

אלקטרה נדל"ן – עדכון הערכת השווי - יישום לראשונה של תקני IFRS

19 באפריל 2006

אנליסטית:  
לאה ברמן

המלצה  
"קניה"

מחיר יעד  
85.2

מחיר קודם  
77.3

מחיר נוכחי (ש"ח)  
75.02

שווי שוק (מ ש"ח)  
1,940

גבוה/נמוך  
12 חוד (ש"ח)  
65.94-78.51

מחזור יומי ממוצע  
(אלפי ש"ח)  
2,822

הון עצמי (מ ש"ח)  
1,216

כמות "צפה"  
(מ מניות)  
3.85

מס מניות  
בסיסי (מ)  
25.0

**גורמי סיכון:**

עליית ריבית  
בארצות הפעילות

מיתון בשוק הנדל"ן

פועלים סהר  
מחלקת המחקר  
מגדל לוינסטיין  
דרך מנחם בגין 23  
תל-אביב 66184  
טל: 7101500

	Q1/06	Q2/06	Q3/06	Q4/06	2005	2006	מיליוני ₪
הכנסות	124.7	167.7	161.3	212.3	380.2	666.0	
רווח נקי	47.4	89.6	65.9	85.3	152.5	288.3	
%	38%	53.4%	40.8%	40.2%	40.1%	43.3%	
FFO					61.9	90.4	
%					40.6%	31.4%	
תזרים מפעילות שוטפת					58.1	62.8	
הון עצמי ע"ס IFRS					825	1,216	
הון עצמי / מאזן					28.6%	23.2%	

**סיכום שנת 2006**

שנת 2006 הייתה שנה של צמיחה מואצת בפעילות החברה כתוצאה מהשקעות פיננסיות מסיביות ברכישת נכסים מניבים. בכל שנת 2006 היה חלקה של אלקטרה נדל"ן בעסקאות לרכישת נכסים מעל 2 מיליארד ₪. מסע הרכישות המואץ, נמשך גם בשנת 2007, כאשר מתחילת שנת 2007 ועד היום השקיעה החברה ברכישת נכסים מניבים סכום כולל של למעלה מ- 2.5 מיליארד ₪. (כאשר מצבת הנכסים המוערכים לפי השווי ההוגן ליום 31/12/06 מסתכמת בכ- 6.5 מיליארד ש"ח, כולל חברות כלולות).

תוצאות הרכישות הנ"ל, באו לידי ביטוי באופן ישיר בדו"חות רווח והפסד של החברה, כאשר הכנסות מדמי שכירות צמחו באופן רציף מידי רבעון בשנת 2006, ובהשוואה לשנת 2005, חלה עלייה של כ- 37.6%.

	Q1/06	Q2/06	Q3/06	Q4/06	2005	2006	הכנסות במיליוני ₪
דמי שכירות ודמי ניהול	64.0	68.3	75.5	94.9	220.1	302.8	
רווח משערך השקעות ונכסים מניבים	47.7	44.0	48.3	82.2	96.2	222.2	
חלק החברה ברוחי כלולות- נטו	13.0	56.6	37.4	30.6	63.1	137.7	
רווח ממימוש השקעות ונכסים מניבים	-	(1.3)	-	4.7	0.8	3.3	
סה"כ הכנסות	124.7	167.7	161.3	212.3	380.2	666.0	

תהליך ההשקעה הפיננסית ברכישת נכסים מניבים, הנו תהליך פשוט בעיקרו ונסמך על המרווח שמתקבל בין עלות המקורות לבין דמי השכירות המתקבלים מהנכס, דהיינו התשואה על ההשקעה. ההון העצמי הנדרש לרכישות אלו, הנו נמוך יחסית ונע סביב 15%-20% משווי הנכס הנרכש, כאשר יתרת הסכום מגויסת מבנקים בחו"ל בהלוואות non-recourse.

בשנה האחרונה היינו עדים לתהליך מתמשך של ירידת תשואות ומכאן ירידה במרווחים (במידה ואין ירידה מקבילה בשיעורי הריבית על ההלוואות שאותן החברה לוקחת). ירידת התשואות פועלת לשני הכיוונים כאשר מחד מצבת הנכסים הקיימת מקבלת ערכי שוק גבוהים יותר שכן התזרים משכ"ד מהון בשיעורי היוון נמוכים יותר, ומנגד מקשה הדבר על רכישת נכסים חדשים לנוכח הצמצום במרווחים. הצמצום במרווחים מביא לעלייה בפרמיית הסיכון, בייחוד במצב של כניסה למיתון בענף הנדל"ן ומכאן לירידה בשוויים הכלכלי המוערך של הנכסים המניבים.

חשוב לציין כי סה"כ התחייבויות לזמן ארוך של החברה (לא כולל חברות כלולות), מסתכמות בכ- 3.2 מיליארד ₪, כאשר סך של כ- 2.4 מ' ₪ מתוכן, הן הלוואות לזמן ארוך למימון הנכסים המניבים, בריביות שונות בהתאם למדינות בהן פועלת החברה. ייתרת הלוואות ז"א מורכבות מהלוואות שניתנו מאלקטרה חברת האם בסך של כ- 100 מ' ₪, ואגרות חוב שהונפקו בשנתיים האחרונות בשוק ההון בסכום כולל של כ- 515 מ' ₪ בריבית אפקטיבית בטווח שבין 5.11%-5.73%.

המימון שגייסה אלקטרה נדל"ן בשנתיים האחרונות משוק ההון באמצעות אגרות החוב, משמש את החברה בעיקר כהון עצמי הדרוש לרכישת הנכסים, ומאחר ומדובר בנכסים מאוד ממונפים אזי התשואה על ההון העצמי גבוהה במיוחד (20%-50%).

מדינה	מטבע	ריבית על הלוואות ב-%
ארה"ב	דולר ארה"ב	6.17-5.26
אנגליה	לירה שטרלינג	7.29-6.33
קנדה	דולר קנדי	7.6-5.14
גרמניה	יורו	5.5-4.5
שוויץ	פרנק שוויצרי	4.8-2.4

מצבת הלוואות שהנה ברובה הגדול בריבית קבועה ל- 5-7 שנים, מבטיחה לחברה מרווח יציב לשנים הקרובות.

לאור ירידת המרווחים חלון ההזדמנויות הולך ומצטמצם וקשה יותר לבצע רכישות המגלמות רווחי הון משמעותיים שכן התשואות ירדו בצורה ניכרת. למרות זאת, יתרונה היחסי של אלקטרה נדל"ן בא לידי ביטוי בפרמטרים המפורטים להלן:

- מקורות כספיים זמינים תודות לגיוסים האחרונים שביצעה החברה. נכון ל- 31/12/06, לחברה מזומנים ושווי מזומנים בסכום כולל של כ- 350 מ' ש"ח, המאפשרות למנף רכישות בסדרי גודל ניכרים כאשר רוב הרכישות מתבצעות במימון בנקאי של כ- 90% כך שההון העצמי הנדרש נמוך.
- שותפים חזקים בארצות בהן היא פועלת המביאים לחברה עסקאות שלא תמיד זמינות בשוק ומושגות על ידי קשרים ומעורבות חזקה בשוק הנדל"ן באותה מדינה, מה שמאפשר עדיין סגירת עסקאות במחירים סבירים.
- כניסה לשווקים וענפים חדשים כגון תחום המלונאות במערב אירופה וכן הכניסה האסטרטגית להודו בשיתוף עם קבוצת נכסים ובניין.
- רכישת נכסים בתשואות נמוכות יחסית והעלאת התשואה על ההשקעה דרך עלייה בשכ"ד. העלייה בשכ"ד מושג דרך עדכון החוזים ו/או מנגנוני העלאת שכ"ד עליו חתום השוכר, וכן דרך עלייה בשיעורי התפוסה בנכס ומכאן בשכ"ד הכולל.
- החברה עשויה לבצע עסקאות עם מרווחים נמוכים של 1%-1.5% במידה וקיים מנגנון של עלייה בשכ"ד שיגדיל את התשואה ומכאן גם את המרווח העתידי. ההון העצמי הנדרש הנו נמוך יחסית ולרוב עד 20% מעלות הרכישה, כאשר הדגש של החברה הנו על ה-IRR (שיעור התשואה הפנימי על ההון המושקע). ממוצע ה-IRR שהשגה החברה ממימושים בשנים האחרונות עומד על כ- 50% כאשר ההערכות שלנו הן כי ה-IRR במימושים עתידיים ירד לרמות ממוצעות של 20%.
- החברה משכירה את נכסיה לחברות בינלאומיות המדרגות בדירוג גבוה לטווחים ארוכים ללא אפשרות יציאה. מכאן החברה מקטינה את הסיכון ומבטיחה לעצמה תזרים קבוע, כאשר התזרים הנובע מהפער בין שכ"ד המתקבל לבין הוצאות המימון ברביות קבועות, אינו אמור להיפגע משמעותית בתקופות של שפל בענף.

## עדכון הערכת השווי בעקבות ה- IFRS

בדו"חות השנתיים של 2006, החברה אימצה לראשונה את תקן חשבונאות מספר 29, דהיינו אימוץ תקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS). התקן קובע כי ישויות הכפופות לחוק ניירות ערך, יערכו את הדו"חות הכספיים בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים המתפרסמים ע"י ה- IASB. (THE INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD).

### **ההשפעה העיקרית של אימוץ כללי ה- IFRS הנה על הצגת נכסי הנדל"ן להשקעה של החברה.**

נכסי הנדל"ן להשקעה של החברה מוצגים על פי שוויים ההוגן ("FAIR VALUE"), נטו לאחר השפעת המס, וזאת בניגוד לאופן ההצגה טרם ועד האימוץ לפיה הצגת נכסים להשקעה נעשתה על פי עלות מופחתת. השפעת השערוך למועד האימוץ לראשונה (תאריך הבסיס – 1/1/05), נזקפה ליתרת עודפים במסגרת ההון העצמי, ואילו שערוכים לאחר מועד האימוץ לראשונה נזקפו וייזקפו לדו"ח רווח והפסד.

אימוץ התקן הנ"ל הביא לכך שבעקבות הרישום של נכסי הנדל"ן להשקעה של החברה לפי שוויים ההוגן, גדל ההון העצמי של החברה ל- 1.2 מיליארד ₪ (לעומת סך של 640 מ' ₪ לפני אימוץ התקן ברבעון השלישי של 06). הגידול בהון העצמי תרם לעלייה באיתנות הפיננסית של החברה כאשר הון עצמי למאזן נכון ל- 31/12/06 הנו 23.2% בהשוואה להון עצמי למאזן בשיעור של 15% ברבעון השלישי של 2006.

דו"חות הרווח והפסד הבאים של החברה, יהיו יותר יציבים מבחינת התוצאות הכספיות מאחר וכל הנכסים שוערכו כבר לשווי הוגן (למעט הנכסים שנרכשו לאחר תאריך המאזן שלהערכתנו ישוערכו לשווי הוגן במהלך שנת 2007), ויציגו עלייה עקבית בהכנסות משכ"ד וב- FFO לאור המשך רכישת הנכסים המסיבית של החברה בחודשים האחרונים ובעתיד.

להערכתנו לא צפויים רווחי הון משמעותיים מההשקעות הפיננסיות בעתיד כפי שהיה בשנים האחרונות לאור ירידת המרווחים, אולם החברה תמשיך להשביח את מצבת הנכסים שברשותה ו/או לממש במחירים מעל לשווי ההוגן, כאשר הפרש יזקף לדו"ח רווח והפסד שוטף.

### עדכון הערכת השווי לפי השווי ההוגן

להערכתנו, אימוץ התקן בחברות נדל"ן מניב כגון אלקטרה נדל"ן, תורם רבות לשקיפות עסקי החברה, כאשר נכסי הנדל"ן המניב מוערכים על ידי מעריכים מקצועיים על מנת לקבוע את שוויים ההוגן. בבדיקה של ההערכות שפורסמו לגבי מספר נכסי נדל"ן מובילים, ההתרשמות הנה כי מדובר בהערכות מקצועיות המתבצעות על ידי גופי ייעוץ מובילים כדוגמת חברת DTZ. ההערכה כוללת פירוט נרחב של נתוני מאקרו ומיקרו כלכלה בסביבה העסקית של הנכס וכן תחשיב מדויק של הערכת השווי תוך הרצה של מס' תרחישים אפשריים.

מבדיקה שערכנו, ההערכות השמאיות תואמות את מתודולגיית ההערכה שבה אנו השתמשנו בהערכת השווי, כאשר השטה שננקטה הנה היוון תזרים המזומנים הנובע מההכנסות נטו משכ"ד של כל נכס ונכס ובחירת שיעורי ההיוון המתאימים לנכס השונים. נציין עוד כי השוויים שניתנו על ידי מעריכי השווי החיצוניים אינם חורגים באופן מהותי מן השוויים שהוערכו על ידינו טרם השינוי החשבונאי.

**החלטנו לפיכך להתייחס להערכות השווי החיצוניות כמייצגות נאמנה את השווי ההוגן של נכסי הנדל"ן המניב של החברה.**

הבסיס להערכת השווי הינו ההון העצמי של החברה ששוערך לשווי הוגן לפי כללי ה- IFRS - סך של 1,180 מ' ₪ נכון ל- 31/12/06. לשווי ההון העצמי הוספנו שיערוך של נכסים שנרכשו לקראת סוף שנת 2006 ובתקופה שלאחר 2006 ועד היום ואשר להערכתנו שוויים ההוגן גבוה יותר, וכן פרויקטים לבנייה וזכויות בנייה שאינם משוערכים במסגרת תקני ה- IFRS, אלא עם תום הבנייה ומסירת הנכס לשוכר או לרוכש.

ברבעון הרביעי של שנת 2006 ובעיקר לאחר תאריך המאזן, נרכשו נכסים בעלות של למעלה מ- 2.5 מיליארד ₪. רכישות אלו לא קיבלו ביטוי בשערך לשווי הוגן לאור סגירת המאזן ב- 31/12/06. להלן טבלה המתארת את הרכישות הנ"ל ואת השווי העודף (הנובע מהשווי ההוגן כפי שהוערך על ידינו) אשר יתווסף להערכתנו במהלך שנת 2007 להון העצמי במסגרת שערך לפי שווי הוגן: (חלק החברה בלבד)

שם הנכס	NOI	עלות מופחתת	שווי כלכלי	עודף שווי על עלות
ווינפג קנדה- בניין משרדים	11.4	153.6	174.9	21.3
בניין משרדים וקרע טורונטו	8.55	112.5	131.6	19.1
בניין משרדים במונטריאול	10.08	126.5	155.1	28.6
בניין משרדים בשיקגו	26.4	396.7	406.2	9.4
בניין משרדים בשיקגו	15.12	207.18	232.6	25.4
מלונות מרוט בריטניה	64	875	914.3	39.3
משרדים SAABRUCKEN	23.5	294.7	361.8	67.1
פארק טכנולוגי קלן	17	249.9	261.5	11.6
<b>סה"כ</b>	<b>176</b>	<b>2,416</b>	<b>2,638</b>	<b>222</b>

פרוייקטים לבנייה וזכויות בנייה - במסגרת תקני ה- IFRS, פרוייקטים בהקמה אינם משוערכים לפי שווי הוגן ורשומים לפי עלותם בספרים. הרווח בגינם יוכר רק עם מסירת הפרוייקט לרוכשים. לפיכך יש להוסיף להון העצמי של החברה את הרווחיות הגלומה בפרוייקטים בהקמה ואת השווי העודף מעל לעלות בספרים להוסיף להון העצמי. להלן טבלה המסכמת את השווי העודף בגין פרוייקטים בהקמה:

שם הפרוייקט	שווי כלכלי	סה"כ השקעה/ עלות בספרים	שווי עודף בניכוי מס
פרוייקט אורנים דירות ובית מלון	350	210	100
פרוייקט הרכבת בת"א - משרדים	20.0	13	6.0
איילון ביזנס סנטר יד אליהו זכויות ל- 35,000 מ"ר	7.0	-	6.0
פרוייקט קודאק - בהקמה	101.0	77.0	18.0
פרוייקט זיואל - הקמת מלון	40.0	-	30.0
מכירת דירות - מנהטן			46.0
<b>סה"כ שווי עודף פרוייקטים בהקמה</b>			<b>206</b>

**הערכת שווי NAV של אלקטרה נדל"ן :**

הערות	מ' ש"ח	
	1,180	הון עצמי לפי IFRS
כפי שמופיע בדו"ח הכספי לפי התקינה החדשה		
ראה טבלה מפורטת לעיל	222	שערך לשווי הוגן נכסים שנרכשו לאחר מאזן
ראה טבלה מפורטת לעיל	206	שווי עודף של פרוייקטים לבנייה
אופציות למניות מוצגות לפי שווי הוגן כהתחייבויות במאזן	45.0	התחייבויות בגין אופציות
החברה בצעה הפרשה בעקבות עדכון לשווי הוגן	110	50% מסך מסים נדחים (כולל כלולות)
בגין פרוייקטים עתידיים בתחום היזמות כגון הכניסה להודו	265	פרמיית יזמות 15% משווי הנכסים
	2028	סה"כ שווי כלכלי של החברה

**פרמיית ייזום** - מאחר ושווי הוגן משקף את שווי נכסי החברה "אד הוק" דהינו נכון להיום, כאשר החברה ממשיכה להשקיע ברכישת נכסים מניבים ובפעילות כזם, מה שצפוי להביא בעתיד להמשך גידול בהכנסת משכ"ד ומכאן ב- FFO וברווחיות.

בחודשים האחרונים השקיעה החברה סך של למעלה מ- 2.5 מ' ש"ח ברכישת נכסים חדשים (כך שמצבת הנכסים ברבעון הראשון של 2007 תעמוד על כ- 9 מיליארד ש"ח), מה שיגדיל את ההכנסות נטו מדמי שכירות, וה- FFO המוערך לשנת 2007 יעמוד על כ- 126 מ' ש"ח (לעומת FFO של 90 מ' ש"ח בשנת 06).

**הערכת שווי לפי מכפיל FFO**

מאחר ועיקר עיסוקה של החברה הנו השקעות פיננסיות בנדל"ן מניב בעיקר בתחום המשרדים, אזי ניתן לבצע השוואה זהירה לחברות REIT הנסחרות בקנדה ובארצות הברית. ההבדל העיקרי בא לידי ביטוי בכך שהחברה אינה מחלקת דיבידנדים שהנו המאפיין הדומיננטי ביותר בחברות ה- REIT (המניב למשקיעים תשואת דיבידנד גבוהה מדי שנה), אלא משקיעה את הרווחים חזרה בתוך החברה להמשך פעילות שוטפת על מנת להביא צמיחה גבוהה בעתיד. למרות זאת, ניתן להערכתנו להתבסס על מכפיל ה- FFO הממוצע בארה"ב ובקנדה כאינדיקציה להערכת השווי של אלקטרה נדל"ן לפי שיטת מכפיל ה- FFO.

**להלן טבלת נתונים של חברות OFFICE REIT בארה"ב ובקנדה ומכפילי ה- FFO שלהן:**

סימול החברה	שווי שוק	מכפיל FFO
ממוצע ארה"ב	מ' \$	17.0
OFC	2.1	24.15
CEI	2.06	19.73
EGP	1.2	18.11
FR	1.99	10.77
HIW	2.29	17.1
HRP	2.63	10.46
KRC	2.42	21.32
MPG	1.68	18.29
PKY	0.85	13.05
ממוצע קנדה	מ' \$ קנדי	15.4
AP	0.534	14.03
REF	1.76	15.81
CUF	0.897	15.58
IUR	0.633	16.48
MRT	0.927	15.24
PMZ	1.18	15.21

לאור הנתונים שלעיל ולאור העובדה שהחברה אינה מחלקת דיבידנדים, אנו ניקח מכפיל ממוצע של 15 (בדומה למכפיל בקנדה) על ה- FFO החזוי של החברה לשנת 2007. להערכת החברה ה- FFO החזוי לשנת 2007 הכולל את כל הרכישות שבוצעו עד היום, יסתכם בכ- 126 מ' ש. במכפיל 15 על ה- FFO, מתקבל שווי נכסים מניבים של 1,890 מ' ש, ובתוספת רווח צפוי מנכסים בהקמה בסך של כ- 206 מ' ש אזי השווי נאמד בכ- 2,096 מ' ש. לשווי זה יש להוסיף את המזומנים בקופה (בניכוי ההון העצמי שנדרש לרכישות שבוצעו לאחר תאריך המאזן), בסך של כ-150 מ' ש ומכאן השווי הכלכלי של החברה בשיטת ה- FFO מסתכם בכ- 2,246 מ' ש.

#### לסיכום,

השווי הכלכלי של החברה ייקבע כממוצע בין שתי הערכות השווי שפורטו לעיל, דהיינו שווי כלכלי של 2,137 מ' ש המשקף מחיר כלכלי של 85.2 ש למניה, הגבוה בכ- 13.5% ממחיר המניה הנוכחי בשוק.

להערכתנו תהליך הפיצול של אלקטרה נדל"ן מחברת האם אלקטרה, יתבצע במחצית הראשונה של שנת 2007. במסגרתו יועברו מניות אלקטרה נדל"ן ישירות לאלקו ולציבור, מהלך שיגדיל את כמות המניות "הצפה" בידי הציבור ויעלה את הסחירות במניה.

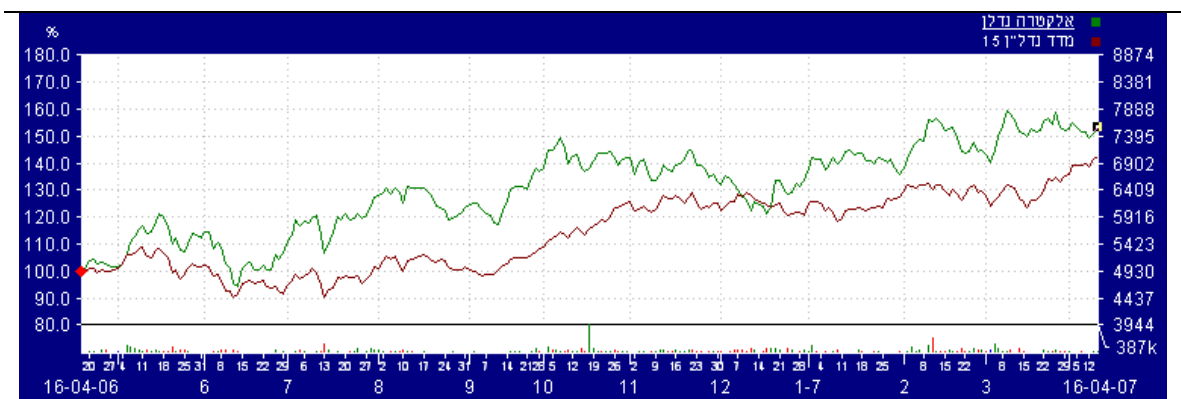
ברצוננו להדגיש כי יש שונות רבה בפעילותן של חברות הנדל"ן הנסחרות בשוק בהתאם לאסטרטגיית ההשקעה שלהן ושווקי היעד בהן הן פועלות ומכאן יש משמעות רבה לתמחור הסיכון הקיים בפעילותה של כל חברה.

להערכתנו, מרכיב הסיכון בפעילותן של חברות הנדל"ן הפך להיות פרמטר משני בעיני המשקיעים בתקופה האחרונה וזאת למרות שחשיבותו עלתה מאוד לאור העובדה שחברות הנדל"ן עוסקות בטווח רחב של פעילויות ובפיזור גיאוגרפי נרחב וכן לאור הגאות המסתמנת בשוקי הנדל"ן העולמי (לעומת התקופה שכל פעילותן הייתה מרוכזת בשוק המקומי).

אנו מעריכים את הסיכון בפעילותה של אלקטרה נדל"ן כבינוני- נמוך (שוכרים בדירוג גבוה לתקופות ארוכות, קבוע מרווחים באמצעות הלוואות בריבית קבועה, מנגנונים של עלייה בשכ"ד, רכישת נכסים במדינות מערביות במרכזי הערים) כאשר החברה נמצאת במגמת צמיחה מתמשכת בפעילותה.

אנו משנים את ההמלצה ל- "קניה" (לעומת "החזק" בעדכון האחרון) במחיר יעד של 85.2 ש למניה.

#### ביצועי המניה



**פרי שחר**

אנליסטית, מנהלת מח' מחקר  
PERIS@SAHAR.CO.IL

**אמיר אביבי**

אנליסט בכיר  
AMIRA@SAHAR.CO.IL

**לאה ברמן**

אנליסטית בכירה  
BERMAN@SAHAR.CO.IL

**איתי מקמל**

אנליסט  
ITAYM@SAHAR.CO.IL

דירוג השקעה: **קניה חזקה** – המניה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** – המניה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** – מחיר המניה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** – המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** – מחיר המניה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** – המניה נסחרת בתמחור חסר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר. אפיון סיכון: גבוה – רמת הסיכון בהשקעה במניה גבוהה מהמוצע בשוק. סיכון שוק – רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה למוצע בשוק. נמוך – הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהמוצע בשוק.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר פועלים סהר בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין פועלים סהר בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוב למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לפועלים סהר בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עמה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עמן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.