

# אינווסטק יומי

סיפורי היום : צ'ק פוינט, מאקרו - ארה"ב ונגזרות ריבית

## מדדים עיקריים

מדדים	מחיר אחרון	שינוי יומי %	שינוי שנתי %
ת"א 25	323	-0.7	-3.2
ת"א 100	327	-0.6	-1.6
תל-טק	172	-0.1	-52.2
נאסד"ק	1305	0.2	-2.3
דאו ג'ונס	7740	0.9	-7.2
מדד S&P Small Cap Elect.	79	0.1	-7.0
מדד MSCI שווקים מתעוררים	117	-0.8	-7.6
מדד MSCI ישראל	89	1.1	-1.5

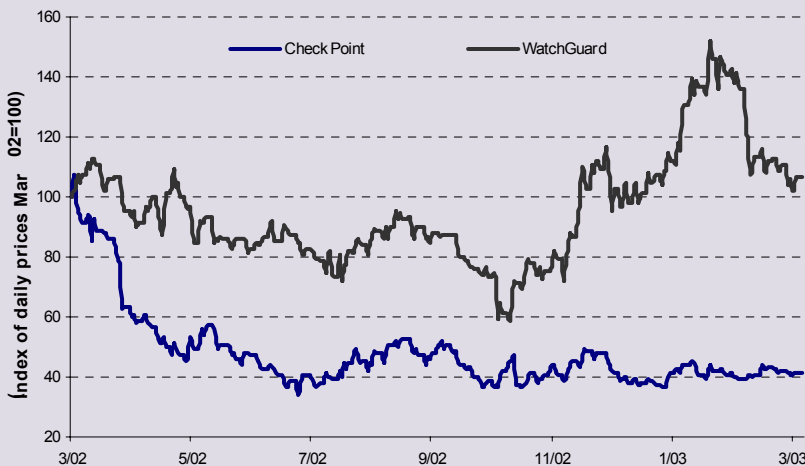
המניות הפעילות בנאסד"ק					המניות הפעילות בת"א				
המניה	מחזור	מחיר אחרון	שינוי יומי %	שינוי שנתי %	המניה	מחזור	מחיר אחרון	שינוי יומי %	שינוי שנתי %
מרקיורי	65	31.77	1.0	7.2	בנק הפועלים	13	6.3	-1.9	-6.8
טבע	27	36.70	-1.3	-4.9	טבע	7	177.2	-0.8	-0.1
אק פוינט	15	14.61	0.3	12.6	כלל תעשיות	7	14.0	0.4	2.5
קומברס	11	9.63	0.2	-3.9	כיל	6	4.8	-1.5	-0.6
אמדוקס	7	12.43	-1.8	26.6	מכתשים אגן	5	8.3	-1.3	6.0
תרו	5	34.53	-0.5	-8.2	בזק	5	4.6	0.2	-0.5
צורן	4	11.25	-2.3	-20.1	בנק לאומי	5	4.5	0.2	-9.0
<b>סה"כ מחזור</b>	<b>145</b>				<b>סה"כ מחזור</b>	<b>81</b>			

Source: Bloomberg Financial Markets

### צ'ק פוינט

מנכ"ל של חברת WatchGuard (WGRD) ג'ים קאדי (Jim Cady), הפועלת בתחום אבטחת IT, סיפק ראיון מעניין לעיתונות בארה"ב בשבוע שעבר. חברת WatchGuard המספקת פתרונות אבטחה לשוק העסקים הקטנים והבינוניים באמצעות מוצרי חומרה יעודיים, דיווחה בחודש הקודם על תוצאות טובות לרבעון הרביעי עם מכירות של \$22 מיל' וצמיחה שנתית של 17% משנה קודמת ל-\$75 מיל' מכירות לשנת 2002 כולה.

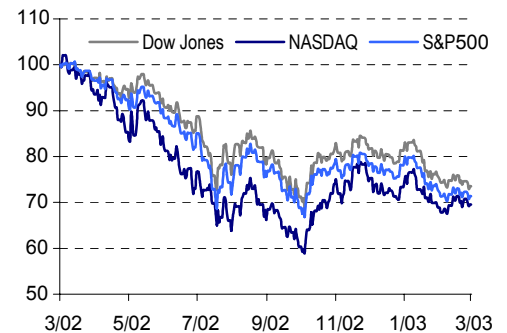
על פי קאדי, WatchGuard עברה תהליך רה-אירגון בשנת 2002 הממצב אותה טוב יותר אל מול סגמנט ה-SME. לשאלה איך החברה מתכוונת להתחרות במובילות השוק המתכוונת להעמיק את חדירתן לסגמנט זה כדוגמת צ'ק פוינט וסיסקו ענה כי קיים קושי לעבור מאספקת פתרונות לשוק האירגונים הגדולים, לאספקת תרונות מתאימים לשוק ה-SMEs הן מבחינת צינורות ההפצה והן מבחינת דרישות הפתרון. במקרה הפרטי של צ'ק פוינט להערכתנו יש מענה הולם לשת דרישות חשובות אלו. צינורות ההפצה של החברה לסגמנט זה מתבססות על שותפותיה הרלוונטיות וצ'ק פוינט אינה נדרשת לבצע הפצה עצמאית של קופסאות חומרה ייעודיות המכילות את פתרון התוכנה שלה. מצד הפתרון, צ'ק פוינט מקיימת שיתופי פעולה מלאים באמצעות פלטפורמת ה-OPSEC עם יצרניות החומרה המבצעות את השינויים הנדרשים תוך התאמה מלאה לצרכי לקוחות הקצה של שוק ה-SMEs (לדוגמה: הצלחת משפחת מוצרי ה-IP500 של נוקיה המשלבים את פתרון התוכנה של צ'ק פוינט).



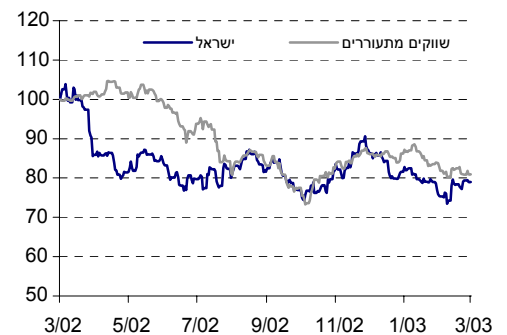
חברת WatchGuard הינה שותפת OPSEC של צ'ק פוינט באמצעות חברת RpidStream. חברת RpidStream נרכשה ע"י WatchGuard באפריל 2002 על מנת לחזק את קו מוצריה בתחום לקוחות העסקים הקטנים והבינוניים (SME). RpidStream הינה שותפת OPSEC של צ'ק פוינט המספקת פתרונות Applience של אבטחה תוך שימוש בפתרונות התוכנה של צ'ק פוינט. לחברת WatchGuard בין השאר, הסכם שיתוף פעולה אסטרטגי עם McAfee, ספקית פתרונות אנטי וירוס.

התמחותה של WatchGuard הינה בשוק ה-SMEs במכירות של פתרונות אבטחה בטווח המחירים של \$1500 - \$5000. נתח השוק אותו תופסת החברה (לטענתה) בשוק

### מדדי מניות עיקריים בארה"ב



### מדד MSCI בהשוואה למדד ת"א-25



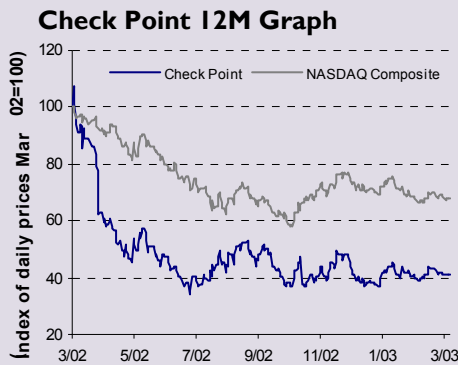
שערי מטבעות	מחיר אחרון	שינוי יומי %	שינוי שנתי %
שקל דולר	4.840	-0.4	2.2
שקל ליש"ט	7.762	0.1	1.7
שקל אירו	5.296	-0.6	6.6
שקל ין - 100 ין	4.117	-0.5	3.1

### שע"ח שקל- דולר



Source: Bloomberg Financial Markets

זה הינו שני לאחר סיקו – מובילת שוק זה. עיקר הכנסותיה של צ'ק פוינט נגזרות עדיין מהאירגונים הגדולים (מכירות בסדרי גודל של \$20,000 ומעלה לפתרון בודד). הנהלת החברה הכריזה לא פעם כי היא רואה בסגמנט האירגונים הקטנים והבינוניים מנוע צמיחה אסטרטגי עבורה. את עיקר מכירותיה לסגמנט זה, מבצעת צ'ק פוינט באמצעות שותפות אסטרטגיות כדוגמת נוקיה מצד אחד ו-RapidStream מצד שני. מכלל מכירותיה של צ'ק פוינט ברבעון הרביעי של 2002 כ-80% היו מכירות מתחת ל-\$50,000 אחת, כאשר כ-50% מאלו היו באמצעות מערכות חומרה משולבות תוכנה (Appliance). היחס בין מכירות תוכנה לחומרה בסגמנט זה עומד על כ-1:2 (לטובת החומרה). לפיכך להערכתנו נתח השוק בו שולט פתרון התוכנה של צ'ק פוינט עומד על כ-\$500 מיל. **אנו חוזרים על המלצתנו למניית צ'ק פוינט "קניה".**



**המלצה:**  
BUY

**נתוני חברה:**  
מחיר אחרון: \$14.61  
שווי שוק: \$3,547.7 מיל

• **מאקרו ארה"ב ונגזרות ריבית**

נתוני ה- Beige Book (המהווה למעשה עבור הפד בסיס להחלטות ביחס למדיניות הריבית) שפרסם הפד בשבוע שעבר הצביעו על חולשה כללית בכלכלה האמריקאית על פני רוב הסקטורים וברוב מחוזות הפד. הנתונים מצביעים על כך שהכלכלה ממשיכה להיתקל בקשיים בדרכה לצמיחה כלכלית עקב רמת הפעילות הכלכלית הנמוכה מהציפיות במשק האמריקאי בצירוף השפעות העלייה ברמת אי הודאות הנובעת מהמצב הגיאופוליטי.

בעוד שאי הודאות הגיאופוליטית ממשיכות להשפיע לרעה על מצב הכלכלה בעיקר בטווח הקצר, הרי שחולשת הצרכנים יחד עם מצבו הלא משכנע של סקטור הייצור והחולשה בשוק העבודה (כפי שבאה לידי ביטוי בנתונים שפורסמו בשבוע שעבר) מעצימים את החששות כי המשק האמריקאי אינו מצליח "לסחוב בעלייה" ולהמשיך בתהליך צמיחה.

הבנק האירופאי המרכזי (ה- ECB), בישיבתו בסוף השבוע שעבר, החליט על הורדת ריבית באירופה ב-25 נקודות בסיס בניגוד לציפיות הקונסנזוס ושלנו להורדה של 50 נקודות בסיס. התחושה בקרב רוב הכלכלנים והשחקנים בשוק הייתה כי צעדו של ה- ECB היה מתון מדי עקב החולשה בכלכלות רוב המדינות באירופה ובפרט גלישתה של גרמניה בחזרה למיתון (אותו "Double Dip" ממנו חוששים גם בארה"ב). ההסבר לצעדו של ה- ECB נובע בין השאר מכך שהבנק האירופאי המרכזי נוטה להיות שמרן יותר מעמיתו האמריקאי, ולמעשה הוא נע בעקבות העקומה – Behind the Curve (של הפעילות הכלכלית) ולא מוביל את העקומה – Ahead of the Curve. הביקורת על מדיניותו של ה- ECB והעובדה כי תהליכים כלכליים דומים מתרחשים גם בארה"ב הולידו השערות כי תיתכן גם הרחבה מוניטרית נוספת בארה"ב בתקופה הקרובה.

כאמור, שרשרת הנתונים השליליים יחד עם העובדה שיו"ר הפד גרינספאן תמיד נחשב כמי שנוקט ביוזמה ומוביל מדיניות מוניטרית המובילה תהליכים כלכליים במשק ולא מגיבה לפעילות הכלכלית הובילו לסקפולציות אצל מספר כלכלנים כי הפד יוריד עוד את הריבית, שכבר עתה נמצאת ברמות שפל של 1.25% ב-25 נקודות בסיס נוספות. למרות זאת אנו מעריכים כי הפד יותיר את הריבית במפגשו הקרוב (17 במרץ 2003) על כנה. הערכה זו נובעת מכיוון שעדיין אין מספיק סימנים לכך שהכלכלה האמריקאית אכן מצויה במשבר המאיים לדרדר אותה בחזרה למיתון, ובמקביל רמת ריבית נמוכה כפי

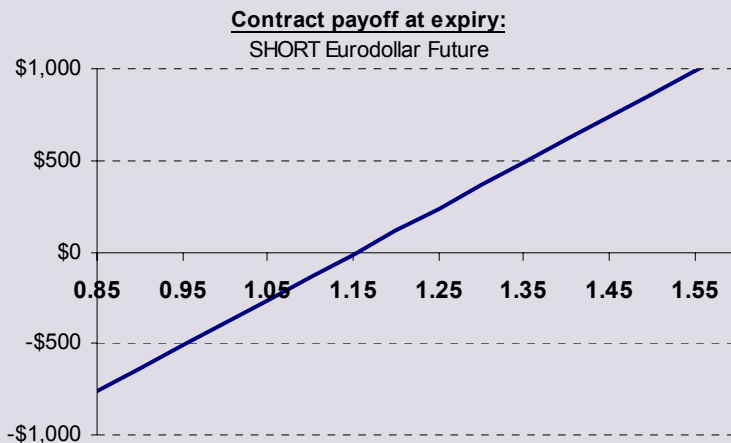
## אינווסטק יומי

ששורת כיום מעניקה לפד רק מרחב תמרון מוניטרי מוגבל מאוד בעתיד וספק אם הוא ירצה להשתמש במשאבים שנשארו ברשותו כל עוד הוא איננו משוכנע שאכן זהו המוצא האחרון.

גרינספאן וכלכלנים מובילים אחרים בפד כבר אמרו במהלך החודש האחרון בפורומים שונים כי אי הודאות הגבוהה הנובעת מהמצב הגיאופוליטי והעלייה החדה במחירי הנפט הם מהגורמים המשפיעים לרעה בתקופה האחרונה על מצבה של הכלכלה האמריקאית ומתחת לפני השטח המשק האמריקאי חזק ממה שנראה במבט על. הגורמים הנ"ל צפויים להתפוגג בתקופה הקרובה אחרי מתקפה אמריקאית בעיראק ויפנו את הזירה לפעילות הכלכלית. החברות המעכבות פעילויות השקעה (בפרויקטים ובהגדלת כוח העבודה) והצרכנים המקטינים את הצריכה הפרטית מכיוון שתזרים המזומנים העתידי שלהם פחות ברור כיום, צפויים תחת ההנחה הנ"ל לחדש את פעילותם או לכל הפחות לעצור את הקיטון צריכה הפרטית.

מחירי החוזים העתידיים על ריבית ה-FED, הנסחרים ב-Chicago Board of Trade, משקפים ציפייה להורדת הריבית כבר בישיבה הקרובה של ה-FED. מחיר החוזה לאפריל, שסימול הבלומברג שלו הוא FFJ3, הוא 98.845, המשקף ריבית של 1.155%, נמוך מריבית ה-FED הנוכחית – 1.25%.

מכירת החוזה לאפריל (שנכס הבסיס שלו הוא פיקדון לחודש של 3 מיליון דולר) במחיר זה תניב רווח של \$237 במקרה שהריבית תיותר ללא שינוי במפגש הקרוב של ה-FED. להלן טבלת תרחישים המציגה את פרופיל הרווח/הפסד של פוזיציה זו.



LIBOR	Cash Flow
0.85	-762.5
0.90	-637.5
0.95	-512.5
1.00	-387.5
1.05	-262.5
1.10	-137.5
1.15	-12.5
1.20	112.5
1.25	237.5
1.30	362.5
1.35	487.5
1.40	612.5
1.45	737.5
1.50	862.5
1.55	987.5
1.60	1,112.5
1.65	1,237.5


**מחקר**
**קובי פינקלשטיין – מנהל מחלקת המחקר**

טלפון: 03 - 564 5680  
 דואר אלק': [kfinkelstein@investec.co.il](mailto:kfinkelstein@investec.co.il)  
 (פיננסים, פארמה, טכנולוגיה)

**אלי פולטינסקי**

טלפון: 03 - 564 5634  
 דואר אלק': [epolatinsky@investec.co.il](mailto:epolatinsky@investec.co.il)  
 (מאקרו, כימיה)

**אבשלום שמעי**

טלפון: 03 - 564 5220  
 דואר אלק': [ashimei@investec.co.il](mailto:ashimei@investec.co.il)  
 (טכנולוגיה, תקשורת)

**מתיו פירסון**

טלפון: 0044 207 – 597 4342  
 דואר אלק': [mpearson@investec.co.uk](mailto:mpearson@investec.co.uk)  
 (טכנולוגיה)

**שיווק ומכירות לקוחות מוסדיים**
**מיכל קאוף**

טלפון: 03 – 564 5350  
 פקס: 03 – 564 5396  
 דואר אלק': [mkauf@investec.co.il](mailto:mkauf@investec.co.il)

**מסחר**
**סוזי טובי**

טלפון: 03 – 564 5214  
 פקס: 03 – 564 5291  
 דואר אלק': [stovi@investec.co.il](mailto:stovi@investec.co.il)

**מקרא:**

**BUY** – המניה תפגין ביצועים עודפים במעט מעל ביצועי השוק.  
**HOLD** – המניה מסחרת במחיר הוגן, צפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה הקרובה.  
**SELL** – המניה נסחרת בתמחור יתר, צפויה להפגין ביצועים נחותים מאלו של השוק בשנה הקרובה.

**כל מצב המופיע במקרא הינו דרוג בלבד, ואין להבינו כהמלצה לפעול על פיו.**

המחקר הכלול בדוח זה ניתן למטרת מידע בלבד. אין הוא יעוץ להשקעה, או, המלצה לרכישת, החזקת, או מכירת ניירות הערך המתוארים בו. המחקר התבסס על מידע שפורסם לציבור ולא נבדק על ידינו באופן עצמאי. המחקר אינו מיועד לאדם מסוים ואינו מתייחס למטרות ההשקעה האפשריות לכל אדם או למצבו הכספי, לרבות ניירות הערך והנכסים הפיננסיים שלו, ושאר הנסיבות הצריכות לענין לגבי אותו אדם, לפיכך לא ניתן להתאים לפיו את ההשקעה בניירות הערך. נשוא המחקר לצרכיו והנחיותיו של כל אדם. אין מחקר זה מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע כלשהו. למשקיעים שונים עשויות להיות דרישות שונות למידע, ועל כל משקיע לשקול באופן עצמאי ובמנותק ממחקר זה, אם לרכוש, להחזיק או למכור את ניירות הערך נשוא המחקר, ולקבל ייעוץ מקצועי מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בצרכי ובמטרות אותו משקיע.

מחקר זה הינו יחסי, אין הוא מתיימר להיות מחקר מלא ומדויק של כל העובדות והנסיבות הקשורות בו. כמו כן קיימות שיטות שונות להערכת חברות אשר עשויות להביא למסקנות שונות.

למפרסם המחקר, לעובדיו, לחברות בנות שלו או לגורמים הקשורים עמו יש או יכולות להיות החזקות בניירות ערך המוזכרים במחקר זה. כן יכולים הם לבצע

פעולות שונות, לרבות חיתום, רכישה או מכירה של ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים האמורים, עבור עצמם ועבור לקוחותיהם, ולהתקשר בקשרים עסקיים עם החברה נשוא מחקר זה, עם אנשים קשורים אליה ועם גופים אחרים המזכרים