



עידן טראמפ השני. ישראל מגיעה ל"יום שאחרי"

2025 נפתחת עם תמונה מעורבת מאוד. בישראל, כפי שהעניינים נראים בשלב זה, אפשר לומר המלחמה בצפון הסתיימה, וגם בדרום היא לקראת סיום. השנה הקרובה תעמוד בסימן ליקוק הפצעים ותחילת תהליך השיקום של המשק. מאידך, אי הודאות הפוליטית בישראל גבוהה, ולא מן הנמנע שהסערות במישור הפנימי תימשכנה. כל זאת, בזמן שהמשק יאלץ להתמודד עם בורות ענק שהותירה המלחמה במשק, עם הוצאות של מעל ל-100 מיליארד שקל בגינה, לצד נזקים שתידרש תקופה ארוכה לשקמם בתשתיות, מפעלים שנפגעו, מגורים ועוד. במקביל, הצפי הינו להאטה במשק, וברקע עומדת שאלת האינפלציה והריבית. ההתמודדות עם האתגרים הללו תיעשה תחת עין הפקוחה של חברות הדירוג הגדולות, שהשנה הורידו את דירוג החוב של ישראל, לראשונה אי פעם, והותירו אותו (לפחות בשלב זה) עם אופק שלילי.

למרות כל אלו, שוק ההון הישראלי דווקא מצוי כיום בשיאים במדדי המניות המובילים בבורסה, השקל מתחזק ואפילו שוק החוב מגלם רגיעה יחסית בחודשיים האחרונים. האם אנו לקראת המשך המגמה החיובית או שמא השוק "מזמין" מימוש רווחים?

במישור הגלובלי, כלכלות העולם חוו ב-2024 היפרדות במגמות המאקרו כלכליות, והציגו נתונים ואתגרים כלכליים שונים, שהעידו על דפוסים שמתרחקים זה מזה. אנו מייחסים התפתחות זו בעיקר לתהליך הדה-גלובליזציה המאפיין את העולם בשנים האחרונות, בעיקר מאז הקורונה שעודדה מגמה של התמקדות באינטרסים לאומיים מקומיים.

כלכלת ארה"ב הפגינה בשנת 2024 חוסן מרשים, ועברה מחששות מפני מיתון בשנת 2023, להערכות ל"Soft lending" במחצית הראשונה של 2024, ולתרחיש המוביל כיום של "No lending". הצמיחה בארה"ב בקצב של סביב 3% הינה מרשימה, בייחוד בהינתן סביבת הריבית הגבוהה עדיין. תרומת טכנולוגיית ה-AI לענקיות הטכנולוגיה האמריקאיות הקרינה לחיוב על שוקי המניות המובילים, והובילה את הסנטימנט החיובי בשווקים, בעיקר האמריקאים. בנוסף, בחירת טראמפ לנשיאות ברוב גורף תרמה אף היא לתחושת הוודאות והתקבלה בזרועות פתוחות ע"י שוק ההון.

אירופה לעומת זאת, חווה מציאות שונה לחלוטין. הצמיחה באירופה נמוכה מ-1% והמציאות הגיאופוליטית כוללת מלחמה בין רוסיה לאוקראינה, מתיחות בין מדינות אירופה לרוסיה, התחזקות הימין והלאומניות, נפילת הממשלה בצרפת 3 חודשים לאחר כינונה, וכמובן נשיא חדש בית הלבן הדוגל במדיניות "אמריקה תחילה", המתמקדת קודם כל באינטרסים הכלכליים והביטחוניים של ארה"ב (גם על חשבון בנות ברית ומדינות אחרות). בנוסף, מדינות אירופה נאלצות להעלות את ההוצאות הביטחוניות גם במחיר של עלייה נוספת בגירעונות, כאשר התמונה קדימה בשלב זה נראית עדיין מעורפלת.

סין גם היא התמודדה ב-2024 עם אתגרים כלכליים ופוליטיים שהשפיעו על צמיחתה ומעמדה הבינלאומי. הצמיחה בסין התמתנה לפחות מ-5%, מה שאילץ את הממשל להכריז על חבילת תמריצים לכלכלה על מנת לתמוך בה. במקביל, מדינת הענק מתמודדת עם בועת אשראי ומשבר נדל"ן שמאיימים על יציבותה והמשך צמיחתה.

ללא ספק, 2025 נפתחת עם לא מעט אתגרים לשוקי ההון, שחלקם מצוי כיום ברמות שיא היסטוריות.

אינפלציה

- **בעולם:** אנו מעריכים כי מגמת ההתמתנות באינפלציה צפויה להימשך גם ב-2025, אם כי התמונה אינה אחידה: בארה"ב האינפלציה מתקשה לחזור ליעדה (2%) ותוסיף להערכתנו להוות בעיה לא קטנה. מדיניות המכסים וההגירה תחת ממשל טראמפ נחשבת אף היא אינפלציונית ועלולה להוסיף שמן למדורה. באירופה האינפלציה התמתנה מהר יותר לעומת ארה"ב, אולם גם שם היא עדיין חיה ובוועטת. בסין, ובאסיה בכלל נראה שהאינפלציה דועכת בקצב מהיר, בחלק מהמקרים אפילו מהר מהמצופה. בסין התמונה התהפכה, וכעת החשש הוא מדפלציה (תופעה שעלולה לעודד המשך פגיעה בצמיחה).
- **בישראל,** התמונה מעורבת. העלאות המע"מ והתקורות השונות בינואר (חשמל, מים, ארנונה ועוד) יביאו למדד גבוה בתחילת השנה. אולם בד בבד, ההתייקרויות פועלות גם לצמצום כוח הקנייה של הציבור, ולכן הצפי הוא להתמתנות משמעותית באינפלציה בהמשך השנה, למרות שהמשק בתעסוקה מלאה. במחלקה הכלכלית צופים אינפלציה של 2.6% בסיכום שנתי.

ריבית

- **בארה"ב** מגמת הפחתות הריבית כבר יצאה לדרך, אולם קצב הפחתות הריבית צפוי להיות הדרגתי יותר מהצפיות המוקדמות, והריבית בסוף 2025 צפויה לרדת מעט מתחת ל-4% (סה"כ 2 הפחתות ריבית ב-2025). **באירופה** לעומת זאת הריבית צפויה לרדת בקצב מהיר בהרבה, כאשר הריבית בסוף 2025 צפויה לרדת מתחת ל-2% (כ-5 הפחתות ב-2025).
- **בישראל:** התנאים להפחתת ריבית מתחילים להבשיל, הציפיות לאינפלציה נמצאות בתחום היעד, ואם מנטרלים את השפעות העלאות המחירים היזומות של הממשלה, אז אפשר לומר שהציפיות לאינפלציה אפילו קרובות למרכז תחום היעד. אנו עדיין סבורים שבנק ישראל ימתין עם הפחתת הריבית עד להתבהרות התמונה הגיאופוליטית, וכן למיצוי השפעות עליות המיסים על המדדים. ריבית בנק ישראל צפויה להערכתנו לרדת במהלך 2025 ב-0.5% לרמה של 4.0%.

צמיחה

- הכלכלה העולמית צפויה להוסיף ולצמוח בקצב יציב של סביב 3% בשנים 2024-5, כך על פי תחזיות קרן המטבע העולמית. הצמיחה בארה"ב צפויה להתמתן מעט ב-2025 לכדי 2.2%, לעומת 2.8% בשנה הנוכחית. אירופה לעומת זאת שמציגה צמיחה של 0.8% בלבד בשנה הנוכחית, צפויה לצמוח ב-1.2% ב-2025. הצמיחה בסין מוסיפה להתמתן בהדרגה ובשנתיים הקרובות ההערכות שהיא תהיה נמוכה מיעד הממשל של 5% (4.8% ב-2024, 4.5% ב-2025).
- **בישראל,** עם החזרה ההדרגתית של תושבי הצפון לבתיהם, אנו צפויים לראות עלייה בהשקעות בבנייה למגורים ובתשתיות כחלק מתהליך השיקום, וגם סגירת פערים מתקופת המלחמה. בד בבד נראה ירידה בצריכה הציבורית, והתמתנות של הצריכה הפרטית, בעקבות פגיעה בהכנסה הפנויה. כמו כן, ההתאוששות בפעילות נותרת מוגבלת על רקע מחסור בעובדים בענף הבניה והיעדר תיירים בישראל. שיעור הצמיחה בשנת 2025 צפוי לעמוד על 3.3%.

המלצות ברכיב האג"ח

- **אג"ח בארץ** – התמתנות האינפלציה צפויה להביא להפחתת הריבית כבר במחצית 2025. המשמעות היא ירידה בתשואות בשוק החוב, בעיקר בחלק הקצר.
- **בשוק הממשלתי:** ישנה עדיפות לאג"ח במח"מ בינוני וכן לאג"ח שקליות על פני צמודות המדד.
- **בשוק הקונצרני,** השפעות עידן פוסט המלחמה ימשכו, ולכן אנו מעדיפים השקעה באג"ח בדירוגים גבוהים ובמח"מ קצר-בינוני.
- **אג"ח בחו"ל** – לאור ההערכות להפחתות ריבית נוספות ב-2025, אנו ממליצים לקבע תשואה בהשקעה במח"מ הבינוני.
- **בקונצרני,** מומלצת חשיפה לחברות תזרימיות בדירוג השקעה במח"מ בינוני באחזקה לפדיון.

המלצות ברכיב המנייתי:

- **בשוקי חו"ל** התמתנות האינפלציה והמדיניות המוניטארית המרחיבה, לצד רווחיות מרשימה מכיוון החברות, בעיקר מכיוון חברות הטכנולוגיה הגדולות בתמיכת השפעת ה-AI, וכמו כן בחירתו של טראמפ ברוב גורף, צפויים לתמוך בהמשך המגמה החיובית בשוקי המניות בעולם. עם זאת, רמות התמחור הגבוהות יוסיפו להוות גורם סיכון. ברמה הסקטוריאלית, הסקטורים הצומחים מוטי הטכנולוגיה יוסיפו להערכתנו להוביל את המגמה החיובית, כשגם סקטור הפיננסים צפוי ליהנות ממדיניות הדה-רגולציה של טראמפ והורדות הריבית בקצב מתון יותר, לפחות במחצית הראשונה של השנה.
- **בשוק המקומי** אנו צופים כי השונות תימשך. חברות הצריכה הפרטית, שהציגו תוצאות חזקות במלחמה בעקבות הירידה החדה ביציאת ישראלים לחו"ל והגידול בהכנסה הפנויה בהשפעות המלחמה, צפויות להציג החלשות מסוימת בתוצאות, והדבר עשוי להשפיע על מניותיהן. ככל שנעבור לשלב ההתאוששות, אנו צופים שיפור בתוצאות חברות המוטות לכך (למשל: חומרי גלם לבניה), לצד המשך השגשוג של חברות בתחומים יציבים כמו IT, תשתיות בסיס (חשמל, תקשורת), היצואניות הגדולות, התעשיות הביטחוניות והבנקים.

4..... התמונה הכלכלית: מאינפלציה לשחרור הדרגתי של הרסן המוניטרי

4..... למרות המלחמה – גם השוק הישראלי בשיא

5..... האינפלציה במגמת ירידה

5..... תימשך ההתרה המוניטרית

6..... שוקי החוב

6..... שוק החוב המקומי

7..... שוק החוב הגלובלי

8..... השווקים הגלובליים:

9..... אזורים גיאוגרפיים מובילים

9..... כלי השקעה רוחביים מומלצים בארה"ב

10..... סקטורים מומלצים להשקעה בארה"ב

11..... שוק המניות המקומי: "היום שאחרי" והתמודדות עם השלכות המלחמה

12..... ענף הבנקאות:

12..... ענף הפרמצבטיקה:

13..... ענף הכימיה:

13..... קמעונאות המזון:

14..... ענפי התוכנה וה-IT:

14..... תשתיות בסיס:

15..... ענף התקשורת:

15..... התעשייה הביטחונית:

16..... נדל"ן מניב:

16..... שבבים:

18..... הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

התמונה הכלכלית: מאינפלציה לשחרור הדרגתי של הרסן המוניטרי

ניתן לסכם את 2024 כשנה מצוינת עבור מרבית שוקי המניות בעולם, כשהמדדים האמריקאים, ובייחוד הטכנולוגיים, הובילו את המגמה. מספר אירועים משמעותיים תרמו לכך:

- התבססות המגמה של התמתנות האינפלציה במרבית הכלכלות בעולם.
- מעבר למדיניות מוניטארית מרחיבה, אם כי הריבית בארה"ב נותרה גבוהה, כשהפחתה הראשונה היתה ב- 09/24.
- קצב הצמיחה והחוסן של הכלכלה העולמית היו מרשימים, אם כי השונות ביו הכלכלות התרחבה.
- צמיחת רווחי החברות ב-2024 צפויה להיות חד ספרתית גבוהה, אולם יחסית לתחזיות המוקדמות זאת הפתעה לטובה.
- בחירת טראמפ הובילה להשבת חלק מהוודאות לארה"ב, לפחות בטווח הקצר. התמונה קצת שונה באירופה ובשאר העולם.
- תרומת טכנולוגיית ה-AI לרווחיהן של חלק מהחברות (בעיקר האמריקאיות), על רקע צפי לצמיחה משמעותית במכירות בעתיד, מה שהוביל להתרחבות המכפילים.

במבט כללי, החששות מפני גלישה להאטה כלכלית ולמיתון לא התגשמו בשנה החולפת, ונראה שהריביות הגבוהות הצליחו למתן את האינפלציה תוך פגיעה נמוכה יחסית ברווחיות החברות, בייחוד בקרב החברות הגדולות. עם זאת, במבט בוחן, 2024 הייתה שנתן של ענקיות הטכנולוגיה ושל חברות ה-Mega Cap, והן אלה שהובילו את העליות בשוקי המניות, כאשר שאר המניות הציגו אמנם תשואות חיוביות, אולם מתונות יותר. עיקר העלייה במניות הטכנולוגיה הגדולות נשענה על ה-AI, כאשר בחלק מהחברות מדובר עדיין בפוטנציאל עתידי בעיקר. במבט ל-2025 אנו מעריכים שמרבית המגמות המאקרו-כלכליות שאפיינו את 2024 ימשכו, אולם בעוצמה מתונה יותר: האינפלציה תמשיך להתמתן אם כי יקשה עליה להגיע ליעדה, בייחוד ככול שמדיניות המכסים של טראמפ תיושם, הריביות יוסיפו לרדת, אם כי יתכן ובקצב איטי יותר מהצפוי, והצמיחה תמשיך, אולם בקצב נמוך יותר לעומת השנה הנוכחית. לעומת זאת, צמיחת רווחי החברות, שהצליחה להפגיע לטובה ב-2024, צפויה להתרחב אף יותר ב-2025 (12.9% לעומת 8.5%). ולכן, במבט קדימה אנו מעריכים המשך מגמה חיובית בשוקי המניות, לפחות במחצית הראשונה של השנה, אם כי יתכן ובקצב מתון יותר בהשוואה לשנתיים האחרונות.

למרות המלחמה – גם השוק הישראלי בשיא

באופן אולי מפתיע, 2024 היתה מצוינת גם לשוק ההון המקומי. למרות המלחמה הארוכה והקשה, הבורסה בתל אביב מסיימת את השנה עם שיאים במדדי המניות המרכזיים, לצד ירידה בתשואות ובמרווחים בשוק החוב ושקל שמתחזק בשבועות האחרונים. המנוע העיקרי לעליות, שעיקרן נרשמו בשליש האחרון של השנה, היה קריסת "ציר ההתנגדות" במדינות השכנות. פתיחת החזית הצפונית לתמרון קרקעי הביאה במהרה לגל עליות בבורסה, ככל שכוחות צה"ל התקדמו וטיהרו את צדו הצפוני של הגבול מפעילות עוינת, כשבמקביל חוסלה כמעט כל הנהגת ארגון הטרור חיזבאללה. קריסת חיזבאללה, ובהמשך קריסת משטר אסד בסוריה, הביאו למעשה למיטוט "ציר ההתנגדות השיעי" במדינות השכנות לישראל, ולצד תקיפות באיראן נראה כי האיום הביטחוני הגדול ביותר על ישראל הוסר באופן משמעותי לפחות לתקופה של השנים הקרובות. אומנם בשעת כתיבת מסמך זה הלחימה בעזה נמשכת, עסקת חטופים טרם יצאה לפועל, ועדיין לא ברור איזה כוחות ישלטו בסוריה פוסט עידן אסד, אולם התחושה היא שקריסת הציר השיעי, לצד שינויי הממשל בארה"ב, מקרבים גם את סיום הלחימה בחזית הדרומית והסכם לשחרור החטופים, וכי האיום בחזית הסורי הוסר לפחות בטווח הקצר והבינוני. **השוק מחכה למלאכת השיקום.** עם החזרה ההדרגתית של תושבי הצפון לבתיהם, אנו צפויים לראות עלייה בהשקעות בבנייה למגורים ובתשתיות כחלק מתהליך השיקום, וגם סגירת פערים מתקופת המלחמה.

אלא שמבט קדימה משקף עדיין איומים לא פשוטים לשוק המקומי, גם תחת ההנחה שהמלחמה תסתיים בטווח הקרוב. עלויות המלחמה

תחזיות המחלקה הכלכלית למשק הישראלי

2027F	2026F	2025F	2024E	ישראל
3.5%	3.5%	3.3%	0.3%	צמיחה
2.2%	2.3%	2.6%	3.3%	אינפלציה סוף תקופה
3.75%	3.75%	4.0%	4.50%	ריבית ב"סוף תקופה
3.50%	3.75%	3.75%	4.5%	ריבית הפד סוף תקופה
3.60	3.60	3.60	3.60	שקל/דולר סוף תקופה

האדירות (למעלה מ-130 מיליארד שקל על פי נתוני האוצר, נכון לנובמבר) ישפיעו על המשק בשנים הבאות. העלאת המיסים שכבר הוכרזה (1% במע"מ ינואר והקפאת מדרגות המס, למשל) לצד המשך ההתייקרויות במשק (חשמל, מים, ארנונה וכו') צפויות להביא לפגיעה בצריכה הפרטית בפרט, ובתוצר בפרט. ב-2025 אנו צפויים לראות ירידה בצריכה הציבורית, והתמתנות של הצריכה הפרטית, בעקבות

פגיעה בהכנסה הפנויה. כמו כן, ההתאוששות בפעילות נותרת מוגבלת על רקע מחסור בעובדים בענף הבניה והיעדר תיירים בישראל. לפיכך, במחלקה הכלכלית מעריכים צמיחה של 3.3% במשק ב-2025.

לצד השפעות המלחמה וההשלכות הכלכליות שלה, הרי שגם לאחר סיומה קיים סיכון להמשך אי השקט הפוליטי המקומי. טרם המלחמה, 2023 התנהלה ברובה תחת השפעותיה השליליות של החקיקה המשפטית והמחאה שבאה בעקבותיה. נראה, כי בקואליציה כיום יש גורמים שמעוניינים לחזור לחקיקה השנויה במחלוקת, ולא מן הנמנע שהמחאות שפרצו ב-2023 (טרם המלחמה) תתחדשנה ב-2025 בעידן של פוסט המלחמה.

האינפלציה במגמת ירידה

בעולם, מגמת ההתמתנות של האינפלציה העולמית, שהחלה עוד באמצע 2022, נמשכה גם ב-2024. בארה"ב, צעד לפני כניסתה של האינפלציה לטווח היעד היא נעצרה (סביב 3%), בעיקר בגלל קושי לרסן את אינפלציית השירותים – החלק ה"דביק" של האינפלציה. גם באירופה עדיין לא ניתן להוריד את נושא האינפלציה מסדר היום. הבנקים המרכזיים שאחראים על ריסון האינפלציה מחד, ועל תמיכה בצמיחת הכלכלה ובשוקי העבודה מנגד, החלו בהתרת הרסן המוניטארי עוד לפני ריסונה הסופי של האינפלציה, וככל הנראה ימשיכו במגמה זו גם ב-2025, כשהשאלה שנוותרת פתוחה היא מה יהיה קצב הורדת הריבית.

בישראל התמונה מורכבת. בתחילת 2025 יכנסו לתוקפם מספר מהלכים שאמורים להביא לקפיצת מחירים, כשהבולטים שבהם הם העלאת שיעור המע"מ ב-1%, התייקרות תעריפי הארנונה, החשמל, המים ועוד. על כן, צפויה עליה חדה יחסית של 0.5% במדד המחירים לצרכן בינואר, וברבעון הראשון כולו צפויה עליה של 1.1%. עם זאת, ככל שאכן מפלס האלימות באזורנו תפחת, ותשפיע לחיוב גם על השקל, לצד הפגיעה הצפויה בכושר הקניה של הצרכן המקומי, הצפי של המחלקה הכלכלית הינו להתמתנות בקצב האינפלציה בהמשך השנה, כך שב-2025 כולה היא תסתכם ב-2.6%.

תימשך ההתרה המוניטרית

בעולם, לנוכח התמתנות הלחצים האינפלציוניים שוקי ההון מתמחרים המשך מגמת הפחתות הריבית. **בארה"ב** שוקי ההון מתמחרים כעת 2 הפחתות ריבית בלבד, לרמה של סביב 4% בסוף 2025, וזה בשל קושי של האינפלציה, בעיקר זו של השירותים, לשוב ליעדה. **באירופה**, מעבר לכך שהריבית הנוכחית היא 3% (נמוכה ב-1.5% מזו האמריקאית), שוקי ההון מתמחרים כעת בין 4-5 הפחתות נוספות בשנת 2025, לרמה הנמוכה מ-2%. בכך צפוי בשנת 2025 להיפתח פער משמעותי בין הריבית בארה"ב לריבית באירופה. פער זה עלול להשפיע על המטבעות ולהוביל להתחזקות הדולר (דפלציוני לארה"ב) והיחלשות האירו (אינפלציוני לאירופה).

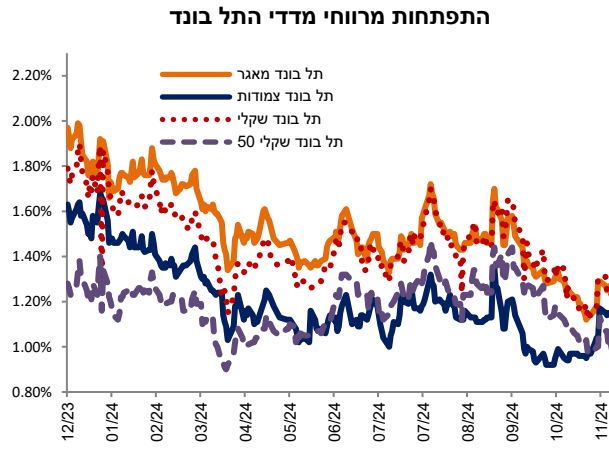
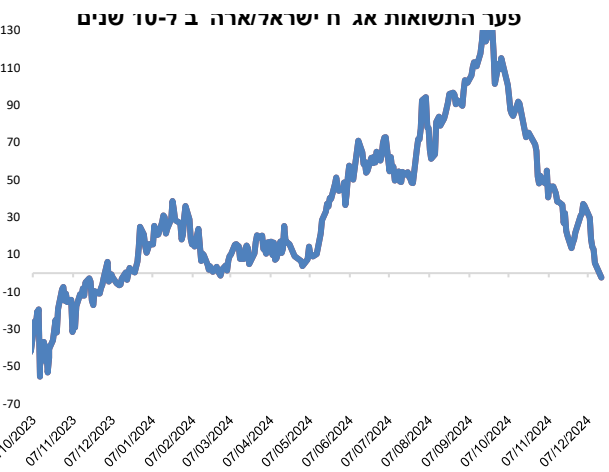
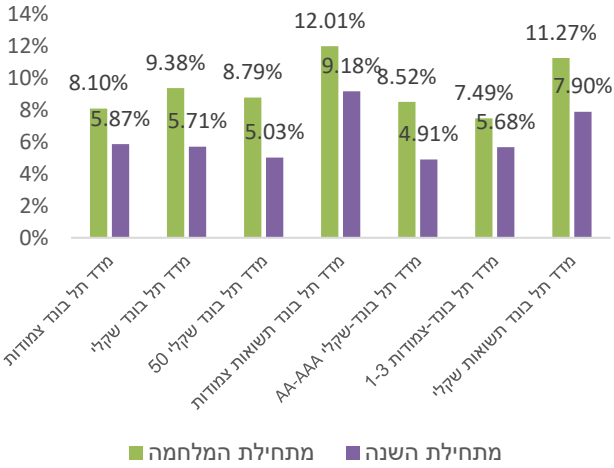
בישראל, למרות צפי להפחתת ריבית משמעותית ב-2024, הרי שהמציאות עמה התמודדו והשפעתה על השקל ועל האינפלציה, הביאו להפחתה בודדת של 0.25% בריבית, בתחילת השנה. במבט קדימה, התנאים להפחתת ריבית מתחילים להבשיל, הציפיות לאינפלציה נמצאות בתחום היעד, ואם מנטרלים את השפעות העלאות המחירים היזומות של הממשלה, אז אפשר לומר שהציפיות לאינפלציה אפילו קרובות למרכז תחום היעד. במחלקה הכלכלית עדיין סבורים שבנק ישראל ימתין עם הפחתת הריבית עד להתבהרות התמונה הגיאופוליטית, וכן למיצוי השפעות עליות המיסים על המדדים. ריבית בנק ישראל צפויה להערכתם לרדת במהלך 2025 ב-0.5% ל-4.0%.

שוקי החוב

שוק החוב המקומי

(אפרים שקולניק)

- שנת מעבר. השנה האחרונה התאפיינה בתנודות על רקע ביטחוני וגיאופוליטי, בתחילת השנה ראינו את התשואות עולות בד בבד עם נסיקה בפרמיית הסיכון של מדינת ישראל שגולמה בשוק החוב הממשלתי המקומי. במהלך השנה עלתה התשואה של אגרות החוב



- הממשלתיות ל-10 שנים מרמה של 3.97% לשיא של 5.16% ביולי על רקע הכניסה לרפיח במאי והכניסה הקרקעית ללבנון באוקטובר, שהביאו לזינוק בחששות המשקיעים. אולם ככל שנרשמה התקדמות בחזיתות ונחתמה הפסקת אש נוחה לישראל בלבנון, נרשמה ירידה בתשואה לרמה של 4.35%. השקל התחזק גם הוא, לאור מגמת הרגיעה.
- הפער התשואות מול ארה"ב נסגר לאורך כל השנה אגרות החוב הממשלתיות נסחרו בתשואה הגבוהה ממקבילותיהן האמריקאיות לאור חשש המשקיעים. ההתקדמות בהשגת יעדי המלחמה הביאה לצמצום משמעותי של הפער, עד לסגירתו בסוף השנה, לאור הירידה בפרמיית הסיכון של ישראל. עם זאת, מגמת הריבית היורדת בארה"ב ביחס לישראל תומכת בתשואה גבוהה יותר בשוק המקומי.
- המרווחים הצטמצמו – עם הירידה בחששות המשקיעים, מרווחי החוב הקונצרנים רשמו השנה ירידה לרמות שפל, הנמוכות מכפי שהיו בתחילת השנה.
- הצפי להפחתת ריבית צפוי לתמוך בשוק החוב. האינפלציה שצפויה להתמתן בתחילת 2025 "תעלה על השולחן" בחזרה אפשרות של הפחתות ריבית, שיכולות להתחיל כבר ברבעון השני של השנה. הפחתות אלו תתמוכנה בשוק החוב הממשלתי והקונצרני, בעיקר במח"מ הארוך, ותקל על המנפיקות החלשות יותר בניהול החוב והגיוסים שלהן.
- השוק הראשוני: על אף האתגרים למדינה ולכלכלה בפרט נרשמה עליה של 22% בהנפקות חוב חברות במהלך השנה (ינואר-נוב'), בדגש על חברות הנדל"ן שהיוו כמחצית מהגיוסים. על רקע הצפי להפחתת הריבית, אנו מעריכים כי המגמה תימשך, וסביר להניח שנראה אותה ומתרחבת גם לחברות קטנות ולא מדורגות.

מה עושים? על אף הירידה בציפיות האינפלציה, אנו ממליצים שלא "להזניח" את האפיק הצמוד לאור הפחתת הריבית והגזרות הכלכליות שעוללות להשאיר את האינפלציה נוכחת. התמקדות ברכיב הממשלתי בחלקו הבינוני של העקום (מח"מ 4-6 שנים). ברכיב הקונצרני, אנו ממשיכים להעדיף השקעה באגרות של חברות בעלות תזרימי מזומנים איתנים ובדירוג גבוה במח"מ של כ-3 שנים וכמובן עם עדיפות לסדרות מובטחות.

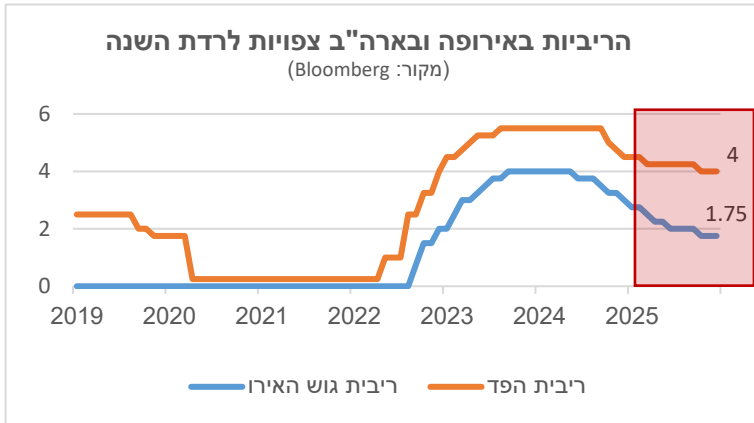
שוק החוב הגלובלי

(אפרים שקולניק)

- **תשואה חיובית ב-2024.** אולם, בדומה למימוש החלקי של הציפיות להורדות ריבית משמעותיות ב-2024, ההשפעה על השווקים היתה חלקית, והתשואות שנרשמו בשוק החוב היו מתונות (חד ספרתיות). תשואות משמעותיות יותר נרשמו בעיקר באג"ח הממשלתיות בשווקים המתעוררים, בשוק הספקולטיבי האמריקאי ובשוק ההלוואות, שעלו סביב 9%, כ"א.
- **המרווחים המשיכו להצטמצם** והם ברמות שפל שלא נראו מאז 1997(!), מה שמקטין את הפיצוי לסיכון שמעניקות האגרות הקונצרניות. השילוב של מרווח מצומצם וריבית יורדת מעלה את הכדאיות של אלטרנטיבות, כמו אגרות חוב ספקולטיביות איכותיות ושווקים מתעוררים.
- **האינפלציה שהייתה במגמת התמתנות "נתקעה".** בין היתר נראה כי מחירי השירותים במדד אינם מתמתנים, ומשאירים את האינפלציה ב-3% בקירוב. החשש מהתעוררות אינפלציונית כתוצאה ממדיניות הממשל החדש של טראמפ, מגמת הורדות הריבית ואף אינפלציה "דביקה" הביאו לעלית תשואות בחלק הארוך של העקום.
- **הריבית צפויה להמשיך במגמת הירידה השנה.** עם זאת, בשבועות האחרונים שוקי ההון מגלמים ירידה פחותה בריבית בארה"ב מבעבר, בהיקף של כ-2 הפחתות עד סוף 2025.
- **במבט קדימה ל-2025,** ירידת ריבית ממשיכה להוות גורם תומך לשוק האג"ח. השוק צופה כי תשואת האגרות ל-10 שנים העומדת על 4.4% כיום, תרד ל-4.17% במהלך הרבעון השני, ול-4.13% בסוף 2025. התרחיש הרחוק המגולם כיום בשווקים הוא התמתנות באינפלציה, שתאפשר לפד להוריד את הריבית לרמה ניטרלית ללא גלישה למיתון וללא עלייה באבטלה. זהו התרחיש הטוב ביותר עבור השווקים, אולם במידה ולא יתממש בשל יציאתו לפועל של אחד מגורמי הסיכון, אזי יתכן ששוק החוב יסבול מקשיים בטווח הקצר שיתבטאו בעליה בתשואות ופתיחת מרווחים.
- **עקום התשואות חזר לתצורה רגילה** לאור ההסתברות הנמוכה לכניסה למיתון מדיניות הפד הדינמית. החשש מאינפלציה (שמשפיעה על החלק הארוך של העקום) גרם להתללות בחלק הארוך של העקום. ומאידך, הורדות הריבית הורידו בהתאמה את התשואות הקצרות. במבט קדימה, אנו מעריכים שככל שהריבית תרד, נמשיך לראות את העקום חוזר בהדרגה לתלילותו ההיסטורית, מה שמחזק את ההעדפה לאג"ח ע"פ מוצרים קצרים כדוגמת קרנות כספיות ו-Tbills.
- **שוק החוב בארה"ב צפוי להציג תשואה חיובית על רקע מגמת הורדת הריבית הצפויה.** ירידת התשואות צפויה להקל על נטל החוב של השווקים המתעוררים ושל השווקים הספקולטיביים בעולם, והיא עשויה לתמוך גם באגרות החוב של סקטורים צרכני מימון, כגון נדל"ן, ולהעיב במקצת בהתאמה על אג"ח של חברות פיננסיות (שנהנות מהריבית הגבוהה) מהשורה השניה.
- **גורמים בשוק צופים שיפור מתון בהורדות הדירוג וכן בהיקף חדלות הפירעון במדדים הספקולטיביים.** ההטיה השלילית של חברות שברשימת מעקב שלילית (Creditwatch) ירדה מתחת ל-18% לראשונה בשנתיים האחרונות, וההערכה היא גם לירידה לקראת סוף 2025 לרמה של 3.25% במקרי חדלות הפירעון לעומת 4.9% בחודש אפריל.
- **סיכונים מרכזיים:** הסיכונים הגיאופוליטיים ממשיכות עם מלחמת רוסיה אוקראינה, הלחימה במזה"ת והחששות מהתלקחות בין סין לטאיוון. פגיעה בסחר העולמי, במחירי הסחורות והאנרגיה. אפקט ממשל טראמפ שמאיים במכסים. בנוסף לכך, קושי של האינפלציה, כולל אינפלציות השירותים, להיכנס חזרה ליעד, עלול אף הוא להעיב על שוקי האג"ח. לאור האמור, המלצתנו היא להתמקד באגרות חוב ממשלתיות ובאגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה גבוה, בטווח קצר-בינוני (3-5 שנים). הערכתנו לירידה משמעותית יותר בתשואות האגרות הקצרות לעומת הארוכות תומכת בהמלצתנו

השווקים הגלובליים:

(אנליסטים: יקירה שחר, לירן לזר, עדיאל וייס)



שנת 2024 היתה שנה פנטסטית למשקיעים. כמעט כל מדדי המניות המובילים רשמו עליות נאות (למעט בצרפת), רובם דו ספרתיות (למעט באירופה). מדד נאסד"ק מוביל עם עלייה של כ-30% בערכו. עוצמת העליות הצליחה להפתיע גם את האופטימיים שבחזאים, בייחוד לאור העובדה ששנת 2023 התאפיינה אף היא בעליות משמעותיות לא פחות (מדד הנאסד"ק עלה בלמעלה מ-50% ב-2023, כך שבשנתיים האחרונות השלים המדד עלייה של כמעט 95%).

מעניין לבחון את תרומתן של 7 המופלאות למדד ה-S&P500, בייחוד לנוכח התיאוריה שככל שהעליות מרוכזות במספר מניות מועט זה מהווה נורת אזהרה לשווקים. בחינת סוגיה זו מראה שמדד ה-S&P500 בניכוי 7 המופלאות עלה ב-2024 בכ-15%, לעומת עלייה של 25% במדד המלא. מכאן ש-7 המופלאות תרמו סה"כ 40% מעלייה המדד, כשאת שאר העלייה ניתן לייחס לשאר החברות במדד, מה שמהווה להערכתנו איתות חיובי לשווקים. חרף האמור, מניות ה-Mega cap הובילו את העליות לאורך כל השנה, כשהמניות הקטנות, המיוצגות ע"י מדד הראסל 2000 פיגרו מאחור. בהתאם, גם מדד ה-S&P500 במשקל שווה, שמעניק משקל גבוה יותר למניות הקטנות על פני הגדולות, פיגר מאחור. אנו מייחסים מגמה זו לתרומה המשמעותית של טכנולוגיית ה-AI לחברות ה-Mega cap המסוגלות להשקיע את סכומי העתק הנדרשים, בניגוד לחברות הקטנות שממתינות לשלבים מתקדמים יותר של הטכנולוגיה על מנת להטמיעה.

ברמה הסקטוריאלי, ארבעת הסקטורים שהיכו את מדד ה-S&P500 הם: תקשורת (40%, מומלץ בתשואת יתר, בעיקר בזכות GOOG, META ו-NFLX), טכנולוגיה (35%, מומלץ בתשואת יתר, בעיקר בזכות NVDA ולאחרונה גם AVGO), צריכה משתנה (31%, בעיקר בזכות TSLA) ופיננסים (26%, מומלץ בתשואת יתר). שאר הסקטורים הציגו ביצועים נמוכים מהבנצ'מרק, מה שהדגיש את חשיבות ההשקעה הסקטוריאלי על פני ההשקעה במדדים הרחבים.

במבט קדימה, המגמות שתמכו בשוקי המניות ב-2024 צפויות להימשך גם ב-2025: התמתנות האינפלציה והמדיניות המוניטארית המרחיבה צפויות להוסיף ולהתבסס, גם אם בהדרגה (בעיקר בארה"ב), הצמיחה הכלכלית ורווחיות החברות צפויות להמשיך במגמת ההתרחבות, וענקיות הטכנולוגיה צפויות להמשיך במירוץ להטמעת טכנולוגיית ה-AI כל אחת בגיזרה שלה.

הגורמים שמייחדים את 2025 לעומת 2024 הם תחילת ממשל טראמפ ויישומה של המדיניות הכלכלית שלו, הכוללת העלאת מכסים, קיצוץ מיסים, צמצום הגירה ודה רגולציה. מדיניות זו תומכת בשוקי ההון בעיקר בטווח הקצר, אולם ההשפעות בטווח הבינוני-ארוך עלולות להיות איפולציוניות ולפגוע בצמיחה. גורם חשוב נוסף הוא העלייה במכפילים והתייקרותם של שוקי המניות (גורם סיכון), לצד שנתיים של עליות בשוקי המניות, ש"דוחפות" יותר כסף ש"ישב על הגדר" לשוקי המניות (רוח גבית).

בשורה התחתונה ולאור האמור, אנו מעריכים כי המומנטום המאפיין את שוקי המניות בשנתיים האחרונות עשוי להימשך, לפחות במחצית הראשונה של 2025, כשבמחצית השנייה המשך העליות תלוי בעיקר בהמשך התמתנות האינפלציה והפחתות הריבית, בהתרחבות רווחי החברות לפחות בהתאם לצפיות ומעבר לכך (מה שיספק הצדקה למכפילים הגבוהים) והשפעת יישום מדיניות טראמפ על השווקים ועל המצב הגיאופוליטי.

אזורים גיאוגרפיים מובילים

סיכונים	נקודות תומכות	אזור גיאוגרפי
<ul style="list-style-type: none"> מתחילת השנה רשמו המדדים האמריקאים תשואות מרשימות וכעת הם נסחרים במכפילים גבוהים יחסית לרמתם הממוצעת ב-5 השנים האחרונות. ירידה איטית מהצפיות בריבית. אינפלציית השירותים ממאנת להתכנס ליעד. סביבת הריבית שעדיין תיוותר גבוהה תקשה על הצמיחה ב-2025. 	<ul style="list-style-type: none"> תחזיות הצמיחה תומכות בתרחיש "נחיתה רכה" ולא במיתון. המשך הרחבה מוניטארית, גם אם בקצב מתון. ירידה עקבית ברמות האינפלציה לכיוון יעד הפד, אם כי אינפלציית הביקושים עדיין גבוהה ומתקשה לרדת. שוק העבודה ממשיך להצביע על חוסן בד בבד לירידה באינפלציה. צפי לצמיחה דו ספרתית נמוכה של חברות ה-S&P500 ב-2025. משקל גבוה במדדים האמריקאים לחברות טכנולוגיה הצפויות ליהנות מהתפתחות ה-AI. בחירת גורפת בטראמפ הקרינה בחיוב על השווקים- הקלה בברוקרטיה וברגולציה. 	<p>ארה"ב - תשואת יתר</p>
<ul style="list-style-type: none"> סיכונים גיאופוליטיים. צמיחה נמוכה מהצפי של כלכלת סין עלולה להקרין לשלילה על שאר הכלכלות באזור. חשש מצמיחה איטית מהצפוי של כלכלת הודו. 	<ul style="list-style-type: none"> הודו- צפי לצמיחה דו ספרתית נמוכה של חברות ה-NIFTY 50. תמחור נוח. תקציב התומך בהגדלת הצריכה. צפי להאטה באינפלציה. טאיוואן ודרום קוריאה- כלכלות מוטות טכנולוגיה ובעיקר לתעשיית השבבים. כלכלה איתנה ותמחור יחסית סביר. 	<p>מזרח אסיה (ללא סין) - תשואת יתר</p>
<ul style="list-style-type: none"> אירופה מתקשה לייצר מנועי צמיחה ואת שנת 2024 צפויה לסיים בצמיחה חיובית נמוכה של 0.7% בלבד. החשש העיקרי הוא שהצמיחה האיטית תמשיך ותאפיין גם את הרבעונים הקרובים ברקע לאימונים של הנשיא הנבחר טראמפ בהטלת מכסים גורפים על היבוא לארה"ב. קיימת תלות במחירי אנרגיה, על רקע היותה של אירופה לא עצמאית מבחינה אנרגטית. קיימים סיכונים גיאופוליטיים חוסר היציבות הפוליטיות המאפיינות את שתי הכלכלות המובילות, גרמניה וצרפת ומלחמת רוסיה אוקראינה שממאנת להסתיים. עם זאת, יש לציין לחיוב את רמות התמחור הנמוכות משמעותית ביחס לארה"ב (מכפיל עתידי של 14.5), בשילוב צפי להמשך התמתנות האינפלציה ל-2% בסוף 2025 התומך בהמשך הורדות ריבית. 		<p>אירופה - תשואת שוק</p>

כלי השקעה רוחביים מומלצים בארה"ב

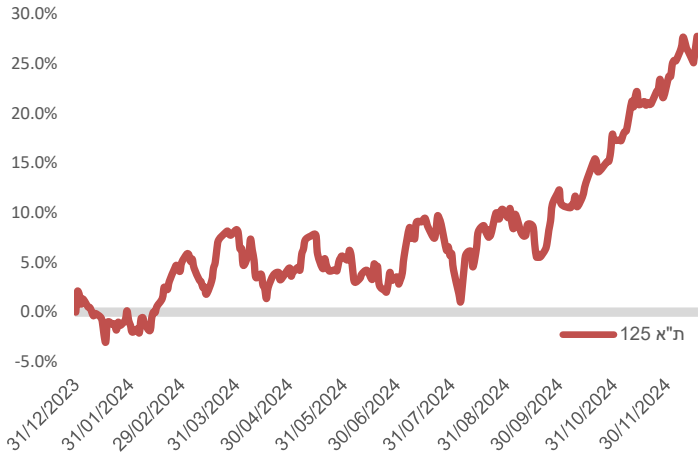
רציונל	מדד
<ul style="list-style-type: none"> חשיפה מגוונת לשוק המניות האמריקאי עם הטיה לחברות הטכנולוגיה ושירותי התקשורת המומלצים (42% יחדיו), לצד סקטורים בעלי מאפיינים דפנסיביים יותר דוגמת צריכה בסיסית ובריאות. הטיה לחברות Mega-Cap (שווי חציוני של 200 מיליארד דולר) מסקטורים מומלצים המתאפיינות לרוב במאזנים יציבים יותר ותזרים מזומנים עדיף, לצד רמות מינוף נמוך יותר. 	<p>S&P500</p>
<ul style="list-style-type: none"> חברות Mega Cap (שווי חציוני של 262 מיליארד דולר) עם הטיה לסקטור הטכנולוגיה (40%), שירותי התקשורת (11%) המומלצים שצפויים ליהנות מהשיפור העקבי בתחזיות הצמיחה ברקע ליציבות הכלכלה האמריקאית, והטמעה עקבית של פתרונות טכנולוגיים מתקדמים ב-Data Center ותוכנות ענן, סייבר, ו-AI. 	<p>Nasdaq100</p>
<ul style="list-style-type: none"> חברות Large Cap המתאפיינות בשילוב של מאזנים איתנים, מינוף נמוך, תזרים מזומנים איתן, מדיניות החזר הון למשקיעים ופוטנציאל צמיחה. אלו מתאימים להערכתנו לסביבת תמחור שאינה נמוכה, בכלכלה המציגה סימני יציבות. 	<p>מניות איכות QUALITY</p>

סקטורים מומלצים להשקעה בארה"ב

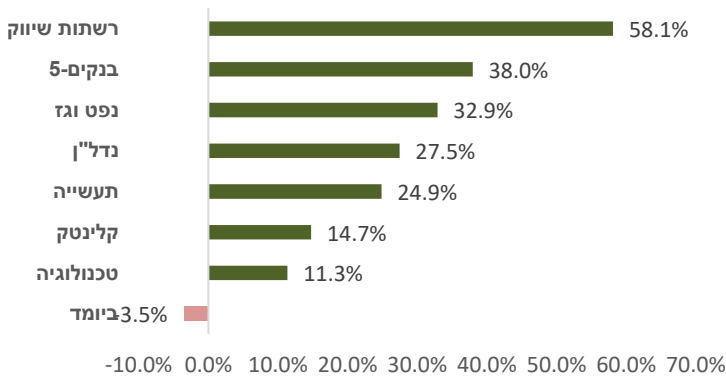
סקטור	רציונל
טכנולוגיה	<ul style="list-style-type: none"> • חשיפה גבוהה לחברות עם מינוף נמוך, תזרים גבוה, מדיניות רכישה חוזרת. • המשך הטמעת פתרונות טכנולוגיים בטווח הארוך: פלטפורמות ענן, AI, סייבר, נהיגה אוטונומית Data Center. • מצב איתן יחסית של לקוחות סקטור העסקי והצרכן הפרטי צפוי לעודד הטמעת פתרונות טכנולוגיים מתקדמים ותמחור מוצרים בפרמיה. • הוצאות שצפויות להמשיך ולצמוח בשנת 2025 על פיתוח תשתיות AI. <p style="text-align: center;">ניתן להיחשף לסקטור באמצעות ETF רחבי, או מניות ספציפיות.</p>
שירותי תקשורת	<ul style="list-style-type: none"> • חשיפה גבוהה ל-Meta, Alphabet המומלצות ב-Buy ונהנות מעליה בתזרים המזומנים, מעמד תחרותי איתן, מאזנים איכותיים ומינוף נמוך. • תמחור דומה לממוצע ב-4 השנים האחרונות (ביחס לפרמיה ב-S&P500/Nasdaq100) • חשיפה גבוהה לחדשנות בתחומי הבינה המלאכותית. <p style="text-align: center;">ניתן להיחשף לסקטור באמצעות ETF רחבי או מניות ספציפיות.</p>
פיננסים	<ul style="list-style-type: none"> • מדיניות כלכלית מוצהרת של ממשל טראמפ הכוללת הפחתת הגבלות אפשרית של רגולציה ועידוד של מיזוגים ורכישות צפויים להמשיך ולהטיב עם הסקטור, במיוחד במגזר הבנקים והשירותים הפיננסים (חלק מהצפיות כבר מגולמות במחיר) • תמיכת שוק עבודה איתן, כלכלה צומחת ושיעור חדלות פרעון נמוך בקרב חלקים נרחבים מהסקטור העסקי תומכים. • ירידת ריבית בקצב מתון מהצפוי אף היא תתמוך בבנקים הגדולים (שנהנים מריביות גבוהות). <p style="text-align: center;">ניתן להיחשף לסקטור באמצעות ETF רחבי או מניות ספציפיות.</p>

שוק המניות המקומי: "היום שאחרי" והתמודדות עם השלכות המלחמה

קריסת חיזבאללה האיצה את העליות בת"א



התנהגות הענפים המרכזיים בבורסה מתחילת השנה



שוק המניות המקומי חווה שנה מטלטלת נוספת, על רקע המלחמה בדרום ובצפון. למרות המלחמה והשלכותיה הקשות, הבורסה המקומית רשמה עליות מתונות לאורך כל השנה, כשתחילת התמרון הקרקעי בצפון, למול התנגדות מינורית בלבד של חיזבאללה, הביאה להאצת העליות בשליש האחרון של השנה. בסיכום שנתי, מדדי המניות הכבדות זינקו בכ-30%, כשכ-20% מהם נרשמו החל בספטמבר.

בחלוקה סקטוריאלית, מי שרשמו את העליות החדות ביותר הן מניות הענפים שהכי "נהנו" מהמשבר בישראל, ובראשם רשתות הקמעונאות, שרשמו תוצאות חזקות מאוד בהעדר יציאת ישראלים לחו"ל וההסתגרות היחסית בבתיים בעת המלחמה.

איך תראה 2025? בהנחה שהמלחמה אכן תסתיים בטווח הקרוב גם בדרום, אנו סבורים כי צפויה תגובה חיובית בשוק המניות. אומנם תמחור השוק כיום כבר פחות זול ביחס לתמחור לפני מספר חודשים בשל העליות שנרשמו, אולם תחת ההנחה שצפוי שיפור בתוצאותיהן של חברות רבות (כפי שניתן לראות בהמשך סקירה זו) ובהנחה שגם פרמיית הסיכון של ישראל תמשיך לרדת, אנו סבורים שהדבר יקבל ביטוי גם בשוק המניות המקומי.

הסיכון בתחזיות אלו גבוה, והוא מותנה בכך שהמלחמה אכן

תסתיים, ושהמשק המקומי יחל להתאושש מהשנה וחודשיים האחרונים. כמו כן, תחת ההנחה שהמשק צפוי להמשיך בהאטה לאחר המלחמה לאור השלכותיה הכלכליות, הרי קיים סיכון להאטה גם בתוצאות חלק מהחברות (בעיקר אלו המוטות לצריכה הפרטית) שתשפיע על מניותיהן. לכל אלו יש להוסיף את הסיכון של הסביבה הפוליטית – חזרתן של החקיקה המשפטית והמחאה בעקבותיה עלולה להחזיר את ישראל לחודשים הראשונים של 2023, טרם המלחמה. בנוסף, תקציב המדינה אמור לעבור בתחילת השנה ולכלול גזירות קשות על המשק, שישפיעו גם על תפקודו, ועלולות לקבל ביטוי גם בשוק המניות המקומי בשל פגיעה בתוצאותיהן של חברות אלו ואחרות.

הערכותינו בנוגע לתוצאות העסקיות בענפים השונים במשק הישראלי¹:

ענף הבנקאות:

(אנליסט: דוד לוינסון)

- הכנסות הריבית נטו: יושפעו עדיין לחיוב מרמות הריבית הגבוהות של הבנקים המרכזיים וסביבת אינפלציה גבוהה יחסית, בעיקר במחצית הראשונה של 2025. הכנסות אלו תהיינה דומות לאלו של 2024 בשל ירידה במרווח הריבית, כתוצאה מירידה מתונה בריבית, שתקוזז בצמיחת האשראי, בעיקר לצורך עלויות השיקום הרבות שנובעות מהמלחמה.
- הוצאות בגין הפסדי אשראי קרוב לוודאי יוותרו גבוהות: הצמיחה באשראי בשילוב הריבית הגבוהה יחסית, יותירו את ההוצאות בגין הפסדי האשראי ברמות דומות לאלו שנרשמו ב-2024. להבדיל ממשבר הקורונה, הבנקים לא ימהרו ל"שחרר את כריות הביטחון" שצברו עד להתייצבות במצב הכלכלי והגיאופוליטי המקומי.
- הכנסות המימון שאינן מריבית צפויות לדשדש: בעיקר בשל רווחי הון מוגבלים בשוק האג"ח והמניות ובשל ירידה בסביבת האינפלציה. מנגד, קיים צפי לצמיחה בהכנסות מעמלות בשל סיום הפטור לאזורי המלחמה ועליה בפעילות הכלכלית.
- בשורה התחתונה: המגמות שנצפו בסוף 2024 ימשכו לתחילת 2025: צפויות תשואות דו-ספרתיות על ההון, אולם נמוכות מאלו של 2024, בעוד שלקראת סוף 2024 מכפיל הון הממוצע עומד על כ-1.1 – רמה סבירה למערכת הבנקאית. אי הוודאות הביטחונית והכלכלית המשפיעה ישירות על תמחור המערכת הבנקאית. התנודתיות הגבוהה בתמחור המניות ימשך בהתאם ליציבות הביטחונית והפוליטית בארץ.

ענף הפרמצבטיקה:

(אנליסט: ירון פרידמן)

- אנו מסקרים בענף את חברת טבע.
- שנה שלישית של צמיחה: בשנתיים האחרונות טבע קטפה את פירות התוכנית האסטרטגית של ההנהלה הקודמת, שכללה צמצום חד בעלויות ובחוב, התייעלות ומיקוד במספר תחומים ומוצרים. התוצאה – שנתיים של צמיחה מתונה, אבל חיובית, בהכנסות וברוח, שקיבלה ביטוי חד גם במחיר המניה.
- טבע צפויה לקבל השנה תוצאות בניסויים מתקדמים במספר מוצרים חדשים. בשלהי השנה החולפת התקבלו תוצאות של ניסוי חשוב ביותר לחברה – שלב וובתרופה לטיפול בקרוהן ובקוליטיס. במהלך השנה הקרובה יחל ניסוי שלב III במוצר, לצד תוצאות בניסויים במוצרים נוספים, שיבטיחואת הצמיחה גם במחצית השניה של העשור הנוכחי. הצלחה בניסויים תאפשר את השקת המוצרים בשנים הבאות, ותחזק את התיק האיננובטיבי של החברה, שמאופיין ביציבות וברווחיות גבוהות יותר.
- צפויות השקות של מספר מוצרים משמעותיים. בהם תרופות מקור וגרסאות ביוסימילר למוצרים ביולוגיים נוספים. השקה מוצלחת פירושה תוספת הכנסות של עשרות עד מאות בודדות של מיליוני דולרים בשנים הבאות.
- החברה תציג את יעדי 2025 במסגרת פרסום הדוחות השנתיים ל-2024, ככל הנראה במהלך פברואר, מהם ניתן יהיה לגזור תחזית מהימנה יותר לפעילותה במהלך השנה הקרובה.

¹ יודגש, כי עבודה זו מתייחסת לתחזיותינו לתוצאות העסקיות של החברות, ולא להתנהגות מנייתיהן. התנהגות המניות מותנית בשיקולים נוספים, כגון תמחור המניה, מדדי השוואה וכו'.

- בשורה התחתונה: אנו צופים שטבע תציג ב-2025 צמיחה מתונה בשורת ההכנסות, תוך שיפור בשורות הרווח ובתזרים המזומנים החופשי.
- טבע מומלצת על ידנו ב"תשואת יתר" בסיכון בינוני.

ענף הכימיה:

(אנליסט: ירון פרידמן)

- אנו מסקרים את חברת ICL (לשעבר כיל).
- תחילת התאוששות בשוקי היעד? אחרי תוצאות שיא חריגות במיוחד ב-2022, וצניחה חדה בתוצאות ב-2023, ולמרות המלחמה וחסומי נתיב השיט למזרח דרך הים האדום, ICL הציגה תוצאות לא רעות ב-2024, שהציגו בעיקר התייצבות ברמות התחתית, ואפילו התאוששות מינורית בחלק מהפעילויות.
- שוקי הדשנים מחכים להתאוששות במזרח. צניחת מחירי האשלג מהשיאים של 2022 (שכבר בזמנו הערכנו ככאלו שאינם בני קיימא לאורך זמן) הביאה לצמיחת הרווחיות מהפעילות. אנו מעריכים שמגמת שחיקת המחירים נבלמה השנה, וכי חוזי האשלג במזרח לשנת 2025 כבר יחלו לשקף התאוששות מסוימת במחירים, מה שצפוי להביא גם לשיפור ברווחיות הפעילות.
- העדר היצוא הסיני תומך במחירי הפוספט. בחודשים האחרונים אנו עדים להתאוששות במחירי הפוספט, שנובעת מעליה מסוימת בביקוש, אך בעיקר מהחלטת הממשל בסין להגביל יצוא מהמדינה ברבעונים האחרונים. ICL בונה מפעל ליצור חמר גלם קטוגי לסוללות ע"ב פוספט בארה"ב, שיכנס בשנים הקרובות לפעילות ויתרום למגזר זה.
- פעילות המוצרים התעשייתיים (IP) מחכה לשינוי מגמה בצמיחה הגלובלית. חלק משמעותי בפעילות חטיבת ה-IP של ICL פונה לשווקים שסבלו מהאטה בשנים האחרונות: האלקטרוניקה, הבניה והרכב, שגם ב-2024 המשיכו לדשדש. ככל שענפים אלו יתאוששו בשנה הקרובה, תחל התאוששות גם במכירות מעכבי הבעירה של החברה, שמהווים אחוז ניכר מפעילות ה-IP שלה, אולם כרגע אנו לא רואים סימנים ממשיים לכך. הציפיה להרחבת פעילות קידוחי הנפט הימיים תחת ממשל טראמפ עשויה להמשיך ולאושש גם את פעילות התמיסות הצלולות של החטיבה, שמיועדות לשוק הקידוחים ומאופיינת ברווחיות גבוהה יחסית.
- בשורה התחתונה: אנו מעריכים ש-ICL תציג ב-2025 שיפור בהכנסות וברוח ביחס לשנתיים האחרונות.
- מניית ICL מומלצת ב"תשואת שוק" בסיכון בינוני.

קמעונאות המזון:

(אנליסט: מני כהן)

- המלחמה הביאה לזינוק בביקוש המקומי. ארבעת הרבעונים האחרונים שיקפו גידול ניכר במכירות הקמעונאות בישראל על רקע המלחמה. העדר יציאת ישראלים לחו"ל הסיט ביקושים לשוק המקומי בכלל התחומים, ובעיקר בתחום המזון. כתוצאה מכך כל ששרתות הקמעונאות הציגו צמיחה משמעותית במכירות וברוח, כולל גידול במכירות למ"ר ובמכירות בחנויות זהות.
- עידן פוסט המלחמה יביא לירידה בפעילות הקמעונאית. חזרתן ההדרגתית של חברות התעופה הזרות, לצד הרצון של ישראלים רבים "להתאוויר בחו"ל" אחרי למעלה משנה של מלחמה, צפויים להביא לגידול משמעותי ביציאת ישראלים לחו"ל בשנה הקרובה, והסטת חלק מהביקושים מהשוק המקומי, בהתאם. בד בבד, עליית המע"מ והוצאות משק הבית (חשבונות שוטפים כגון חשמל, מים ארנונה וכו'), לצד גל התייקרויות במשק כמעט על ידי כל יצרן/ספק, צפויים לפגוע גם בכושר הקניה של הצרכנים ולרסן את המוטיבציה שלהם לצרוך, מה שלהערכתנו יביא לפגיעה בסל הקניות המשפחתי.

- **שחיקה ברווחיות בשל עלייה בהוצאות התפעול:** ההשפעות האינפלציוניות גררו עלייה משמעותית בהוצאות התפעול גם ב-2024, לרבות גידול בהוצאות השכירות עקב עליית המדד, עלייה בתעריפי החשמל, הארנונה והשכר, וכן עלייה במחירי השירותים וההוצאות הלוגיסטיות, שימשכו גם לתוך 2025. כתוצאה מכך, אנו צופים שחיקה ברווחיות החברות שתקוזז חלקית בעליית המחירים.
- **אתגרי התקופה הקרובה ילוו את הענף:** להערכתנו, הסיבה העסקית איתה מתמודדות רשתות השיווק צפויה להיות מאתגרת יותר בשנה הקרובה. השילוב של סביבה תחרותית, תשומות גבוהות ובמקביל השחיקה המתמשכת במצבו הכלכלי של הצרכן המקומי – כל אלו יוסיפו להכביד על ביצועי החברות.

ענפי התוכנה וה-IT:

(אנליסטים: ירון פרידמן, שי זיגלמן)

- **המלחמה לא הורגשה בחברות ה-IT:** מכיוון שהחברות המסוקרות פונות לפעילות הליבה של ארגונים (מערכות ליבה בארגון, הגנות סייבר, ניהול המשאב האנושי, תשתיות הענן ועוד), אנו סבורים שגם ההאטה שצפויה במשק לאחר המלחמה, שתמשיך את ההאטה שהחלה עוד קודם לכן בענף הטכנולוגיה, לא צפויה להשפיע מהותית על החברות הללו.
- **העבודה מרחוק, הסייבר וההמשכיות העסקית ימשיכו להוות קטרים משמעותיים לתעשייה.** אם היה מי שחשב שאחרי תום משבר הקורונה (זוכרים?) תרד חשיבות הנושאים הללו, הרי שהמלחמה שבה וחיידה את הצורך במערכות גישה מרחוק, על כל המשתמע מכך. אנו סבורים כי גם בשנים הקרובות צפויות השקעות משמעותיות בנושא.
- **כניסת הפרויקטים החדשים תתמתן?** האם הגידול בהוצאות בגין המלחמה וההאטה הצפויה במשק יפגעו בפרויקטים חדשים? אנו סבורים שגם אם כן, הרי שהפגיעה תהיה מינורית (אם בכלל). החברות המסוקרות פונות למגזרים חזקים, כמו הסקטור הציבורי, הביטחוני והפיננסי. סקטורים אלו חייבים להמשיך בהשקעות בתחום, בעיקר בהגנות סייבר אך לא רק, לכן אנו סבורים כי גם לאחר המלחמה לא צפויה האטה משמעותית בביקושים לשירותי החברות המסוקרות.
- **רגיעה בשוק העבודה מקלה על מאמצי גיוס ושימור העובדים.** גולת הכותרת בתעשייה בשנים האחרונות (עד 2023) היתה העלייה החדה בשכר בשל התחרות על עובדים פנויים. ההאטה בתעשייה הביאה בשנה וחצי האחרונות, וצפויה להמשיך ולהביא להערכתנו גם ב-2025, לירידה בביקוש לעובדים ולכן המאמץ על שימור העובדים ועלויות גיוסם צפויים להמשיך ולהתמתן משמעותית גם בשנה הקרובה, אם כי השכר עדיין צפוי להיות גבוה משמעותית לממוצע במשק.
- **בשורה התחתונה:** בהנחה שלא ירשם בישראל משבר כלכלי משמעותי לאחר המלחמה, מעבר להאטה מסוימת, אנו מעריכים שענף ה-IT המקומי ימשיך לצמוח גם ב-2025.
- **מניות חילן ומטריקס מומלצות על ידינו ב"תשואת יתר".** וואן טכנולוגיות וסאפיינס מומלצות ב"תשואת שוק".

תשתיות בסיס:

(אנליסט: ירון פרידמן)

- **המלחמה לא פגעה בעסקים.** למרות המלחמה, לא חלה פגיעה בביקוש לחשמל בישראל, וכן לא לשאר תשתיות הבסיס (התפלה, טיהור שפכים, טיפול בפסולת וכו').
- **הביקוש צפוי לעלות בשנים הקרובות.** בתחום החשמל, המשך כניסת הרכב החשמלי והמודרניזציה בכל סביבת החיים צפויות להעלות באופן משמעותי את צריכת החשמל במשק בשנים הקרובות. זאת, במקביל להמשך הגידול באוכלוסייה, שצפוי לתרום לגידול בביקושים גם ביתר תחומי הבסיס.

- **שוק התשתיות מתבסס על מספר שחקנים קטן עם יציבות וחסמי כניסה גבוהים מאוד.** זאת, כשבמקביל השוק נהנה ממייצבים משמעותיים כמו מנגנון קביעת תעריפי יצור החשמל, והתבססות של הפרויקטים השונים על חוזים ורישיונות ארוכי טווח, המעניקים יכולת צפייה גבוהה לפעילותם לאורך שנים ארוכות בעתיד.
- **בשורה התחתונה:** הביקוש הקשיח בתחום תשתיות הבסיס יביא להערכתנו להמשך היציבות בפעילות בישראל ב-2025. יציבות בשוק הגז הגלובלי תייצב גם את הרווחיות מהתיק הקים בארה"ב.
- **מניית או.פי.סי אנרגיה וג'נריישן קפיטל מומלצות על ידינו ב"תשואת יתר".**

ענף התקשורת:

(אנליסט: מתן בלומברג)

- **המשך צמיחה מתונה** – הענף נהנה מביקוש קשיח יחסית למוצרים ולשירותים.
- **מגזר הסלולר: מניחים עליית מחירים מתונה** – סביבת המחירים הנמוכה צפויה להימשך ברבעונים הקרובים, אם כי עוצמת התחרות עברה את השיא. במקביל נמשכת הכניסה ההדרגתית של הדור ה-5, בו התחרות תבוא לידי ביטוי בהצעת הערך ללקוח, והיא צפויה להשפיע לחיוב על ההכנסה החודשית הממוצעת למנוי (ARPU) בטווח הבינוני והארוך.
- **המשך צמיחה עקבית בתשתיות האינטרנט בשילוב עם שיעורי נטישה נמוכים.**
- **קונסולידציה במגזר הטלוויזיה** – לאור הרווחיות הבעייתית בתחום, אנו עדים לקונסולידציה המתהווה בעולמות ה-TV עם הודעת שת"פ אפשרי בין פרטנר ו-Sting+, ובין סלקום להוט. נציין כי שתיהן ממתינות לאישור רשות התחרות.
- **כניסה לתחום מכירה ואספקת חשמל לצרכנים ביתיים ועסקיים, אשר בטווח הארוך יתרום לגיוון בכנסות.**
- **השפעות המלחמה** – המלחמה הובילה לירידה בתיירות הנכנסת והיוצאת, אשר גרמה לירידה בהכנסות משירותי נדידה. אך לאחר הסכם הפסק האש, נראה כי חברות התעופה חוזרות לישראל וצפויות להשפיע לחיוב על התיירות היוצאת שתתרום גם להכנסות משירותי נדידה.
- **מניות בזק, סלקום ופרטנר מומלצות על ידינו ב"תשואת יתר" בסיכון גבוה.**

התעשייה הביטחונית:

(אנליסט: דוד לוינסון)

- **המלחמות בעולם מעלות את הביקוש.** המלחמה בישראל, פלישת רוסיה לאוקראינה ומוקד החיכוך למול סין באסיה פסיפיק מעלות את המתיחות הגאופוליטית ומגדילות את תקציבי הביטחון של ברית נאט"ו ושל משרד הביטחון האמריקאי והישראלי בעשרות אחוזים. שוק תעשיית הנשק בעולם בכלל, ובישראל בפרט, הפך משוק של צרכנים לשוק של יצרנים. צרכי החימוש בעולם נמצאים במחסור עצום, אילו כל נקודות העימות ברחבי העולם היו כבות לפתע פתאום עדין חידוש מלאי התחמושת היה אורך מספר שנים נוספות. אולם טבעם של עימותים במאה ה-21 הוא שהם מתמשכים לאורך זמן וללא הכרעה. בנוסף המלחמות משנות את פניהן באופן מהיר לפלטפורמות מתחכמות של לוחמת ליזר, מל"טים, ל"א (לוחמה אלקטרונית) וטילים נגד טילים, כל זאת באמצעות מערכות תקשוב, תקשורת ובקרת אש (C4ISR).
- **בכל יכולות הלוחמה המודרנית לתעשיית הביטחון הישראלית יכולת מוכחת וניסיון רב שנרכש והשתכלל במלחמת חרבות ברזל.** הצפי ל-2025 הינו המשך צמיחה מהירה במכירות בשיעורים דו ספרתיים גבוהים אף מעבר לאלו של 2024 (כ-15%). בנוסף הצפי הוא גידול בשולי הרווח של התעשייה בשל הביקושים הקשיחים, שער דולר נוח יחסית, צעדי התיעלות ואוטומציה שנעשו בעבר ומגיעים לבשלות החל ב-2025. מכאן ניתן לצפות לצמיחה ברווח הגדולה מ-20% בתעשייה זו בשנת 2025.
- **אנו מסקרים במגזר את חברת אלביט מערכות, המומלצת על ידינו ב"תשואת יתר".**

נדל"ן מניב:

(אנליסט: שי זיגלמן)

- **בראייה קדימה: חיוביים אך זהירים** לאור הסיכון לפגיעה אפשרית בתוצאות החברות כתוצאה מהסלמה ביטחונית מחודשת אפשרית, מהגזרות הכלכליות על הציבור שייכנסו לתוקף בינואר, ומהסביבה הפוליטית בישראל והשלכותיה על רמת הוודאות במשק. חזרה אפשרית לתוואי ריבית יורדת ב-2025 תתמוך בירידת שיעורי ההיוון (Cap Rate) והצפת שווי נכסי החברות.
- **התוצאות התפעוליות של מרבית החברות המשיכו להשתפר כשתחום הקניונים ומרכזי המסחר מתפקד טוב יותר מתחום המשרדים.** מרבית חברות הנדל"ן המניב רשמו בינואר-ספטמבר 2024 צמיחה נאה בתוצאות התפעוליות, שתמכה בעלויות במחירי מניות המגזר מתחילת השנה בשיעורים דומים לתשואות מדדי המניות המובילים. **תחום הקניונים ומרכזי המסחר נהנה ממינוע ביציאת הישראלים לחו"ל,** כך שניכרים בו שיעורי תפוסה גבוהים וצמיחה יפה בפדיונות, המתורגמים לעליית שכ"ד ריאלית נאה בחוזים החדשים. **בתחום המשרדים ניכרת חוזקה באזורים המרכזיים (מע"ר תל אביב, הרצליה ומת"ם).** מנגד, באזורים מחוץ ל"רצועת הקורקינט" של תל אביב (פתח-תקווה, בני-ברק, חולון) ניכרת סביבת פעילות מאתגרת המתאפיינת בתחרות עזה על לקוחות, התארכות במו"מ לסגירת הסכמי שכירות, גידול בכמות הסכמים קצרי טווח ועלייה בזמינות שטחי שכירות המשנה. אלה באים לידי ביטוי בשיעורי תפוסה נמוכים יותר ועלייה ריאלית מתונה עד ירידה קלה בשכ"ד בחידוש החוזים. **תחום הלוגיסטיקה ממשיך להפגין איתנות עם שיעורי תפוסה גבוהים. פעילות הייזום ותחום הבנייה למגורים/שכירות נפגעו בשל המחסור בעובדים,** אך בחברות הגדולות ניכרת חזרה לפעילות כמעט מלאה.
- **חברות הנדל"ן המניב הגדולות מרחיבות את פעילות הייזום למגורים ונכנסות לתחום ההתחדשות העירונית.** מהלכים אלה (כמו רכישת השליטה המלאה באביב ייזום ע"י מליסרון, רכישת פעילות נווה גד של נכסים ובניין ע"י גב-ים והמו"מ שמנהלת עזריאלי לרכישת השליטה בצמח-המרמן) יסייעו לחברות לגוון את תחומי פעילותן וליהנות מזרוע קבלנית. מהלכים אלה נתפסים על-ידינו כחיוביים לטווח הבינוני-ארוך לנוכח המחסור בדירות למגורים ותהליכי האורבניזציה בישראל, המחייבים ניצול נכון יותר של קרקעות במרכזי הערים, על ידי בנייה רוויה ועירוב שימושים.
- **תחום המסחר צפוי להמשיך לתפקד טוב בטווח הקרוב כתוצאה מהשיפור בתחושת ביטחון הציבור עם הפסקת האש בצפון וההסתברות הגוברת להפסקת אש בדרום;** ממינוע ביציאת ישראלים לחו"ל; מהתעסוקה המלאה ועליית השכר הממוצע במשק. מאידך, האפשרות להסלמה ביטחונית מחודשת עודנה קיימת, ולגזרות הכלכליות על הציבור שייכנסו לתוקף בינואר בעת של סביבת ריבית גבוהה עלולה להיות השפעה שלילית על התוצאות התפעוליות.
- **אנו מעריכים כי תחום המשרדים ימשיך להתנהל בקצב האיטי הנוכחי עם עלייה מתונה בדמי השכירות בחוזים החדשים,** כשמחד, יושפע לחיוב מהגידול בחודשים האחרונים בגיוסים ובאקזיטים בהייטק המקומי. אלה מוכיחים שהטכנולוגיה המפותחת על ידי חברות ההייטק המקומיות (בדגש על הסייבר) ממשיכה לקרוץ לחברות/קורות השקעה זרות. במקביל לכך, חוזים ארוכי טווח בהיקף משמעותי שנחתמו לאחרונה עם חברות טכנולוגיה גלובליות מובילות (כמו עסקת META בפרויקט LANDMARK של מליסרון ואפי נכסים או עסקת Google בפרויקט ToHa2 של גב-ים ואמות) מעידים על האמון שלהן בישראל ובכישורי העובד הישראלי. מאידך, גורמים שעלולים להעיב על הפעילות ולהוביל להמשך נקיטת זהירות ע"י שוכרים קיימים וחדשים הם: האפשרות להסלמה ביטחונית מחודשת שעודנה שרירה; הסביבה הפוליטית בישראל והשלכותיה על רמת הוודאות במשק, והיעדרות מעבודה בחברות של משרתי המילואים, המהווים כ-7% מעובדי ההיי-טק.
- **ענף הנדל"ן המניב מומלץ על ידינו ב-"תשואת שוק" עם העדפה למניות מליסרון ועזריאלי לנוכח איכות הנכסים וגיוון הפעילות. מניות אלוני חץ (סיכון בינוני) וג'י סיטי (סיכון גבוה) מומלצות ב-"תשואת יתר" משיקולי תמחור.**

שבבים:

(אנליסט: שי זיגלמן)

- נובה – מומלצת בהמלצת "תשואת יתר" בסיכון גבוה – לאחר 2024 המצוינת, אנו צופים שהכנסות ורווחי החברה ימשיכו לצמוח בקצב גבוה גם ב-2025, לאור יכולת החברה לתמוך באופן מיטבי באתגרי הבקרה המורכבים ביותר בייצור שבבים ומארזי שבבים מתקדמים המיועדים, בין השאר, לתחום ה-AI הצומח. עדות לכך הן מכירות מערכות נובה עבור תהליכי ייצור הקשורים למארזי שבבים מתקדמים אשר צמחו ב-2023 בכ-30%, והנהלת נובה צופה ב-2024 כי צמחו כ-50%, כך שיהוו כ-15% מסך מכירות המערכות השנה.**
- נובה צופה שהמעבר לייצור שבבים בארכיטקטורת ה-Gate-All-Around (התומכת בייצור השבבים המתקדמים ביותר בגיאומטריות מתחת ל-7 ננומטר) יגדיל ב-30%-20% את כמות תהליכי המדידה הנדרשים בתהליך הייצור ביחס לארכיטקטורת המתקדמת ביותר עד כה, ה-FinFET. כתוצאה מכך צופה נובה שה-Gate-All-Around יגדיל את היקף שוק היעד הפוטנציאלי שלה עד תום 2026 ב-500 מיליון דולר. התמורות העכשוויות בטכנולוגיות הייצור, כמו מארזי השבבים המתקדמים וה-Gate-All-Around צפויות לתמוך בהרחבת היקף שוק היעד הפוטנציאלי של נובה מכ-2 מיליארד ב-2023 (לאחר שהסתכם בכ-1 מיליארד דולר ב-2020) לכ-3 מיליארד דולר ב-2027.**
- טאואר – מומלצת בהמלצת "תשואת יתר" בסיכון גבוה – אנו צופים שלאחר צמיחה מתונה בתוצאות החברה ב-2024 תעבור טאואר להציג צמיחה מואצת בהכנסות וברווח בשנים הקרובות כשביקוש גובר לשבבים שמייצרת החברה {בדגש על: שבבי התקשורת RF SOI לסמארטפונים; שבבי ה-RF siGe, וה-RF siPho (המהווים כבר כ-10% מההכנסות) הקשורים ליישומי AI; ושבבי ההספק בטכנולוגיית BCD, בין השאר, לניהול מתח חשמלי הרכב} יפגוש יכולת ייצור משופרת שלה, הכוללת התחלת ייצור המוני במפעל אגראטה באיטליה (R3) ב-Q4/24. גידול ביכולת ייצור שיתבטא החל משנת 2026 במפעל Fab 11X של אינטל בניו מקסיקו, ארה"ב, והחל משנת 2027 ב-FAB 9 בסן אנטוניו, ב-FAB 2 במגדל העמק, וב-FAB 7 באוזו, יפן (כתוצאה מהשקעות חדשות בהיקף של כ-350 מיליון דולר) יתמוך בהמשך צמיחת ההכנסות ורווחי החברה.**
- טאואר ממשיכה להסתמן כיעד לרכישה לאחר שסומנה כיעד רכישה אטרקטיבי ע"י אינטל בשנת 2022 (הסכם הרכישה בוטל באוגוסט 2023 על רקע אי קבלת אישור רגולטורי בסין). בנוסף, ע"פ דיווחים בתקשורת נמצאת החברה מזה זמן ממושך במגעים עם תאגידים בהודו להקמת מיזם ייצור שבבים אנלוגיים בתמיכת הממשל ההודי.**

הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

1. פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: ירון פרידמן
מס'/סוג הרישיון: רישיון ליעוץ בהשקעות שמספרו 6926
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 ויעוץ ישיר ללקוח.

שם: מתן בלומברג
מס'/סוג הרישיון: רישיון יעוץ מספר 9929 מטעם רשות ני"ע.
השכלה: תואר ראשון: כלכלה ומנע"ס, אוניברסיטה פתוחה.
תואר שני (MBA): מנהל עסקים, מכללת נתניה.
ניסיון: החל מ-2009 יועץ השקעות בבנק הפועלים.
מ-2018 אנליסט ביחידת המחקר, בנק הפועלים.

שם: מני כהן
מס'/סוג הרישיון: רישיון ליעוץ בהשקעות שמספרו 9087.
השכלה: תואר ראשון בניהול, האוניברסיטה הפתוחה.
תואר שני מנהל עסקים התמחות במימון, הקריה האקדמית.
ניסיון: משנת 1997 עובד בנק הפועלים.
משנת 2005 יחידת המחקר אגף ני"ע, משנת 2008 כאנליסט.

שם: שי זיגלמן
מס'/סוג הרישיון: רישיון יעוץ מספר 7836 מטעם רשות ני"ע.
כתובת: בנק הפועלים בע"מ, אלנבי 126 תל אביב.
השכלה: תואר ראשון: כלכלה ומנהל עסקים, אוניברסיטת בן-גוריון.
ניסיון: 2007 - 2013 - יועץ השקעות, בנק הפועלים.
מרץ 2013 - אוגוסט 2021 - אנליסט בחדר המסחר, בנק הפועלים.
אוגוסט 2021 - אנליסט ביחידת המחקר, בנק הפועלים.

שם: דוד לוינסון
מס'/סוג הרישיון: 8649
השכלה: M.B.A - מנהל עסקים, התמחות מימון וייזום עסקי, האוניברסיטה העברית בירושלים
M.Sc - גנטיקה מולקולרית, האוניברסיטה העברית בירושלים
B.Sc - ביולוגיה, האוניברסיטה העברית בירושלים
ניסיון: כ - 15 שנים בשוק ההון.

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

2. גילוי נאות מטעם עורכי האנליזה:

אין לעורכי האנליזה ו/או לבני משפחתם (כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשוק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה - 1995) ניגוד עניינים עליהם הם יודעים 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:

- שיטת המכפיל (P/E) ו/או היוון תזרימי מזומנים (DCF) ו/או שיטת השווי הנכסי (NAV).

5. סיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

5.1. טבע

- תחרות חריפה בשוק התרופות שתתבטא בשחיקת מחירי התרופות.
- תחרות לתרופות מרכזיות ואחרות שהזכויות עליהן נמצאות בבעלות החברה.
- קשיים בהחדרת מוצרים חדשים, בדגש על מוצרים אינובטיביים, לשוק.
- סיכונים משפטיים, לרבות תביעות משפטיות.
- רגולציה בתחומים שונים, לרבות ברישוי של תרופות חדשות וגנריות, רפורמות בתחומי הבריאות בשוקי היעד ועוד.
- התמודדות עם חוב גבוה.
- שינויים בשערי חליפין.

5.2. ICL

- שינויים במחירי הסחורות החקלאיות
- האטה משמעותית בצמיחה הכלכלית העולמית
- עליית מחירי חומרי הגלם
- שינוי פתאומי במחירי הדשנים או הברום
- שינוי חד בשערי חליפין ובריביות בעולם
- שינויים רגולטוריים
- שינויי מזג אוויר בשוקי היעד ושינויים בעולם החקלאות
- שינויים הקשורים באיכות הסביבה בים המלח

5.3. מערכת הבנקאות

- סיכון הכרוך במתן אשראי ללווים ובחדלות פרעון של אשראי זה (איכות לווים ובטחונות, ריכוזיות ענפית, ריכוזיות לווים ו/או קבוצת לווים).
- סיכונים השוק אליהם חשוף הבנק במכשירים הפיננסיים השונים הנובעים מרגישותם לשינויים בלתי צפויים בריבית, שערי ני"ע, שיעור אינפלציה ושערי חליפין, כך ששינויים בתנאי השוק עשויים להביא לשינויים בשווי ההוגן של מכשירי פיננסים שונים שבידי הבנק.
- סיכונים נזילות, הנובעים מאי וודאות לגבי זמינות המקורות ויכולת מימוש נכסים בזמן קצוב ובמחיר סביר.
- סיכונים תפעוליים הנובעים מתהליכים פנימיים, אנשים, מערכות וארועים חיצוניים.
- סיכונים אבטחת מידע וחשיפתו.

- סיכון העומד למערכות המידע של החברה.
- סיכונים משפטיים- סיכון להפסד כתוצאה מהעדר האפשרות לאכוף באופן משפטי קיומו של הסכם.
- סיכון מוניטין- הסיכון לפגיעה בתוצאות הבנק כתוצאה מפרסומים שליליים לגביו.
- הנחיות רגולטוריות אשר יפגעו בתוצאות הבנק.
- כשלון בהשגת/ שימור אישורים, רשיונות ומסמכים הקשורים לפעילות החברה.
- סיכון שביכולת מוגבלת להעלות מחירים.
- החרפת התחרות בין הבנקים במגזר הקמעונאי. גלישה למלחמת מחירים "לא שפויה" במסגרת התגברות התחרות בשוקי היעד של החברה.
- הרעה במצב המשק הישראלי ובכלל ולאור הרעה ביטחונית בפרט.

5.4. ענף הנדל"ן המניב

- התייקרות בעלויות המימון.
- האטה כלכלית.
- עודף היצע.
- ירידה בכושר תשלום של השוכרים.
- שינויים בהרגלי הצריכה.
- שינויים רגולטורים.
- החמרה במצב הביטחוני.

5.5. נובה

- תלות במספר מצומצם של לקוחות. צמצום ביטול או דחייה ושל הזמנות מצד אחד הלקוחות המרכזיים צפוי להשפיע לשלילה על התוצאות הפיננסיות של החברה.
- אופי שוק הציוד לחברות המוליכים למחצה מחזורי מאד וחשוף לתנודות חדות בהיקף מכירות ציוד ההון מה שעלול להשפיע על היקף ההזמנות והמכירות של החברה. אופיו המחזורי של ענף המוליכים למחצה מוביל בין השאר לעונתיות בדוחות החברה.
- חוסר יציבות בכלכלה הגלובלית, בעיקר בכלכלות מזרח אסיה, עלול להכביד על הביקושים למוליכים למחצה ולדחות השקעות מצד היצרניות.
- שינויים בשערי החליפין, בעיקר לשער דולר ארה"ב-שקל. היות והכנסות החברה נקובות ב-\$ וכ- 50% מההוצאות ב-ש, פיחות בשער הדולר עלול להשפיע לרעה על התוצאות הפיננסיות של החברה, וכן על מחיר המניה בישראל.
- סיכונים גיאו-פוליטיים. חוסר יציבות צבאית, פוליטית וכלכלית עלולים להשפיע על פעילות החברה שהנהלתה ומפעל הייצור היחיד שלה יושבים בישראל (נס ציונה).
- ענף תחרותי. החברה אמנם פועלת בשוק ריכוזי יחסית אך מתמודדת מול יצרניות ציוד מוליכים למחצה אשר גדולות ממנה ובעלות משאבים רבים יותר. כניסה של מתחרה חדשה למגזרים בהם פועלת החברה תהווה איום נוסף.
- קונסולידציה בענף. ענף ציוד הייצור למוליכים למחצה וכן ענף בקרת התהליכים בו נכללת החברה עברו תהליך קונסולידציה בשנים האחרונות. המשך תהליך זה עלול להחליש את כוחה התחרותי של נובה.
- שינויים טכנולוגיים תכופים הן במוצרים האלקטרוניים והן ברכיבי המוליכים למחצה יוצרים אתגרים גם ליצרניות ציוד המטרולוגיה האופטית, ובכללן נובה, ומצריכים השקעות רבות במחקר ופיתוח.
- שינוי בתמיכה ממוסדות ממשלתיים. החברה משתתפת בתוכניות ממשלתיות במסגרתן החברה מקבלת מענקים והטבות מס. תוכניות אלה אמנם, קובעות מגבלות על יכולת החברה להשתמש בטכנולוגיות שפותחו תחת תוכניות אלה, אך סיומן או צמצומן עלול להעלות את הוצאות החברה.
- שינויי חקיקה, ביניהם חוקי הגילוי נאות על שימוש במינרליים בעייתיים או שינויי חקיקה הנוגעים לזכויות הקניין הרוחני עלולים להערים קשיים על יחסי החברה עם לקוחותיה וביכולתה לשמור על הקניין הרוחני שלה.
- תלות בכמות מצומצמת של ספקים. הפרעות באספקה עלולות לפגוע בפעילות החברה.
- תלות ביצרניות ציוד בקרת התהליכים לשם מכירת והטמעת מערכות המדידה המשולבות.

5.6. טאואר

- ירידה בביקוש למוצרים המכילים רכיבים מוליכים למחצה ו/או במחיריהם (למשל ציוד תקשורת, ציוד רפואי או תעשייתי, מערכות רכב אלקטרוניות, מוצרי צריכה אלקטרוניים וכו'), שעלולה להקטין את הביקוש לשירותי הייצור של החברה.
- ריכוזיות גבוהה של לקוחות. בהתאם, אובדן לקוחות קיימים או צמצום הזמנותיהם ו/או כישלון בגיוס לקוחות חדשים, עלולים להשפיע לרעה על תוצאות החברה.
- שיבושים בפעילות הייצור של החברה אשר עלולים להשפיע על ל"ז הייצור ואספקת הרכיבים, תשואת הייצור, העברת הייצור למפעלים אחרים וכו'.
- שינויים במחזור העסקים של ענף המוליכים למחצה, שנחשב היסטורית כתנודתי.
- שינויים בתנאים המקרו כלכליים, בעיקר באזורים בהם ממוקמים לקוחות החברה.
- אירועים בלתי צפויים כדוגמת אסונות טבע, אירועים גיאו-פוליטיים וכו', שעלולים להשפיע לרעה על פעילות הייצור של החברה ועל היקף הביקושים.
- שינויים בשערי החליפין, בעיקר דולר, ין יפני ושקל ישראלי, עלולים להוסיף חוסר ודאות לתוצאות החברה הנקובות בדולר ארה"ב.
- מיזוגים ורכישות בענפים בהם החברה פועלת אשר עלולים להשפיע על מעמדה התחרותי. החברה מתחרה מול עשרות יצרניות

- עצמאיות (Pure-play) או משולבות (IDM), שחלקן בעלות משאבים רבים יותר או יתרונות תחרותיים שונים.
- קשיים בהשגת הסינרגיות הנדרשות ממיזוגים ורכישות שהחברה ביצעה בשנים האחרונות, ובאלו שהחברה עשויה לבצע בעתיד.
- היקף מימוש או המרה גבוה מהצפוי של ני"ע הניתנים למימוש/המרה למניות, כדוגמת כתבי אופציה, אג"ח להמרה, שטרי הון ואופציות לעובדים, אשר עלול לחוץ כלפי מטה על מחיר המניה.
- חוסר יציבות במצב הגיאוגרפי, כלכלי או הביטחוני בישראל (היות וחלק ממתקני הייצור, מרכז הפיתוח ומשרדי המכירות והנהלה ממוקמים בישראל).
- אי עמידה ברגולציה הנוכחית או החמרת הרגולציה, הקשורה בין השאר למגבלות ייצוא, שמירה על איכות הסביבה, מגבלות על שימוש בחומרים אסורים וכו'.
- חשיפה לתביעות המשפטיות הנוגעות בין השאר, לשמירה על זכויות הקניין, אחריות בגין ייצור רכיבים פגומים, וכו'.

5.7. פרטנר / סלקום / בזק

- החברות מושפעות בצורה משמעותית מהחלטות רגולטוריות שעשויות לפגוע באופן מהותי ברווחיותן.
- תחרות רבה בתחומי הפעילות המרכזיים
- השוק בו פועלות החברות בשינויים טכנולוגיים מהירים, שבהם החברות עלולות לא לעמוד.
- החברות עלולות לאבד ספקים או לקוחות חשובים בהם יש להן תלות.
- החברות עשויה להיות חשופה לתביעות כתוצאה מכשל בשרותיהן או שיבושים בספקטרום התדרים בהם הן עובדות.
- שינויים בסביבה רגולטורית עשויים לגרום לקשיים בפריסת תשתיות ומערך השידור.

5.8. מטריקס / חילן / וואן

- רגישות למצב הפוליטי, הביטחוני והכלכלי בישראל.
- רגישות להיקפי התקציב המושקעים בתחום הטכנולוגיה בישראל, וכן לשינויים בתקציב המדינה.
- רגישות להצלחתם של מהלכי מיזוגים ורכישות.
- רגישות לתחרותיות בתחומי הפעילות של החברה. חלק מפעילות החברה מאופיין בחסמי כניסה נמוכים יחסית.
- רגישות למהלכי התייעלות וחסכון של לקוחות גדולים, ובפרט בענף הפיננסים.
- תחרות על כוח אדם איכותי בתחום התוכנה בישראל.
- סיכונים הנובעים מפעילות החברה בחו"ל (סיכונים מטבע, התפתחויות כלכליות בשוקי היעד, תחרות).
- שינויים טכנולוגיים בתחום ה-IT.
- תלות בזכייה במכרזים ובפרויקטים.
- סיכונים משפטיים.
- סיכונים חשיפה (שערי חליפין, ריביות וכו')

5.9. סאפיינס

- התגברות ההאטה הכלכלית בכלכלות ארה"ב ואירופה עלולה לגרום לחברות הביטוח להקטין השקעות.
- התגברות התחרות בשוק רווי קונסולידציה.
- רווחיות גולמית נמוכה ביחס למתחרות, המשתמשות באופן משמעותי יותר בחברות שירותי IT לצורך הטמעת מערכותיהן ונהנות בשל כך גם מחשיפה גבוהה יותר ללקוחות חדשים.
- יישום בענף בארכיטקטורת Single-Tenant ובמודל רישיונות תוכנה הוא מורכב ויקר יותר לעומת יישום בענף בארכיטקטורת Multi-Tenants ובמודל מנויים כפי שמציעה המתחרה Duck Creek.
- החשיפה המטבעית בהכנסות ובהוצאות יכולה להוות משקולת על ההכנסות והרווחיות.
- קושי שיכול להתעורר בשילוב פעילויות חדשות בעלות רווחיות נמוכה משל סאפיינס.

5.10. ענף קמעונאות המזון

- החרפה במצב הכלכלי, הביטחוני ו/או הפוליטי בישראל.
- החרפה במצב הכלכלי, הביטחוני ו/או הפוליטי במדינות המקור למוצרי היבוא של החברה.
- תנודתיות בשיעור האינפלציה, בשיעורי הריבית ובשערי החליפין.
- מחסור באספקת מוצרים בשל תלות במספר מצומצם של ספקים.
- ירידה במוסר התשלומים של לקוחות החברה.
- כשלון בהשגת אישורים, רישיונות ומסמכים הקשורים למקרקעין עבור מבנים המשמשים את החברה.
- חקיקה הפוגעת בפעילות החברה (דוגמת הגברת פיקוח על מחירים).
- התגברות התחרות בענף, העלולה להביא לקיטון בהכנסות, בנתחי שוק ובשיעורי הרווח.
- סיכון בדבר שווי הנדל"ן שבבעלות החברה.
- סיכון בנוגע לאיכות מוצרים נמכרים ובחבות מוצר בשל כך.
- תשלום פיצויים ללא כיסוי ביטוחי.
- סיכון העומד למערכות המידע של החברה.
- סיכון בנוגע לרמת שכר קיבוצית ו/או שכר מינימום.
- סיכון שבהנפקת תווי קנייה.
- סיכון ברכישת פעילויות נוספות, שידרשו, בין היתר, אישור מאת מערך ההגבלים העיסוקיים וידרשו תשומות ניהוליות.

- הסתגלות מערכי החברה לקצב הצמיחה בו היא נתונה.
- סיכון שבאובדן קניין רוחני ותלות במיתוג.
- סיכון שבאובדן הכשר הכשרות.
- סיכון שביכולת מוגבלת להעלות מחירים.

5.11. או.פי.סי אנרגיה

- שינויים בתעריפי רשות החשמל.
- כשל באספקת דלקים.
- תלות בספקים בודדים (מאגרי הגז "תמר" ו"כריש-תנין").
- תלות בספקי תשתית (בעיקר מערכת הולכת החשמל הארצית של חח"י וצנתת הגז של נתג"ז).
- שינויים רגולטוריים, בדגש על שינויים במשק החשמל בישראל.
- מגבלות רגולטוריות הקשורות בחוק הריכוזיות.
- סיכונים הכרוכים באיכות הסביבה ובטיחות.
- לחברה מקורות ייצור הכנסה בודדים (תחנות הכוח). כשל באחת התחנות יפגע משמעותית מאוד בפעילות החברה.
- חשיפה למספר לקוחות מהותיים.
- חשיפה למצב המשק הישראלי.
- שינוי ריבית ואינפלציה, והשפעתן על הוצאות המימון של החברה.
- כניסה של גורמי תחרות נוספים, בעיקר דרך רכישת תחנות הכוח שנמכרות על ידי חח"י.
- חשיפה לתנודות חדות במחירי החשמל והדלקים בארה"ב ושינוי רגולציה בארה"ב.
- השפעות שערי חליפין הן על מחירי הדלקים בישראל, והן על שווי הפעילות בארה"ב בתרגום לשקלים.

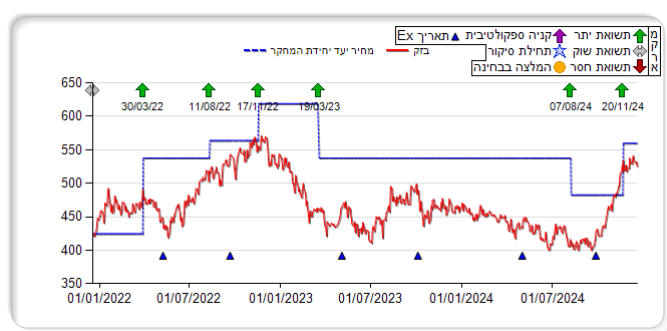
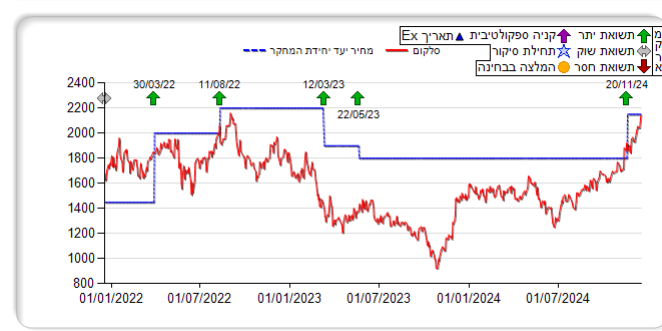
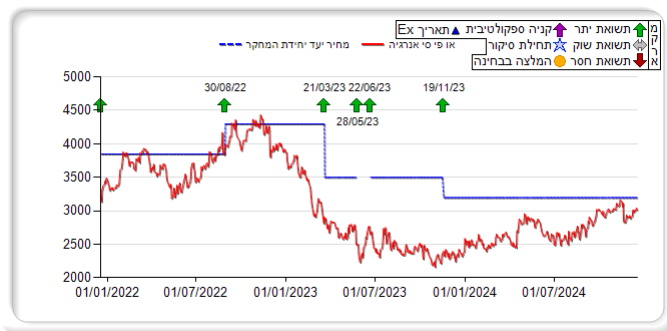
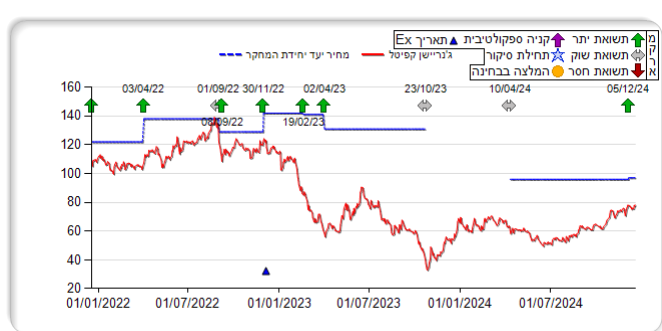
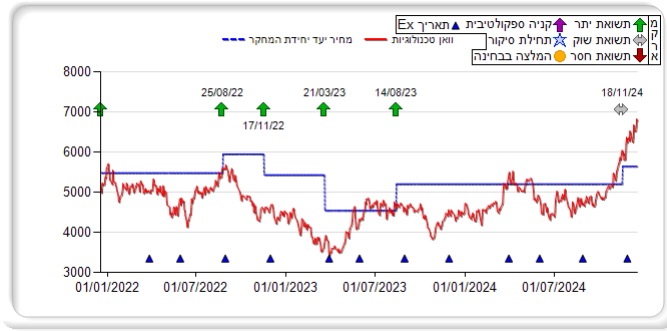
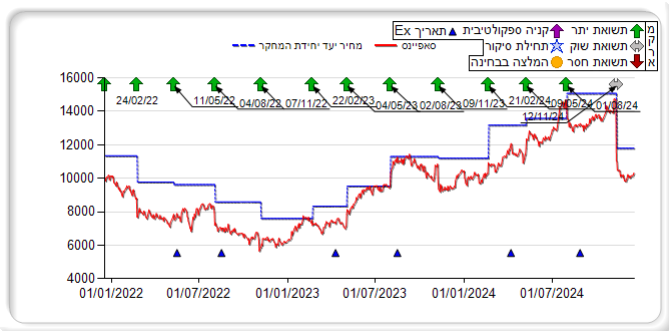
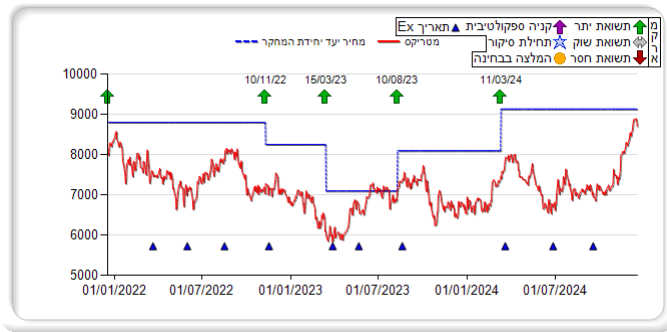
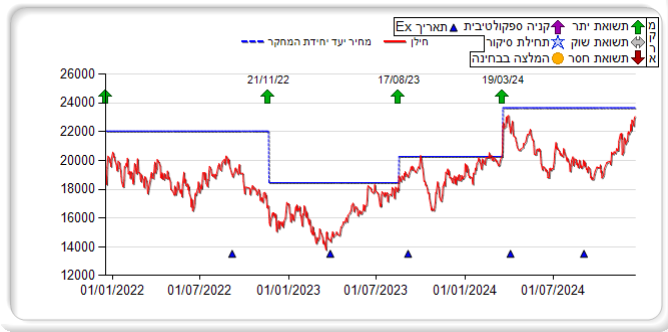
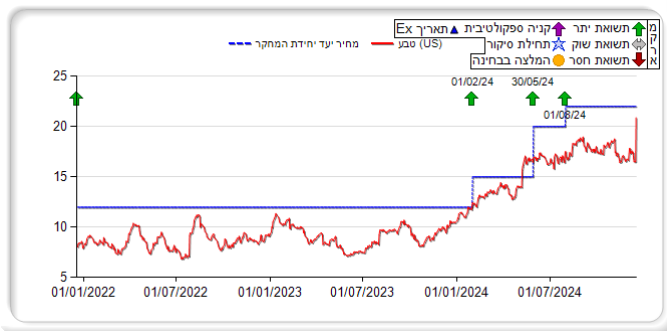
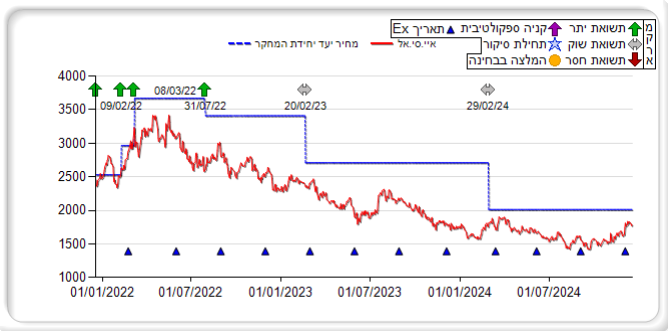
5.12. ג'נריישן קפיטל

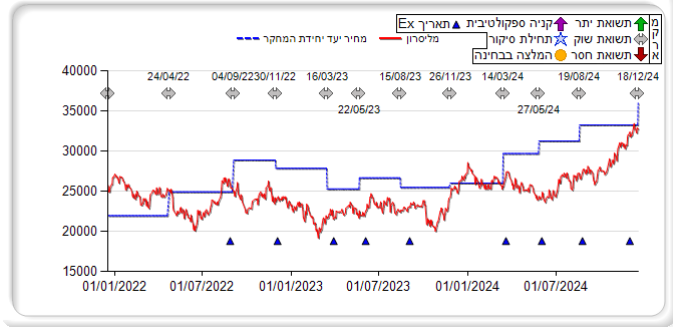
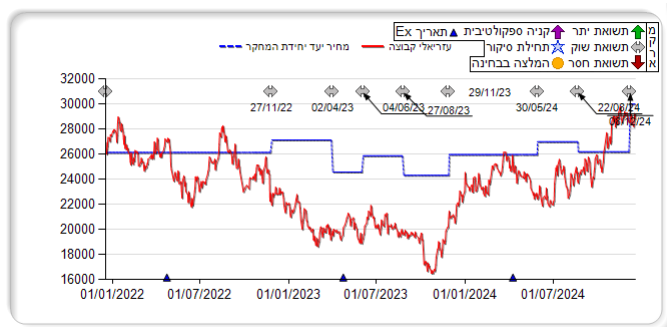
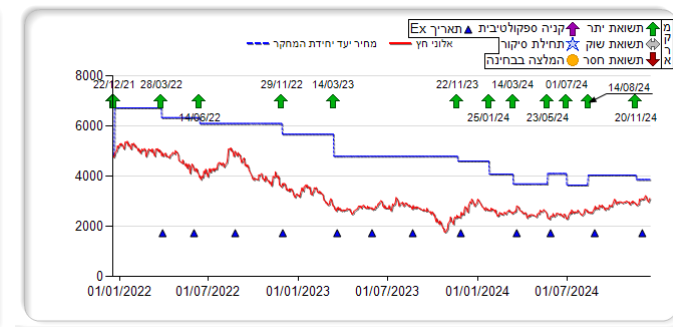
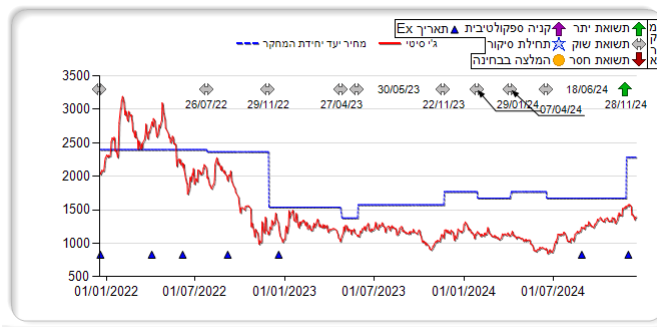
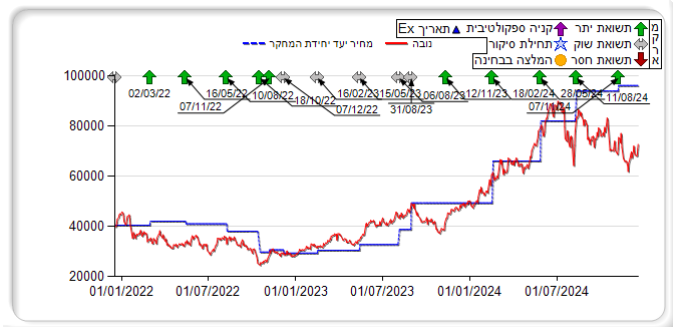
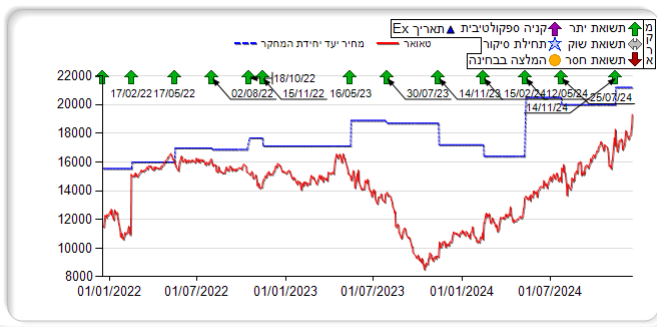
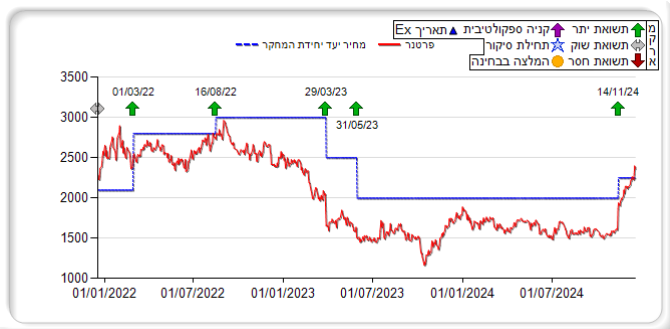
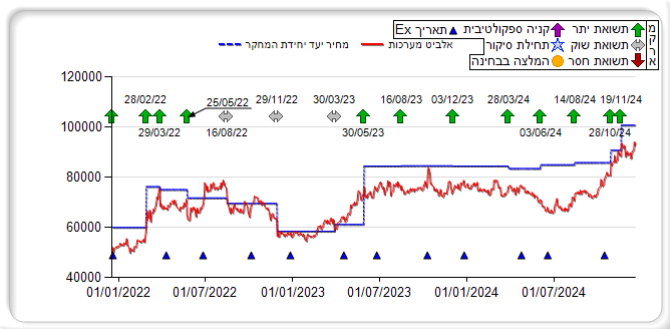
- חשיפה למצב המשק הישראלי.
- חשיפה לשינויים באינפלציה, ריבית ובשערי החליפין של השקל מול הטבעות השונים.
- רגישות להצלחתם של מהלכי רכש.
- חשיפה לשינויים בשוק ההון, בשל נהג החברה לממן את פעילותה באמצעות הנפקות חוב והון.
- רגישות להיקפי התקציב המושקעים בתחום התשתיות בישראל, וכן לשינויים בתקציב המדינה.
- חשיפה לשינויים רגולטוריים – פעילות החברה מרוכזת בתחומים בהם מעורבת הרגולטור גבוהה מאוד, ולכן שינויים במדיניות הרגולטור עלולה להשפיע באופן משמעותי על פעילות החברות המוחזקות.
- תלות באנשי מפתח – השקעות החברה מבוצעות על ידי חברת הניהול וראשיה.
- סיכונים פרטניים לחברות המוחזקות בענפים השונים:
- **תחבורה:** תלות במחירי הדלק, מחסור בנהגים, כפיפות למדיניות הרגולטור (משרדי התחבורה והאוצר), זכיה ואי חידוש של מכרזים.
- **אנרגיה:** שינויים בסביבה הרגולטורית, תלות בתנאי מזג האוויר בתחנות כוח סולאריות, תלות בפרסום מכסות ותעריפי חשמל, תלות בקבלת אישורים והיתרים, מגבלות ביכולת ההולכה ברשתות החשמל, עלות וזמינות חומרי גלם ודלק (גז טבעי בתחנות קונבנציונליות), תחרות, בעיקר בתחום האנרגיה המתחדשת, כשל בצידוד קריטי.
- **חלוקת גז טבעי:** שינויים בתעריפי החיבור והחלוקה, תלות במחירי הגז הטבעי והשפעתם על העדפות השימוש על ידי הלקוחות, חדירה לשווקים חדשים (השוק הביתי) ולקוחות חדשים.
- **תחום המים, השפכים והסביבה:** השפעות סביבתיות, ירידה בביקוש למים מותפלים ולמים מושבים, שינוי מחירים של חומרים ממוחזרים, כימיקלים וכו', תלות במחירי האנרגיה, מכרזים עתידיים, סיכוני הקמה בפרויקטים חדשים, סיכוני הפעלה ותקלות במתקנים קיימים.

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

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רשיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק הפועלים פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זה ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968. פטור זה ניתן לבנק הפועלים משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין יעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק הפועלים, מורכבת מהפרדה אירגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רשיון המכין את עבודת האנליזה, כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

7. גרף מניות החברות המצוינות בסקירה זו ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.





8. הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו ככוכים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס

על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והיחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.

9. הצהרות האנליסטים:

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

ירון פרידמן

אני, מני כהן, בעל רשיון יעוץ שמספרו 9087, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מני כהן

אני, מתן בלומברג, בעל רישיון יעוץ שמספרו 9929, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מתן בלומברג

אני, דוד לוינסון, בעל רשיון יעוץ שמספרו 8649, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

דוד לוינסון

אני, שי זיגלמן, בעל רישיון יעוץ שמספרו 7836, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

שי זיגלמן

אין לעורכי האנליזה ו/או לבני משפחתם (כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995) ניגוד עניינים עליהם הם יודעים בעת פרסום עבודת האנליזה.

יחידת המחקר – האגף יעוץ ומחקר, בנק הפועלים: רח' אלנבי 126, תל אביב 6581805; טלפון: 03-567-5269; פקס: 03-567-6340;

דואר אלקטרוני: research.unit@poalim.co.il; אתר האינטרנט של בנק הפועלים (בעברית, אנגלית ושפות נוספות): www.bankhapoalim.co.il

הערת אזהרה (Disclaimer):

© כל הזכויות שמורות לבנק הפועלים. מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימושו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והיחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.