

ירון פרידמן, 26 ביולי 2010

קבוצת אידיבי

עדכון של מודל שווי אחזקות הקבוצה, ותחילת סיקור מניית כור בהמלצת "תשואת שוק"

קבוצת אידיבי היא אחת מקבוצות החברות הגדולות במשק הישראלי. באמצעות שורה של חברות בנות, פעילה החברה במגוון תחומי פעילות בישראל ובחו"ל, כשבמרבית הענפים בהם היא פעילה, החברות הבנות ממוקמות בין הגדולות בתחומן בישראל. בשנתיים האחרונות ניכרת מגמה ברורה להרחבת פורטפוליו החברות המוחזקות בחו"ל (הרחבה בהמשך).

מלבד זאת, אידיבי מאופיינת במדיניות של אחזקה ביתרות נזילות גבוהות, הן ברמת חברות המטה והן ברמת החברות הבנות, כך שלקבוצה יתרות נזילות פנויות להשקעה בהיקפים גדולים.

בעבודה זו אנו מפרסמים את מודל הערכת השווי המעודכן שלנו לחברות האחזקה המרכזיות בקבוצה: אידיבי אחזקות, דיסקונט השקעות, כלל תעשיות וכור.

בבואנו להעריך את שווי החברות, ישנם שני מודלים מרכזיים העומדים לנגד עיננו:

- **מודל NAV סחיר:** מודל הבוחן את השווי הנכסי נטו של חברות הקבוצה על פי שווי השוק של כל חברה מוחזקת בעת פרסום המודל.

- **מודל NAV כלכלי:** מודל שבו תמחרנו חלק נכבד מהחברות המוחזקות על פי מודל כלכלי נפרד.

בתמחור החברות גרענו דיסקאונט טבעי של 15% לכל חברת אחזקה על בנותיה השונות. דיסקאונט זה מבטא להערכתנו את העלויות העודפות בחברות אחזקה, כגון מס עתידי, הוצאות מטה וכו'.

מאחר ומרבית החברות הגדולות בקבוצה מסוקרות על ידינו באופן נפרד, המלצותינו למניות חברות האחזקה המרכזיות בקבוצת אידיבי מתבססות על מודל ה-NAV הכלכלי. בעבודה זו הרחבנו על החברות המרכזיות שאינן מסוקרות באופן נפרד, ואילו החברות המסוקרות מתוארות באופן תמציתי, כשאנו מפנים את הקוראים לסקירה הנרחבת והנפרדת לכל אחת מהחברות הללו.

יצויין בהדגשה, כי מאחר ומרבית החברות בקבוצה נסחרות בבורסה, השווי הנכסי של קבוצת אידיבי משתנה באופן תדיר, ועל כן השווי המתואר מטה ומחירי היעד נכונים למועד פרסום דו"ח זה.

החברה	המלצה	מחיר יעד כלכלי	דיסקאונט ממחיר השוק	מחיר יעד לפי סחיר	דיסקאונט ממחיר השוק	המלצה קודמת (מחיר יעד)
אידיבי אחזקות	תשואת יתר	150.2 ₪	60%	123.7 ₪	32%	תשואת יתר (140 ₪)
כלל תעשיות	תשואת שוק	26.6 ₪	7%	26.0 ₪	5%	תשואת שוק (20 ₪)
דסק"ש	תשואת יתר	84.9 ₪	22%	70.7 ₪	1%	תשואת יתר (100 ₪)
כור	תשואת שוק	89.2 ₪	19%	79.2 ₪	5%	תחילת סיקור

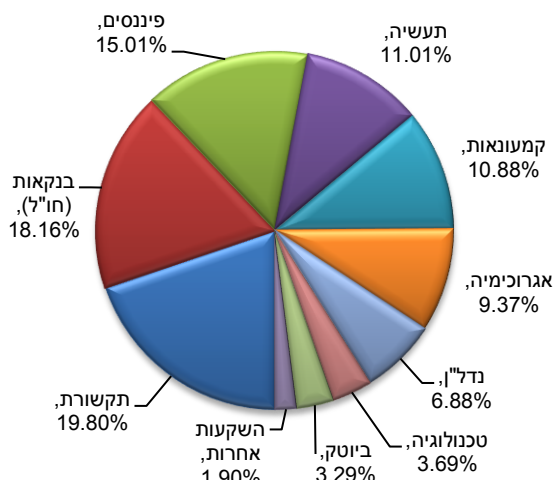
לתשומת לב: בעבודה זו אנו מתחילים בסיקור של כור תעשיות, בהמלצת "תשואת שוק".

יודגש, כי יתרת החוב מבוססת על דוחות הרבעון הראשון 2010, בהתחשב באירועים פיננסיים משמעותיים שהתקיימו מאז. בפועל, יתכנו שינויים נוספים ביתרות החוב בשל פרעונות הלוואות ואג"ח מחד, ומקבלת דיבידנדים שהוזרמו מהחברות הבנות מאידך. כמו כן, שווי השוק של החברות המוחזקות מעודכן למועד פרסום מסמך זה.

ראו הערת אזהרה בסוף מסמך זה

אידיבי נמנית בין קבוצות החברות הגדולות בישראל. בעבודה זו נציג את הקבוצה על זרועותיה השונות, עם התייחסות לחברות הגדולות והמשמעותיות שבשליטתה.

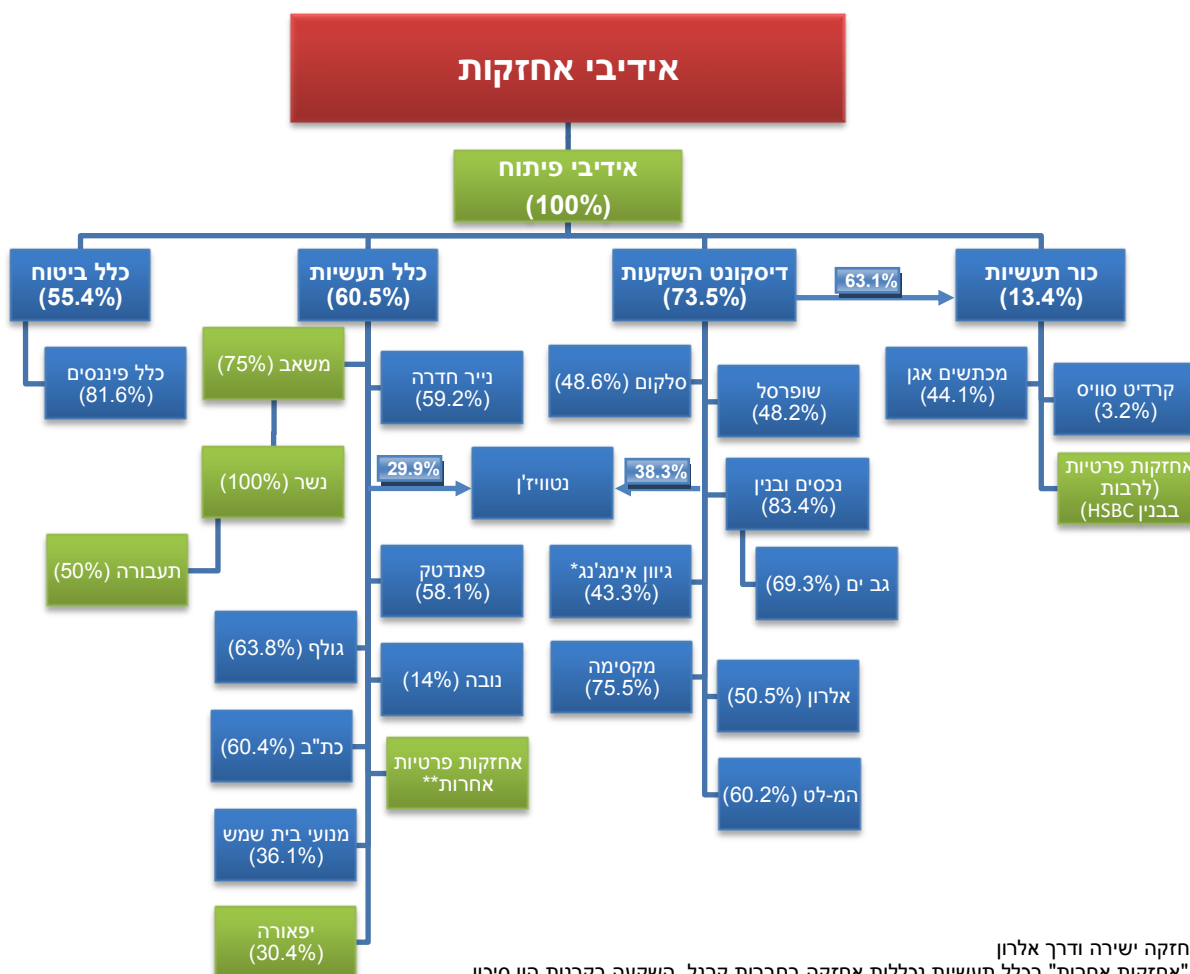
חשיפת קבוצת אידיבי לענפים השונים
(לפי שווי כלכלי)



עץ האחזקות של אידיבי נחלק ל-4 זרועות עיקריות, המצויות תחת אידיבי פיתוח. זו היתה בעבר חברה ציבורית, אולם לאחר הצעת רכש מלאה שביצעה אידיבי אחזקות היא נמחקה מהמסחר, וכיום היא חברה צינור פרטית ל-4 הזרועות העיקריות: כלל תעשיות, דיסקונט השקעות, כור וכלל ביטוח.

כלל תעשיות, כור ודסק"ש הן זרועות ההשקעות הריאליות של הקבוצה. באופן כללי, כלל תעשיות מוטה יותר להשקעות תעשיות, בעוד שדסק"ש מוטה יותר לכוון תחום שרותי התקשורת והמסחר, אם כי בשתי הזרועות ניתן למצוא יוצאים מן הכלל. בעבר, היו בין החברות אחזקות משותפות בחלק מהחברות המוחזקות, אולם כיום נותרה לשתיים אחזקה משותפת אחת בלבד, בחברת נטוויז'. כור, שמוחזקת במישרין על ידי אידיבי פיתוח ועל ידי דסק"ש, משמשת כזרוע ההשקעות של הקבוצה בחו"ל, לצד אחזקתה במכתשים אגן.

בעץ האחזקות המצורף ניתן לראות את אחזקותיהן העיקריות של אידיבי על זרועותיה (בכחול – חברות ציבוריות, בירוק – חברות פרטיות). כפי שניתן ללמוד מעץ זה, עיקר הערך של הקבוצה נובע ממספר מצומצם של חברות משמעותיות, ובהן בין היתר כלל ביטוח, סלקום, שופרסל, מונופול המלט נשר, מכתשים אגן, נייר חדרה ונטוויז'. כמו כן, לחברה אחזקה ב-3.2% ממניות קרדיט סוויס, אשר אומנם אינה מקנה לה שליטה בחברה, אך היא בעלת המניות השלישית בגודלה בו.



*כולל אחזקה ישירה ודרך אלרון
**תחת "אחזקות אחרות" בכלל תעשיות נכללות אחזקה בחברות קרגל, השקעה בקרנות הון סיכון ובחברות נוספות

פירוט אומדן שווי הנכסים של אי.די.בי אחזקות

שם החברה	שווי חברה		שעור האחזקה	שווי אחזקה		שיעור מנכסים
	שווי כלכלי (במיליוני שקל)	שווי לפי סחיר (במיליוני שקל)		שווי כלכלי (במיליוני שקל)	שווי סחיר (מיליוני שקל)	
דסק"ש	8,517	7,087	73.5%	6,261	5,210	43.9%
כלל תעשיות	4,932	4,826	60.5%	2,986	2,922	21.0%
כור	4,981	4,423	13.4%	665	590	4.7%
כלל ביטוח	5,534	5,534	55.5%	3,073	3,073	21.6%
IDB Group USA	1,942	1,942	50.0%	971	971	6.8%
אחזקות אחרות	290	290	100.0%	290	290	2.0%
			סה"כ שווי נכסים	14,246	13,057	

סה"כ חוב נטו	(7,500)				
ערך שווי נכסי של אי.די.בי אחזקות נטו (במיליוני שקל):	6,746	5,557	שער המניה כיום:	93.9	נח
דיסקאונט טבעי	15%	15%	מחיר יעד לפי שווי כלכלי	150.2	נח
שווי נכסי נטו (לאחר דיסקאונט)	5,734	4,723	מחיר יעד לפי שווי נכסי	123.7	נח
שווי שוק של אי.די.בי אחזקות (במיליוני שקל):	3,585	3,585			
דיסקאונט נוכחי:	60.0%	31.8%			

להלן התייחסותנו לאחזקות העיקריות בקבוצה:

כלל ביטוח (55.1%)

כלל עסקי ביטוח עוסקת בתחומי הביטוח, חסכון ארוך הטווח והפיננסים, ובכל אחד מתחומי פעילות אלה היא מהווה שחקנית משמעותית. תחום החסכון ארוך הטווח, הכולל בתוכו את ענפי ביטוח המנהלים, הפנסיה והגמל, מהווה נדבך מרכזי בתוצאות החברה. בתוך תחום זה אנו רואים את פעילות הגמל כבעלת פוטנציאל הצמיחה הגבוה ביותר, ומטבע הדברים פעילות זו נתקלת בעוצמת התחרות העזה ביותר.

תחום ביטוח הבריאות, המאופיין בלקוחות הטרוגניים, מוצרים ייחודיים ותחרות מתונה יחסית, מהווה פוטנציאל צמיחה משמעותי של החברה. אנו רואים את כל השחקניות בסקטור הביטוח משקיעות מאמצים רבים על מנת להכות שורשים בשוק צומח זה. בהתאם, מאמצי החברות להמשך צמיחתן תורם לצמיחת הענף כולו. לצד אלה, אנו מזהים מגמת עליה בפרמיות ושיפור הרווחיות ביטוח הבריאות בסקטור הביטוח.

תחום הביטוח הכללי הינו תחום רווי מתחרים ומאופיין, על פי רוב, במוצרים גנריים חסרי ייחוד, ועל כן רווחיותו הינה נמוכה, באופן כללי.

תוצאות תחום הפיננסים תלויות במידה רבה בביצועי שוקי ההון, ועל כן הסיכון בפעילות זו גבוה יחסית. להערכתנו, מלבד התלות בתשואות שוקי ההון, יושפעו תוצאות תחום הפיננסים בעיקר מתשואות הנוסטרו, מידת הגידול בהיקף הנכסים המנהלים, התאמות שנעשו להתמקדות בפעילויות רווחיות ותאומות לליבת הפעילות של החברה וייעול צד ההוצאות.

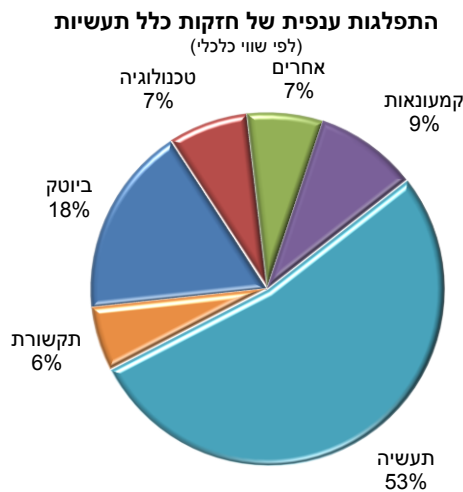
בשורה התחתונה, אנו מעריכים כי הפער הקיים בין השווי הנוכחי של מניית כלל ביטוח לבין השווי הנגזר מהערכת השווי, תוך התחשבות במידת הסיכון הגלומה בהחזקת המניה, אינו מצדיק את הגדלת משקלה בתיק הנכסים מעבר למשקלה במדד ת"א 100. על כן, אנו ממליצים על מניית החברה בהמלצת "תשואת שוק", ומעניקים לחברה שווי כלכלי של 5.5 מיליארד שקל.

כלל תעשיות (60.5%)

כאמור לעיל, כלל תעשיות היא אחת מ-3 זרועות האחזקות הריאליות של הקבוצה. אחזקות הקבוצה נחלקות לשתי משפחות עיקריות: תעשייה מסורתית, הכוללת את משאב, נייר חדרה, גולף ועוד. המשפחה השנייה כוללת אחזקות בחברות טכנולוגיה, ובהן כלל ביוטכנולוגיה (כת"ב), פאנדטק, נובה מכשירי מדידה ועוד. כמו כן, משקיעה כלל תעשיות בכמה קרנות הון סיכון וקרנות השקעה אחרות. מבין אלו, הבולטת היא קרן אינפיניטי, המשקיעה במזמים עסקיים בסין באמצעות קרנות בנות.

משאב (75%)

משאב היא האחזקה העיקרית של כלל תעשיות, כשעל פי מודל הערכת השווי שלנו, היא מהווה כ-35% מהשווי הנכסי נטו של הקבוצה. משאב מחזיקה בשתי אחזקות מהותיות: מונופול המלט נשר (100%), ותעבורה (50%, דרך נשר). בשנתיים האחרונות חילקה החברה כ-480 מיליון שקל דיבידנד, כך שמדובר ביצרנית המזומנים העיקרית של כלל תעשיות.



נשר – היא יצרנית המלט היחידה בישראל. אתר הייצור העיקרי של החברה מצוי ליד העיר רמלה. באתר מופעלים 2 קווי ייצור "יבשים", המסוגלים לייצר כ-5 מיליון טון מלט בשנה. כמו כן, לנשר מפעל נוסף בהרטוב, שבו קו ייצור "חצי יבש", לו כושר ייצור של כ-700 אלף טון מלט בשנה. קו זה מיושן יותר, ומאופיין ברווחיות נמוכה יותר. החברה מפעילה כיום רק את קווי הייצור ברמלה, והר-טוב מופעל רק בתקופות של ביקוש יתר.

בהיותו מוצר בעל חיי מדף קצרים מאוד (ימים עד שבועות ספורים), עם עלויות שינוע גבוהות יחסית למחירו, מלט הינו מוצר בעל מאפיינים מקומיים מאוד, כשבעולם מקובל ש-95% מהמלט הינו מייצור מקומי, ורק 5% בסחר בינלאומי. בישראל, מחזיקה החברה בנתח שוק שנאמד בכ-85%-90%, כשהיתרה מיובאת ממדינות אגן הים התיכון הקרובות לאזורנו. מלבד ההגנה הטבעית כנגד ייבוא, נהנית החברה גם מהגנה מפני מתחרים פוטנציאליים בישראל, וזאת בשל חסמי כניסה גבוהים מאוד, הקשורים בעלויות ההקמה של מפעל מלט חדש.

בשנה ממוצעת מוכרת נשר כ-4 מיליון טון מלט בשנה בישראל, וכמיליון טון נוספים לרשות הפלסטינית בשטחי הגדה. בעבר מכרה החברה כ-500-600 אלף טון מלט נוספים בשנה ברצועת עזה, אולם בשנים האחרונות, בשל הסגר המוטל על הרצועה, הופסקה פעילות זו כמעט לחלוטין. לקוחות החברה בישראל נחלקים ל-2 סוגים עיקריים: לקוחות תעשייתיים, שהם יצרני הבטון ומוצריו, ומהווים כ-55% ממכירות החברה. הסוג השני הם לקוחות עסקיים, שהם סיוטנאים המוכרים חומרי בניה לקבלנים קטנים וללקוחות פרטיים ועסקיים קטנים, והם מהווים כ-45% ממכירות החברה.

צמיחת שוק המלט קשורה בקשר ישיר לצמיחת ההשקעות במשק (סעיף הכולל את תחום הבניה והתשתיות), כשבשנים האחרונות מדובר בצמיחה מתונה מאוד בישראל. בפעילות מול הרשות נהנתה החברה מצמיחה מואצת בשנה האחרונה, בזכות תנופת פיתוח בשטחי הגדה – מה שהביא לגידול של 23% במכירות החברה בגדה ב-2009.

מנועי הצמיחה של נשר, להערכתנו, הם: שיפור בהתחלות הבניה; שיפור בזירה הגיאופוליטית מול הרשות הפלסטינית; החלפת דלק הבערה בכבשני החברה מדלק קונבנציונלי לדלק חלופי, כשהחברה החלה בפילוט לשימוש באשפה אורגנית כחומר בעירה; הקמת תחנת הכוח הפרטית של החברה. תחנה זו, המונעת בגז טבעי, מייצרת 50 מגוואט, ולהערכתנו מביאה לחסכון של מספר מיליוני דולר בשנה.

בהיותה חברה פרטית, אנו מעריכים את שוויה של נשר בכ-2.47 מיליארד שקל. הערכה זו מתבססת על מודל EV/EBITDA, על רווח EBITDA מייצג של כ-450-480 מיליון שקל בשנה.

תעבורה (50% בידי נשר, היתרה בבעלות משפחת לבנת) – היא החברה הלוגיסטית הגדולה בישראל. לצד צי משאיות תובלה ומיכליות לשימושים שונים, החברה מספקת מגוון שירותים נוספים: ציוד הנדסי כבד (צמ"ה); שירותי תחבורה ציבורית; שירותי מנופים; שירותים לוגיסטיים, כולל מסוף מטענים בנתב"ג (באמצעות החברה הבת ממון); יבוא ושיווק בישראל של משאיות, אוטובוסים ומנופים מתוצרת DAF, Kenworth, ו-Isuzu; יבוא ושיווק רכבי פורד למזרח אירופה.

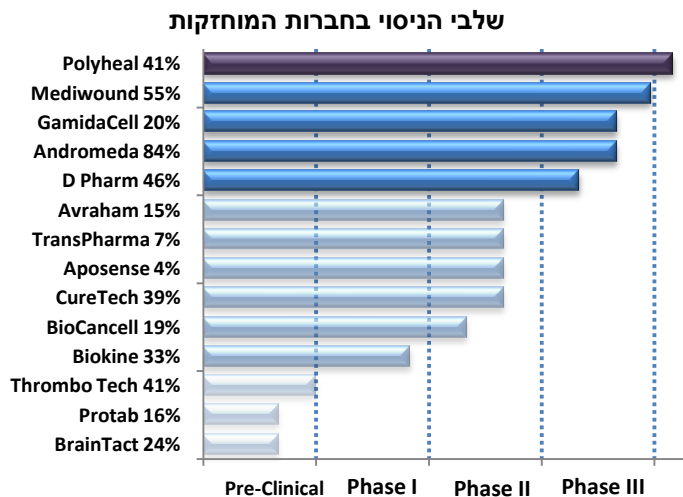
החברה מתאפיינת בהשפעה גבוהה מאוד של הסביבה הכלכלית על פעילותה. המשבר הכלכלי הגלובלי הביא להאטה בפעילות תעבורה בשנים 2008-2009, הן בפעילותה בישראל, והן בפעילות יבוא המכוניות למזרח אירופה. מאידך, החברה מושפעת מאוד ממחירי הדלקים, שכן סולר מהווה לה תשומה מרכזית בפעילותה. אנו סבורים כי ההתאוששות

הכלכלית, שהחלה במחצית השניה של 2009, תקבל ביטוי גם בתוצאות הקבוצה ב-2010 ואילך, ואלו ירשמו שיפור לעומת השנים 2008-9.

לאור מעמדה החזק של תעבורה במשק הישראלי, ולאור הערכתנו כי החברה צפויה להציג שיפור בתוצאותיה ביחס לשנתיים האחרונות, כאמור, אנו מעריכים את שוויה של תעבורה בכמיליארד שקל, כששווי חלקה של נשר בחברה הינו 450 מיליון שקל. גם כאן הערכת השווי מתבססת על מודל EV/EBITDA לפי רווח EBITDA מייצג של 300-320 מיליון שקל.

כלל ביוטכנולוגיה (60.9%)

מאחזקה זניחה בשוויה לפני שנים ספורות, הפכה בשנים האחרונות כלל ביוטכנולוגיה (כת"ב) לאחת האחזקות המשמעותיות של כלל תעשיות, עם שווי שוק של כ-2 מיליארד שקל, המהווים כ-18% מהשווי הנכסי של הקבוצה.

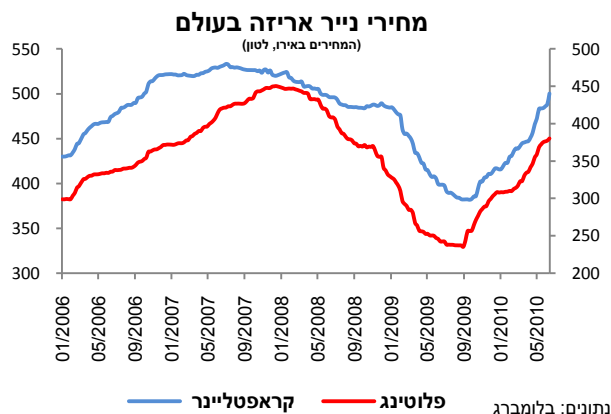


כת"ב מחזיקה כיום ב-15 חברות, המפתחות בעיקר תרופות (מיעוטן מייצרות מכשור רפואי), ומצויות בשלבי פיתוח שונים. 5 מהחברות מצויות בהליך המתקדם ביותר, ניסוי השלב השלישי, שבסופם אמור המוצר לקבל אישור סופי לשווקו (אם הניסויים יוכתרו בהצלחה). קבלת אישור הפצה פירושו פתיחת פוטנציאל מכירות, שבמוצרים מסוימים יכול לעלות על מיליארד דולר בשנה. עם זאת, חשוב לחדד את הסיכון ולומר, כי לאף מוצר לא מובטח שיעור הצלחה של 100%, אפילו לא אם הוא מצוי בשלבי הניסוי האחרונים (לא כל שכן בשלבים מוקדמים, שבהם סיכויי הצלחה קטנים באופן מהותי, לפעמים משמעותית מתחת ל-10%).

לאחרונה, ביצעה כת"ב 3 עסקאות מהותיות בחברות הפורטפוליו: הנפקת אפוסנס (4%) בבורסה בתל אביב, לפי שווי נוכחי של כ-741 מיליון שקל, במהלך שיניב לה רווח הון של 13 מיליון שקל ברבעון השני. עסקה אחרת היתה בין אנדרומדה (89%) לבין ענקית הפרמצבטיקה טבע. על פי ההסכם (ובהנחה שיצא לפועל), תשקיע טבע בחברה 11.9 מיליון דולר, וכת"ב תשקיע 5.6 מיליון דולר, מה שידלל את אחזקתה של כת"ב באנדרומדה ל-84%. ההון שיוזרם לחברה ישמש למימון ניסוי Phase III במוצר שמפתחת החברה, שמטרתו טיפול בסוכרת נעורים.

העסקה השלישית, והמהותית ביותר, היתה בין החברות המוחזקות מדיונד (55%) ופוליהיל (41%), לבין טבע. על פי ההסכם, מדיונד תרכוש את פוליהיל (שתי החברות מפתחות מוצרים לטיפול בפצעים), וטבע תרכוש רשיון בלעדי לשיווק מוצרי החברה בעולם. טבע תרכוש מניות של החברה המאוחדת, לפי שווי חברה של 271 מיליון דולר בשלב הראשון (לכשתחל מכירת מוצרי החברה באירופה) ושל 593 מיליון דולר, לכשתחל מכירת מוצרי החברה בארה"ב, בתמורה לסכומים של 22 ו-64 מיליון דולר, בהתאם לאבני הדרך. כת"ב תרד בסופו של דבר לאחזקה של 29% במדיונד, והיא תרשום רווח הון של 260-320 מיליון שקל, בתלוי בגורמים חשבונאיים.

מאחר ואופי פעילותה של כת"ב מאופיין ברמת סיכון גבוהה ובאי ודאות גבוהה, בחרנו להתייחס לאחזקה זו במודל הערכת השווי של כלל תעשיות על פי שווי השוק הנוכחי של כת"ב, היינו שווי שוק של כ-2 מיליארד שקל, ושווי אחזקה של 1.18 מיליארד שקל.



נייר חדרה (59.2%)

נייר חדרה, לשעבר מפעלי נייר אמריקאים ישראליים (מנא"י), הנה תשלובת חברות, הפועלת בתחום ייצור נייר ומוצרי. הקבוצה הינה ייחודית מסוגה בישראל, בהיותה בעלת נוכחות כמעט בכל מקטע: החל מאיסוף נייר למחזור, דרך ייצור נייר גולמי וחומרי גלם לייצור מוצרי הקצה, וכלה בייצור מוצרי הקצה, ואף זרוע לייצור ושוק המוצרים ללקוח הקמעונאי.

שוק הנייר העולמי נהנה בשנה האחרונה ממגמת התאוששות ניכרת, על רקע ההתאוששות שחלה

בכלכלה הגלובלית מאז המחצית השנייה של 2009. ניתן לראות בבירור, כי מאז ספטמבר אשתקד ישנה מגמה של התייקרות ניכרת במחירי הנייר השונים, כשמחירי ניירות האריזה זינקו במהלך תקופה זו בשיעור חד של בין 31% (לנייר אריזה מסוג פלוטינג) ל-62% (לנייר מסוג קראפט).

אחת הנהגות מהשיפור בתעשיית הנייר היא נייר חדרה, הן בשל היותה יצרן הנייר היחיד בישראל, והן בשל הירידה בכדאיות היבוא של המתחרים, בשל המחירים הנוחים יחסית שניתן למצוא כיום באירופה לתוצרתם. בהינתן ההערכות כי הצמיחה הגלובלית תימשך בשנתיים הקרובות (גם אם בשיעורים מתונים), אנו מעריכים כי מחירי הנייר ישמרו על רמות גבוהות ביחס לתחילת 2009, ועל כן צפוי שיפור בתוצאות העסקיות של החברות בענף, ובכללן נייר חדרה.

מכונה 8, פרויקט הדגל של נייר חדרה, החלה לאחרונה לעבוד באופן מסחרי. הפעלת המתקן, לו כושר ייצור שצפוי להגיע לכ-230 אלף טון נייר בשנה, מגיע לחברה בעיתוי מצויין. המכונה החדשה מוזנת בנייר ממוחזר כחומר גלם, ולא בתאית (חומר הגלם לייצור נייר בתולי), זאת בתקופה שבה מחירי התאית זינקו בשיעור גבוה אף מזה שבו עלו מחירי הניירות. כתוצאה מכך, החברה תיהנה מהעליה במחירי מוצריה, תוך השפעה המתונה בלבד של התייקרות מחירי התאית.

לצד זאת, יש לזכור כי תעשיית הנייר קשורה בקשר הדוק עם התנהגות הכלכלה הגלובלית. כל זמן שתימשך ההתאוששות בעולם ובישראל, תיהנה גם תעשייה זו משיפור. אולם אם יחול מפנה שלילי במגמות הגלובליות והמקומיות, הרי שהדבר עלול לקבל ביטוי גם בתוצאות החברה, ומכאן רגישותה של המניה לנעשה בזירה הכלכלית.

נייר חדרה מוערכת על ידינו בשווי כלכלי של 1.5 מיליארד שקל, ומנייתה מומלצת על ידינו ב"תשואת יתר". מכאן נגזר כי שווייה הכלכלי של אחזקות כלל תעשיות בחברה עומד על כ-902 מיליון שקל.

גולף (63.8%)

החברה עוסקת בעיצוב, קניינות, שיווק ומכירה קמעונאית בישראל של פריטים ומוצרים אופנתיים בתחום אופנת ההלבשה ובתחום אופנת הבית. החברה מעצבת את מרבית המוצרים הנמכרים על ידיה והיא מפעילה 227 חנויות הפזורות ברחבי הארץ.

השיפור שנרשם ברמת הצריכה הפרטית, צפוי להערכתנו לתמוך בשיפור בתוצאות החברה, בהשוואה לרבעונים האחרונים. מלבד זאת, צפויים להשפיע לטובה על רווחיותה של גולף: א. הקפדה על רמת שכירויות נמוכה יחסית. ב. מדיניות מחירים קשיחה. ג. המשך התמקצעות החברה ברכש ישיר מספקים. להערכתנו, רמת הרווחיות הגבוהה תוסיף ותאפיין את גולף גם בעתיד, ותשקף את חוסנה של החברה.

התגברות התחרות בענף, על רקע כניסתן של חברות בינלאומיות לפעילות בישראל, היטיבה עד כה עם עסקי האופנה המקומיים, שרשמו מאז תחילת השנה גידול בפדיונותיהם. עם זאת, בטווח הבינוני-ארוך, כניסתן של מתחרות אלו מגבירה את התחרות בענף, ומהווה איום מהותי על הרשתות המקומיות. האיום צפוי להגיע משתי חזיתות: א. הסטת נתח שוק מהרשתות המקומיות לאילו הבינלאומיות. ב. התמקדות התחרות בגזרת המחיר.

לאור זאת, המלצתנו למניית גולף הינה "תשואת שוק", כאשר אנו מעריכים את שווייה הכלכלי של החברה ב-940 מיליון שקל, כשחלקה של כלל תעשיות בחברה מוערך על ידינו לפיכך בכ-600 מיליון שקל.

נטוויז'ן (29.9%)

ראו בהמשך, תחת אחזקות דסק"ש.

פירוט אומדן שווי הנכסים של כלל תעשיות

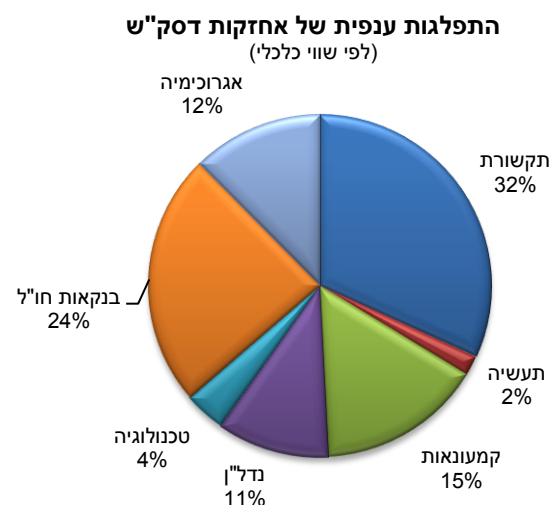
שם החברה	תחום פעילות	שווי חברה		שעור האחזקה	שווי אחזקה		בסיס ההערכה	שיעור מנכסים
		שווי כלכלי (במיליוני שקל)	שווי לפי סחיר (במיליוני שקל)		שווי כלכלי (במיליוני שקל)	שווי סחיר (במיליוני שקל)		
גולף	קמעונאות	940	916	63.8%	600.0	585.0	הערכת שווי, בנק הפועלים	9.3%
נייר חדרה	תעשייה	1525	1371	59.2%	902.3	811.2	הערכת שווי, בנק הפועלים	14.0%
כלל ביוטכנולוגיה	ביוטק	1866	1866	60.4%	1,126.9	1,126.9	שווי שוק	17.5%
פאנדטק	טכנולוגיה	703	703	58.1%	408.4	408.4	שווי שוק	6.3%
נטוויז'	תקשורת	1261	1261	29.9%	377.4	377.4	שווי שוק	5.9%
מנועי בית שמש	תעשייה	47	47	36.1%	17.0	17.0	שווי שוק	0.3%
נובה מכשירי מדידה	טכנולוגיה	451	451	14.0%	63.0	63.0	שווי שוק	1.0%
משאב	תעשייה	2924	2924	75.0%	2,193.0	2,193.0	הערכת שווי, בנק הפועלים	34.1%
יפאורה	תעשייה	701	701	30.4%	213.0	213.0	שווי נגזר מקרור ואספקה	3.3%
קרגל	תעשייה	318	318	26.4%	84.0	84.0	עסקה אחרונה	1.3%
אחרים	אחרים	447	447	100.0%	447.0	447.0	שווי בספרים	6.9%

סה"כ שווי נכסים: 6,431.9 6,325.8

חוב נטו (1,500.0)		
ערך שווי נכסי של כלל תעשיות נטו (במיליוני שקל):	4,931.9	4,825.8
דיסקאונט טבעי	15%	15%
שווי נכסי נטו (לאחר דיסקאונט)	4,192.1	4,101.9
שווי שוק של כלל תעשיות (במיליוני שקל):	3,847.0	3,847.0
דיסקאונט נוכחי:	9.0%	6.6%

דיסקאונט השקעות (73.5%)

כאמור, מרבית השקעותיה של דסק"ש מוטה לכיוון של תחום השרותים, בדגש על תחום התקשורת (סלקום ונטוויז'). עם זאת, לחברה השקעות לא מבוטלות בתחום התעשייתי, ובראשן ההשקעה במכתשים אגן (בעיקר באמצעות כור).



מלבד אחזקותיה הישירות בחברות השונות, מחזיקה דסק"ש כאמור בכור (63.1%). כור מיועדת להיות זרוע ההשקעות הגלובליות של קבוצת אידיבי, כששלוש השקעות בולטות שכבר בוצעו הן ההשקעה במניות הבנק השוויצרי קרדיט סוויס, ברשת הקמעונאות הצרפתית קרפור, ובבניין HSBC בניו יורק (הרחבה בהמשך).

סלקום (46.6%)

סלקום היא חברת התקשורת הסלולרית הגדולה בישראל, כשהיא נתונה בתחרות צמודה למדי מול חברת פרטנר. חברות הסלולר מאופיינות בעוצמה עסקית גבוהה מאוד בישראל, כשמנגד מדובר בענף הנתון לרגולציה כבדה ביותר. בשנים האחרונות בוצעו מספר מהלכים רגולטוריים מהותיים, שנועדו להגברת התחרות בענף:

ניידות המספרים, קיצור תקופת ההתחייבות ותהליך הפחתת דמי הקישוריות הם רק חלק מהמהלכים הללו. בחודשים האחרונים מתקיימים שני מהלכים נוספים – הפחתה נוספת של דמי הקישוריות, מרמה נוכחית של 25 אגורות, והכנסת מפעילים נוספים לענף, בין היתר באמצעות מפעיל וירטואלי (כלומר מפעיל שאינו בעלים של תשתית שידור, אלא כזה

המשמש בתשתית קיימת תמורת דמי שימוש לחברות הקיימות). המהלכים הללו טומנים בחובם אפשרות לשינוי משמעותי בענף, והם הופכים את דוחות העבר של החברות, ואף את דוחות הרבעונים הקרובים (עד החלת הרפורמות המתגבשות) לפחות רלבנטיים.

בנוגע לדמי הקישוריות, אנו מעריכים כי ההפחתה לא תהיה מיידית, אלא תתרחש באופן חלקי החל מהרבעון הרביעי של 2010. הנחת העבודה שלנו היא הפחתה ל-8 אגורות. מנגד, אנו מניחים כי חברות הסלולר יעלו את מחירי זמן האוויר, כפי שעשו כבר בעבר. תקופת התחייבות בת שנה וחצי, בה חברות הסלולר אינן יכולות לשנות מחירים, תפגע להערכתנו בהכנסות סלקום בשנה הראשונה במאות מיליוני שקלים.

בנוגע להכנסת מפעיל וירטואלי (MVNO) – עד כה הגישו 5 חברות בקשה לרישיון מפעיל וירטואלי, כשטלקום כבר אושרה. אנו משערים כי בקרוב יאושרו מפעילים נוספים. על חברות הסלולר להגיע להסכם עם המפעילים בתוך חצי שנה בנוגע למחירי זמן האוויר, כשבהיעדר הסכמה, המחיר ייקבע ע"י משרד התקשורת. אנו מעריכים כי ה-MVNO יכנסו לפעולה במהלך המחצית השנייה של 2011, ויקשו על חברות הסלולר להעלות את מחירי זמן האוויר. ייתכן ונראה ירידה בנתח השוק של סלקום, וירידה במספר הלקוחות, בעיקר בתחום ה-Pre-paid, המהווים 10% מהכנסות החברה.

לסיכום, נראה כי מהרפורמות הצפויות בטווח הקרוב חברות הסלולר תתקשינה לצאת ללא פגע. להערכתנו מרבית הפגיעה תוגלגל לצרכן אולם חלקה תיספג על ידי החברות הסלולר כתוצאה מעליה ברמת בתחרות. לאור זאת, המלצתנו למניית סלקום הינה "תשואת שוק", ומעריכים את שוויה הכלכלי של החברה בכ-9.9 מיליארד שקל, ואת חלקה של דסק"ש בחברה בכ-4.6 מיליארד שקל.

שופרסל (48.2%)

עיסוקה המרכזי של החברה הוא בשיווק קמעונאי של מזון ומוצרים אחרים, ברשת החנויות הגדולה בישראל. החברה פועלת גם בתחום הנדל"ן המניב, הן במישרין, והן באמצעות השכרת נדל"ן מסוגים שונים.

דוחות הרבעון הראשון של החברה לשנת 2010 היו להערכתנו טובים. הרשת הציגה גידול נאה במכירות וברווחיות הגולמית, חרף החרפת התחרות בענף המזון. עם זאת, עלייה ברמת ההוצאות התפעוליות והמימון העיבו על הרווחיות הנקייה המתוקנת, שרשמה ירידה ברבעון. להערכתנו, השיפור בשורות העליונות מהווה הישג נאה לחברה בהתחשב בקשיי התקופה הנוכחית ובסביבה העסקית התחרותית.

היערכותה הטובה של שופרסל לסביבה העסקית התחרותית, תוסיף לתמוך בביצועי הרשת גם בעתיד. א. פריסת המותגים ועוצמתם מותאמות לביקוש מצד הצרכנים. ב. המותג הפרטי, הממותג כזול, תואם אף הוא את התמקדות הצרכנים במחיר המוצר. ג. המשך בניית מועדון לקוחות חזק - התברר ככדאי. ד. כוונתה של שופרסל להגדיל את שטחי המסחר בשנים הקרובות, תתמוך בשמירה על נתח השוק של החברה ותסייע לרשת לשמור על מעמדה. לסיכום – השיפור שנרשם ברמת הצריכה הפרטית צפוי לתמוך בשיפור יחסי בתוצאות ענף הקמעונאות בישראל, בהשוואה לרבעונים האחרונים. עם זאת, אנו סבורים שמגמת התמקדות הצרכנים במחירי המוצרים תמשך.

אנו מעריכים את שוויה הכלכלי של שופרסל ב-5.6 מיליארד שקל, והמלצתנו למניה הינה "תשואת יתר". לפיכך, אנו מעריכים את חלקה של דסק"ש בחברה בכ-2.6 מיליארד שקל.

נכסים ובנין (83.4%)

הקבוצה עוסקת בעיקר ביוזם, הקמה וניהול של נכסים מניבים, וכן בייזום, הקמה ומכירה של פרויקטים למגורים, בארץ ובחו"ל. נכסים ובנין פעילה ב-6 מדינות: ישראל, ארה"ב, הודו, גרמניה, שווייץ ואנגליה.

לנכסים ובנין 3 פרויקטים עיקריים בלאס וגאס: פרויקט מגורי יוקרה, הכולל 219 יחידות דיור "QUEENSRIDGE TOWERS" המאוכלס ברובו; מרכז מסחרי "TIVOLI", המצוי בשלבי הקמה. במצגת לשוק ההון לאחר פרסום דוחות רבעון ראשון, דיווחה נכסים ובנין על התקדמות בבניית שלב א' בטיבולי, הצפוי להיפתח באפריל 2011. עד כה הושקרו 67 אלף רגל רבוע, כ-30%. פרויקט נוסף הוא הפלאזה, בשיתוף עם קבוצת אלעד גרופ, בהיקף של 1.5 מיליון מ"ר. שטח של כמיליון מ"ר לבניית בית מלון, אולמות כנסים, קזינו, שטחי מסחר וכ-300-400 דירות יוקרה, שניתנות להמרה לחדרי מלון מפוארים, בהתאם לתחזיות החברה לגבי הביקושים הצפויים בכל תחום.

באוקטובר האחרון רכשו החברה וכו' (באמצעות תאגיד משותף באחזקה שווה) את בנין מטה HSBC בניו יורק, בעלות כוללת של 348 מיליון דולר. המתחם כולל שני בניינים בני 12 ו-29 קומות, בשטח בנין כולל של כ-80,000 מ"ר. כמעט כל השטח מושכר ל-HSBC: כ-51 אלף מ"ר בחוזה שכירות ל-10 שנים, ו-כ-27 אלף מ"ר בחוזה לשנה, עם אופציה להארכה. דמי השכירות לשנה הראשונה צפויים להסתכם בכ-45 מיליון דולר והוצאות ההפעלה בכ-18.5 מיליון דולר.

בפעילות הנכסים המניבים בישראל, הצליחה החברה לשמור לאורך השנים על שיעור התפוסה, בחוזים צמודי מדד וארוכי טווח, על רמה של 93%.

בנוסף, החברה פועלת ב- 9 אתרים ברחבי הארץ, בהם בשלבי הקמה שונים 1,020 יחידות דיור, מהן נמכרו 430.

החברה מצליחה לייצר תזרים מזומנים יציב בתקופה מאתגרת: תזרים המזומנים נטו מפעילות שוטפת הסתכם בשנת 2009 בסך של כ- 562 מיליון ₪, גידול של כ- 12%. ברבעון הראשון של שנת 2010 הסתכם התזרים בסך של כ- 168 מיליון ₪, לעומת כ- 110 מיליון ₪ ברבעון המקביל. לנכסים ובנין יחס שוטף של כ- 2.2, בדומה למצב בתחילת השנה. הפוטנציאל הרב הטמון בהתרחבות לחו"ל, מלאי הקרקעות, היקף המזומנים שיופנה להשקעות והאיתנות הפיננסית, מחזקים את הערכותינו כי צפוי המשך שיפור בפעילות החברה בשנים הקרובות ומובילים להמלצה של "תשואת יתר". המלצה זו נובעת מהערכת שווי של 2.2 מיליארד שקל לחברה, כשמכך נגזר כי שווי אחזקה של דסק"ש בחברה הינו 1.8 מיליארד שקל.

נטוויז'ן (38.3%)

נטוויז'ן היא כאמור האחזקה המשותפת היחידה שיש כיום לדסק"ש ולכלל תעשיות. בגלגולה הנוכחי, נטוויז'ן כוללת גם את פעילותה של ברק 013, חברת השיחות הבינלאומיות, אשר מוזגה לתוכה בתחילת 2007. כיום מספקת החברה מגוון שירותי תקשורת – אספקת גישה לאינטרנט (ISP), טלפוניה בינלאומית, טלפוניה פנים ארצית ושירותי תקשורת מתקדמים נוספים. על אף שקיים רציונל עסקי רב במיזוג בין סלקום ונטוויז'ן, לאור העובדה כי לשתי החברות מוצרים המשלימים זה את זה, מהלך שכזה בלתי ניתן ליישום כיום מסיבות רגולטוריות, משום שעל חברת תקשורת סלולרית נאסר להחזיק בספק שירותי תקשורת בינלאומיים. בקבוצת אידיבי בחנו בעבר את אפשרות המיזוג, אולם הוא יתאפשר רק אם וכאשר תשונה הרגולציה בנושא.

בשנת 2009 רשמה נטוויז'ן הכנסות של 1.25 מיליארד שקל ורווח נקי של 106 מיליון שקל. ברבעון הראשון של 2010 הרוויחה החברה 20 מיליון שקל, על הכנסות של 314 מיליון שקל. אנו מתמחים את נטוויז'ן על פי שווי השוק שלה, קרי 1.2 מיליארד שקל. לפיכך חלקה של דסק"ש בחברה מוערך בכ-464 מיליון שקל, וחלקה של כלל תעשיות בחברה מוערך בכ-363 מיליון שקל.

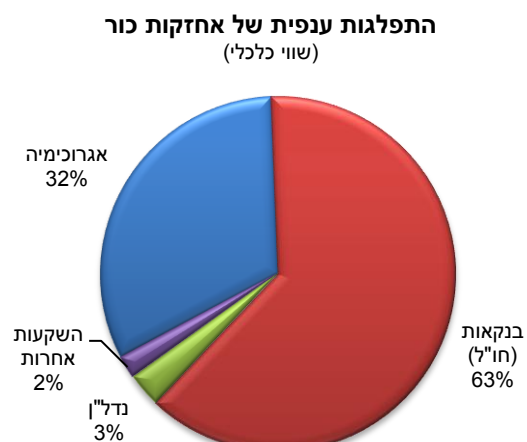
פירוט אומדן שווי הנכסים של דסק"ש

שם החברה	תחום פעילות	שווי חברה		שעור האחזקה	שווי אחזקה		בסיס ההערכה	שיעור מנכסים
		שווי כלכלי (במיליון שקל)	שווי לפי סחיר (במיליון שקל)		שווי כלכלי (במיליון שקל)	שווי סחיר (במיליון שקל)		
סלקום	תקשורת	9,890	10,236	48.6%	4,804	4,972	הערכת שווי, בנק הפועלים	34.9%
שופרסל	קמעונאות	5,361	4,634	48.2%	2,581	2,231	הערכת שווי, בנק הפועלים	18.8%
נכסים ובנין	נדל"ן	2,106	1,683	83.4%	1,757	1,404	הערכת שווי, בנק הפועלים	12.8%
מכתשים אגן	אגרוכימיה	7,348	6,081	0.2%	17	14	הערכת שווי, בנק הפועלים	0.1%
כור	חברת אחזקות	4,981	3,569	63.1%	3,142	2,251	הערכת שווי, בנק הפועלים	22.9%
אלרון	טכנולוגיה	700	700	50.5%	353	353	שווי שוק	2.6%
גיוון אימג'ינג	טכנולוגיה	1,861	1,861	15.9%	295	295	שווי שוק	2.1%
המ-לט	תעשיה	297	297	60.2%	179	179	שווי שוק	1.3%
נטוויז'ן	תקשורת	1,261	1,261	38.3%	483	483	שווי שוק	3.5%
מקסימה	תעשיה	180	180	75.5%	136	136	שווי שוק	1.0%
				סה"כ שווי נכסים	13,748	12,318		

חוב נטו (5,231)			
ערך שווי נכסי של דסק"ש נטו (במיליון שקל):	8,517	7,087	שער המנייה כיום: 69.7 ₪
דיסקאונט טבעי	15%	15%	מחיר יעד לפי שווי כלכלי 84.9 ₪
שווי נכסי נטו (לאחר דיסקאונט)	7,239	6,024	מחיר יעד לפי שווי נכסי 70.7 ₪
שווי שוק של דסק"ש (במיליון שקל):	5,932	5,932	
דיסקאונט מוכחי:	22.0%	1.6%	

כור (63.1% ביד ידסק"ש, 14.3% ביד יאידבי פיתוח)

כור פועלת כזרוע ההשקעות העיקרית של קבוצת אידיבי בחו"ל, כשבמסגרת זו נעשו על ידה עד כה השקעות מהותיות בשתי חברות זרות – הבנק השוויצרי קרדיט סוויס, ורשת הקמעונאות הצרפתית קרפור (השקעה שכבר מומשה ברווח הון של 44 מיליון שקל, מהם 10 מיליון שקל נטו יירשמו בדוחות הרבעון השני 2010), וכן בבניין HSBC בניו יורק. מלבד זאת, כור הינה בעלת השליטה במכתשים אגן.



קרדיט סוויס (3.2%)

השקעתה של כור במניות הבנק השוויצרי החלה ביוני 2008, כשבדרך מומשה חלק מההשקעה ברווח הון של 3.2 מיליארד שקל, וכן התקבל עד היום דיבידנד בסכום מצטבר של 262 מיליון שקל. נכון להיום, החברה מחזיקה ב-38.46 מיליון מניות של CS, אשר נרכשו בתמורה כוללת של 6.95 מיליארד שקל (כלומר שער ממוצע של 180.7 שקל למניה). בחודשים האחרונים חלה ירידה בשער המניה לרמה של 42.7 דולר (164.3 שקל), כך שנוצר לחברה הפסד הון על הניר של כ-630.5 מיליון שקל על האחזקה הנוכחית במניה. כור מגדירה אחזקה זו כאסטרטגית. לאור זאת,

הפסד זה יועבר לקרן הון במאזן החברה, אשר תועבר לדוחות הרווח וההפסד רק בעת מימוש אחזקה זו. מאידך, בדוחות הרבעון השני תרשום החברה רווח הון של כ-203 מיליון שקל נטו כתוצאה מהדיבידנד שחילק הבנק השוויצרי.

בהתבסס על שווי השוק של קרדיט סוויס, נכון למועד כתיבת דו"ח זה, שווי האחזקה של כור בחברה עומד על 6.3 מיליארד שקל.

מכתשים אגן (44.1%)

מכתשים אגן הינה יצרנית חומרי ההדברה הגנרית הגדולה בעולם. החברה מייצרת 3 משפחות של מוצרים: קוטלי עשבים, קוטלי חרקים וקוטלי פטריות.

לאחרונה הודיעה מכתשים אגן על רכישת חברת אלבאו האמריקאית, בעסקה שהיקפה כ-1.3 מיליארד דולר, כולל חוב של החברה הנרכשת ש.מ.א נטלה על עצמה. אלבאו מייצרת בעיקר קוטלי עשבים. בין היתר, החברה מייצרת 3 מהמוקולולות הגדולות בעולם: גלייפוסט, קוטל העשבים הלא סלקטיבי הנמכר ביותר בעולם, 2,4-D, ואטרזין. המוקולולות הללו מונעות בעיקר על ידי שוק ה-GMOs (זרעים המהונדסים גנטית, כך שהם עמידים לקוטלי עשבים לא סלקטיביים) ולכן גידול בתעשיית ה-GMOs צפוי לתמוך גם בצמיחתה של מכתשים אגן. נכון להיום, אלבאו היא יצרנית הגלייפוסט היחידה במערב, למעט מונסנטו (מפתחת המוצר, שבין היתר מוכרת אותו גם למכתשים אגן).

אנו סבורים כי רכישת אלבאו משתלבת במתווה העסקי שהנהלת מכתשים אגן החדשה הציבה לעצמה. לחברה מספר אתגרים עמם עליה להתמודד, ובראשם שיפור והרחבת צינורות השיווק ותיק המוצרים שלה. אלבאו תהווה צינור שיווק חשוב ביותר בארה"ב, שוק שבו מכתשים אגן הפגינה עד כה חולשה יחסית, וזאת מכיוון שלחברה הנרכשת מערכת שיווק והפצה למפיצים ולמשווקים הגדולים ביותר בארה"ב. בעיבוד התוצאות המצרפיות של מכתשים אגן ואלבאו, לאחר הרכישה יגדל נתח השוק של החברה בצפון אמריקה (שוק של 7.9 מיליארד דולר) מ-3.9% ל-8.4%, ואילו בדרום אמריקה (שוק של 7.7 מיליארד דולר) יגדל נתח השוק של מכתשים אגן מ-6.9% ל-14.1%, תוך קבלת דריסת רגל בארגנטינה.

ההכרזה על רכישת אלבאו היא ה"מגה-מהלך" הראשון של מכתשים אגן תחת ההנהלה החדשה, והיא נותנת מענה ראשון לשלל האתגרים, עמם נאלצת החברה להתמודד. מהלך זה מצטרף לשיפור בתוצאות, שכבר קיבל ביטוי בדוחות הרבעון הראשון, הן בזכות מהלכי התייעלות שנקטה מכתשים אגן בשנים האחרונות, והן בזכות שיפור הדרגתי שהחל בשוקי היעד. לאחרונה העלנו את המלצתנו למניית מכתשים אגן ל"תשואת יתר", וזאת בשל שיפור שלהערכתנו צפוי בשוקי היעד של החברה ובתוצאותיה-שלה, אם כי שיפור זה יארך זמן, מה שדורש אורך רוח גם מהמשקיעים במניה. אנו מעריכים את שווי הכלכלי של מכתשים אגן בכ-5.9 מיליארד שקל, כשחלקה של כור בחברה מוערך לפיכך ב-3.3 מיליארד שקל.

בנין HSBC (50%)

באפריל 2010 רכשה החברה בחלקים שווים עם החברה האחות נכסים ובנין בניו יורק. הרחבה בסעיף המתייחס לפעילות נכסים ובנין בדו"ח זה.

פירוט אומדן שווי הנכסים של כור

	שם החברה	תחום פעילות	שעור האחזקה	שווי האחזקה כלכלי (במיליוני שקל)	שווי אחזקה סחיר (במיליוני שקל)	בסיס ההערכה	שיעור מנכסים
סחירות	מכתשים אגן	אגרוכימיה	44.1%	3,239	2,680	הערכת שווי, בנק הפועלים	31.9%
	קרדיט סוויס	בנקאות (חו"ל)	3.2%	6,320	6,320	שווי שוק	62.2%
פרטיות	אפסילון	בית השקעות	50.0%	78	78	שווי עסקה אחרונה	0.8%
	בניין HSBC	נדל"ן	50.0%	231	231	שווי עסקת הרכישה	2.3%
	נדל"ן אחר	נדל"ן	100.0%	80	80	שווי בספרים	0.8%
	השקעות אחרות	השקעות אחרות	100.0%	208	208	שווי בספרים	2.0%
		סה"כ שווי נכסים		10,155	9,597		

חוב נטו:		(5,174)		
ערך שווי נכסי של כור נטו (במיליוני שקל):		4,981	4,423	שער המנייה כיום: 75.2₪
דיסקאונט טבעי		15%	15%	מחיר יעד לפי שווי כלכלי 89.2₪
שווי נכסי נטו (לאחר דיסקאונט)		4,234	3,759	מחיר יעד לפי שווי נכסי 79.2₪
שווי שוק של כור (במיליוני שקל):		3,569	3,569	
דיסקאונט נוכחי:		18.6%	5.3%	

חדר מסחר למוסדיים		
שמואל פלטינק מנהל חדר מסחר 03-5676297 shmuel.platnick@mailpoalim.co.il אג"ח ענת רונן 03-5675518 anat.ronen@mailpoalim.co.il מניות ואופציות מור תמר 03-5675717 mor.tamar@mailpoalim.co.il	אודי יצחקוב מנהל דסק אג"ח 03-5675164 ehud.itzhakov@mailpoalim.co.il יואל נסים 03-5675518 yoel.nissim@mailpoalim.co.il נופר עמר 03-5675136 ofer.amar@mailpoalim.co.il	אוהד עוזרי 03-5675514 ohad.ozeri@mailpoalim.co.il שלומי אוסקטו 03-5675649 shlomi.uskatu@mailpoalim.co.il
מחקר		
רחלי גרשון מנהלת יחידת המחקר 03-5675884 racheli.gershon@mailpoalim.co.il ירון פרידמן אסטרטג מניות, כימיה, חברות אחזקה 03-5675871 aron.fridman@mailpoalim.co.il מני כהן אנליסט אנרגיה 03-5675255 meny.cohen@mailpoalim.co.il דוד לוינסון אנליסט תקשורת וטכנולוגיה 03-5675428 david.levinson@mailpoalim.co.il עידית קלי נזה מנהלת דסק שוקי הון גלובליים 03-5674073 edit.kelly-naveh@mailpoalim.co.il תמיר בראנץ אנליסט 03-5673049 tamir.baranas@mailpoalim.co.il	אורלי ניר אסטרטגית אג"ח 03-5676808 orly.nir@mailpoalim.co.il תמר ברינקר אנליסטית נדל"ן + מט"ח 03-5674877 tamar.brinker@mailpoalim.co.il יקירה אזיאל אנליסטית מזון וקמעונאות 03-5674221 yakira.aziel@mailpoalim.co.il אפי ליכט אנליסט 03-5675626 efi.licht@mailpoalim.co.il	משה סני אנליסט פיננסים 03-5675359 moshe.sani@mailpoalim.co.il גדעון לינדנבאום אנליסט נדל"ן 03-5675078 gideon.lindenbaum@mailpoalim.co.il עידן פיקלני אנליסט 03-5674562 idan.pikelny@mailpoalim.co.il

1. פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: ירון פרידמן
מס'סוג הרשיון: רשיון ליעוץ בהשקעות שמספרו 6926
כתובת: בנק הפועלים בע"מ, יהודה הלוי 62 תל אביב.
השכלה: תואר ראשון BA במנהל עסקים, המסלול האקדמי של המכללה למנהל.
תואר שני MA במשפטים, אוניברסיטת בר אילן.
ניסיון: 2000-2005 - "גלובס", כתב הבורסה.
2005 ואילך - בנק הפועלים, אגף ני"ע ונכסים פיננסיים, מחלקת מחקר וייעוץ ישיר ללקוח.

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 בארבעת הרבעונים המדווחים האחרונים וממחיר המניה כיום.
מכפיל רווח 4 רבעונים - מכפיל הרווח מחושב על סמך הרווח המצטבר שהציגה החברה ב-4 הרבעונים המדווחים האחרונים.
רווח מתוקן - הרווח המדווח, בניטרול הכנסות/הוצאות חד-פעמיות שאינן קשורות לפעילות העיסוקית 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:

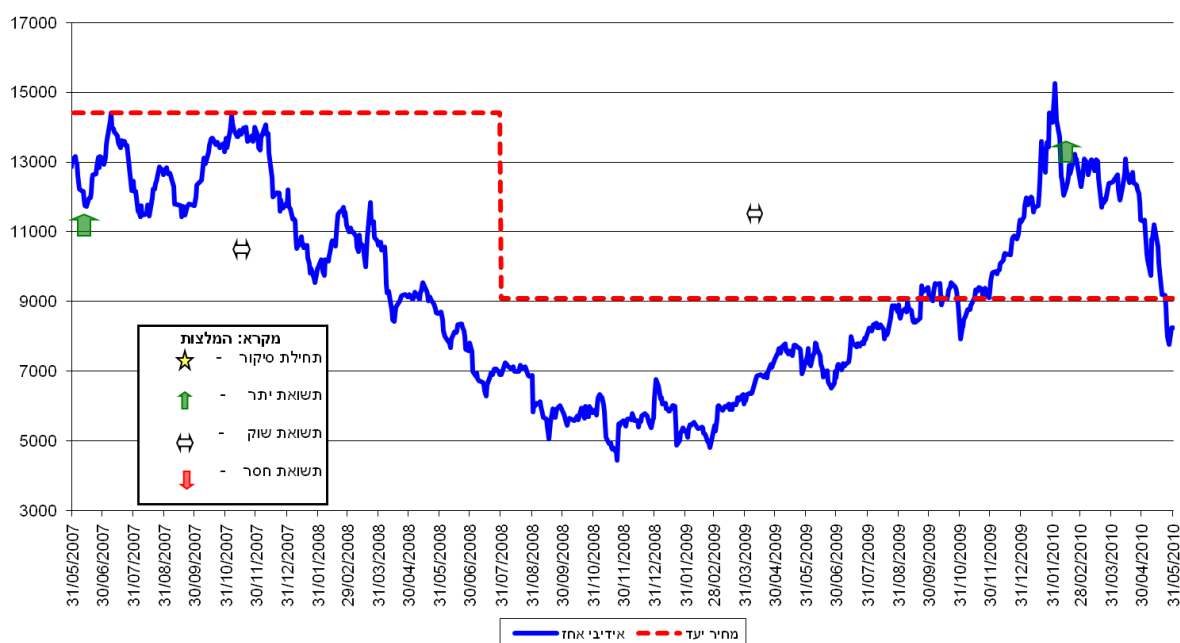
- מודל השווי הנכסי נטו (NAV). החברות המוחזקות מתומחרות במודלים שונים, המתאימים לכל חברה: מכפיל הרווח הנקי, מכפיל EV/EBITDA, והיוון תזרים המזומנים (DCF).

5. סיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

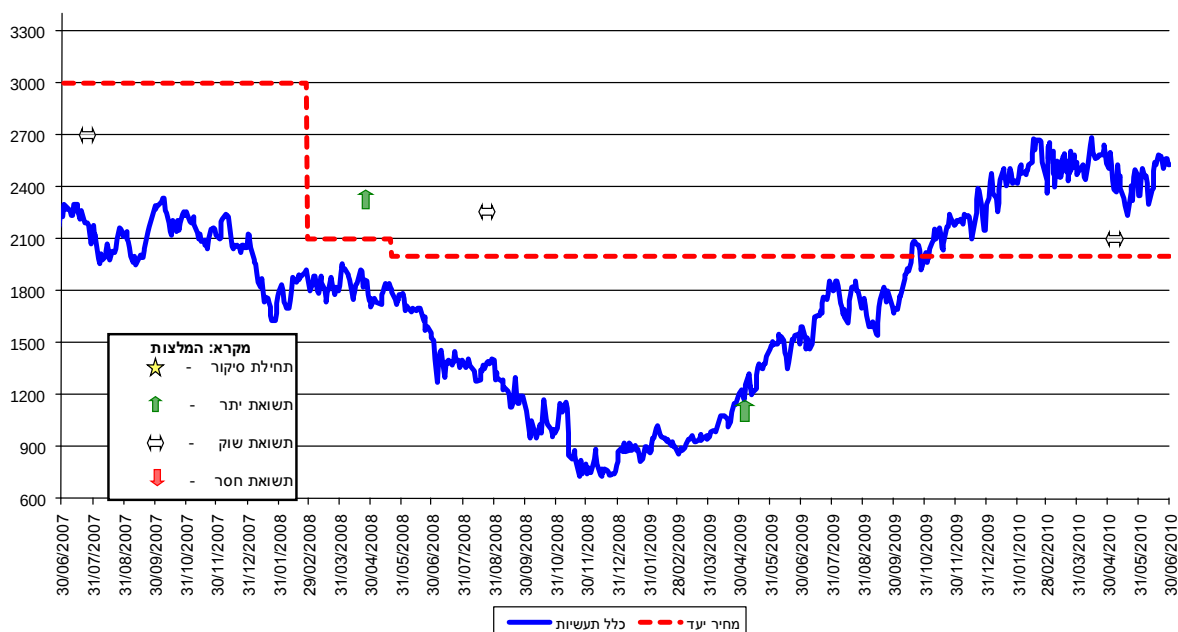
- שינויים בסביבה הכלכלית בישראל ובכלכלה הגלובלית.
- שינויים בסביבת האינפלציה, המטבעות ו/או הריביות בשוקי היעד של הקבוצה.
- שינויים במצב הפוליטי, המדיני והביטחוני.
- שינויים חקיקתיים ורגולטוריים בתחומי הפעילות השונים שבהם פעילה החברה.
- רשיונות לפעילותן של חברות בנות.
- מגבלות כגון איכות סביבה, הגבלים עסקיים, מגבלות הקשורות בקבוצת לווים ולווה בודד.
- עליית מחירי חומרי הגלם של החברות התפעוליות בקבוצה. לחליפין, ירידה במחירי המכירה של המוצרים המיוצרים ומשווקים על ידי חברות אלו.
- תנודות חדות בשוקי ההון, אשר ישפיעו על האחזקות הסחירות של הקבוצה.
- תלות בתזרימי המזומנים של החברות המוחזקות.

6. גרף מניות אידיבי אחזקות, כלל תעשיות ודסק"ש ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.

התנהגות מניית אי די בי אחזקות בשלוש השנים האחרונות מול מחירי היעד והמלצות



התנהגות מניית כלל תעשיות בשלוש השנים האחרונות מול מחירי היעד והמלצות



התנהגות מניית דיסקונט השקעות בשלוש השנים האחרונות מול מחירי היעד והמלצות



7. גילוי מטעם בנק הפועלים בע"מ ("הבנק")

במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, הבנק או, למיטב ידיעת הבנק, תאגיד קשור לבנק, החזיקו בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזקה מהותית בסוג מסויים של ניירות הערך של החברות מקבוצת אידיבי.

8. 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 ביעוץ, 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.

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.

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.

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, ועשויים לבצע, בין היתר, עסקאות שלא על פי האמור בדו"ח זה.

9. הצהרות האנליסטים:

אני, ירון פרידמן, בעל רשיון יעוץ שמספרו 6926, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ירון פרידמן