

30.03.2017

## עיקרי הדברים

### אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.6%

מדד אפרייל

0.3%

מדד מאי

0.2%

מדד יוני

0%

### ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

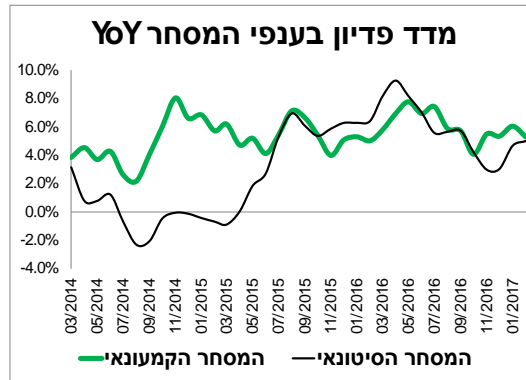
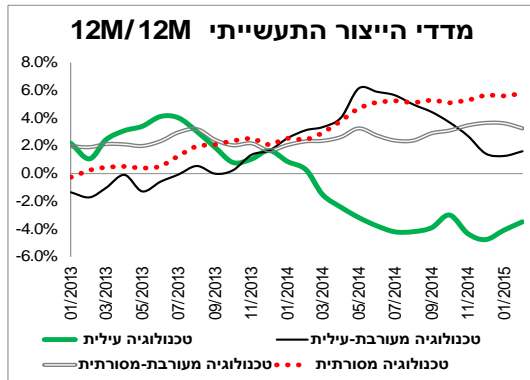
0.25%

- בנק ישראל מצביע בסקר החברות שהמגזר העסקי ממשיך לצמוח בקצב מהיר יחסית ברבעון הראשון.
- האינדיקטורים של הצריכה הפרטית בישראל נותרו יציבים בתחילת השנה ובינתיים לא משקפים האטה, כפי שהניחו התחזיות.
- הייצור התעשייתי משתפר, במיוחד בענפי הטכנולוגיה ברמה נמוכה.
- היצוא התעשייתי אומנם ירד בשלושת החודשים האחרונים, אך המגמה בין הסקטורים הייתה מאוד לא אחידה.
- השווקים לא ממש יודעים עד כמה הצהרות הממשל האמריקאי תמומשה ולכן כמעט לא מתייחסים אליהן. אם וכאשר רפורמת המס תאושר, היא תהיה שונה מאוד מההצעה הראשונית. נראה, שהתהליך לאישורה ייקח זמן רב.
- להערכתנו, חולשה בצריכה הפרטית במשק האמריקאי שנרשמה ברבעון הראשון הנה זמנית. בהמשך השנה היא צפויה להשתפר ולהמשיך להוביל את הצמיחה יחד עם ההשקעות שמראות סימני התאוששות.
- אנו מצפים לאי שינוי בריבית ה-FED השבוע ולעוד שתי העלאות ריבית השנה.
- האינפלציה באירופה עלתה. יציאה מה-QE צפויה עוד השנה. הריבית צפויה לעלות בשנת 2018 לרמה אפסית, אך לא הרבה מעבר לכך גם בהמשך.
- השפעת ההתפתחות הטכנולוגית המואצת באה לידי ביטוי לא רק בהובלת חברות הטכנולוגיה מבחינת שווי השוק וביצועי המניות, אלא גם בפגיעה בסקטור המסחר והנדל"ן המסחרי.

## מאקרו ישראל.

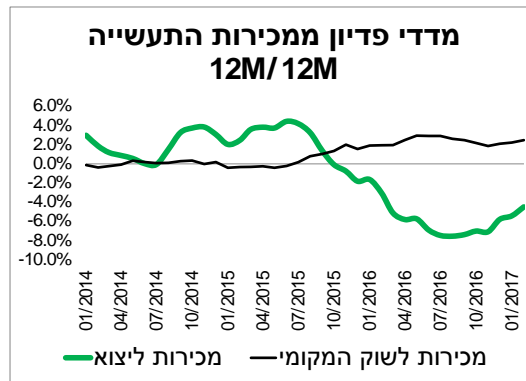
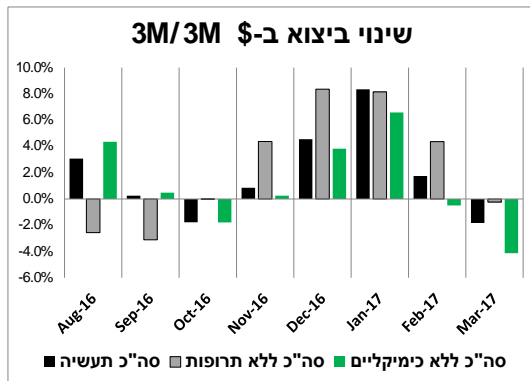
### קצב הצמיחה במשק לא ירד בתחילת 2017

סקר החברות של בנק ישראל לרבעון הראשון של 2017 הצביע על המשך קצב הצמיחה המהיר יחסית של המגזר העסקי. גם האינדיקטורים השוטפים ממשיכים להצביע על מגמה חיובית.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

מדד פדיון בענפי המסחר, שמבוסס על נתוני המע"מ, צומח בקצב שנתי יחסית יציב של כ-5% בחודשיים הראשונים של השנה ולא משקף בינתיים היחלשות בצריכה הפרטית, כפי שמניחות תחזיות הצמיחה לשנת 2017 שלנו ובשיעור עוד יותר חד של בנק ישראל. המגמות בייצור התעשייתי שונות בין ענף לענף. מדדי הייצור התעשייתי בענפי הטכנולוגיה המסורתית והמעורבת-מסורתית צמחו בקצב גבוה ואף עולה. לעומתם, קצב הצמיחה בענפי טכנולוגיה מעורבת עילית ירד ובענפי טכנולוגיה עילית היה שלילי.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

היצוא התעשייתי ירד בשלושת החודשים האחרונים, אך המגמה בין הענפים הייתה מאוד לא אחידה. נרשמה עלייה חדה ביצוא הרכיבים האלקטרוניים, כלי התחבורה והכימיקלים. לעומת זאת, יצוא המחשבים, הציוד האלקטרוני והתרופות ירד בחדות.

**שורה תחתונה:** למעט גורמים חריגים (רכבים), המשק ממשיך לצמוח בתחילת שנת 2017 בקצב דומה לשנה האחרונה, תוך המשך צמיחה יחסית גבוהה בצריכה הפרטית. ניכרים ביקושים חזקים יחסית לשוק המקומי והתאוששות הדרגתית במכירות ליצוא של התעשייה.

## מאקרו עולם.

### למבול הכותרות המייצרת הפוליטיקה האמריקאית יש מעט השפעה על השווקים

ההצעה לרפורמה במס שנכתבה על דף אחד אחרי 100 ימים של הכנות מאז הבחירות ועוד חודשיים לפני הבחירות, לא ממש ניתנת לניתוח מעמיק בשלב זה בגלל היעדר פרטים. אפשר להגיד כמעט בוודאות שאם הרפורמה תאושר בסוף היא תהיה שונה מאוד מההצעה הראשונית. כמו כן, אם הדף שהוצג באמת משקף התקדמות בעבודת המטה על פרטי הרפורמה, אפשר גם להניח שייקח זמן רב עד שהיא תאושר.

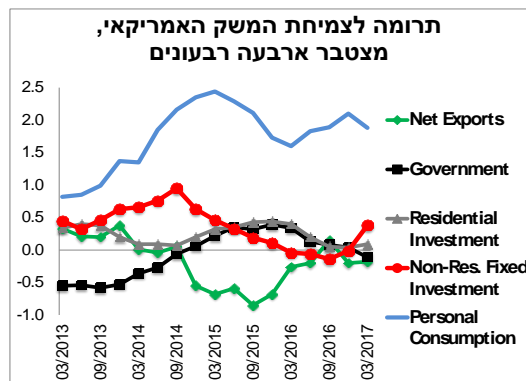
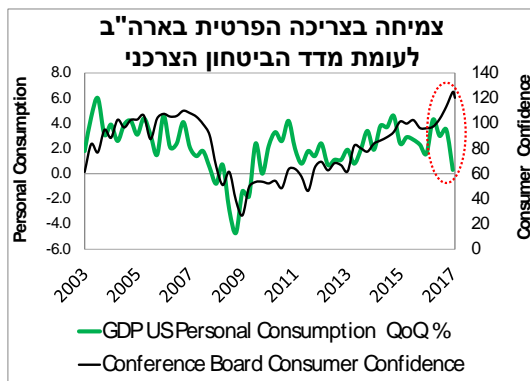
לרפורמה במערכת המס יכולות להיות שלוש מטרות עיקריות: פישוט מערכת המס, הגברת הצמיחה והקטנת החוב הממשלתי.

- ✓ ההצעה אכן נראית כמפשטת מערכת המס אבל זה אולי רק בגלל שהיא חסרת פרטים.
- ✓ ספק אם ההצעה שהונחה תגביר את הצמיחה, מכיוון שהיא מגדילה בצורה חדה את החוב הממשלתי, מה שיגרור התייקרות עלויות המימון ופגיעה בצמיחה.
- ✓ ההצעה, כפי שהוצגה, תגדיל את החוב הממשלתי שעומד היום על כ-14 טריליון דולר בכ-3-7 טריליון דולר במשך העשור, על פי הערכות של הגופים המתמחים בניתוחים מסוג זה.

**שורה תחתונה: השווקים לא ממש יודעים עד כמה הצהרות הממשל תמומשה במציאות ולכן כמעט לא מתייחסים אליהן. אם וכאשר הרפורמה תאושר בסוף, היא תהיה שונה מאוד מההצעה הראשונית. נראה, שהתהליך נמצא ממש בראשיתו וייקח זמן רב לאשר את הרפורמה.**

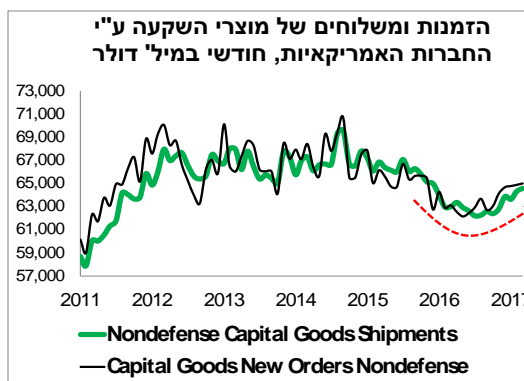
נתוני הצמיחה במשק האמריקאי אכזבו, אך נראה שאינם משקפים את המגמה, במיוחד בצריכה האומדן הראשוני לצמיחת המשק האמריקאי ברבעון הראשון עמד על 0.7%, נמוך מהציפיות ונמוך משמעותית מהצמיחה הרבעונית הממוצעת בחמש השנים האחרונות שעמדה על 2%.

יחד עם זאת, צריכים לקחת בחשבון שהממוצע של הרבעונים הראשונים עמד על 1% בלבד, לא רחוק מהנתון השנה. בנוסף, נראה שהירידה בקצב הצמיחה של הצריכה הפרטית ל-0.3% לעומת 3.5% ברבעון הרביעי 2016 מקרית ואינה משקפת את המגמה במשק. קשה לחשוב על הסיבה לצמיחה כל כך נמוכה בצריכה הפרטית שראינו לאחרונה רק בשנת 2009. הסנטימנט הצרכני נמצא ברמה גבוהה מאוד והיה מתאים לצמיחה הרבה יותר גבוהה. שוק העבודה מתפקד טוב מאוד, כך שלהערכתנו נתוני הצריכה הפרטית ישתפרו ברבעונים הבאים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

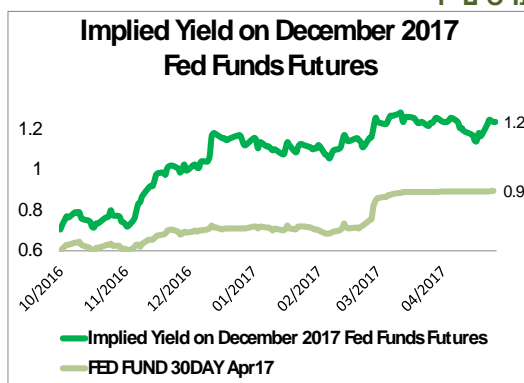
להבדיל מהחולשה בצריכה הפרטית, ההשקעות במשק האמריקאי מתאוששות אם נתוני הצריכה הפרטית הפתיעו לרעה, ההשקעות בנכסים קבועים עלו בקצב הגבוה ביותר מאז הרבעון הרביעי 2013 בשיעור של 9.3%. תרומת ההשקעות לצמיחה עלתה משמעותית.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

ה-FED לא צפוי בשלב זה להתחשב ברפורמה במס ובנתוני הצמיחה החריגים לרבעון הראשון השבוע צפויה החלטת הריבית של ה-FED. הריבית כמעט בוודאות תישאר ללא שינוי ותשומת הלב של השווקים תתרכז בנוסח ההודעה. אנחנו מניחים שהבנק לא יטיל משקל כבד לא על הרפורמה במס בשלב זה ולא על נתוני הצמיחה החריגים לרבעון הראשון. בינתיים, הערכת ריבית ה-FED לסוף השנה שמגולמת בחוזים עלתה מעט ומגלמת ריבית גבוהה בכ-0.35% בסוף השנה לעומת היום. הערכה זו משקפת עוד "אחת וחצי" העלאות ריבית. אנחנו מצפים שיהיו עוד שתי העלאות ריבית השנה.

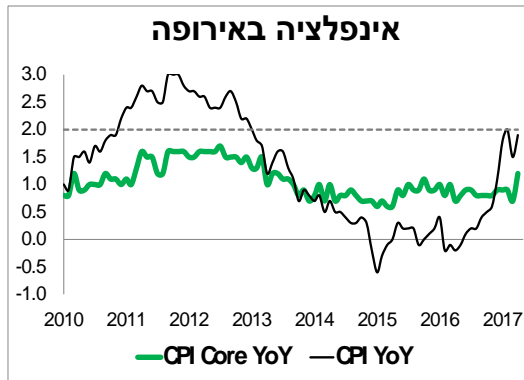
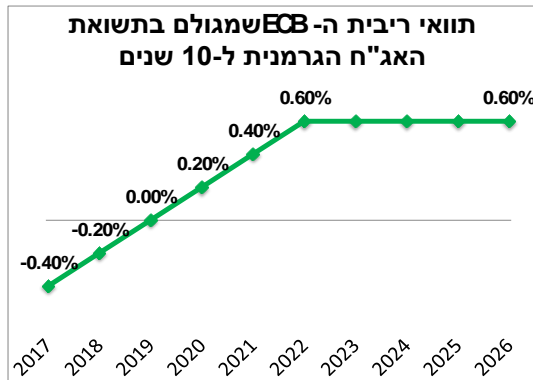
### תרשים 1



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: להערכתנו, חולשה בצריכה הפרטית במשק האמריקאי שנרשמה ברבעון הראשון הנה זמנית. בהמשך השנה הצריכה הפרטית צפויה להשתפר ולהמשיך להוביל את הצמיחה יחד עם ההשקעות שמראות סימני התאוששות. אנו מעריכים שיהיו עוד שתי העלאות ריבית ה-FED השנה.

עליית האינפלציה באירופה מקרבת יציאה מה-QE, אך עליית הריבית תהיה מאוחרת ומוגבלת מדד המחירים לחודש מרץ באירופה הפתיע ועלה לקצב שנתי של 1.9%, לעומת 1.5% בחודש הקודם. מדד הליבה עלה לקצב של 1.2%, הגבוה ביותר מאז 2013.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

החוזים על הריבית באירופה מתמחרים כעת שהריבית תתחיל לעלות בעוד כשנה. תשואת האג"ח של גרמניה ל-10 שנים משקפת עליית הריבית פעם בשנה במנות של 0.2% עד להגעתה לרמה של 0.6% והישארות שם.

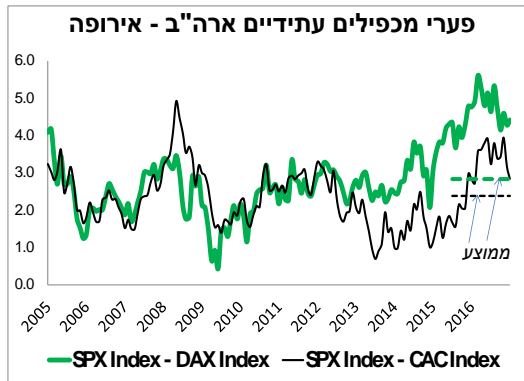
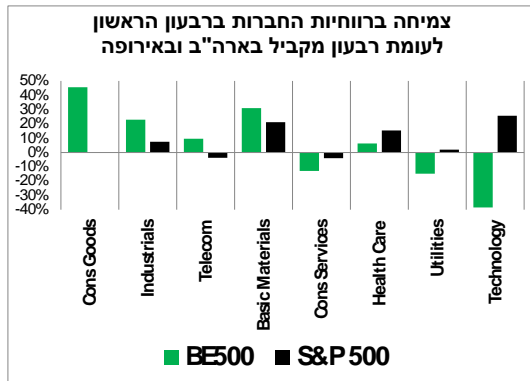
האם זה תרחיש מציאותי?

בארה"ב התפרסם לאחרונה מחקר ע"י כלכלני ה-FED שאחד הממצאים המרכזיים שלו היה שבעתיד ריבית ה-FED תתקשה להתרחק מהרמה האפסית ותעמוד סביב רמה זו בכ-30%-40% מהזמן. בגלל הקושי לרדת מתחת לריבית האפסית, נפגעת יכולת הבנקים המרכזיים להעלות את האינפלציה והצמיחה, מה שיחזק היצמדות לריבית האפסית לאורך זמן רב יותר. עקב עומס החובות בגוש האירופאי והצמיחה הנמוכה באירופה, ל-ECB יש סיכוי גבוה להיות בסביבות ריבית אפס יותר זמן מה-FED. לכן, הוא לא ימהר כל כך להיפרד מהריבית האפסית. הריבית בשנת 2018 צפויה לעלות ממינוס 0.4% ל-0.0%.

**שורה תחתונה: יציאה מה-QE באירופה צפויה עוד השנה. הריבית צפויה בשנת 2018 לעלות לרמה אפסית, אך לא הרבה מעבר לכך.**

## שווקים.

**ירידה בסיכון, תמחור עדיף וזרימת ההשקעות מגבירים אטרקטיביות בשוק האירופאי** אחרי הסבב הראשון של הבחירות בצרפת, הסיכונים הפוליטיים באירופה פחתו משמעותית לעומת גודלם בתחילת השנה. עובדה זו באה לידי ביטוי מייד בזרימת הכספים לשוק המניות האירופאי. אנחנו ממשיכים להמליץ על חשיפה במשקל יתר לשוק האירופאי. המניות באירופה נראות אטרקטיביות בהשוואה לארה"ב כאשר פערי המכפילים העתידיים בין מדד S&P 500 לבין המדדים המובילים באירופה עדיין גבוהים מהמוצע ההיסטורי. על פי התוצאות החלקיות של הדוחות הכספיים של החברות לרבעון הראשון, בענפי מוצרי הצריכה, התעשייה, הטלקום, והחומרים צמיחה ברווחיות החברות האירופאיות הייתה עד כה גבוהה יותר מאשר בארה"ב.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: הסיכון באירופה ירד, המצב הכלכלי ממשיך להשתפר, התמחור עדיף על פני ארה"ב והכספים צפויים לזרום לשוק האירופאי.

המהפכה הטכנולוגית גורמת לשינוי גדול במניות החברות בענפים הכי מסורתיים השפעת המהפכה הטכנולוגית מורגשת חזק גם בכלכלה וגם בשוק המניות. חברות הטכנולוגיה כבשו בהדרגה את רשימת חמשת החברות הגדולות מבחינת שווי השוק במדד S&P500, אחרי שלפני שש שנים רק אחת הייתה בחמישייה הפותחת ולפני עשור רק מייקרוסופט הייתה בין עשרת החברות הגדולות, כפי שניתן לראות בטבלה מטה:

החברות הגדולות ביותר במדד S&P 500 לפי שווי השוק, מסומנות חברות הטכנולוגיה			
2017	2014	2011	2006
1 Apple	1 Apple	1 Exxon Mobil	1 Exxon Mobil
2 Alphabet	2 Exxon Mobil	2 Apple	2 General Electric
3 Microsoft	3 Microsoft	3 Petro China	3 Microsoft
4 Amazon	4 Berkshire Hathaway	4 Royal Dutch Shell	4 Citigroup
5 Facebook	5 Google	5 ICBC	5 Gazprom
6 Berkshire Hathaway	6 Petro China	6 Microsoft	6 ICBC
7 Exxon Mobil	7 J&J	7 IBM	7 Toyota
8 J&J	8 Wells Fargo	8 Chevron	8 Bank of America
9 JPMorgan Chase	9 Wal-Mart	9 Wal-Mart	9 Royal Dutch Shell
10 Wells Fargo	10 ICBC	10 China Mobil	10 BP

מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

ביטוי נוסף של השתלטות הטכנולוגיה על שוק המניות ניתן למצוא בטבלה מטה שמציגה את הביצועים של התת-סקטורים הטובים ביותר במדד בין השנים 2010-2017. בשנת 2010 לא היה אף תת סקטור ששייך לענפי הטכנולוגיה בעשירייה המובילה. עם השנים התת-סקטורים של הטכנולוגיה שיפרו בהדרגה את הביצועים עד שב-12 החודשים האחרונים כל חמשת המקומות המובילים נתפסו ע"י התת-סקטורים של הטכנולוגיה.

**תת-סקטורים במדד S&P 500 שהציגו את הביצועים הטובים ביותר, מסומנים סקטורים של הטכנולוגיה**

Last 12 Month		2014		2012		2010	
S&P 500 SEMICNDCTR EQUIP	80%	S&P 500 HOME ENTRTMT SFW	105%	S&P 500 HOUSHLD APPL IDX	114%	S&P 500 Cons Mach&HvyTrk	69%
S&P 500 COMP&ELECT IDX	58%	S&P 500 AIRLINES INDEX	95%	S&P 500 HOMEBUILDING IDX	103%	S&P 500 AUTO RETAIL IX	68%
S&P 500 HOME ENTRTMT SFW	52%	S&P 500 ALUMINUM INDEX	49%	S&P 500 WIRELESS SER IDX	81%	S&P 500 AUTOMBL MANF IDX	68%
S&P 500 INTERNET RET IDX	52%	S&P 500 SEMICNDCTR EQUIP	41%	S&P 500 OIL&GAS REF MKT	80%	S&P 500 HOTELS INDEX	52%
S&P 500 TechHWSt&Per	48%	S&P 500 TechHWSt&Per	40%	S&P 500 BUILDING PCT IDX	59%	S&P 500 Real Estate Svc	51%
S&P 500 INVST BNK & BRKG	43%	S&P 500 HR & Employ Svc	39%	S&P 500 HLTH CR FACL IDX	58%	S&P 500 DIV MTL&MIN IDX	51%
S&P 500 Electronic Comp	41%	S&P 500 AUTO RETAIL IX	38%	S&P 500 OTHR DV FN SC IX	55%	S&P 500 RESIDENT REITS	48%
S&P 500 CASINO & GAMING IX	39%	S&P 500 RESIDENT REITS	38%	S&P 500 Cable & Satell	45%	S&P 500 TRAD C&DIST IDX	44%
S&P 500 Divers Supp Svc	38%	S&P 500 HLTH CR FACL IDX	37%	S&P 500 Broadcasting IDX	45%	S&P 500 OIL&GAS REF MKT	41%
S&P 500 REGIONAL BANKS	36%	S&P 500 Divers Supp Svc	34%	S&P 500 HOME IMP RTL IDX	45%	S&P 500 AUTP & EQUIP IDX	40%

מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

גם אם קיימות כנראה הפרזות בתמחור חלק מחברות הטכנולוגיה, הביטוי לכך שלא מדובר בבוטות ההיי-טק החדשה בלבד שמתנפחת רק בבורסה בלי השפעה גדולה על הכלכלה הריאלית ניתן למצוא דווקא בתחתית טבלת הביצועים של המניות ב-12 החודשים האחרונים. כמעט כל התת-סקטורים הנמצאים בתחתית מייצגים חברות המסחר הקמעונאי לסוגיו השונים, החל מהחנויות כל בו, התרופות, הרהיטים הבגדים וכו', כפי שרואים בטבלה למטה. ענקי המסחר האלקטרוני בראשות אמזון, שהגדילה פי-5 את המכירות בצפון אמריקה בין השנים 2010 ל-2016, מרעידים ענף הקמעונאות והענפים הקשורים אליו.

**Biggest Revenue Change 12M, Mil. \$**

Amazon.com Inc	30,385
UnitedHealth Group Inc	28,361
CVS Health Corp	24,236
Centene Corp	19,944
Cardinal Health Inc	19,905
AT&T Inc	16,864
Alphabet Inc	16,044
General Motors Co	14,356
Walgreens Boots Alliance Inc	13,756
Chubb Ltd	12,733

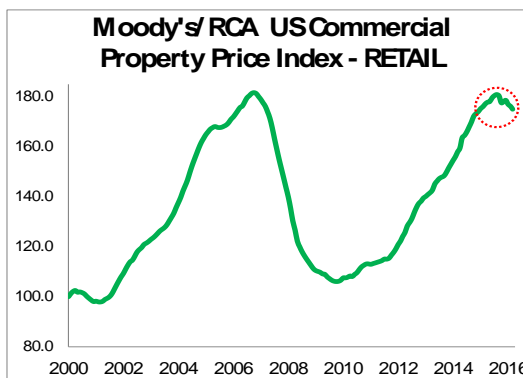
**Worst Performing Last 12 Month**

S&P 500 LEISURE PRDIT IDX	-7.82%
S&P 500 FOOD RETAIL INDX	-8.10%
S&P 500 DRUG RETAIL IDX	-8.59%
S&P 500 HLTH CR DIST IDX	-9.83%
S&P 500 RETAIL REITS IDX	-17.87%
S&P 500 PERSONAL PRD IX	-18.46%
S&P 500 GEN MERCH ST IDX	-19.02%
S&P 500 DEPT STORES IDX	-19.48%
S&P 500 HOME FURN RETAIL	-19.67%
S&P 500 APRL & ACCES IDX	-20.91%

מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

הרכישות באינטרנט הפכו לקלות מאוד מבחינת ביצוע תשלומים, החזרת המוצרים שנרכשו, יכולת התאמה למידות וטעמים האישיים של הקונים מול המחשב והטלפון.

ביטוי נוסף לתופעה ניתן למצוא בירידה במחירי השכירות של שטחי המסחר בשנה האחרונה, תופעה שבעבר הייתה מתרחשת רק בתקופות משבר. המגמות המתפתחות כבר חוללו שינוי עמוק בשוק המניות, אך פחות נגעו לשוק החוב, כולל חברות הנדל"ן מניב.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

מעל 10 שנים	10-6	5-2	עד 2 שנים	
<b>אג"ח ממשלתיות</b>				
+				• שקליות
	+	+		• צמודות
				• ריבית משתנה
<b>אג"ח קונצרניות</b>				
		+		• דירוג AA- ומעלה
				• דירוג A+/A
	-	-	-	• דירוג A- ומטה
<p>סימן +/- מייצג תשואת עודף/חסר ביחס למדד. לגבי אג"ח ממשלתיות המדד להשוואה הוא מדד אג"ח ממשלתי. לגבי אג"ח קונצרניות המדד להשוואה הוא מדד אג"ח קונצרניות כללי.</p>				



## פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'ינסקי, ת.ז. 304456437.  
מרחוב ששת הימים 30, בני ברק  
בעל רישיון משווק השקעות מספר 5411  
השכלה - כלכלן  
תואר ראשון בכלכלה וניהול – טכניון, חיפה.  
תואר שני במנהל עסקים, – אוניברסיטת חיפה.  
ניסיון תעסוקתי – 2010 ואילך: כלכלן ראשי- מיטב דש השקעות  
2002-2009: אנליסט – בנק לאומי לישראל

## פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה

מיטב דש ברוקראז' בע"מ.  
מרחוב ששת הימים 30, בני ברק. טלפון 03-7903784; פקס: 03-7903818

## גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

למכין האנליזה לא ידוע על ניגוד עניינים במועד פרסום האנליזה.

## גילוי נאות מטעם מיטב דש ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

ניתוח זו נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר מיטב דש ברוקראז' בע"מ ומיטב דש השקעות בע"מ (לשעבר: דש איפקס הולדינגס בע"מ) מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לבירור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. המידע המופיע בסקירה זו אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע פוטנציאלי ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. המידע, הפרטים והניתוח המפורטים, לרבות הדעות המובאות, בסקירה זו, עשויים להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. סקירה זו היא על דעת הכותבים בלבד ומשקפת את הבנתם ליום כתיבתה. סקירה זו אינה מהווה תחליף, בשום צורה שהיא, ליעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם. מיטב דש ברוקראז' בע"מ וחברות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, בעלי מניותיה, עובדיהם ו/או מי מטעמם לא יהיו אחראים, בכל צורה שהיא, לכל נזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בסקירה זו, ככל שייגרם כזה, וכן הם אינם יכולים לערוב ו/או להיות אחראים למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בסקירה זו. מיטב דש ברוקראז', הנמנית על קבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, מבהירה כי היא וחברות אחרות בקבוצה עוסקות, במישרין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, לרבות החברה האם מיטב דש השקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות אחרות בקבוצה, בין היתר, במתן שירותי ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות פנסיה, חיתום ובנקאות השקעות וכתוצאה מכך, למיטב דש ברוקראז', ולחברות אחיות וחברות אחרות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ ו/או לבעלי עניין למי מבין החברות המפורטות דלעיל ולקוחותיהם, עשוי להיות עניין בניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנכללים בסקירה זו, ככל שמפורטים כאלה, מעת לעת, לפני פרסום הסקירה, בזמן פרסומה ולאחר פרסומה. מיטב דש ברוקראז' בע"מ אינה מתחייבת ואין בסקירה זו משום התחייבות להשגת תשואה כלשהי או רווח כלשהו כתוצאה מכל סוג של פעולה בהתאם לאמור בסקירה זו.

סקירה זו הינה רכוש הבלעדי של מיטב דש ברוקראז' בע"מ ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדוח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.

1. מיטב דש השקעות בע"מ ו/או תאגיד קשור לה ניהול הנפקה פרטית / הצעה של ניירות ערך של התאגיד הנסקר במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום הסקירה דלעיל.
2. מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה קיבלו מהתאגיד הנסקר תמורה מהותית בגין מתן שירותים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של הסקירה דלעיל.
3. מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה צפויים לקבל תמורה בהיקף מהותי מהתאגיד הנסקר לאחר פרסום הסקירה דלעיל.
4. בעל שליטה בתאגיד הנסקר הינו בעל עניין במיטב דש השקעות בע"מ ו/או חברה קשורה לה.
5. במועד פרסום אנליזה זו, בעל השליטה בתאגיד המורשה מחזיק החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
6. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה, או למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור לו החזיקו החזקה מהותית, כהגדרתה בחוזר רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007, בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.

## עצמאות שיקול הדעת

אני, אלכס זבז'ינסקי, בעל רישיון מספר 5411, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

30/04/2017

תאריך פרסום האנליזה