

26 נובמבר 2006

אנליסט:
שי ליפמן

כיל – צפויה תפנית חיובית במכירות האשלג ברבעונים הקרובים.

מיליוני \$	Q4/06E	Q3/06A	Q3/05A	2007E	2006E
הכנסות דשנים	490.1	392.4	397.9	1745.7	1524.6
הכנסות מוצרים תעשייתיים	242.1	195.5	194.0	757.9	905.9
הכנסות מוצרי תכלית	300.0	279.0	154.7	1130.3	1076.5
סך הכנסות*	1041.3	854.3	727.0	3607.6	3284.6
מרווח גולמי	36.7%	34.3%	41.3%	38.8%	37.3%
מרווח תפעולי	17.6%	15.0%	22.9%	18.9%	17.4%
מרווח EBITDA	22.0%	20.0%	28.3%	23.6%	22.6%
רווח נקי	127.0	94.8	143.7	471.4	387.1
אחוז רווח נקי	12.2%	11.1%	19.8%	13.1%	11.8%

*כולל מטלורגיה ואחר

המלצה
קניה

מחיר יעד
26.4 ₪

מחיר נוכחי
24.05 ₪

שווי שוק (מ ד)
7,199

גבוה/נמוך
12 חוד (ד)
16.05 - 25.39

מחזור יומי ממוצע
(מ' ש"ח)
71.2

הון עצמי (מ ד)
1,635

כמות "צפה"
(מ מניות)
37.6%

מס מניות
בסיסי (מ)
1,287

גורמי סיכון:

תלות במחירי
אנרגיה

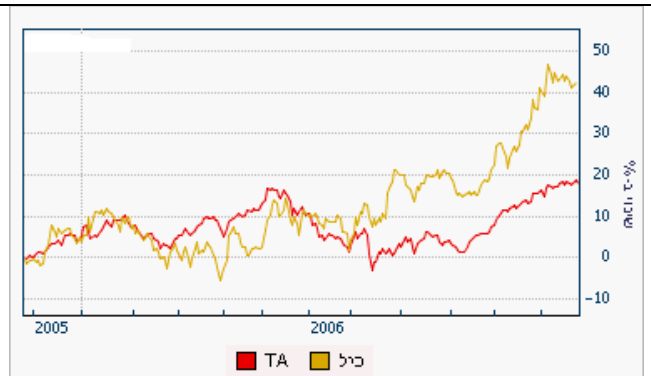
פעילות בענפים
מחזוריים

- ♦ תוצאות הרבעון השלישי של כיל היו חלשות כצפוי. הכנסות החברה ברבעון הסתכמו בכ- 854 מ' דולר, עליה של כ- 17.5% לעומת הרבעון המקביל, אולם בניטרול תוצאות אסטאריס, רשמה החברה עליה מתונה של כ- 3% בלבד. עליות המחירים בחלק ממזגרי הפעילות, קיזזו את ירידה של כ- 34.2 מ' דולר בהכנסות ממכירת אשלג.
- ♦ מכירות הדשנים רשמו ירידה בעקבות הירידה בביקושים עקב הקיפאון בענף במהלך המשא ומתן מול הסינים שהסתיים במהלך הרבעון הנוכחי. המשמעות העיקרית של ירידה זו התבטאה במרווח הגולמי, שנפל בכ- 7%, לכ- 32.8% בהשוואה ל- 39.8% ברבעון מקביל (בניטרול הכנסות מביטוח), השפעה נוספת על המרווח הגולמי נבעה מעלייה במחירי האנרגיה, ההובלה ובחלק מחומרי הגלם ובעיקר מהתיסוף בשקל אל מול הדולר.
- ♦ בהתחשב בכך שעיקר הפגיעה בתוצאות נבעה מהירידה במכירות האשלג בתחילת הרבעון, בראיה לעתיד המצב נראה טוב יותר שכן חתימת החוזה מול הסינים בסוף חודש יולי חידשה ביתר שאת את הביקושים לאשלג. להערכתנו נראה שיפור ברווחיות שינבע מהגברת קצב מכירות האשלג ומהירידה המסתמנת במחירי האנרגיה וההובלה הימית.
- ♦ פעילות החברה באירופה רשמה ירידה של כ- 6%, הנובעת מקיטון בסקטור החקלאי המסובסד ונדידת החקלאות למזרח אירופה. להערכתנו מגמה זו צפויה להימשך, ונראה כי רכישה של חברה שמייצרת או משווקת במזרח אירופה רלוונטית מתמיד.
- ♦ חוזים חדשים שחתמה כיל מול לקוחותיה בסין ובהודו לאספקת אשלג, מגלמים עליית מחיר של כ- \$25 לטון. להערכתנו מו"מ מול הסינים לאספקת אשלג ב- 2007 יחל לקראת חודש דצמבר השנה ויסיים לאחר תקופה קצרה יחסית. כיל חתמה חוזה חדש מול הלקוח הסיני לאספקה של כ- 2 מיליון טון אשלג בשנים 2007-2009, הסכם זה משקף גידול של כ- 30% בכמות האשלג בהשוואה להסכם הקודם (שיסתיים בסוף שנת 2006). מחירי האשלג ייקבעו בין הצדדים בתחילת כל שנה.

PEERGROUP

ביצועי המניה

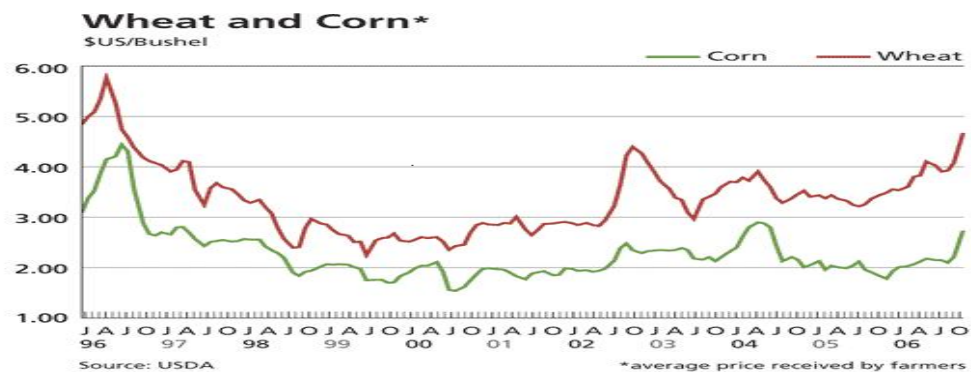
COMPANY	P/E 07	EBITDA
ALBEMARLE	16.28	377
POTASH	20.66	1030
AGRIUM	14.93	463
MOSAIC	16.11	752
ממוצע	16.99	655
ICL	15.3	171.1



◆ נציין כי מתחילת שנת 2006 כ"ל המשיכה לייצר אשלג בקצב רגיל, ולא השביתה מפעלים כמו רוב הפעילים בענף, ונראה כי היא לא תתקשה למכור כמויות גדולות יותר ולצמצם את המלאי שברשותה, מהלך שצפוי לפצות במהלך הרבעון הרביעי של 2006 על הירידה במכירות האשלג, ולהגדיל את כמויות האשלג שיימכרו בשנת 2007. עקב הביקושים הגוברים לאשלג מאז חתימת החוזה מול הסינים, נתקלה החברה ברבעון הנוכחי בבעיות לוגיסטיות של שינוע ושליחת האשלג. להערכתנו ברבעון הרביעי של השנה לא תעמוד החברה מול בעיה דומה.

התקופה הממושכת של מחירי השיא לאשלג (בשנתיים וחצי האחרונות) באה לידי ביטוי בתוצאותיהן של יצרניות האשלג הגדולות בשנת 2005 כולה, אשר הציגו שיפורים חדים ברווחיות. כיום נראה כי בסיס הביקושים לאשלג צפויים להתחדש ולהישאר ברמה גבוהה יחסית לעשור האחרון מהסיבות הבאות:

◆ קשר הדוק בין שוק הסחורות החקלאיות לשוק הדשנים - כ- 85% - 80% מתפוקת הדשנים העולמית משמשת בייצור גרעינים ובעיקר גרעיני חיטה, אורז תירס וסויה, שתנובתם גדלה בכ- 40% כתוצאה מהשימוש בדשנים. מלאים נמוכים גררו עליות מחירים חדות בגרעינים, כפי שניתן לראות מהגרף המצורף. עליות השערים מעוררות אופטימיות בשוק הדשנים וציפייה להמשך העלאות מחירים.



◆ הגידול באוכלוסיית העולם ותהליך העיור הגורמים לצמצום בקרקע חקלאית לנפש, צפויים לגרום לגידול בביקוש לדשנים לאורך זמן.

◆ הגדלת השימוש בדלקים המופקים מהצומח (Bio Fuels) בשנים האחרונות (שנראה כי תימשך עקב המעבר לשימוש באנרגיה ירוקה), עשויה לתרום גם היא לגידול בצריכת הדשנים.

לסיכום,

העננה שריחפה מעל החברה בצורת המו"מ מול הסינים, והביאה לקיפאון במכירות האשלג חלפה. להערכתנו, הביקושים לאשלג ברבעון הרביעי של 2006 יוגברו ומכירות האשלג (חלקן מהמלאי שברשות החברה) יהיו גבוהות משמעותית לעומת רבעון מקביל, וחלקן יוסט לשנת 2007, שתוצאותיה צפויות להיות מרשימות.

במגזר הברום, אנו עדים להתחזקות מגזר המוצרים התעשייתיים מתחילת השנה, ונראה כי מגמה זו צפויה להישמר. במידה ותימשך המגמה של הירידה במחירי האנרגיה, לה אנו עדים מתחילת הרבעון הרביעי, צפוי הדבר להשפיע לחיוב על רווחיות החברה.

להערכתנו החברה תמשיך באסטרטגיה של רכישת חברות בעלות פעילות דומה, שכן הענפים בהם פעילה החברה לא צפויים להציג צמיחה (מבחינת כמויות) הגבוהה מקצב גידול האוכלוסייה בעולם, ומכיוון שלא ניתן בטווח הארוך להסתמך על המשך מגמה של עליית מחירי המוצרים.

החברה תנצל את הניסיון שלה בהטמעת החברות אותן היא רוכשת, במטרה להגיע למצב בו החברות הנרכשות ישפרו את שיעורי הרווחיות במגזרים בהם כיל פועלת. להערכתנו לקראת סוף שנת 2007 תגיע רכישת אסטאריס למקום זה.

נכון לסוף הרבעון השלישי לכיל מזומנים בהיקף של כ- 124 מ' דולר שיכולים לשמש אותה לצורך רכישות. להערכתנו במידה ותצטרך החברה מזומנים נוספים היא לא תתקשה לגייס כסף מהציבור או מהמערכת הבנקאית בארץ או בעולם.

לאור הערכתנו כי הקיפאון שאפיין את פעילות האשלג הסתיים והביקושים לאשלג התחדשו ביתר שאת וכי פעילות הברום תישמר ברמה הנוכחית, החלטנו להעלות את תחזית הרווח תוך הורדת מחיר ההיוון של החברה לרמה של 8% לעומת 8.5%. אנו מעלים את המלצתנו למניית כיל ל "קניה", במחיר יעד של 26.4 ₪, לעומת 20.2 ₪ בעדכון הקודם.

2012E	2011E	2010E	2009E	2008E	2007E	2006E	
4,335.4	4,203.7	4,068.2	3,926.0	3,773.5	3,607.6	3,284.6	סה"כ הכנסות
3.1%	3.3%	3.6%	4.0%	4.6%	9.8%	10.0%	צמיחה
1,604.1	1,576.4	1,533.7	1,491.9	1,449.0	1,399.8	1,224.4	רווח גולמי
37.0%	37.5%	37.7%	38.0%	38.4%	38.8%	37.3%	
35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	34.4	הוצאות מו"פ
0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	%
693.7	672.6	650.9	620.3	584.9	559.2	498.6	הוצאות מכירה, שינוע ושיווק
16.0%	16.0%	16.0%	15.8%	15.5%	15.5%	15.2%	
138.3	135.6	133.0	130.4	126.6	122.9	119.3	הוצאות הנהלה וכלליות
3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	3.6%	
737.1	733.2	714.8	706.2	702.6	682.7	572.1	רווח תפעולי
17.0%	17.4%	17.6%	18.0%	18.6%	18.9%	17.4%	
206.4	205.3	200.2	197.7	196.7	191.2	160.2	מסים
28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	שיעור מס
530.7	527.9	514.7	508.5	505.8	491.5	411.9	רווח תפעולי נקי
12.2%	12.6%	12.7%	13.0%	13.4%	13.6%	12.5%	%
907.1	903.2	884.8	876.2	872.6	852.7	741.4	EBITDA
20.9%	21.5%	21.8%	22.3%	23.1%	23.6%	22.6%	%

ריכוז תוצאות תזרים המזומנים	מ' \$
שווי תזרים צפוי	1933.3
ערך שארית	6,712
עודף התחייבויות פיננסיות	-748.1
שווי חברה כולל	7,896.9
מס' מניות (בהנחת המרה מלאה של אג"ח)	1,287
מחיר יעד (\$)	6.1
שער דולר ביום העבודה	4.296
מחיר יעד (₪)	26.4
שיעור היוון לתזרים (דולרית)	8.00%
צמיחה פרמנטית	3.1%

פרי שחר

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

אמיר אביבי

אנליסט בכיר
AMIRA@SAHAR.CO.IL

שי ליפמן

אנליסט
SHAYL@SAHAR.CO.IL

איתי מקמל

אנליסט
ITAYM@SAHAR.CO.IL

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 מהמוצע בשוק. סיכון שוק – רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה למוצע בשוק. נמוך – הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהמוצע 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 המזכרים בדו"ח.