

עלון ייעוץ כלכלי

בעריכת רו"ח שלומי ברטוב, מנכ"ל פאהן קנה יועצים בע"מ

Specialist Advisory Services

פאהן קנה יועצים בע"מ
מגדל לוינסטין
דרך מנחם בגין 23
תל-אביב 66184

טל' 03-7111690
פקס' 03-7111691
www.gtfk.co.il

יישום השווי ההוגן לפי תקני החשבונאות הבינלאומיים, ה-IFRS

עלון מס' 2, פברואר 2008

סוגיות ביישום השווי ההוגן - הריבית להיוון

יישום שיטת השווי ההוגן להערכת נכסים והתחייבויות פיננסים לא סחירים של המשקיעים המוסדיים, הייתה חלוצה ביישום השווי ההוגן בארץ. המודל שיושם לצורך הערכת השווי ההוגן הוא מודל היוון תזרימי המזומנים. המודל אימץ את גישת ה- **Zero Coupon** כאשר המשמעות הינה כי כל תזרים ותזרים מהוון בשיעור היוון בהתאם לזמן שנותר עד לפדיון התזרים ובהתאם לרמת הסיכון שלו.

השיטה מיושמת כיום בכל קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח הפועלות בארץ.

יישום השווי ההוגן במסגרת התקינה החשבונאית הבינלאומית משמעו אימוץ הגישה שתוארה לעיל אשר לפיה, בתהליך קביעת שווים ההוגן של נכסים בלתי סחירים ונכסים בלתי מוחשיים כגון נכסים כלכליים, אופציות מוענקות וכיוצ"ב, יש למדוד את גובה הריבית חסרת הסיכון בהתבסס על שיטת ה-Zero coupon המתחשבת בשינוי שחל בשיעור הריבית על פני ציר הזמן. שיטה זאת מחליפה את קודמתה- שיטת "התשואה הממוצעת לפדיון" המתבססת על שיעור קבוע של הריבית לכל אורך התקופה בהתאם לתשואה הממוצעת.

לקהל לקוחותינו וידידנו, שלום רב.

הננו שמחים להגיש לעיונכם עלון חדש של משרדנו אשר יוקדש לעדכונים מקצועיים ולחידושים בתחומי הייעוץ הכלכלי והעסקי.

בגיליון זה בחרנו בגיליון זה בחרנו להתמקד בכלים ליישום השווי ההוגן לפי תקני החשבונאות הבינלאומיים, ה-IFRS.

עיקרון השווי ההוגן הפך להיות העיקרון הבסיסי בהערכת נכסים והתחייבויות פיננסים. החל משנת 2008 חלים התקנים החשבונאיים הבינלאומיים IFRS על דיווחי חברות בישראל, כאשר אחד העקרונות המרכזיים ב- IFRS הינו עקרון השווי ההוגן (Fair Value). בדוחות הכספיים של שנת 2008 על החברות להציג מספרי השוואה לשנת 2007 על בסיס ה- IFRS.

אחד הקשיים ביישום תקני ה- IFRS הינו הערכת השווי ההוגן של נכסים והתחייבויות פיננסים. בגיליון זה נסקור בקצרה את הדרישות השונות ליישום השווי ההוגן ונציג כלים ודוגמאות פרקטיות ליישום.

נשמח להשיב על שאלותיכם בנושא זה ובכל נושא בתחומי הייעוץ הכלכלי והעסקי.

את שאלותיכם ניתן לשלוח בדואר אלקטרוני לכתובת **Shlomib@fk-consulting.co.il** או לפקס 03-7111691.

**בברכה,
רו"ח שלומי ברטוב**

עלון זה מופץ לרשימת לקוחותינו וידידנו. במידה ואינך מעוניין לקבלו או ברצונך לשלוחו לגורם נוסף, נשמח להיענות לבקשותיך באמצעות מספר הפקס המצוין בראש העמוד או באמצעות כתובת הדוא"ל gtnews@fk-consulting.co.il.
לפי בקשת הקוראים, מופץ העלון בעיקר באמצעות דואר אלקטרוני. במידה ואינך מקבלו באופן זה והנך מעוניין בכך, אנא פנה אלינו באמצעות כתובת הדוא"ל המצוינת לעיל. נשמח להיענות לבקשתך.
- עלון זה נועד למסירת מידע בלבד ואין לראות בו חוות דעת או ייעוץ מקצועי -

מסווגים כ - (א) הלוואות וחייבים, (ב) השקעות המוחזקות לפדיון או (ג) נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד.

- הישות יכולה לסווג כל נכס או התחייבות לקבוצה של נכסים או התחייבויות בשווי הוגן דרך רווח והפסד אם הוא מוחזק למכירה (כהגדרת מושג זה בתקן), נגזר (למעט נגזר שהוא חוזה ערבות פיננסית או מכשיר מגדר מיועד ואפקטיבי) או שבעת ההכרה הראשונית הוא מיועד על ידי הישות כשווי הוגן דרך רווח או הפסד.

אופן המדידה

התקן מציין כי העדות הטובה ביותר לשווי ההוגן של המכשיר הפיננסי היא מחירו בשוק פעיל. ואולם, אם אין שוק פעיל למכשיר הפיננסי, שווי ההוגן של המכשיר ייקבע באמצעות שיטות תמחור שונות, הכוללות שימוש בנתוני עסקאות שוק עדכניות, התייחסות לשווי הוגן שוטף של מכשירים אחרים הזוהים במהותם למכשיר המתומחר, **שיטות היוון תזרימי מזומנים ומודלים לתמחור אופציות**. על טכניקת ההערכה שנבחרה לעשות שימוש מרבי בנתוני שוק ולהתבסס מעט ככל שניתן על נתונים הספציפיים לישות. התקן מונה פרמטרים שצריכים, כולם או חלקם, לקבל ביטוי בשווי ההוגן של המכשיר הפיננסי הנאמד.

א. **ערך הזמן של הכסף (משמע, ריבית בשיעור בסיסי או חסר סיכון)**. התקן מציין כי ניתן, בדרך כלל, לגזור שיעורי ריבית בסיסיים ממחירי אגרות חוב ממשלתיות הניתנים לצפייה. שיעורים אלה משתנים, בדרך כלל, **לאורך עקום תשואה של שיעורי ריבית** לגבי תקופות זמן שונות, בהתאם למועדים הצפויים לקבלת תזרימי המזומנים

שצפויים לנבוע מהמכשיר. **(ראה לדוגמה גרף עקום תשואה Zero Coupon באפיק הממשלתי הצמוד מדד)**

ב. **סיכון האשראי**. התקן מציין כי ניתן לגזור את ההשפעה של סיכון אשראי על השווי ההוגן (משמע, הפרמיה מעל שיעור הריבית הבסיסי המשקפת סיכון אשראי) **ממחירי שוק ניתנים לצפייה של מכשירים נסחרים בעלי איכות אשראי שונה או משיעורי ריבית**

הדרישה ליישום שווי הוגן במסגרת התקנים החשבונאיים הבינלאומיים

תקן חשבונאות בינלאומי IAS 39 Financial Instruments Recognition and Measurement

תחולה

חברות ישראליות המדווחות בהתאם לתקינה בינלאומית (או עוברות אליה).

תוקף

החל ממועד המעבר לתקינה בינלאומית (בדרך כלל 1 בינואר 2008)

עיקרי התקן

התקן דן בנושאים של הכרה, מדידה וגריעה של נכסים והתחייבויות פיננסיות בספרי הישות. התקן קובע, בין השאר, כי בעת **ההכרה הראשונית** כל הנכסים הפיננסיים יירשמו בשווי הוגן ואם מדובר בנכס שלא יירשם כ"נכס בשווי הוגן דרך רווח והפסד" - גם בניכוי עלויות עסקה. **לאחר ההכרה הראשונית** כל נכס פיננסי יסווג לאחת מהקבוצות המוגדרות בתקן.

סיווג הנכסים

- נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח והפסד - כשמה של הקבוצה, נכסים אלה יוכרו בכל תאריך המאזן בשווי הוגן וההפרשים יזקפו לרווח והפסד. כל נגזר ייכלל בקבוצה זו, אלא אם הוא חוזה ערבות פיננסית או מכשיר מגדר מיועד ואפקטיבי.
- השקעות המוחזקות לפדיון - נכסים פיננסיים לא-נגזרים, בעלי תשלומים קבועים או ניתנים לקביעה ובעלי מועד פדיון קבוע, שלישות יש כוונה מפורשת ויכולת להחזיקם עד למועד הפדיון.
- הלוואות וחייבים (Loans and Receivables) - נכסים פיננסיים לא-נגזרים, בעלי תשלומים קבועים או ניתנים לקביעה, שאינם מצוטטים בשוק פעיל ימדדו בעלות מופחתת.
- נכסים פיננסיים זמינים למכירה - (סעיף סל) נכסים פיננסיים לא-נגזרים המיועדים כזמינים למכירה או שאינם

הדוגמא הבאה ממחישה את יישום חישוב השווי ההוגן לפי IAS 39 לכנס לא סחיר:

ניח שחברה מחזיקה באג"ח לא סחיר צמוד מדד מדורג AA, ריבית נקובה 5.75%, אשר הונפק ביום 13.8.2001 לתקופה של 9 שנים. הריבית משתלמת חצי שנתית והקרן נפרעת בחמישה תשלומים שנתיים שווים החל מתום השנה החמישית.

עפ"י התקן, נכס פיננסי יסווג לאחת מארבע הקבוצות שהוזכרו לעיל. בהנחה שנכס זה מוחזק למסחר, הרי שהוא יכלל במסגרת קבוצת נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח והפסד.

לפיכך, יש לבצע חישוב שווי הוגן לאג"ח כבר בדוחות הכספיים ליום ה- 31.12.2007 לצורך הצגת מספרי השוואה לשנת 2008.

עפ"י התקן כאשר המכשיר הפיננסי המוערך אינו נסחר בשוק פעיל, קביעת השווי ההוגן מתבצעת ע"י שימוש בטכניקות הערכת שווי כמו למשל ערך נוכחי של תזרימי המזומנים בהתבסס על עקום Zero Coupon.

חישוב השווי ההוגן יתבצע ע"י פריסת תשלומי אגרת החוב לפי תאריך צפוי של התקבול, והיוון כל תקבול ותקבול בשיעור היוון המשקף הן את ערך הזמן של הכסף (משמע ריבית בשיעור חסר סיכון) והן את סיכון האשראי (משמע המרווח מעל שיעור הריבית חסר הסיכון).

להלן חישוב השווי ההוגן של האג"ח שתוארה לעיל ליום 31.12.2007:

| מספר תשלום | תאריך תשלום | אחוז פדיון | קופון | סה"כ תזרים | זמן לפדיון | שיעור היוון | ערך נוכחי תזרים נומינלי | ערך נוכחי |
|------------------------------|-------------|------------|-------|------------|------------|-------------|-------------------------|-----------|
| 1 | 13/02/2008 | 33.333 | 2.88 | 2.88 | 0.12 | 1.56 | 2.87 | 2.87 |
| 2 | 13/08/2008 | 33.333 | 2.88 | 36.21 | 0.62 | 1.87 | 35.80 | 35.80 |
| 3 | 13/02/2009 | 33.333 | 2.88 | 36.21 | 1.12 | 2.41 | 33.68 | 33.68 |
| 4 | 13/08/2009 | 33.333 | 2.88 | 36.25 | 1.62 | 2.85 | 31.26 | 31.26 |
| 5 | 14/02/2010 | 33.333 | 2.88 | 34.29 | 2.13 | 3.41 | 106.36 | 106.36 |
| 6 | 13/08/2010 | 33.333 | 2.88 | 34.29 | 2.62 | 3.60 | 118.61 | 118.61 |
| סה"כ ערך נוכחי תזרים נומינלי | | | | | | | 113.95 | |
| סה"כ שווי הוגן | | | | | | | | |
| עלת מתואמת | | | | | | | | |

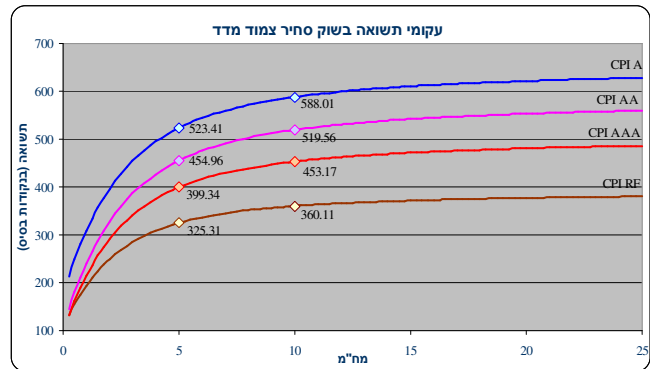
* שיעורי ההיוון סופקו באדיבות חברת שערי ריבית

ניתן לראות כי הערך הנוכחי של כל תזרים ותזרים הוון בשיעור היוון שונה בהתאם לזמן שנותר עד לפדיונו ובהתאם לסיכון האג"ח, דהיינו לדירוג AA. שיעורי ההיוון מתבססים על עקומת Zero Coupon המתאימה לדירוג

ניתנים לצפייה הנגבים על הלוואות בעלות דירוגי אשראי שונים.

ואולם ייצור עצמי של נתונים אלה יכול להוות קושי מהותי בשביל הישות שמחליטה למדד באופן עצמאי. למרות שייתכן ולא קיים קושי רב למצוא מכשירים בעלי רמת סיכון דומה, קיים קושי למצוא מכשירים סחירים אשר גם בעלי רמת סיכון דומה וגם בעלי תקופה דומה לפדיון. יתרה מזו, נכון יותר יהיה להשתמש בשיעורי היוון שונים לכל אחד ממועדי התשלומים, מה שגורר שימוש בנתוני Zero Coupon, דהיינו שימוש בעקומי תשואה על בסיס Zero Coupon לדירוגי האשראי השונים על בסיס נתוני השוק הסחיר.

להלן דוגמא לעקומי Zero Coupon באפיק הממשלתי והקונצרני הצמוד מדד הנאמדים על סמך נתוני השוק הסחיר:



מקור: חברת שערי ריבית בע"מ

להלן דוגמא למטריצת ריביות חלקית באפיק הצמוד מדד הנגזרת מעקומי התשואה על בסיס ה - Zero Coupon:

| Week | to | Corp cpi-linked Yields | | | | | | | | | |
|----------|----------|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|--|--|
| Maturity | RF (Gov) | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ | A | A- | BBB+ | | |
| 0.25 | 1.31 | 1.31 | 1.45 | 1.45 | 1.45 | 1.85 | 2.13 | 3.31 | 5.38 | | |
| 0.5 | 1.54 | 1.62 | 1.76 | 1.80 | 1.80 | 2.21 | 2.49 | 3.66 | 5.73 | | |
| 0.75 | 1.75 | 1.90 | 2.04 | 2.12 | 2.12 | 2.52 | 2.80 | 3.98 | 6.05 | | |
| 1 | 1.93 | 2.14 | 2.29 | 2.40 | 2.40 | 2.80 | 3.08 | 4.25 | 6.33 | | |
| 1.25 | 2.10 | 2.37 | 2.51 | 2.65 | 2.65 | 3.06 | 3.34 | 4.52 | 6.59 | | |
| 1.5 | 2.24 | 2.66 | 2.72 | 2.88 | 2.88 | 3.29 | 3.57 | 4.75 | 6.81 | | |
| 1.75 | 2.37 | 2.74 | 2.90 | 3.09 | 3.09 | 3.49 | 3.77 | 4.95 | 7.02 | | |
| 2 | 2.49 | 2.90 | 3.06 | 3.28 | 3.28 | 3.68 | 3.96 | 5.14 | 7.21 | | |

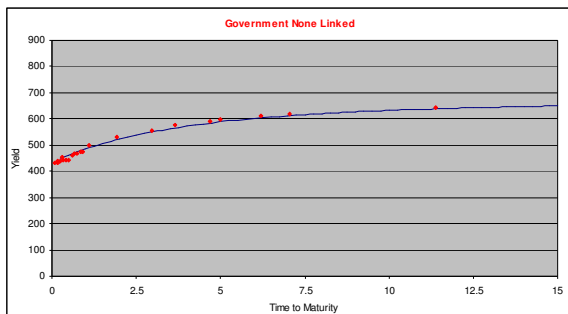
מקור: חברת שערי ריבית בע"מ

אמידה של שוויים ההוגן של מכשירים אלה באמצעות מודלים לתמחור אופציות. התקן מפרט דרישות שונות לגבי הפרמטרים של המודלים אלה. אחת מדרישות של התקן לגבי הפרמטרים מתייחסת לנושא של שיעור הריבית להיוון התזרימים העתידיים שיכולים לנובע מהאופציה. **התקן קובע כי באופן כללי שיעור ריבית חסרת סיכון יהיה התשואה הגלומה הזמינה באופן שוטף בהנפקות ממשלתיות הנושאות ריבית נקובה בשיעור אפס (Zero Coupon), של המדינה שבמטבע שלה מבוטא מחיר המימוש, כאשר יתרת התקופה שלהן שווה לתקופה החזויה של האופציה.**

מציאתו של נתון זה יכול להוות קושי אם מנסים למדוד באופן עצמאי. שכן, במרבית המקרים, קיים קושי למצוא הנפקה ממשלתית עם תקופה לפדיון הזהה לתקופה לפדיון של הנכס ההוני.

פתרון לקושי זה יכול להימצא ע"י שימוש בעקומי תשואה על בסיס Zero Coupon אשר נאמדו על סמך נתוני השוק הסחיר.

להלן דוגמא לעקום Zero Coupon הממשלתי באפיק השקלי הנאמד על סמך נתוני השוק הסחיר:



מקור: חברת שערי ריבית בע"מ

AA ואשר נבנית על סמך נתוני השוק הסחיר בתוספת פרמיית אי סחירות.

תקן חשבונאות בינלאומי IFRS 2 - (תשלום מבוסס מניות) Share Based Payment

תחולה

חברות ישראליות המדווחות (או עוברות לדיווח) לפי תקינה בינלאומית.

תוקף

התקן חל מיום 1 בינואר 2005 על מכשירים הוניים שהוענקו בעסקאות תשלום מבוסס מניות, לאחר 7 בנובמבר 2002 וטרם הבשילו במועד תחילת התקן. לגבי חברות ישראליות המיישמות את תקני IFRS לראשונה החל מ-1 בינואר 2008, נדרש טיפול רטרואקטיבי בהענקות הוניות שהוענקו לאחר 7 בנובמבר 2002 ועד ל-15 במרס 2005 (מועד תחילת תקן 24 הישראלי), אך טרם הבשילו עד ליום 1 בינואר 2007 (מועד המעבר לתקני IFRS). ההפרשים ייזקפו לעודפים.

עיקרי התקן

התקן דורש להכיר בעסקאות תשלום מבוסס מניות, כולל עסקאות עם עובדים או צדדים אחרים, אשר ימומשו במזומן, נכסים אחרים או מכשירים הוניים של הישות המעניקה. התקן דורש **למדוד את הסחורות או השירותים המתקבלים בעסקאות תשלום מבוסס מניות בשוויים ההוגן**, אלא אם כן, שוויים ההוגן אינו ניתן לאמידה באופן מהימן. במקרה זה הישות תמדוד את סחורות או השירותים שהתקבלו לפי שוויים ההוגן של המכשירים ההוניים שהוענקו. ואולם, לגבי עסקאות עם עובדים או אחרים המעניקים שירותים דומים, הישות נדרשת למדוד עסקאות אלה לפי שוויים ההוגן של המכשירים ההוניים שהוענקו בלבד, זאת מכיוון שלפי התקן, בדרך כלל לא ניתן למדוד שירותים אלה ישירות באופן מהימן. הקושי נוצר כאשר המכשירים ההוניים שהוענקו, במיוחד אופציות, אינם סחירים ולא קיים מחיר שוק מצוטט. במקרה זה נדרשת

ההטבה לעובדים. במקרים אלה, יש לאמוד את שיעור ההיוון על סמך שיעורי תשואה על אגרות חוב לתקופות קצרות יותר תוך שימוש בעקום התשואה והציפיות בשוק לגבי שיעורי הריבית לטווח ארוך.

תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) (הוראות ועדת גלאי II)

תחולה

חברות ישראליות אשר תקנות ניירות ערך חלות עליהן.

תוקף

התקנות חלות מ- 1 בינואר 2007.

עיקרי הוראות ועדת גלאי II

החל מ- 1 בינואר 2007 נדרשות חברות ציבוריות להציג בדוח הדירקטוריון, בנוסף למאזן לפי בסיס הצמדה, גם מבחני רגישות למכשירים הפיננסיים ומחויבות איתנה שברשותן או שהונפקו על ידם. אם מדובר בתאגיד בתחום פיננסי או במסחר במוצרים ושירותים הנסחרים בשוקי סחורות (כהגדרתם בתקנות) הרי שדוח דירקטוריון יכול גם ניתוח לפי מודל שווי הוגן בסיכון (VaR).

מבחני הרגישות יבוצעו לשוויים ההוגן של המכשירים הפיננסיים, לאחר חלוקתם לקבוצות, בהתאם לחשיפה של המכשירים הללו לגורמי שוק שונים. הדוח של ועדת גלאי II מביא דוגמאות שונות של מכשירים, בין היתר אופציות, חוזים עתידיים, הלוואות, עסקאות SWAP על ריבית וכד'. מכיוון שההוראות דורשות מבחני רגישות לשווי הוגן של המכשירים נדרשת החברה המדווחת לערוך את שוויים לפי מודלים שונים לתמחור של אותם המכשירים. כפי שהזכרנו לעיל, לעתים יכולה החברה להיתקל בקשיים בעת עריכת המודלים, במיוחד בקשיים שבהשגת נתוני שוק שונים. אחד מגורמי השוק המרכזיים בהערכת שווי של מכשירים פיננסיים רבים הוא שיעור הריבית, הן שיעור ריבית חסרת סיכון והן שיעור ריבית ברמת הסיכון של החברה או של הגוף שהנפיק את המכשיר. זאת ועוד, ההוראות דורשות גם

תקן חשבונאות בינלאומי IAS 19 :Employee Benefits

תחולה

חברות ישראליות המדווחות בהתאם לתקינה בינלאומית (או עוברות אליה).

תוקף

החל ממועד המעבר לתקינה בינלאומית (בדרך כלל 1 בינואר 2007)

עיקרי ההוראות המתייחסות להטבות לעובדים לאחר העסקה

התקן מבחין בין תוכנית להפקדה מוגדרת (תוכנית שלפיה הישות המדווחת משלמת תשלומים קבועים לישות נפרדת (קרן) מבלי שתהיה לה מחויבות משפטית או משתמעת לשלם תשלומים נוספים, לבין תוכנית להטבה מוגדרת - תוכנית להטבה לאחר העסקה שאינה תוכנית להפקדה מוגדרת.

הטיפול החשבונאי בתוכניות להטבה מוגדרת כולל קביעת הערך הנוכחי של המחויבות בגין הטבה מוגדרת בתאריך המאזן בניכוי השווי ההוגן של נכסי התוכנית, אם קיימים.

על פי התקן השיעור שמשמש להיוון מחויבויות בגין הטבה לאחר העסקה יקבע בהתאם לציטוט על ידי גוף שהוסמך לכך, המסתמך על תשואות שוק בתאריך המאזן של אגרות חוב קונצרניות בעלות הדירוג הגבוה ביותר בו מתקיים מסחר בהיקף משמעותי, אך לא פחות מדירוג AA או מדירוג מקביל לו. רק במקרה של העדר אגרות חוב קונצרניות מתאימות, יש להשתמש בתשואות השוק (בתאריך המאזן) על אגרות חוב ממשלתיות. המטבע והתקופה של אגרות החוב הקונצרניות או הממשלתיות נדרשים להיות, ככל שניתן, עקביים עם המטבע והתקופה החזויה של המחויבויות.

התקן מכיר בכך שיתכנו מקרים מסוימים שבהם לא קיימות אגרות חוב בסחירות גבוהה שלהן תקופה לפירעון ארוכה מספיק בכדי להתאים לתקופה לפירעון של כל תשלומי

לערוך מבחני רגישות לגורמי שוק אלה. כמוזכר לעיל, לעתים קיים קושי בבנייה עצמאית של הנתונים המתאימים, במיוחד כאשר לא קיימים מכשירים סחירים בעלי אותן התכונות, אותו זמן לפדיון ואותה רמת סיכון כמו המכשיר הנמדד. **פיתרון לקשיים אלה יכולים להיות שימוש בעקומי תשואה על בסיס Zero Coupon אשר נאמדו על בסיס השוק הסחיר בארץ, הכוללים הן שיעורי ריבית חסרת סיכון בשוק הישראלי והן מרווחי פרמיות סיכון.**

על חברת שערי ריבית (מקבוצת פאהן קנה)

חברת שערי ריבית מספקת ציטוטי ריביות שבועיים לצורך שערך נכסי חוב סחירים ולא סחירים ברמות דירוג שונות ולאפיקי הצמדה שונים. החברה מספקת גם שירותי שערך של נכסי חוב סחירים ולא סחירים.

בחברה פותח מודל יישומי לקביעת שערי ריבית בהתאם לרמות הסיכון ומשך החיים של הנכסים הפיננסיים, המותאם למאפיינים הספציפיים של שוק ההון בארץ. המודל מתבסס על מחקרים וגישות סטטיסטיות שפותחו ומיושמות כיום בשוקי הון מתקדמים בעולם. המודלים נתמכים על ניסיון שנצבר בעולם, מאגרי מידע פיננסיים וסטטיסטיקות של התנהגות ניירות ערך מדורגים לאורך זמן.

מידע נוסף ניתן למצוא באתר www.rbt.co.il

Specialist
Advisory Services

**פאהן קנה יועצים
בע"מ**

מגדל לוינסטיין
דרך מנחם בגין 23
תל-אביב 66184

טל' 03-7111690
פקס' 03-7111691
www.gtfc.co.il