

גדעון לינדנבאום מועד פרסום: 05.01.2009

**תחילת סיקור**

**תשואת שוק**

**סיכון גבוה**

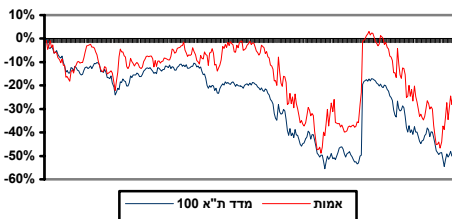
מחיר היעד: 8.52 ₪  
מחיר נוכחי: 6.35 ₪

תחילת סיקור

**נתוני מסחר:**

מספר נייר	1097278
סימול	AMOT -IT
טווח מחיר המניה (52 שבועות):	4.40-8.53 ₪
שווי שוק נוכחי:	224.2 מיליון US\$
מכפיל רווח 4 רבעונים:	4.49
מכפיל הון:	0.52
מחזור יומי ממוצע (3 ח'):	705.2 מיליוני ש"ח
מדד ת"א 100:	590.67 נקודות
משקל במדד ת"א 100:	----

ביצועי המניה (12 חודשים)



**תיאור החברה:**

אמות מהווה זרוע הפעילות של אלוני חץ בנדל"ן בישראל. בבעלותה נכסים מניבים הכוללים מבני משרדים, פארקים תעשייתיים, מרכזים מסחריים, מרכזים, תחנות מרכזיות ומבני תעשייה. בבעלותה כ-83 נכסים.

**בעלי מניות עיקריים:**

אלוני חץ	73.4%
כלל ביטוח גמל	6.1%
כלל ביטוח משתתפות	3.2%
הון צף	17.3%

**אמות**

**תחילת סיקור בהמלצת "תשואת שוק"**

**פעילות החברה:**

אמות, זרוע הפעילות של אלוני חץ בישראל, פועלת בעיקר בהשכרה, ניהול ואחזקה של נדל"ן מניב במספר תחומים: משרדים, מרכזים מסחריים, תחנות מרכזיות, סופרמרקטים ופארקי תעשייה. עיקר נכסיה של החברה הינם במרכז הארץ ובהם שיעורי תפוסה גבוהים (כ-96%). בין נכסיה הבולטים בית אמות משפט, בית אמות ביטוח, קניון ערים כפר סבא, קניון קרית אונו ומגדל אמות.

**משרדים, פארקים תעשייתיים וקניונים:**

פעילויות המשרדים והפארקים התעשייתיים של אמות מרכזות ביחד כ-70% מהשטחים העיליים שברשותה ותורמות כ-50% מהכנסות החברה מדמי שכירות. פעילות הקניונים תופסת כ-15% מהשטחים להשכרה ומהווה כ-33% מההכנסות מדמי השכירות.

**פרויקטים בפיתוח:**

קיימים שישה פרויקטים בתהליכים של ייזום ובניה. ההיקף הכולל של הפרויקטים צפוי להסתכם ב-180,000 מ"ר מתוכם חלקה של אמות כ-135,000 מ"ר. חלקה של אמות בהשקעה צפוי להסתכם בכ-1.2 מיליארד ₪ אך לעת עתה, נראה כי מרבית הפעילות הוקפאה.

**חלוקת דיבידנדים:**

החברה חילקה דיבידנד מיוחד בסך 3.19 ₪ למניה בנוסף לדיבידנד הרגיל, בסך 11 אג' למניה, שנקבע בתחילת השנה. בהתייחסו לדיבידנד המיוחד ציין יו"ר החברה מר נתן חץ כי לאור קופת המזומנים בהיקף של כ-810 מיליון ₪, חלוקת הדיבידנד לא תפגע ביכולת הפירעון החובות של החברה ובתזרים המזומנים שלה.

**חידוש שכירויות:**

כמחצית מחוזי השכירות מסתיימים ב-2008 ו-2009. בחברה סיימו לטפל במחזור של 2008 ועובדים כבר על שנת 2009.

**לחברה מדיניות דיבידנד מוצהרת לשנתיים הקרובות**

להערכתנו, שוויה הכלכלי למניה של החברה מבטא פרמיה של 34% מעל למחיר המניה בשוק. אנו סבורים, כי לאור רמת הסיכון הגלומה כיום בהשקעה במניות הנדל"ן בישראל וכל עוד לא יחול מפנה בסביבה העיסוקית, תתקשה מניית אמות לסגור פער זה. לאור האמור לעיל ולנוכח העובדה שהמלצותינו מתייחסות לטווח השקעה של שנה קדימה, אנו מעניקים למניית החברה המלצה של **"תשואת שוק"** בסיכון גבוה.

**נתונים עיקריים (מיליוני ש"ח למעט רווח למניה)**

2007A	Q3/07	Q3/08	במיליוני ₪
244.3	62.0	81.0	הכנסות משכירויות וניהול
30.4	8.3	11.5	עלות השכרת נכסים והפעלתם
<b>214.0</b>	<b>53.7</b>	<b>69.5</b>	<b>רווח מהשכרת הנכסים</b>
278.4	58.6	0.4	התאמה בשווי הון
109.6	34.3	65.0	הוצאות מימון, נטו
<b>303.4</b>	<b>61.7</b>	<b>5.5</b>	<b>רווח נקי</b>
-	-	-91.1%	שינוי ברווח הנקי

**ראה פיסקת גילוי נאות בעמוד 13**

## אמות-תאור הקבוצה

חברת אמות עוסקת בניהול ואחזקה של נכסים בארץ וכן ברכישה ייזום ופיתוח של מקרקעין לצרכי השכרה. בשליטת אמות כ-83 נכסים מניבים בשטח כולל של כ-404 אלפי מ"ר וכ-136 אלף מ"ר חניות מקורות. שיעור התפוסה בנכסים אלה נכון לסוף הרבעון השלישי עומד על כ-96%. אמות מכרה במהלך 2007 את שארית אחזקותיה בנדל"ן בקנדה וזאת בהמשך לתהליך הפרידה מעוגן נדל"ן מניב. בכך הושלם המהלך האסטרטגי הממצב את אמות כזרוע הפעילות של אלוני חץ בנדל"ן בישראל. תהליך הפרידה מעוגן נדל"ן מניב אפשר לאמות להמשיך ולהתפתח מבלי להיות תלויים בבעלי עניין נוספים. פעילות החברה מתמקדת כיום בחמישה תחומים מרכזיים: פארקים תעשייתיים, משרדים, קניונים ושטחי מסחר, תחנות מרכזיות וסופר מרקטים. נכסי החברה פרוסים על פני כל המדינה, מכרמיאל ועד דימונה, לפי החלוקה הבאה:

### אזורים גיאוגרפיים

אחוז מסך שטח  
ההשכרה הכולל



### פיזור גיאוגרפי בישראל

שטח באלפי מ"ר	שטח תפוסה ל- 31.3.07	אחוזים	צפון
39	77%	11%	צפון
257	95%	75%	מרכז
34	100%	10%	ירושלים
13	96%	4%	דרום
343	94%	100%	סה"כ ישראל

מקור: <http://www.amot.co.il>

### פארקי התעשייה:

בידי אמות ארבעה פארקי תעשייה: פארק פולג ופארק שיאים בנתניה (כ-17 א' מ"ר וכ-40 א' מ"ר בהתאמה), פארק על המוביל ביבנה (כ-23 א' מ"ר), פארק תעשייה ברחובות (כ-21 א' מ"ר) וכן אזור מפעלי הטקסטיל באור עקיבא.

### תחום משרדים:

בבעלות אמות כ-22 מבני משרדים, בבעלות מלאה או חלקית, הפרוסים בעיקר באזור המרכז. בין נכסיה הבולטים נמנים בית אמות משפט, בית אמות ביטוח, מגדל אמות השקעות ובית אמות הקריה. פעילות אמות מתמקדת בעיקר בנכסים המאופיינים ברמת ניהול גבוהה, וממוקמים בסמוך לצמתים ראשיים. נכסים אלו מושכרים לחברות מובילות במשק, המתקשרות בחוזים לטווח ארוך.

## **קניונים ושטחי מסחר:**

אמות פועלת להרחבת פעילותה בתחום הקניונים מתוך הכרה ביתרון לגודל בענף. אמות מחזיקה בבעלות, מלאה או חלקית, בקניונים הבאים: קניון ערים בכפר סבא, קניון אורות באור עקיבא, קניון חוצות אלונים, קניון קרית אונו, מרכז הקריה באשדוד ותחנה מרכזית בירושלים.

## **תחנות מרכזיות:**

בבעלות אמות שטחי מקרקעין בשלוש תחנות מרכזיות בירושלים, חיפה ודימונה. התחנות כוללות שטחי תפעול, שטחי חניונים ושטחי מסחר.

## **סופרמרקטים:**

לחברה כ-35 סניפי סופרמרקט בשטח כולל של כ-36 א' מ"ר, המושכרים לרשתות המובילות שופרסל, ריבוע כחול ולקו-אופ ירושלים.

## **רכישות במהלך 2008 בתחום הנדל"ן המניב:**

**בית תים:** ביוני 2008 חתמה החברה על הסכם לרכישת מלוא זכויות עוגן נדל"ן מניב בבית תים, בנין משרדים באזור התעשייה קרית אריה בפתח-תקווה, תמורת 83.3 מיליון ₪. שטח המשרדים הוא כ-10 מ"ר וכן ישנן כ-220 חניות מקורות. ההסכם כולל זכויות בניה בהיקף של כ-2,000 מ"ר נוספים. הבניין מושכר במלואו עד לסוף 2015, עם אופציית הארכה לשוכר (תוך עליה בדמי השכירות). הרווח התפעולי השנתי הנקי מהפרויקט (ה-NOI) הינו כ-6.6 מיליון ₪, צמוד למדד.

**מתחם בסט קרטון:** ביולי 2008 חתמה החברה על הסכם עם חברת בסט קרטון על עסקת sale & lease back, לרכישת מלוא זכויות המוכרת במבנה בפארק התעשייה קיסריה ולהשכרת המבנה לחברת בסט קרטון, תמורת 77 מיליון ₪. הנכס מהווה מתחם תעשייה, לוגיסטיקה ומשרדים, בשטח בנוי של כ-26 א' מ"ר וכן מגרש פנוי בשטח של כ-10 דונם. הנכס מושכר בחוזה שכירות ארוך טווח, 15 שנים, בדמי שכירות שנתיים בסך כ-6.8 מיליון ₪ צמוד למדד. (עם גידול ריאלי של 5% לאחר 10 שנים). לבסט קרטון אופציה להאריך את תקופת השכירות לתקופה נוספת של כ-10 שנים, תוך גידול ריאלי של כ-5% כל 5 שנים.

## **עסקאות שלא יצאו לפועל:**

**קניון בת ים:** בחודש מרץ חתמה החברה על הסכם עם שופרסל, לרכישת מחצית מהזכויות בקניון בת-ים. באפריל נתקבלה זכות סירוב ראשונה והרכישה לא מומשה.

**נכס ברמת החייל:** באוגוסט 2008 חתמה החברה עם מגדל חברה לביטוח על הסכמות לרכישה במשותף, מעוגן נדל"ן מניב, נכסים ברמת החייל. העסקה הייתה מבוססת על הנחת תשואה של כ-7%, אולם לא יצאה לפועל בשל זכות סירוב ראשונה של אסותא מרכזים רפואיים.

## **ייזום ופיתוח:**

לאמות שישה פרויקטים בשלבים שונים של פיתוח. במצגת שהעבירה לאחרונה עדכנה החברה את יעדי הביניים לגבי קצב התקדמות הבניה ורמת ההשלמה של הפרויקטים, בהשוואה לתוכניות המקוריות, לאור חוסר הודאות הרב השורר בשווקים. היקף ההשקעה בפרויקטים אלה עד היום כפי שמופיע בספרים מסתכם בכ-300 מיליון ₪.

להלן עיקרי הפרויקטים:

- קניין חוצות אלונים נמצא בשלבים אחרונים של גימור כאשר כל החוזים סגורים.
- בפרויקט "מגדלי אמות פלטינום" (בקריית אריה) בפתח תקווה יונחו היסודות בלבד לשני המגדלים. החברה קיבלה מימון כמעט מלא לכל הפרויקט.
- בפרויקט "אמות פארק אפק" בראש העין בונים בשלב זה רק את הבניין המרכזי מתוך הקומפלקס (כ-11 אלף מ"ר) על בסיס השלד הקיים כאשר על כמחצית ממנו כבר סגרו חוזים. כאשר יסגרו חוזים בשיעור של כ-80%, יישקלו בחברה את הכדאיות של המשך הבניה.
- בפרויקט "מגדלי הסיטי ברמת גן" הוחלט בשלב זה להשלים את בניית החניון, בהיקף השקעה של כ-80 מיליון ש"ח, ולדחות בשלב זה את המשך הבניה.
- בפרויקט "מגדלי שיאים" באזור התעשייה הדרומי של נתניה הוחלט, בשלב זה, להקפיא את התוכניות לבניית שני מגדלים.
- בפרויקט "מגדלי אמות שאול" שמיועד לקום באזור צומת כפ"ס-רעננה צפון בוחנים בשלב זה את הביקושים.

להלן פירוט התוכניות המקוריות כפי שהן באות לידי ביטוי בדוחות הכספיים:

פרויקטים בייזום ופיתוח:

<u>שם הפרויקט</u>	<u>סך שטח ברוטו עילי</u>	<u>חלק אמות בשטח ברוטו עילי</u>
	<u>מ"ר</u>	<u>מ"ר</u>
קניין חוצות כרמיאל	17,800	4,200 מ"ר נוספו ומושכרים לשופרסל)
מגדלי אמות פלטינום, פ"ת	43,000	43,000
מגדלי אמות שאול, כפ"ס-רעננה צפון	56,000	28,000
מגדל משרדים סיטי, ר"ג	30,000	30,000
אמות פארק אפק, ראש העין	21,000	10,500
מגדלי שיאים, פארק שיאים, נתניה	20,000	20,000
<b>סה"כ נכסים בפיתוח</b>	<b>183,600</b>	<b>138,300</b>

מקור: דוחות החברה לשנת 2007

להערכת אמות, ההשקעה הנדרשת להשלמת הפרויקטים מסתכמת בכ-1.2 מיליארד ש"ח, מבלי להתחשב בהוצאות המימון.

### קניין חוצות כרמיאל-

ביוני 2007 חתמה החברה על חוזה לרכישת 50-70% מהזכויות בקניין חוצות כרמיאל, בתמורה לסך של כ-19 מיליון דולר. תמורת הרכישה תחושב על בסיס תשואת NOI של 10% נטו, על סמך חוזי השכירות שייחתמו בפועל. במהלך אוגוסט 2007 רכשה החברה שטח מסחרי נוסף (4,200 מ"ר) תמורת 31 מיליון ש"ח, הצמוד לקניין חוצות כרמיאל, ומושכר לשופרסל. סך שטחי הקניין מסתכמים בכ-17,800 מ"ר.

### מתחם קרקע באזור התעשייה קרית אריה בפתח תקווה-

במאי 2007 חתמה החברה על הסכם לרכישת קרקע, בשטח רשום של כ-10 דונם, באזור התעשייה קרית אריה בפתח

תקווה. למתחם תב"ע מאושרת לבניית 28 אלפי מ"ר משרדים ומסחר. בנוסף קיימת תב"ע, לפני אישור סופי, לבניית 12 אלפי מ"ר נוספים. היקף ההשקעה הכוללת, המתוכננת, לפרויקט, לבניית כ-45 אלפי מ"ר עילי וכ-900 מקומות חניה, מוערך בכ-330 מיליון ש"ח על פי אמות. העלות הכוללת בגין הקרקע הסתכמה בכ-34 מיליון ש"ח (כן ישולמו למוכרי הקרקע כ-13 מיליון ש"ח נוספים, בעת אישור התב"ע המוגדלת). החברה החלה בעבודות הבניה.

#### **מתחם קרקע בצומת כפר סבא-רעננה צפון-**

בנובמבר 2007 חתמה אמות על הסכם לרכישת מחצית מהזכויות הבעלות והשליטה בחברה, שפעילותה היחידה היא בעלות במתחם קרקע בשטח של כ-16,300 מ"ר, באזור צומת כפר סבא-רעננה צפון (בחלקה הצפון מזרחי), לפי שווי קרקע של 56 מיליון ש"ח. לקרקע תב"ע מאושרת לבניית פרויקט למשרדים ומסחר בהיקף של כ-56,000 מ"ר משרדים וכן 1,200 מקומות חניה. אמות מעריכה את היקף ההשקעה הכולל בכ-320 מיליון ש"ח, כאשר חלק החברה בהשקעה כ-160 מיליון ש"ח.

#### **מתחם קרקע הבורסה ברמת גן-**

בנובמבר 2007, חתמה החברה על הסכם עם צד ג' לרכישת מלוא זכויות הבעלות במתחם קרקע באזור הבורסה ברמת גן, בשטח רשום של כ-3,100 מ"ר, תמורת סך של כ-140 מיליון ש"ח. למתחם תב"ע מאושרת לבניית כ-30 אלף מ"ר משרדים ומסחר וכ-650 מקומות חנייה. החברה מתכננת לבנות בנין בן 30 קומות גבוה ביותר, תוך התמקדות בטכנולוגיות ירוקות, למשרדים ומסחר, בהיקף השקעה כולל מוערך של כ-420 מיליון ש"ח.

#### **מתחם קרקע בפארק התעשייה אפק בראש העין-**

בדצמבר 2007 חתמה החברה על הסכם לרכישת מחצית מהזכויות בחברת דנישאר פארק אפק בע"מ, אשר פעילותה היחידה הינה אחזקה בזכויות חכירה מהוונות של מתחם קרקע, בשטח של כ-13,000 מ"ר, בפארק אפק שבראש העין. החברה שילמה סך של כ-14 מיליון ש"ח עבור חלקה במניות ו-12 מיליון ש"ח נוספים כהלוואת בעלים. למתחם תב"ע קיימת, לפיה ניתן להקים במקום פרויקטים למשרדים, מסחר ותעשייה עתירת ידע, בהיקף של כ-21,000 מ"ר עילי וכן 650 מקומות חניה. העיסקה כוללת שלד בנוי של כ-8,800 מ"ר ברוטו עילי ובנייתו צפויה להסתיים תוך כשנה. להערכת החברה, חלקה של החברה בהשקעה הכוללת צפויה להסתכם בכ-80 מיליון ש"ח.

#### **מתחם קרקע בפארק שיאים בנתניה-**

החברה נמצאת בתהליך תכנון למימוש זכויותיה במתחם קרקע, בשטח של כ-6.6 דונם, המהווה חלק מפארק שיאים המצוי בחכירת אמות, באזור התעשייה הדרומי בנתניה. בשלב ראשון מתכננת החברה לבנות שני מגדלים בשטח עילי של כ-20,000 מ"ר ברוטו, בהיקף השקעה מתוכנן המוערך בכ-100 מיליון ש"ח.

#### **דיבידנד מיוחד-**

בתאריך 20.11.08 הכריזה אמות על חלוקה של דיבידנד מיוחד, בהיקף כולל של כ-426 מיליון ש"ח. הדיבידנד צפוי לפגוע בבזילות החברה ולהשפיע לרעה על תוכניות הפיתוח העתידיות של החברה שלעת עתה הוקפאו ברובן. מר נתן חץ, יו"ר אמות, שהתייחס לחלוקת הדיבידנד המיוחד ציין כי לאור המצב בשווקים הוחלט על האטה בקצב הבניה ויזום של פרויקטים על ידי החברה ולכן נשקלו שתי אלטרנטיבות: חלוקת דיבידנד מיוחד, או רכישה עצמית של מניות ולאחר שקילת כל ההיבטים, העדיפו לחלק דיבידנד מיוחד. מאחר לאמות קופת מזומנים בהיקף של כ-810 מיליון ש"ח, מעריכים בחברה כי הדיבידנד לא יפגע ביכולת פירעון ההתחייבויות של החברה ובתזרים המזומנים שלה.

## הסביבה הכלכלית

תחזית הצמיחה בישראל לשנת 2009 על פי המחלקה הכלכלית של בנק הפועלים הינה 1.0%. כלומר, התוצר לנפש אינו צפוי לצמוח.

במשק הישראלי צפויה היחלשות ניכרת ברמת הפעילות ברבעון הראשון של 2009. ההערכות הן שפגיעת המשבר העולמי במשק הישראלי תהיה מתונה בהשוואה למרבית מדינות אירופה והשווקים המתעוררים, וכי לא צפויה התאוששות בפעילות הריאלית בארה"ב לפני המחצית השנייה של 2009.

מצורף סיכום התחזית:

תחזית 2009	תחזית 2008	2007	
1.0%	4.5%	5.4%	תמ"ג
-0.7%	2.7%	3.5%	תמ"ג לנפש
1.0%	3.2%	5.0%	כלכלה גלובלית
0.6%	5.2%	6.2%	תוצר עסקי
7.4%	6.4%	7.3%	אבטלה
-	4.4%	6.7%	צריכה פרטית
2.0%	0.8%	2.8%	עודף גירעון בחשבון השוטף (מהתמ"ג)
1.0%	3.5%	3.4%	אינפלציה
1.5%	2.5%	4.0%	ריבית בנק ישראל

מקור: מחלקה כלכלית, בנק הפועלים (לפי תחזית מדצמבר 2008)

## SWOT

### חוזקות:

- אמות הינה מהחברות הגדולות בישראל בתחום הנדל"ן המניב.
- לחברה פריסה ארצית רחבה.
- החברה פעילה במגוון תחומים בנדל"ן המניב ואינה חשופה לסקטור אחד בלבד.
- החברה מתמחה ברכישה, ניהול והשבחה של נכסים מניבים.
- החברה נהנית מאיתנות פיננסית גבוהה.
- לחברה מדיניות דיבידנד מוצהרת.
- אגרות החוב של הקבוצה מדורגות A/Stable, ע"י מעלות.
- חוזי השכירות צמודים בעיקרם למדד המחירים לצרכן.

### חולשות:

- הפורטפוליו של אמות חשוף לכלכלת ישראל ללא פיזור בין מדינות.
- פוטנציאל הצמיחה בישראל מוגבל.

### איומים:

- האפשרות של גלישת ישראל למיתון אינה בלתי מציאותית. אפשרות זו עשויה לגרום לקשיים בעמידה בתנאי השכירות, שתגרור פגיעה בהכנסות משכירות.

### הזדמנויות:

- משבר של היום יוצר את ההזדמנויות של המחר ובעלי כיס עמוק יוכלו לנצל הזדמנויות אלו.
- בכוונת החברה להביא את הנכסים שבפיתוח למצב שיאפשר לה להתקדם מהר מאד בקצב הבניה לכשישתפר המצב, כך שתוכל ליהנות מתחרות מועטה, יחסית.

## אינדיקטורים פיננסיים מהותיים-לפי הדוחות הכספיים לתשעה חודשים שנתיים ביום ה-30 בספטמבר 2008:

- **רווחיות הקבוצה-** הרווח הנקי לתקופה המדווחת מפעילות נמשכת הסתכם לסך של כ-117 מיליון ₪ לעומת סך של כ-166 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. ברבעון השלישי הסתכם הרווח של החברה מפעילות נמשכת לסך של כ-6 מיליון ₪ לעומת סך של כ-63 מיליון ש"ח, הירידה ברווחיות מיוחסת לירידה בהתאמות השווי ההוגן של הנדל"ן המניב ולעליה בהוצאות המימון בעיקר בגין העלייה במדד המחירים לצרכן.
- **הכנסות מדמי שכירות וניהול נדל"ן להשקעה-** הכנסות מדמי השכירות וניהול נכסים מפעילות נמשכת, הסתכמו בתקופה המדווחת לסך של 232 מיליון ₪ לעומת סך של 182 מיליון בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בעיקרו מיוחס לנכסים חדשים אך גם לגידול בהכנסות מנכסים קיימים.
- **התאמת שווי הוגן של נדל"ן ורווחים ממימוש-** בניטרול התאמת השווי ההוגן של קניין רחובות, שנמכר, חלה עליה בהתאמות השווי ההוגן בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. התאמת השווי ההוגן חלה הן מגידול ריאלי בדמי השכירות בחלק מהנכסים והן בגין השפעת ההצמדה למדד, בדמי השכירות של הנכסים.
- **הוצאות הנהלה וכלליות-** הוצאות הנהלה וכלליות הסתכמו לסך של 31 מיליון ₪, לעומת 24 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, כמחצית בגלל גידול בדמי הניהול לאלוני חץ על רקע גידול היקף הנכסים שבמאזן. והיתרה מגידול בהוצאות שכ"ע ונלוות והן מהוצאות שיווק ותיווך.
- **הוצאות מימון נטו מפעילות נמשכת-** בהוצאות המימון חלה עלייה של כ-66 מיליון ₪, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. החברה מייחסת זאת לעליית מדד המחירים לצרכן בשיעור של כ-5% בתקופה המדווחת, לעמת עלייה בשיעור של 2.8% בתקופה המקבילה אשתקד, והן לגידול במצבת החוב הפיננסי, עקב רכישת נכסים חדשים. יחד עם זאת ראוי לציין, שבתקופה המדווחת נרשמו הכנסות בגין שערך כתבי אופציה בסך 10 מיליון ₪, בהשוואה להוצאה בסך 11 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד.
- **נזילות-** יתרת המזומנים ושווי פיקדונות נכון ליום ה-30/09/08 הסתכמה בכ-653 מיליון ₪. למועד פרסום הדוחות של הרבעון השלישי הסתכמו יתרות המזומן לסך של כ-810 מיליון ₪, לפני חלוקת הדיבידנד המיוחד עליו הכריזה אמות.
- **תזרים מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת נמשכת-תזרים המזומנים שנבעו מפעילות שוטפת נמשכת בתקופה,** הסתכם בכ-112 מיליון ₪, לעומת כ-90 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. ברבעון השלישי חלה ירידה מינורית בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד.
- **מסגרות אשראי-** לאמות מסגרת אשראי בלתי מנוצלת לזמן קצר, נכון למועד הדוחות, בסך 400 מיליון ₪. המסגרת הוארכה לאחרונה עד לתום שנת 2010.
- **ההון העצמי-** ההון העצמי ליום 30.09.2008 הסתכם ב-1.62 מיליארד ₪ (הון עצמי למניה של 12.14 ₪ למניה) לעומת כ-1.62 מיליארד ביום 31.12.2007 (הון עצמי למניה של 12.17 ₪).
- **דיבידנד-** בינואר הודיעה הנהלת החברה, כי בכונת החברה לחלק בשנת 2008 דיבידנד בסך 44 אג' למניה, בתום כל רבעון קלנדארי. למרות האמור לעיל, חלוקת הדיבידנד הנ"ל כפופה לאישור ספציפי של הדירקטוריון מדי רבעון.



## הערכת השווי:

### הערכת השווי של אמות:

אמות מתמקדת בניהול ואחזקה של נדל"ן מניב. לחברה מספר פרויקטים בייזום אך עיקר הפעילות מתבטאת ברכישה, השבחה וניהול של נכסים מניבים. החברה מפרסמת נתוני NOI (Net Operating Income) וכן נתוני FFO ( Funds From Operations) באופן סדיר. חלוקת ה-NOI בשיעור ההיוון המקובל באזור הגיאוגרפי של הנכס, מהווה אחת מן האינדיקציות לקביעת שווי של נכס. גם ה-FFO מהווה מדד מקובל בעולם, להערכת שווי פעילות של חברת נדל"ן מניב.

### אופי הערכת השווי:

את שווי הנכסים הערכנו לפי היוון תזרים המזומנים, ה-NOI, הצפוי להערכת החברה, ועל פי שעורי התשואה המקובלים כיום בשוק לנכסים מסוג זה. כמו כן, הוספנו להערכת השווי פרויקטים הנמצאים בשלבים של ייזום ופיתוח. משווי החברה הפחתנו את עלויות המטה המהונות בניכוי מגן המס והוספנו כ-50% מהמיסים הנדחים, כפי שהם מוצגים במאזן, בדוחות הרבעון השלישי של 2008.

ברצוננו להדגיש, שהנתונים על פיהן מבוססת הערכת השווי נכונים לרבעון השלישי. לאור המדדים הגבוהים ברבעון השני והשלישי גדל ערך החוב נטו. יחד עם זאת, כפי שציינו, הכנסות החברה צמודות למדד המחירים לצרכן, כך שהרווחיות לא צפויה להיפגע.

### ה-NOI ובחירת שיעור ההיוון לנכסים (ה-Cap-Rate):

באלפי ₪	רבעון 3 2008	רבעון 2 2008	רבעון 1 2008	רבעון 4 2007	רבעון 3 2007
ישראל-נכסים קיימים בתקופה	56,540	54,772	53,466	52,005	51,118
נכסים שנמכרו בישראל	107	158	132	407	2,227
נכסים שנרכשו בישראל	12,912	9,895	9,978	2,154	500
<b>סך ה-NOI (בישראל)*</b>	<b>69,559</b>	<b>64,825</b>	<b>63,575</b>	<b>54,565</b>	<b>53,845</b>

מקור: דוחות החברה

### ב-2007 הייתה לאמות פעילות בקנדה, שנמכרה.

במסגרת הדוחות פרסמה החברה NOI שנתי פרופורמה, על בסיס ה-NOI של רבעון השלישי, בתוספת הפרשי ההצמדה בעיקר. ה-NOI השנתי המתוקן מוערך בכ-286 מיליון ₪. במסגרת זו מציגה החברה את שיעור ההיוון המתוקן הנגזר מערך הנדל"ן להשקעה כפי שמופיע במאזן, בניכוי שווי מיוחס לשטחים פנויים. נכון לסוף הרבעון השלישי הסתכם שווי זה לסך 3,483 מיליוני ₪ וממנו נגזר שיעור היוון של 8.2% על הנדל"ן המניב הקיים. שיעור ההיוון הנגזר מהנכסים כפי שהופיע בדוחות הרבעון השני הסתכם ב-7.96%, אנו מאמינים שלאור המצב הכלכלי והחששות ממיתון שמתדפק על דלתנו, ראוי לראות עליה זו בשיעור ההיוון כאינדיקציה לרבעונים הבאים. לאור זאת, בהסתכלות לטווח של שנה קדימה אנו בוחרים בשיעור היוון של 8.5% ל-NOI. הנחה זו קונסת את החברה שנכון להיום, סיימה למחזר את השכירויות שמתחדשות ב-2008. למעשה אמות כבר פועלת על מחזור השכירויות של שנת 2009.

### הוצאות מטה:

הוצאות ההנהלה וכלליות לתשעת החודשים הראשונים של 2008 הסתכמו בכ-31 מיליון ₪. לאור זאת הנחנו עלויות מטה של כ-40 מיליון ₪ בשנה. את עלויות המטה היוונו לפי שיעור היוון של כ-10%, המגלם פרמיית יזמות להנהלת החברה. לאור הנחות אלה, הוצאות המטה המהונות, בניכוי מגן מס בגובה 25% הסתכמו לכ-300 מיליון ₪.

## ייזום פרויקטים:

בהמשך לעדכון שמסרה החברה, בעניין כוונותיה לבחון מחדש את קצב הבניה והייזום בפרויקטים ואף להקפיא את חלקם לגמרי, אנו מייחסים לחברה את העלות של ההשקעה בפרויקטים עד עתה, כפי שהיא מופיעה במאזן הרבעון השלישי, בניכוי 10% בגין תחזוקה שתידרש, על מנת לשמור על מצב הנכסים.

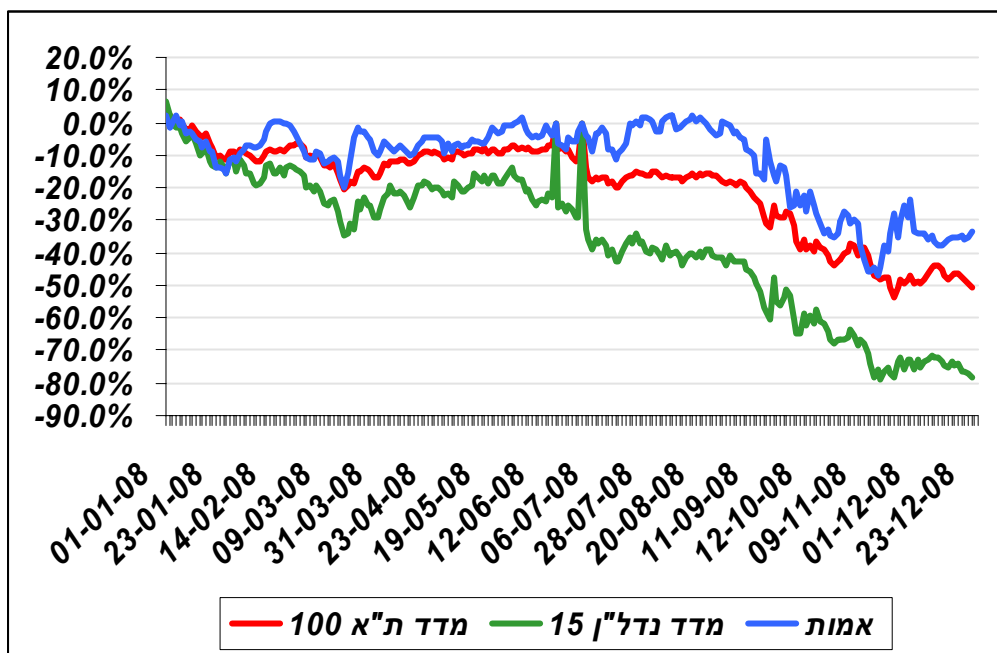
## שווי אקוויטי:

<u>שווי במיליוני ₪</u>	<u>אופי הפעילות</u>
286	NOI שנתי מתוקן
3,365	שווי נדל"ן להשקעה על בסיס שיעור היוון של 8.55%
325	ייזום ופיתוח
<b>3,690</b>	<b>סה"כ שווי נכסים מניבים</b>
<b>(2,400)</b>	<b>חוב נטו</b>
(300)	הוצאות מטה מהוונות
147	מיסים נדחים (50%)
<b>1,137</b>	<b>שווי אקוויטי</b>
8.52	שווי למניה (בדילול מלא)
6.35	שווי שוק למניה (בדילול מלא)
25.4%	דיסקאונט למניה
<b>133,420,000 ע.ג.</b>	<b>הון מניות בדילול מלא</b>

## מניות הנדל"ן:

כבר למעלה משנה מאז החל משבר הסאב פריים, שהוביל למשבר האשראי ולמיתון עולמי. בעקבות זאת, ירדו מרבית מדדי המניות המובילים בעולם בשנה החולפת. מדד מניות הנדל"ן 15 בת"א ירד בכ-80%, לעומת ירידה של כ-50% במדד ת"א 100. ירידה חדה זו משקפת את חששות המשקיעים מהמינופים הגבוהים הנהוגים בענף ומיכולת כיסוי החוב של החברות בענף.

ניתן לראות, שכמות העסקאות החדשות שמבצעות החברות, בעיקר במדינות "העולם המערבי", ירדו בשיעור חד. במקביל ציבור המשקיעים מעדיף לשבת על הגדר ולחכות ולראות מי בעצם "שוחה ערום" כפי שתיאר בעבר וורן באפט.



עד לאחרונה, המיקוד של אמות בישראל הגן עליה מפני הסערה המתחוללת בעולם, אולם כעת ישראל מתחילה לחוות את פגעי המשבר, בשנה שבה ניצבת אמות בפני חידוש של כ-20% מהשכירות. כפי שניתן לראות מהגרף המצורף, אמות הכתה בשנה החולפת את מדד ת"א 100 בכ-46% ואת מדד נדל"ן 15 בכ-256%!!! שוק ההון העניק לאמות פרמיה בהשוואה לחברות הנדל"ן האחרות, שחוו בשנה החולפת ירידות שערים אגרסיביות שלהערכתנו הינן מוגזמות.

#### סיכום:

להערכתנו, שוויה הכלכלי למניה של החברה נאמד בכ-8.5 ש"ח למניה - המבטא פרמיה של 34% על למחיר המניה בשוק. אנו סבורים, כי לאור רמת הסיכון הגלומה כיום בהשקעה במניות הנדל"ן בישראל וכל עוד לא יחול מפנה בסביבה העיסוקית, תתקשה מניית אמות לסגור פער זה. לאור האמור לעיל ולנוכח העובדה שהמלצותינו מתייחסות לטווח השקעה של שנה קדימה, אנו מעניקים למניית החברה המלצה של "תשואת שוק" בסיכון גבוה.

## חדר מסחר למוסדיים

שמואל פלטיניק

מנהל חדר מסחר

03-5676297

[shmuel-platnick@mailpoalim.co.il](mailto:shmuel-platnick@mailpoalim.co.il)

אג"ח

אודי יצחקוב – מנהל דסק אג"ח

03-5675164

[ehud.itzhakov@mailpoalim.co.il](mailto:ehud.itzhakov@mailpoalim.co.il)

מניות ואופציות

מור תמר

03-5675717

[mor.tamar@mailpoalim.co.il](mailto:mor.tamar@mailpoalim.co.il)

ענת רונן

03-5675518

[anat.ronen@mailpoalim.co.il](mailto:anat.ronen@mailpoalim.co.il)

אוהד עוזרי

03-5675514

[ohad.ozeri@mailpoalim.co.il](mailto:ohad.ozeri@mailpoalim.co.il)

עופר עמר

03-5675136

[ofer.amar@mailpoalim.co.il](mailto:ofer.amar@mailpoalim.co.il)

שלומי אוסקטו

03-5675649

[shlomi.uskatu@mailpoalim.co.il](mailto:shlomi.uskatu@mailpoalim.co.il)

## מחקר

רחלי גרשון

מנהלת יחידת המחקר

03-5675884

[racheli.gershon@mailpoalim.co.il](mailto:racheli.gershon@mailpoalim.co.il)

ירון פרידמן

אסטרטג מניות

03-5675871

[yaron.fridman@mailpoalim.co.il](mailto:yaron.fridman@mailpoalim.co.il)

אורלי ניר

אסטרטגית אג"ח

03-5676808

[orly.nir@mailpoalim.co.il](mailto:orly.nir@mailpoalim.co.il)

רביב אלדר

אנליסט פיננסים

03-5675780

[raviv.eldar@mailpoalim.co.il](mailto:raviv.eldar@mailpoalim.co.il)

גלעד שריג

אנליסט כימיה, פרמצבטיקה וחברות אחזקה

03-5674005

[gilad.sarig@mailpoalim.co.il](mailto:gilad.sarig@mailpoalim.co.il)

תמר ברינקר

אנליסטית נדל"ן + מט"ח

03-5674877

[tamar.brinker@mailpoalim.co.il](mailto:tamar.brinker@mailpoalim.co.il)

גדעון לינדנבאום

אנליסט נדל"ן

03-5675078

[gideon.lindenbaum@mailpoalim.co.il](mailto:gideon.lindenbaum@mailpoalim.co.il)

דוד לוינסון

אנליסט תקשורת וטכנולוגיה

03-5675428

[david.levinson@mailpoalim.co.il](mailto:david.levinson@mailpoalim.co.il)

משה סני

אנליסט מזון וקמעונאות

03-5675359

[moshe.sani@mailpoalim.co.il](mailto:moshe.sani@mailpoalim.co.il)

איתן יואלמן

אנליסט אנרגיה

03-5675255

[eitan.yoelman@mailpoalim.co.il](mailto:eitan.yoelman@mailpoalim.co.il)

עידית קלי נה

מנהלת דסק שוקי הון גלובליים

03-5674073

[edit.kelly-naveh@mailpoalim.co.il](mailto:edit.kelly-naveh@mailpoalim.co.il)

יקירה אזיאל

אנליסטית אמריקה

03-5674221

[yakira.aziel@mailpoalim.co.il](mailto:yakira.aziel@mailpoalim.co.il)

אפי ליכט

אנליסט אסיה

03-5675626

[efi.licht@mailpoalim.co.il](mailto:efi.licht@mailpoalim.co.il)

יוסי אבן

אנליסט אירופה

03-5676137

[joseph.even@mailpoalim.co.il](mailto:joseph.even@mailpoalim.co.il)

## הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

### 1. פרטי מכין עבודת האנליזה:

שם: גדעון לינדנבאום  
מס' /סוג הרישוי: רישיון יעוץ מספר 4774 מטעם רשות ני"ע.  
כתובת: בנק הפועלים בע"מ, יהודה הלוי 62 תל אביב.  
השכלה: תואר ראשון בכלכלה ומנע"ס מאוניברסיטת חיפה.  
תואר שני (MBA) במנהל עסקים, (התמחות במימון) ממכללת נתניה.  
ניסיון: החל מ-2001 יועץ השקעות בבנק הפועלים:

- 2004-2007 יועץ השקעות ביחידת הייעוץ לתאגידים, אגף ני"ע ונכסים פיננסיים, בבנק הפועלים.
- מ-2007 אנליסט ביחידת המחקר, אגף ני"ע ונכסים פיננסיים, בבנק הפועלים.

התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:  
בנק הפועלים בע"מ  
שד' רוטשילד 50 תל אביב  
טל' 5673333 (מרכזיה)

### 2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה:

אין לעורך האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום עבודת האנליזה.

### 3. הערות לאנליזה:

#### 3.1 סולם המלצות

- **תשואת יתר (OUTPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת יתר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת שוק (MARKET PERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת חסר (UNDERPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת חסר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

#### 3.2 דרוג סיכון

- **סיכון גבוה (High Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה גבוה מסיכון השוק.
- **סיכון בינוני (Medium Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה דומה לסיכון השוק.
- **סיכון נמוך (Low Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה נמוך מסיכון השוק.

### 3.3. הערות ובאורים לגבי הדוח:

מחיר היעד מתייחס ל-12 החודשים הקרובים. כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני ש"ח, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא בש"ח; כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני \$, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא ב-\$. מכפיל הרווח בטבלה זו הינו מכפיל רווח (P/E) הנגזר מרווחיות החברה באותה שנה וממחיר המניה כיום. מכפיל רווח 4 רבעונים – מכפיל הרווח מחושב על סמך הרווח המצטבר שהציגה החברה ב-4 הרבעונים האחרונים. רווח מתוקן – הרווח המדווח, בנטרול הכנסות/הוצאות חד-פעמיות שאינן קשורות לפעילות העסקית השוטפת של החברה. מכפיל רווח מתוקן – מכפיל רווח המחושב תוך שימוש ברווח המתוקן. מחזור יומי ממוצע – מחושב על סמך הממוצע ב-3 החודשים האחרונים; לגבי חברות הנסחרות בבורסה בת"א הוא מוצג במיליוני ש"ח; לגבי חברות הנסחרות בארה"ב ובאירופה הוא מוצג במספר מניות. טווח מחירי המניה – המחיר הגבוה והנמוך ביותר של המניה ב-52 השבועות האחרונים (מתואם לספליטים וכו').

### 4. שיטת הערכה בהן נעשה שימוש לצורך מחיר היעד:

- שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV).
- חישוב השווי הנכסי נעשה עפ"י מכפיל NOI.

### 5. סיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

- התייקרות בעלויות המימון.
- האטה כלכלית.
- ירידה במחירי השכירות.
- ירידה בכושר תשלום של השוכרים.
- שינויים בהרגלי הצריכה.
- שינויים רגולאטורים.
- החמרה במצב הביטחוני.
- אסונות טבע.

### 6. גרף עדכוני המלצות בשלוש השנים האחרונות:

- בנק הפועלים לא סיקר את אמות בשנים עשר החודשים שקדמו למועד פרסום העדכון הנ"ל.

### 7. הערות ואזהרות כלליות נוספות:

האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בו פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או הבנק לשם בירור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או הבנק או מי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה.

הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל.

תוכנה של אנליזה זו מבוסס על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל

העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים.

האנליזה מהווה חומר מסייע בייעוץ ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהן. עורך האנליזה ו/או הבנק לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.

בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או ההחזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שבהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

הבנק ו/או חברות בנות שלו ו/או חברות הקשורות אליו ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק בני"ע ו/או נכסים פיננסיים של מי מחברות הנזכרות באנליזה זו, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות / בניירות הערך אליהן מתייחסת האנליזה.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף לייעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין היא באה במקומם. אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מהבנק בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או הבנק, הינם אסורים בהחלט.

הבנק ו/או חברות בנות שלו ו/או חברות הקשורות אליו ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות החברות הנזכרות באנליזה זו מניות של חברות הנסקרות באנליזה, כולן או חלקן ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות הנזכרות באנליזה זו. כמו כן עשויים מי מהנ"ל לפעול בהן על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן, חרף האמור באנליזה זו. כמו כן, עשויה חברה הקשורה לבנק לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מניירות הערך הנזכרים בסקירה זו, וכן עשוי להיות קשר מסחרי אחר בין הבנק לכל אחת מהחברות שניירות הערך שלהן נזכרים באנליזה זו. אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע. הסקירה, יכול שתתייחס לניירות ערך שלבנק יש זיקה אליהם בשל תמורה שקיבל ו/או יקבל הבנק או תאגיד אחר בקבוצת הבנק מאת מנפיקי ניירות ערך ו/או מוכריהם ו/או מפיצייהם במסגרת שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום, החזקה של ניירות הערך ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידי מי מקבוצת הבנק, אשר יכול גם ויהיו לו קשרים עסקיים מסחריים עם מי מהחברות שניירות הערך שלהן נסקרות בעבודה זו.

חברה בת של הבנק עשויה לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מהמניות הנזכרות באנליזה זו. הבנק ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה.

8. הצהרת האנליסט:

אני, גדעון לינדנבאום, בעל רישיון מס' 4774 מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

גדעון לינדנבאום

יחידת המחקר – האגף לני"ע ונכסים פיננסיים, בנק הפועלים: רח' יהודה הלוי 62, תל אביב 65227; טלפון: 03-5675269; פקס: 03-5676340; דואר אלקטרוני: [research@bnhp.co.il](mailto:research@bnhp.co.il); אתר האינטרנט של בנק הפועלים (בעברית, אנגלית ושפות נוספות): [www.bankhapoalim.co.il](http://www.bankhapoalim.co.il).