

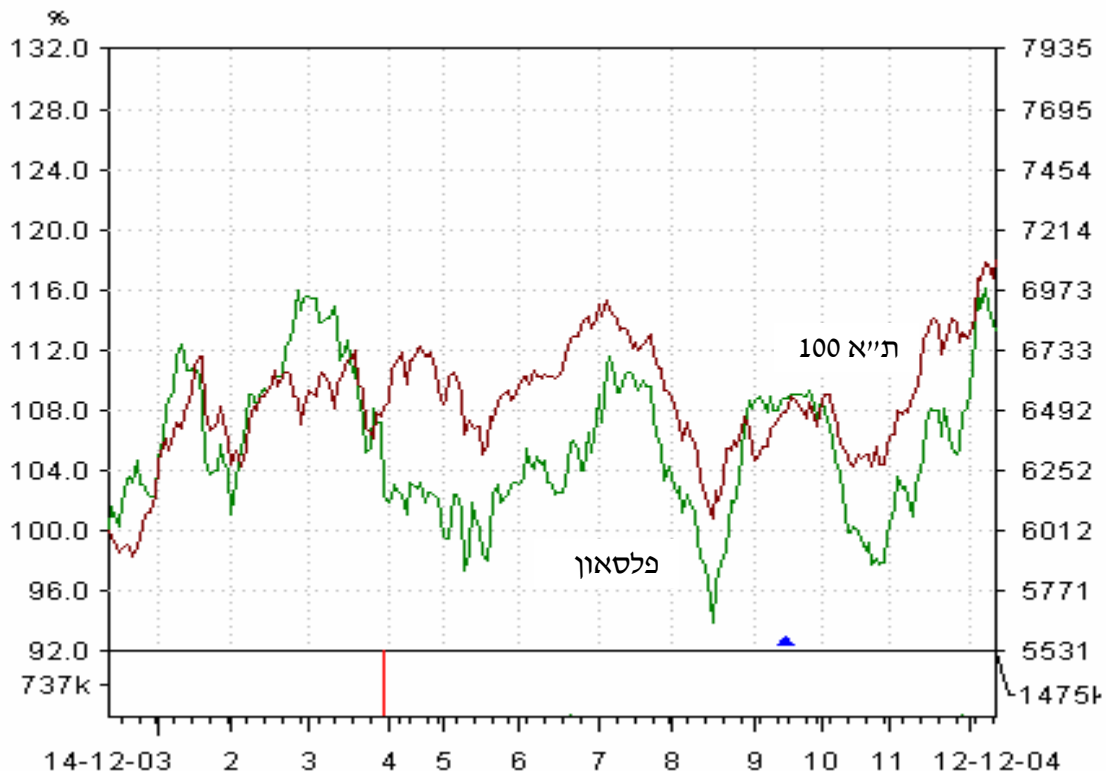
פּלסאַון תעשיות

קנייה	המלצה
86.1	מחיר יעד
דודו יוגב	אנליסט

נתונים עיקריים			
68.03	מחיר מניה	342.5	הון עצמי (מש"ח)
56.43-69.89	טווח מחירים	649.5	שווי שוק (מש"ח)
0.5	סחירות (מש"ח)	10.4	מכפיל רווח (4Q)
31%	סחורה צפה	*13.7%	תשואת דיבידנד

* כולל דיבידנד חריג שחולק ברבעון 4 של 2003

תמצית דוח רווח והפסד (₪)								
2006E	2005E	2004E	1-9.2004	1-9.2003	2003	2002	2001	
668.0	624.0	577.4	444.4	359.8	473.5	421.2	381.0	הכנסות
7.1%	8.1%	22.1%	23.5%	9.2%	12.4%	10.6%	2.8%	שינוי בהכנסות
304.0	287.0	274.2	213.0	159.3	213.4	190.6	156.9	רווח גולמי
113.5	107.0	101.9	82.6	54.9	70.9	65.7	39.8	רווח תפעולי
76.0	71.0	63.9	51.9	39.9	50.5	36.9	24.1	רווח נקי
7.96	7.43	6.69	5.43	4.27	5.24	3.81	2.60	רווח למניה
8.5	9.2	10.2			12.9	17.6	26.9	מכפיל
45.5%	46.0%	47.5%	47.9%	44.3%	45.1%	45.2%	41.2%	רווחיות גולמית
17.0%	17.2%	17.7%	18.6%	15.3%	15.0%	15.6%	10.4%	רווחיות תפעולית



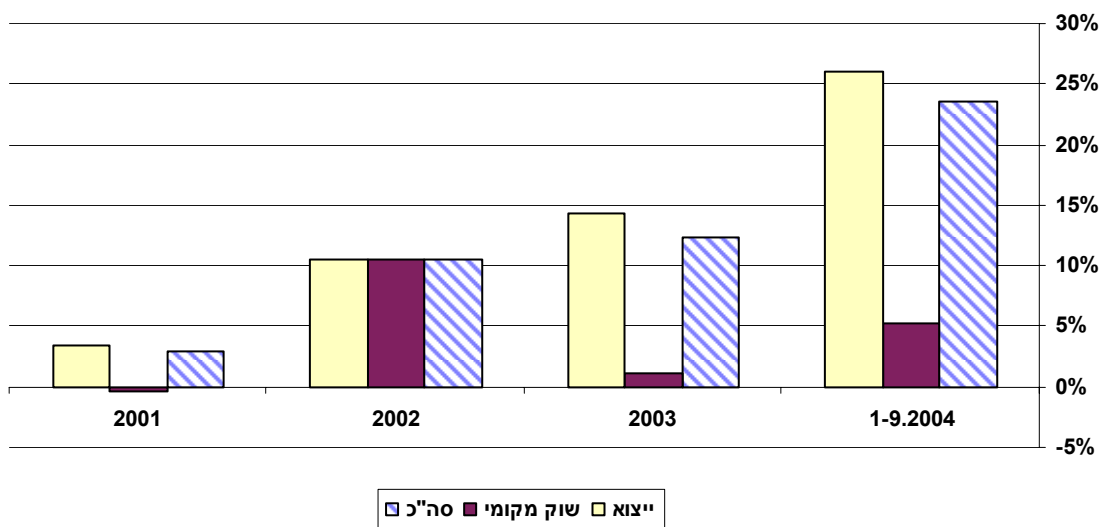
תיאור הפעילות

החברה עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק מוצרים טכניים בעיקר מחומרים פלסטיים בשלושה תחומים עיקריים:

- אביזרי חיבור לצנרת (כ- 85% מהפעילות) – מוצרים כגון מחברים, ברזים ואביזרי עזר. מוצרים אלה מיועדים להולכת מים בתשתיות עירוניות ובינעירוניות, להולכת גז, להולכת מים לחקלאות ולגינון, לצנרת תקשורת ולשימושים תעשייתיים.
- מוצרים לענף הלול (כ- 10% מהפעילות) – מערכות לאספקת מים טריים לעופות, מערכות האבסה ומוצרים נוספים.
- מוצרים סניטריים מחומרים פלסטיים (כ- 5% מהפעילות).

פלסאון נחשבת לאחת מהחברות המובילות בעולם בתחומי המחברים למערכות הובלת מים וגז ובמערכות שתייה לעופות, ובשוק המקומי היא מובילה בתחום המוצרים הסניטריים. הכנסותיה של החברה נובעות בעיקר מפעילותה הבינלאומית (89% מהפעילות) אשר צומחת במהירות (כ- 26% בתשעת החודשים הראשונים של 2004) בהשוואה לצמיחה מתונה בהיקף הפעילות המקומית שלה שהגיעה לכ- 5% מתחילת השנה. הצמיחה המהירה בשנת 2004 נבעה בעיקר מהיערכות החברה בשנת 2003 לגידול בביקושים בשוקי מזרח אסיה ובמדינות מרכז ומזרח אירופה לאביזרי צנרת. החברה נערכה מראש לגידול בהשקעות בתשתיות במדינות המצטרפות לגוש האירו והשוק האירופאי והיא כבר התחילה להינות מפירות אותה היערכות במהלך 2004 לאור הגידול בהשקעה בתשתיות במדינות אלה. מקור נוסף לצמיחה היה כניסה לתחום מוצרי האבסה לעופות לפני כשנתיים, אשר מהווה כיום 20%-25% מהכנסות תחום המוצרים לענף הלול.

התפתחות שיעור צמיחת ההכנסות – מקומי מול ייצוא

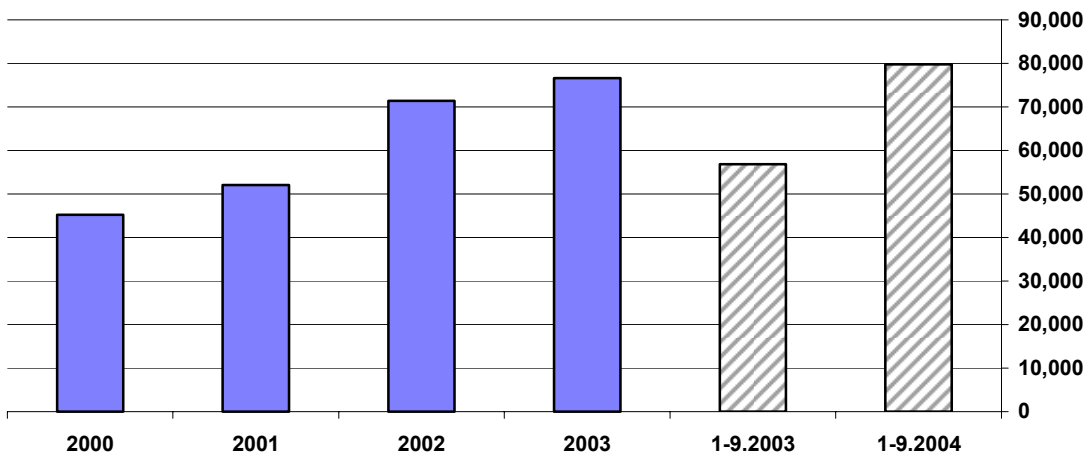


בתחום אביזרי החיבור לצנרת מרוכזת מרבית פעילות החברה באירופה ובעיקר באיטליה, גרמניה, אנגליה וצרפת. בתחום המוצרים לענף הלול מרוכזת עיקר הפעילות בארה"ב ובברזיל המהוות את השווקים הגדולים ביותר בענף הלול. פעילות השיווק והמכירה של החברה נעשית בישראל באמצעות מרכז לוגיסטי בקש"ת, באמצעות חברות בנות בבעלות מלאה (איטליה, גרמניה, אנגליה, צרפת, אוסטרליה וברזיל) ובאמצעות מפיצים, סוכנים ונציגים.

מרבית הייצור של החברה מתבצע במפעל במעגן מיכאל ובנוסף היא מייצרת בישראל גם באמצעות חברת הבת ריאון ובחוו"ל בארבעה אתרי ייצור הממוקמים באיטליה, גרמניה, הודו וברזיל. בהקשר זה אציין כי **הנוכחות הייצורית והשיווקית של פלסאון בשווקי היעד העיקריים שלה סייעה לה לעבור את שבידת הנמלים האחרונה כמעט ללא פגיעה בתוצאותיה מלבד גידול קל בהוצאות ההובלה.**

החברה נהנית מרמת נזילות גבוהה, דבר שבא לידי ביטוי ביחס שוטף של 1.66 בסוף הרבעון השלישי. לחברה מבנה מאזן חזק וההון העצמי שלה מהווה 47.1% מסך המאזן. נזילותה של החברה ותזרימי המזומנים הגבוהים שהיא מייצרת מאפשרים לה לממן ללא כל קושי את השקעותיה ואת הדיבידנדים שהיא מחלקת מדי שנה. **בשנים 2000-2004 חילקה החברה כ- 129 מיליון ₪ לבעלי מניותיה, המשקפים תשואת דיבידנד שנתית ממוצעת של כ- 4%.**

התפתחות תזרים המזומנים הפרמננטי של החברה (אלפי ₪)



השוואה ענפית

חברות פלסטיק רבות נפגעו באופן משמעותי מהעלייה במחירי הנפט המהווה חומר גלם בסיסי למוצריהן, ולכן ניתן היה לכאורה לצפות לפגיעה משמעותית ברווחיות הגולמית של פלסאון כתוצאה מהתייקרות חומרי הגלם שלה. בפועל הרווחיות הגולמית של החברה נמצאת ברמות שיא הגבוהות משמעותית מרמתה בתקופה המקבילה אשתקד. ההסבר לכך נעוץ בכך שהחברה משתמשת בעיקר בחוו"ג הנדסיים מורכבים אשר מושפעים יותר מתנאי ההיצע והביקוש ומשערי המט"ח מאשר מעליית מחירי הנפט. כמו כן, **מרכיב חומר הגלם מסך מכירות החברה הינו נמוך**

באופן יחסי לחברות אחרות בתעשיית הפלסטיק בישראל.

להלן טבלה השוואתית של פלסאון לחברות ציבוריות אחרות בתעשיית הפלסטיק בישראל (נתוני תשעת החודשים הראשונים של 2004):

שם החברה	חו"ג מהמכירות*	רווחיות גולמית	רווחיות תפעולית	הון עצמי למאזן
פלסאון	20%	47.9%	18.6%	47.1%
פולישק	40%	40.8%	13.3%	**22.4%
פלסטו שק	53%	18.6%	4.6%	37.9%
פארם	59%	29.7%	6.7%	46.0%
כפרית	64%	15.8%	הפסד	36.4%
פולירם	75%	15.8%	10.1%	47.5%

* חו"ג וחלקים שנצרכו (נלקח מנתוני הדוח התקופתי לשנת 2003)

** לפני גיוס ההון

הטבלה מצביעה על עמידותה הגבוהה של החברה בפני עליית מחירי חו"ג, על רווחיותה הגבוהה ועל איתנותה הפיננסית הבולטת בהשוואה לחברות בתעשיית הפלסטיק ובתעשייה בכללה.

התפתחויות אחרונות

- בימים אלה מושלמת בנייתו והפעלתו של אגף ייצור נוסף בפלסאון בהשקעה כוללת של כ- 20 מיליון ש"ח. קו ייצור זה נועד להרחיב את כושר הייצור של מחברי ריתוך חשמלי (אלקטרופיוזין), אשר משמשים למערכות הולכת גזים ונוזלים הדורשות עמידות גבוהה. מוצרי האלקטרופיוזין, אשר נמכרים כיום בהיקף שנתי של כ- 25 מיליון אירו, מהווים מנוע צמיחה חשוב לפלסאון בשנים הקרובות.
- החברה חילקה דיבידנד בהיקף של 19.1 מיליון ש"ח (2 ש"ח למניה) בסוף ספטמבר.

מודל הערכת השווי

הנחות

- להערכת החברה תצמח השנה בכ- 22% כאשר עיקר הצמיחה תגיע מהפעילות הבינלאומית שצפויה לגדול בכ- 25% בעוד שהפעילות בישראל תגדל בכ- 5%. הצמיחה בשוק הבינלאומי צפויה לנבוע בעיקר מהרחבת הפעילות בשווקים הקיימים (בעיקר במרכז ובמערב אירופה ובדרום אמריקה) ומהשפעת השינויים בשע"ח. בשנים 2005 ו- 2006 אני מניח התכנסות לשיעורי צמיחה נמוכים יותר של 8% ו- 7%, בהתאמה, אשר יגיעו כמעט במלואם מהשוק הבינלאומי, והם יושפעו מהמשך הגידול במרבית קווי המוצרים של החברה ובראשם מוצרי האלקטרופיוזין. בטווח הארוך הנחתי צמיחה של 3%.
- הנחתי רווחיות גולמית גבוהה של 47.5% השנה עקב הגידול בפעילות, הפיחות בשערי האירו והליש"ט ואיחוד תוצאות ריאון. בשנת 2005 הנחתי ירידה ברווחיות הגולמית לרמה של 46% לאור ההשפעה הצפויה של העלייה במחירי חומרי הגלם, אשר תקוזז חלקית ע"י הגידול הצפוי בהיקף הפעילות. הנחתי ירידה הדרגתית לרווחיות של 45% בשנה המייצגת מטעמי שמרנות.

- השנה צפויה החברה לרשום רמת שיא של רווחיות תפעולית בעיקר עקב השיפור ברווחיות הגולמית, והיא צפויה לעמוד על קרוב ל- 18%. החל משנת 2005 אני צופה שחיקה הדרגתית ומתונה ברווחיות התפעולית עד לרמה של 17% בשנה המייצגת. השחיקה ברווחיות התפעולית נגזרת מהירידה ברווחיות הגולמית בקיזוז הירידה בשיעור הוצאות התקורה של החברה לאור ההשקעה הגדולה שנעשתה בשנתיים האחרונות בפלטפורמה שיווקית שנועדה לתמוך בגידול ברמת הפעילות.
- הנחתי השקעות מעבר לפחת בשנים 2005 ו-2006 והשקעות בגובה הפחת בשנה המייצגת.
- שיעור ההיוון שנלקח הינו 10% והוא משקף להערכתי את הסיכון הגלום בפעילות החברה.

תמצית הערכת השווי (מש"ח)	
128.5	שווי פעילות עד 2007
728.7	שווי שארית
857.2	סה"כ שווי תפעולי
(25.1)	חוב פיננסי נטו
(9.9)	שווי זכויות המיעוט
822.2	סה"כ שווי חברה
9.55	מסי מניות (מי')
86.1	שווי נגזר למניה
68.03	מחיר מניה בשוק (12.12)
27%	פער ממחיר המניה בשוק

ניתוח רגישות לשער המניה

שיעור היוון						צמיחה
11%	10.5%	10%	9.5%	9.0%		
64.1	68.1	72.6	77.7	83.5	1.5%	
67.1	71.6	76.6	82.2	88.7	2.0%	
70.5	75.5	81.0	87.4	94.8	2.5%	
74.4	79.8	86.1	93.4	101.8	3.0%	
78.7	84.9	92.0	100.3	110.1	3.5%	

סיכום והמלצה

פלסאון היא דוגמה טובה לחברת ערך הנמצאת בתהליך של צמיחה מתמשכת במרבית תחומי פעילותה. להערכתי החברה נסחרת בחסר ביחס לשווייה הכלכלי, בעיקר עקב הסחירות הנמוכה במניה והחשש הבלתי מוצדק להערכתי מפגיעה עתידית משמעותית ברווחיותה כתוצאה מעליית מחירי הנפט, כפי שאכן אירע בחברות אחרות בתעשיית הפלסטיק כדוגמת פלרם. לפיכך **המלצתי לגביה המניה היא קניה במחיר יעד של 86.1 ש"ח למניה**

סקירה זו הוכנה ע"י אילנות דיסקונט בע"מ ("אילנות"). סקירה זו מתבססת על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ועל מידע אחר שנמסר לה ע"י הנסקרת, וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למהימנות המידע או שלמותו. הסקירה הינה אינפורמטיבית בלבד, ואין בה כדי להוות ייעוץ השקעה או חוות דעת לגבי כדאיות ההשקעה בני"ע של החברה. לפיכך אין לראות בסקירה משום המלצה לביצוע פעולות כלשהן בני"ע של החברה. כל הסתמכות על סקירה זו תעשה על אחריותו של המסתמך בלבד. אילנות וכן כל תאגיד אחר הקשור אליה עשויים משיקולים עסקיים שלהם להחזיק ו/או לקנות ו/או למכור ני"ע של הנסקרת עבור עצמם ועבור קרנות נאמנות המנוהלות על ידי או עבור לקוחותיהם..
אין להעתיק דוח זה או חלק ממנו ללא קבלת רשות מאילנות וללא הכללת הפיסקה לעיל.