

רבעון שני 2004

9.66 ₪

קניה

מחיר יעד 12.64 ₪

2006E	2005E	2004E	2003	2002	2001	2000	
273,374	262,860	252,750	246,585	243,520	244,773	226,977	סה"כ נכסים (מ' ₪)
2,157	1,833	1,652	1,145	422	919	1,701	רווח נקי (מ' ₪)
1.53	1.30	1.17	0.81	0.30	0.65	1.20	רווח למניה (₪)
17.7%	11.0%	44.3%	171.4%	-54.1%	-45.9%	24.4%	צמיחת הרווח למניה (%)
6.3	7.5	8.3	11.9	32.4	14.9	8.0	מכפיל רווח
11.94	11.02	10.24	9.53	9.04	8.68	7.88	הון עצמי למניה (₪)
0.81	0.88	0.94	1.01	1.07	1.11	1.23	מכפיל הון
6.3%	5.4%	4.7%	2.3%	0.0%	0.0%	5.7%	תשואת דיבידנד
2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	1.9%	1.9%	2.1%	מרווח הריבית (%)
58.7%	63.9%	68.0%	76.6%	86.5%	64.1%	59.8%	עלות/הכנסות (%)
13.8%	12.7%	12.4%	9.1%	3.4%	8.2%	15.3%	תשואה ממוצעת להון (%)
0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	0.2%	0.4%	0.8%	תשואה ממוצעת לנכסים (%)

מדד ת"א 25
536.75

מספר מניות
מ' 1,414

שווי שוק
מ' 13,714

כמות צפה
42.5%

מחזור יומי ממוצע
מ' 28.9

מבנה בעלות: ממשלת ישראל 36.7%, אוצר התיישבות היהודים 4.9%, נכסי שלמה אליהו בע"מ 10.0%

LUMI

- הרבעון השני של 2004 ממשיך את המגמה החיובית שהחלה בשנת 2003 בכל הנוגע לתוצאות הבנקים. אנו מעריכים שמגמה זו תימשך בשנים הקרובות.
- המלצות ועדת בכר אינן צפויות להשפיע בצורה משמעותית על תוצאות הבנקים, ובטווח הארוך הן אף צפויות לקבע אותם כגורמי השיווק העיקריים של מוצרים בשוק ההון.
- הפרטת בנק לאומי באמצעות חלוקתו לציבור מתקדמת. אנו ממשיכים להעריך שעדיף לבצע זאת באמצעות מכירת חבילות בבורסה או גיבוש גרעין שליטה לאחר הצלחת מכירת בנק דיסקונט.
- אנו ממשיכים להעריך שהבנק נסחר בדיסקאונט לשווי, וכי מכפיל הון של 0.94 משקף חששות גבוהים מדי לגבי עתידו של הבנק. מחיר היעד שלנו עולה ל-12.64 ₪, וההמלצה נותרת קניה.

הערכה

המלצות ועדת בכר פורסמו, ותאמו את ההמלצות המשוערות שפורסמו זה מכבר. אנו חוזרים ומדגישים שלהערכתנו למסקנות לא תהיינה השלכות שליליות מהותיות על תוצאות הבנקים מכיוון שהם יפוצו בתמורת המכירה של הקרנות והקופות וביכולת העתידית לשווק מוצרים פיננסיים אחרים, דוגמת ביטוח או פנסיה.

התוצאות של הבנק ממשיכות להציג שיפור בפרמטרים התפעוליים השונים, עקב השפעת תוכניות ההתייעלות של השנים שעברו ועקב השיפור בכלכלה הישראלית. ההפרשות לחובות מסופקים הציגו ירידה, ולהערכתנו הירידה חדה מדי וברבעונים הבאים ההפרשות יגדלו. המרווחים של הבנק צפויים להמשיך להשתפר בקצב איטי. במקרה שלא יהיה שיפור יהיה בכך סימן מדאיג לחזרת התחרות ההרסנית למערכת הבנקאות.

נושא ההפרטה של הבנק אומנם ירד מהכותרות, אולם התכנון הוא עדיין לבצע את ההפרטה באמצעות חלוקת אופציות, או כיום מדברים כבר על מניות, לציבור. אנו מעריכים שעם התקדמות התהליך נראה השפעה על שער המניה בבורסה, ובמקרה שאכן ההפרטה תבצע באמצעות חלוקת מניות הרי שהעברת שליטה אמיתית לידי גרעיני שליטה שיווצרו תאריך זמן רב, ייתכן שאף שנים, ואילו חזרה למכירה בבורסה או חיפוש גרעיני שליטה יסייעו לעליית מחיר המניה. גם אם לא ייווצר לחץ בפועל, המשקיעים יחששו ממכירה מסיבית של מקבלי המניות.

אנו מותירים את התחזית לתשואה על ההון לטווח ארוך על 11%, ומותירים את פרמיית הסיכון על 5%. הריבית חסרת הסיכון עדיין ברמה של 4.5%, דבר המותיר את היעד למכפיל ההון של הבנק על-1.23. מכפיל ההון הנוכחי הוא 0.94, לפיכך מחיר היעד הוא 12.64 ש. מחיר היעד הקודם היה 12.61 ש.

11%	תשואה להון
3%	שיעור צמיחה
4.5%	ריבית חסרת סיכון
5%	פרמיה מעל ריבית חסרת סיכון
1.23	יעד למכפיל הון
0.94	מכפיל הון נוכחי
31%	פוטנציאל

הפער בין מחיר היעד לבין המחיר בשוק מותיר את המלצת הקניה.

הפרטה

המנהלת המטפלת בנושא חלוקת האופציות לציבור הוקמה, והיא עוסקת במרץ בתכנון תהליך החלוקה. השמועות האחרונות מדברות על חלוקת מניות, ולא אופציות, ועל האפשרות של כל אזרח לקבל את המניות לחשבונו ולא לחשבון שייפתח בבנק הדואר. תיקונים אלו פותרים בעיות מינוריות בתהליך, אולם אנו ממשיכים להעריך שהדרך הטובה ביותר להפריט את הבנק הייתה מכירה למשקיע אסטרטגי, ובהיעדר משקיע כזה למכור את המניות בחבילות בבורסה ולגרום להיווצרות גרעיני שליטה.

אנו ממשיכים לקוות שבסופו של תהליך, ועם הצלחת מכירת בנק דיסקונט, יתעשתו הגורמים המחליטים במשרד האוצר ויפרדו מהבנק באמצעות מכירה לגורם אסטרטגי, אם יהיה, או במכירה באמצעות הבורסה.

התפתחויות אחרונות

ועדת בכר היא גורם אי הוודאות העיקרי הניצב בפני הבנקים היום. לא ברורות עדיין מסקנות והאם המצב הפוליטי יאפשר אישור של המסקנות בחקיקה, אולם תחושתנו היא שבניגוד להמלצות של ועדות קודמות להמלצות אלו תהיה השלכה על התנהגות המערכת הבנקאית ועל שוק ההון בכלל.

רשות ניירות ערך ערכה בדיקה בבנק בנוגע להשקת שתי קרנות חדשות – פסגות מדדית – עד 120 ופיא גילון פלוס. על פי דיווחי הבנק נבדקו סניפים רבים ונחקרו יועצי השקעות בנושא זה. אנו מעריכים שחקירות אלו

יצננו את מאמצי השיווק של הבנק לקרנות חדשות ביום ההנפקה הראשון שלהן, אם כי לא תהיה פגיעה בהכנסות הבנק מתחום זה מכיוון שמאמצי השיווק יתפרשו על תקופה ארוכה יותר.

המלצות ועדת בכר

כפי שעשינו בניתוח של בנק הפועלים, ניסינו להעריך את שוויין של הקרנות והקופות של הבנק לצורכי מכירה, אם יישמו ההמלצות המשוערות של וועדת בכר. במקרה שהבנקים יאלצו למכור את החזקותיהם בקופות הגמל ובקרנות הם יאלצו למצוא גם שיטות תמחור חדשות לתמחור מאמצי השיווק של הבנקים לגבי הקרנות והקופות שיהיו כבר בידיים אחרות. בנק הפועלים ניסה ליצור "דמי ייעוץ" שייגבו מגופים שירצו להיות משווקים על ידי הבנק. מרבית הגופים הללו מקבלים היות את השירות הזה בחינם, כך שנראה שפתרון כזה לא יתקבל על דעתה של הרשות לניירות ערך. אנו מעריכים שהבנקים יגיעו לתימחור בצורת עמלות ייעוץ שייגבו ממשקיעים שיופנו לקרנות ולקופות השונות, אם ישירות מהמשקיעים עצמם או מהקופות והקרנות אליהן יופנו המשקיעים. כלכלית התוצאה היא אותה תוצאה, אם כי שיווקית קל יהיה יותר לגבות עמלות ממנהלי הקופות והקרנות החדשים מאשר מלקוחות הקצה.

הקופות והקרנות הקטנות יהיו פשוטות למכירה בגלל הסכומים הנמוכים יחסית שיידרשו לקנייתן אולם לקופות הגדולות יותר יהיה קשה למצוא קונים בגלל שלרכישתן יידרשו מאות מיליונים של שקלים.

קרנות הנאמנות של בנק לאומי הניבו בשנת 2003 הכנסות של 209 מ' ש, ובשנת 2002 הן הניבו 225 מ' ש. בהנחה שהכנסות של 215 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 שעיקר 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-40 מ' ש בשנה. תחת הנחה של שיעור היוון של 10% לרווחים אלו שווי כל קרנות הנאמנות של הבנק למכירה הוא כ-490-510 מ' ש.

בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות הבנק הציג הכנסות של 196 מ' ש בשנת 2003 ו-196 מ' ש בשנת 2002. אנו מניחים שהכנסות המייצגות הן 195 מ' ש לשנה.

בכלל המערכת, קופות הגמל והפיצויים מהוות כ-62% מכלל הכספים וקרנות ההשתלמות מהוות כ-29%. המצב בבנק לאומי שונה בגלל שליטתו המשותפת של הבנק יחד עם דיסקונט בקה"ל, וכאן החלוקה היא 77% קופות גמל, קרנות פיצויים ומחלה ו-23% קרנות השתלמות. 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 לפרישה. 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.

היקף הכספים המנוהלים בקבוצת לאומי נמוך משמעותית מההיקף המנוהל בפועלים – 31.7 מיליארד מול 82.4 מיליארד בקבוצת הפועלים. קופות הגמל של בנק הפועלים מפוזרות בין מספר בנקים הנמצאים בשליטת בנק הפועלים, ובראשם בנק יב ובנק מסד, כך שהחלקים בבנק הפועלים דומים בגודלם לזה של בנק לאומי (בהתייחס לסכומים הנמצאים בבנק, ולא לאלו המנוהלים על ידו).

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 שעיקר 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 770-730 מיליון ₪.

להערכתנו גם כאן, כמו בבנק הפועלים, מרבית התמורה תוכר כרווח הון.

לוח הזמנים למכירה, והאם היא בכלל תתבצע, אינו ברור כך שלא הערכנו את עיתוייה. להערכתנו הפגיעה בתוצאות הבנק תהיה מזערית בגלל היכולת לפצות בעמלות שייגבו מלקוחות מיועצים ובגלל כוחו השיווקי הגדול של הבנק, שנחוץ לקונים של הקרנות והקופות.

התייחסות לדוחות

הרווח מפעילות מימון של הבנק הסתכם ברבעון השני ב-1,623 מ' ₪, מול הערכתנו לרווח של 1,548 מ' ₪. עיקר ההפרש נבע מהשפעת המדד בשיעור של 1.2% על עודף הנכסים הנזילים צמודי המדד ומשיפור במרווח הכולל של הבנק. פער הריבית הכולל הגיע ל-1.90% מול 1.62% ברבעון הקודם, ומול 1.71% בבנק הפועלים. פערים אלו תנודתיים מאד ומשתנים בין הרבעונים, כך שקשה להסיק מכאן על יתרון של מי מהבנקים. השיפור במרווח מצביע על הכיוון החיובי של שיפור במרווחים וקבלת פיצוי מתאים בגין האשראי שמעניקים הבנקים. לאחרונה נשמעות יותר ויותר הערכות לגבי חזרה לתואי של ירידה במרווחי האשראי המוענק על ידי הבנקים ובמקרה שנזהה מגמה כזו יהיה בכך משום סימן שלילי מאד לגבי כלל מערכת הבנקאות, דבר שיגרום לנו להוריד את המלצתנו לכלל המערכת.

ההפרשה לחובות מסופקים עמדה על 261 מ' ₪ מול הערכתנו ל-383 מ' ₪. שיעור ההפרשה במחצית הראשונה היה 0.78%, שהוא נמוך משיעור ההפרשה שהוערך על ידי ההנהלה כשיעור שנתי מייצג. אנו מעריכים שההפרשות ברבעונים הבאים יהיו גבוהות יותר.

ההכנסות התפעוליות הסתכמו ב-846 מ' ₪, מול הערכתנו ל-798 מ' ₪. ההפרש נובע מגידול חד מהצפי בהכנסות מפעילות לקוחות בשוק ההון ובגידול בפעילות בתחום כרטיסי האשראי. אנו מעריכים שברבעונים הבאים תהיה ירידה בהכנסות מתחום זה.

ההוצאות התפעוליות הסתכמו ב-1,302 מ' ₪ מול הערכתנו ל-1,348 מ' ₪. ההפרש נובע מירידה בהוצאות למשכורות ולהוצאות נלוות. הירידה מאותתת על הצלחה של הבנק בהורדת השכר, בשונה מבנקים אחרים שאינם מצליחים לשלוט על סעיף זה.

שיעור ההפרשה למס עמד ברבעון על 52%. השיעור הגבוה נובע מהפחתת שיעורי המס העתידיים, שהגדילו את הוצאות המס של הקבוצה ב-131 מ' ₪, אולם במקביל הקטינו את ההפרשה השוטפת ב-9 מ' ₪ וכן בגלל יישום מוקדם של תקן חשבונאות מספר 19, שגרם להוצאות של 20 מ' ₪ ונרשם בסעיף השפעה מצטברת של שינוי שיטה חשבונאית.

הבנק לא הכריז על כל דיבידנד בגין שנת 2004.

שיעור כיסוי ההכנסות התפעוליות להוצאות התפעוליות עומד 65% מול 62.1% ברבעון הקודם ומול 57.2% בכל שנת 2003. השיפור נובע מהצלחת הבנק להוריד את עלויות השכר. בבנק הפועלים היחס עומד על 65.9%. ההוצאות התפעוליות מהוות 52.7% מסך ההכנסות מול 60.9% בכל שנת 2003.

יחס ההון הכולל לנכסי סיכון בבנק לאומי עלה ל-11% מול 10.8% ברבעון הקודם, כתוצאה מאי חלוקת דיבידנדים.

היקף פיקדונות הציבור גדל במהלך הרבעון בכ-1.15%, ככל הנראה בגלל המדד הגבוה ברבעון. היקף האשראי לציבור עלה ברבעון ב-0.5%, ככל הנראה מאותה סיבה. אנו מעריכים שסעיפים אלו לא ירשמו צמיחה משמעותית ברבעונים הקרובים בגלל ההיקפים הגדולים אליהם הגיעו הפיקדונות והאשראים בבנקים.

סיכון האשראי המאזני עלה גם ברבעון זה בכ-9.1%, בהמשך לעליה של כארבעה אחוזים ברבעון הקודם. עיקר העלייה הייתה גם ברבעון זה בחובות בהשגחה מיוחדת.

התשואה על ההון של הבנק עמדה ברבעון השני של 2004 על 15.4% מול 10.0% ברבעון המקביל ו-8.7% בכל שנת 2003. נראה שאחרי ההפרשות הכבדות הבנקים מתחילים להתכנס לכיוון תשואות שמתקרבות ל-15%.

התוצאות של כל מגזרי הפעילות ממשיכות להציג רווחיות לאחר שהבנק עשה סדר בתחום הלקוחות העסקיים והקטין את ההפרשות לחובות מסופקים.

הערכות לעתיד

המלצות ועדת בכר הרשמיות אינן שונות מההמלצות המשוערות שפורסמו בעבר. הנושאים העיקריים הם כצפוי הפרדה מוחלטת בין הבנקים לבין הקופות והקרנות ואיסור על עמלת הפצה. יישום ההמלצות תלוי עכשיו אך ורק במצב הכוחות הפוליטי בארץ.

אנו מעריכים שהבנקים ימשיכו להציג דוחות משופרים בגלל שיפור תיק האשראי שלהם והתייעלות שנובעת מהפרישה של עובדים. גורם מדאיג יכול להיות ירידה במרווח הפיננסי שינבע מחזרה לתחרות בלתי מרוסנת. אנו נעקוב אחרי נתונים אלו מכיוון שלהערכתנו הם הנתונים החשובים ביותר שיבלמו את צמיחת רווחיות הבנקים.

ההפרטה של בנק לאומי עדיין מתוכננת להיות באמצעות חלוקת מניות לציבור, ולהערכתנו עדיין לא מאוחר לסגת מתוכנית זו ולמכור את הבנק בצורה אמיתית. עד למכירה הסופית נושא זה יהיה אחד הנושאים העיקריים שישפיעו על תמחור מניות הבנק.

לזכותו של בנק לאומי ייאמר שהוא הצליח, בניגוד למגמה במרבית הבנקים בארץ, להוריד אבסולוטית את הוצאות השכר.

ההפרשה לחובות מסופקים הייתה, להערכתנו, נמוכה מדי במחצית הראשונה, והיא צפויה לגדול במחצית השניה למה שנתית של כ-1%.

טבלה 1: רווח והפסד רבעוני (מ' שח)

4Q 2003E	3Q 2004E	2Q 2004	1Q 2004	
1,568	1,537	1,623	1,545	ההכנסות מפעילות מימון
486	419	261	401	הפרשה לחובות מסופקים
				ההכנסות מפעילות מימון בניכוי הפרשות לחובות מסופקים
1,082	1,118	1,362	1,144	
585	611	680	691	עמלות תפעוליות
8	8	12	9	רווחים מהשקעות במניות, נסו
158	154	154	145	הכנסות אחרות
751	773	846	845	סך כל ההכנסות התפעוליות ואחרות
2,319	2,310	2,469	2,390	סה"כ הכנסות
807	788	747	834	משכורות והוצאות נלוות
268	268	269	259	אחזקה ופחת בנינים וציוד
298	296	286	267	הוצאות אחרות
1,373	1,352	1,302	1,360	סה"כ הוצאות תפעוליות
460	538	906	629	רווח תפעולי
205	242	473	224	הפרשות למסים
254	296	433	405	רווח מפעולות רגילות לאחר מיסים
57	60	122	61	חלק ברווחי חברות כלולות, נסו
-2	-2	-3	-3	חלק המיעוט
309	354	552	463	רווח נקי מפעולות רגילות
-1	-1	-21	-2	רווח (הפסד) מפעולות לא רגילות לאחר מיסים
308	353	531	461	רווח נקי

מקור: בנק לאומי, מנורה גאון

טבלה 2: רווח והפסד שנתי (מ' ₪)

2006E	2005E	2004E	2003	2002	2001	2000	
6,721	6,493	6,274	5,975	5,084	5,462	5,001	ההכנסות מפעילות מימון
3.5%	3.5%	5.0%	17.5%	-6.9%	9.2%	5.1%	שיעור צמיחה
1,508	1,631	1,568	1,883	1,907	1,550	655	הפרשות לחובות מסופקים
							ההכנסות מפעילות מימון
							בניכוי הפרשות לחובות
5,213	4,863	4,706	4,092	3,177	3,912	4,346	מסופקים
2,696	2,630	2,566	2,491	2,431	2,261	2,243	עמלות תפעוליות
40	40	37	24	-7	57	84	רווחים מהשקעות במניות, נטו
648	629	611	679	470	508	513	הכנסות אחרות
							סך כל ההכנסות התפעוליות
3,384	3,299	3,214	3,194	2,894	2,826	2,840	ואחרות
8,597	8,162	7,920	7,286	6,071	6,738	7,186	סה"כ הכנסות
							הכנסות תפעוליות/סה"כ
47.7%	50.5%	50.6%	59.1%	69.5%	54.5%	43.5%	הכנסות
2,757	2,962	3,178	3,370	3,475	3,347	3,290	משכורות והוצאות נלוות
2,289	2,250	2,211	2,211	1,776	1,969	2,012	הוצאות תפעוליות אחרות
5,046	5,212	5,389	5,581	5,251	5,315	5,302	סה"כ הוצאות תפעוליות
3,551	2,950	2,531	1,705	820	1,423	1,884	רווח תפעולי
			135				שחיקות והתאמות
1,633	1,357	1,144	824	262	531	755	הפרשות למסים
							רווח מפעולות רגילות לאחר
1,917	1,593	1,387	1,016	558	892	1,128	מסים
							החלק ברווחים, נטו, מחברות
250	250	300	152	-32	54	175	כלולות
-10	-10	-10	-9	-113	-28	41	חלק המיעוט
0	0	-25	-14	9	1	356	הכנסות מיוחדות (נטו)
2,157	1,833	1,652	1,145	422	919	1,701	רווח נקי
17.7%	11.0%	44.3%	171.4%	-54.1%	-45.9%	24.4%	שיעור צמיחה
863	733	646	318	0	0	806	תשלום דיבידנד
1,294	1,100	1,006	827	422	919	895	יתרת רווח
5,058	4,581	4,099	3,588	2,728	2,973	2,539	רווח תפעולי (לפני הפרשות)
58.7%	63.9%	68.0%	76.6%	86.5%	64.1%	59.8%	יחס הוצאות/הכנסות

מקור: בנק לאומי, מנורה גאון

מנורה גאון בית השקעות

רח' היצירה 29, ר"ג

טלפון: 03 - 6111555

פקס: 03 - 6125544

mgih@mgih.co.il

אתר החברה: <http://www.mgih.co.il>

מירון קצפ – מנהל המחלקה הכלכלית

טל' 03 - 6111597

miron@mgih.co.il

מיקו מור – אנליסט

טל' 03 - 6111598

mikomo@mgih.co.il

אגף השקעות ומסחר

חגית לוין - מנהלת אגף השקעות ומסחר

טל': 03 - 6111534

hagitl@mgih.co.il

shiri@mgih.co.il	טל' 03 - 6111532	מנהלת השקעות	שירי הייבלום
talsp@mgih.co.il	טל' 03 - 6111529	מנהל השקעות	טל שפילמן
amirsi@mgih.co.il	טל' 03 - 6111595	מנהל השקעות	עמיר שמחוני
oshertu@mgih.co.il	טל' 03 - 6111540	מנהל השקעות	אשר טובול
tzahile@mgih.co.il	טל' 03 - 6111528	רכז השקעות	צחי ליבוביץ
giltz@mgih.co.il	טל' 03 - 6111536	רכז השקעות	גיל צמח
yossie@mgih.co.il	טל' 03 - 6111531	רכז השקעות	יוסי אפרתי

מחלקת ברוקראג'

שאול זילברשטיין - מנהל מחלקת ברוקראג'

טל': 03 - 6111513

shaulzi@mgih.co.il

moshba@mgih.co.il	טל' 03 - 6111596	רכז השקעות	משה בן אסאייג
--	------------------	------------	---------------

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.