

צ'ק פוינט – סימני חולשה בענף הופכים את עולמה מאתגר יותר מבעבר.

2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007A	
427.0	432.6	515.4	579.4	650.7	708.6	הכנסות
-19.1%	1.3%	19.1%	12.4%	12.3%	8.9%	גידול הכ'
255.0	255.7	260.2	341.1	366.9	393.3	רווח תפעולי
255.1	243.9	278.7	326.9	352.5	376.4	רווח נקי
1.01	0.96	1.07	1.30	1.42	1.52	רווח למניה
20.6	21.5	18.9	16.1	14.9	14.0	מכפיל רווח

נתונים במיליון \$ פרט לנתוני רווח למניה

נקודות עיקריות:

- ההכנסות ב-Q4/05 היו ברף התחתון של ה-guidance ומתחת לתחזיות שלנו. תוצאות הרווח עקפו את התחזיות.
- החברה רשמה גידול שיא בסעיף ההכנסות הנדחות: 17% לעומת Q3/05 לרמה של 169 מ' דולר. מדובר בעלייה (באחוזים) הגבוהה בין הרבעונים משנת 2000. הסעיף מצביע על צפי להמשך הגידול בהכנסות ברבעונים הקרובים.
- סגירת העסקה ברכישת חברת Sourcefire תידחה ככל הנראה לסוף Q1/06 או לתחילת Q2/06. צ'ק פוינט הודיעה בתחילת אוקטובר 2005 על רכישת Sourcefire שעוסקת בתחום Intrusion Detection and Prevention תמורת 225 מ' דולר.
- החברה סיפקה guidance מאכזב למדי ל-2006: הכנסות של 661 מ' דולר $\pm 5\%$. רמת הכנסות זו כוללת את ההכנסות מ-Sourcefire. בהתחשב בתרומה של Sourcefire, הצמיחה האורגנית של צ'ק פוינט צפויה להיות 9% (בנקודה האמצעית של התחזית). צמיחה כזו נמוכה מהתחזיות הקודמות שלנו.
- השוק של צ'ק פוינט הופך מאתגר יותר עבור החברה. על כך מעידות התוצאות הגרועות של השחקניות האחרות בשוק וכן הרבעון האחרון, שעליו העידה החברה כי ריכז את רוב ההזמנות רק בסופו. נתון זה מצביע על ירידה ב-visibility לעומת העבר.

המלצה:

- תחום האבטחה מתחיל להראות סימני חולשה. הגדלת טווח התחזית של החברה מחזק תחושה זו.
- לחברה פורטפוליו מוצרים רחב שיאפשר, להערכתנו, צמיחה במכירות גם בשוק תחרותי.
- כ-30% משווי המניה מוסבר בקופת המזומנים של החברה המסתכמת 1.74 מיליארד דולר. להערכתנו, סיכויי חלוקת דיווידנד ב-2006 עדיין נותרו נמוכים.
- לאור ה-guidance החדש אנו מנמיכים את תחזיותינו ל-2006 וכתוצאה מכך גם את מחיר היעד ל-\$25.5.
- קצב הצמיחה של צ'ק פוינט מכניס אותה להגדרת חברה בוגרת. לפיכך, רמת המכפילים בהם נסחרת צריכה להיות נמוכה מהמקובל בקבוצת ההתייחסות.
- לאור האמור לעיל ורמת הדיסקאונט, אנו מורידים המלצה לתשואת יתר.

נתוני מניה	סימול
CHKP	מחיר
\$21.14	המלצה
תשואת יתר	מחיר יעד
\$25.50	המלצה קודמת
קניה	מחיר יעד קודם
\$28.00	

יחסים פיננסיים ונתוני מסחר	
\$5,255.1	שווי שוק (מל')
\$6,338.9	שווי כלכלי (מל')
\$19.67	גבוהונמוך 52 שב'
\$50.63	מחז' יומי (מל')
\$6.99	נכסים פיננסיים למניה
2.9	שווי שוק/הון עצמי
\$1,785	הון עצמי (מל' \$)
71%	שעור מניות במסחר

במ' דולר	Q4/2004A	Q4/2005A	Q1/2005A	Q1/2006E
הכנסות	143.0	156.1	137.7	146.4
רווח תפעולי	82.5	95.5	79.0	82.9
רווח נקי	79.2	91.4	76.3	81.1
רווח למניה	0.31	0.37	0.30	0.33

גידול שנתי	Q4/2004A	Q4/2005A	Q1/2005A	Q1/2006E
הכנסות	24.1%	9.1%	18.6%	6.3%
רווח תפעולי	19.8%	15.7%	14.5%	4.9%
רווח נקי	21.4%	15.4%	17.4%	6.2%

גרף מניית צ'ק פוינט מול NASDAQ 12 חוד'



גרי רסקין

03-7968838

GaryR@psagotofek.co.il

הכנסות החברה ב-Q4/05 הסתכמו ב-156.1 מ' דולר, בטווח התחתון של התחזית המוקדמת של ההנהלה (155-164 מ' דולר). אנו ציפינו כי Q4 שהינו הרבעון החזק בשנה יהיה טוב יותר - 160.1 מ' דולר.

מאידך, הרווחיות היתה מעל לתחזיות: \$0.37 למניה ברף העליון של ה-guidance (\$0.34-0.37) ולעומת \$0.35 חזוי. צ'ק פוינט הצליחה לסיים את הרבעון עם שיעור הרווח התפעולי הגבוה מזה מספר שנים: 61.2% (ללא התחשבות בהוצאות המוניטין). לדעתנו, מדובר בהישג מרשים, אם כי איננו סבורים כי שיעורי הרווחיות הללו יותרו בעתיד. החברה כבר הודיעה כי בכוונתה להגדיל הוצאות השיווק והמכירות.

להלן תוצאות של שנת 2005 כולה: ההכנסות צמחו ב-12.4% לעומת 2004 והסתכמו ב-579.4 מ' דולר. בתחילת 2005 החברה סיפקה תחזית של 585-600 מ' דולר שהונמכה במהלך השנה. הרווח למניה ב-2005 היה \$1.31.

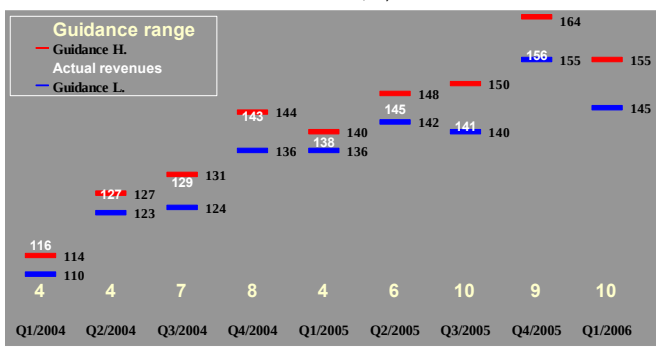
התחזית שסיפקה ההנהלה ל-2006 הינה כדלקמן: הכנסות 661 מ' דולר $\pm 5\%$, גידול של 14% לעומת 2005. רמת הכנסות זו כוללת את ההכנסות מחברת Sourcefire, שנרכשה ע"י צ'ק פוינט (סגירת העסקה צפויה לקראת סוף Q1/06 או תחילת Q2/06). התרומה של Sourcefire להכנסות החברה מוערכות בכ-25-30 מ' דולר, כך שהצמיחה האורגנית של צ'ק פוינט צפויה להיות כ-9% (בנקודה האמצעית של התחזית). צמיחה כזו הינה נמוכה מהתחזיות הקודמות שלנו.

טווח התחזית שנתנה החברה (66 מ' דולר!) נראה לנו מוגזם. לשם השוואה: לפני שנה, בתחילת 2005 החברה סיפקה תחזית עם טווח של 15 מ' דולר. קשה יהיה לא לקלוע לתחזית עם טווח של 66 מ' דולר...

התחזית לרווח למניה הינה \$1.40-1.47. משמעות הדבר הינה שהחברה תמשיך לשמור על שיעורי רווח תפעולי גבוהים מאד (מעל 55%). וזאת למרות הרכישה והשקעות נוספות בשיווק ומכירות שהחברה מתכננת.

התחזית ל-Q1/06: הכנסות של 145-155 מ' דולר, רווח למניה \$0.32-0.34. אנו מעריכים כי הכנסות צ'ק פוינט ב-Q1/06 יסתכמו ב-146 מ' דולר ו-EPS – ב-\$0.33. השפעתה של Sourcefire על דו"חות Q1/06 לא צפויה להיות מהותית (אם בכלל).

ברבעונים האחרונים התוצאות בפועל נמצאות קרוב יותר לרף התחתון של תחזית ההנהלה. הנהלת צ'ק פוינט מעידה כי "אנשים לא רצים להוציא כסף", כאשר ההערה הזו נאמרת לאחר



החברה דיווחה על תוצאות מעורבות. ההכנסות היו ברף התחתון של התחזית ואילו הרווח – ברף העליון.

החברה סיפקה guidance מאוזב ל-2006.

הסביבה העסקית של צ'ק פוינט הופכת להיות מאתגרת יותר.

הרבעון הרביעי. הרבעונים האחרונים היו, לדברי הנהלת צ'ק פוינט, יותר backend loaded, דהיינו חלק גדול מההזמנות הגיע לקראת סוף הרבעון (בעבר היחס בין

החודשים ברבעון היה 40%-30%-30%, ב-Q4/05 כ-50% מהכנסות הגיעו בדצמבר).

בנוסף, התוצאות של המתחרה Netscreen וחברות נוספות שפועלות בתחום אבטחת הרשתות (Symantec, McAfee) היו מאכזבות. הנהלת צ'ק פוינט טוענת כי אינה מאבדת נתח שוק לטובת המתחרים. נתון זה בשילוב עם חולשה בתחום מראה כי הבעיה הינה בענף ולא בחברה. להערכתנו, מצפה לצ'ק פוינט סביבה עסקית מאתגרת יותר מבעבר. זו, ככל הנראה, הסיבה ל-guidance חלש (ורחב) יחסית שסיפקה ההנהלה.

אנו סבורים כי כיום צ'ק פוינט ממוצבת טוב בשוק לנוכח פורטפוליו המוצרים החדש שבנתה. עם זאת, קשיים בסביבה העסקית לא יאפשרו קצבי צמיחה בהם חזינו בעבר.

בהתאם לתחזית המונמכת ל-2006 והלאה, ע"פ מודל DCF- מתקבל מחיר היעד של כ-\$25.5 למניה, המשקף אפסייד של כ-21% לעומת מחיר המניה בשוק. על-כן, איננו סבורים ישנה הצדקה לשימור המלצת הקנייה ואנו מורידים המלצה לתשואת יתר.

סיכום

אנו ממליצים תחזיות ל-2006. בהתאם לתחזית החדשה מחיר היעד הינו \$25.5. המלצתנו יורדת לתשואת יתר.

להלן ניתוח רגישות של שווי כלכלי למניה לשינויים בשיעור הרווח ושיעור הצמיחה לטווח ארוך:

		שיעור הרווח						
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
שיעור צמיחה לטווח ארוך	3.0%	27.4	25.9	24.5	23.4	22.4	21.5	20.7
	3.5%	29.0	27.1	25.6	24.3	23.1	22.1	21.2
	4.0%	30.8	28.6	26.8	25.3	24.0	22.9	21.9
	4.5%	33.0	30.4	28.3	26.6	25.1	23.8	22.7
	5.0%	35.8	32.6	30.1	28.0	26.3	24.8	23.5
	5.0%	35.8	32.6	30.1	28.0	26.3	24.8	23.5



מודל ותחזיות 2002-2006

December Fiscal Year (\$ in 000s, except EPS and Ratios)	Annual Earnings						FY2005				FY2006			
	2002A	2003A	2004E	2005A	2006E	2007E	Q1-05A	Q2-05A	Q3-05A	Q4-05A	Q1-06E	Q2-06E	Q3-06E	Q4-06E
Revenues	\$426,989	\$432,572	\$515,360	\$579,350	\$650,712	\$708,641	\$137,661	\$144,563	\$141,068	\$156,038	\$146,369	\$157,626	\$163,389	\$183,328
Cost of revenues	20,693	18,923	23,553	24,718	29,482	31,889	5,552	6,505	6,317	6,344	6,440	7,093	7,516	8,433
Research and development	28,709	29,314	43,186	49,290	54,191	63,778	12,776	11,880	12,441	12,193	12,441	13,398	14,051	14,300
Selling and marketing	104,606	111,007	132,796	140,283	175,158	187,790	34,061	36,905	33,046	36,271	36,592	44,135	44,932	49,499
General and administrative	17,969	17,644	23,657	23,984	24,980	31,889	6,248	6,013	5,951	5,772	5,855	5,990	6,536	6,600
Amortization of intangible assets and deferred	0	0	31,949											
Operating Profit/Loss	255,012	255,684	260,219	341,075	366,901	393,296	79,024	83,260	83,313	95,478	85,040	87,010	90,354	104,497
Net Financial Income	49,314	43,506	44,777	54,177	59,159	63,891	12,401	13,468	14,321	13,987	14,768	14,782	14,797	14,812
Profit before incomes taxes	304,326	299,190	304,996	395,252	426,060	457,187	91,425	96,728	97,634	109,465	99,808	101,792	105,151	119,309
Income taxes	49,246	55,311	56,603	66,181	72,069	80,764	15,094	16,378	16,642	18,067	16,602	16,939	18,025	20,503
Net Income (Proforma)	255,080	243,879	278,717	326,904	353,991	376,423	75,789	79,808	80,450	90,557	82,440	84,407	86,750	98,430
EPS, Diluted (Proforma)	\$1.01	\$0.96	\$1.07	\$1.30	\$1.42	\$1.52	\$0.30	\$0.32	\$0.32	\$0.37	\$0.33	\$0.34	\$0.35	\$0.40
Diluted Shares Outstanding (mil)	252.8	255.1	260.6	251.7	247.4	248.4	256.2	252.2	250.1	248.6	247.6	247.9	246.9	247.2
Ratios:														
R&D/ Sales	6.7%	6.8%	8.4%	8.5%	8.3%	9.0%	9.3%	8.2%	8.8%	7.8%	8.5%	8.5%	8.6%	7.8%
S&M/ Sales	24.5%	25.7%	25.8%	24.2%	26.9%	26.5%	24.7%	25.5%	23.4%	23.2%	25.0%	28.0%	27.5%	27.0%
G&A/ Sales	4.2%	4.1%	4.6%	4.1%	3.8%	4.5%	4.5%	4.2%	4.2%	3.7%	4.0%	3.8%	4.0%	3.6%
Operating Margin	59.7%	59.1%	50.5%	58.9%	56.4%	55.5%	57.4%	57.6%	59.1%	61.2%	58.1%	55.2%	55.3%	57.0%
Tax Rate	16.2%	18.5%	18.6%	16.7%	16.9%	17.7%	16.5%	16.9%	17.0%	16.5%	16.6%	16.6%	17.1%	17.2%
Net Margin	59.7%	56.4%	54.1%	56.4%	54.2%	53.1%	55.1%	55.2%	57.0%	58.2%	56.6%	53.6%	53.1%	53.7%

מחלקת מחקר

רויט וולקוביץ'

מנהלת מחלקת מחקר

03-7968830

ravitw@psagotofek.co.il

עדנה ברנר

פרמצבטיקה, כימיה, מסחר,

מזון

03-7968818

ednab@psagotofek.co.il

משה גורי

בנקים, טלקום

03-7968839

mosheg@psagotofek.co.il

שחר ברנר

אחזקות, ביטחוניות,

תעשייה, נדל"ן חו"ל

03-7968837

shaharb@psagotofek.co.il

גרי רסקין

טכנולוגיה

03-7968838

garryr@psagotofek.co.il

יואב כספי

נדל"ן ישראל

03-7968890

yoavc@psagotofek.co.il

מחלקת מאקרו כלכלה

ורד דר

כלכלנית ואסטרטגית ראשית

03-7968833

veredd@psagotofek.co.il

רן בן-חמו

03-7968841

ranb@psagotofek.co.il

ערן דולב

03-7968847

erand@psagotofek.co.il

מחלקת ברוקראז'

שי בן דוד

03-5114720

shayb@psagotofek.co.il

יואל קירש

03-5114710

joelk@psagotofek.co.il

עדי אולסקר

03-5114705

adio@psagotofek.co.il

דוד אדרי

03-5114720

divide@psagotofek.co.il

זכריה הרצוג

03-5114710

zachh@psagotofek.co.il

הערות וביאורים לגבי הד"ח.

מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים.

סולם המלצות

קנייה חזקה (Strong Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחריגה על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.

קנייה (Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.

תשואת יתר (Outperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.

תשואת שוק (Marketperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.

תשואת חסר (Underperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.

מכור (Sell) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.

קנייה ספקולטיבית (Speculative Buy) – המניה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הבאים באם תתקיים התפתחות תלויה

Disclaimer

דוח זה הינו רכוש של פסגות אופק ניירות ערך והשקעות בע"מ (להלן "פסגות אופק"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את כל, או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי החברה ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות אופק ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות אופק לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. פסגות אופק ו/או חברות בנות שלה ו/או חברות הקשורות אליה (להלן - "התאגידים") ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות התאגידים הנ"ל ניירות הערך של מי מהחברות, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהחברות. כמו כן, עשויים מי מהנ"ל לפעול בניירות הערך של מי מהחברות נשואי דוח זה, על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן ו/או ברכישתן, חרף האמור בדוח זה, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות פסגות אופק חברה בקבוצת בנק לאומי לישראל בע"מ, חברות בשליטת בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עימם, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. אין לראות בדוח זה ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.