

הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

25.08.2002

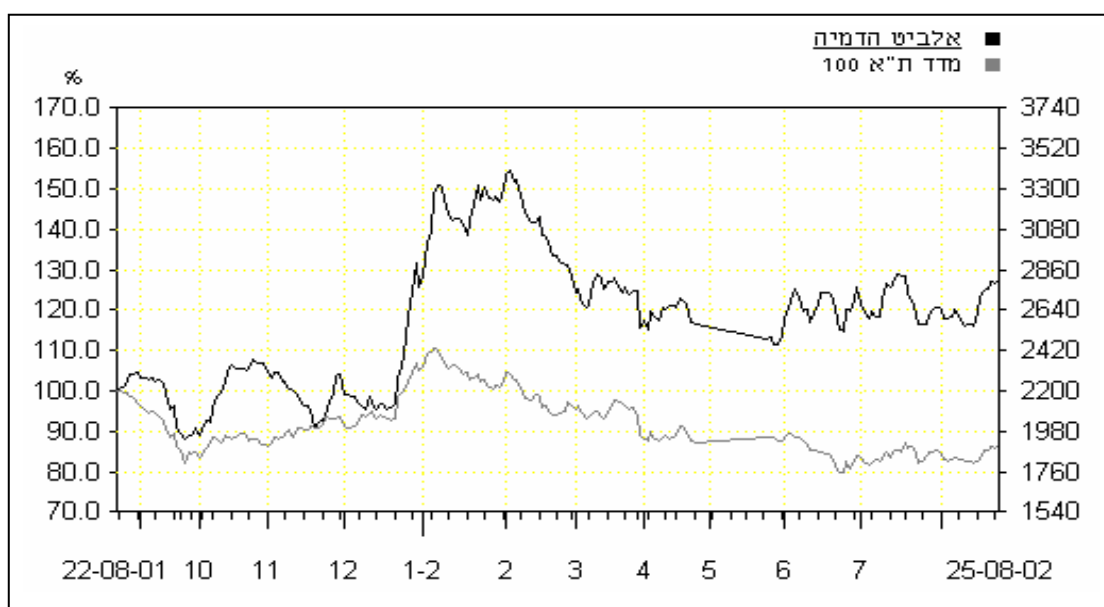
אלביט הדמיה רפואית בע"מ

עדכון

0.70	מכפיל הון	28.05 ₪	מחיר נוכחי
958	מכפיל רווח תפעולי ב-2001	\$ 5.9	שער חו"ל (EMITF)
20.0	מכפיל תפעולי נגזר ל-2002	28.40 ₪	שער גבוה (90 יום)
9.1	מכפיל תפעולי נגזר ל-2003	24.50 ₪	שער נמוך (90 יום)
קניה חזקה (8)	המלצה	667 מ' ₪	שווי שוק
\$8.5/₪ 39.5	*מחיר יעד	610 א' ₪	מחזור יומי ממוצע (שנה)

*\$1=4.65 ש"ח.

גרף התנהגות מניית אלביט הדמיה בהשוואה למדד ת"א 100:



החברה

אלביט הדמיה רפואית (EMI) פועלת בתחומים הבאים: ייזום, בנייה ותפעול של מרכזים מסחריים במזרח אירופה (פלזה סנטרס), בתי מלון במערב אירופה (אלסינט), בתחום ההדמיה הרפואית ובתחום התקשורת והטכנולוגיה. כיום, תמהיל ההכנסות שונה מאוד מזה שהיה בשנים קודמות, אז עיקר פעילות החברה היה תחום ההדמיה הרפואית בעל שיעורי הרווחיות הנמוכים, והוא יתבסס בשנים הבאות על הכנסות ממרכזים מסחריים ומבתי-מלון, בהם שיעורי הרווח גבוהים משמעותית. בכוונת החברה להמשיך במאמצי הפיתוח של תחום המרכזים המסחריים ולהגיע לסך של כ-60 מרכזים ברחבי מרכז ומזרח אירופה עד לשנת 2006, בהשוואה ל-18 מרכזים פעילים כיום.

אנליסט: מיכה מלכה. טלפון: 03-7108371, פקס: 03-7108347.

michaelm@rlnet.co.il

הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

מרכזים מסחריים

פעילות המרכזים המסחריים נעשית באמצעות חברת הבת "פלזה סנטרס" הרשומה בהולנד. ההתמקדות היא בהקמתם של מרכזים מסחריים בערים מרכזיות במדינות מזרח ומרכז אירופה בשל ביקוש גובר למערך קניות משולב בידור הנובע מחשיפה לתרבות מערבית. לחברה התמחות במימון ובבניית המרכזים בתוך זמן קצר ביותר (מס' חודשים).

בבעלות החברה כיום 18 קניונים הפועלים במזרח ומרכז אירופה, 15 בהונגריה ו-3 בפולין. שלושה מהקניונים הם קניונים גדולים (מגה) עם שטח של 30-50 א' מ"ר כ"א, המניבים כ-7.5-8 מיליון יורו לשנה כל אחד, 12 קניונים בינוניים (מידי) עם שטח של 15-20 א' מ"ר כ"א, מניבים כ-2.5 מ' יורו לשנה כ"א ו-3 קניונים קטנים (מיני) בעלי שטח של 8-12 א' מ"ר כ"א, המניבים כ-1.5-1 מ' יורו לשנה כ"א.

מעבר למרכזים הפעילים, ישנם כיום עוד 12-13 מרכזים הנמצאים בשלבים שונים של בנייה, במדינות כמו יוון, צ'כיה, רומניה קרואטיה, פולין והונגריה, כאשר כבר השנה יפתחו עוד שניים מסוג מיני והיתרה בשנת 2003. עלויות ההשקעה בהקמת מרכזים אלו נעה מ-8 מ' יורו למרכז קטן, 14 מ' לבינוני וכ-45-50 מ' יורו להקמת מרכז גדול.

מרבית השטחים במרכזים מושכרים מראש ע"י עוגנים, כמו תיאטראות ישראל (בתי קולנוע), רשת Julius Mienl (חנויות סופר ומזון), Duna play (משחקים אלקטרוניים) ורשתות מזון מהיר.

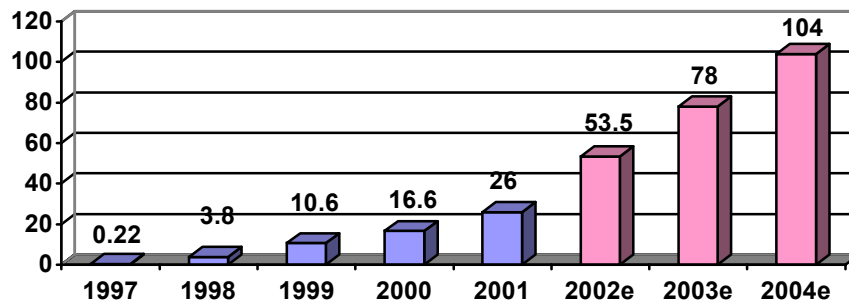
בשנה האחרונה נספרו ב-18 הקניונים כניסות של כ-57 מיליון מבקרים.

מרכזים מסחריים – תמונת מצב ותחזית הכנסות החל ב-2004 (מ' יורו):

מרכזים פעילים	עלות הפרויקטים	הלוואות חיצוניות	שווי כולל *	שווי חלק החברה	נטו- הכנסה שנתית צפויה
18 מרכזים פעילים	357	282	515	233	53.5
12 מרכזים בהקמה	381	286	607	321	51.0
סה"כ	738	568	1,122	554	104.5

*שווי מוערך עפ"י מכפיל הכנסות מקובל במדינות מזרח אירופה.

התפתחות ההכנסות ממרכזים מסחריים, במיליוני יורו:



הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

תחום ההדמיה הרפואית

תחום זה כולל את מפעל החברה במעלות (אלסינט) ואת פעילות חברת הבת אינסייטק (64%).

• המפעל במעלות -

עוסק בהרכבת מכלולים ותתי מכלולים המיועדים למערכות MRI ו-CT, תורם לשורת ההכנסות כ-85 מ' דולר בשנה עם רווחיות של כ-3%. בעת קניית החברה רשם מפעל זה הפסדים רבים, ובחברה החליטו לייעל אותו במטרה להעביר אותו לרווחיות ולאחר מכן – למכור אותו. מפעל זה אינו עולה בקנה אחד עם ליבת העסקים והאסטרטגיה של החברה לטווח הארוך, וכיום כמפעל מרוויח היא עשויה למכור אותו במידה ותהיה הזדמנות מתאימה שתניב לחברה רווח הון נאה של שעשוי להסתכם בעשרות מיליוני דולר (המפעל רשום בספרים לפי שווי נמוך של כ-4 מיליון דולר בלבד).

• אינסייטק (61.8% בדילול מלא) – טיפול מונחה הדמיה.

חברת אינסייטק פועלת לפיתוח אמצעי לא פולשני לטיפול בגידולים שפירים וממאירים בחלל הבטן ובחזה, בכלי דם ובהחדרה ממוקדת של תרופות. המערכת שפותחה מבוססת על אולטרסאונד ממוקד רב הספק מונחה MRI וכוללת מספר פריצות דרך טכנולוגיות המאפשרות קיצור משמעותי בזמני הטיפול ויכולת תכנון ומעקב טיפול תלת מימדי. פעילות הפיתוח נעשית בישראל ובארה"ב, תוך שיתוף פעולה עם חטיבות ה-MRI של חברת GE Medical, שנכנסה כשותף במיזם. המחקר הקליני מתבצע באמצעות שיתוף פעולה עם חמישה מרכזים רפואיים מהמובילים בצפון אמריקה, שלושה מרכזים באירופה ושניים בישראל.

החברה קיבלה אישורי FDA להתחיל בניסויים קליניים של שלב 3 (phase 3) לטיפול בגידולים שפירים בשד. הצלחת הניסוי תהווה בסיס לאישור הפצה מסחרית של המוצר בארה"ב. המחקר בטיפול בשרירי הרחם המתבצע בארה"ב ובאירופה עומד בפני סיום שלב 2 צפוי להתחיל את שלב 3 כבר השנה.

בישראל קיבלה החברה אישור ממשרד הבריאות לטפל בסרטן השד בבתי החולים שיבא והדסה. בנוסף, התקבל אישור מסחרי ממשרד הבריאות בישראל לטיפול בגידולים ברחם. המערכת של אינסייטק מחוללת מהפכה טכנולוגית וטיפולית ע"י החלפת סכין הניתוחים והצורך בכריתת רחם, בטיפול ללא כל אפקט פולשני בעל תופעות לוואי מינימליות.

באחרונה אף זכתה החברה להכרה במגזין ה"ביזנסוויק" שבחר באינסייטק כאחת מ-25 הטכנולוגיות שישנו את פני העולם.

האישור התקבל לאחר ניסויים שהתקיימו במספר מרכזים רפואיים במקביל ובדקו את יעילות ובטיחות הטיפול. מערכת ה-ExAblate 2000 מתבססת על טכנולוגיה מהפכנית המשלבת אלומת אולטרסאונד רב הספק ממוקדת והדמיית MRI להשמדה מדויקת של גידולים בדרך בלתי פולשנית, תוך בקרה בזמן אמת.

הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

הצוותים הקליניים המעורבים בפיתוח האפליקציה לטיפול בשרירני רחם כוללים את בית החולים "שיבא" תל השומר, Saint Mary's, Brigham and Women's Hospital (Boston), Hospital (London), בית החולים הדסה בירושלים, Charite Hospital (Berlin), Mayo Clinic (Rochester), ו-Jones Hopkins Hospital (Baltimore). במסגרת הניסויים הקליניים צפויים טיפולים בגידולי מוח עד סוף השנה. כאמור, לאחרונה נכנסה גם חברת GE Medical כשותפה באינסייטק, כאשר השקיעה 10 מיליון דולר בתמורה ל-11.8% ממניות החברה, לפי שווי של כ-85 מ' דולר לחברה. לפני מספר שבועות נחתמו הסכמים עם ביי"ח תל השומר וביי"ח בבוסטון. בתל השומר החוזה הוא בשיטת הליסינג, כאשר בעבור כל טיפול משלם בית החולים כ-5000 דולר, כאשר מחצית מגיע לאינסייטק. בבוסטון, נחתם הסכם למכירת מערכת בעלות של כ-1.5 מ' דולר. פעילות אינסייטק צפויה להוות את אחד ממנועי הצמיחה העיקריים של החברה בשנים הבאות, ב-2003 צפויות לחברה הכנסות ראשונות של כ-10 מ' דולר, והצלחה בניסויים המבוצעים כיום עשויה להגביר את קצב התקנת המערכות בבתי חולים שונים ברחבי העולם לעשרות מדי שנה ולהזניק את שורת ההכנסות במאות אחוזים בשנים הראשונות. להערכת החברה עשויים הכנסות אלה להסתכם בכ-100 מ' דולר תוך ארבע שנים.

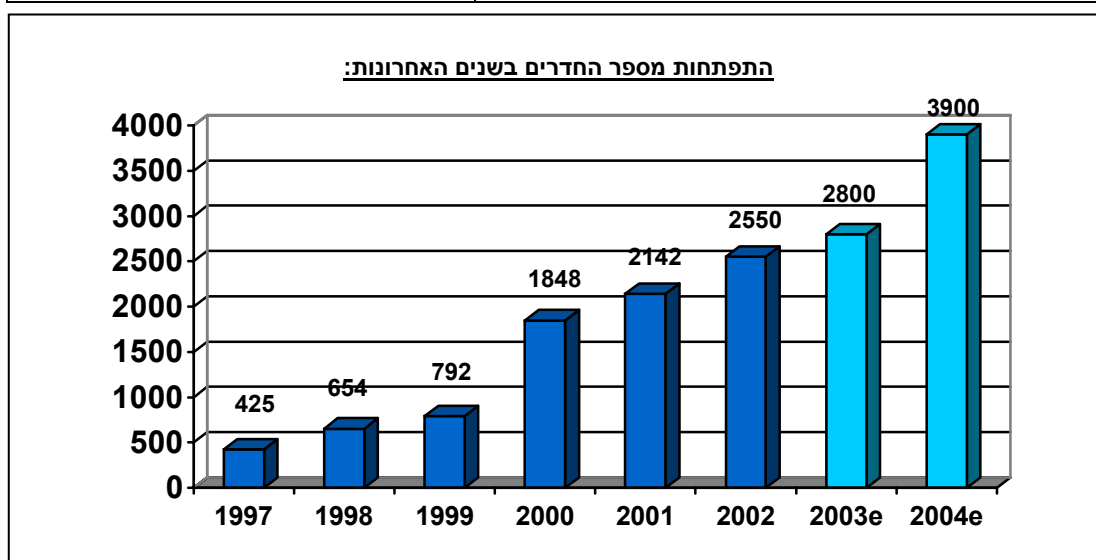
פעילות בתי מלון

פעילות זאת מתבצעת באמצעות חברת הבת אלסינט (62%), המפעילה כיום 8 בתי מלון, 7 במערב אירופה ואחד ברומניה (אחד בדרא"פ). המלון ברומניה מניב רווח של כ-4-5 מ' דולר לשנה, ב-2003 הוא צפוי להסגר ולעבור שיפוץ בעלות של כ-10 מ' דולר, עם פתיחתו מחדש, תגדל רווחיות המלון לכ-10 מ' דולר בשנה. כיום ברשות החברה כ-3000 חדרים, כאשר בשנתיים הבאות בעקבות פתיחת בתי מלון נוספים ושיפוץ מלון בוקרשטי (כ-600 ח' כיום, כ-900 אחרי השיפוץ) יעלה מספר החדרים לכ-3700. בסוף שנת 2003 צפוי להפתח מלון נוסף בבודפשט (בית הבלט 200 חדרים), באמצע 2004 צפוי להפתח מלון נוסף באנגליה (ריבר בנק, 550 חדרים). בתוכניות החברה, לשלוש השנים הקרובות, לרכוש או לבנות עוד כ-5 מלונות. בשנה האחרונה חלה ירידה של כ-7-8% בתפוסה הממוצעת במלונות, בשל אירועי הטרור העולמיים וכתוצאה מפריצתן של מחלות (פרה משוגעת ומחלת הפה והטלפיים) אשר הקטינו את מספר האורחים. חשוב לציין כי בתי המלון של אלסינט נפגעו פחות מהמגזר בשל אופי המלונות שברשותה והמיקום שלהם. מלונות החברה (בעיקר באנגליה) ממוקמים לרוב באיזורים של תחנות רכבת, כאשר האוכלוסייה הדומננטית לרוב היא אוכלוסיית אנשי העסקים שבתנועתם חלה ירידה מועטת לעומת הירידה בתנועת תיירים. בחודשים האחרונים מסתמן שינוי לטובה בתפוסה הממוצעת במלונות.

הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

מלונות פעילים:	מלונות בנייה:
<ul style="list-style-type: none"> ▪ ויקטוריה – אמסטרדם הולנד. ▪ פארק פלאזה – אוטרכט הולנד. ▪ אסטריד פארק פלאזה – אנטוורפן בלגיה. ▪ שואו פארק פלאזה – לונדון אנגליה. ▪ שרלוק הולמס – לונדון אנגליה. ▪ ויקטוריה פארק פלאזה – לונדון אנגליה. ▪ בוקרשטי – בוקרשט רומניה. ▪ סנדטון פארק פלאזה – יוהנסבורג דר' אפריקה. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ריברנק פארק פלאזה – לונדון אנגליה. ▪ בניין הבלט הלאומי – בודפשט הונגריה. ▪ אגם מונפורט – מעלות ישראל.



הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

פרויקט המרינה בהרצליה

בשנים האחרונות מקימה החברה את אחד הפרויקטים המעניינים בארץ, מרכז המסחר והבידור – מרינה הרצליה. המרכז נמצא כיום בשלבי ההקמה האחרונים והוא צפוי לפעול החל במרץ 2003. בניית המרכז לקחה שנים (בשונה מההקמה המהירה של מרכזים באירופה) בשל אופיו המיוחד, כאשר לצורך הקמתו היה צורך ליבש רחבה גדולה מתוך שטח היס. המורכבות של הפרויקט יקרה מאוד את עלותו שתסתכם בכ-140 מ' דולר. המיוחד במרכז זה הוא שאין זה מרכז קניות רגיל, אלא מרכז בידור שמטרתו למשוך מבקרים רבים שכדרך אגב יבצעו גם רכישות בחנויות המפוארות שיוקמו בו. במקום ישולבו איכויות עיצוב בסגנונות שונים (איטלקי, סגנון ימי ועוד) לצד אטרקציות לילדים ובני נוער, מתקנים בדומה לפארקי שעשועים בעולם, מועדון ריקודים, וכמובן דיירי עוגן, כמו **שופרסל** שתקים את חנות הדגל שלה במקום, 8 בתי קולנוע של רשת **תיאטראות ישראל** וכלה ברשתות אופנה כמו **זארה**.

שטחו הכולל של המרכז הוא כ-120 אי' מ"ר, מתוכם כ-30 אי' מ"ר מיועדים להשכרה, בעלות ממוצעת של כ-50-60 דולר למטר. ההכנסות הצפויות מהמרכז ינועו סביב 15 מיליון דולר לשנה.

תחום ההיי-טק

אחזקות החברה בתחום ההיי-טק מתמקדות בשלוש חברות:

- **VCON (20%)** – החברה נסחרת בבורסה בצרפת ופועלת בתחום הציוד ל-Video Conference המאפשר ביצוע שיחות ועידה הכוללות קול, תמונות וידיאו בין מקומות מרוחקים על גבי תשתיות תקשורת שונות. בחודשים שחלפו מאז אירועי הטרור בספטמבר נרשמה עלייה במספר הפניות לרכישת מוצרי החברה, כאשר אנשי עסקים רבים מעדיפים את השימוש בתקשורת וידאו בין מדינות על פני הצורך לטוס למדינות הללו. לאחרונה נחתמו שני חוזים אסטרטגיים, הראשון עם עזרא הראל, אשר ברשותו זיכיונות לכ-30-40 שדות תעופה בארה"ב להם עשויה החברה למכור את מוצריה, השני עם חברת התקשורת השניה בגודלה בקנדה, אשר תשתמש במוצרי החברה למתן שירותים מיוחדים. תחזית ההכנסות לשנת 2002 היא כ-30 מ' דולר, שווי מוערך לחברה נע סביב 20 מ' דולר.
- **Olive (38%)** – החברה מפתחת מערכת המאפשרת לעיתונים להעביר את התוכן שלהם להפצה אלקטרונית בצורה קלה עם השקעה נמוכה בתשתית. בחודשים האחרונים דיווחה החברה על מספר הסכמים, באוקטובר נחתמה עיסקה בהיקף של כ-1.8 מיליון שקל עם העיתון הנפוץ ביותר בהודו בשפה האנגלית-TIMES OF INDIA. התוכנה שתספק אוליב לעיתון מאפשרת לעיתונים ליצור ארכיון דיגיטלי של גיליונות עבר והווה, המוצגים בפורמט אותנטי ברשת האינטרנט. בנובמבר נחתם הסכם עם עיתון וונצואלי בהיקף של 2.1 מיליון דולר במסגרתו רכש העיתון תוכנת ארכיב של אוליב, והזמין שירותי המרת מיקרופילם לפורמט דיגיטלי.

הראל שוקי הון בע"מ

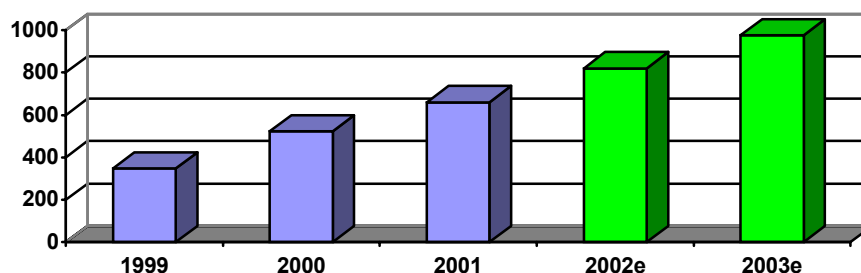
המחלקה הכלכלית

- **Easyrun (26%)** – מפתחת ומשווקת פתרונות call center התומכים במגוון תשתיות, כמו מרכזיות קלאסיות, תשתיות טלפוניה מודרנית, IP telephony וערוצי מכירות on-line תחת פלטפורמה אחת.

עיקרי התוצאות העסקיות לרבעון השני והחציון הראשון 2002:

- **הכנסות** הקבוצה ברבעון השני של השנה צמחו בכ-49% והסתכמו בכ-234.6 מ' ש"ח לעומת כ-157.5 מ' ש"ח ברבעון השני ב-2001. הכנסות החברה בחציון הראשון הסתכמו ל-425.8 מ' ש"ח, המהווים צמיחה של 34.3% בהשוואה לחציון המקביל. הזינוק בהכנסות בחציון הראשון נבע בעיקר מגידול של 103% בהכנסות המרכזים המסחריים, הודות לפתיחתם של ארבעה קניונים נוספים בהונגריה ושני קניונים בפולין שנחנכו במהלך 2001 ומשלושה קניונים שנרכשו ונכללו בהכנסות החל ב-25 לפברואר 2002. בנוסף גדלו ההכנסות מתחום המלונות ב-71% כתוצאה מהרחבת הפעילות, שכללה את מלון בוקרשטי ברומניה, וכן את ההכנסות ממלון ויקטוריה ומלון שרלוק הולמס שבלונדון (נחנכו בספטמבר 2001). הכנסות המפעל במעלות צמחו ב-4.4% והסתכמו בכ-200 מ' ש"ח בחציון.
- **הרווח הגולמי** של החברה השתפר מאוד ברבעון השני ובחציון הראשון והסתכם לכ-56.2 מ' ש"ח (24.0% מההכנסות) וכ-95.5 מ' ש"ח (22.4% מההכנסות) בהתאמה, בהשוואה ל-29.5 מ' (18.7%) ו-54.8 מ' (17.3%) בתקופות המקבילות ב-2001. הגידול ברווח הגולמי ובשיעור הרווח הגולמי נבעו בעיקר מהצמיחה המהירה בהכנסות המרכזים המסחריים, אשר פעילותן מאופיינת בשיעורי רווח גבוהים מאד של כ-50% וכן משיפור של כ-7.5% בשיעור הרווח הגולמי של המפעל במעלות.
- **הרווח תפעולי** בחצי השנה הראשונה הסתכם בכ-15.5 מ' ש"ח (3.65% מההכנסות), לעומת 62 מ' ש"ח בלבד (0.02%) בחציון המקביל – המהווים שיפור של כ-2500%. השיפור החד התקבל למרות עליה של כ-1% בשיעור ההוצאות התפעוליות, הודות לצמיחה המהירה בהכנסות לצד ירידה בשיעור עלויות המכר, שתרמו לגידול חד ברווחיות הגולמית.
- **הרווח הנקי והכנסות המימון** – הרווח הנקי בחציון הסתכם ב-6.5 מ' ש"ח, בהשוואה לכ-28.5 מ' ש"ח בחציון המקביל ב-2001. הירידה ברווח נבעה מהמעבר מהכנסות מימון של כ-52 מ' ש"ח בחציון הראשון 2001 להוצאות מימון של כ-12.6 מ' ש"ח בחציון האחרון.

התפתחות ההכנסות ותחזית לשנים הבאות, במיליוני ש"ח:



הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

סיכום והמלצה

בשנתיים האחרונות עוברת החברה שינויים מרחיקי לכת, בתהליך ארוך שבמהלכו משתנה לחלוטין תמהיל ההכנסות של החברה, בהשוואה לפעילותה המסורתית. החשיבות שבשינויים היא בעצם היצירה של חברה עם פעילות בעלת שיעורי רווחיות גבוהים יותר מאלה שהיו בעבר.

החלטת החברה למקד את עיקר משאביה ויכולותיה בתחום הנדל"ן המניב, מתבררת ככונה, למרות החששות הכבדים שהיו למשקיעים בתחילה. בעלי השליטה בחברה (אירופה ישראל) פועלים כבר שנים בתחום הנדל"ן והשינוי שהחברה עברה ועוברת נראה כטבעי ביותר, לאור האפשרות של ניצול הידע הרב והניסיון הנצבר בפעילות "החדשה". פעילות המרכזים המסחריים, שאט אט הופכת למקור העיקרי להכנסות החברה, מאופיינת לרוב בשיעורי רווחיות גבוהים מאוד (כ-50% בגולמי), כאשר התשואה להון המושקע בכל פרויקט מגיעה לעיתים ליותר מ-35%. בהשוואה למצב ההתחלתי (כזכור רכישת החברה נעשתה ב-1999), לפיו עיקר ההכנסות נבעו מהמפעל במעלות – בו שיעורי הרווחיות נמוכים מאד (כ-10% גולמי), כיום נהנית החברה מרווחיות גבוהה וצומחת.

בתחום המלונאות (אלסינט) - מצב התיירות העולמית נפגע מאד השנה, כתוצאה מהמצב הביטחוני העולמי וכן בגלל פריצת המחלות הפרה המשוגעת והפה והטלפיים באירופה (מרבית המלונות ממוקמים באירופה). למרות זאת, בתוצאותיה של החברה נרשמה צמיחה של כ-7% בהכנסות ו-33% ברווח הנקי בשנת 2001, כאשר בחציון הראשון השנה הואצה מגמת הצמיחה בהכנסות אלה שגדלו ב-71% לעומת החציון המקביל. ההסבר לכך נובע ממספר גורמים, כמו המיקום והיעוד של המלונות, שלרוב נמצאים בקרבה לתחנות רכבת או במקומות מרכזיים ומיועדים בעיקר לאוכלוסייה של אנשי העסקים, וכן הודות להגדלת היצע החדרים, ע"י רכישות ושיפוצים של מלונות. בטווח של השנתיים הבאות, אנו מעריכים קצב צמיחה מהיר יותר, בשל העלייה הצפויה בתפוסת החדרים, ובעיקר בשל גידול צפוי של כ-50% במספר החדרים בשנתיים הבאות, שיסתכמו לכ-3900 חדרים, לעומת כ-2500 כיום. תחום זה מאופיין ברווחיות גולמית של כ-10%.

בתחום ההדמייה הרפואית – **המפעל במעלות** שהיווה נדבך חשוב מאד בפעילות החברה הופך להיות פחות משמעותי בתוכניות העתידיות של החברה, וההצלחה להעבירו לפסים של רווחיות תקל על החברה למוכרו ברגע שתיווצר הזדמנות טובה, בהתאם לתוכניות מלפני שנתיים. הרווחיות הגולמית של פעילות זאת עלתה מ-7.6% בחציון הראשון 2001 ל-15% בחציון האחרון.

חברת ה**בט אינסטייטק** היתה אנונימית עד לפני שנה, אך לא יותר. כניסת חברת הענק **GE Medical** כשותפה, וההכרה העולמית לה זוכה החברה במגזינים רבים כבעלת טכנולוגיה רפואית מהחשובות בעולם, לצד הצלחה בניסויים הרבים שמבוצעים בבתי חולים ברחבי העולם, מלמדים כי לחברה פוטנציאל צמיחה אדיר. חתימה על הסכמים ראשוניים, למכירת/השכרת המערכות של החברה, עם בתי חולים בישראל ובבוסטון מסמנת כנראה את תחילת דרכה כחברה מובילה ומרויחה וסיום דרכה כחברת סטארט אפ אנונימית. היקף ההכנסות הצפוי בפעילות זה מגיע לעשרות מיליוני דולרים בשנה, החל ב-2003.

הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

בתחום הטכנולוגיה והתקשורת – מסתמן שינוי בפעילות החברות המוחזקות, כאשר Vcon החלה לצמוח מחדש מאז אירועי ספטמבר ונראה כי היא יוצאת לדרך חדשה. חברת **אוליב** מתגלה כהצלחה לא קטנה, כאשר בחודשים האחרונים חתמה החברה על הסכמים ראשוניים בהיקף של מיליוני דולר, כאשר פוטנציאל ההכנסות מבחינת החברה עשוי להסתכם בעשרות מיליוני דולר בשנים הראשונות.

תחזית

להערכתנו, בשנים 2002 ו-2003 יסתכמו הכנסות החברה בכ-820 מ' ו-975 מ' ש"ח בהתאמה, המהווים צמיחה של כ-24% ו-19% בהתאמה. אנו צופים המשך שיפור גם בשורת הרווח הגולמי שיסתכם להערכתנו בכ-177 מ' (21.5% מהמחזור) וכ-238 מ' (24.5%) בשנים האמורות, לעומת 112 מ' ש"ח (17%) בשנת 2001. השיפור המשמעותי ביותר יתקבל להערכתנו ברווח התפעולי שיסתכם השנה בכ-34 מ' ש"ח (4.1% מהמחזור), בהשוואה לכ-0.7 מ' בלבד (0.1%) בשנת 2001.

מתודולוגיה – בכדי להעריך את שוויה הכלכלי של החברה פיצלנו את תחומי הפעילות השונים – לתחומי **המלונאות והמרכזים המסחריים** ביצענו הערכה לתזרים ההכנסות הצפוי (DCF), את פעילות **המפעל במעלות** שילבנו בתזרים ההכנסות עד לסוף שנת 2003 (עד אז להערכתנו ימכר המפעל). באשר לאחזקות האחרות, מטעמי שמרנות החלטנו להעריך את שוויה של **אינסייטק** (61.8% בדילול מלא) עפ"י הגיוס האחרון, כ-85 מ' דולר (חלק החברה בדילול מלא כ-54 מ' דולר) למרות שעל פי כל ההערכות השווי האמיתי צריך להיות גבוה מ-100 מ' דולר. את שוויה של חברת **אוליב** (38%) הערכנו בכ-20 מ' דולר, כאשר חלק החברה הנגזר הוא כ-7.5 מ' דולר. את אחזקות החברה ב-Vcon ו-EasyRun הערכנו באפס, מטעמי שמרנות.

מניה

מאז תחילת השנה ועד השבוע כמעט לא חל שינוי במחיר המניה, אשר עלתה בכ-0.8%, אולם לאור החולשה בשווקים והירידות החדות שנרשמו במדדים המובילים (ת"א 100 ירד בכ-18%), הרי שמי שהחליט להשקיע במניית החברה נהנה מתשואה עודפת של כ-18% על השוק. מחיר המניה כיום מייצג לחברה שווי שוק של כ-677 מ' ש"ח (כ-145 מ' דולר). לאחר בחינת מכלול הפעילויות והאחזקות של החברה, תוך בדיקת איתנותה הפיננסית של החברה והפוטנציאל הקיים בכל אחת מהפעילויות, אנו מעריכים את שוויה של אלביט הדמיה בכ-940 מ' ש"ח (כ-202 מ' דולר), ממנו נגזר **מחיר יעד למניה של 39.5 ש"ח (\$8.5)**, הגבוה בכ-41% ממחיר המניה כיום. לפיכך **אנו מותירים את המלצתנו למניית אלביט הדמיה רפואית "קניה חזקה" (8)**.

המלצה זו אינה מהווה תחליף לייעוץ אישי, המתחשב בנתונים האישיים של כל משקיע ומשקיע. הראל שוקי הון בע"מ אינה אחראית לתוצאות פעולות הננקטות בעקבות עבודה זו. אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור בכתב מחברת הראל שוקי הון בע"מ. הראל שוקי הון בע"מ הינה חברה הפעילה במישרין בשוק ההון, ועל כן עשויה להחזיק בניירות הערך המומלצים ולפעול בהתאם להמלצתה.

הראל שוקי הון בע"מ

המחלקה הכלכלית

להלן עיקרי דו"ח רווח הפסד ותחזית לשנים 2002-2003 (באלפי ש"ח ואחוזים):

2003 תחזית	2002 הערכה	2001	1-6/2001	1-6/2002	
975,017	820,521	686,540	317,149	425,843	הכנסות
18.8%	24.2%	26.1%	22.4%	34.3%	% שינוי
238,235	176,584	116,447	54,791	95,529	רווח גולמי
24.4%	21.5%	17.0%	17.3%	22.4%	% מהכנסות
27,300	24,616	24,618	12,213	16,388	הוצאות מו"פ
136,502	118,155	91,105	42,516	63,607	הוצ'י מכירה הנהלה כלליות (וייזום פרויקטים)
74,432	33,813	724	62	15,534	רווח תפעולי
7.6%	4.1%	0.1%	0.02%	3.6%	% ממכירות
		103,334	51,955	(28,112)	הכנסות (הוצאות) מימון
		35,224	2,245	12,710	הכנסות (הוצאות) אחרות
8,932	3,381	13,832	14,762	4,573	מסים
12.0%	10.0%	9.9%	27.2%		שיעור מס
65,501	30,432	107,662	28,516	6,527	רווח (הפסד) נקי
6.7%	3.7%	15.7%	9.0%	1.5%	% ממכירות

נתונים עיקריים מתוך מאזן החברה (באלפי ש"ח ואחוזים):

31.12.2001	31.06.2001	31.06.2002	
1,055,970	859,644	952,356	נזילות
60,719	67,875	50,812	מלאי
123,900	94,450	137,625	לקוחות
89,051	46,027	67,986	חייבים
1,329,640	1,067,996	1,208,779	סה"כ רכוש שוטף
27.6%	25.7%	21.1%	כאחוז ממאזן
2,921,015	2,281,594	3,923,944	רכוש קבוע נטו
60.7%	54.8%	68.5%	כאחוז ממאזן
496,982	769,942	521,630	השקעות
61,647	42,242	71,262	נכסים אחרים
4,809,284	4,161,774	5,725,615	סה"כ נכסים
1,494,267	976,603	1,627,527	בנקים וחלויות שוטפות
165,869	90,585	171,445	ספקים
288,749	332,086	255,905	זכאים
1,948,885	1,399,274	2,054,877	סה"כ התחייבויות שוטפות
40.5%	33.6%	35.9%	כאחוז ממאזן
1,421,864	1,461,818	2,076,892	התחייבויות ז"א
932,659	837,057	1,067,822	סה"כ הון עצמי
19.4%	20.1%	18.6%	כאחוז ממאזן
4,809,284	4,161,774	5,725,615	סה"כ מאזן