

אמנת

מחלקת מחקר, פריזמה



פריזמה

צמיחה והתרחבות רווחית						קנייה	
נתונים כספיים ותחזיות						המלצה ונתוני מניה	
2006	2007	Q3-06	Q1-07	Q3-07	(מ' ש"ח)	22.80	מחיר יעד (ש"ח)
333.5	387.5	79.4	88.4	94.3	הכנסות	16.72	מחיר נוכחי (ש"ח)
18.2%	16.2%	15.2%	11.3%	3.0%	% צמיחה	36%	פרמיה (דיסקאונט)
20.2	25.2	6.9	5.7	7.5	רווח תפעולי	17.45	גבוה 12 חודשים
6.1%	6.5%	7.5%	6.5%	7.9%	% מההכנסות	10.60	נמוך 12 חודשים
11.5	10.3	3.2	2.7	2.3	רווח נקי	113	שווי שוק (מ' ש"ח)
3%	2.5%	3.5%	3.1%	2.5%	% מההכנסות	19.8%	תשואה 12 חודשים
88.1	86.3	88.8	80.4	82.6	הון עצמי	66.6	מחזור ממוצע (אלפי ש"ח)
60%	61%	56.7%	63%	60.5%	יחס חוב/מאזן	6,750	כמות מניות (אלפים)
9.9	9.8				P/E	36.6%	הון צף

נקודות עיקריות:

- אמנת עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים – בתחום הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה, בתחום המחשוב והתוכנה ובתחום ייזום העסקים.
- החברה הינה חברה וותיקה בתחומה, וחלק מפעילותה קיימת מאז שנת 1970. לחברה ניסיון רב ומוניטין טובים.
- החברה צומחת באמצעות צמיחה פנימית ובאמצעות רכישה של חברות. פעילות הרכישה מתבצעת בצורה שמרנית.
- החברה הינה בעלת השליטה בחברת טסנת, העוסקת בתחום הבדיקה של תוכנות.
- שוק בדיקות התוכנה הוא שוק הרחוק ממצב רוויה מבחינת מספר הבדוקים וכמו כן יש גידול ברמת החשיבות של הבדיקות בעיני שוק המטרה של טסנת (15-20% מהמחיר של פרויקט תוכנה ממוצע מוקדשים לבדיקות).
- לחברה חבר הזמנות נכון ל-30.9.2007, של כ-380 מ' ש"ח, לעומת 280 מ' ש"ח בסוף 2006.
- אנו צופים ב-2007 גידול במכירות של 17% ל-389 מ' ש"ח ושיפור ברווחיות התפעולית ל-6.2% מול 6.1% ב-2006.
- החברה מתקרבת לאחרונה לשוק ההון. במסגרת זו הודיעה על חלוקת דיבידנד שלא יפחת מ-75% מהרווח הנקי וכן על תחילת תהליך דירוג.
- אנו מבססים את הערכת השווי שלנו על מכפיל רווח בהשוואה למכפיל הרווח הענפי הממוצע, בשל הקושי והיעדר תחזיות להשוואה לחברות דומות. על סמך השוואה שביצענו מצאנו כי החברה נסחרת בדיסקאונט ביחס למכפיל הממוצע.

אנו משיקים כיסוי למניית אמנת עם המלצת קנייה ומחיר יעד של 22.80 ש"ח, המשקף פרמיה של 36% ביחס למחירה בשוק.



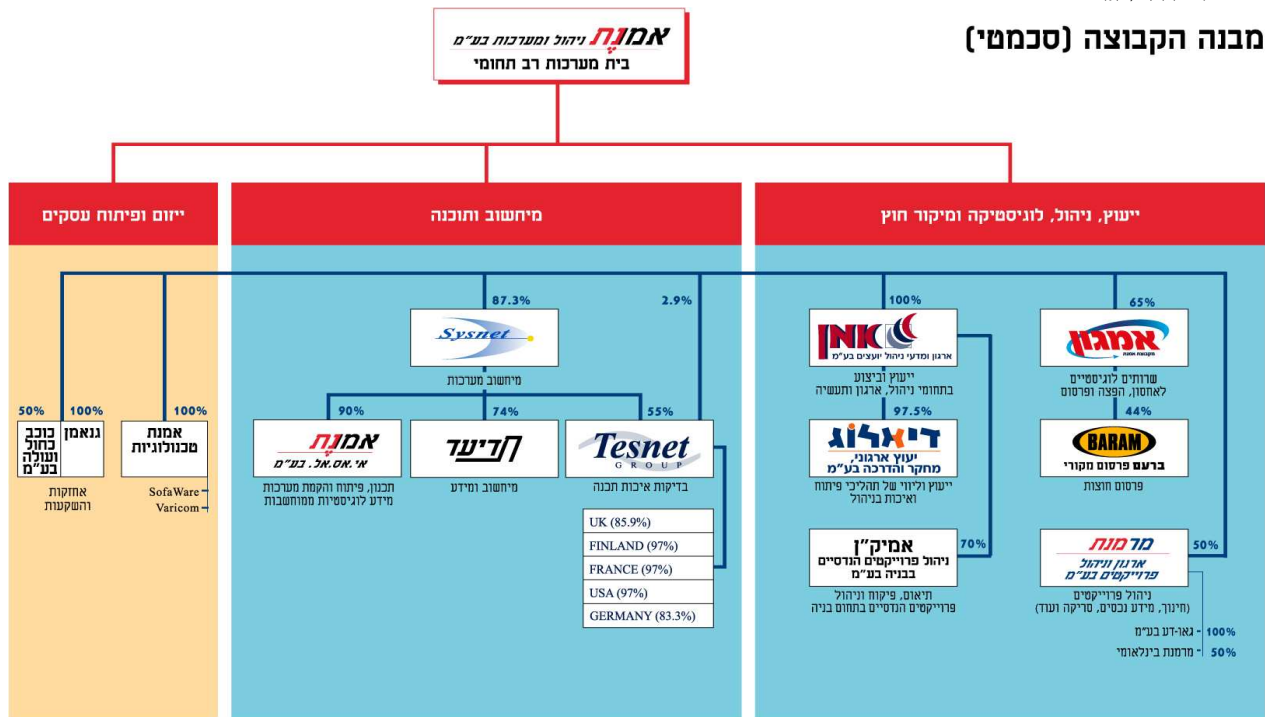
תיאור פעילות החברה

קבוצת אמת הנה בית מערכות רב מקצועי, העוסקת בשלושה תחומים עיקריים:

- ייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה
- מחשוב ותוכנה, בעיקר באמצעות החברה המוחזקת טסנת
- ייזום ופיתוח עסקים

מבנה ארגוני:

מבנה הקבוצה (סכמטי)



נכון ל: 11.2007

ייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה

בחום זה החברה מספקת שירותי ניהול, ייעוץ וביצוע של פרויקטים שונים הדורשים ידע בתעשייה וניהול, פיתוח ארגוני, שירותי תיאום וניהול פרויקטים הנדסיים בבניה, הפעלת פרויקטים ייעודיים ומתן שירותי מיקור חוץ למערכות לוגיסטיות ומנהליות.

הפעילות בתחום זה מתבצעת בעיקר באמצעות החברות הבאות:

אמן - ארגון ומדעי הניהול יועצים (100% החזקה)

החברה נוסדה בשנת 1970, מונה כ-300 עובדים. החברה מציעה מגוון פתרונות לניהול הארגון ומערכתיו. החברה מציעה פתרונות לכל שלבי החיים של הארגון משלב התכנון ועד לשלב הביצוע.

החברה מתמחה במספר תחומים עיקריים – ייעוץ לניהול ותעשייה וניהול, ניהול פרויקטים, יישום מערכות מידע ואינטרנט, שירותים לוגיסטיים, לרבות סקרים, רכש ושרשרת אספקה, ניהול מלאי ועוד. לאחרונה החברה החלה לפעול בחו"ל במתן שירותים לפרויקטים שונים.

לחברה מגוון רחב מאד של לקוחות הן מהמגזר הממשלתי והן מהמגזר הפרטי.



אמגון (65% החזקה)

אמגון מתמחה במתן שירותי מיקורחוף וניהול כולל של שירותים לוגיסטיים. החברה מעסיקה 180 עובדים. החברה מפעילה שירות דואר שליחים, הקימה מערך לוגיסטי והקימה מוקד מכירות, הכל במסגרת מתן שירותי מיקור חוף ללקוחותיה. חברת הבת **ברעם** מובילה בתחום פרסום החוצות, כולל זכיון פרסום ארוך טווח בטרמינל 3 בנתב"ג, שדות תעופה פנים ארציים ובכל מעברי הגבול.

מרמנת (50% החזקה)

מרמנת מתמחה בניהול פרויקטים בתחומי הלוגיסטיקה והתפעול, ההכשרות וההדרכות, הטמעת מערכות, ניהול בחינות ומאגרי מידע. לחברה ניסיון של למעלה מעשור בניהול פרויקטים עבור גופים ציבוריים ומשרדי ממשלה. חברות הבת של מרמנת, גאודע ומרמנת בינלאומי, מהוות את זרועותיה למתן שירותי סריקה, מקרקעין ולמתן שירותים בין לאומיים, בעיקר עבור הבנק העולמי. תחום פעילות הייעוץ, ניהול הפרוייקטים והלוגיסטיקה תרם במחצית השנה הראשונה כ-63 מ' ש' להכנסות וכ-3.8 מ' ש' לרווחיות התפעולית.

מחשוב ותוכנה

החברה עוסקת בתחום זה במתן שירותי בדיקה ובקרת איכות תוכנה, פיתוח תוכנה, יישום מערכות מידע, ייעוץ בתחומי מחשוב, יישום הדרכה והטמעת מערכות מידע בארגונים, אפיון והקמת מערכות מידע לוגיסטיות.

סיסנת (87.3% החזקה)

סיסנת מתמחה במתן פתרונות מתקדמים ורחבי היקף לארגונים בתחומי פיתוח תוכנה ומערכות מידע. החברה מעסיקה כ-180 עובדים. אמנת התקשרה עם בעל מניות בסיסנת לרכוש ממנו כ-7.5% ממניות סיסנת תמורת כ-7 מ' ש'. הרכישה תבצע בשלוש מנות בשנים 2007-2009. לסיסנת שלוש חברות בנות:

טסנת (55% החזקה) (אמנת מחזיקה ישירות ב-2.9% נוספים)

טסנת מסייעת ללקוחות בהקמת מערכי הבטחת איכות, כתיבת נהלי עבודה בתחום זה, במיכון תהליכי אבטחת האיכות תוך שימוש בכלי בדיקה אוטומטיים (בפיתוח צד שלישי) המותאמים לצרכי הלקוח, ובליווי שוטף וביצוע פעילות הבטחת איכות עבור הלקוחות. ביצוע פרויקט הבטחת איכות של מערכות המחשב בארגון הלקוח, כוללת בקרה על ביצוע פרויקט התוכנה החל משלביו המוקדמים, ניהול תצורת התוכנה והרכיבים הנוספים (מעקב אחר עדכון גרסאות וניהול מסמכים), בקרת תהליכי העבודה בגוף המפתח את התוכנה עבור הלקוח, בחינת תהליכי הפיתוח ונהליו, ביצוע סקרי תיכון, בקרת מסמכים ותוצרי הפרויקט, הכל על מנת לוודא תאימות המערכת לדרישות הלקוח ולצרכיו.



לקוחות טסנת

לטסנת אין לקוח של 10% אולם שני הלקוחות הגדולים של החברה היוו ביחד 10.5% ממכירות החברה ב-2006.

ניתן לחלק את לקוחות החברה עפ"י 7 קבוצות עיקריות (בכל קבוצה מנינו רק כמה דוגמאות):

- טלקום: בזק, בריטיש טלקום, נוקיה, אורנג', פלאפון, נקסטל, וודאפון.
- מוסדות מימון: ברקליס, סיטי בנק, בנק לאומי.
- שירותים: דיסני, קוקה קולה, לופטהסה.
- ביטוח: AIG, אליאנס.
- Hydro, EDF: Utilities.
- טכנולוגיה ותעשייה: אמדוקס, אאודי, HP, IBM, מוטורולה, פיליפס, טבע.
- ממשלה והגנה: צבאות, רשות המסים האמריקאית, שירותי דואר.

אמנת ISL (90% החזקה)

אמנת ISL מתמחה ביישום פרוייקטים לוגיסטיים מורכבים בסביבת Main Frame וביישום פרוייקטי ERP ו-CRM.

תדיעז (74% החזקה)

בית תוכנה המתמחה בפיתוח, בדיקה, תשתית HOSTING, מיקור חוץ לכח אדם מקצועי, יישום ואינטגרציה של מערכות ERP ומערכות מחשוב ללקוחות בארץ ובח"ל.

החברה מיישמת מודל עבודה OFFSHORE במרכזי פעילות עבור לקוחות בארץ ובח"ל. מרכזים אלו מתמחים בפיתוח מוקדי עזרה ובאבטחת איכות.

תדיעז קיבלה הסמכה של יבמ העולמית לשמש כמרכז פיתוח ו QA בישראל עבור היחידות העסקיות השונות של יבמ בעולם.

תחום התוכנה והמחשוב תרם במחצית השנה הראשונה כ-107 מ' ש' להכנסות וכ-6.0 מ' ש' לרווחיות התפעולית.

ייזום ופיתוח עסקים

מגזר זה עוסק באיתור הזדמנויות עסקיות ופיתוח עסקים בתחום השקעות הנדל"ן ובתעשייה בארץ ובח"ל. בעבר עסקה אמנת גם בייזום בתחום המשרדים במזרח אירופה וכיום היא מתעניינת בנושאים דומים שם.

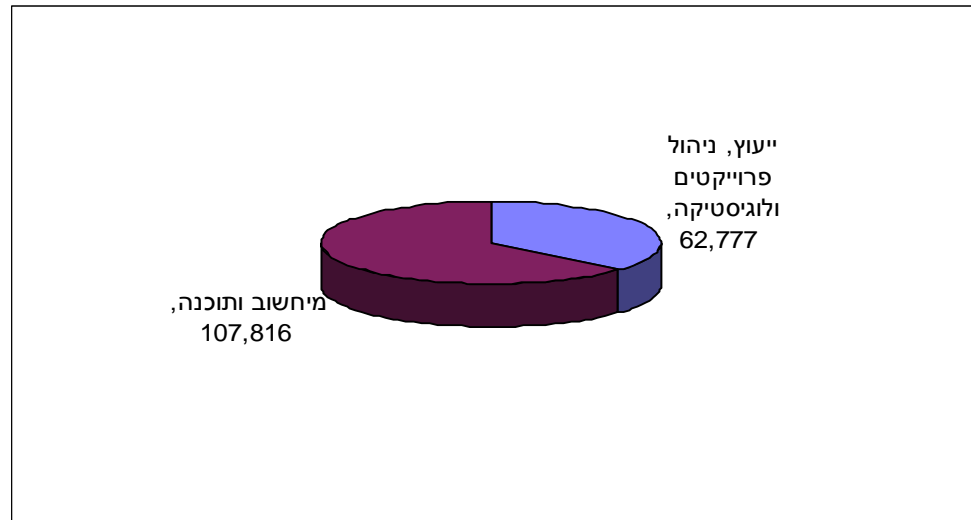
במסגרת זו אמנת השקיעה בחברות סופאור ו-ואריקום.

בתחום הנדל"ן השקיעה אמנת בפרוייקט לפיתוח איזור מסחר ומלאכה בחולון ובבחלק ממבנה משרדים ברמת החייל, הידוע כבית אמנת, כולל שטחים נוספים בבניין סמוך. היקף ההשקעה המקורי בנכסים אלו עמד על כ-24.5 מ' ש', ורשום בספרים בכ-21.6 מ' ש'.



חלוקה מגזרית ותחרות:

הכנסות לפי מגזרים, מחצית ראשונה 2007



הכנסות הקבוצה נובעות כשליש מתחום הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה וכשני שלישים מתחום המחשוב והתוכנה. חלוקת הרווחיות התפעולית דומה. החברה פועלת להשתמש בעודפי הנזילות העומדים לרשותה לאיתור השקעות חדשות.

הפיזור של תחומי פעילות החברה מציב לה נגישות לחברות רבות, ומאפשר איתור לקוחות ואיתור השקעות מעניינות בחברות שצפי הצמיחה לגביהן חיובי.

המתחרים העיקריים של החברה בתחום הייעוץ, ניהול הפרויקטים והלוגיסטיקה הם טלדור, תפן, מרטנס הופמן ועוד. המתחרה הגדול בישראל בתחום המחשוב והתוכנה הוא חברת טסקום, שנתח השוק שלה עומד על כ-23% מול נתח שוק של כ-18% של טסנת. מתחרים נוספים הם מחלקות בתוך חברות פיתוח תוכנה. בעולם קיימים מתחרים רבים.

ניתוח דוחות כספיים

החברה הציגה צמיחה של 18% במכירות בשנת 2006, וצפויה להציג צמיחה של 16.8% בשנת 2007 על בסיס המכירות והצבר הקיימים. עיקר הצמיחה תנבע מתחום המחשוב, כאשר בתחום הייעוץ, ניהול הפרויקטים והלוגיסטיקה צפויה יציבות. בתשעת החודשים הראשונים של 2007 הייתה ירידה בהכנסות מתחום הייעוץ, ניהול הפרויקטים והלוגיסטיקה מ-105.2 מ' ש' בתשעת החודשים הראשונים של 2006 ל-100 מ' ש'. הירידה נבעה מהחלטת חברה בת לצאת מפרויקטים שבהם הרווחיות נמוכה.

שיעור הרווח הגולמי מציג שיפור בין השנים, ועמד בשנת 2006 על 16.5% מול 14.6% בשנת 2005. בשנת 2007 צפוי שיעור הרווח הגולמי לעמוד על 17.2%, בגלל ניצול היתרון לגודל ובגלל שיפור מבנה הרווחיות.

שיעור הרווח התפעולי עמד בשנת 2006 על 6.1% מול 4.2% בשנת 2005. בתשעת החודשים הראשונים של 2007 עמד על 6.5% מול 5.6% בתקופה המקבילה ב-2006. הרווחיות בתחום הייעוץ, ניהול הפרויקטים והלוגיסטיקה השתפרה עקב האמור לעיל ועמדה על 7.9% מול 5.5% במחצית המקבילה, וזאת למרות הירידה במכירות.

החברה שומרת על יחס דומה של ימי לקוחות וימי בספקים לאורך השנים האחרונות.



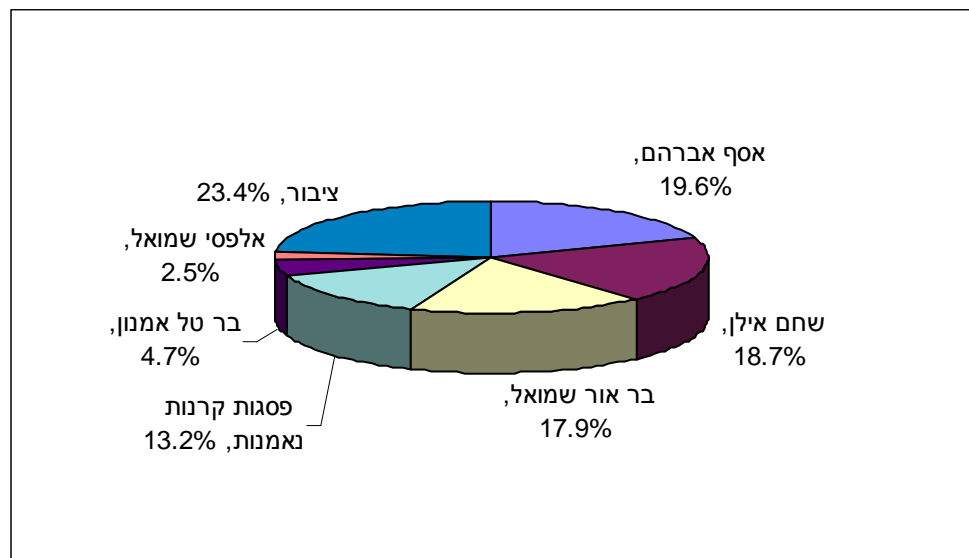
צבר ההזמנות של החברה עמד בסוף הרבעון השלישי על כ-380 מ' ש, מהם כ-220 מ' ש לביצוע במהלך שנה. בנוסף קיימות אופציות להמשכם של פרויקטים בהיקף נוסף של 100 מ' ש. לחברה מו"מ בשלבים שונים להגדלה של צבר ההזמנות.

מדיניות חלוקת דיבידנד

לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד שלא תפחת מ-75% מהרווח הנקי. לחברה יתרות ניתנות לחלוקה של 28 מ' ש.

מאז הנפקתה בשנת 1994 חילקה החברה דיבידנדים כמעט כל שנה, וסך הדיבידנדים שחולקו ב-5 השנים האחרונות עומד על 43 מ' ש. שווי החברה הוא 110 מ' ש. תשואת הדיבידנד של החברה בשנים אלו עמדה על 10%-20%.

בעלי עניין



הנתונים מנטרלים מניות רדומות בהיקף של 6.2%. יש הסכמי הצבעה בין שלושת בעלי השליטה הגדולים.

הערכת שווי

P/E 12 חודשים	רווחיות נקייה, 2006	רווחיות תפעולית, 2006	
11.2	6.3%	7.2%	מטריקס
12.2	6.3%	7.1%	נס
15.5	1.7%	4.9%	טלדור
12.4	4.3%	5.8%	טסקום
12.8	4.6%	6.25%	ממוצע
10.1	3.5%	6.1%	אמנת

בהשוואה של אמנת לחברות IT דומות בארץ ניתן לראות שהחברה נסחרת במכפיל רווח נמוך ביחס לממוצע בקבוצה.



**מחלקת המחקר
פריזמה בית השקעות בע"מ**

ההערכה הנמוכה יחסית נובעת, להערכתנו, מהרווחיות הנמוכה ביחס לממוצע, וזאת בגלל פיזור יחסי של פעילות הקבוצה בין שני תחומים של שירותים שבשניהם ההכנסות נמוכות יחסית, אף שהחברה היא בין המובילים בהם, ובגלל היעדר חשיפה מספקת לציבור המשקיעים.

ליכותה של אמנת עומדת גם מדיניות חלוקת הדיבידנד המשתפת את המשקיעים ברווחי החברה.

נראה לנו שמניית החברה מתומחרת בחסר, במיוחד בהתחשב בהנהלה איכותית שמציגה תוצאות לאורך זמן. לאור זאת לחברה מגיעה פרמיה של 8% על המחירים היחסיים בשוק, ולכן היא צריכה להסחר במכפיל של 13.8, המביא למחיר יעד של 22.8 ש"ח.

תמצית הנתונים הכספיים והתחזיות:

דו"ח רווח והפסד שנתי

2005	2006	2007E	2008E	
282,154	333,527	387,523	445,652	מכירות
	18.2%	16.2%	15.0%	גידול מתקופה מקבילה
240,836	278,368	319,431	365,435	עלות המכירות
41,318	55,159	68,092	80,217	רווח גולמי
7,935	11,443	13,909	15,598	הוצאות מכירה
21,588	23,535	28,999	35,652	הנהלה וכלליות
11,795	20,181	25,184	28,967	רווח תפעולי
2,153	2,233	680	2,000	הכנסות מימון
889	812	40	-	הכנסות אחרות אחר
14,837	23,226	25,904	30,967	רווח לפני מס
5,581	7,670	8,933	10,839	מיסים
9,256	15,556	16,970	20,129	רווח לאחר מס
242	218	60	220	חלק החברה ברווחי חברות כלולות
-4,182	-5,730	-6721	-6000	חלק המיעוט
5,316	10,044	10,309	14,349	רווח לפני השפעה מצטברת
	1,497			השפעת שינוי שיטה חשבונאית
5,316	11,541	10,309	14,349	רווח נקי
0.790	1.480	1.526	2.123	רווח למניה
6,807,112	6,752,914	6,756,907	6,758,107	מספר מניות בדילול מלא



דו"ח רווח והפסד רבעוני

Q1 06	Q2 06	Q3 06	Q4 06	Q1 07	Q2 07	Q3 07	Q4 07E	
71,699	79,399	91,482	90,947	82,107	88,376	94,262	122,778	מכירות
0.9%	10.7%	15.2%	28.0%	14.5%	11.3%	3.0%	35.0%	גידול מתקופה מקבילה
61,058	67,972	75,136	74,202	68,618	73,048	76,473	101,292	עלות המכירות
10,641	11,427	16,346	16,745	13,489	15,328	17,789	21,486	רווח גולמי
2,429	2,576	3,194	3,244	3,071	2,966	3,575	4,297	הוצאות מכירה
5,316	4,918	6,297	7,004	6,451	6,579	6,761	9,208	הנהלה וכלליות
2,896	3,933	6,855	6,497	3,967	5,783	7,453	7,981	רווח תפעולי
875	629	220	509	500	952	-972	200	הכנסות מימון
561	-94	18	327	284	-150	-94	-	הכנסות אחרות אחר
4,332	4,468	7,093	7,333	4,751	6,585	6,387	8,181	רווח לפני מס
2,195	1,505	2,369	1,601	1,621	2,202	2,329	2,781	מיסים
2,137	2,963	4,724	5,732	3,130	4,383	4,058	5,399	רווח לאחר מס
36	-11	61	132	103	15	-108	50	חלק החברה ברווחי חברות נלוות
-1,516	-1,150	-1,597	-1,467	-1,745	-1,667	-1,609	-1,700	חלק המיעוט
657	1,802	3,188	4,397	1,488	2,731	2,341	3,749	רווח לפני השפעה מצטברת
1,497								השפעת שינוי שיטה חשבונית
2,154	1,802	3,188	4,397	1,488	2,731	2,341	3,749	רווח נקי
0.100	0.260	0.470	0.648	0.220	0.404	0.346	0.555	רווח למניה
6,783,460	6,779,360	6,765,268	6,782,979	6,751,257	6,751,557	6,757,481	6,757,781	מספר מניות בדילול מלא



מאזן

Q4 06	Q1 07	Q2 07	Q3 07	
49,302	30,729	28,034	28,886	מזומנים ושווי מזומנים
32,412	29,875	27,968	24,463	השקעות לזמן קצר
78,433	91,174	93,759	87,050	לקוחות
12,832	14,262	12,090	12,994	חייבים
155	133	135	143	מלאי
173,134	166,173	161,986	153,536	סה"כ רכוש שוטף
561	680	695	594	השקעות בחברות כלולות
1,974	8,468	9,271	7,836	השקעות, הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך אחרות
1,705	1,734	1,658	1,880	ייעודה בשל סיום יחסי עובד מעביד, נטו
4,240	10,882	11,624	10,310	סה"כ השקעות, הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך
29,038	28,252	28,041	28,386	רכוש קבוע
12,363	12,636	16,421	16,806	רכוש אחר והוצאות נדחות
218,775	217,943	218,072	209,038	סה"כ נכסים
4,797	5,582	7,704	7,168	אשראי מתאגידים בנקאיים
23,614	20,609	22,358	22,096	ספקים
43,715	43,973	46,682	37,742	זכאים ויתרות-זכות
19,402	16,092	15,919	14,542	מקדמות ממזמיני עבודות בניית מלאי עבודות בביצוע
91,528	86,256	92,663	81,548	סה"כ התחייבויות שוטפות
1,950	4,863	4,821	4,506	התחייבויות לתאגידים בנקאיים
1,293	1,209	5,365	3,253	התחייבויות לבעלי עניין
3,668	4,177	3,829	4,186	התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד
825	817	780	1,231	מסים נדחים
10	8	190	182	אחר
7,746	11,074	14,985	13,358	סה"כ התחייבויות זמן ארוך
31,249	31,026	29,938	31,405	זכויות מיעוט
112	74	84	135	תקבולים כל חשבון אופציות
88,140	89,513	80,402	82,592	הון עצמי
59.71%	58.93%	63.13%	60.49%	
218,775	217,943	218,072	209,038	סה"כ התחייבויות והון עצמי



פריזמה

מחלקת המחקר
פריזמה בית השקעות בע"מ

09 דצמבר 2007



פריזמה

אמנת

מחלקת מחקר, פריזמה