדים בפני החברה כוללים בעיקר את אי חידוש ההסכם עם החשכ"ל והמשך הרעה במצב הסקטור המוניציפאלי.

על מנת להתגבר על מגבלות הונית (בעיקר מגבלת לווה בודד) נעזר הבנק בשירותי חברת האם דקסייה בדרך של העמדת ערבויות בנקאיות על ידה.

חוזקותיו העיקריות של שלטון טמונות בקשרים עם בעלת השליטה דקסייה ומבנה עלויות מצומצם הכולל כ- 26 עובדים בלבד וסניף אחד

תהליך הקיצוץ בהיקף העברות הממשלה לרשויות המקומיות מוביל לגידול הביקוש לאשראי גם בקרב הרשויות המקומיות בעלות דרוג האיתנות הגבוה ועל כן יוצר הזדמנות לגיוון תיק האשראי, צמיחתו וטיובו.

תמצית ניתוח דוחות כספיים

להלן טבלה המפרטת נתונים מאזניים עיקריים:

CAGR	2000	2001	2002	2003	09/04	נתונים מאזניים (מיליוני ₪)
10.9%	1,532	1,727	1,932	2,227	2,256	אשראי לרשויות ולמוסדות מוניציפאליים
	1.6%	12.7%	11.9%	15.3%	1.3%	גידול %
23.8%	912	1,084	1,402	1,861	2,031	פיקדונות
	35.2%	18.9%	29.3%	32.7%	9.2%	גידול %
-19.9%	643	542	444	345	280	שטרי הון
	-15.1%	-15.8%	-18.0%	-22.4%	-18.7%	גידול %
11.0%	218	237	260	297	323	הון עצמי
	12.1%	12.6%	12.2%	11.8%	12.2%	שיעור הון עצמי מהמאזן
	1,808	1,888	2,130	2,520	2,656	סך הכל מאזן

האשראי לרשויות מקומיות ומוסדות מוניציפאליים גדל בשלוש הרבעונים הראשונים של 2004 בכ- 1.3% בלבד, זאת לעומת גידול של 15.3% בשנת 2003 ולעומת ממוצע שנתי של כ- 10.9% משנת 2000 (קצב גבוה מהותית מזה של הבנקים הגדולים). הגידול הנמוך יחסית בהיקף האשראי נובע ממדיניות שמרנית של הבנק אשר במסגרתו עוקב הבנק בצורה רציפה אחר מצב הלקוחות, פורע אשראי במידת הצורך, ונמנע ממתן אשראי לרשויות מקומיות במשבר כספי חמור.

בשנת 2003 גדל האשראי הכולל של המערכת הבנקאית (שלטון וחמשת הבנקים הגדולים) בכ- 3%. היקף האשראי של שלטון גדל בכ- 15.3% לעומת גידול של 0.5% של שאר המערכת בעקבות כך עלה חלקו של שלטון מהאשראי הכולל ל- 19% לעומת 17% בשנת 2002. המממנים העיקריים של הרשויות העיקריות הינם פועלים ולאומי אשר חלקם עמד בתום 2003 על כ- 41% ו- 32% בהתאמה.

הפיקדונות כוללים פיקדונות של רשויות מקומיות, מפעל הפיס, מוסדות פיננסיים, חברות, גופים מוסדיים ואחרים. אנו רואים כי לאורך התקופה עולה בהתמדה (ממוצע שנתי של 23.8% משנת 2000) לעומת ירידה מתמדת בהיקף שטרי ההון (ממוצע שנתי של כ- 19.9% משנת 2000). שטרי ההון הינם נדחים מפני תביעות של כל בעלי הפיקדונות שניתנו לחברה וכן מפני תביעות הממשלה בין פיקדונותיה בחברה. על כן שטרי ההון מסוכנים יותר. נכון לדצמבר 2003 מח"מ שטרי ההון עמד על 2.85 שנים.

תהליך החלפת שטרי ההון בפיקדונות נובע להערכתנו מחששות המשקיעים להשקיע בכתבי התחייבויות נדחים שמועד פירעונן הינו לאחר 2008, סיום ההסכם עם החשכ"ל. נציין כי שטרי ההון אינם נכללים בחישוב ההון המשני. לפיכך ההון לצורך חישוב יחס הלימות ההון כולל הון ראשוני בלבד (למעט סכום נמוך של 2.7 מיליון ₪ המייצג הפרשה כללית לחומ"ס).

יחס הלימות ההון עמד בספטמבר 2004 על כ- 23.93% לעומת 21.68% בדצמבר 2003. יחס ההון המזערי שנקבע לחברה עומד על 12% לעומת 15% במסגרת הרישיון הקודם. נציין כי במסגרת מתן הרישיון החדש בספטמבר 2003 הופחת יחס ההון המזערי ע"י המפקח על הבנקים מ- 15% ל- 12%. הפחתת יחס ההון המזערי לשלטון, על רקע הידוק הרסן על כלל המערכת משקפת להערכתנו (כנראה גם להערכת המפקח), את השיפור בחוסנו הפיננסי של הבנק ובמעמדו.

ההון העצמי של הבנק הסתכם בכ- 323 מיליון ₪, כ- 12.2% מהמאזן. קצב גידול ההון משנת 2000 עומד על 11% והוא נובע בעיקר מהוספת רווחי הבנק. לבנק אין מדיניות דיבידנד מוצהרת והוא אינו נוהג בד"כ לחלק דיבידנד. בינואר השנה חילק הבנק לראשונה מזה זמן רב דיבידנד בשיעור נמוך של 1.6%.

**יחס הלימות הון של כ- 24%
 לעומת יחס נדרש של 12%**



להלן טבלה המפרטת את נתוני הרווח והפסד העיקריים:

CAGR	2000	2001	2002	2003	1-9/04	נתוני רווח והפסד (מיליוני ₪)
8.5%	66.4	66.5	69.5	85.5	68.9	רווח מפעולות מימון לפני הפרשה לחומ"ס
	3.8%	3.5%	3.5%	3.7%	3.6%	רווח מפעולות מימון לפני הפרשה לחומ"ס
						ביחס ליתרת נכסים ממוצעת
	4.9	14.5	9.2	3.3	4.4	הפרשה לחומ"ס
	0.32%	0.84%	0.48%	0.15%	0.18%	שיעור הפרשה לחומ"ס מתיק אשראי
19.6%	12.7	12.6	11.7	11.7	19.5	רווח מפעולות מימון לאחר הפרשה לחומ"ס
-2.2%	12.7	12.6	11.7	11.7	8.7	הכנסות תפעוליות
	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	יחס הכנסות תפעוליות ליתרת נכסים ממוצעת
11.4%	15.5	17.8	21.7	23.6	17.9	הוצאות תפעוליות (כולל תשלום לחשכ"ל)
	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%	יחס הוצאות תפעוליות ליתרת נכסים ממוצעת
	81.9%	70.8%	53.9%	49.6%	48.6%	יחס ניסוי תפעולי
	510.3%	444.4%	374.2%	411.9%	433.5%	יחס יעילות תפעולית
8.1%	29.8	18.9	23.1	36.4	30.5	רווח נקי
	15.8%	8.7%	9.7%	14.0%	13.7%	תשואה להון
	18.4%	15.3%	13.6%	15.3%	15.7%	תשואה להון בנטרול הפרשה נוספת לחומ"ס

לחברה רמת מרווחים גבוהה ביחס למערכת הבנקאית. המרווח הפיננסי (רווח מפעולות מימון לפני הפרשה לחומ"ס לחלק ליתרת נכסים ממוצעת) עמד בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה על כ- 3.6% לעומת כ- 3.7% בכל שנת 2003 ולעומת כ- 2.7% של חמשת הבנקים הגדולים. יחד עם זאת, בניכוי התשלום לחשב הכללי עמד המרווח הפיננסי בשלושת הרבעונים הראשונים על כ- 3.3% לעומת כ- 3.4% בכל שנת 2003.

ההפרשה לחובות מסופקים כוללת הפרשה נוספת בלבד וזאת עקב הריכוזיות הענפית. בהתאם להוראות המפקח ההפרשה לחומ"ס הנובעת מריכוזיות ענפית עומדת על 1.5% מסך תיק האשראי שניתן החל מאפריל 2002. לבנק אין חובות מסופקים ספציפיים בגין אשראי שניתן על ידו ועל אחריותו.

בהתחשב בהשפעות האפשריות על הבנק של יישום תיקון לחוק החליטה ההנהלה לסווג חבויות של מספר רשויות מקומיות כחובות בהשגחה מיוחדת. בנוסף סיווג הבנק חבויות של מספר רשויות כחובות בפיגור זמני. היקף החובות הבעייתיים מהווה כ- 10.5% מהיקף תיק האשראי. ההפרשה הנוספת בגין החובות הבעייתיים מסתכמת בכ- 3.5 מיליון ₪ ומסבירה את הגידול לעומת אשתקד.

ההפרשה הנוספת לא מוכרת כהוצאה לצרכי מיסים. מכיוון שאין בגינה מגן מס השפעתה על הרווח הנקי מהותית יותר. לפיכך לגידול בהיקף האשראי ישנו גם השפעה שלילית הנובעת מביצוע ההפרשה הנדרשת.

ההכנסות התפעוליות כוללות, בין היתר, עמלות מרווח בגין אשראי מפיקדונות שפירעונו מותנה במידת הגבייה. עמלות אילו שהסתכמו ב- 2003 בכ- 5.7 מיליון ₪, נובעות מהסכם הקודם עם החשכ"ל אשר הניב עמלת מרווח של 0.25%. לאור ביטול העמלה בהסכם שנחתם ב- 1998 צפויה עמלת המרווח לקטון במקביל לקצב גביית האשראי שבאחריות הממשלה שניתן עד סוף 1998.

ההוצאות התפעוליות כוללות בנוסף להוצאות שכר ואחרות גם תשלום לחשכ"ל (אשר לא היה קיים בהסכם הקודם) מכח ההסכם שנחתם בגובה 5 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2002-2005 ובגובה 7 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2006-2008. סכומים אילו צמודים למדד ונושאים ריבית ממוצעת של אג"ח ממשלתיות צמודות למדד. התשלום לחשכ"ל בשלושת הרבעונים הראשונים עמד על 5.1 מיליון ₪.

מרווח פיננסי גבוה מהממוצע במערכת

ההפרשה לחומ"ס כולה טכנית עקב ריכוזיות ענפית

היקף החובות הבעייתיים מהווה כ- 10.5% מהיקף תיק האשראי. רובו בהשגחה מיוחדת- דרגת סיכון נמוכה

הרווח הנקי בשלוש הרבעונים הראשונים הסתכם בכ- 30.5 מיליון ₪ המשקף תשואה שנתית להון של 13.7% לעומת רווח של 36.4 מיליון ₪ בכל שנת 2003 המשקף תשואה להון של 14.0%. ראוי לציין כי נוכח יחס הלימות ההון הגבוהה מדובר בתשואה גבוהה ביחס לממוצע חמש הבנקים הגדולים. בניגוד לבנקים המסחריים המנהלים את ההון העצמי (מווסתים ע"י חלוקת דיבידנדים) על מנת למקסם את התשואה להון נאלץ אוצר השלטון לאור מאפייניו הייחודיים ומגבלות הגודל (בעיקר לווה בודד) להחזיק עודפי הון ניכרים.

הערכת השווי

הערכת שווי של הבנק מבוססת על גישת היוון אומדן הרווח המייצג של הבנק. בשל האופי הייחודי של תאגידים בנקאיים, הרווח המתקבל מפעילות שוטפת משמש, בחלקו, למימון הפעילות העתידית של הבנק, קרי הגדלת האשראי לציבור. הרווח מפעילות שוטפת בניכוי הגידול בהון הפעיל (הנדרש למימון הגידול בפעילות הבנק) מייצג את הרווח הראוי לחלוקה (החופשי). שווי הבנק הוערך ע"י היוון הרווח הראוי לחלוקה.

אנו לא ראינו לנכון להוסיף לשווי את עודף ההון הנובע מיחס הלימות ההון הגבוה זאת לאור מגבלת לווה בודד אשר דורש מן הבנק אף הון גבוה יותר. כמו כן לא ראינו לנכון להוסיף לשווי את יתרת הפרשה הכללית והנוספת שכן היא אינה ראויה לחלוקה כדיבידנד. יחד עם זאת, הן עודף ההון הגבוה והן יתרת הפרשה לחומ"ס באו לידי ביטוי בתחשיב המרווח הפיננסי.

לאור אי הוודאות המהותית בנוגע לחידוש ההסכם עם החשכ"ל לאחר תום 2008 התבססה הערכת השווי על שני תרחישים. התרחיש הפסימי מייצג את התרחיש בו ההסכם עם החשכ"ל אינו מתחדש והתרחיש האופטימי מייצג את התרחיש בו ההסכם מתחדש.

ההנחות שנלקחו בבסיס הערכת השווי לכל אחד מהתרחישים מפורטות להלן:

אופטימי	פסימי	
60%	40%	משקולות
2.90%	1.70%	מרווח פיננסי שנה מייצגת
0.08%	0.25%	הפרשה לחובות מסופקים/תיק האשראי שנה מייצגת
4.00%	1.00%	קצב צמיחה של תיק האשראי משנת 2009 ואילך
8.50%	8.50%	שיעור היוון עד תום 2008
8.50%	11.50%	שיעור היוון משנת 2009 ואילך

להלן השיקולים בבחירת רגישות תרחישי המודל:

המשקולות שנקבעו הם 60% לתרחיש האופטימי ו- 40% לתרחיש הפסימי. בקביעת המשקולות התבססנו על חסם כניסה גבוה יחסית להסכם עם החשכ"ל, הנובע בין היתר, מניסיונו הרב של הבנק והיכרותו המעמיקה עם הרשויות ומשרדי הממשלה, העלות השוטפת המשולמת לחשכ"ל, והאינטרס המובהק של מרכז השלטון המקומי שהינו בעל עניין בבנק.

המרווח הפיננסי של הבנק נמצא בתהליך ירידה מזה מספר שנים. תהליך הירידה במרווח, כמו בשאר המערכת נובע בעיקר מירידת המרווחים באשראי השקלי הלא צמוד. עם זאת, קצב הירידה במרווח הפיננסי בשלטון חד יותר משאר המערכת. בין הגורמים לכך ניתן למנות את הרחבת בסיס האשראי לרשויות הגדולות בריביות נמוכות יותר (חלקן אף כנגד ערבות מדקסיה המקטינה את המרווח עוד יותר) ומנגד גיוס פיקדונות במחירים גבוהים יותר עקב הסיום הצפוי של החוזה עם החשכ"ל בתום 2008. תהליך זה ימשיך לשחוק את מרווחי הבנק גם בשנים הקרובות.

תשואה על ההון 13.7% ב-2004
בולט לטובה על רקע הלימות הון גבוהה

אנו מעריכים כי אי חידוש ההסכם עם החשכ"ל יגרום לירידה מהותית במרווח הפיננסי עקב הירידה ברמת הביטחונות, העלייה ברמת הסיכון וכתוצאה מכך עלייה במחיר גיוס המקורות. זאת ועוד, לאור הירידה באיכות הביטחונות יפנה הבנק את האשראי ללקוחות איכותיים יותר תמורת ריבית נמוכה יותר.

גובה הפרשות לחובות מסופקים בטווח הקצר יושפע הן מסיווג חובות נוספים כבעייתיים (או/וגם שינוי לרעה בתמהילם) והן מגידול בתיק האשראי, אלמנטים אילו מצריכים ביצוע הפרשה נוספת לחומ"ס. בטווח הבינוני, לאור הגברת הפיקוח על הרשויות המקומיות ואישור תוכניות ההבראה אנו צופים כי מצבם ישתפר. בתרחיש הפסימי אנו מעריכים עלייה בשיעור ההפרשה זאת עקב ההרעה הצפויה במערך הביטחונות.

קצב צמיחת תיק האשראי יעמוד בטווח הקצר על כ- 5% זאת לאור קיצוצי תשלומי העברה והצורך הגובר של הרשויות לאשראי. בטווח הארוך, אנו מצפים עדיין לצמיחת אשראי גבוהה (גבוהה מן הצמיחה במשק) זאת עקב ההשקעות הניכרות הדרושות במגזר בתחום התשתית. בתרחיש הפסימי אנו צופים ירידה מהותית ביכולת הצמיחה של החברה הנובעת בעיקר בירידה הצפויה בתזרים השוטף היכול לשרת את הצמיחה.

הערכת השווי בוצעה בשיעור ההיוון של 8.5% עד לתום 2008. שיעור ההיוון הנמוך מממוצע השוק נובע בעיקר מערך הביטחונות האיכותי של הבנק. בתרחיש האופטימי הנחנו שיעור ההיוון דומה גם בשנים הבאות זאת לאור השמירה הצפויה על מערך הביטחונות. בתרחיש הפסימי הנחנו שיעור היוון גבוה של 11.5% משנת 2009 ואילך וזאת עקב הפגיעה במערך הביטחונות ותלותו של הבנק במגזר בודד. כמו כן הנחנו צמיחה פרמנטית של 2%, מעבר לתקופת התחזית.

ראוי לציין כי בתרחיש הפסימי הוקטנו הוצאות התפעול בכ- 10 מיליון ₪. הקיטון נובע מהפסקת התשלומים לחשכ"ל. בתרחיש האופטימי הנחנו התייקרות של כ- 2 מיליון ₪ בשנה. אנו מעריכים כי התייקרות נוספת בחידוש ההסכם מוגבלת שכן המרווח הפיננסי בניכוי התשלום לחשב (בשנת 2008) יוביל למרווח הגבוה במעט מהמקובל בשוק.

להלן נתוני סיכום הערכת השווי וניתוח רגישות לשינוי הסתברויות לתרחישים השונים:

שיעור	שווי למניה ₪	שווי הבנק במיליוני ₪	שווי הבנק ביחס להון	תרחיש אופטימי	תרחיש פסימי
3%	301	255	79%	0%	100%
10%	321	273	84%	10%	90%
17%	342	290	90%	20%	80%
24%	362	307	95%	30%	70%
31%	383	325	101%	40%	60%
38%	403	342	106%	50%	50%
45%	424	360	111%	60%	40%
52%	444	377	117%	70%	30%
59%	465	395	122%	80%	20%
66%	486	412	128%	90%	10%
73%	506	430	133%	100%	0%

אנו מעריכים את שווי הבנק בכ- 360 מיליון ₪ או כ- 424 ₪ למניה המשקף מכפיל הון בגובה 1.11. כיום נסחר הבנק לפי שווי המשקף את התרחיש הפסימי בלבד (=אי חידוש ההסכם). להערכתנו, בנוסף לקבלת הרישיון החדש (המאפשר לבנק להגדיל את מגוון

בשקלול 2 התרחישים שווי הבנק מוערך לפי מכפיל הון של 1.11

מוצרינו, את בסיס לקוחותינו ואת בסיס מקורותינו) ההיערכות לקראת סיום ההסכם עם החשכ"ל צריכה להתמקד בהרחבת ההון. אנו רואים פוטנציאל גבוה בכניסה לתחום מימון פרויקטים בתחום התשתית ובשיתוף הפעולה עם חברת האם דקסיה.

להלן טבלה המראה את שחיקת ערך הבנק, יחסית לביצועיו בפועל, בשנים האחרונות:

תמחור שוק	1.9/04	2003	2002	2001	2000	CAGR
רווח נקי	30.5	36.4	23.1	18.9	29.8	8.1%
מנפיל רווח	6.2	6.6	7.5	11.7	7.6	-
הון עצמי (BV)	323	297	260	237	218	11.0%
שווי שוק (MV)*	253	238	173	220	226	2.9%
מנפיל הון (MV/BV)	78%	80%	66%	93%	104%	-
תשוואה להון (ROE)	13.7%	14.0%	9.7%	8.7%	15.8%	-
תשוואה אפקטיבית (ROE/(MV/BV))	17.5%	17.4%	14.7%	9.3%	15.3%	-

* יש לשים לב כי קיימות כ- 799,958 מניות בנות 0.1 ₪ ע.ג אשר אינן רשומות למסחר בבורסה

הטבלה הנ"ל ממחישה את תמחור החסר בו נמצא הבנק. בעוד שהונו העצמי צמח בקצב שנתי של 11% משנת 2000, שווי השוק צמח בכ- 2.9% בלבד. תהליך זה הביא את הבנק להיסחר במכפיל הון של 0.79 המייצג תשוואה אפקטיבית של 17.5% ובמכפיל רווח 6.

למרות שמאז שנת 2000 צמח הרווח הנקי בכ- 8% בממוצע וההון העצמי בכ- 11% בממוצע, שווי השוק עלה רק בכ- 3% בממוצע

להערכתנו האירועים הבאים עשויים לשמש זרז לתיקון תמחור החסר של המניה בשוק:

- איחוד הון והשוואת הזכויות אשר יגדיל את השווי הנסחר (הבורסאי).
- מכירת השליטה בבנק מדקסיה לגוף פיננסי ישראלי כגון: בנקים, קרנות פנסיה או משקיע פיננסי אחר, המחפש פלטפורמה בנקאית.
- שינוי ניהולי בבנק מתוך החלטה להאיץ את מימוש הפוטנציאל הטמון בשינוי תנאי הרישיון של הבנק, שנעשה ביוני אשתקד ועד כה לא טופל כלל.
- עוד תיתכן אפשרות של רכישת יתרת המניות שבידי הציבור ע"י דקסיה, פעולה שתעשה כצעד מקדים לשינויים ניהוליים ו/או הזרמת הון על ידה.

על כל פנים, אנו מעריכים שלאחר תקופת קיפאון בפעילות ונוכח רווחיות יפה לאורך זמן, המצב הנוכחי בתמחור ובאופי פעילות הבנק, דורש ומחייב שינוי. השנתיים הקרובות עשויות להיות אלו שבהם יקרה השינוי כאשר תנאי המשק המראה שיפור עסקי ועליה בביקוש לאשראי ולביצוע פרויקטים מוניציפליים, יתנו את הדחיפה לכך.

לסיכום, למרות הסחירות הנמוכה, המלצתנו למניה היא קניה במחיר יעד 424 ₪ וזאת בשל הדיסקאונט הגבוה, פוטנציאל ההתרחבות הטמון ברישיון החדש, תמיכת דקסיה בבנק (= רמת סיכון נמוכה) ונוכח סיכוי סביר שההסכם עם החשכ"ל יחודש בתום 2008.

לבנק מניות סחירות ומניות שאינן סחירות

ראוי לציין כי הון מניות החברה כולל מניות ממספר סוגים: 1,020 מניות יסוד בנות 0.1 ₪ ע.ג אשר מקנות למחזיקים בהם את הזכות למנות את כל הדירקטורים בחברה וכן את הזכות ל- 51% מכלל הקולות של בעלי המניות.

יתרת המניות הרגילות מקנה למחזיקים בה את הזכות ליתרת- 49% מכלל הקולות של בעלי המניות. גם המניות הרגילות מחולקות ל- 798,938 ע.ג בנות 0.1 ₪ ע.ג ול- 752,831 בנות 1 ₪ ע.ג הרשומות למסחר בבורסה. זכויות ההצבעה מתחלקות באופן יחסי לפי מספר המניות.

באשר לזכויות הדיבידנד ולמניות ההטבה וכן בחלוקת עודפים במקרה של פירוק תהיינה למחזיקי כל המניות לסוגיהן זכויות שוות באופן יחסי לסכום ההון.

בהערכת השווי שביצענו הוספנו פרמיית שליטה של 20% למניות הלא סחירות. חישובנו את השווי למניה ע"י חילוק שווי החברה בסה"כ ע.ג... המשוקלל. נציין כי החברה נערכת להשוואת הזכויות הצמודות למניותיה.

מחלקת מאקרו כלכלה

ורד דר כלכלנית ראשית ואסטרטגית 03-7968833 veredd@psagotofek.co.il	רן בן-חמו 03-7968841 ranb@psagotofek.co.il	ערן דולב 03-7968847 erand@psagotofek.co.il
--	--	---

מחלקת ברוקראז'

שי בן דוד 03-5114720 shaybpsagotofek.co.il	יואל קירש 03-5114710 joelk@psagotofek.co.il	עדי אולסקר 03-5114705 adio@psagotofek.co.il	דוד אדרי 03-5114720 divide@psagotofek.co.il
--	--	---	---

מחלקת מחקר

רוית וולקוביץ'
מנהלת מחלקת מחקר
03-7968830
ravitw@psagotofek.co.il

עדנה ברנר פרמצבטיקה, כימיה, מסחר, מזון 03-7968818 ednab@psagotofek.co.il	אייל חברוני בנקים, נדל"ן, שרותי תקשורת 03-7968839 eyalh@psagotofek.co.il	שחר ברנר אחזקות, ביטחוניות, תעשייה 03-7968837 shaharb@psagotofek.co.il	גרי רסקין טכנולוגיה 03-7968838 garyr@psagotofek.co.il
--	--	--	---

ערות וביאורים לגבי הד"ת.

**מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים.
סולם המלצות**

קנייה חזקה (Strong Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחרגה על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
קנייה (Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
תשואת יתר (Outperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
תשואת שוק (Marketperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
תשואת חסר (Underperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
מכור (Sell) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.
קנייה ספקולטיבית (Speculative Buy) – המניה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הבאים באם תתקיים התפתחות תלויה

Disclaimer

דוח זה הינו כרושה של פסגות אופק ניירות ערך והשקעות בע"מ (להלן-"פסגות אופק"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את כל, או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי החברה ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו 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 מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות אופק ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיקו הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות אופק לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. פסגות אופק ו/או חברות בנות שלה ו/או חברות הקשורות אליה (להלן - "התאגידים") ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות התאגידים הנ"ל ניירות הערך של מי מהחברות, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהחברות. כמו כן, עשויים מי מהנ"ל לפעול בניירות הערך של מי מהחברות נשואי דוח זה, על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן ו/או ברכישתן, חרף האמור בדוח זה, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתקף היות פסגות אופק חברה בקבוצת בנק לאומי לישראל בע"מ, חברות בשליטת בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמהם, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואות דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. אין לראות בדוח זה ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.