

על-בד משואות יצחק

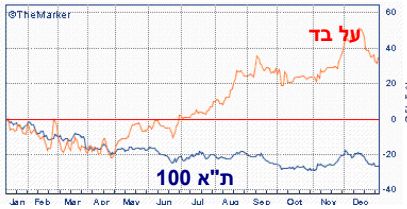
קניה

מחיר יעד - 53 ש"ח

היעד לשנת 2003 - תחילת מימוש הפוטנציאל בארה"ב

אנליסט: יובל בן זאב *
972 - 3 - 684 - 5749
yuval@leader.co.il

העלאת מחיר היעד מ- 47 ש"ח ל- 53 ש"ח, שלא מבטאת את מלוא הפוטנציאל בארה"ב



נתונים עיקריים

227 / 262	שווי שוק * (מ' ש"ח)
40.6	שער נוכחי
53.0	מחיר יעד
22.0 - 43.4	טווח 52 שבועות
86%	תשואת המניה ב 12 ח'
(15%)	תשואת מדד ת"א 100
25%	סחורה צפה (%)
320	מחזור ממוצע (א' ש)
8.2%	תשואת דיבידנד **
6.0	P/E 02 E
5.7	P/E 03 E
1.4	מכפיל הון עצמי
* שווי השוק כולל / לא כולל מניות רדומות	
** ממוצע בשנתיים האחרונות, בדרך של הצעת רכש חלקית.	

בעלי עניין עיקריים

ח	%	משואות יצחק
3	66.8	-

השוואה לחברות דומות

חברה	P/E 02E	P/E 03E	EV/EBITDA 02E
על בד*	6.2	5.7	4.4
מנאי	13.5	12.0	5.5
סנו	9.4	8.5	4.5

* על בד מוטת יצוא, ממוקדת יותר וצומחת בקצב מהיר יותר.

נקודות עיקריות

- ♦ תוצאות החברה ברבעון השלישי של השנה היו מעל להערכותינו המוקדמות והן נותנות ביטוי להעמקת הנוכחות של החברה במגוון שווקי היעד שלה. החברה רשמה בתשעת החודשים הראשונים של השנה רווח נקי של 27.5 מ' ש"ח, עלייה של כ- 90% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.
- ♦ השוק העולמי למטליות לחות צומח בקצב של כ- 10% לשנה, עם צמיחה מהירה יותר במוצרי הנקיון והטיפוח וצמיחה של כ- 5% בלבד במגזר התינוקות.
- ♦ על בד נמצאת בחזית הטכנולוגית והשיווקית של יצרני המטליות בעולם והיא מתחרה במרבית המרכזים הקיימים, מה שמגדיל את הפוטנציאל העומד בפניה.
- ♦ על בד הגדירה לעצמה את היעד להיות שחקן מרכזי בשוק האמריקאי. שוק זה מהווה פוטנציאל גידול משמעותי לעל-בד. להערכתנו בשנה הבאה נהיה עדים לתחילת המימוש של הפוטנציאל ויתכן שנראה גם מהלכים חשובים של על בד בתחום המיזוגים והרכישות.
- ♦ בשוק האירופאי מבססת על בד את נוכחותה בשוק הגרמני (באמצעות FHW) בשוק הצרפתי (כ- 60% משוק המותג הפרטי) ובשוק הספרדי וכן מרכזת מאמצים לחדור לשוק האיטלקי, בו המותג הפרטי אינו מפותח עדיין.
- ♦ השוק האירופאי חווה תהליך של ירידת מחירים אותו מובילות הרשתות הגדולות. המשמעות היא שעל בד תצטרך להמשיך בהתייעלות המוצלחת במטרה לשמור על שיעורי הרווחיות וכן שיש לצפות לקונסולידציה בענף.
- ♦ מדיניות החברה הינה לחלק כדיבידנד 50% לפחות מהרווח הנקי. להערכתנו תשואת הדיבידנד של החברה צפויה להישאר בשיעור 7%-10% גם בעתיד.
- ♦ מנית על בד הצטרפה למדד ת"א 100, עובדה הצפויה להביא להגברת העניין בה.
- ♦ אנו מעריכים כי מרבית האופציות למניות על בד ימומשו במהלך החודשים הקרובים, צעד שיביא לדילול של 20% בחברה במחיר של כ- 40.7 ש"ח למניה.
- ♦ **הערכנו את החברה במודל DCF שמרני בשווי של כ- 310 מ' ש"ח, המבטא מכפיל רווח נקי של 8.2 על הרווח הצפוי לשנת 2002 ומכפיל 7.8 על הרווח הצפוי לשנת 2003.**
- ♦ שווי זה מבטא מחיר מניה של 56 ש"ח, 53 ש"ח בדילול מלא לאחר מימוש האופציות, הגבוה בכ- 31% מהמחיר הנוכחי של המניה.

תאור החברה

חברת על בד משואות יצחק בע"מ ("על-בד" או "החברה") עוסקת בייצור מטליות לחות במגוון אריזות לשימושים מגוונים. כ- 90% ממכירות החברה הינן בחו"ל, בעיקר באירופה. החברה מייצרת גם בדים לא ארוגים (Nonwoven), אשר משמשים כחומר גלם עיקרי בייצור המטליות הלחות.

P/E	EBITDA	EPS	שינוי (1)	רווח נקי	רווח מפעילות	אחוז רווח גולמי	רווח גולמי	שינוי (1)	הכנסות	מ' ש
11.7	36.9	3.1	27%	19.4	28.2	22.2%	58.5	29%	263.1	2001
6.0	73.3	6.4	96%	37.9	56.2	26.3%	122.9	78%	467.9	2002E
5.7	82.0	7.1	5%	39.9	63.0	25.7%	138.3	15%	538.1	2003E
	9.7	0.8	15%	5.2	7.2	24.2%	14.8	18%	61	Q4 01
	18.1	1.8	53%	11.3	13.8	27.1%	32.4	67%	119.6	Q3 02
	18.3	1.9	103%	10.5	13.9	26.0%	29.9	88%	115.0	Q4 02E

(1) בנתונים הרבעוניים - שינוי ביחס לרבעון מקביל.

המלצה

על-בד היא חברה הפועלת בראיה אסטרטגית לטווח ארוך. תפיסה זו היא שהובילה את החברה לביצוע מספר מהלכים משמעותיים שהבשילו ותרמו רבות לחברה.

בין השאר ראוי לשוב ולציין את הצעדים הבאים:

1. השקעה בקווי ייצור חדישים בטכנולוגיית Spunlace, המתקדמת בעולם ומעבר לייצור מטליות באריזות מרובעות ("צץ-רץ").
2. התמקדות בייצור עבור אחרים (מותגים בינ"ל מובילים ומותגים פרטיים).
3. רכישת יצרן אירופאי (FHW הגרמנית) במטרה להשיג קרבה לשוקי היעד ונצל יתרונות לגודל.
4. שינוי מבנה ארגוני במטרה להתמודד עם ההתרחבות של החברה ופעילותה במספר אתרים ברחבי העולם.

צעד אסטרטגי חשוב בהתפתחות החברה הינו החדירה לארה"ב. בתחילת 2001 הקימה על בד חברת שיווק בארה"ב במטרה לחדור לשוק הקמעונאי בארה"ב. על בד הגדירה לעצמה את היעד להיות שחקן מרכזי בשוק האמריקאי.

השוק האמריקאי מהווה פוטנציאל גידול משמעותי לעל-בד. להערכתנו בשנה הבאה נהיה עדים לתחילת המימוש של הפוטנציאל ויתכן שנראה גם מהלכים חשובים של על בד בתחום המיזוגים והרכישות. להערכתנו בשנת 2003 נהיה עדים לתחילת המימוש של הפוטנציאל.

להערכתנו התפתחות על בד בשוק האמריקאי עשויה לכלול את המרכיבים הבאים:

- ◆ רכישת מפעל בדים / מוצרים סופיים בארה"ב.
 - ◆ הקמת קו מוצרים בארה"ב ושילובו עם רכישת בדים משחקן מקומי.
 - ◆ פיתוח המותג White Cloud ושיווקו כמותג שלישי לצד האגיס ופמפרס.
 - ◆ התקשרויות עם מותג בינלאומי מוביל לייצור עבורו בארה"ב.
 - ◆ רכישה / מיזוג עם שחקן מקומי בינוני.
- לסיכום - שימו לב לפעילות בארה"ב ב 2003.

בתחילת חודש אוקטובר השנה ביצעה החברה הצעת רכש חלקית מבעלי מניותיה לכ- 530 אלף מניות במחיר מניה של 47 ש"ח. בסה"כ רכשה החברה מניות בהיקף כספי של כ- 25 מ' ש"ח, המהווה למעשה תשואת דיבידנד של כ- 10%.

תשואת דיבידנד גבוהה

מדיניות החברה הינה לחלק כדיבידנד 50% לפחות מהרווח הנקי. להערכתנו תשואת הדיבידנד של החברה צפויה להישאר בשיעור 7%-10% גם בעתיד.

הערכנו את החברה במודל DCF שמרני בשווי של כ- 310 מ' ש"ח, המבטא מכפיל רווח נקי של 8.2 על הרווח הצפוי לשנת 2002 ומכפיל 7.8 על הרווח הצפוי לשנת 2003.

מחיר יעד 53 ש"ח והמלצת קניה

שווי זה מבטא מחיר מניה של 56 ש"ח, 53 ש"ח בדילול מלא לאחר מימוש האופציות, הגבוה בכ- 31% מהמחיר הנוכחי של המניה.

אנו ממליצים על המניה בקניה, בהתבסס על מודל ה DCF, הערכתנו להמשך השיפור בתוצאות בטווח הבינוני, תשואת הדיבידנד הגבוהה וכניסת המניה למדד ת"א 100.

התחזקות היורו צפויה אף היא לסייע לחברה בשיפור הרווחיות הגולמית ובהקטנת הוצאות המימון.

תוצאות רבעון 3/2002

הטבלה להלן מציגה את הנתונים העיקריים בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, לרבעון השני השנה ולהערכותינו המוקדמות (נתונים באלפי ש"ח):

בפועל/תחזית	Q3/02A	Q3/02E	Q2/02	Q3/01	
4.0%	119,647	115,000	130,260	71,704	הכנסות
4.5%	32,440	31,050	36,146	15,874	רווח גולמי
	27.1%	27.0%	27.7%	22.1%	אחוז רווח גולמי
(5.3%)	7,390	7,800	7,999	3,463	מכירה ושיווק
32.5%	11,263	8,500	9,656	5,102	הנהלה וכלליות
(6.5%)	13,787	14,750	18,491	7,309	רווח תפעולי
	11.5%	12.8%	14.2%	10.2%	אחוז רווח תפעולי
(175.4%)	(1,886)	2,500	4,305	(3,075)	הוצאות מימון
38.2%	15,548	11,250	13,775	10,418	רווח לפני מס
39.8%	11,325	8,100	10,029	7,409	רווח נקי
(5.4%)	18,120	19,150	22,880	9,545	EBITDA

תוצאות מעל להערכות המוקדמות

הדו"ח היה טוב, מעל להערכות המוקדמות שלנו. החברה הצליחה להפגיע לטובה ברבעון זה שהוא חלש עונתית בגלל חופשות באירופה ובישראל. הסיבה העיקרית להפתעה לטובה היא הכנסות המימון.

- הגידול בהכנסות ביחס לרבעון המקביל אשתקד נובע מאיחוד FHW ופיחות השקל. בהשוואה לרבעון השני של השנה הירידה היתה צפויה והיא נובעת משני גורמים עיקריים:

א. הרבעון השלישי כולל בתוכו את תקופת החופשות באירופה וכן את החגים בישראל, מה שפגע במכירות ובייצור.

ב. רכישות מוגברות של לקוחות למלאי בתחילת השנה, בעיקר בחלק ממוצרי הנקיון. החברה ממשיכה להתמודד במכרזים גדולים באירופה וכן מרחיבה את נוכחותה בשוק האמריקאי, הצפוי להוות מנוע צמיחה משמעותי לשנת 2003.

הרווחיות הגולמית עדיין גבוהה

- שיעורי הרווח הגולמי ממשיכים להיות גבוהים והם תוצאה של תהליך ההתייעלות שביצעה החברה בשנה האחרונה וכן של התחזקות היורו ביחס לשקל. עם זאת, אנו סבורים כי בשנה הבאה ואולי כבר ברבעון הרביעי של השנה נהיה עדים לשחיקה מסוימת במרווחים.

הרווחיות הגולמית בישראל היא כ- 27.6% לעומת כ- 23.5% בגרמניה. ההבדל נובע בעיקר מהשפעת הייצור העצמי של הבדים בישראל.

הכנסות מימון בתזכות התחזקות היורו

- הוצאות מכירה ושיווק הנהלה וכלליות היו גבוהות מהערכותינו באופן אבסולוטי וכאחוז מההכנסות. עיקר הגידול נובע מהגידול בדמי הניהול על רקע הגידול ברווח (כולל התחשבות רטרואקטיבית בגין רווחי FHW מתחילת השנה). להערכתנו הוצאות אלו ברבעון אינן מייצגות ויש לבחון את סך ההוצאות בתשעת החודשים.

- התחזקות היורו ברבעון הביאה להכנסות מימון שתרמו בצורה משמעותית לרווח. המשך ההתחזקות של היורו ביחס לשקל ברבעון האחרון של השנה יסייעו לתוצאות ברבעון האחרון.

- שיעור המס גבוה יחסית עקב תשלום מס מלא בשיעור 39% בגרמניה לעומת כ- 23% בישראל. על בד בוחנת אלטרנטיבות לתכנון מס שיביא להורדת שיעור המס הממוצע של החברה בעתיד.

- השקעות החברה (CAPEX) ברבעון היו נמוכות, כ- 1.8 מ' ש"ח לעומת פחת בהיקף של כ- 4 מ' ש"ח. להערכתנו החברה עומדת בפני השקעות גבוהות ביותר, אשר יכללו הרחבת ייצור הבדים בישראל (קו חדש/הסבת קו קיים), קו מוצרים בגרמניה, מערכת ERP לחברה והשקעות בארה"ב.

בשורה התחתונה - דו"ח טוב. הרבעון הרביעי צפוי להיות חלש בהשוואה לשני הרבעונים האחרונים, אולם 2003 צפויה להיות טובה מ- 2002.

ניתוח הפעילות

החברה אשר זיהתה את המגמות בשוק המטליות הלחות בעולם, ביצעה בשנים האחרונות מספר צעדים אסטרטגיים, אשר כיום היא קוטפת בהצלחה את פרותיהם. המהלכים הוכיחו עצמם במלוא עוצמתם והחברה נהנית מצמיחה מהירה במכירות וברוח, צמיחה הצפויה להימשך גם במהלך התקופות הבאות. עד היום התמקדה הצמיחה המהירה בהבשלת המהלכים בשוק האירופאי ואנו מעריכים כי קפיצת המדרגה הבאה תגיע מארה"ב.

אירופה

השוק האירופי למטליות לחות מוערך בכ- 1.3 מיליארד יורו (במחירים לצרכן הסופי), כ- 900 מיליון יורו מוצרים לתינוקות והשאר מוצרי נקיון וטיפוח. השוק הוא שוק בוגר הן מבחינת שיעורי החדירה והן מבחינת איכות המוצרים.

צמיחת השוק מוערכת בכ- 7%-8% לשנה, כאשר שוק הנקיון והטיפוח צומח בקצב של מעל 10% לשנה ושוק מוצרי התינוקות צומח בקצב של 5%-6%.

על בד מהווה שחקן מרכזי ביותר בשוק האירופאי עם נתח שוק של כמעט 20%. נוכחות על בד חזקה במיוחד בגרמניה (FHW משווקת את מרבית תוצרתה בגרמניה), בצרפת (כ- 60% משוק המותג הפרטי), בספרד (דרך בנקיזר ועקב העובדה שחלק מהרשתות בספרד נשלטות ע"י רשתות צרפתיות כמו קארפור) וכן בבנלוקס.

פוטנציאל צמיחה באירופה קיים באיטליה, שם נוכחות המותג הפרטי הינה נמוכה וצפויה שם צמיחה בתחום.

על בד, הנחשבת כשחקן מרכזי בתחום משתתפת כיום בכל המרכזים הגדולים. בחודשים האחרונים זכתה החברה במספר פרויקטים חדשים, בעיקר במוצרים חדשים בתחום הנקיון. חשוב לשים לב להתפתחות התחום ממוצר יחיד לתחום הנקיון אל עבר מגוון מוצרים ייעודיים בתחום (נקיון כללי / חלונות / רהיטים / רצפה וכו').

המרכזים בהם זכתה החברה כוללים גם עסקה ראשונה עבור לקוח איטלקי, הסכם שחשיבותו רבה ביותר על רקע הפוטנציאל הלא מנוצל במדינה.

בעקבות ההאטה היחסית בצמיחת השוק האירופי וההשפעה של המרכזים הגדולים על המחירים, צפויה התחלת מגמת קונסולידציה של יצרנים באירופה. הצורך בניצול יתרונות לגודל בפעילות ובפרט בתחום המחקר והפיתוח, צפוי להביא למיזוגים ורכישות בתקופות הבאות. לא נפתע אם על בד תמשיך את מגמת הרכישות שלה באירופה תוך העמקת נוכחותה בשווקים נוספים (איטליה? אנגליה?).

בחודשים האחרונים חלה מגמה של ירידת מחירים חדה (מעל 10%) בחלק משוקי היעד של החברה ובפרט בשוק הצרפתי והספרדי. ההשפעה על חברת על בד היא חלקית, שכן בשוק הגרמני לא חלה ירידה חדה ובמקביל נוקטת החברה צעדי יעול מתמשכים. להערכתנו ברבעונים הקרובים צפויה ירידה קלה ברווחיות הגולמית, אשר תבטא מגמה זו.

ארה"ב

השוק האמריקאי למטליות לחות מוערך בכ- 1.4 מיליארד יורו (במחירים לצרכן הסופי), כ- 1 מיליארד מיליון יורו מוצרים לתינוקות והשאר מוצרי נקיון וטיפוח.

בתחום מוצרי התינוקות מחזיקים שני המותגים המובילים (האגיס של KMB ופמפרס של P&G) כ- 70% מהשוק. שני השחקנים מייצרים עבור עצמם את הבדים בעיקר בטכנולוגיית איירלייד, הנחשבת לנחותה מבחינת האיכות לטכנולוגיית הספנלייס בה משתמשת על בד. לאחרונה חלה מגמה בה המותגים הפרטיים והיצרנים העצמאיים דוחפים את השימוש בבדי ספנלייס ולאחרונה החליטה גם P&G לבצע מהלך בכיוון, מה שעשוי לחזק את כוחה מול KMB. ההערכות הן שהשימוש בבדי ספנלייס יצמח בקצב של כ- 30% בשנה, מה שמהווה הזדמנות עבור על בד.

נוכחות חזקה ביותר בגרמניה
וצרפת

זכייה במרכזים חדשים

פוטנציאל באיטליה

צפי לקונסולידציה ולשחיקת
מחירים

השוק האמריקאי מתפתח
במהירות

פוטנציאל ליצרני
הספנלייס בדי

פוטנציאל רב בתחום מוצרי הנקיון

תחום מוצרי הנקיון מצא כיום בשלב של יצירת שוק וחינוכו, עם שליטה מוחלטת של המותגים. במהלך השנה האחרונה נחלשה חברת Clorex השולטת בתחום מ-60% ל-50%. גם P&G נחלשה מ-30% לכ-15%. השחקן הבולט שנכנס שסערה לשוק הוא חברת Benchizer שתפסה נתח שוק של כ-30%. במהלך השנה הקרובה צפויה צמיחה מהירה בתחום מוצרי הנקיון, מעבר לבדי ספלייס, התפתחות בתחום המותג הפרטי וביצוע מכרזים גדולים בתחום. כל אלו מביאים לעל בד פוטנציאל רב ביותר בשוק האמריקאי.

להערכתנו נסיונה המוצלח של על בד בשוק האירופאי, הן עבור מותגים פרטיים והן עם המותגים הבינלאומיים, צפוי לסייע לה רבות בחדירה לשוק האמריקאי.

פיתוח המותג White Cloud

פוטנציאל נוסף העומד בפני על בד נובע מהמותג White Cloud. על בד התקשרה עם בעלי המותג במטרה לפתחו בתחום המטליות הלחות והיא מוכרת כיום עבור רשת Family Dollar. רשת וולמארט מוכרת כיום חיתולים חד פעמיים ונייר טואלט במותג זה בהיקף של מאות מ' דולרים בשנה. על בד בוחנת אפשרות למכירת מטליות לחות במותג WC עבור הרשת הגדולה בארה"ב, אם כי חשוב להדגיש שנכון להיום אין לעל בד את היכולות לספק את צרכי וולמארט.

כאמור לעיל, על בד שמה לעצמה מטרה להיות שחקן מרכזי בשוק האמריקאי (לאחר PG ו KMB השולטות בשוק).

להערכתנו כיווני ההתפתחות של על בד בארה"ב והפוטנציאל הרב העומד בפניה בשוק זה צפוי להביא את החברה לביצוע מהלכי התרחבות משמעותיים בשוק האמריקאי. בפני החברה עומדים מספר יעדים שהשלמתם תאפשר לחברה לתמוך ביעדי המכירות. בין השאר נציין את הצעדים הבאים:

מספר כיוונים אפשריים לחדירה לשוק האמריקאי

- ◆ רכישת מפעל בדים / מוצרים סופיים בארה"ב. הקושי העומד בפני יישום מהלך זה הוא שהשחקנים הגדולים לא עומדים כיום למכירה והשחקנים הקטנים הם קטנים מדי.
- ◆ הקמת קו בדים בארה"ב. מהלך כזה תואם את האסטרטגיה העסקית של על בד, הכוללת אינטגרציה אנכית בתהליך הייצור של בדים ושל מוצרים סופיים. הבעיה באסטרטגיה זו היא משך הזמן להקמת מפעל כזה, המוערך בכשנה וחצי.
- ◆ הקמת קו מוצרים בארה"ב ושילובו עם רכישת בדים משחקן מקומי. מהלך שכזה מאפשר לחברה לקצר זמנים בתהליך החדירה לייצור מקומי בארה"ב. חשוב לזכור שמהלך כזה יביא לפגיעה ברווחיות, שכן החברה לא תהנה ממרכיב הרווח הטמון בייצור עצמי של הבדים.

להערכתנו מהלך אפשרי ישלב רכישה / מיזוג והקמת קווי ייצור עצמיים, בשלב ראשון של מוצרים ובהמשך של בדים.

תחזית עתידית והערכת שווי החברה

הערכנו את שווי על בד במודל תזרים מזומנים מהוון (DCF) שמרני. להלן עיקרי המודל (נתונים באלפי ש"ח):

2004E	2003E	2002E	Q4/02E	2001	
602,643	538,074	467,891	115,000	263,095	הכנסות
12.0%	15.0%	77.8%	87.8%	28.5%	שינוי Y/Y
451,982	399,789	344,954	85,100	204,587	עלות המכירות
150,661	138,285	122,937	29,900	58,508	רווח גולמי
8.9%	12.5%	110.1%	102.0%	15.6%	שינוי Y/Y
25.0%	25.7%	26.3%	26.0%	22.2%	אחוז מההכנסות
39,172	34,975	30,358	7,500	15,847	מכירה ושיווק
6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%	אחוז מההכנסות
43,390	40,356	36,422	8,500	14,479	הנהלה ונליות
7.2%	7.5%	7.8%	7.4%	5.5%	אחוז מההכנסות
68,099	62,955	56,157	13,900	28,182	רווח מפעולות רגילות
8.2%	12.1%	99.3%	91.8%	12.3%	שינוי Y/Y
11.3%	11.7%	12.0%	12.1%	10.7%	אחוז מההכנסות
6,000	6,000	2,753	(1,000)	1,041	הוצאות מימון
500	1,500	1,083	500	(519)	הוצאות אחרות
61,599	55,455	52,320	14,400	27,660	רווח לפני מס
11.1%	6.0%	89.2%	103.8%	20.9%	שינוי Y/Y
10.2%	10.3%	11.2%	12.5%	10.5%	אחוז מההכנסות
17,248	15,527	14,330	3,888	8,258	מס הכנסה
44,351	39,927	37,990	10,512	19,401	רווח נקי
11.1%	5.1%	95.8%	102.6%	26.8%	שינוי Y/Y
7.4%	7.4%	8.1%	9.1%	7.4%	אחוז מההכנסות
7.93	7.14	6.36	1.88	3.10	EPS
					תזרים מזומנים תפעולי
68,099	62,955	56,157	13,900	28,182	רווח תפעולי
24,000	19,000	17,118	4,400	8,764	פחת והפחתות
92,099	81,955	73,275	18,300	36,946	EBITDA
15.3%	15.2%	15.7%	15.9%	14.0%	אחוז מההכנסות
(40,000)	(40,000)	(56,838)	(4,000)	(20,113)	השקעות ברכוש קבוע
(19,793)	(21,057)	(8,479)	0	(12,763)	שינויים בהון חוזר
(17,248)	(15,527)	(13,257)	(3,888)	(8,258)	מס הכנסה
15,058	5,370	(5,299)	10,412	(4,188)	תזרים מזומנים תפעולי

המודל מתייחס להערכות שמרניות בנוגע לצמיחה בארה"ב, הן בהכנסות והן בהשקעות

סיכום הערכת השווי

תזרים מזומנים מהוון עד 2006	88 מ' ש"ח	היוון במחיר הון משוקלל של 10.7% המבטא מחיר הון עצמי של 11.5% ומחיר הון זר של 8.0%.
ערך שארית	316 מ' ש"ח	הנחת צמיחה של 3%.
חוב פיננסי נטו	(92) מ' ש"ח	ליום 30.9.02 בתוספת 25 מ' ש"ח כתוצאה מהצעת הרכש
סה"כ שווי על בד	312 מ' ש"ח	מבטא מחיר מניה של 55.9 ש"ח
מחיר מניה בדילול מלא	53.4 ש"ח	כולל השפעת הדילול הצפוי ממימוש כ- 1.1 מ' אופציות עד לחודש מאי 2003

שווי זה מבטא מכפיל 8.2 על הרווח הצפוי לשנת 2002 ומכפיל 7.8 על הרווח הצפוי לשנת 2003.

אנו ממליצים על המניה בקניה, בהתבסס על השווי הנגזר במודל ה DCF, הערכתנו להמשך השיפור בתוצאות בטווח הבינוני ותשואת הדיבידנד הגבוהה.

* עורך הדו"ח: דני ברק.

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' השקעות ופיננסיים בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות' ואין מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק 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', לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו משימוש בדו"ח זה, אם יגרמו. 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. משקיע הקורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו ייעוץ 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 ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים לכל נזק שיגרם לקורא הדו"ח כתוצאה מהסתמכות עליו. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', בעלי מניותיה, עובדיה או גורמים הקשורים עמה (להלן "קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים כולם או חלקם וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הללו כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

תאגידיים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, יעוץ פיננסי, ייעוץ בניירות ערך, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ובפעילויות אחרות בשוק ההון. החברה/חברות הנסקרות בדו"ח עשויות להיות חברות שהתאגידיים מקבוצת לידר השקעות שימשו או ישמשו כחתמים להצעת ניירות ערך שלהם; התאגידיים מקבוצת לידר עשויים לספק לחברות כאמור יעוץ פיננסי ויעוץ בניירות ערך, לבצע עסקות בניירות ערך של חברות כאמור, ולתאגידיים מקבוצת לידר עשוי להיות ענין בחברות כאמור או בניירות הערך שלהן כתוצאה מעיסוק אחר כלשהו שלהם בשוק ההון.