

**קניה - מחיר יעד: 64 ₪**

יואב בורגן | 03-6845756 | yoav@leader.co.il  
עמירם ברכה | 03-6845662 | amiram@leader.co.il

**To Buy or Not to Buy? ...  
To Buy!**

**גרף המנייה - 12 חודשים**



**נתונים עיקריים (₪)**

שווי שוק (מ')	655.5
מחיר יעד	64.1
פרמיה/דסקאונט	39.1%
מחיר נמוך/גבוה	28.6 – 63
תשואה 12 חודשים	56.7%
סחורה צפה	41%
מחזור (מ')	2.2

**בעלי עניין עיקריים**

דסקונט השקעות	44.9%
שמואל טופז	7.1%
דן טופז	6.9%
אקסלנס ק. גמל	4.7%
אקסלנס ק. גמל	4.7%

**מכפילים**

P/E 07 E	14.7
P/E 08 E	10.6

**נקודות עיקריות**

המלט עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק רכיבים (ברזים, שסתומים, מחברים) המיועדים למערכות הולכת נזלים וגזים בלחצים ובטמפרטורות גבוהות בשתי תעשיות עיקריות: **תעשיית תהליך** - תחנות כוח, בתי זיקוק, תעשיית הכימיקלים ועוד – ו**תעשיית המיקרו אלקטרוניקה**, בעיקר מוליכים למחצה.

- **חברה מובילה ב-Tier2**. מחברת נישה מקומית המייצרת מחזור שנתי של מיליוני דולר בודדים בתחילת העשור הקודם, הפכה החברה לגורם מוביל בחברות השורה השנייה עם מגוון מוצרים גדול, חדשנות במוצרים, ומערך ייצור המשלבים טכנולוגיה, אוטומציה ורובוטיקה שהם בבחינת יתרון תחרותי.
- באמצעות פריסה של 7 סניפים ו/או חברות בנות הממוקמים בשווקים העיקריים החברה מוכרת את החלק המכריע של הכנסותיה לשוקי ייצוא (מעל 90%). התפלגות ההכנסות בשנת 2006; צפון אמריקה 45%, מזרח רחוק 32%, אירופה 17%, מזרח תיכון 6%.
- בשנת 2006 בוצעה קפיצת מדרגה משמעותית בפעילות החברה שניזונה מביקושים חזקים בשווקים (בעיקר שוקי המוליכים למחצה), והבשלה של תהליכים מול לקוחות אסטרטגיים בתחום תעשיית התהליך – Shell, GE, BOC. שנת 2007 מתאפיינת בהמשכות תהליכים אלה לצד הטמעת תוכנית השקעות משמעותית לנוכח ההגעה לקצה גבול הקיבולת של מתקני הייצור.
- בשנה האחרונה בצעה החברה הטמעה של תוכנית השקעות בהיקף של כ-12 מ' דולר אשר הגדילה בכ-50% את כושר הייצור. תוכנית זו צפויה לתת מענה לביקושים למוצרים החדשים שפותחו ובכלל. יתרה מזאת, קווי הייצור החדשים צפויים להניב רווחיות גולמית גבוהה מזו המייצגת את הפעילות הייצור הקיימת.
- ההכנסות הסתכמו במחצית הראשונה של 2007 ב-40.4 מ' דולר, גידול בשיעור 23% לעומת התקופה המקבילה. הרווח הנקי הסתכם במחצית השנה ב-6.1 מ' דולר, גידול של 43%.
- הרבעון השלישי של השנה צפוי להיות פושר מבחינת התוצאות העסקיות בין השאר כתוצאה מהשפעות עונתיות. הכנסות החברה צפויות להסתכם ב-18 מ' דולר, גידול בשיעור של 4.7% לעומת הרבעון המקביל, הרווח הנקי צפוי להסתכם ב-1.9 מ' דולר, ירידה של 22% לעומת הרבעון המקביל.
- כבר ברבעון הרביעי ולתוך שנת 2008 צפויה חזרה למסלול של צמיחה מהירה כתוצאה משילוב של השלמת תוכנית ההשקעות יחד עם המשך הבשלת תהליכים מול לקוחות בתחום תעשיית התהליך, וחזרה למסלול של גידול בביקושים בשוק המוליכים למחצה בשנים 2008 ו-2009.
- התחזית שלנו היא לצמיחה בשיעור של 22.5% בהכנסות שנת 2008 שיתכמו לסך של 97.2 מ' דולר. הרווח הנקי צפוי לצמוח בשיעור של 39% לסך של 15.6 מ' דולר.
- להערכתנו, ההשקעה המתמשכת במו"פ המוצאת את ביטוייה באיכות גבוהה של מוצרים, האסטרטגיה הסדורה המוכוונת על ידי הנהלה איכותית והגב הפיננסי החזק של בעלי השליטה יוצרים פוטנציאל להמשך צמיחה משמעותית בפעילות.

**השורה התחתונה...**

ביצענו הערכת שווי המבוססת על מודל היוון תזרים המזומנים החופשי של החברה. השווי הכלכלי הנגזר מהמודל מסתכם ב-230.8 מ' דולר. לאור זאת, אנו מעניקים למנייה המלצת קנייה ומחיר יעד של 64 ₪, המשקף פרמיה של 39.1% על מחיר המניה בשוק.

המנייה מושפעת באופן בולט מהתוצאות העסקיות בטווח הקצר. אחרי תקופה ארוכה של תוצאות מצוינות, להערכתנו, הרבעון השלישי של 2007 יתאפיין בתוצאות פושרות שעשויות ליצור הזדמנות להגדיל את הפוזיציה במנייה, לקראת הרבעון הרביעי ושנת 2008 הצפויים להמשיך את מגמת הצמיחה הגבוהה בהכנסות וברווח.

מניית החברה נסחרת בשוק במכפיל רווח נקי של 10.6 לשנת 2008. להערכתנו, לנוכח הצמיחה המשמעותית הצפויה החל מהרבעון הרביעי של 2007 לתוך 2008 המנייה מתומחרת בחסר עמוק.

תחילתה של המלט היא כחברה משפחתית שפעלה בתחומי נישה. במהלך שהחל בתחילת העשור הקודם עשתה החברה מספר קפיצות מדרגה בהיקף הפעילות הממצב את החברה היום בעמדה מובילה בין חברות השורה השנייה. המלט עוסקת כיום בייצור רכיבים למערכות הולכת נזלים וגזים, אשר תפקידן למדוד, לפקח ולהעביר נתונים לגבי לחץ וטמפרטורה במערכות מכשור ובקרה. רכיבים אלה, הכוללים, בין השאר, מחברים, שסתומים ומסננים מסוגים שונים, נדרשים לעמוד בתקנים מחמירים ובמכלול דרישות ותקנים ייעודיים של לקוחות. זאת עקב צרכי העמידות בתנאי קורוזיה, טמפרטורה ולחצים גבוהים. יתרונה של החברה נובע ממערכי ייצור מתוחכמים מפוקדי מחשב, המשלבים אוטומציה, רובוטיקה מערכות שינוע אינטגרטיביות למערכי הייצור ורשת מחסני ביניים ממוחשבים. אלה מעניקים לחברה יתרונות תחרותיים ברמה עולמית.



## Ham-Let Group Customers (Partial list)

### Semiconductor

Intel  
Motorola  
Hyundai  
Applied Materials  
Siemens  
Steag  
Intega  
Texas Instrument

### Construction

Bechtel  
Kinetic Systems  
Qatar Electric Company

### Natural Gas

Air Products  
Air Liquide  
BOC  
QGPC-Quatar  
Chevron-USA  
Edwards High Vacuum

### Pulp and Paper

Georgia Pacific

### Petrochemical

Exxon  
Chevron  
Quatar General Petroleum Corp.  
Nuovo Pignone  
JGC  
B.P.  
Philips Petroleum  
Repsol  
Maersk  
Agip  
Snam  
Manesman

בשנה האחרונה בצעה החברה הטמעה של תוכנית השקעות משמעותית אשר הגדילה בכ- 50% את כושר הייצור. תוכנית זו צפויה לתת מענה לביקושים למוצרים החדשניים של החברה ובכלל. הטכנולוגיה שהוטמעה בקווי הייצור החדשים צפויה להניב רווחיות גולמית גבוהה ולתרום לגידול ברווחיות.

באוקטובר 2004 בוצעה עסקת המיזוג הראשונה של החברה בעסקת הרכישה של חטיבת ה- UCV (Ultra Clean Valves) מחברת Motoyama היפנית. מהלך זה תרם לקשת המוצרים של החברה לשוק המוליכים למחצה, ומהווה בסיס להגדלת הפעילות בשוק היפני (משווקי המוליכים למחצה הגדולים בעולם) ושווקים נוספים באסיה. עסקת הרכישה הייתה גם מבחן מוצלח ליכולתה להטמיע פעילות חדשה בתוך המערך הקיים ולהגדיל את מרווחי הרווח הנמוכים של הפעילות הנרכשת. אסטרטגיית החברה מבוססת על צמיחה גם באמצעות רכישת חברות/פעילויות, יחד עם זאת, להערכתנו, בטווח הזמן הקרוב הפוקוס הניהולי יתמקד בצמיחה אורגנית.

השליטה בחברה מתחלקת בין דסק"ש 44.9%, שמואל טופז, מנכ"ל החברה 7.1%, דן טופז 6.94%. 41% מהון המניות בידי הציבור.

## הסביבה העסקית

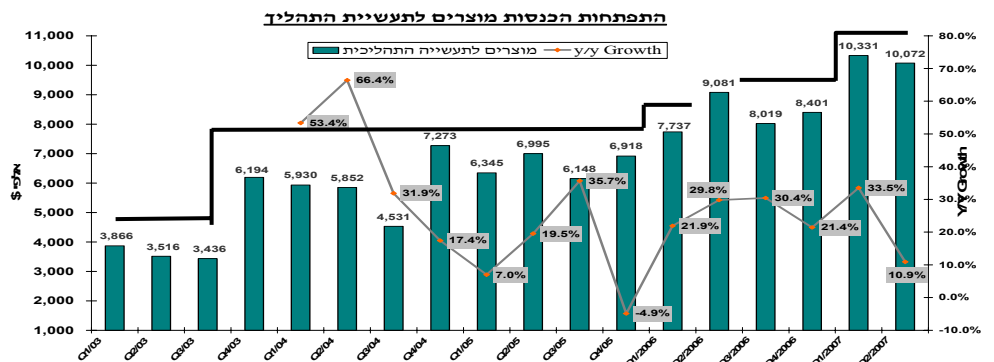
תעשיות האנרגיה השונות (זיקוק, גז, פטרוכימיה וכיו"ב) ותעשיית המוליכים למחצה הן עתירות השקעה, חלק "קטן" המסתכם בכ- 5 מיליארד דולר בשנה, מורכב מהמוצרים אותם מייצרת המלט.

בשווקים אלה פועלות שלוש חברות ענק: Swagelok, Parker האמריקאיות, ו- Fujikin היפנית. היקף הפעילות של חברות אלה בתחום מסתכם בחצי מיליארד עד מיליארד דולר בשנה. שחקניות השורה השנייה מגיעות למחזורים של 20 – 100 מיליון דולר בשנה. בנוסף, פועלות בשווקים מספר שחקניות נישה המוכרות בהיקפים של מיליוני דולרים בודדים.

תחום המוצרים לתעשיות התהליך

תחום המוצרים לתעשיות התהליך שייך למשפחת רכיבים המשמשים את מערכת הבקרה המרכזית הממוחשבת במערכי ייצור. המוצרים משמשים מערכות הובלה של נזלים וגזים, אשר תפקידן למדוד, לפקח ולהעביר נתונים, לגבי זרימה, לחץ וטמפרטורה למערכות מכשור ובקרה. תחנות כוח, מפעלי נייר, מספנות, מערכות הובלת דלקים וגז, מפעלים כימיים ופטרוכימיים, בתי זיקוק הם חלק ממגוון גדול של תעשיות תהליך הצורכות מוצרים אלה. ההשקעות של חברות בתחום זה צומחות בשיעור שנתי ממוצע של 4% - 5%, בשנים האחרונות קיימת עלייה דרמטית של פרויקטים בתחום במזרח אסיה ובסין כתוצאה מפיתוח מואץ והשקעות הוניות בבניית תשתית, תחנות כוח, מפעלים כימיים ופטרוכימיים. הלקוחות הסופיים פזורים בכל העולם, אך רובם המכריע מצוי במדינות מפותחות.

בשנים האחרונות החברה שמה דגש על הגדלת היקף הפעילות בתחום, בעיקר לנוכח העדר תנודות מחזוריות בביקושים (המאפיין את תחום המוליכים למחצה). החברה הצליחה לעשות בארבע השנים האחרונות שלוש קפיצות מדרגה משמעותיות בהיקף הפעילות בתחום, ניתן לראות כי במחצית הראשונה של 2007 מצליחה החברה להתייבב סביב רמה של מעל 10 מ' דולר ברבעון. להערכתנו, המשך הגידול בביקושים בשילוב עם ההכרה הגוברת באיכות המוצרים, וכן הוספת מוצרים חדשים, תומכים בהמשך צמיחה שנתית ממוצעת דו ספרתית בהכנסות התחום. להערכתנו, החברה צפויה לסיים את שנת 2007 ברמת הכנסות של 39.7 מ' דולר בתחום, גידול בשיעור של 20%. מודל השווי מבוסס על תחזית הכנסות של 47.7 מ' דולר בשנת 2008, גידול בשיעור של 20%. וצמיחה שנתית ממוצעת בחמש השנים הקרובות של כ-17%.



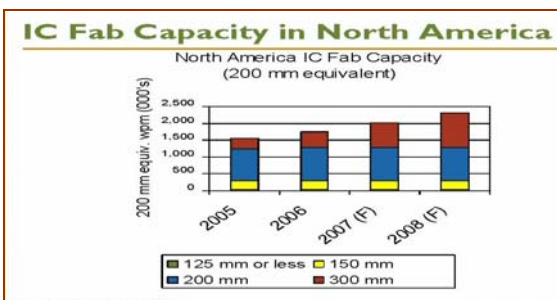
תחום המוצרים האולטרה נקיים

תחום זה כולל את מגוון התעשיות בהן נדרשת רמת טוהר גבוהה על מנת לקיים את תהליכי הייצור. הגורם המשמעותי ביותר בתחום הינה תעשיית המוליכים למחצה, גורמים נוספים הן תעשיית הסיבים האופטיים, תעשיית הגרעין, התרופות והביוטכנולוגיה. מערך הייצור של המוצרים האולטרה נקיים, בדומה למערך הייצור של תעשיות התהליך, מפותח ומבוקר מתחילתו ועד סופו באמצעות מערכת בקרה מרכזית ממוחשבת. ההבדל הוא בכך שמערכי הייצור של תחום זה מבוצעים בתהליכי וואקום מיוחדים, וכן ברמות דיוק וטיב גבוהות ביותר. לפיכך, תהליכי הגמר נעשים בחדרים נקיים כדי להביא את המוצרים לרמת ניקיון הנדרשת. לקוחות התחום הם ברובם OEM המשתמשים במוצרים להרכבת מערכות עבור יצרני ציוד הוני המשמש בתעשיית המוליכים למחצה ותעשיות אולטרה נקיות נוספות.

תעשיית המוליכים למחצה

תעשיית המוליכים למחצה מאופיינת במחזוריות תנודתית. יתרה מכך, תחום ההשקעה בהקמה והרחבה של מפעלים הוא האחרון להתאושש בתקופות של גידול בביקושים והראשון להיפגע בתקופות האטה. הניסיון של שנת 2000 הביא לכך שהתעשייה מתאפיינת באיפוק בהיקפי ההשקעות בציוד ובהעדר תוכניות הרחבה של קיבולת לטווח ארוך מצד המפעלים מתוך חשש להצטברות מלאים. האיפוק הזה הביא לכך שבשנים האחרונות המחזוריים בתעשייה ארוכים יותר. אינפלציית ההשקעות שאפיינה את שנת 2006 קבלה ביטוי בתוצאות העסקיות של החברה עם גידול של 53% בהכנסות התחום. שנת 2007 צפויה בהתאם לתחזיות להסתיים ללא שינוי בהיקף ההשקעות, יחד עם זאת, החברה הצליחה במחצית הראשונה של השנה להמשיך להראות צמיחה בשיעור של 22.5% בהכנסות. להערכתנו, מעבר לחלקה המזערי של החברה בשוק, חוברים להם שני גורמים אשר תורמים "להתנתקות" מסוימת מהמגמה בשוק הגלובלי:

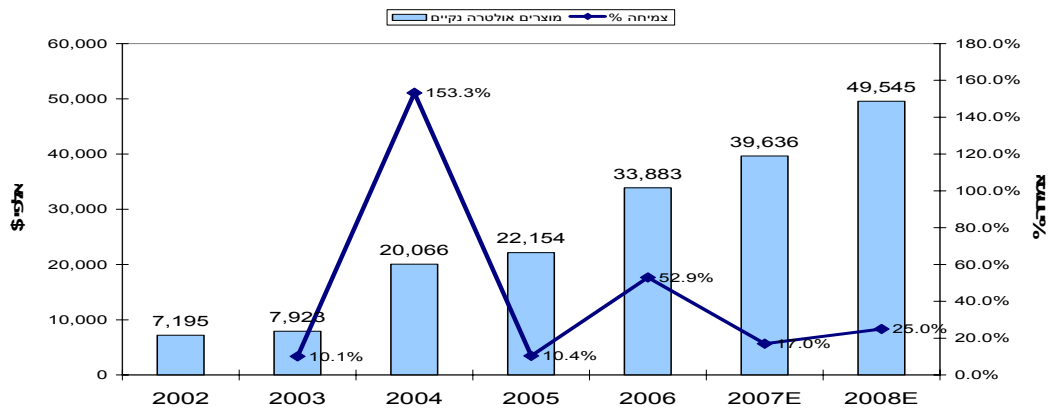
1. ההשקעה המתמשכת במו"פ הולידה מוצרים חדשים שחלקם פותחו בשיתוף עם הלקוחות. אלה מאפשרים הכרה גוברת במוצרים החדשים של החברה וחדירה ללקוחות חדשים.



2. פלטפורמת ייצור שבבים של 300 מ"מ היא בבחינת הזדמנות ופוטנציאל גדול עבור המלט שכן היא יוצרת ביקוש מואץ למערכות IGS (Integrated Gas Systems) במערכות הפיקוח והבקרה. מערכות אלה הן צרכניות של איברים חדשים שונים מאלה ששמשו את התעשייה. המלט נערכה בשנים האחרונות לייצור של חלקים מיוחדים אלה ובכלל זה שסתום הדיאפרגמה שפותח בחטיבה היפנית שנרכשה, שהוא אחד המוצרים המובילים בתחום. פלטפורמת ייצור של 300 מ"מ היא סגמנט בו ממשיכה מגמת ההשקעות. עד סוף 2008 כ-85% מסך ההשקעות של המפעלים צפויה להיות בסגמנט זה.

ברמת השוק כאמור, שנת 2007 היא בבחינת שנת עיכול של ההשקעות המסיביות שבוצעו בשנת 2006. הערכות בשוק הן שבשנת 2008 צפויה חזרה למסלול של גידול בהשקעות, אם כי מינורי, שנת 2009 עם זאת צפויה להראות גידול משמעותי בהשקעות. ההערכות הן שרק בשנת 2010 צפויה ירידה בהיקף השקעות. מודל הערכת השווי מניח גידול של 17% ו- 25% בהכנסות התחום בשנת 2007 ו- 2008 בהתאמה, וצמיחה שנתית ממוצעת של כ- 16% בחמש השנים הקרובות.

**הכנסות ממוצרים אולטרה נקיים**



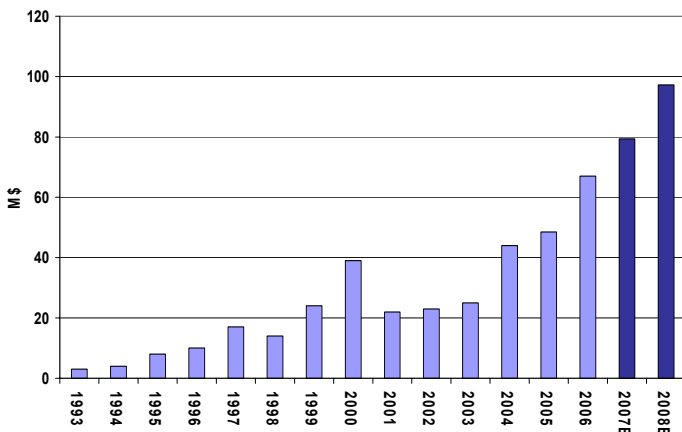
**כוסר ייצור**

לחברה שני אתרי ייצור, האחד בישראל והשני ביפן. בנוסף, חלק ממערך הייצור מבוסס על קבלני משנה. בשנת 2006 הגיע החברה לניצולת של קרוב ל- 100% מכוסר הייצור. במהלך המחצית השנייה של השנה החלה החברה בהטמעה של תוכנית השקעה בהיקף כולל של 12 מ' דולר, במטרה להרחיב את כוסר הייצור בישראל בכ- 50% במונחי מכירות, כך שהתפוקה במונחי היקף מכירות מקסימאלי תעלה לכ- 115 מ' דולר. תוכנית ההשקעות צפויה מסיימת במהלך הרבעון השלישי 2007. קווי הייצור החדשים מאפשרים לחברה לייצר מוצרים חדשים וותיקים בטכנולוגיה חדישה אשר צפויה (בתפוקה מלאה) לייצר ברווחיות גולמית של 50% - 60%, הגבוהה משמעותית מזו המאפיינת את פעילות החברה היום. בנוסף, במהלך 2008 החברה צפויה לבצע השקעה במבנים נוספים בפארק התעשיות בו ממוקמת החברה בישראל. כך יורחב שטח רצפת הייצור ב- 6600 מ"ר נוספים; תוספת של כ- 30%. מודל הערכת השווי המבוסס על תחזית עד לשנת 2012, מניח שבנוסף להשקעה בבינוי בסך 3 מ' דולר, תבוצע השקעה בציוד בהיקף של כ- 13 מ' דולר במהלך השנים 2008 ו- 2009 שתגדיל את התפוקה במונחי הכנסות לרמה של כ- 155 מ' דולר.

**ניתוח פיננסי ותחזיות**

**הכנסות –** במחצית הראשונה של 2007 הסתכמו ההכנסות ב- 40.4 מ' דולר, גידול בשיעור של 23.1%. להערכתנו, הרבעון השלישי צפוי להיות פושר במונחי הכנסות בעיקר כתוצאה מהשפעות עונתיות, הכנסות ברבעון צפויות להסתכם בכ- 18 מ' דולר, גידול של 4.7% לעומת הרבעון המקביל.

**HAM-LET 10 years trend (\$M)**



ברבעון הרביעי החברה צפויה לחזור למסלול של צמיחה מהירה, עם הכנסות בסך 21 מ' דולר, גידול 22.4% לעומת המקביל.

שנת 2007 צפויה אם כן להסתיים להערכתנו, ברמת הכנסות של 79.4 מ' דולר, גידול של 18.2%.

בשנת 2008 צפוי להערכתנו, גידול בשיעור של 22.5% בהכנסות לסך של 97.2 מ' דולר. כפי שצינו לעיל, המשך ביקושים בשווקים בשילוב עם סיום תוכנית ההשקעות יוצר קרקע נוחה לגידול בהיקפי המכירות ללקוחות קיימים, וחדירה ללקוחות חדשים.



**הרווח הגולמי** במחצית הראשונה של 2007 הסתכם ב- 17 מ' דולר, 42.1% מההכנסות לעומת רווחיות גולמית בשיעור של 43.5% בתקופה המקבילה, השחיקה ברווחיות הגולמית בתקופה היא בעיקר תוצאה של השפעות שינויים בשער החליפין דולר/יין. הרווחיות הגולמית של החברה מושפעת מארבעה גורמים עיקריים:

**גרף מחיר ה-Nickel משנת 2003**



- עלויות חומרי גלם – חומר הגלם העיקרי המשמש את החברה הם מוטות פלב"מ (פלדה בלתי מחלידה) ופליז. מחירי חומרי הגלם חוו עליות חדות בעיקר עקב התגברות הביקושים במזרח אסיה ובעיקר בסין משנת 2003. ביטוי לכך התקבל בגידול במרכיב חו"ג מרמה של 13% מהמכירות בשנת 2003 עד רמה של 18.5% בשנת 2006. במהלך שבוע לפני כשנה וחצי החברה החליטה להשתמש במלאי המזומנים שבידיה על מנת לבצע רכש מלאי גדול של חומרי גלם שצפוי לשמש את החברה עד אמצע 2008. לפיכך, החברה מנעה מספיגת עליית מחיר חו"ג בשנה האחרונה, ויכולה בחודשים הקרובים להגדיל שוב את מלאי חו"ג אחרי שהמחירים בצעו מהלך גדול של ירידה.

- הרווחיות הגולמית בישראל – מתקן הייצור בישראל הגיע כאמור לעיל לניצולת מלאה במהלך שנת 2006. להערכתנו, הרווחיות הגולמית בתפוקה מלאה של אמצעי הייצור טרום תוכנית ההשקעות היו סביב 46%. מתקני הייצור החדשים שנוספו במסגרת תוכנית ההשקעות מבוססות על טכנולוגיות חדשות המאפשרות לייצר מוצרים חדשים וקיימים ברווחיות גולמית גבוהה משמעותית (50% - 60%) בתפוקה מלאה.
- הרווחיות הגולמית ביפן – החטיבה היפנית פעלה בעת הרכישה בשנת 2004 במרווח גולמי של 28%. במסגרת תהליך הטמעה והתייעלות שבוצע מאז הרכישה עלה המרווח הגולמי לשיעור של כ- 40%. בשלב זה, על בסיס שיחות עם החברה נראה שלא ניתן לצפות לשיפור נוסף ביעילות התפעולית של המתקן ביפן בטווח הזמן המידי.
- שער החליפין דולר/יין – מאחר והחברה מדווחת דולרית, קיימת השפעה חשובה של שווי המלאי באיחוד התוצאות העסקיות של הפעילות ביפן באופן שהתחזקות של הדולר לעומת היין מקטינה את הרווחיות הגולמית הדולרית.

להערכתנו, ברבעון השלישי אנו צפויים לראות מגמה הפוכה לזו שאפיינה את הרבעון השני. החלשות הדולר לעומת היין בשיעור של כ- 6% (נכון ל- 23.9.2007), צפויה לגרום לגידול בשיעור הרווחיות הגולמית ביפן. בשילוב עם שמירה על רווחיות גולמית דומה בפעילות בישראל, הרווח הגולמי יסתכם ברבעון בכ- 8.1 מ' דולר, 45.1% מההכנסות. החל מהרבעון הרביעי לתוך 2008 החברה צפויה כאמור לבצע קפיצת מדרגה מבחינת היקפי הפעילות, עובדה זו בשילוב עם הזמינות המלאה של מתקני הייצור החדשים, צפויים להגדיל את שיעור הרווח הגולמי לרמה של כ- 45% לעומת 43% בשנת 2007.

**הרווח התפעולי** הסתכם במחצית הראשונה של 2007 בכ- 7 מ' דולר, 17.3% מההכנסות לעומת רווחיות בשיעור של 15.7% בתקופה המקבילה. הבסיס העיקרי מבחינת הפלטפורמה התפעולית הונח במהלך 2005 ו- 2006, בעיקר בכל הקשור לשינוי ומכירות, כיוון שכך קיימת קרקע נוחה לגידול משמעותי ברווחיות עם הגידול בהכנסות. ביטוי לכך המשך להתקבל במחצית הראשונה של 2007 כאשר הוצאות התפעול הסתכמו בכ- 10 מ' דולר, 24.7% מההכנסות לעומת 27.8% בתקופה המקבילה. בסוף יולי החליטה החברה להעלות את שכרם של האחים שמואל ודן טופז, המנכ"ל וסמנכ"ל פיתוח העסקים מ- 17.5 אלף דולר לחודש ל- 25 אלף דולר לחודש. ההשפעה ברמה השנתית היא גידול בשיעור מקסימאלי של כ- 6% בהוצאות הנהלה וכלליות. בנוסף, בעקבות המהלך צפויה החברה לרשום ברבעון השלישי הוצאה חד פעמית בגין עדכון ההפרשה לפיצויים בסך של 400 אלף דולר.

להערכתנו, החברה צפויה לסיים את שנת 2007 ברווח תפעולי של כ- 14 מ' דולר, 17.6% מההכנסות וגידול של 39% לעומת שנת 2006. שנת 2008 צפויה להמשיך להראות שיפור משמעותי עם רווח תפעולי צפוי בסך 19.7 מ' דולר, 20.3% מההכנסות וגידול בשיעור של 41% !!!

**מימון** – למרות גידול של 8 מ' דולר מתחילת השנה, שנועד למימון תוכנית ההשקעות של החברה רמת המינוף עדיין נמוכה יחסית, החוב הפיננסי מסתכם ב- 21 מ' דולר. יתרת המזומנים עומדת על 16.2 מ' דולר, וההון העצמי מהווה 52% מהמאזן. מאחר והחברה מדווחת דולרית, וחלק מהפעילות היא במטבעות אירופיים ובעיקר ביין, קיימת לחברה חשיפה לשינויים בשערי החליפין של מטבעות אלו מול הדולר, באופן שמשפיע על שורת הוצאות המימון. כאמור לעיל, שינויים אלה משפיעים גם על שורת הרווח הגולמי של החברה, כך שההשפעות הן הפוכות ובד"כ מקזזות אחת את השנייה.

**רווח נקי** הסתכם במחצית הראשונה של 2007 ב- 6.1 מ' דולר, גידול בשיעור של 41.8% לעומת התקופה המקבילה. להערכתנו, הרווח הנקי צפוי להסתכם ב- 11.2 מ' דולר ו- 15.6 מ' דולר בשנים 2007 ו- 2008 בהתאמה.

**מדיניות דיווידנד** - להמלט אין מדיניות חלוקת דיבידנד סדורה בשלב זה. החברה לא חילקה דיבידנד בעבר, ומאחר שהיא בוחרת בשלב זה לממן את עיקר הגידול בפעילות מהונה העצמי, איננו צופים חלוקה בעתיד הנראה לעין.

**תזרים מזומנים מפעילות שוטפת** במחצית הראשונה של 2007 היה שלילי והסתכם ב- 2.9 מ' דולר, כתוצאה מהמהלך של הקדמת רכש מלאי חו"ג והקדמת תשלומים לספקים על מנת להבטיח אספקה ומחירים נוחים יותר. מאחר שהחברה ערוכה עם מלאי חו"ג עד אמצע 2008 ניתן לצפות לקיטון במלאים, ולחזרה לתזרים מזומנים חיובי.

הערכת שווי

בצענו הערכת שווי המבוססת על היוון תזרים המזומנים החופשי של פעילות החברה. השווי הכלכלי העולה מהמודל מסתכם ב- 230.8 מ' דולר, המשקף מחיר יעד של 64 ₪, כ- 39.1% מעל מחיר המניה בשוק.

הנחות המודל

- צמיחה של 20% בהכנסות תחום המוצרים לתעשיית התהליך ב- 2008, וצמיחה שנתית ממוצעת בחמש השנים הקרובות של כ- 16.5%.
- צמיחה של 25% בהכנסות תחום המוצרים האולטרה נקיים בשנת 2008, וצמיחה שנתית ממוצעת בחמש השנים הקרובות של 16%.
- השקעות בהיקף של כ- 16 מ' דולר בשנים 2008 ו- 2009 שיגדילו את התפוקה של מתקני הייצור במונחי הכנסות לרמה של 155 מ' דולר.
- שיעור היוון של 10.5% וצמיחה פרמננטית של 3.5%

מחיר המניה הנגזר מהמודל עומד על 64 ₪, כ- 39% מעל מחירה בשוק.

כיום נסחרת החברה במכפיל רווח נקי 14.7 לשנת 2007 ו- 10.6 לשנת 2008. להערכתנו, בהינתן שיעורי הצמיחה בהכנסות וברווח שהחברה צפויה להציג יש בכך משום תמחור חסר עמוק.

11.5%	11.0%	10.5%	10.0%	9.5%	
50.4	54.1	58.2	63.0	68.6	2.5%
52.4	56.3	60.9	66.2	72.4	3.0%
54.5	58.9	64.0	69.9	77.0	3.5%
57.0	61.9	67.6	74.3	82.3	4.0%
59.8	65.3	71.7	79.4	88.7	4.5%

236,599	שווי תפעולי (\$)
-5,761	נכסים פיננסיים
230,838	שווי כלכלי לחברה (\$)
161,444	שווי שוק (\$)
14,606	מספר מניות בדילול מלא
64.0	שווי כלכלי למניה (ש"ח)
46.1	שווי מניה כיום (ש"ח)
38.9%	פרמיה (דיסקאונט)

תמצית התוצאות הכספיות ותחזיות:

2012	2011	2010E	2009E	2008E	2007E	Q4/2012E	Q3/2012E	Q2/2012E	Q1/2012E	2006	Q4/2006	Q3/2006	Q2/2006	Q1/2006	2005	2003	2002	
144,683	136,171	124,359	114,751	97,216	79,361	21,047	17,565	19,667	20,692	67,121	17,189	17,153	16,287	14,492	48,560	24,923	22,526	הנסות
5.0%	9.5%	8.4%	18.0%	22.9%	18.2%	22.4%	4.7%	7.3%	42.8%	38.2%	38.4%	55.5%	42.3%	18.2%	11.2%	10.6%		Y/Y
78,789	74,235	67,895	63,001	53,687	45,217	11,991	9,860	11,480	11,886	37,859	9,644	9,705	10,202	8,308	28,545	15,539	16,900	עלות המנר
65,894	61,936	56,464	51,750	43,527	34,144	9,056	8,095	8,187	8,806	29,282	7,545	7,448	8,085	6,184	20,015	9,384	5,626	רווח מולטי
45.5%	45.5%	45.4%	45.1%	44.8%	43.0%	43.0%	45.1%	41.6%	42.6%	43.6%	43.9%	43.4%	44.2%	42.7%	41.2%	37.7%	25.0%	% מההכנסות
1,736	1,634	1,492	1,492	1,264	1,199	300	300	293	306	893	223	240	200	230	1,146	305	716	הוצאות מ"פ
1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.1%	1.6%	2.4%	1.2%		% מההכנסות
22,716	21,746	19,796	18,619	16,917	14,136	3,675	3,342	3,458	3,681	12,630	3,205	3,203	3,317	2,905	10,194	5,984	5,568	מזירה ישוק
4.6%	9.9%	6.3%	10.1%	19.7%	11.9%	14.7%	4.3%	4.3%	26.0%	23.9%	21.7%	33.0%	30.1%	12.2%	19.8%	7.5%		Y/Y
15.7%	16.0%	15.9%	16.2%	17.4%	17.8%	17.5%	18.6%	17.6%	17.7%	18.8%	18.6%	18.7%	18.1%	20.0%	21.0%	24.0%	24.7%	% מההכנסות
7,400	7,281	6,351	5,993	6,041	5,138	1,234	1,395	1,208	1,401	4,554	1,056	1,046	1,415	1,037	3,071	1,751	2,149	המלחה נלולית
1.6%	14.6%	6.0%	-0.8%	17.6%	12.8%	16.9%	52.5%	-14.6%	6.2%	48.3%	73.7%	41.0%	81.4%	10.4%	2.7%	-16.6%		Y/Y
5.1%	5.3%	5.1%	5.2%	6.2%	6.5%	5.9%	8.9%	6.1%	5.3%	6.8%	6.7%	6.8%	7.7%	7.2%	6.3%	7.0%	9.5%	% מההכנסות
34,042	31,275	28,825	25,646	19,305	13,670	3,847	2,858	3,228	3,738	11,185	3,061	2,959	3,153	2,012	5,604	1,344	-2,807	רווח תפעולי
8.8%	8.6%	12.4%	32.8%	41.2%	22.2%	26.7%	-3.4%	2.4%	86.8%	99.8%	94.2%	199.8%	98.4%	37.8%	-21.9%	-147.9%		Y/Y
23.5%	23.0%	23.2%	22.3%	19.9%	17.2%	18.3%	15.9%	16.4%	18.1%	16.7%	17.8%	17.3%	17.2%	13.9%	11.5%	5.4%	-12.5%	% מההכנסות
1,400	1,400	1,400	1,200	1,000	801	150	650	-134	135	239	49	41	-111	-38	970	760	652	הוצאות מיזון
							44								0	124	840	הוצאות (הכנסות) אחרות
4,896	4,481	4,114	3,667	2,746	1,658	555	331	480	292	956	600	568	329	659	1,488	70	657	נס
15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	12.9%	15.0%	15.0%	14.5%	8.7%	8.4%	-19.3%	18.9%	10.1%	32.1%	32.1%	-15.2%	15.3%	שעיני המס
27,746	25,394	23,311	20,779	15,559	11,212	3,142	1,877	2,838	3,311	10,430	3,710	2,417	2,922	1,381	3,124	530	-3,642	חלק המיעוט ברווחי האחרות
9.3%	8.9%	12.2%	33.6%	38.8%	7.5%	-15.3%	-22.4%	-2.9%	138.8%	233.9%	337.0%	284.8%	63.0%	-44.6%	-114.6%			Y/Y
19.2%	18.6%	18.7%	18.1%	16.0%	14.1%	14.9%	10.5%	14.4%	16.0%	15.5%	21.6%	14.1%	16.0%	9.5%	6.4%			% מההכנסות

## גילוי נאות

### פרטי מכין עבודת האנליזה

שם: יואב בורגן

כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב

e-mail: yoav@leader.co.il

השכלה: M.Sc מימון-חשבונאות – אוניברסיטת ת"א

B.A כלכלה – אוניברסיטת חיפה

LL.B משפטים – אוניברסיטת חיפה

ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסט (ספטמבר 2006 ואילך)

פועלים סהר – אנליסט (2004-2006)

Vega Consultants (כיום BDO זיו האפט) – אנליסט ויועץ כלכלי (2000-2004)

### פרטי התאגיד

לידר ושות' בית השקעות בע"מ

רח' הארבעה 21, תל-אביב

טל: 03-6845757

### סולם המלצות

קניה - תשואת יתר של מעל 20% בשנה הקרובה

ת. יתר - תשואת יתר של 20% - 10% בשנה הקרובה

ת. שוק - תשואה של +/- 10% בשנה הקרובה

ת. חסר - תשואת חסר של 20% - 10% בשנה הקרובה

מכירה - תשואת חסר של מעל 20% בשנה הקרובה

### מתודולוגיה

הערכנו את שווייה של החברה על בסיס שיטת היוון תזרימי המזומנים החופשיים (DCF – Discounted Cash Flow).

### גורמי סיכון

- הביקוש בתחום המוצרים לתעשיות האולטרה נקיות הינו מחזורי. ירידה משמעותית בביקושים, עלולה להקטין באופן משמעותית את הכנסות החברה.
- חומרי הגלם מהווים רכיב חשוב בתשומות הייצור. חלק גדול מחומרי הגלם נתון לתנודות, לעיתים חריפות, במחירי השוק. תנודות אלה, עלולות להשפיע באופן במהותי על מחירי הקנייה, ולפיכך על רווחיות המוצרים והיכולות התחרותית שלהם בשווקים.
- חלק מפעילות הינה בין יפני, יורו, ליש"ט, שקל, ודולר קנדי, בעוד שהדיווח הוא דולרי. לפיכך, שינויים בשערי החליפין עלולים להשפיע לרעה על התוצאות המדווחות ועל ההון העצמי.
- תלות באנשי מפתח בהנהלת החברה.

### גילוי מטעם התאגיד

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדייק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו יעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת יעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ השקעות אשר ייעוץ מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

לידר ושות' ותאגידים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך של לידר ושות' יש זיקה אליהם מכח השתייכותה לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפציהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.

לידר ושות' או תאגיד קשור אליה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

### גילוי והצהרת האנליסט

אני, יואב בורגן, בעל רישיון מס' 7310, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יואב בורגן