



כימיקלים לישראל בע"מ

דוחות רבעון שני 2008

המלצה: קניה

עדכון מחיר היעד לכ-77 ₪ למניה

סיכון: בינוני

אנליסטית: יפעת אולמן בצלאל

תאריך:	4/9/2008
מחיר (אג'):	5319
מחיר יעד (אג'):	7700
מחיר נמוך/ גבוה (שנה):	3105 - 8007
תשואה 12 חודש:	64%
שווי שוק (מ' \$):	19,020
שווי פעילות - EV (מ' \$)	20,297
מספר מניות:	1,287,306,766
מכפיל (4 רבעונים)	14
מכפיל (E2008)	7
סחורה צפה:	38%
תשואה להון:	79%
בעלי מניות עיקריים:	חברה לישראל (52%)

נקודות ציקריות:

- ✓ המלצת קניה למניות חברת כיל, בעדכון מחיר היעד ל-77 ₪ למניה, בהתבסס על צמיחה פרמנטית של כ-3% ושיעור הרווח של כ-8.5%.
- ✓ תוצאות החברה לרבעון השני, אשר הצביעו על צמיחה תלת ספרתית בפרמטרים העיקריים, ממחישות את מיצובן החזק של חברות הדשנים כיום בשרשרת המזון החקלאית.
- ✓ תוצאותיה הכספיות של החברה בהמשך השנה צפויות להיות מושפעות לחיוב רב מהמגמה החיובית בסביבה העסקית. המשך עליית מחירי הדשנים, יחד עם שער חליפין שקל-דולר גבוה מרבעון קודם ובליוי ירדת מחירי הנפט (המיטיבה עם עלויות הייצור), צפויים לתרום להצגת תוצאות שיא.
- ✓ הגורם העיקרי והמשפיע ביותר על שוק הדשנים הינו מלאי הגרעינים. מלאי זה נמצא כיום בשפל היסטורי ועומד על רמה של כ-16% מהצריכה העולמית (המספיקה לכחודשיים בלבד).
- ✓ הביקוש המתמשך לדשנים מתרחש על רקע עלייה ברמת החיים במדינות מתפתחות, בעיקר סין והודו, המאופיינות בצריכה גוברת של מוצרי בשר וחלב, אשר ייצורם מגביר את הצורך בהגברת ייצור גרעינים - כמותית ואיכותית. האשגל נדרש על מנת להשביח את ייבול הגרעינים. לפיכך, ביקוש זה אינו צפוי לקטון בעת הקרובה.
- ✓ כושר הייצור העולמי הגיע כמעט לכדי מיצוי כאשר מנגד נמשכת העלייה בביקוש, מצב זה ממשיך ומלבה את עליית המחירים בשוק האשגל, אשר נמשכת מזה זמן מה. יש להניח כי בעתיד, עם הרחבת כושר הייצור, אם ע"י היצרנים הקיימים ואם ע"י כניסתם של מתחרים חדשים, צפוי מחיר האשגל לרדת. אולם הרחבת כושר הייצור אורכת זמן ממושך ומחייבת השקעות הוניות בהיקף נרחב. לפיכך, עד שנת 2012 בקירוב, לא צפוי גידול משמעותי בהיצע האשגל העולמי.
- ✓ מאחר ומחירי הסחורות החקלאיות נקבעים בבורסה, קיימת השפעה של פעילות ספקולטיבית על מחיריהן. לפיכך, מטבע הדברים, קיימת תנודתיות במחירים. מאידך, מחירי הדשנים אינם נקבעים בבורסה, אלא ע"י פעילות ריאלית בלבד, המושפעת מביקוש והיצע גרידא. ניתן היה להיווכח כי על אף הירידות במחירי הסחורות שחלו לאחרונה, לא חלה ירדת מחירים בענף הדשנים, אלא להיפך. בטווח הקצר - מחירי הדשנים אינם מושפעים ממחירי הסחורות. ההשפעה של מחירי הסחורות החקלאיות ניכרת רק בטווח הארוך (למעלה מ-10 שנים).
- ✓ עליית מחירי ההובלה בעת האחרונה קיזזו מרווחיותה התפעולית של החברה. עם זאת, לחברה יתרונות לוגיסטיים לעומת רוב מתחרותיה, הנובעים ממיקומם של מפעלי החברה בישראל ובאירופה.

מיליוני \$	Q2-2008	שיעור צמיחה	Q2-2007	2007
מכירות	2080	116%	963	4103
%	100%		100%	100%
רווח גולמי	1147	220%	358	1547
%	55%		37%	38%
רווח תפעולי	863	383%	179	743
%	41%		19%	18%
רווח לפני מס	836	394%	169	670
%	40%		18%	16%
ר. נקי	703	445%	129	553
%	34%		13%	13%
EBIDTA	904.3	314%	218.4	931.8
%	43%		23%	23%
תזרים מפעילות שוטפת	473.5	167%	177.4	570.7
השקעות ברכוש קבוע (נטו)	87.4	192%	29.9	186.2

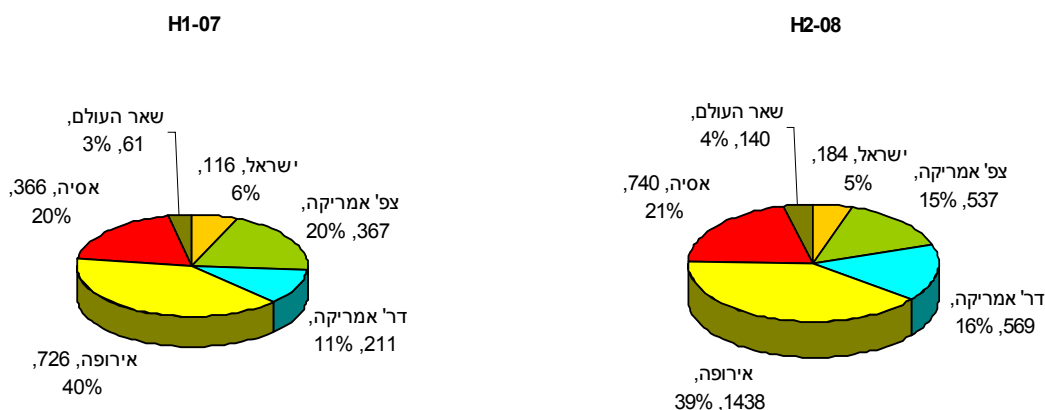
ת'אור חברה

כיל הינה חברה רב לאומית הפועלת בעיקר בתחומי הדשנים והכימיקלים המיוחדים, בשלושה מגזרים – דשנים, מוצרים תעשייתיים ומוצרי תכלית. החברה הינה בין הגדולות בעולם לייצור אשלג והראשונה בעולם בייצור ברום. החברה מוחזקת ע"י החברה לישראל, כאשר מדינת ישראל מחזיקה במניית מדינה מיוחדת.

נתונים כספיים ציקריים

E2010	E2009	E2008	EQ4-08	EQ3-08	Q2-08	Q1-08	2007	2006	2005	מליני \$
9,460	9,868	8,230	2,442	2,180	2,080	1,528	4,100	3,258	2,986	סה"כ הכנסות
-4%	20%	101%	102%	109%	116%	73%	26%	9%	10%	%
6,200	6,739	5,391	1,688	1,401	1,350	953	2,147	1,491	1,574	דשנים
-8.0%	25.0%	151%	150.0%	160.0%	180%	111%	44%	-5%	8%	%
1,733	1,635	1,421	386	384	361	290	925	838	806	מוצרים תעשייתיים
6.0%	15.0%	54%	35.0%	70.0%	67%	47%	10%	4%	14%	%
1,662	1,630	1,552	396	422	418	316	1,102	1,028	677	מוצרי תכלית
2.0%	5.0%	41%	45.0%	40.0%	50%	27%	7%	52%	16%	%
0	0	0	0	0	0	0	0	0	103	מטלורגיה
0.0%	0.0%	#DIV/0!			#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-100%	17%	%
-135	-135	-135	-27	-27	-50	-31	-73	-99	-173	אחר וקיצוזים
0.0%	0.0%	84%	20.0%	20.0%	285%	108%	-26%	-43%	46%	%
4,117	4,869	3,563	1,224	1,011	863	465	710	536	561	רווח תפעולי
44%	49%	43%	50%	46%	41%	30%	17%	16%	19%	%
3,658	4,381	3,118	1,097	883	731	407	515	265	348	דשנים
59.0%	65.0%	57.8%	65.0%	63.0%	54.2%	42.8%	24.0%	18%	22%	%
277	245	186	58	54	45	29	123	209	154	מוצרים תעשייתיים
16.0%	15.0%	13.1%	15.0%	14.0%	12.6%	9.9%	13.3%	25%	19%	%
183	244	273	75	80	82	36	90	86	55	מוצרי תכלית
11.0%	15.0%	17.6%	19.0%	19.0%	19.5%	11.3%	8.2%	8%	8%	%
0	0	0	0	0	0	0	0	-20	-9	מטלורגיה
0%	0%	#DIV/0!	0%	0%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-9%	%
-1	-1	-13	-5	-5	5	-7	-17	-4	13	אחר וקיצוזים
1.0%	1.0%	9.9%	20.0%	20.0%	-9.1%	22.4%	23.7%	4%	-8%	%
3,122	3,553	2,619	806	763	703	347	534	374	422	רווח נקי
33%	36%	31.8%	33%	35%	33.8%	22.7%	13.0%	11.5%	14.1%	%
4,351	4,934	3,584	1,148	1,025	904	508	910	736	737	EBITDA
46.0%	50.0%	43.6%	47%	47%	43.5%	33.2%	22.2%	22.6%	24.7%	%

התפלגות הכנסות החברה על פי אזורים (מיליוני דולר):



ציקרי התאחור

הערכת השווי לחברה בוצעה בהתבסס על מודל DCF, כאשר שיעור ההיוון המחושב הינו כ-8.5% ושיעור הצמיחה הפרמננטית הינה כ-3%.

מגמת הביקושים לדשנים, אשר ניזונה בעיקרה מעלייה ברמת החיים בעיקר במדינות המתפתחות, יחד עם היצע מוגבל, אשר אינו צפוי לגדול משמעותית עד שנת 2012, צפויים להיטיב עם תוצאות החברה בשנתיים הקרובות. ברבעון השלישי של שנת 2008 צפויה כיל להמשיך ולהציג רווחיות שיא, הנתמכת בהמשך עליית מחירי האשלג, יחד עם שער חליפין שקל-דולר נוח יותר מרבעון קודם ויחד עם ירידה במחירי הנפט (המיטיבה עם עליות הייצור).

אנו סבורים כי התנודות במחירי הסחורות החקלאיות ימשכו ויתנו את אותותיהן במסחר במניות הדשנים אולם לא ישפיעו באופן מהותי על המחירים הריאליים בשוק הדשנים. להערכתנו מחירים אלה צפויים להתייצב ואף לרשום ירידות, אולם לא בעת הקרובה.

לאור ההנחות הנ"ל, שווי החברה הנגזר הינו כ- 27.3 מיליארד \$, המגלם מחיר של כ-77 ₪ למניה.

ניתוח רגישות (מחיר המניה באג', כפונקציה של שיעור ההיוון ושיעור הצמיחה הפרמננטית):

3.50%	3.00%	2.50%	2.00%	שיעור היוון / צמיחה פרמננטית
8900	8300	7800	7400	8.0%
8200	7700	7200	6900	8.5%
7500	7100	6800	6500	9.0%
7000	6600	6400	6100	9.5%

הערת אזהרה וגילוי נאות לגבי עבודת האנליזה

דוח זה מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור, על פרסומים של התאגיד הנסקר וכן על מקורות וגופי מחקר, בארץ ובחו"ל ואחרים שבנק מזרחי טפחות בע"מ רואה אותם כמהימנים וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. דוח זה המסתמך על הנתונים האמורים אינו מהווה אימות או אישור לנכונותם. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה.

בנק מזרחי טפחות בע"מ לא יהיה אחראי בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו כתוצאה משימוש בדוח זה, אם יגרמו.

אין לראות בדוח זה משום המלצה לביצוע פעולות כלשהן בניירות ערך. בטרם השקעה מוסבת תשומת הלב לכך כי האמור בסקירה אינו מתאים לכל סוגי המשקיעים ו/או לכל סוגי ההשקעה ואין בסקירה כדי להבטיח כל רווח עתידי. דוח זה אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות אישי המתחשב בצרכי הלקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם. לחברות בנות של בנק מזרחי טפחות החזקות בניירות הערך של כיל.

החברה לישראל הינה בעלת השליטה המחזיקה ב-52% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בכ"ל. בעלי השליטה בחברה לישראל הינם בני משפחת עופר, המחזיקים בכ-54% ממניות החברה לישראל. בני משפחת עופר הינם מקבוצת בעלי השליטה בבנק מזרחי טפחות בע"מ.

אני, יפעת אולמן בצלאל, בעלת רישיון 6383, מועסקת בבנק מזרחי טפחות בע"מ, בעלת תואר MBA התמחות עם התמחות במימון מטעם הקריה האקדמית, אנליסטית מאז 1998.

מתודולוגיה:

הערכנו את שווייה של כיל על פי מודל היוון תזרים מזומנים (DCF), תוך בחינת מכפיל הרווח.

גורמי סיכון:

מגבלות חקיקה, הקשורים לנושאי רישוי ואיכות הסביבה.
הרחבת כושר הייצור ע"י יצרני אשלג קיימים וחדשים.
ירידה מתמשכת במחירי הסחורות החקלאיות.
עליה במחירי האנרגיה וההובלה.
חשיפה לשערי מט"ח וריבית.

מועד עריכה: 3/9/08

מועד פרסום: 4/9/08