

אלביט מערכות – ממשיכה להציג תוצאות טובות

תמצית דוח רווח והפסד

	2008	Q1/08	Q2/08	Q3/08	Q4/08	Q1/09	Q2/09	מיליוני דולר
המלצה חדשה ללא שינוי								
"קניה"								
מחיר יעד חדש	2,638	616.1	653.2	671.2	698	657	728	סה"כ הכנסות
72 דולר	33.1%	4.2%	6.0%	2.7%	4%	6.6%	10.8%	% צמיחה עוקב
מחיר יעד קודם	767.4	168.3	197.4	198.3	203	208.3	211.9	רווח גולמי
68 דולר	29.1%	27.3%	30.2%	29.5%	29.1%	31.7%	29.1%	% רווח גולמי
מחיר נוכחי (\$)	249	48.5	60.0	78.3	62.1	76.6	61.9	רווח תפעולי
63	9.4%	7.9%	9.2%	11.7%	8.9%	11.7%	8.5%	% רווח תפעולי
שווי שוק מ' דולר 2,705	204.2	32.15	31.2	35.6	105.2	43.3	59.7	רווח נקי
גבוה/נמוך 90 יום (\$)	7.7%	5.2%	4.8%	5.3%	15%	6.6%	8.2%	% רווח נקי
53.4-67.4								

צבר הזמנות – להלן טבלה מרכזת של התפתחות צבר ההזמנות ברבעונים האחרונים. כ- 69% מהצבר נכון ל- 30/6/2009, מתוכן להתבצע במחצית השנייה של שנת 2009 ובמהלך שנת 2010.

א' דולר	Q3/07	Q4/07	Q1/08	Q2/08	Q3/08	Q4/08	Q1/09	Q2/09	צבר הזמנות
	4,548	4,624	4,922	5,050	4,872	5,030	5,091	5,096	
	8.39%	1.67%	6.44%	2.6%	-3.52%	3.24%	1.2%	0%	% צמיחה (רבעון קודם)

למרות הקיפאון הרבעוני (ולהערכתנו הזמנית) בצבר ההזמנות, אנו דבקים בהערכותינו הקודמות, כי החוזק של החברה מבוסס על תמהיל של גורמים איכותיים וכמותיים התומכים בהמשך הצמיחה (הן האורגנית והן כתוצאה מרכישות נוספות ושיתופי פעולה) של אלביט מערכות גם ברבעונים הקרובים.

ברבעון השני של 2009, באה לידי ביטוי ההשפעה של האיחוד המלא בדו"חות הכספיים של חברת הבת KINETICS, אשר 49% ממנה נרכשו מידי המיעוט בסך כולל של כ- 118 מ' דולר (כאשר 110 מ' דולר שולמו כבר באפריל 2009 עם סגירת העסקה). השפעת רכישת המיעוט של חברת הבת על התוצאות הכספיות ברבעון השני, באה לידי ביטוי משמעותי בדו"ח רווח והפסד בסעיף של חלק המיעוט ברווחי החברה, אשר קטן באופן משמעותי לסך של כ- 2.5 מ' דולר בלבד לעומת כ- 7 מ' דולר ברבעון הקודם וכ- 16 מ' דולר ברבעון המקביל אשתקד.

צבר הזמנות – נכון ל- 30/6/2009, לא חלה עלייה בצבר ההזמנות לעומת הרבעון הקודם. אנו סבורים כי צבר ההזמנות אינו צריך להיבחן על בסיס רבעוני כאשר בטבלה המפורטת לעיל, ניתן לראות לדוגמה כי ברבעון השלישי של 2008, הייתה אף ירידה בצבר ולמרות זאת מאז ועד היום, החברה המשיכה בתוואי צמיחה מהיר. לאחר תאריך המאזן, דיווחה החברה על זכייה במספר פרויקטים יוקרתיים, בעיקר בישראל אשר להערכתה הנם בעלי פוטנציאל בינלאומי. (גם בתחומים האזרחיים).

מנועי צמיחה – אנו סבורים כי הרכישות הקטנות שבוצעו על ידי החברה לאחרונה (מיקאל, BVR) אומנם סינרגטיות לפעילות החברה אולם הערך המוסף שלהן מוגבל ואינו מהוות "קפיצת מדרגה" משמעותית מבחינת פעילות החברה וצמיחת ההכנסות. אלביט מוגבלת כיום מבחינת רכישות משמעותיות בשוק המקומי (כל עוד אין הפרטה של החברות הממשלתיות). אנו מעריכים כי החברה בוחנת באופן שוטף ורציף הזדמנויות עסקיות של רכישות אולם אין יכולת להעריך אם ומתי תתבצע רכישה כזאת. ולכן, על מנת להמשיך ולעמוד ביעדים של צמיחה שנתית דו-ספרתית (ובעיקר אורגנית), החברה משקיעה משאבים פיננסיים ניכרים בפעילות המו"פ, כפי שניתן לראות ברבעונים האחרונים ובמיוחד ברבעון הנוכחי. (כ- 7.3% מסך ההכנסות ברבעון) על מנת לשמור על היתרון הטכנולוגי כשהמתחרים נושפים בעורף, כאשר בצד השיווקי, החברה משקיעה מאמצים רבים (כפי שנכחנו לראות בסלון האווירי בפאריס בין היתר), בהגדלת נתחי שוק בשווקים בהם היא פועלת כיום, כאשר דוגמה לכך הנם שני שיתופי הפעולה עליהם דיווחה החברה בחודשים האחרונים, הראשון שיתוף פעולה עם חברת ROCKWELL COLLINS והשני, החשוב לא פחות, הנו שיתוף פעולה עם חברת GENERAL DYNAMICS, לכניסה לתחום ה-UAS בארה"ב.

לאחרונה פורסמו נתונים עיקריים מהדוחות הכספיים של התעשייה האווירית, שמהם עולה כי חלה עלייה של כ- 4% בהכנסות המגזר הצבאי. מנהלי החברה ציינו כי עיקר הפגיעה בתוצאות החברה נבעה מהתחום האזרחי ואילו בתחום הצבאי חלה אף צמיחה. בנוסף צוין כי צבר ההזמנות הנו בשיא של 8 מיליארד דולר וכי החברה נמצאת לקראת חתימה על חוזים צבאיים בהיקף של כ- 1 מיליארד דולר בעיקר להזמנות של מל"טים, מכ"מים ומערכות אלקטרוניות נוספות באסיה ודרום אמריקה.

לאור האמור לעיל, אנו עדכנו את מודל הערכת השווי. אנו מעלים את ההמלצה ל"קנייה" במחיר יעד חדש של 72 דולר. (לעומת מחיר יעד קודם של 68 דולר). המניה נסחרת בדיסקאונט של כ- 12% לעומת המחיר הכלכלי.

ראה פסקת גילוי נאות בעמוד 4

המלצה חדשה ללא שינוי

"קניה"

מחיר יעד חדש

72 דולר

מחיר יעד קודם

68 דולר

מחיר נוכחי (\$)  
63

שווי שוק  
מ' דולר  
2,705

גבוה/נמוך  
90 יום (\$)  
53.4-67.4

מחזור יומי ממוצע  
בישראל  
(מ' ש"ח)  
34.8

הון עצמי  
מיליון \$  
738.2

מס מניות  
למסחר (מ)  
42.15

גורמי סיכון:

קיצוץ בתקציבים  
ביטחוניים

המשך תהליכי  
קונסולידציה בענף

חשיפה מטבעית

כשלים טכנולוגיים

פועלים סהר

מחלקת המחקר

מגדל לוינסטיין

דרך מנחם בגין 23

תל-אביב 66184

טל: 7104500-03

פקס: 7104505-03

2008	Q1/09	Q2/09	תחזית 2009	תחזית 2010	תחזית 2011	תחזית 2012	מיליוני דולר
2638	656.9	728.3	2928.5	3221.3	3446.8	3619.2	סה"כ הכנסות
33.1%	6.6%	11.5%	11%	10%	7%	5%	גידול %
1871	449	516	2079	2287	2447	2570	עלות המכר
0	0	0	0				הוצאות התייעלות
767.4	208	211.9	849	934	1000	1050	רווח גולמי
29.1%	31.7%	29.1%	29.0%	29.0%	29.00%	29.00%	
							הוצאות מו"פ
							השתתפות במו"פ
185.0	45.9	53.0	219.6	241.6	241.3	253.3	הוצאות מו"פ נטו
7.0%	7.0%	7.3%	7.5%	7.5%	7.0%	7.0%	מההכנסות %
198.3	56.9	67.5	231.3	251.3	268.9	282.3	הוצאות מכירה ושיווק
7.5%	8.7%	9.3%	7.9%	7.8%	7.80%	7.80%	מההכנסות %
134.2	28.9	29.4	146.4	161.1	172.3	181.0	הוצאות הנהלה וכלליות
5.1%	4.4%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	מההכנסות %
1							הפחתת הוצאות מו"פ
518.4	131.7	149.9	597.4	653.9	682.5	716.6	סה"כ הוצאות תפעוליות
19.7%	20.0%	20.6%	20.4%	20.3%	19.8%	19.8%	מההכנסות %
249.00	76.58	61.92	251.85	280.3	317.1	333.0	רווח תפעולי
9.4%	11.7%	8.5%	8.6%	8.7%	9.2%	9.2%	רווח תפעולי %
249.00	106.62	95.09	386.85	423.26	464.11	482.96	EBITDA



**פרי שחר**

אנליסטית, מנהלת מח' מחקר  
PERIS@SAHAR.CO.IL

**לאה ברמן**

אנליסטית בכירה  
BERMAN@SAHAR.CO.IL

**איתי מקמל – רו"ח**

אנליסט  
ITAYM@SAHAR.CO.IL

**מתי אהרון – עו"ד**

אנליסט  
MATIA@SAHAR.CO.IL

**אלה פרילוצקי**

אנליסטית  
ELAP@SAHAR.CO.IL

**קרן אור גלדי- עו"ד**

אנליסטית  
KERENOR@SAHAR.CO.IL

## הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

- 1. פרטי מכין עבודת האנליזה**  
שם: לאה ברמן  
מס'סוג הרשיון: רשיון ניהול תיקי השקעות מס' 8012  
כתובת: רח' אריה שרון תל-אביב  
השכלה: תואר ראשון בכלכלה אוניברסיטת ת"א, תואר שני מנהל עסקים מאוניברסיטת ת"א.  
ניסיון: 11 שנים .  
התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:  
פועלים סהר בע"מ  
דרך מנחם בגין 23, תל אביב  
טל' 03-7104555
- 2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה**  
אין לעורך האנליזה ניגוד עניינים הידוע לו במועד פרסום עבודת האנליזה.
- 3. גרף המנייה הנסקרת ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות.** מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.
- 4. שיטות הערכה בהן נעשה שימוש בעבודת האנליזה:**  
שיטת היוון תזרים מזומנים .  
הסיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:
  1. פגעי מזג אוויר בשווקי היעד בהם פועלת החברה.
  2. שינויים בשערי החליפין של המטבעות בשווקי היעד של החברה.
  3. עלייה במחירי התשומות ובמיוחד במחירי האנרגיה בעולם.
  4. ירידת מחירי הסחורות החקלאיות/ עלייה במלאי סחורות חקלאיות.
  5. מיתון עולמי וירידה בביקושים למוצרי החברה.
  6. התגברות התחרות בשווקים בהם פועלת החברה.
  7. גידול בחובות מסופקים עקב חוסר יכולת גבייה.
- 5. גילוי מטעם פועלים סהר בע"מ**  
במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, החברה או, למיטב ידיעת החברה, תאגיד קשור לחברה, החזיקו בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות הערך של התאגיד הנסקר.
- 6. הערות ואזהרות כלליות נוספות**  
האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהם פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לשם בירור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או לפועלים סהר או למי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה. הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. פועלים סהר ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל. תוכנה של אנליזה זו מבוסס על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. האנליזה מהווה חומר מסייע ביעוץ, ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהן. עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.

בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או ההחזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליו ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק בני"ע ו/או נכסים פיננסיים של מי מחברות הנזכרות באנליזה זו, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות/בניירות הערך אליהן מתייחסת האנליזה.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף לייעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין היא באה במקומם.

אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מפועלים סהר בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או מאת פועלים סהר, הינם אסורים בהחלט.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליה ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות החברות הנזכרות באנליזה זו מניות של חברות הנסקרות באנליזה, כולן או חלקן ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות הנזכרות באנליזה זו. כמו כן עשויים מי מהנ"ל לפעול בהן על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן, חרף האמור באנליזה זו. כמו כן, עשויה חברה הקשורה לפועלים סהר או לבנק הפועלים לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מניירות הערך הנזכרים בסקירה זו, וכן עשוי להיות קשר מסחרי אחר בין פועלים סהר לכל אחת מהחברות שניירות הערך שלהן נזכרים באנליזה זו. אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע.

הסקירה, יכול שתתייחס לניירות ערך שלפועלים סהר או לבנק הפועלים יש זיקה אליהם בשל תמורה שקיבל ו/או יקבל פועלים סהר או בנק הפועלים או תאגיד אחר בקבוצת בנק הפועלים מאת מנפיקי ניירות ערך ו/או מוכריהם ו/או מפיציהם במסגרת שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום, החזקה של ניירות הערך ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידי מי מקבוצת הבנק, אשר יכול גם ויהיו לו קשרים עסקיים מסחריים עם מי מהחברות שניירות הערך שלהן נסקרות בעבודה זו.

חברה בת של הבנק עשויה לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מהמניות הנזכרות באנליזה זו.

בנק הפועלים ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה.

## 7. הצהרת האנליסט

אני, לאה ברמן, בעל רשיון מס' 8012 מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

חתימה: לאה ברמן

דירוג השקעה: **קניה חזקה** – המניה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** – המניה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** – מחיר המניה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** – המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** – מחיר המניה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** – המניה נסחרת בתמחור חסר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר.

אפיון סיכון: גבוה – רמת הסיכון בהשקעה במניה גבוהה מהממוצע בשוק. סיכון שוק – רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה לממוצע בשוק. נמוך – הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהממוצע בשוק.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר פועלים סהר בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין פועלים סהר בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוב למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לפועלים סהר בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עמה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עמן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.