

פנס- עוד רבעון מצוין עם תחזית להמשך צמיחה חזקה בשנת 2005

מ' ש"ח	2002	2003	E2004	E2005
הכנסות	219	224	353	459
% גידול	43%	2%	58%	30%
רווח גולמי	94	89	140	179
רווח תפעולי	79	75	118	145
רווח נקי	66	59	95	112
מכפיל רווח	-	-	14	12

נקודות עיקריות:

- תוצאות החברה עלו על החזוי הן בהכנסות והן ברווח, מה שמעיד על המשך המומנטום החיובי בעסקי החברה. לדברי ההנהלה, לא מדובר ברווחיות חריגה בהשוואה למתחרים. בשל עונתיות, נרשמה ירידה ברווחיות הגולמית בהשוואה למחצית הראשונה ולהערכתנו תסתכם הרווחיות הגולמית בשנת 2004 בכ- 40%, בדומה ל- 2003.
- לפני מספר שנים היה מחסור בחו"ג ועקב כך יכולת הצמיחה של החברה הייתה מוגבלת. כיום המצב שונה - יצרניות הסיבים המשמשים לייצור היריעות הבליסטיות הגדילו את הכמויות בעיקר כתוצאה מדרישת השוקים. כיום, החסם לצמיחה נעוץ בתשתית הייצור המוגבלת.
- הגאות בביקושים וחוסר היכולת לספק את כל ההזמנות מחייבת כיום את החברה לדחות הזמנות. עקב כך בכוונת החברה לבצע השקעה נוספת במפעלה בארץ שיגדיל את כושר הייצור בלמעלה מ-30% נוספים. המשמעות, צמיחה חדה (מעל הערכתנו הקודמת) בשנת 2005 בפעילות.
- למרות שמדובר בצמיחה חדה בפעילות, החברה אינה נדרשת להשקעות כבדות ברכוש קבוע. עלות ההשקעה בהרחבה הקודמת הסתכמה בכ- 1.5 מיליון דולר, ולהערכתנו מדובר שוב בסדר גודל דומה.
- צבר ההזמנות הראה המשך גידול והסתכם בכ- 200 מיליון ₪ בהשוואה ל- 150 מיליון ₪ ברבעון הקודם. נתון זה מהווה אינדיקציה להמשך פעילות חזקה בעתיד כאשר המח"מ של הצבר הוא שני רבעונים. להערכתנו מגמת הגידול בצבר תימשך ברבעונים הבאים.
- החברה ממשיכה במסורת של חלוקת דיבידנד שהסתכם הרבעון ב- 6.1 מיליון דולר, 100% מהרווח הנקי ברבעון. מתחילת השנה חילקה החברה דיבידנד בסך 15 מיליון דולר. תשואת דיבידנד של 5% ברוטו.
- חברת הבת בחו"ל צפויה להתחיל לתרום בשנת 2005 באופן משמעותי כאשר עד לתום הרבעון הרביעי החברה מעריכה שאיכות התוצרת תאפשר כבר תחילת מכירות ללקוח.

המלצה:

פנס מראה לאורך זמן צמיחה גבוהה תוך שמירה על שיעורי רווח ויצירת תזרים מזומנים. לפי התרשמותנו ועל בסיס הביקושים החזקים למוצריה, הצמיחה בחברה תימשך ואף תואץ נוכח השקעות בהרחבת קווי הייצור בישראל ובחו"ל. רמת הסיכון בפעילות החברה נמוכה, החברה מחלקת דיבידנד ורמת התמחור נוחה. לאור זאת, אנו מעלים את מחיר היעד מ-144 ₪ (191 ₪ לפני חלוקת מניות ההטבה) ל- 175 ש"ח ומשמרים המלצת קניה.

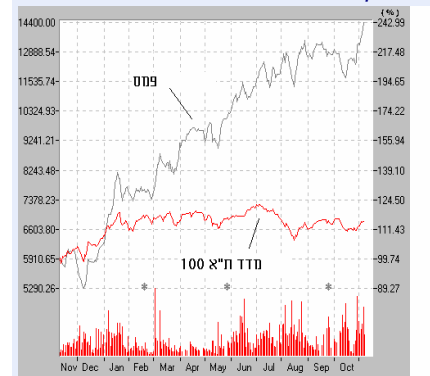
נתוני מניה	פנס
סימול	
מחיר (ש"ח)	147.6
מחיר יעד (₪)	175
המלצה נוכחית	קניה
המלצה קודמת	קניה
מחיר יעד קודם (₪)	144

נתוני מסחר	שווי שוק (₪)
שווי שוק (₪)	1,357
שבועות 52 נ/ג	144/52.9
מחזור יומי ממוצע	1,675
שווי שוק/ הון עצמי	6.05
הון עצמי (מ' ₪)	218.7
שעור מניות במסחר	20.3%

נתונים רבעוניים

מ' ש"ח	4Q04E	4Q03A	3Q04A	3Q03A
הכנסות	103.5	63.0	99.0	49.1
רווח גולמי	38.3	24.7	38.3	18.7
רווח תפ'	31.9	21.1	33.3	14.7
רווח נקי	25.2	18.0	28.0	13.3

גרף מניית פנס מול תא 100 חוד'



שחר ברנר

03-7968837

shaharb@psagotofek.co.il



תוצאות החברה לרבעון השלישי היו מעל תחזיותינו הן בשורה העליונה והן בתחתונה והעידו על המשך המומנטום החיובי בעסקי החברה. החברה ממשיכה להציג שיעור רווחיות חריג לטובה ביחס לחברה תעשייתית (שיעור רווח נקי של 27%-28%). לדברי הנהלת החברה לא מדובר ברווחיות חריגה בהשוואה למתחרים.

החברה פרסמה תוצאות לרבעון השלישי שהיו מעל תחזיותינו הן בשורה העליונה והן בתחתונה ומעידים על המשך המומנטום החיובי בעסקי החברה

להלן תמצית הדוחות הכספיים:

מ' ₪	Q3/04	Q2/04	Q1/04	Q4/03	Q3/03
הכנסות	99.0	80.4	68.5	61.4	49.0
% גולמי	38.7%	44.4%	40.2%	39.1%	38.0%
% תפעולי	33.6%	36.6%	32.6%	33.6%	30.0%
% נקי	28.3%	26.8%	28.7%	28.9%	27.0%
תזרים תפעולי	24.1	15.3	28.4	11.5	24.5

שיעור הרווח הגולמי ירד בהשוואה לשני הרבעונים הראשונים בשל עונתיות בפעילות בין המחצית הראשונה של השנה למחצית השנייה. מבנה הענף גורר הקצבת חו"ג לכל יצרן שבמקרה של פנס מנוצלת עד תומה כבר בתום הרבעון השני. התוצאה, ירידה ברווחיות הגולמית של החברה במחצית השניה היות ורכישת חו"ג מעבר למכסה כרוכה בעלות גבוהה יותר. להערכתנו הרווחיות הגולמית בשנת 2004 תתכנס ל-40%.

פנס מוצלת את מכסת חו"ג כבר בתום הרבעון השני. התוצאה, ירידה עונתית ברווחיות הגולמית במחצית השניה היות ורכישת חו"ג מעבר למכסה כרוכה בעלות גבוהה יותר.

השוק שבו פועלת החברה הינו שוק מוגבל מבחינת שחקנים ויצרני חו"ג כך שמרכיב התחרות והשלכותיה מוגבלות. ישנן גם מקרים שחברה זוכה במכרז ונתח מהמכרז מגיע גם לחברות אחרות בעיקר בשל חוסר יכולת לייצר את הכמויות הנדרשות. לפני מספר שנים היה מחסור בחו"ג כך שיכולת הצמיחה הייתה מוגבלת, אך כיום המצב שונה. יצרניות הסיבים שתוצרתן משמשת לייצור היריעות הבליסטיות הגדילו את הכמויות בעיקר כתוצאה מדרישת השווקים. לדברי החברה אין מחסור בחו"ג והחסם לצמיחה נעוץ בתשתית הייצור.

לפני מספר שנים היה מחסור בחו"ג כך שיכולת הצמיחה הייתה מוגבלת בעיה זו נפתרה נוכח הגדלת היקף הייצור ע"י יצרניות הסיבים..

הגאות בתחום פעילות החברה וחוסר היכולת לספק את כל ההזמנות מחייבת את החברה לדחות הזמנות למרות שהתפוסה בקווים מלאה תוך עבודה ב-3 משמרות. בשנת 2004, החברה השקיעה בהקמת מכבש נוסף בישראל על מנת להגדיל את כושר הייצור של החברה בכ- 25% כאשר מכבש זה התחיל לתרום לפעילות באמצע הרבעון הנוכחי. בשל קבלת הזמנות רבות, בכוונת החברה לבצע השקעה נוספת במפעלה בארץ שיגדיל את כושר הייצור בלמעלה מ-30% נוספים מעבר ל-25% שינבעו מההשקעה הראשונית. המשמעות, צמיחה חדה בשנת 2005.

בכוונת החברה לבצע השקעה נוספת במפעלה בארץ שיגדיל את כושר הייצור בלמעלה מ-30%. המשמעות היא צמיחה חדה שצפויה בשנת 2005.



החברה הקימה בחו"ל קו ייצור בהשקעה של 10 מיליון דולר. כיום, פעילות הייצור שם מוגבלת מכיוון שאיכות המוצר עדיין לא הגיעה לאיכות שיווקית, ולהערכת ההנהלה עד תום שנת 2004 בעיה זו תיפתר. החברה ממשיכה לנקוט בגישת ערפל תקשורתית בכל הקשור למוצר החדש אם כי נראה שבאמצעותו צפויה השקת פעילות בתחום האזרחי, אפיק חדש בפעילות החברה ועם שולי רווח גבוהים יותר.

אנו מקבלים חיזוק להערכתנו לגבי הצמיחה הצפויה בפעילות החברה בשנים הבאות ובעיקר בשנת 2005. המידע החדש שבידינו מצביע על כך שהחוסר בחו"ג ירד והצמיחה תלויה בהשקעה נוספת בקווי ייצור ובהמשך קבלת הזמנות. בנוסף, המפעל החדש בחו"ל צפוי להתחיל לתרום לחברה בשנת 2005 ועשוי לאפשר לה לחדור לתחומי פעילות נוספים. לנוכח התוצאות הכספיות ולנוכח התבטאויות מנכ"ל החברה (שנקב בתחזית מכירות של 100 מיליון דולר בשנת 2005) אנו מעלים את תחזית הצמיחה לשנת 2004 ל-58% ובשנת 2005 ל-30% תוך שחיקה מסוימת ברווחיות הגולמית.

במודל הנחנו שחיקה ברווחיות הגולמית לנוכח הצורך בהגדלת כמויות ח"ג על מנת לתמוך בצמיחה (כתוצאה מרכישה מעבר להקצאות). תופעה זו צפויה להתקזז בטווח הבינוני, דרך רווחיות המוצרים החדשים שתהיה גבוהה יותר מהמוצרים המסורתיים בשל חדשנותם.

הערכת השווי בוצעה הן בשיטת היוון תזרים המזומנים הפנוי והן בשיטת מכפיל רווח מנוטרל הפחתות סעיפים לא תזרימים. להערכתנו, מכפיל רווח של 15 לשנת 2005 הינו ראוי בהסתמך על שיעורי הצמיחה של החברה ועל הסיכון הגלום בפעילותה מה שגודר שווי של 180 ש"ח למניה. בשיטת תזרים מזומנים קיבלנו שווי של 172 ש"ח למניה על בסיס שיעור היוון של 10% וצמיחה פרמנטית של 3%. בשקלול שתי השיטות אנו מעלים את מחיר היעד למניה מ-144 ₪ ל-175 ₪ ומשמרים המלצת קניה.

- **השקעה ברכוש קבוע** - בגובה הפחת
- **מס** - בשל רכישת השליטה לאחרונה ע"י המנכ"ל, החברה פסקה מלהיחשב כחברה המוחזקת ע"י תושב חוץ ולכן שיעור המס יעלה ל-25% לעומת 15% עד כה. המס שנלקח בשנה המייצגת הוא 30%.

תחזית לשנים 2004-2005

הערכת השווי



תזרים מזומנים חופשי

2008E	2007E	2006E	2005E	2004E	אלפי דולר
121,422	117,886	112,272	102,065	78,512	הכנסות ממכירות
3%	5%	10%	30%	58%	שעור הגידול
46,748	45,386	43,225	39,806	31,236	רווח גולמי
38,248	36,545	34,692	32,151	26,153	רווח תפעולי
11,474	9,136	8,673	8,038	6,538	מסים
26,774	27,408	26,019	24,113	19,614	רווח תפעולי לאחר מס
אחוז מהכ'	אחוז מהכ'	אחוז מהכ'	אחוז מהכ'	אחוז מהכ'	
100%	100%	100%	100%	100%	הכנסות
38.5%	38.5%	38.5%	39.0%	39.8%	רווח גולמי
31.5%	31.0%	30.9%	31.5%	33.3%	רווח תפעולי
30%	25%	25%	25%	25%	מסים
22%	23%	23%	24%	25%	רווח תפעולי לאחר מס
(333)	(529)	(945)	(2,204)	(2,141)	שינוי בהון חוזר תפעולי
26,440	26,879	25,074	21,909	17,474	סה"כ תזרים מזומנים חופשי

ריכוז תוצאות תזרים המזומנים	\$ מיליוני
שווי תפעולי חברה	82
ערך שארית *	255
נכסים (התחייבויות) פיננסיים נטו	19
שווי חברה (מ'(\$))	357
מספר מניות	9.195
שווי כלכלי למניה (ש)	172
מחיר מניה (ש)	146
שינוי ממחיר נוכחי	18%

* ערך נוכחי של היוון השנה המייצגת לאינסוף

ניתוח רגישות לשווי כלכלי למניה

K				g	
11.0%	10.5%	10.0%	9.5%		
152	161	172	184		3.0%
158	169	181	195		3.5%
166	178	192	209		4.0%



מחלקת מאקרו כלכלה

ערן דולב	רן בן-חמו	ורד דר
03-7968847	03-7968841	כלכלנית ראשית 03-7968833
erand@psagotofek.co.il	ranb@psagotofek.co.il	veredd@psagotofek.co.il

מחלקת ברוקראז'

דוד אדרי	עדי אולסקר	יואל קירש	שי בן דוד
03-5114720	03-5114705	03-5114710	03-5114720
divide@psagotofek.co.il	adio@psagotofek.co.il	joelk@psagotofek.co.il	shayb@psagotofek.co.il

מחלקת מחקר

רוית וולקוביץ'	
מנהלת מחלקת מחקר 03-7968830 ravitv@psagotofek.co.il	
שחר ברנר	אייל חברוני
אחזקות, ביטחוניות, תעשייה 03-7968837	בנקים, נדל"ן, טלקום 03-7968839
shaharb@psagotofek.co.il	eyalh@psagotofek.co.il
עדנה ברנר	פרמצבטיקה, כימיה, מסחר, מזון
03-7968818	
	ednab@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 וחרגה 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.
- קניה 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, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. 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 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 עמהם, 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.