יניב רבסקי
אנליסט
yaniv@solomon.co.il

איי.טי.אל אופטרוניקס בע"מ

ענף – תעשיה ביטחונית / אלקטרוניקה

המלצת קניה

אנו התחלנו לכסות את חברת איי.טי.אל אופטרוניקס בע"מ בהמלצת קניה.
מחיר היעד שלנו למניה הוא 27 ₪, כ- 35% מעל המחיר הנוכחי.

מחיר נוכחי (₪) **	20.22	רכוש שוטף (מליון $) *	16.6
מספר מניות (מליון) **	10.76	הון עצמי למאזן *	0.29
שווי שוק (מליון $) **	49.9	יחס שוטף *	1.6
שווי שוק מוערך(מליון $)	67	תזרים מפעילות שנה אחרונה (מליון $) *	4.1
מחיר גבוה השנה (₪) **	23.12	הון עצמי (מליון $) *	5.3
מחיר נמוך השנה (₪) **	9.78	הכנסות בשנה האחרונה (מליון $) *	20.7
מחזור יומי ממוצע (אלף ₪) **	260	רווח נקי בשנה האחרונה (מליון $) *	0.5

* נכון ליום 30 בספטמבר 2004 .
** הנתונים מעודכנים ליום 9 בדצמבר 2004.

תמצית הערכת השווי

- ✓ הערכת השווי בוצעה על פי מודל DCF והיא עומדת על 67 מליון דולר (27 ₪ למניה).
- ✓ למרות הדוחות הפושרים שפרסמה החברה לרבעון השלישי, אנו מעריכים כי הצמיחה בשורת ההכנסות בשנה הנוכחית תעמוד על מעל 20%.
- ✓ ההכנסות ברבעון הרביעי של השנה צפויות לעמוד על כ- 12 מליון דולר – לעומת 11.7 מליון דולר בשלושת הרבעונים הראשונים (ביחד).
- ✓ בשנתיים הבאות (2005-2006), צפויה להערכתנו הצמיחה בקצב ההכנסות לעמוד על מעל 30%.
- ✓ להערכתנו החברה תמשיך לשמור על שולי הרווח הנוכחיים בשנים הקרובות.
- ✓ עיקר הצמיחה של החברה צפוי להגיע מהשוק ההודי ומהשוק האמריקאי.
- ✓ בטכנולוגיה שפיתחה החברה לגילוי חומרים קיים פוטנציאל אדיר, שמימושו תלוי במהירות השלמת פיתוח המוצר והחדרתו לשוק.
- ✓ רמת הסיכון בהשקעה במניות החברה היא גבוהה.

1. רקע כללי

1.1 רקע היסטורי

אי.טי.אל הוקמה בשנת 1973 כחברת הזנק, על ידי עוזי שרון, מומחה עולמי בתחום טכנולוגית הלייזרים. להלן ציוני הדרך העיקריים של החברה:

- ✓ מוצרים בתחום הרפואי - החברה הוקמה בתחילה כמעבדת מחקר למוצרים אלקטרו-אופטיים ולמערכות רפואיות המבוססות על לייזרים,"מערכת השרפלן".

- ✓ אמצעים לראיית לילה - בשנותיה הראשונה עסקה החברה בעיקר במחקר ופיתוח עבור משרד הביטחון. בסוף שנות השבעים הצטרפו לחברה יוסי ורדי ויורם אלמוגי. לאחר הצטרפותם של ורדי ואלמוגי החלה החברה בפיתוחם של אמצעים לשיפור יכולת לוחמת הלילה של חיילי חי"ר והתמקדה בהם. החברה התפתחה בתחום פתרונות לפלטפורמות אנושיות תוך שהיא ממקדת את עיקר פעילותה לתחום הצבאי ביטחוני.

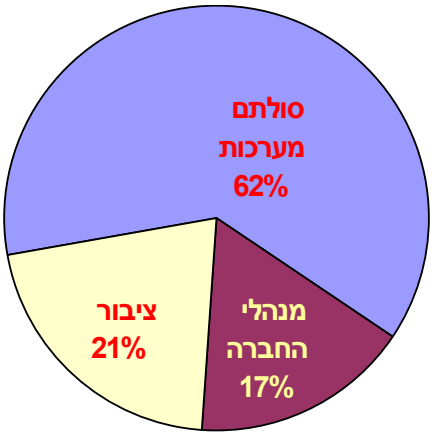
- ✓ העברת שליטה - באמצע שנות השמונים נרכשה החברה (לאחר שצברה הפסדים רבים) על ידי כלל תעשיות אלקטרוניקה. בשנות התשעים פיתחה החברה סימולטור ירי עבור השוק האזרחי בארה"ב ונחלה כישלון שיווקי.

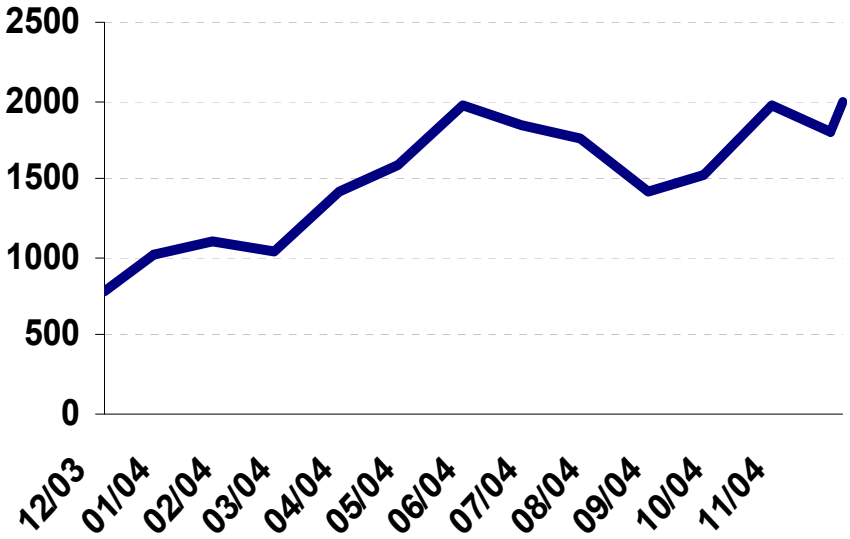
- ✓ הנפקה - בשנת 1993 הונפקה החברה בבורסה בת"א.

- ✓ מבנה השליטה הנוכחי - בשנת 2002 מכרה כלל תעשיות את חלקה לקבוצה שכללה את חברת סולתם וקבוצת מנהלים בחברה (MBO), ביניהם מר עמיחי רוב מנכ"ל החברה ודוד לוקץ, מנהל הכספים. בהנהלת החברה חברים, בין השאר, קצינים בכירים בעלי ידע וניסיון בתחומי החי"ר ופיתוח אמל"ח.

בתקופה האחרונה ממצבת את עצמה החברה כבית לפתרונות מערכתיים בתחום לוחמת החי"ר תוך התמקדות במתן מענה מערכתי לתחומי הלוחמה בעימות המוגבל (לוחמה בטירור, לוחמה אורבנית, פתרונות ניהול מידע בזמן קרב, וכו'). לצורך זה הקימה החברה חברה-בת (נ-אור בע"מ) שפיתחה מערכות מתקדמות ללוחמי חי"ר, אשר נרכשו ע"י צה"ל לצורך בדיקה, וכן רכשה שליטה בחברת הרכנת בע"מ המתמחה בכתיבת תוכנות שליטה ובקרה לצה"ל.

1.2 להלן גרף ביצועי מניית החברה בשנה האחרונה: מניית ITL, ומבנה הבעלות בחברה:





בידי מנהלי החברה כ- 377 אלף כתבי אופציה אשר עשויים להגדיל את חלקם של המנהלים ל- 20%. חלקה של חברת סולתם, ירד בדילול מלא ל- 59%. שווי ההטבה בגין האופציות כ- 1.5 מליון דולר

2. פעילות החברה

אי.טי.אל. עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של פתרונות מערכתיים בתחום לוחמת החי"ר המתקדם, מוצרים אלקטרונים ואלקטרו אופטים. עיקר פעילותה של החברה ממוקדת בתחום הביטחוני בו מפתחת החברה, מייצרת ומוכרת אמצעים מתקדמים ללוחמת לילה אמצעי בקרה ושליטה ומתן פתרונות מערכתיים לשדה הקרב העתידי. מוצרים אלו נמצאים בשימושן של יחידות צבאיות, יחידות ללוחמה בטרור וכוחות משטרה ברחבי העולם. מכירת המוצרים נעשים תוך שיתוף פעולה הדוק עם שותפים אסטרטגיים בארצות היעד. בתקופה האחרונה ניכר שינוי מגמה בקרב צבאות מודרניים בעולם בכל הנוגע לציוד לחיילי החי"ר. שינוי מגמה מתבטא בעיקר בשינוי תפיסת תורת הלחימה ומציב דגש על יכולות משודרגות בשטח אורבני ויכולות העברת נתונים מהשטח למרכזי שליטה ובקרה. החברה מעסיקה כיום כ- 145 (כולל עובדי הרכנת) עובדים רובם בישראל. מרכז הפעילות של החברה ממוקם באזור התעשיה ברשל"צ.

2.1 מוצרי החברה

מוצרי החברה מתמקדים בפתרונות לחייל הלוחם (בעיקר לוחמי ומפקדי חי"ר ויחידות המיוחדות), תוך התאמתם לספסיפיקציות הנדרשות על ידי הלקוח. המוצרים מאופיינים במובילות טכנולוגית. בשנים האחרונות נדחקו לוחמי החי"ר לקרן זווית בכל הקשור לשימוש בטכנולוגיה מתקדמת. בחיל הרגלים לא חלו שינויים טכנולוגיים משמעותיים ב- 50 השנה האחרונות. ציודו הבסיסי של לוחם החי"ר כולל נשק אישי, אפוד קרב ואמצעי מיגון שונים, בעוד זרועות האוויר, הים, השיריון והתותחנים מאמצים שיפורים טכנולוגיים מתקדמים מידי שנה. החברה שזיהתה נישה זו, החלה לפעול, עוד בעשור הקודם, למציאת פתרונות טכנולוגיים נאותים עבור לוחמי החי"ר. מיקודה של החברה במספר אפליקציות בודדות מאפשר לה היום להימנות על מובילי השוק בתחומי עיסוקה ובמוצריה. בשנים האחרונות, התמקדה החברה רק בשוק הביטחוני וזאת כחלק מתפיסה אסטרטגית של התמקדות בליבה העסקית ומיצובה כחברת מערכות הנותנת פתרונות מערכתיים כוללים לבעיות בתחומי לחימת החי"ר.

מוצרי החברה הנמכרים כיום נחלקים לארבעה סוגים:

- ✓ **מכשירים לראיית לילה.**
- ✓ **מכשירי הדמיה טרמית.**
- ✓ **ציוד לייזר.**
- ✓ **מערכות משולבות.**

מכשירים לראיית לילה

המכשירים לראיית לילה מבוססים על עיקרון הגברת אור כוכבים. המוצר הנחשב למוביל בתחום הוא מכשיר ראיית לילה חד עיני. זהו מכשיר ראיית לילה קל משקל, קומפקטי בעל אמינות גבוהה העושה שימוש בעין אחת בלבד (להבדיל ממכשירים העושים שימוש בשתי העיניים). המוצר מאפשר לחלק את שדה הראיה בין ראיית שטח רגילה בעין אחת, לראיית לילה בעין השניה. המוצר פותח לראשונה בעולם ע"י החברה ונמכר כבר מספר שנים בהיקפים משמעותיים ומצוי כיום בידי מספר רב של יחידות בצה"ל ובצבאות מודרניים בעולם. ברשות החברה מכשירים המתאימים גם לצלילה ומתאימים להתקנה על גבי כלי נשק.

מכשירי הדמיה טרמית

בניגוד למכשירי ראיית לילה המבוססים על הגברת אור כוכבים , מכשירי הדמיה טרמיים פועלים על עיקרון הבדלי טמפרטורות. באמצעות שימוש במכשיר ניתן לקבל מידע על כוחות הנמצאים בשטח על פי פליטת החום מגופם. השימוש בטכנולוגיה של הדמייה טרמית נפוץ בקרב כוחות החי"ר והמודיעין כבר שנים. השינוי המהפכני של המוצרים הנוכחיים הם מערכות משולבות על בסיס הדמיה טרמית, נישאים במשקל של פחות משלושה ק"ג למכשיר, ומכילים בנוסף למצלמה הטרמית גם מערכות ניווט, מד-טווח לייזר ומצפן דיגיטלי. מערכת זו נחשבת לקלה מסוגה

בעולם. נשיאת המכשיר והפעלתו המהירה מאפשר גמישות הן לכוחות העוסקים באיסוף מידע מודיעיני מוקדם והן ליחידות תצפית העוסקות בתצפיות ובביטחון שוטף.

ציוד לייזר

ציוד הלייזר נחלק לשתי קבוצות עיקריות : מדי טווח לייזר וסמני לייזר. החברה משמשת כיום כיצרנית גנרית בתחום ציוד הלייזר, כאשר ביכולתה לספק מוצרים שונים בהתאם לדרישות הגוף המזמין, ובכך להפוך לספקית של ציוד לייזר בשווקים נוספים. יש לציין כי מרכיב מוצרי הלייזר המסורתיים מהווים חלק זניח מכלל הכנסותיה של החברה. להלן המוצרים העיקריים בתחום הלייזר:

מד טווח לייזר- המכונה מט"ל: נותן מענה בטווחי מדידה של 300 עד 10000 מטר. מדי טווח הלייזר משמשים, בין השאר, לשם טיווח טנקים, ארטילריה, וגורמי ח"א. ברשות החברה שני מוצרים המתאפיינים בקומפקטיות, משקל קל וקלות הפעלה ומתאימים לנשיאה ושימוש ע"י החייל הבודד. כיום המט"ל נחשב למכשיר הנפוץ והמדוייק ביותר לצורך קביעת הטווח למטרה.

סמני לייזר - סמני הלייזר משמשים לשיפור דיוק הירי בנשק אישי ומקלעים, בטווחי פעולה של מאות מטרים עד 10 ק"מ בעיקר בזמן לחימה בלילה. ברשות החברה כיום קו מוצרים הנחשב לגדול מסוגו בעולם: חלקם מתאים להרכבה על גבי נשק אישי ומצטיינים במשקל קל, דיוק, מימדים קומפקטיים וקלות הפעלה.

מערכות משולבות

כיום מוכרת החברה מספר מערכות משולבות, כגון משקפת מפקד משולבת, הכוללת מצפן דיגיטלי, מד טווח לייזר, סמן לייזר וראיית לילה. מערכות נוספת המשלבות מספר טכנולוגיות הן כוונות מתקדמות לרובי סער המכילות כוונת אופטית עם סמן לייזר וכן מערכות לבקרת אש לרקטות אישיות ולתחמושת חכמה המכילות מט"ל, כוונת אופטית ומחשב בליסטי. המערכות הנ"ל חוסכות באמצעים ובתחמושת ונותנות פתרונות כוללים לבעיות הלוחמים, וזאת, בגמישות מקסימאלית ובאיכות גבוהה. לאחרונה, מתמקדת החברה באינטגרציה בין מוצריה, על מנת להנות מהיתרונות הסינרגטיים בינהם בעיקר על דרך שילובן במערכות שליטה ובקרה. האינטגרציה בין המוצרים השונים באה לידי ביטוי במספר מוצרים שכבר נמכרו, כאמור, ובמוצרים המפותחים על ידי החברה וצפויים להמכר בשנת 2005 ואילך.

החברה נוטלת חלק גם בהצטיידות צה"ל ברובה התבור (החל משנת 2004 מייצרת החברה עבור צה"ל את כוונת הרובה לצורך שילובו ע"י תעש ברובה עצמו). התבור הוא רובה הסער הצהלי החדש וכוונות אופטיות של החברה מותקנות בו באופן אינטגראלי. החברה משתפת פעולה עם תע"ש גם בפיתוח מערכות בקרת אש לתחמושת חכמה, ועם רפא"ל וג'נרל דינמיקס האמריקאית בפיתוח מערכת בקרת אש לרקטה אישית מתקדמת. אנו סבורים כי שיתוף הפעולה עם תע"ש, רפא"ל וג'נרל דינמיקס יהווה מעין תעודת הכשר לכניסה לשיתוף פעולה עם תעשיות צבאיות במקומות נוספים בעולם.

מוצר נוסף, הינו משקפת משולבת לכוחות החי"ר. המאפשרת תצפית, מדידת טווח, קביעת מיקום המטרה ושידור הנתונים לאחור (לסוללה ארטילרית). מערכות אלו משדרגות את יכולת הלוחמה בשטח בנוי. הנהלת החברה מעריכה כי כבר בשנת 2005 יירשמו מכירות משמעותיות של המוצר, כאשר תשולבנה בו גם מערכות טרמיות. החברה הבטיחה למפרע את אספקת החיישנים המשמשים את המשקפות הטרמיות, באמצעות שותפות אסטרטגית עם יצרן חיישנים מוביל.

החברה עוסקת בפיתוח אמצעים עתידיים משולבי תוכנה לשימוש חיל הרגלים: "חליפת המפקד הלוחם". חליפה זו המורכבת מאפוד, קסדה ואביזרי עזר פרי ייצור/תכנון החברה, צפויה לתת מענה לבעיות שליטה, בקרה וניווט של כוחות לוחמים, בעיקר בשטח בנוי. נתוני השטח, לרבות מיקום כוחות הבית וכוחות האוייב מוצגים למפקד בשטח, בזמן אמת, על גבי מחשב זעיר

המותקן באפוד הקרב. מחשב זה מקבל בזמן אמת נתונים נוספים, כגון תצלומים אוויריים והערכות מטה, באמצעות תשדורות מבוססות לווין ומזל"ט.

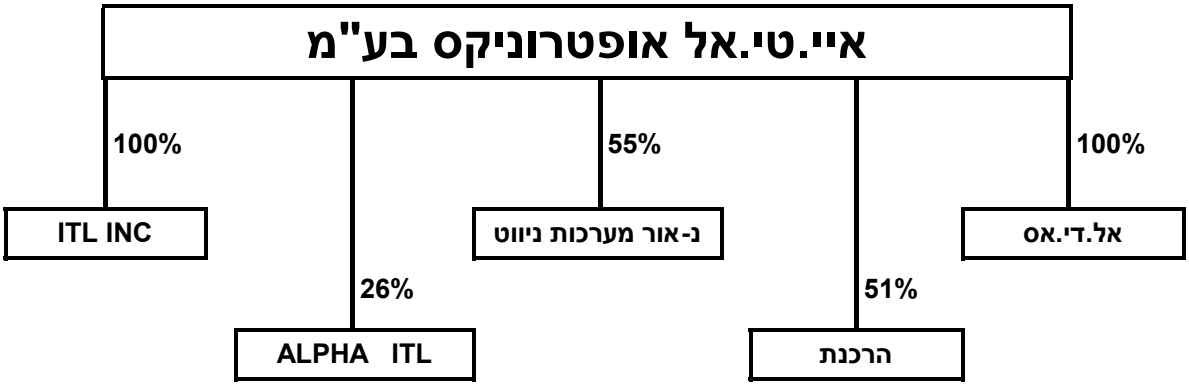
בשלב הראשון צפויים להשתמש במוצר בעיקר יחידות מיוחדות, כוחות הלוחמים בטירור ומפקדי פלוגות חי"ר. עד כה הקשר בין מערך הפיקוד הגבוה ללוחמים בשטח נעשה באמצעות קשר הרדיו. שימוש בחליפת המפקד הלוחם מאפשרת לשלב את דרגי הביצוע בקבלת ההחלטות בזמן אמת, תוך פריסת כל האינפורמציה הרלוונטית הידועה בפני המפקד בשטח.

חדירת המוצר לשוק צפויה לארוך מספר שנים בשל הצורך בשינוי דיספלינות הקרב השגורות כיום בקרב מרבית הצבאות, ובהשקעה הכספית ניכרת הכרוכה בהצטיידות הלוחמים.

החברה מעריכה כי במהלך השנה הקרובה תמכור מעל ל- 50 חליפות לוחם. צה"ל, המוגדר על ידי החברה כאחד משווקי היעד העיקריים, כבר הזמין מספר יחידות לצורך בדיקתן.

ברחבי העולם מצויות חברות נוספות המפתחות (אך עדיין אינן מוכרות), ציוד דומה, בניהן יצרניות עולמיות מובילות בארה"ב, אנגליה, צרפת, ושבדיה. לדברי מנכ"ל החברה, "מוצרי החברה נהנים מיתרון בכל הקשור לגמישות, ניידות ואינטגרציה כוללת בין המרכיבים השונים".

2.2 מבנה הקבוצה



כחלק מהשינוי האירגוני המתבצע בימים אלו, רכשה החברה שליטה בחברת תכנה לשליטה ובקרה (שו"ב) הקימה שתי חברות בנות בישראל (אל.די.אס ונ-אור) וחברה בת נוספת בהודו (אלפא-אי.טי.אל). הקונספט העומד מאחורי המהלך הוא התמקדות בפתרונות מערכתיים כוללים במקום במוצרי נישה. שינוי זה צפוי לדעתנו לשדרג את פעולתה ולאפשר לה, כבר בטווח הבינוני, ליטול חלק במכרזים אסטרטגיים בעלי תפיסה קונספטואלית כוללת של המערך הלוחם. על מנת לבסס את החברה כחברת מערכות, עליה לפעול בשני מישורים עיקריים: <u>טכנולוגיה ושוק.</u>

- **טכנולוגיה -** על החברה לרכוש טכנולוגיה משלימה ומשיקה או לחלופין לפתח טכנולוגיה כזו. יש לציין כי פיתוח עצמאי עלול לגזול זמן רב מהחברה. מדובר בעיקר בתחומי התוכנה וזאת על מנת ליצור את האינטגרציה האופטימאלית בין המוצר למערכת כוללת רכישת השליטה בחברת הרכנת עולה בקנה אחד עם גישה זו.
- **שוק -** על מנת לחדור בצורה מאסיבית לשווקים הביטחוניים מחוץ לישראל על החברה לחבור לקונצרנים המובילים בתחום לצורך ישום פרוייקטים משותפים. צעד נוסף שעומד בשלב זה על הפרק הוא רכישת חברה אירופאית אשר תהיה אחראית על הפעילות בחזית האירופית ואשר תהווה את הזרוע הארוכה של החברה באירופה. באמצעותה תוכל החברה ליטול חלק במכרזים אירופאים ולייצר את המוצרים עבור השוק הארופאי, באירופה. דוגמה ראשונה ליישום מודל זה היא חברת הבת בהודו (מוחזקת בשיעור של 26%) – באמצעות חברה זו צפויה אי.טי.אל להתמודד על פרוייקטים שונים, הן בהודו והן בשווקים אסיאתיים נוספים.

2.3 חברות בנות

נ-אור מערכות – חברת נ-אור מערכות מפתחת את חליפת המפקד הלוחם. לדברי הנהלת החברה, כבר בשנת 2005 תחל מכירת ציוד זה. על פי הערכות מנכ"ל הקבוצה, בתוך שלוש שנים צפויה החברה לרשום הכנסות מהמוצר בגובה של כ- 10 מליון דולר (מצטבר). נציין כי בידי ITL אופציה להגדלת אחזקתה בנ-אור ב- 15% נוספים בעתיד.

ITL INC – החברה האמריקאית, **INTERNATIONAL TECHNOLOGIES (LASERS) INC,** משמשת כיום בעיקר עבור רכש גומלין של ממשלת ישראל בארה"ב. בשלב זה, החברה עדיין אינה נותנת מענה בכל הקשור לחדירה לשוק האמריקאי. בשנת 2003 היו מכירותיה של ITL Inc כ- 3.3 מיליון דולר ובמחצית שנת 2004 הסתכמו מכירותיה בכ- 1.7 מיליון דולר. החברה פועלת במטרה להגדיל את יכולות היצור השיווק והפיתוח של מוצריה בשוק האמריקאי. לאחרונה החליטה החברה לנקוט מספר צעדים שמטרתם להעמיק את אחיזתה בשוק האמריקאי. נציין את העתקת מפעלי החברה מלואיזיאנה, הממוקמת בדרום, לאיזור ניו יורק הממוקמת בחוף המזרחי. מטרת השינוי להגדיל את כח היצור שלה באמצעות גיוס כח אדם המתאים יותר לדרישות החברה. בין השאר הוחלט על מינויו של גנרל בכיר (שני כוכבים) מצבא ארה"ב לנשיא החברה, ובכך מצפה החברה להגביר את חשיפתה לשוק האמריקאי, אשר צפוי להוות את אחד ממנועי הצמיחה העיקריים של החברה החל משנת 2006.

ALPHA ITL חברה הודית - בימים אלה נכנסה החברה לשיתוף פעולה אסטרטגי על ידי רכישת 26% מחברה הודית בשם ALPHA ITL ELECTRO OPTICS PVT LTD. אחזקה זו תאפשר לחברה לבנות מרכז יצור, תחזוקה והפצה עבור השוק ההודי בפרט, ועבור השוק הדרום מזרח אסייתי בכלל. כוח העבודה ההודי מאופיין בידע טכנולוגי ברמה גבוהה ובעלויות הנמוכות מהעלויות במערב. להערכתנו, בשנים הקרובות צפוי השוק ההודי להוות את מנוע הצמיחה העיקרי של החברה. השוק ההודי מאופיין גם בצמיחה מואצת וברכש מאסיבי של מוצרי אלקטרוניקה צבאית. בידי החברה אופציית רכש של 25% נוספים, אם וכאשר ישתנה החוק ההודי בדבר הגבלת הבעלות של משקיעים זרים על חברות הודיות בשוק הביטחוני.

הרכנת – לפני מספר חודשים רכשה ITL את השליטה (51%) בחברת התוכנה הרכנת שבבעלות אריה ויסמן, שי נחשון ופרנסואה בודנהיימר. בחברה מועסקים כיום כ- 35 עובדים מרביתם אנשי תוכנה. לחברה יכולות מוכחות בתחומי האפליקציה הגרפית על גבי פלטפורמות מחשב דלות משאבים כגון מחשבי כף-יד לסוגיהם ויכולות עבודה עם צגים קטנים. החברה רואה ברכישה זו את המרכיב הטכנולוגי בתחום התוכנה, לו היא נזקקת במיצובה כחברת מערכות. הרכישה בוצעה באמצעות הנפקת מניות כאשר לאחר ההנפקה עמד הונה העצמי של הרכנת על 1.84 מליון דולר. הרכישה בוצעה תמורת 1.5 מיליון דולר (שווי של 3 מליון דולר אחרי הכסף), כאשר 37.5% מהסכום מיוחס למוניטין החברה. בעקבות האיחוד, צפויה החברה להכיר ברווח של כ- 100 אלף דולר ברבעון הרביעי של שנת 2004. נציין כי בידי ITL אופציה להגדלת אחזקתה בהרכנת ב- 19% נוספים בעתיד.

3. מאפייני השוק של התעשיות הביטחוניות

3.1 השוק הישראלי

התעשיה הצבאית בישראל התפתחה הודות לשלושה גורמים עיקריים:

1. **העימות המתמשך עם מדינות ערב -** הסיכסוך האיזורי חייב את מדינת ישראל לייצר פתרונות צבאיים. קברניטי המדינה תמיד ראו ביכולת התעשיה המקומית לספק פתרונות צבאיים נאותים, משענת יציבה אשר תספק נשק ותחמושת לצבא בשעת הצורך. המערכות שפותחו צברו מייד נסיון מבצעי ונכנסו לסבב שיפורים בעקבות לקחים שהופקו. מדובר בתהליך מתמשך של נסיון מבצעי ושיפורים כך שמלבד היתרונות הטכנולוגיים, צברו התעשיות גם ניסיון בשימוש במשוב של המשתמשים במוצריה.
2. **מגבלות פוליטיות** – במהלך השנים מצאה את עצמה מדינת ישראל תחת אמברגו נשק מצד מדינות שונות בעולם. הסיבות לאמברגו היו בעיקר כניעה ללחצים של מדינות ערב

וניסיון להגביל את יכולתה הצבאית של ישראל. המגבלות השונות שהוטלו על ישראל אילצו את מערכת הביטחון להסתמך על תעשיות מקומיות. התוצאה היא שהתפתחה בישראל תעשייה ביטחונית בעלת בסיס איתן המסוגלת לספק חלק ניכר מצרכי השוק.

3. **התייעלות מתמדת** – הלחץ המתמיד להפחתה בהוצאות הביטחון בישראל גרם לצמצום האפשרויות להשגת ציוד צבאי יקר מחוץ לישראל. כתוצאה מכך הסתמכה המדינה ברכישותיה על התעשיות הביטחוניות בישראל. המדינה אילצה את התעשיות הביטחוניות לעבור תהליך התייעלות, אשר במהלכו נבדקו אפשרויות לחסכון בכח אדם על חשבון השקעה בטכנולוגיה וכן גיוס כח אדם איכותי, לזמן רב, אשר ילמד ויתנסה בשימוש באמצאי לחימה עתירי טכנולוגיה. כך התעשיות הביטחוניות בישראל נהנו מרוח גבית של מערכת הביטחון בכל הקשור לשמירה על מקומן בחזית הטכנולוגיה העולמית.

3.2 המדינות הן הלקוחות

היבט ייחודי בתעשיות הנשק הוא הדומיננטיות של ממשלות כרוכשות ציוד צבאי. השוק המקומי מאופיין בלקוח קצה אחד – מדינת ישראל. למעשה, על תקציב הרכש של משרד הביטחון, המיועד לרכישת מערכות צבאיות, יש מתמודדים רבים, ויש האומרים רבים מדי, במשחק סכום אפס. בחלק מהמקרים החברה מהווה קבלן ראשי ובעסקאות אחרות היא מהווה קבלן משנה של יצרן ישראלי אחר. במקרים אחרים החברה מוכרת באמצעות חברה בת אמריקאית, כחלק מהתחייבות הרכש בארה"ב שנתנה במסגרת הסיוע הביטחוני האמריקאי. היקף הרכש למוצרים ביטחוניים בישראל עומד כיום על כ- 5.6 מיליארד דולר בשנת 2003 (כ- 41% יבוא ביטחוני) – על פי נתוני הלמ"ס.

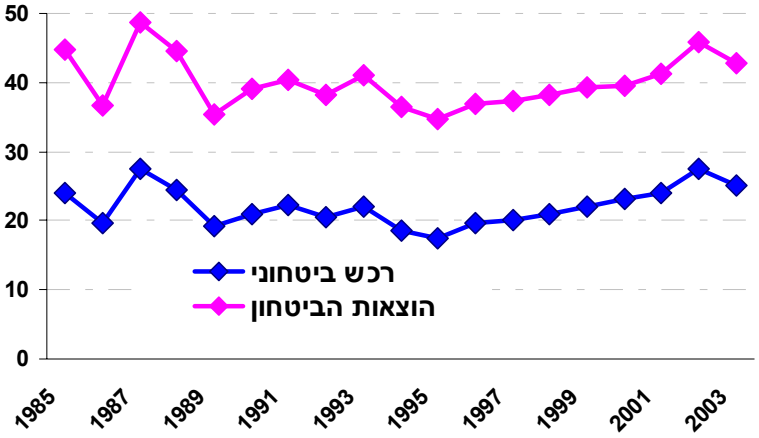
3.3 מיגבלות חוקיות וביטחוניות בתעשייה:

אישורי משרד הביטחון לצורך יצוא ביטחוני

חברות שאינן ממשלתיות, כמו אי.טי.אל, פועלות בתאום עם הממשלה בכל הקשור להתקשרויותיהן העסקיות. החברות בתחום כפופות לחוקים, תקנות וצווים מנהליים שונים החלים על חוזים בתחום הביטחוני, שאחדים מהם כוללים הוראות עונשין מחמירות, לרבות אי מתן חוזים עתידיים. בארץ, מכירת מוצרים ומערכות ליצוא כפופה לאישור משרד הביטחון ולקבלת רשיונות יצוא מתאימים. יש לחדש אישורים אלה ברמת המוצר ומדינת היעד כל שנה מחדש. המדיניות הנוכחית של ממשלת ישראל היא לעודד את היצוא למדינות שאושרו על ידה.

<u>להלן גרף המתאר את הוצאות הביטחון הכוללות והרכש הביטחוני של ישראל</u>

נתונים במיליארד ₪.



קיים צמצום הדרגתי וקבוע בין הגרפים. הצמצום המצביע על צמצום ההוצאות הביטחוניות שאינן רכש וזאת תוך השקעה שהולכת וגדלה בהוצאות הביטחון. המשמעות היא אחת: תהליך של גידול מתמיד בהשקעות בטכנולוגיה תוך צמצום בהוצאות על כוח אדם.

מקור: הלמ"ס

3.4 מאפיינים אוניברסליים בתעשיות הביטחוניות:

ממשלות הן הלקוחות העיקריים בשוק התעשיות הביטחוניות. בניגוד לשוק משוכלל, התעשיות הביטחוניות "סובלות" משוק עם נטייה מונופסוניסטית. השוק המקומי בתעשיות הביטחוניות מתאפיין בלקוח אחד ובמספר פירמות המתחרות ביניהן. התוצאה הכלכלית המתבקשת במצב זה היא עקומת ביקוש קשיחה ומחיר הנקבע בסמוך לתחום עקומת התפוקה השולית. פועל יוצא של המצב המתואר מחייב שולי רווח נמוכים.

אולם, כיום המצב בפועל שונה, הפירמות בענף הפנימו את העיקרון שככל שפוטנציאל היציאה אל שווקים נוספים גדול יותר כך יכולה הפירמה להרחיב את שולי הרווח. וככל שהשוק יהפוך גלובלי יותר, כך ישתכלל יותר ושולי הרווח בשוק המקומי יעלו. הדרך של הפירמות בענף לשמור על רווחיותן באה לידי ביטוי בשאיפה לצאת לשוקי חו"ל. נציין כי ממשלות יכולות להיכנס לשוק הן כקונות והן כשותפות במיזמים באמצעות חברות ממשלתיות בתחום הביטחוני.

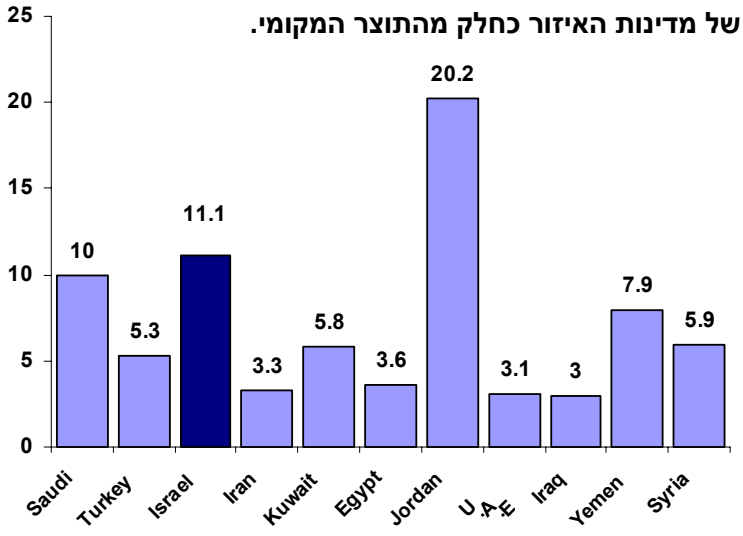
אין ספק כי כל ממשלה מנצלת את מעמדה כמונופול ברכישת נשק, הן בכדי להשיג את המחיר הטוב ביותר והן בכדי לשמר את מעמדן של תעשיות הנשק המקומיות. בשל כך, המדינות הן אלו המעצבות את אופי התעשיות הביטחוניות המקומיות, הבעלות עליהן, המבנה שלהן, התנהגותן וביצועיהן. ממשלות גם קובעות אם תעשיית הנשק בארצן תהיה פרטית או בבעלות הממשלה. במדינות כמו ארה"ב, בריטניה, גרמניה ושבדיה התעשיות הצבאיות הן בבעלות פרטית. בצרפת, יוון, איטליה, תורכיה, פורטוגל וספרד, תעשיות הנשק מצויות בבעלות ממשלתית. בישראל כמחצית מהתעשיות הן ממשלתיות.

4. קשרי הגומלין בין כלכלת המדינה לרמת החימוש

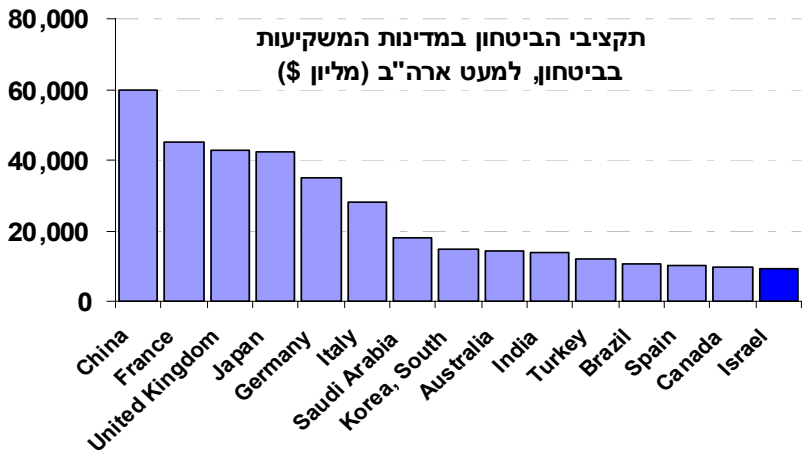
בבחינת התעשיות הביטחוניות יש להביא בחשבון את הנתונים הגיאו פוליטיים. הבנת התהליכים הפוליטיים והכלכליים ברמת המאקרו תאפשר ניתוח וחיזוי מדוייקים יותר. הקשר המקודש בין רמת האיום על המדינה, חוסן כלכלתה וההוצאה הביטחונית שלה נשמר ברוב אזורי העולם.

על פי נתוני הלמ"ס, עמדו הוצאות הביטחון הכוללות של מדינת ישראל בשנת 2003 על כ- 12 מיליארד דולר, שהם כ- 11% מהתוצר. התל"ג של ישראל מגיע לרמה של כ- 115 מיליארד דולר והתוצר לנפש ל- 18,000 דולר לשנה. מדינת ישראל, ממוקמת במקום ה- 32 בעולם מבחינת תוצר לאומי (אבסולוטית), במקום ה- 41 מבחינת תוצר לנפש ובמקום ה – 16 בעולם מבחינת היקף הוצאות הביטחון. משקולת זאת על תקציבה של ישראל הינה (בין השאר) נגזרת של תקציבי הביטחון של המדינות המהוות איום אסטרטגי על מדינת ישראל.

להלן מספר גרפים המתארים את הרכב תקציבי הביטחון של המדינות השונות.



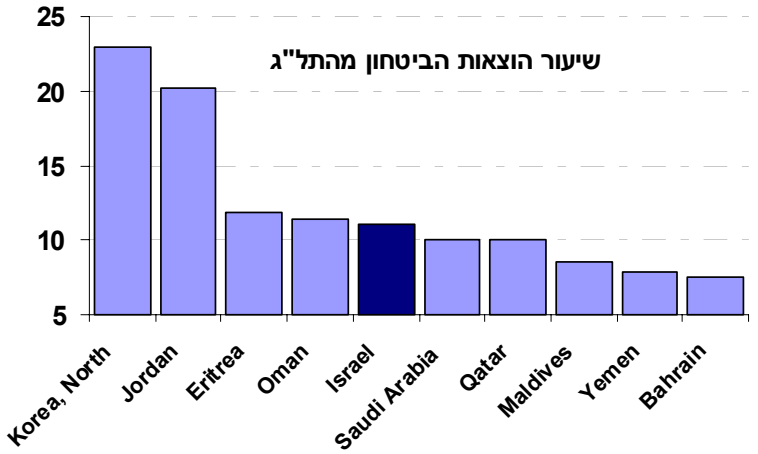
בישראל חלקה היחסי של ההוצאה הביטחונית מהתוצר הוא הגבוה ביותר. מלבד ירדן, שלה תוצר מקומי נמוך יחסית.



הנתונים בגרף משמאל מעודכנים לשנת 2002. סין היא המדינה השניה בהוצאות הביטחון לאחר ארה"ב (לא נכללו נתונים אודות רוסיה) ישראל נמצאת במקום ה- 16 אחרי ברזיל ספרד וקנדה. ערב הסעודית היא המדינה השמינית מבחינת ההוצאות הביטחוניות.

מקור: משרד ההגנה האמריקאי

שיעור הוצאות הביטחון מהתוצר, בקרב המדינות בעלות השיעורים הגבוהים ביותר



ישראל ממוקמת חמישית מבחינת הוצאות הביטחון כחלק מהתוצר. המדינות המוצגות בקטגוריה זו הן מדינות החוששות לביטחונן. החשש מקבל ביטוי ביחס החריג שבין התוצר להוצאות הביטחון. הממוצע העולמי הוא סביב 3% מהתוצר. ארה"ב מובילה את רשימת תקציבי הביטחון הממשלתיים עם תקציב ביטחוני של כ- 420 מליארד דולר בשנת 2004.

מקור: משרד ההגנה האמריקאי (לא נכללו נתונים על רוסיה)

מהגרפים הנ"ל ניתן לראות שאחרי צפון קוריאה אשר רואה עצמה מאויימת, על ידי דרום קוריאה, ארה"ב ותושביה שלה, נמצאות בעשיריה הראשונה 7 נציגות מאיזורנו. המשמעות של הנתונים הללו שמדינת ישראל אינה יכולה להרשות לעצמה שלא להשקיע סכומי עתק בביטחון, וזאת גם כדי לשמור על הפער האיכותי מול מדינות האיזור. מבין 16 המדינות אשר תקציב הביטחון שלהן הוא הגדול ביותר בולטת ערב הסעודית המוציאה 10% מהתוצר על הוצאות הביטחון. ישראל, בעלת הכלכלה הקטנה ביותר מבין ה- 16 הנ"ל ובעלת הצבא הקטן ביותר משקיעה את מירב הכספים כדי להצטייד בטכנולוגיה עילית. הפתרונות של החברה בתחום ציוד החי"ר עולים בקנה אחד עם האסטרטגיה של צה"ל. גם בפרוייקט צבא היבשה הדיגיטלי אשר נועד להצעיד את צה"ל בכלל ואת כוחות השדה בפרט לעידן של טכנולוגיה מתקדמת יותר, בין השאר בזכות שילובן של מערכות שליטה ובקרה בין יחידתיות ובין זרועות הצבא השונים עולה בקנה אחד עם הפחתת כח האדם המתוכננת בצה"ל על חשבון התמקדות בטכנולוגיה מתקדמת.

5. ניתוח השוק הביטחוני

5.1 HOMELAND SECURITY:

אירועי ה-11 בספטמבר היו קו פרשת המים של התעשיות הביטחוניות בעולם כולו

במהלך שנות התשעים סבלו תעשיות הנשק העולמיות מתקופת שפל, בעיקר בשל הצטמצמות תקציבי הביטחון העולמיים. נקודת המפנה היתה ב- 11 בספטמבר 2001. הפיגוע במגדלי התאומים פגע אמנם קשות בתעשיות האוויריות האזרחיות, אולם כתוצאה מהגדלת תקציבי הביטחון האמריקניים והמלחמה בטרור, רשמו התעשיות הביטחוניות התאוששות מרשימה. השפעת המלחמה בטרור צברה תאוצה בינלאומית אשר צפויה להסב רווחים, לאורך שנים, לרוב החברות העוסקות בתחום ביטחון הפנים, אבטחת התעופה האזרחית ואמצעי לחימה המיועדים להתמודד עם איומי הטרור. תחום ה- HOMELAND SECURITY יצא מאלמוניותו והפך לנושא ה"חם" של העשור הנוכחי. המובילה בתחום זה היא ארצות הברית שצפויה להוציא בשנת 2005 על תחום זה בלבד מעל 130 מיליארד דולר. בעקבות אירועי 11 בספטמבר הוקם גוף לביטחון המדינה אשר תפקידיו לרכז את כל אמצעי המיגון הרלוונטיים לאוכלוסייה בתוך ארה"ב. בסמכותו גם לקבוע תקנים בכל האמור לגילויי חומרים, הן חומרי נפץ והן חומרי לחימה כימית או ביולוגית. אנו מעריכים כי כאשר יקבעו תקנים בתחום לגבי רמת האבטחה הנדרשת מפני פיגועי טרור הם יהיו תקנים מחייבים מבחינה בינלאומית. שדות תעופה ומקומות ציבוריים נוספים ידרשו, הן על ידי השלטון המרכזי והן על ידי חברות הביטוח, לעמוד באותם סטנדרטים ביטחוניים.

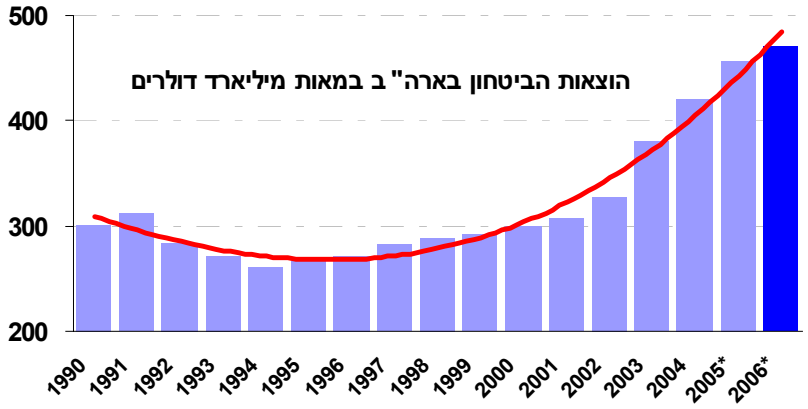
5.2 שינוי המגמה בתקציבי הביטחון

בשלוש השנים האחרונות תקציב הביטחון הגלובאלי במגמת עליה

לאחר תקופה ארוכה של יציבות ואפילו ירידה, רשמו תקציבי הביטחון הגלובליים עלייה בשלוש השנים האחרונות. העלייה בתקציבי הביטחון הינה תופעה גלובאלית, אולם אף מדינה לא הגדילה את תקציבי הביטחון שלה כמו ארצות הברית. העלייה בתקציבי הביטחון הגלובליים משקפת בעיקר את העלייה הדרסטית של תקציב ההגנה האמריקני שעלה בשנת 2002 ב- 14.5% ל- 336 מיליארד דולר. בשנת 2003 עלה תקציב הביטחון האמריקאי ב- 15% ל- 386 מיליארד דולר, ובשנת 2004 התקציב עלה בשיעור מתון יותר של 8.8% ל- 420 מיליארד דולר. התחזית היא כי בשנת 2005 ימשיך תקציב ההגנה לעלות ב- 9% ויעמוד על מעל 450 מיליארד דולר. הגידול בתקציב ההגנה האמריקני נובע בין השאר מהמלחמה בעיראק ומהווה כיום 45% מתקציבי ההגנה בעולם. בשל כך, כל שינוי בתקציב ההגנה האמריקני משפיע על כלל התעשייה הצבאית העולמית. על פי ההערכות של משרד ההגנה האמריקאי, מדינות כמו ארה"ב, בריטניה, צרפת, הודו וסינגפור ימשיכו להגדיל את תקציבי ההגנה שלהן בשנים הבאות בקצב של 5% -10% לשנה.

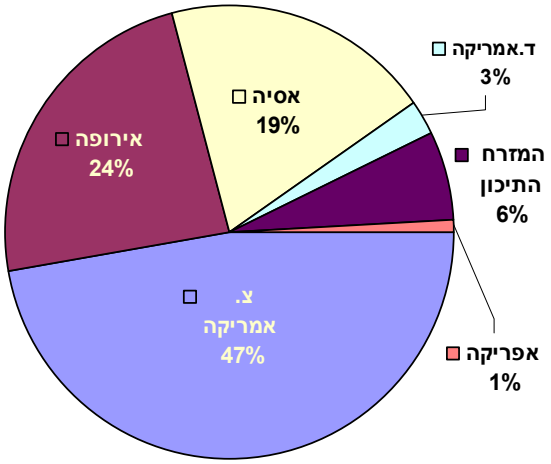
ענף התעשיות הביטחוניות פונה בעיקר לשוק האמריקאי המהווה כ- 45% מהשוק העולמי.

משרד ההגנה האמריקני מעריך כי תקציבי ההגנה הגלובליים יגיעו ל – 920 מיליארד דולר בשנת 2006. להערכתנו הוצאות ההגנה של ארה"ב ימשיכו לגדול בחמש השנים הבאות בשיעור של לפחות 3% בשנה, כך שההזדמנויות לטכנולוגיות מבוססות על ידע ובעלות ערך מוסף רק תגדלנה. השוק המבטיח ביותר נמצא בתחומי המודיעין והלחימה בטרור.



מקור: משרד ההגנה האמריקאי
** הערכת סולומון שוקי הון*

5.3 הוצאות הביטחון העולמיות בחלוקה ליבשות



כאשר בוחנים את ההשקעות בביטחון על פי יבשות ניתן להבחין כי השוק האמריקאי מהווה כמעט מחצית ההוצאה העולמית על ביטחון. קצב הגידול בהוצאות הביטחון באסיה הוא המשמעותי ביותר. מדינות אסיה שעד לפני עשור סבלו מצבא ירוד משמעותית מבחינה טכנולוגית רוכשות כיום את הציוד המתוחכם והחדיש ביותר. סין והודו נמנות על חמשת יבואניות הנשק הגדולות בעולם. להערכתנו מגמה זו צפויה להימשך גם בשנים הקרובות. כך שאם החברה תטיב למצב את עצמה בשוק האמריקני ובשווקי אסיה היא צפויה לגדול בשיעורים שאינם נופלים מהגידול של תקציבי הביטחון באותם אזורים וזאת בזכות הטכנולוגיה המתקדמת שברשותה.

נתונים: משרד ההגנה האמריקאי

5.4 השוק האמריקאי

השוק האמריקאי הוא השוק החשוב ביותר לחברה. אנו סבורים כי הבנת המגמות בשוק זה תעזור לקבוע לאן פניה של החברה בעתיד. אחד מהאיומים הביטחוניים שארה"ב רואה מולה הם ארגוני הטרור הבינלאומיים והמדינות המשתפות פעולה עם הארגונים הללו. הדרך היחידה לשמור על עליונות צבאית תמידית היא באמצעות פיתוח אמצעי לחימה חדישים שיתנו מענה לנשק המצוי בידי המדינות בקבוצת ההתייחסות הרלוונטית. עם זאת, לדעתנו, אחד האיומים המשמעותיים, אם לא העיקרי שביניהם, הוא טרור לא קונבנציונאלי. איום זה צובר תאוצה בשנים האחרונות והוא "החלום השחור" של ארה"ב. אפשרות של זליגת נשק גרעיני או נשק לא קונבנציונאלי אחר לידיים "הלא נכונות" והחשש מפני פעולת טרור בעלת השפעה אסטרטגית, מחייבת היערכות שונה.

כל האיומים הנ"ל מצריכים אמצעי התגוננות מגוונים, אמצעי ביון ומעקב ובכלי נשק מדוייקים היכולים לפגוע במטרות אשר ממוקמות בלב אוכלוסיה אזרחית וכל זאת תוך גרימת נזק מינימאלי לאוכלוסיה. הפתרונות של החברה בתחום גילוי החומרים, כמו גם בתחומי הנשק המדוייק עשוי לאפשר התגוננות מפני אחד האיומים העתידיים הגדולים ביותר.

נציין כי הטרור צומח בתוך האוכלוסייה ומנצל את האוכלוסיה המקומית על מנת להסתתר בתוכה. כלי המלחמה בטרור הפכו למגוונים יותר וכוללים שיתוף פעולה בין מדינות, הן בתחום המודיעיני והן בתחום החקיקתי. בעקבות אירועי הטרור בניו יורק בספטמבר 2001 עוסק שירות הביון האמריקאי בחיפוש אחר אמצעים מודיעינים נאותים לצורך מלחמתו בטרור העולמי. הוקמו גופים ביטחוניים אשר אמורים לטפל במגוון רחב של בעיות שעלולות לצוץ כחלק מהמלחמה בטרור. בעיה אחת לדוגמא היא הפגיעה ברשות הפרט בשל חיפוש בחפצים אישיים ובתיקים בכניסה למקומות ציבוריים. כיום מספר חברות בוחנות אפשרות של ביצוע בדיקות כוללות ואינטנסיביות וזאת מבלי לפגוע בשיגרת החיים.

התעשיות הביטחוניות האמריקאיות מאופיינות בחברות ענק אשר עובדות במשך שנים עם משרד ההגנה האמריקאי. חברות כגון לוקהיד מרטין, מוכרת כ- 31 מיליארד דולר של ציוד בטחוני בשנה. בואינג מוכרת ציוד ביטחוני בכ- 27 מיליארד דולר בשנה. המוטיבציה של משרד ההגנה האמריקאי להכניס חברות זרות, כל שכן קטנות, נמוכה מאוד.

קיימות מספר חברות המפתחות מערכות מתקדמות בפרויקטים משותפים עם חברות אמריקאיות או בשיתוף פעולה מימוני עימן. לעזרה ולסיוע הביטחוני מארה"ב יש מחיר הבא לידי ביטוי בתלות של התעשיות הביטחוניות הישראליות בארה"ב. על התעשיות הביטחוניות

הישראליות להתחשב בצרכים הטקטיים והאסטרטגיים של ארה"ב. לדוגמא, עסקאות בטחוניות עם סין נתקלות בווטו אמריקאי, הדוגמה המוכרת ביותר היא עסקת הפאלקון עם ממשלת סין, שבוטלה בלחץ האמריקאים.

בשנת 2008 תיערך אולמפיאדה בסין. בניית המתקנים האולימפיים נמצאת כיום בשיא וכך גם ההיערכות הביטחונית של סין לקראת האולימפיאדה. חברות ישראליות בתחומי הביטחון ממעטות ליטול חלק במכרזים המתפרסמים בימים אלה בשל חששות האמריקאים לזליגת טכנולוגיה ביטחונית לסין. ככל הנראה, אם יטלו חברות ישראליות חלק בהיערכות לאולימפיאדה, יהיה זה בעיקר כקבלני משנה של חברות אירופאיות או אמריקאיות.

ההערכות הנוכחיות של הפנטגון הן כי תקציבי הביטחון הכלל עולמיים יגדלו ריאלית במהלך השנים הקרובות, כחלק מהתאמת הציוד הצבאי להגנה מפני איומי הטירור והפיכתו למתוחכם יותר. אנו סבורים כי החברה נמצאת בשוק הנכון ובזמן הנכון על מנת לספק את מוצריה בשוק שרק לאחרונה החל להתעורר. אנו סבורים כי גם בעתיד יקפיד הממשל האמריקאי לשמור על עליונות טכנולוגית של צבא ארה"ב אשר תתאים את עצמה יותר ללחימה בשטח בנוי. אנו סבורים כי בשנה הקרובה תמשיך החברה להשתלב בשוק האמריקאי וזאת לא מעט בזכות הניסיון המבצעי שכבר נצבר בצה"ל בתפעול חלק מהמערכות.

5.5 השוק האירופי

התעשיות הביטחוניות הישראליות פופולריות באירופה. המוצרים הישראליים נחשבים לאמינים, זולים יחסית ובעלי ניסיון מבצעי. חברות ישראליות מיוצגות באופן מכובד בתערוכות ברחבי אירופה ומתמודדות עם חברות בינלאומיות אחרות בענף.

השוק האירופי (מדינות האיחוד ובראשן בריטניה וצרפת)' הוא השוק הגלובאלי השני בגודלו בעולם למכירות נשק. מדינות האיחוד האירופי מקשות על הספקים מחוץ לאירופה להשיג דריסת רגל בשוק הביטחון האירופי. ברוב המכרזים הנערכים באירופה קיימים תנאים בחוזה מחייבים ספקים לשתף באחוזים מסוימים עסקים אירופיים. על פי המגמה המסתמנת, בטווח הארוך, צפויה אירופה להפוך לשוק הנשען בעיקר על חברות אירופאיות. למרות הקשיים הרגולטורים שמציבים האירופיים, חברות אירופאיות רבות מעונינות לשתף פעולה עם חברות ישראליות.

התעשיות הביטחוניות הישראליות פופולריות מאוד באירופה בשל העובדה שהמוצרים הישראליים נחשבים לאמינים, זולים יחסית ובעלי ניסיון מבצעי. חברות ישראליות מיוצגות באופן מכובד בתערוכות ברחבי אירופה ומתמודדות עם חברות בינלאומיות אחרות בענף.

בשנה שעברה בוצעו שתי עסקאות בהן רכשו חברות ישראליות מהתעשיות הביטחוניות חברות דומות באירופה. אלביט מערכות רכשה את החברה הבלגית OIP ותדיראן קשר רכשה 75% ממניותיה של חברת TELEFUNKEN הגרמנית. לשתי העסקאות מאפיינים דומים: רכישת חברות בסדר גודל בינוני, אשר בין לקוחותיהן נמנים משרדי ההגנה באירופה. הרכישות בוצעו על מנת שחברות אלו תשמשנה זרוע ארוכה לשווק פיתוח ויצור מוצרים עבור השוק האירופי ונאט"ו. כיום החברה מוכרת במרבית מדינות אירופה, אך אין בכך די. על מנת לעלות מדרגה וליטול חלק במכרזים אסטרטגיים אמורה החברה להקים או לרכוש שלוחה אירופאית. אנו מעריכים כי החברה תבצע מהלך כאמור על ידי רכישת חברה משוויץ או חברה מספרד הצפויות לתת פתרון הולם להפצת מערכות המשולבות במוצרי החברה ברחבי אירופה.

בעוד מדינות אירופה מבקרות את מדיניותה של ישראל מבחינה פוליטית, הן מעריכות את התעשיות הביטחוניות הישראליות.

עד לשנת 2000, ההתקשרויות בין התעשיות הביטחוניות לשוק האירופי היו מוגבלות להסכמים של שיתוף פעולה בלבד. בשנים האחרונות ניתן להבחין במהפך מחשבתי בקרב התעשיות הללו, כאשר הן פונות לרכש אסטרטגי של חברות העוסקות בתחומן באירופה תוך ניסיון לניצול הזדמנות ולהיכנס לסדק המתרחב בין מדינות אירופה לארה"ב. התעשיות הביטחוניות מנסות למצוא שווקים חדשים למוצריהם. כיום התעשיות הביטחוניות הישראליות יכולות להציע למדינות האיחוד האירופי טכנולוגיה מתקדמת שעשויה לצמצם את הפער בינן לבין ארה"ב.

על מנת להעריך ברמה אסטרטגית את רמת המכירות לשוק האירופי בעתיד, יש לבחון מספר תהליכים שהתרחשו לאחרונה ולבחון את השפעתם על צבר ההזמנות וכן השפעתם

על אופי המוצרים שימכרו בעתיד. ראשית ננסה לענות על השאלה, האם היחסים הביטחוניים והפוליטיים- מדיניים הולכים "יד ביד". הדוגמא הטובה ביותר היא מערכת היחסים עם צרפת. בעוד שנשיאה, ז'אק שיראק, תוקף את מדיניות ישראל ברמה הפוליטית-מדינית, נותרה צרפת ידידה טובה של ישראל מבחינה ביטחונית. הבחנה זו טובה לכל מדינות אירופה, כאשר לצד ביקורת פוליטית נוקבת מובעת ההערכה לצה"ל ולטכנולוגיה הצבאית הישראלית. מרבית המדינות האירופאיות הרוכשות נשק מישראל אינן חפצות בפירסום וזאת מחשש לנזקים פוליטיים. נציין, כי המימסדים הביטחוניים באירופה דוחפים לשיתוף פעולה עם ישראל ולהידוק הקשרים הביטחוניים עימה. אנו סבורים כי בשל מעמדה של צרפת באיחוד האירופי, הדרך של ישראל לביסוס שיתוף פעולה עם מדינות אירופה עוברת דרך צרפת.

חברות האיחוד האירופי החליטו בוועדת הלסינקי (1999) ובוועדת ניס (2000) על הקמת כוח משימה צבאי, המיועד לאכיפת שלום ברחבי אירופה ולטיפול יעיל בסיכסוכים. הדיונים הביאו להקמתו של כוח הגנה אירופי (EDA). ה- EDA אמור לקבוע סטנדרטים אחידים בתחום ההצטיידות הצבאית של החברות באיחוד והוא מסתכל על ארה"ב כעל מודל מוצלח בכל הקשור לחימוש וניהול הכוחות המזוינים. השוואה זאת נותנת לחברה אפשרות להשתלב בעתיד באופן מאסיבי יותר בשוק האירופי ולהוות גשר בין הטכנולוגיה האירופאית לאמריקנית.

החברה עשויה לספק בעתיד לאירופה טכנולוגיות מתקדמות שיאפשרו לאירופאיים לגשר על הפער בינם לבין האמריקאים

בעקבות אירועי ה- 11 בספטמבר, המלחמה באפגניסטן והמלחמה בעיראק, החלו גם האירופאים להילחם נגד הטרור. בנוסף, חלק ממדינות אירופה נטלו חלק פעיל במלחמה באפגניסטן ובעיראק: בריטניה, פולין וספרד נלחמו לצד האמריקאים באפגניסטן ובעיראק ואף "זכו" לביקורת חריפה מבית בשל כך. המאבק בטרור העולמי מחייב גם את אירופה, בדומה לארה"ב, להתאים את כלי הנשק שברשותה על מנת להתמודד עם האיומים החדשים. אנו מעריכים, כי היקף שוק ביטחון הפנים באירופה ילך ויתרחב בשנים הקרובות כיוון שמדינות מערב אירופה "לא תרשנה לעצמן לפגר טכנולוגית" אחרי מדינות כמו ארה"ב וסין. אנו סבורים, כי חרף כל הקשיים הנ"ל, עשויה החברה להגדיל את היקף המכירות לשוק האירופי. אנו מסתמכים, בין השאר, על רכישת חברה אירופית בתחום הביטחוני.

5.6 אסיה

מספר מדינות ממזרח אסיה, ובראשן: הודו, תאילנד, דרום קוריאה, סינגפור וטייוואן מהוות גם הן פוטנציאל למוצרים הישראלים, במיוחד בתחום מערכות האבטחה ובתחום ביטחון הפנים. חלק מהמדינות האסייתיות סובלות מבעיות כגון סכסוכי גבול, הברחות סמים, פשע והגירה לא חוקית. המחסום העיקרי בפני כניסה לחלק מהמדינות הנ"ל ולסין, הן מגבלות ביטחוניות החלות, כאמור, על כל החברות העוסקות בתחום בישראל. נציין, כי בעבר המשבר הכלכלי באסיה צמצם את הוצאות עבור הצטיידות ביטחונית, אך בשנים האחרונות, עם הסימנים של התאוששות הכלכלות בחלק זה של העולם החלו גם התעשיות הביטחוניות המקומיות להתאושש. אין ספק, כי התעשיות שאכן ימכרו לאותן מדינות צפויות לגדול בקצב משמעותי.

אנו סבורים כי הודו תהווה מדינת עוגן בדרום מזרח אסיה עבור החברה. על פי כל הסימנים הודו אכן מסתמנת כמדינת העוגן האידיאלית באזור, וזאת לא רק בזכות שיעורי הצמיחה המדהימים אלא גם בזכות השלטון הדמוקרטי, גודל האוכלוסייה, צרכי הביטחון, טיב הקשרים עם מדינת ישראל וניסיונה העשיר של קבוצת סולתם (בעלת השליטה בחברה), בהודו. כל אלה יאפשרו ל- ITL נחיתה רכה ככל האפשר בתת היבשת ההודית. לדברי הנהלת החברה צבא הודו כבר תיקצב רכישת 4,500 מערכות N-CORS שאספקתן, כאשר תתקבלנה ההזמנות, צפויה להניב לחברה הכנסות של עשרות מיליוני דולרים.

להודו, המדינה בעלת האוכלוסייה השניה בגודלה בעולם, מספר בעיות ביטחוניות. ראשית המדינה סובלת מסכסוך אסטרטגי רב שנים מול פקיסטאן על השליטה בחבל קשמיר. סכסוך זה נמשך שנים בעצימות נמוכה אך דורש משאבים גדלים והולכים, וזאת על מנת לתת רמת ביטחון נאותה לתושבים ולא לפגוע בתיירות. בעבר, היתה רוסיה (ברה"מ), ספקית הנשק העיקרית וכמעט היחידה להודו. כיום, ארה"ב אינה מאפשרת מכירת טכנולוגיות צבאיות

מתקדמות להודו בשל הסכסוך עם פקיסטאן, ולכן פונה הודו אל השוק הישראלי שיכול לספק טכנולוגיה צבאית מוכחת ברמה ראויה.

בהודו מתרבים החששות מפעילות טרור מצד קבוצות אתניות שונות או ארגוני טרור בינלאומיים. בעיות נוספות הקיימות בהודו ואשר השלטונות מתקשים להתמודד עימן בהצלחה הן: הסתננויות וניצול גבולות פרוצים באזורים מסוימים לצורך הברחות. אנו סבורים כי ניתן לשלב את מוצרי החברה באופן מסיבי גם באבטחת הגבולות, באמצעות אמצעי תצפית ומודיעין תוך שדרוג טכנולוגי של כוחות החי"ר.

לפני כחמישה חודשים התחולל בהודו מהפך פוליטי ובעקבותיו נשמעו דעות שונות בדבר עתיד היחסים הכלכליים בין הודו לישראל. אנו סבורים כי החששות הללו הם מוגזמים מכיוון שהיקפי הסחר הנוכחיים בין שתי המדינות הם משמעותיים ביותר. היצוא של הטכנולוגיה העילית להודו צמח בתשעת החודשים האחרונים ב- 95% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. אנו מעריכים כי היקף המוצרים הביטחוניים עלה על 110% לעומת התקופה המקבילה. קיימת תלות הדדית בתחום התעשיות הביטחוניות והזמנות שכבר בוצעו מגובות בביטחונות.

בשלוש השנים האחרונות החל באסיה תהליך של שידרוג טכנולוגי. התהליך צפוי להמשך להערכתנו לפחות עד לסוף העשור. משמעות הכניסה לשוק האסיאתי בשלב הנוכחי היא בניית מנוע צמיחה חשוב לחברה ופתיחת פתח לשיתוף פעולה גם בעתיד.

6. פוטנציאל מוצרי זיהוי החומרים

6.1 הקמת L.D.S:

לפני מספר חודשים הודיעה החברה על הצלחתה באיתור וזיהוי מרכיבי חומרים באמצעות לייזר, ועל כוונתה להמשיך ולפתח תחום זה. לאחרונה אף דווחה החברה על הקמתה של חברה חדשה שתעסוק בתחום בשם: **LDS (LASER DETECT SYSTEMS)**. במסגרת ההקמה מתכננת החברה לגייס סכום של כ- 5 מליון דולר ממקורות חיצוניים. עד כה גייסה LDS 2.75 מליון דולר מתוך 5 מליון דולר. הגיוס בוצע בהנפקה פרטית על פי שווי של 15 מליון דולר לפני הכסף. בכוונת החברה להשתמש בכספים שגוייסו על מנת להמשיך ולפתח מוצרים בתחום במהירות המירבית.

6.2 הטכנולוגיה:

הטכנולוגיה המיושמת על ידי החברה קרויה בשם "ספקטרוסקופיית לייזר". טכנולוגיה זו מוכרת כבר עשרות שנים אלא שעד כה טרם בוצעה באמצעותה פריצת דרך טכנולוגית. טכנולוגית ספקטרוסקופיית הלייזר נחשבת בקרב המדענים בתחום לאחת מאותן טכנולוגיות, אשר התגברות על מספר בעיות בתהליך יישומן - עשויות לגרום לפריצת דרך מדעית בקנה מידה עולמי. כיום, קיימות ברחבי העולם מספר חברות המישמות את הטכנולוגיה הנ"ל, אם כי ליישומים שונים כגון: חקר החלל, מחקרים בכימיה ובפיזיקה וביצוע אנליזה לחומרים שונים. זיהוי החומרים מתבצע באופן הבא:

בשלב הראשון, נשלחת קרן לעבר החומר הנבדק. הקרן פוגעת בחומר וחוזרת אל מתקן השיגור. המבנה והצבע של הקרן החוזרת משתנה בהתאם לסוג החומר הנבדק. המערכת אמורה, באמצעות אלגוריתם מיוחד פרי פיתוח החברה, להשוות את תכונות הקרן המוחזרת לזיכרון החומרים שזוהו בעבר והוגדרו זה מכבר למערכת, ובאם ישנה התאמה המערכת מודיעה שהחומר זוהה.

6.3 השוק היצרני:

החברה פיתחה במשותף עם חברת פוספטים בארה"ב (IMC-GLOBAL inc), מערכת זיהוי חומרים שנוסתה במפעל בפלורידה. המערכת הנ"ל מוצגת בימים אלו לקהל היעד. החברה דיווחה על מגעים עם מפיצים פוטנציאליים להפצת המערכת ברחבי העולם. המכשיר מבצע דגימת עפר של הפוספטים ביעילות של מעבדה, כאשר החומר נע על מסוע במהירות של 9

קמ"ש. החברה צופה כי צפוי ביקוש רב בתחום היצרני למכשיר המאפשר אנליזת חומרים בזמן קצר ביותר ובאיכות גבוהה. החברה צופה כי בעתיד יופעלו מכונות דומות באתרי מחצבים של פחם ויהלומים. היתרון העיקרי של המכשיר טמון באפשרות לאתר תקלות ואי אחידות בחומר הגלם עוד במהלך היצור ולתקנן/להתריע עליהן בו במקום. כתוצאה מכך, מתאפשר חיסכון רב בעלויות היצור. עם זאת, יש להביא בחשבון כי על מנת להכניס מוצרים נוספים לשוק, החברה נזקקת לפיתוח והתאמת המוצר ליעודו הספציפי. לפחות בשלבים הראשונים, נדרשות התאמות רבות בכל הקשור לאופי המוצר ולשימושים השונים שיעשו בו. אנו סבורים כי כבר בשנת 2005 ימכרו מערכות נוספות וישתלבו בתעשיה בכלל ובתעשיית הפוספטים, בה כבר צברה החברה נסיון, בפרט. על פי הערכת החברה צפויות להמכר כ- 10 מכונות בתחום עד למחצית שנת 2005. הפוטנציאל הכולל בתחום זיהוי החומרים בתעשיה הוא רב. אנו סבורים שנכון יהיה להעזר בסבלנות ולבדוק, באופן פרטני, כל התקדמות בתחום. הנהלת החברה סבורה כי היישומים הנ"ל יתפתחו לכלל שווקים חדשים ומשמעותיים.

6.4 ישומים רפואיים:

כיום מבוצע זיהוי החומרים במעבדות. רמת הוודאות בתהליך הזיהוי היא גבוהה, אך לא אחת עורכות הבדיקות הללו זמן רב. באמצעות זיהויים של חומרים מסויימים ואפילו ברמת וודאות נמוכה מהמקובל בתחום, ניתן לא אחת לקבל אינדיקציה ראשונית למצבו של החולה ולתת לו את הטיפול הנכון בזמן המהיר ביותר. על פי חוות דעת שקבלה החברה מאורולוג מומחה, עולה כי יתכנו שימושים רפואיים בעיקר בכל הקשור לזיהוי חומרים כגון אבנים בכליות ובכיס המרה. זיהוי מדוייק של הרכב האבן יאפשר טיפול מדוייק ויעיל.

6.5 השוק הביטחוני:

תחום זיהוי החומרים, צפוי להערכתנו לבוא לידי ביטוי בעיקר בשוק הביטחוני. כאשר תיושם הטכנולוגיה בהצלחה בשוק הביטחוני, היא עשויה להביא לשינויים מרחיקי לכת בכל הקשור לתפיסות ההגנה האזרחיות המוכרות כיום. כניסת מוצר מדף לזיהוי חומרי נפץ ממרחק, כחלק מהגנה נקודתית, מרחבית או באמצעות בדיקת חפץ נגוע בחומר נפץ, צפוי לחולל מהפכה בשוק ביטחון הפנים. האפשרות לזהות חומרי נפץ ממרחק, וזאת מבלי שנושא חומר הנפץ יהיה מודע כי הוא נתון למעקב, יהווה קפיצת מדרגה ענקית בכל האמור להתגוננות בפני טרור, אבטחת מקומות ציבוריים, מעברי גבול יבשתיים, כנסים המוניים, שדות תעופה ועוד. כל המקומות הנ"ל יאובטחו בעזרת לייזר שתפקידו לזהות חומרי נפץ.

פוטנציאל ההכנסות הגלום ביישום הביטחוני הוא עצום, בעיקר אם תהייה ITL הראשונה שמוציאה מוצר מוכח בתחום.

זיהוי חומרי נפץ אינו פשוט. מלבד העובדה שקיימים סוגים שונים של חומרי נפץ תקניים ובלתי תקניים, התגובה הספקטרוסקופית ל- TNT ולחומרים אחרים כגון סוכר, למשל, דומה למדי. מגבלות נוספות שעל החברה להתמודד עימן קשורות לגודל המכשיר וליכולות השינוע שלו. תכונה נדרשת נוספת היא כי אורך הקרן והספק השידור יעמדו בתקנים המקובלים של בטיחות לעיניים. החברה פועלת תוך שיתוף פעולה עם גורמי החבלה של משטרת ישראל, שצברה לצערינו, ניסיון רב בתחום סוגי חומרי הנפץ. נציין כי שיתוף פעולה זה עשוי להעניק למוצרי החברה מוניטין ואמינות בשל הערכה הרבה בעולם לנסיון שניצבר במחלקת החבלה של משטרת ישראל.

בשנה האחרונה הוציאה אמריקה התאגידית כ- 50 מיליארד דולר על אמצעי התגוננות מפני טרור. על פי ההערכות, קצב ההשקעות באמצעים אלה צפוי גדול פי שלושה ביחס להוצאה לפני ספטמבר 2001. הוצאות הממשל הפדראלי הגיעו בשנה האחרונה ל- 40 מיליארד דולר, שהם כפול מההוצאות לפני שלוש שנים. השקעת המדינות והמחוזות במיגון נגד טירור הגיעה לסך של 7 מיליארד דולר בשנה האחרונה. סך כל ההשקעה על אמצעי התגוננות מפני טרור מוערכת ב- 100 מיליארד דולר בשנה האחרונה. בנוסף, יתכן ובעתיד ידרשו חברות הביטוח שגופים שונים אשר אחראים על אבטחת אתרים המועדים לפיגועי טרור ינקטו באמצעים שונים על מנת להפחית את ההסתברות לאירועים כאמור.

אנו מייחסים חשיבות מכרעת למשך הזמן שידרש לחברה על מנת להביא מוצר איכותי ואמין בתחום הביטחוני. להערכתנו, ובעקבות שיחות שנערכו עם הנהלת החברה, אנו סבורים כי

החברה ביצעה כבר את פריצת הדרך הטכנולוגית וכי יתכן כי היא תצא עם מוצר מוגמר כבר בשנת 2005. אין ספק כי מהירות הוצאת המוצר ואמינותו הן הפקטור העיקרי בכל הקשור להערכת שווי החברה הבת.

מתוך מודעות לחשיבותו הקריטית של גורם הזמן בהוצאת מוצר לשוק, ועל מנת להאיץ תהליך זה ולהפחית את הסיכונים העיסקיים הכרוכים בכישלון, קיבלה הנהלת החברה החלטה לגייס לחברת LDS כ- 5 מליון דולר מגורמים פרטיים (25% משווי החברה לאחר הכסף). יעודה העיקרי של ההנפקה הפרטית הוא האצת תהליך פיתוח המוצרים לתחום הביטחוני. כתוצאה מהגיוס הנ"ל צפויה החברה לרשום רווח הון בגין כל הסכום הואיל והוצאות הפיתוח והמחקר הוכרו בעבר בדוחות החברה.

7. נתונים פיננסיים

7.1 הכנסות:

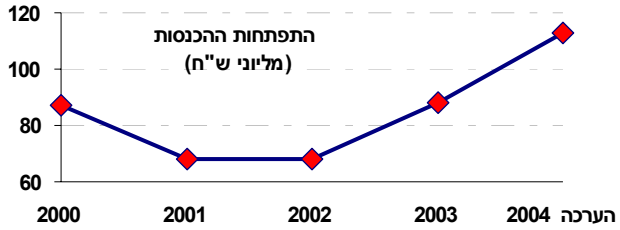
7.1.1 רמת הכנסות

בתשעת החודשים של השנה הסתכמו ההכנסות ב- 11.7 מיליון דולר וברבעון השלישי ב- 2.1 מיליון דולר. אנו מעריכים כי ברבעון הבא תדווח החברה על הכנסות של כ- 12 מליון דולר. פעילות החברה סובלת מעונתיות רבה הנגרמת בשל ניצול תקציבי הביטחון בעיקר בסמוך לסוף השנה.

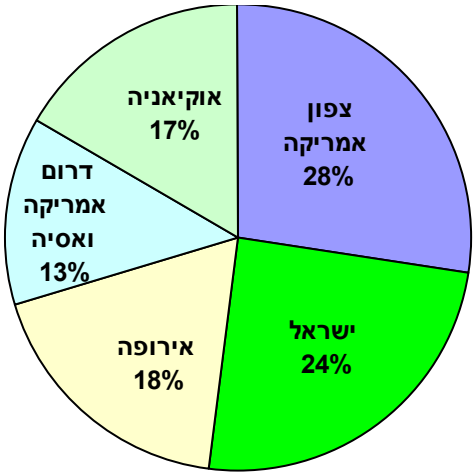
אנו מעריכים, כי החל מהרבעון הבא יחול מפנה ברמת הכנסות החברה, לאחר היציבות שאפיינה את השנים האחרונות. ההכנסות בשנת 2000 הושפעו לחיוב מעיסקה חריגה וחד פעמית בסך של כ- 20 מליון ₪. בסיכום שנת 2000 רשמה החברה שיא מכירות של 87 מליון ₪. בניטרול העסקה החד פעמית שמרה החברה על יציבות ברמת ההכנסות (70 - 65 מליון ₪). בשנת 2003 הציגה החברה התאוששות נאה הן ברמת צבר ההזמנות שעלה מ- 7.7 מליון דולר ל- 21.9 מליון דולר והן ברמת ההכנסות ששבו לצמוח והסתכמו ב- 88 מליון ₪.

7.1.2 חלוקה גיאוגרפית

בעתיד, צפויה החברה למקם עצמה באופן דומיננטי בשני שווקים עיקריים: השוק האמריקאי והשוק האסיאתי. אנו מעריכים כי כבר בשנה הקרובה יתנו מאמצי השיווק של החברה באסיה ובארה"ב את אותותיהם, וכתוצאה מכך לפחות 50% מההכנסות יגיעו מארה"ב ואסיה. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2004 הסתכם היקף המכירות לאירופה בסך של 2.1 מליון דולר, לעומת כ- 2.4 מליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. באיזור אוקיאניה מכרה החברה בסך של 2.0 מיליון דולר לעומת 3.0 מליון בתקופה המקבילה. הירידה בשוק האוקיאני נובעת מעסקת הצטיידות חד פעמית שבוצעה בשנת 2003. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2004 הסתכם היקף המכירות לאסיה בסך של 1.5 מליון דולר, לעומת 2.2 מליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. באיזור צפון אמריקה מכרה החברה בסך של 3.2 מיליון דולר לעומת 2.7 מליון בתקופה המקבילה. בשוק המקומי מכרה החברה בסך של 2.8 מליון דולר לעומת 0.7 בתקופה המקבילה אשתקד.

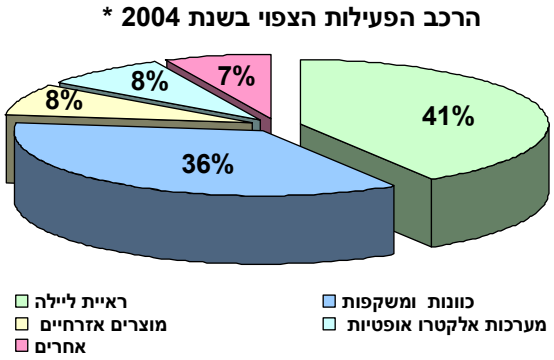


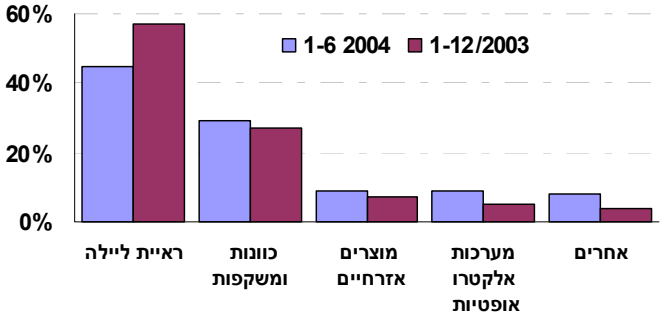
המכירות מתחילת שנת 2004,
פיזור גיאוגרפי



7.1.3 חלוקה לפי מוצרים

התפלגות מכירות החברה בין המוצרים השונים באחוזים



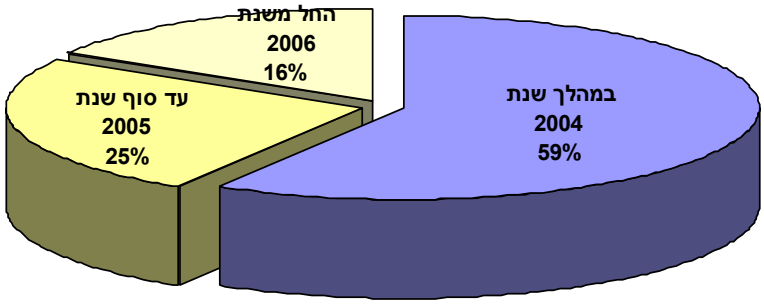


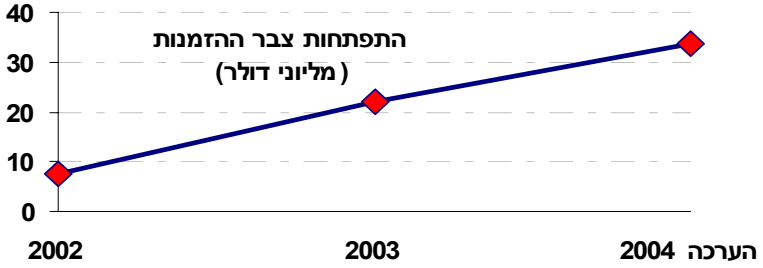
7.2 צבר הזמנות:

צבר ההזמנות של החברה גדל מ- 7.7 מיליון דולר בסוף שנת 2002 ל- 21.9 מיליון דולר בשנת 2003. צבר ההזמנות נכון לסוף הרבעון השלישי עומד על כ- 25.2 מיליון דולר. בצבר ההזמנות לא כלולות עסקאות של חברות מוחזקות ומסונפות ומוחזקות וכן לא כלולות עסקאות אשר לא הבשילו לכדי הסכם רכישה.

צבר ההזמנות של החברה התפתח בשנתיים האחרונות בקצב של מעל 150% לשנה. העליה המשמעותית בצבר ההזמנות והתקופה הקצרה בה צפוי הצבר להיות ממומש, מבטיחה עליה משמעותית בהכנסות החברה בשנים 2005 ו- 2006. בעקבות הגידול החד בצבר ההזמנות והמהלכים האסטרטגיים בהם נוקטת החברה אנו מעריכים כי בשלוש השנים הקרובות תצמחנה הכנסותיה לפחות בכ- 30% בממוצע לשנה.

טווח הביצוע של הפרויקטים
הכלולים בצבר ההזמנות רבעון שני 2004





7.3 השקעות במחקר ופיתוח:

החברה משקיעה במחקר ופיתוח בשיעורים הנעים בין 19%- 13% מהמכירות. בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה השקיעה החברה במחקר ופיתוח 2.2 מיליון דולר, שהם 18.6% מההכנסות באותה התקופה. בתקופה במקבילה אשתקד, השקיעה החברה 1.7 מיליון דולר (15.6% מההכנסות). שיעורים אלו הם גבוהים ביותר ומאפיינים חברות טכנולוגיה עילית בתחילת דרכן. על מנת להגיע לשיעורי רווחיות סבירים, על החברה "ליישר קו", באמצעות יצור הכנסות הגבוהות בכ- 80% כבר בטווח הבינוני. לשם השוואה, חברות אחרות בתחום התעשיות הביטחוניות עתירות

טכנולוגיה, משקיעות 4%-7.5% מההכנסות במחקר ופיתוח. ההשקעה הממוצעת במו"פ בתעשייות הביטחוניות בעולם עומדת על פחות מ- 5%. אנו סבורים, כי חלק הוצאות הפיתוח מהמכירות יצטמצם בשנים הבאות. השיעורים הנוכחיים הגבוהים יחסית של השקעה במו"פ נובעים בעיקר מפיתוח ישומים חדשים אשר טרם באו לידי ביטוי בשורת המכירות והמורכבות הטכנולוגית המאפיינת את פעילות החברה. אנו סבורים כי שיעור הוצאות המו"פ מהמכירות יצטמצם ויגיע בשנים הבאות לשיעור של עד 12%. חלק הארי של ההוצאה (יותר ממחצית מסך הוצאות המו"פ), מהווה השכר: כ- 1.5 מליון דולר על פי נתוני 2003. שכר עובדי המחקר שווה כמעט (על פי נתוני 2003), לשכרם של כל עובדי היצור. לחברה אין גמישות בכל הקשור לניוד עובדים בין מחלקות הפיתוח והיצור. כתוצאה מכך מתקשה החברה לשלוט על הפרופורציות שבין ההכנסות לבין הוצאות המו"פ. הדוגמה הטובה ביותר היא כי ברבעון האחרון היוו הוצאות המו"פ כ- 42% מסך ההכנסות ללא יכולת של החברה לצמצמן, בשל המרכיב הקבוע הדומיננטי בהוצאות שכר עובדי המו"פ. כיום 27% מעובדי החברה מועסקים במו"פ ושכרם מהווה 37% מסך הוצאות השכר של החברה. לצורך מימון המו"פ מסתיעת החברה במדען הראשי ובקרן BRITECH. מענקי המו"פ שהתקבלו מהמדען ומהקרן וטרם הוחזרו, צפויים ברובם להיות מוחזרים במהלך השנים 2004 ו- 2005. יתרת התחיבויות החברה המקסימאלית בגין המחקרים הללו עומדת על כ- 0.7 מליון דולר, נכון לחודש דצמבר 2003. הוצאות המו"פ מוצגות בניכוי השתתפות גורמים זרים ובתוספת תמלוגים לאותם גורמים.

7.4 מבנה ההוצאות בקבוצה:

בדיקת רווחיות לאורך ארבעה רבעונים: את הרווחיות, כמו גם את המכירות של החברה יש לבחון לאורך זמן (ממוצע של כ- 4 רבעונים). יש להביא בחשבון כי החברה עוסקת בפרוייקטים, ובמוצרים הזקוקים לפיתוח בהתאם לדרישות הלקוח. חלק מחוזי ההספקה של החברה הם ארוכי טווח. לחברה אין מספר רב של פרוייקטים ועל כן תוצאות הפעילות רגישות לשינויים בעיתוי הכרה ברווח. דחיית פרויקט או הקדמתו עשויה להיות ההבדל שבין רבעון טוב או רע. בחינת מצב החברה בראיה של ארבעת הרבעונים האחרונים נותנת מידע אמין ויציב יותר של תוצאות הפעילות.

שכר: מבנה ההוצאות של החברה מוטה שכר. הוצאות השכר הן באופיין קבועות, מה שעלול ליטול מהחברה יכולות גמישות במצב של שינויים ברמות הביקוש. הוצאות השכר הכוללות (ללא חישוב ההטבה בגין האופציות שבידי עובדי החברה), הגיעו בשנת 2003 לכ- 5.25 מליון דולר, שהם כשליש מהכנסות החברה. היקף השכר המשולם לאנשי המו"פ בחברה כמעט ומשתווה לשכר עובדי היצור, כאמור, ומעט גבוה יותר מהשכר העמלות והתמלוגים המשלומים עבור מכירה ושיווק. בתוספת הוצאות פחת והוצאות קבועות אחרות מגיעה רמת ההוצאות הקבועות לכמחצית מההוצאות הכוללות של החברה.

עליות חד פעמיות: בשל השינויים האירגוניים שעברה החברה בחודשים האחרונים היא רשמה ברבעון האחרון הוצאות אשר באופיין הן חד פעמיות בהיקף של כ- 150 אלף דולר.

עלויות מימון: ממאזן ההצמדה שפרסמה החברה נכון ליום 30 בספטמבר עולה כי מרבית הנכסים הכספיים, (כ- 82%), דולריים או צמודי דולר. לעומת זאת, 41% מההתחיבויות הכספיות הן שיקליות,15% צמודות למטבע חוץ אחר (אירו) ורק 43% מההתחיבויות הכספיות של החברה הן דולריות. בעקבות החלשות הדולר בעולם, אנו צופים עלייה בשיעור של כ- 70 אלף דולר בהוצאות המימון ברבעון הרביעי, לעומת הרבעון הנוכחי.

אופציות לעובדים: בשנת 1998 ובשנה האחרונה הקצתה החברה אופציות לעובדים . נכון להיום בידי עובדי החברה כ- 332 אלף אופציות. אנו מעריכים את ההטבה המגולמת בהן בסכום של כ- 1.4 מיליון דולר. התחיבות הנ"ל לא רשומה בדוחות החברה. הטבה לבעליה האופציות תבוא לידי ביטוי בעת המימוש כאשר ידוללו בעלי המניות הקיימים.

7.5 מצבה הכספי של החברה:

לחברה יחס שוטף של 1.6 לעומת יחס שוטף של 1.7 בתחילת השנה. מלאי החברה עלה בתשעת החודשים הראשונים בסך של 1.5 מליון דולר. העליה במלאי, שהגיע בסוף הרבעון ה- 3 לכ- 8 מליון

דולר, מגלמת פוטנציאל מכירות של מעל 20 מליון דולר. אנו מעריכים כי כבר בחודשים הקרובים צפוי להתממש מרבית המלאי. לצורך רכישת חברת הרכנת הגדילה החברה את התחיבויותיה לבנקים ונטלה הלוואה על סך 1 מליון דולר. בסוף הרבעון ה- 3 היווה ההון העצמי 29% ממאזן החברה לעומת יחס של 38% בתחילת השנה. הסיבות למינוף החברה הן חלוקת דיבידנד בסך 1.4 מליון דולר ונטילת הלוואות נטו בסך של כ- 2 מליון דולר. החל מהדוחות הנוכחיים דוחות החברה מאוחדים גם עם חברת הרכנת אשר לה הון עצמי של כ- 1.8 מליון דולר לתאריך הדוחות.

7.6 נזילות:

בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה הניבה הפעילות השוטפת תזרים מזומנים שלילי של 0.5 מליון דולר, לעומת תזרים חיובי של 3.1 מליון דולר בתקופה המקבילה. ברבעון הנוכחי עמד התזרים מפעילות שוטפת על מינוס 1.0 מליון דולר. התזרים ברבעון המקביל עמד על כ- 2.2 מליון דולר ובמהלך כל שנת 2003 על מינוס 0.5 מליון דולר. מגמת הירידה בתזרים מפעילות שוטפת אופינית לחברות בצמיחה בשל הגידול הצפוי בהון החוזר בעיקר בלקוחות ובמלאי. הסיבה לתזרים השלילי במהל שנת 2004 נעוצה, בין השאר, בעליה בלקוחות לצד ירידה ביתרות הספקים ועלויות נוספות בעלות אופי חד פעמי אשר השפיעו על הרווחיות.

פעילות השקעה – החברה השקיעה בעיקר ברכישת ציוד חדש (רכוש קבוע). מגמה זאת נמשכת מספר שנים. אנו מעריכים, כי גם בשנים הבאות תמשיך החברה ותשקיעה ברכוש וציוד סכומים העולים על הוצאות הפחת. בתשעת החודשים הראשונים של השנה השקיע החברה ברכוש קבוע סך של 0.3 מליון דולר לעומת פחת של 0.2 מליון דולר בלבד.

פעילות המימון – במהלך הרבעון המשיכה החברה להגדיל את היקף התחיבויותיה לבנקים. היקף החובות לבנקים לזמן קצר וארוך עלו ברבעון האחרון ב- 2.8 מליון דולר.

8 גורמי סיכון, נקודות עוצמה ורמת הסיכון של החברה

גורמי סיכון

- חלק משמעותי מסך ההוצאות של החברה הוא בעל מרכיב קבוע. מצב זה עלול למנוע מהחברה את הגמישות הנדרשת בהתאם לביקושים בשוק.
- במקרים בהם מתקשרת החברה עם ממשלות, חלקן במזרח אירופה והמזרח הרחוק. קיים סיכון של ביטול פרויקטים. ביטול כאמור, עלול להתרחש כתוצאה מקיצוצים בלתי צפויים או כתוצאה מהשלכות פוליטיות כאלה ואחרות.
- החברה עובדת בסביבה בה החדשנות הטכנולוגית היא מן הגבוהות ועל כן עליה להשקיע משאבים רבים על מנת להישאר בחזית הטכנולוגיה ולשמור על כושר התחרותיות. מצב בו המתחרים יפתחו מוצר זול יותר ויעיל יותר לפני החברה או במקביל לה הינו אחד מגורמי הסיכון העיקריים בענף.
- תחרות הולכת וגוברת בענף. וכניסת חברות מהגדולות בעולם לתחום הביטחוני.
- חוסר יכולת לגבות חובות ממדינות שנקלעות לקשיים כלכליים.
- לחצים פוליטיים של מדינת ישראל וארצות הברית בכל הקשור לשוקי יעד. בשל מתיחות וסכסוכים פוליטיים, אין אפשרות לשווק את מוצרי החברה אלא בקרב המדינות המאושרות על ידי משרד הביטחון ובמקרים בהם משתמשת החברה ברכיבים אמריקאיים נדרש אישור כאמור גם של האמריקאים.
- תלות בתקציבי הביטחון של מדינות בעולם.
- חשיפה לשינויים בשערי החליפין של המטבעות השונים.
- הצמיחה העתידית של החברה מבוססת על מוצרים שעדין מצויים בפיתוח וקיים חוסר וודאות לגבי הצורה בה יקלטו על ידי השוק.

נקודות עוצמה

- הגידול בתקציב הביטחון האמריקאי והמשך המלחמה בטרור העולמי לאחר היבחרו מחדש של בוש לנשיא ארה"ב.
- ניסיון מבצעי מוכח של מוצרי החברה הן על ידי צה"ל והן על ידי צבאות אחרים.
- יכולת פיתוח הנדסית גבוהה, כוח אדם מיומן, ברובו בעל נסיון קרבי.
- החברה משקיעה סכומים גבוהים מאוד יחסית לענף במחקר ופיתוח. השקעה זאת מאפשרת לחברה לשמור על יתרונותיה האיכותיים בתחומים בהם היא פעילה אל מול לקוחותיה.
- צבר ההזמנות של החברה בסך של מעל 25 מליון דולר מהווה כרית ביטחון להמשך הכנסות החברה בזמן הקצר והבינוני.
- יכולת יצור של מערכות אינטגרטיביות הכוללות שילוב של אמצעים לראיית לילה, מחשב נייד, מצפן ויכולות תקשורת גבוהות עם כוחות אחרים.
- פריסה עולמית רחבה של לקוחות החברה.
- העדר מתחרה ספציפי אלא תחרות עם מספר גורמים ובתחומי פעילות שונים.

9 הערכת השווי

מודל DCF

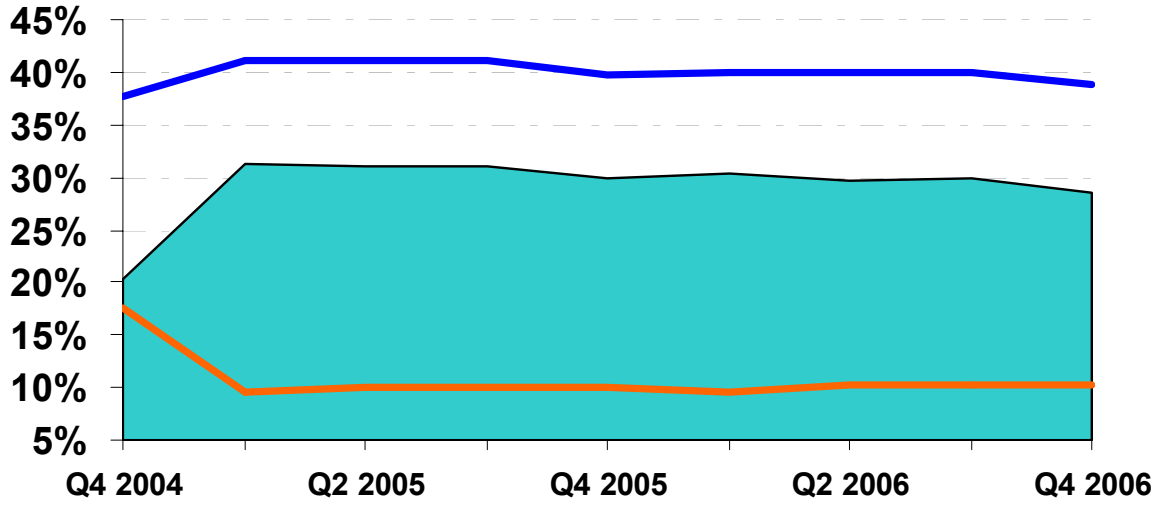
אנו בחרנו להעריך את שווי החברה על פי מודל DCF. שיעור ההיוון נקבע על 12%, באופן המשקף נאותה לדעתנו את רמת הסיכון של החברה ואת עלויות ההון העומדות בפני החברה. אנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות תצמח החברה בשיעורים של כ- 30% ו- 45%. לאחר תקופה זו אנו מניחים כי שיעור הצמיחה ירד בהדרגתיות ויעמוד על 10% לשנה החל משנת 2010. על פי המודל, עומד שווי החברה ללא פוטנציאל זיהוי החומרים על 52 מליון דולר.
כאמור, בחישוב השווי לא הובאה בחשבון פעילות החברה לגילוי חומרים הואיל ועדיין אין לחברה תזרים קבוע מתחום זה. עם זאת, לדעתנו, הפוטנציאל הקיים בתחום גילוי החומרים, וביישומים הבטחוניים בפרט, עשוי להוביל את החברה למחוזות רחוקים. במהלך הרבעון השלישי בוצעה הנפקה פרטית על פי שווי של 15 מליון דולר לפני הכסף. בהעדר אינדיקטור ריאלי אחר אנו מעריכים את חלק החברה ב- LDS ב- 15 מיליון דולר. אנו סבורים כי הידע והפיתוח שביצעה עד כה החברה בתחום גילוי החומרים, לרבות הפוטנציאל של המכונות בתחום יצור הפוספטים, שווה בהחלט 15 מליון דולר ובכך השווי הכולל של הקבוצה מגיע לכדי 67 מליון דולר שהם כ- 27 שקל למניה כ- 35% מעל מחיר השוק.

10 מודל רווח והפסד

טבלת רגישות למודל

שיעור צמיחה	8%	9%	10%	11%	12%
שיעור היוון					
13.0%	75%	81%	91%	96%	106%
12.5%	78%	85%	95%	101%	111%
12.0%	82%	89%	100%	106%	117%
11.5%	85%	93%	105%	112%	123%
11.0%	89%	97%	110%	118%	130%

שיעור רווח גולמי, שיעור רווח נקי ושיעור ההוצאות התפעוליות מההכנסות



תחזית- אלפי דולר

	שנת 2006	שנת 2005	שנת 2004	שנת 2003
מכירות	45,858	31,626	24,142	20,057
עלות המכירות	27,672	18,766	13,449	10,905
רווח גולמי	18,186	12,860	10,693	9,152
שיעור רווח גולמי	39.7%	40.7%	44.3%	46%
מו"פ	6,420	4,744	3,094	2,910
מכירה הנהלה וכלליות	7,246	5,060	5,369	4,448
רווח תפעולי	4,520	3,056	2,230	1,794
שיעור רווח תפעולי	9.9%	9.7%	9.2%	8.9%
הוצאות מימון	250	200	421	343
הכנסות והוצאות אחרות	400	350	38	6
מיסים	1,201	785	666	-368
שיעור מס אפקטיבי	31%	31%	38%	-25%
רווח לאחר מס	2,669	1,720	1,105	1,813
חלק בחברות מוחזקות	100	-		
רווח נקי	2,747	1,720	1,105	1,813
רווח למניה בדולרים	0.24	0.16	0.10	0.17

חברת סולומון שוקי הון ("החברה"), והחברות הבנות והקשורות אליה, מחזיקות וסוחרות בניירות הערך ובמטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ועבור לקוחותיהן. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד, ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך והמטבעות המוזכרים בה. סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעינינו כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בה לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה. כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. אנו מסירים כל אחריות מהחברה, מעובדי החברה, מחברי הדירקטוריון של החברה ומן החברות הקשורות לחברה, לגבי תביעה כלשהי שתעלה בהסתמך על הכתוב בסקירה או בהסתמך על מידע כלשהו המופיע בסקירה. אין להעתיק ולהפיץ סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של חברת סולומון שוקי הון בע"מ.

סולומון שוקי הון בע"מ, שדרות רוטשילד 11, תל-אביב, 66881, טל: 03.5199308, פקס: 03.5104477
אתר אינטרנט: www.solomon.co.il, דואר אלקטרוני: info@solomon.co.il