

לקראת שינוי מגמה!

מחיר היעד 10.1 ש"ח (2.4\$) – בהמלצת קניה

טאואר

אנו ממליצים על "טאואר" בקניה ובמחיר 10.1 ש"ח (2.4\$) למניה, הגבוה בכ-38% ממחיר המניה בשוק.

✓ החברה נהנית מצמיחת שוק הסמיקונדקטור, שצמח בשנה האחרונה בשיעור של 9.8% והערכות הן להמשיך צמיחה של 10.8% במהלך 2007. השיפור בשוק זה מקרין גם על החברה שהכנסותיה בתשעת החודשים הראשונים של השנה זינקו בשיעור של 86% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

✓ בשנה האחרונה חל שיפור חד במצבה הפיננסי של החברה ומעבר מהון עצמי שלילי בסך 76 מיליון דולר להון עצמי חיובי בסך 149 מיליון דולר, בעקבות הסדר עם הבנקים. להערכתנו, החברה תשיג תזרים חיובי מפעילות כבר ברבעון הרביעי השנה.

✓ החברה מציינת כי תשלם את הרחבת פאב 2 ל-24,000 פרוסות במהלך Q2/07 ובכך תוכל להשיג רמת הכנסות של עד 80 מיליון דולר ברבעון.

✓ "טאואר" הוסיפה במהלך הרבעון השלישי שלושה לקוחות נוספים ובאמתחתה עוד כ-30 לקוחות בתהליך. מספר הלקוחות המזמינים מעל ל-1,000 פרוסות לחודש עלה ל-12 מ-4 ברבעון המקביל אשתקד. הגידול במספר הלקוחות מגדיל את וודאות ההכנסות.

✓ לחברה קיים עוגן הכנסות של כ-85 מיליון דולר בשנה. החברות: SanDisk, International Rectifier ו-Vishay Siliconix התחייבו לייצר באמצעות החברה לתקופה של בין שנתיים ל-10 שנים.

✓ Sandisk - לקוח אסטרטגי, רכש לאחרונה את חברת M-Systems. אנו מאמינים כי מהלך זה עשוי להגביר את ייצור הבקרים ב"טאואר".

✓ על פי תכנית ההשקעות התחייבה המדינה להשתתף בסכום של 250 מיליון דולר, שמתוכו שילמה עד כה 163 מיליון דולר בלבד. במידה והמדינה אכן תשלם את יתרת הסכום, סכום זה (87 מיליון דולר) יתווסף לשווי החברה המוערך.

✓ פוטנציאל למקור הכנסות נוסף, בהיקף המוערך על ידנו בכ-18 מיליון דולר, הינו מכירת טכנולוגיות ייצור ייחודיות לחברה.

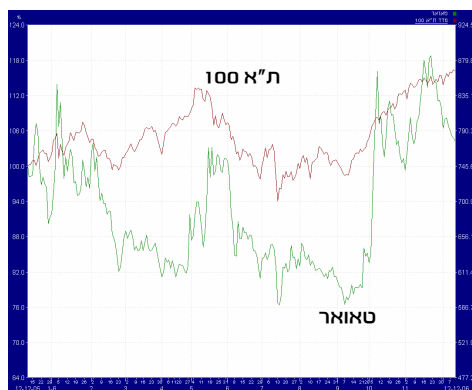
✓ המחיר - הערכנו את "טאואר" במודל תזרים מזומנים מהוון (DCF) בשווי של 580 מיליון \$ (לפני דיכול) המבטא מכפיל EBITDA של 8.3 עבור תוצאות 2007.

שווי זה משקף מחיר מניה של 10.1 ש"ח הגבוה בכ-38% ממחיר המניה בשוק.

לסיכום: "טאואר" אינה נסמכת רק על המגמות בשוק ונהנת גם מפעילותה בנישות טכנולוגיות ייחודיות. הגידול במספר לקוחותיה, עוגן ההכנסות הקיים והשיפור במצבה הפיננסי כאשר עיקר ההשקעות מאחוריה מציב את החברה בעמדת זינוק מצוינת.

נתונים עיקריים	המלצה
קניה	מחיר יעד (\$/ח) (מ')
2.4/10.1	מחיר מניה (\$/ח) (מ')
1.7/7.3	שווי שוק (מ' ח)
774	גבוה 12 ח' (ח)
8.9	נמוך 12 ח' (ח)
5.7	תשואה 12 חדשים
4%	ת"א 100 12 חדשים
16%	מחזור יומי (א' ח)
3,033	סחורה צפה
48%	
הפסד	P/E 2006E
10.8	EV/EBITDA 2006E
NA	מחיר יעד קודם (ח)
NA	מחיר יעד קודם (ח)

2006E	Q406E	2005	Q4/05	(מ' \$)
187	55	102	31	הכנסות
-82	-19	-136	-28	ר. גולמי
-122	-30	-170	-35	תפעולי
-89	-40	-203	-45	ר. נקי
-0.9	-0.4	-2.1	-0.5	EPS



תאור תמציתי של פעילות החברה

חברת "טאואר סמיקונדקטור" היא יצרן עצמאי של מעגלים משולבים (IC) על גבי פרוסות סיליקון בטכנולוגיות מתקדמות, המתמחה בטכנולוגיית ייצור זיכרונות בלתי נדיפים, חישיני CMOS לצילום דיגיטלי ושבבים מעורבי אותות. החברה מספקת שירותי ייצור בדיקה ותמיכה בתכנון של מעגלים משולבים על גבי פרוסות סיליקון בגיאומטריות 1.0 עד 0.13 מיקרון, תוך שימוש ביכולות טכנולוגיות מתקדמות ובהתבסס על התכנון של לקוחותיה.

לחברה שני מפעלי ייצור: פאב 1 המייצר בגיאומטריות 0.35-1 מיקרון ובכושר ייצור 16,000 פרוסות לחודש. ופאב 2 המייצר בגיאומטריות 0.18, 0.16, 0.13 מיקרון ובכושר ייצור 15,000 פרוסות לחודש. החברה מרחיבה בימים אלה את כושר הייצור בפאב 2 ל-24 אלף פרוסות ומסוגלת להרחיב עד 40,000 פרוסות לחודש במתקן הקיים.

אסטרטגיה

החברה מתמקדת בטכנולוגיות ייחודיות כגון זיכרונות בלתי נדיפים, שבבים לצילום דיגיטלי ומעגלים אנלוגיים/דיגיטליים. אסטרטגיה זו מיושמת בהצלחה בפאב 1 כבר כ-10 שנים ומיושמת גם בפאב 2, עם טכנולוגיה ייחודית נוספת בתחום ה-RFID. היתרונות התחרותיים של השווקים הנ"ל הינם מחירי מכירה גבוהים יותר מהטכנולוגיה הבסיסית, תחרות עולמית נמוכה יותר, ושיעור צמיחה הגבוה משיעור צמיחת השווקים בטכנולוגיה הבסיסית. בנוסף, ללקוח המייצר ב"טאואר" בטכנולוגיה ייחודית קיימים חסמי מעבר גבוהים ליצרן אחר.

שוק השבבים (סמיקונדקטור)

שוק הסמיקונדקטור העולמי הינו שוק מחזורי הנע בחדות כל 5-3 שנים. החל משנת 2005 הענף החל את מחזור ההתאוששות והצמיחה והערכות הן כי שוק זה צפוי להמשיך לצמוח גם בשנתיים הבאות מהסיבות הבאות (מתוך SEMI, חברת מחקר):

- ✓ צריכת חומרי גלם המשמשים לייצור שבבים צפויה לעלות בכ-7% במהלך שנת 2007 ובכ-8% נוספים במהלך שנת 2008.
- ✓ שוק חמרי האריזה לשבבים צפוי לצמוח במהלך השלוש השנים הבאות בשיעור שנתי של בין 9%-13%.
- ✓ שוק ציוד מוצרי הקצה צפוי לצמוח בכ-8% לשנה במשך השלוש השנים הבאות.

על פי ארגון הסמיקונדקטור העולמי (SIA) שוק השבבים העולמי צפוי לצמוח בכ-9.8% בשנת 2006 ובכ-10.8% נוספים בשנת 2007. עיקר שוק השבבים (כ-85%) הינו בטכנולוגיה של אחד עד 0.13 מיקרון וחלק קטן הינו בטכנולוגיה של 0.09 מיקרון ומטה.

קיבולת הייצור בעולם מצויה בכ-90% ניצולת. כדי להקים מפעל ייצור נדרש לבצע השקעות גדולות (כ-5-3 מיליארד דולר) ולהמתין זמן הקמה ארוך (כ-3-2 שנים). המחסור במפעלי ייצור עשוי להשפיע לחיוב על מחירי השבבים ועל מספר החברות העוברות לייצר ב-Foundries (חברות המתמחות במתן שירותי ייצור שבבים לחברות אחרות).

התחזית לשוק ה-Foundry היא גידול במכירות של כ-21% ממוצע שנתי (CAGR), בשנים 2006-2010, כמעט כפול מהגידול הצפוי של סך שוק המוליכים למחצה באותה התקופה.

התפתחויות אחרונות

- ✓ באוגוסט 2006 הודיעה חברת SanDisk כי תשקיע בהרחבת כושר הייצור ב"טאואר" בתמורה להתחייבות החברה לספק לה שבבים בטכנולוגית 0.13 מיקרון בין השנים 9-2007.
- ✓ הסדר עם הבנקים לפיו המירו הבנקים כ-158 מיליון דולר חוב לשיטרי הון הניתנים להמרה למניות "טאואר" והפחיתו את שיעור הריבית ליתרת החוב. במסגרת ההסדר התחייבה "חברה לישראל" להשקיע 100 מיליון דולר ב"טאואר" תמורת הקצאת שיטרי הון הניתנים להמרה למניות.
- ✓ "טאואר" הוסיפה במהלך הרבעון השלישי שלושה לקוחות נוספים ויש לה עוד כ-30 לקוחות בתהליך. מספר הלקוחות המזמינים מעל ל-1,000 פרוסות לחודש עלה ל-12 מ-4 ברבעון המקביל. הגידול במספר הלקוחות מגדיל את וודאות ההכנסות.
- ✓ באפריל 2005 מונה מנכ"ל חדש לחברה- מר ראסל אלוואנגר, אשר ביצע ארגון מחדש שעיקרו חלוקה לשלושה קווי מוצר. השינוי הארגוני הפך את החברה מחברה ממוקדת מחקר לחברה ממוקדת מכירות ולקוחות.
- ✓ בסוף 2004 החלה תכנית ייעול שכללה פיטורי עובדים וצמצום עלויות.

ניתוח פיננסי

רווח גולמי – אנו עדים לרווחיות גולמית שלילית לאור מרכיב פחת גבוה המייצג הפחתה של עלות הקמת המפעל ביולי 2003. מסיבה זו, מרכיב הפחת צפוי לרדת בחדות לסך של כ- 25-30 מיליון דולר לרבעון החל מרבעון שלישי 2008 (המפעל מופחת במשך 5 שנים) ואז יירשם לראשונה רווחיות גולמית חיובית. על כן, אחד הפרמטרים המצביעים על רווחיות החברה הינו EBITDA. אציין כי החברה רשמה לראשונה EBITDA חיובית ברבעון הרביעי 2005 ושומרת על כך מאז.

לחברה הוצאות קבועות בסך של כ- 100 מיליון דולר בשנה (כולל שכר עובדים, הוצאות תפעול שונות ואחר), שיעור ההוצאות המשתנות הינו כ- 35% מההכנסות. לפיכך, ככל שיורחב המפעל והכנסותיו יגדלו, רווחיותו תגדל בהתאם.

יחסים פיננסיים				
Q3/06	Q2/06	Q1/06	2,005	
1.25	1.1	0.9	0.7	יחס מהיר
1.72	1.6	1.4	0.9	יחס שוטף
3.8	-9.2	-15.2	-22.7	חוב להון
0.21	-0.1	-0.1	-0.0	הון למאזן
149,302	-75,896	-44,806	-30,067	הון עצמי מ' דולר

שיפור במצב הפיננסי – לאור ההסדר עם הבנקים, רשמה החברה, ברבעון השלישי השנה הון חיובי בסך 149 מיליון דולר. כמו כן, במהלך נובמבר השנה גייסה החברה כ- 21.3 מיליון דולר להמשך ההשקעות בפאב 2. אנו מאמינים כי החברה תצליח להשיג תזרים חיובי מפעילות ברבעון הרביעי השנה ותממן חלק ניכר מצרכי ההשקעה העתידיים מפעילותה השוטפת.

השקעות – החברה לקראת השלמת השקעה בסך 150 מיליון דולר בהרחבת פאב 2 ל- 24,000 פרוסות בחודש. עד כה השקיעה החברה כמחצית מהסכום וצפויה להשלים את יתרת ההשקעה במהלך שני הרבעונים הקרובים. אנו מעריכים כי החברה תמשיך להשקיע בהרחבת המפעל עד ל- 40,000 פרוסות בחודש בהשקעה של כ- 184 מיליון דולר (כ- 11.5 מיליון דולר לכל 1,000 פרוסות ייצור).

על פי תכנית ההשקעות התחייבה המדינה להשתתף בסך 250 מיליון דולר שמתוכו שילמה עד כה 163 מיליון דולר בלבד. במידה והמדינה אכן תשלים את יתרת הסכום, סכום זה (87 מיליון דולר) יתווסף לשווי החברה המוערך.

צמיחה – עם סיום תכנית הרחבת פאב 2 ל- 24,000 פרוסות, היקף ההכנסות המקסימלי לחברה יעמוד על כ- 440-460 מיליון דולר בשנה. בהערכתנו, לא לקחנו בחשבון שיפורים נוספים בכושר הייצור ולכן שיעור הצמיחה העתידי הינו 0%.

מס – לחברה מגן מס של כמיליארד דולר, על כן שיעור המס לחברה הינו 0%.

הערכת השווי

הערכנו את "טאוור" במודל תזרים מזומנים מהוון (DCF). להלן עיקרי המודל (נתונים באלפי \$):

באנלי דו"ר	2005	Q1/06	Q2/06	Q3/06	Q4/06E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
הכנסות	101,991	35,875	44,555	51,503	54,800	186,733	254,000	294,000	340,000	360,000	416,000	420,000
צמיחה	-19.1%	54.9%	63.8%	150.6%	76.4%	83.1%	36.0%	15.7%	15.6%	5.9%	15.6%	1.0%
עלות ההכנסות	238,358	61,280	65,142	68,244	73,600	268,266	314,375	292,900	298,000	263,500	251,500	199,500
רווח גולמי	-136,367	-25,405	-20,587	-16,741	-18,800	-81,533	-60,375	1,100	42,000	96,500	164,500	220,500
שיעור גולמי	-133.7%	-70.8%	-46.2%	-32.5%	-34.3%	-43.7%	-23.8%	0.4%	12.4%	26.8%	39.5%	52.5%
הוצ' מחקר ופיתוח	16,029	3,354	3,574	4,179	4,200	15,307	18,700	20,000	22,000	24,000	25,000	25,000
שיעור הוצ' מחקר	15.7%	9.3%	8.0%	8.1%	7.7%	8.2%	7.4%	6.8%	6.5%	6.7%	6.0%	6.0%
הוצ' שיווק הנהלה וכלליות	17,418	5,324	5,474	7,308	7,350	25,456	30,900	31,500	33,000	34,000	35,000	35,500
שיעור הוצ' הנהלה וכלליות	17.1%	14.8%	12.3%	14.2%	13.4%	13.6%	12.2%	10.7%	9.7%	9.4%	8.4%	8.5%
סה"כ הוצאות תפעוליות	33,447	8,678	9,048	11,487	11,550	40,763	49,600	51,500	55,000	58,000	60,000	60,500
רווח/הכנסד תפעולי	-169,814	-34,083	-29,635	-28,228	-30,350	-122,296	-109,975	-50,400	-13,000	38,500	104,500	160,000
שיעור תפעולי	-166.5%	-95.0%	-66.5%	-54.8%	-55.4%	-65.5%	-43.3%	-17.1%	-3.8%	10.7%	25.1%	38.1%
הוצ' מימון	-35,651	-11,524	-14,051	-12,382	-10,600	-48,557	-40,000	-38,000	-38,000	-32,000	-21,000	-12,000
הוצאות/הכנסות אחר	2,383	551	40	80,077	80,668	80,668						
רווח/הכנסד נקי	-203,082	-45,056	-43,646	39,467	-40,950	-90,185	-149,975	-88,400				
רווח/הכנסד למניה	-2.1	-0.5	-0.5	0.4	-0.4	-0.9	-1.6	-0.9	-	-	-	-

EBITDA	-24,962	3,993	7,928	9,954	11,850	33,725	66,025	91,600	116,000	133,500	168,500	175,000
שיעור EBITDA	-24.5%	11.1%	17.8%	19.3%	21.6%	18.1%	26.0%	31.2%	34.1%	37.1%	40.5%	41.7%
תזרים ממפעלות שוטפת	-60,613	-7,531	-6,123	-2,428	1,250	-14,832	26,025	53,600	78,000	101,500	147,500	163,000

רווח תפעולי נקי					-30,350	-122,296	-109,975	-50,400	-13,000	38,500	104,500	160,000
השקעות	38,878	13,404	12,331	73,203	47,000	145,938	40,000	145,000	22,000	17,000	15,000	4,000
מחז	144,852	38,076	37,563	38,182	42,200	156,021	176,000	142,000	129,000	95,000	64,000	15,000
גידול בהון חוזר					-2,000	-15,509	-12,843	-12,190	-11,027	-19,288	-12,210	
סה"כ תזרים					-33,150	41,534	-40,557	106,190	127,527	172,788	183,210	
תזרים מהוון					-32,224	-	36,048	-31,429	73,472	78,782	95,306	90,227

שיעור הריוון	12.0%
שיעור צמיחה לט"א	0.0%
שווי תזרים צמיו	219,955
ערך שארית	751,890
סה"כ שווי תפעולי	971,845

	שווי תפעולי	בידול מלא
שווי תפעולי	971,845	
חוב פיננסי נטו	(392,472)	
שווי כלכלי לחברה	579,373	748,943
מספר מניות	95,464	313,984
שווי כלכלי למניה (\$)	6.1	2.4
שווי כלכלי למניה (ש"ח)	25.7	10.1
שווי מניה כיום	7.4	7.4
פרמיה (דסקאונט)	249%	37%

שער הדולר 4.24

דיכול מלא - נכללו כל ההמזים עד מחיר המניה של 3 דולר

העברת ח"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה ברוקראז', מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים בטוחה ברוקראז' בע"מ

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 7 ת"א. טל' 5653557-03, פקס: 6251017-03

כלל פיננסים בטוחה ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי

רוגן ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 ronen@clal-fin.co.il	נאור אל חי מנהל חדר מסחר 03-5653552 neor@clal-fin.co.il	חגית דלאל 03-5653543 hagitd@clal-fin.co.il	משה בן אסיאג 03-5653550 mosheba@clal-fin.co.il	אריה לנצברג 03-5653541 ariehl@clal-fin.co.il
---	---	---	--	---

דסק בינלאומי

לני קושניר מנהל דסק לקוחות זרים 03-5653554 lenny@clal-fin.co.il	אבי ויינרב 03-5653556 aviwe@clal-fin.co.il	תהילה ויסברג מנהלת דסק אג"ח בינלאומי 03-7616407 tehilaw@clal-fin.co.il	יעל עצמון 03-5652565 yaelat@clal-fin.co.il
--	--	---	---

מחקר

יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 yualb@clal-fin.co.il	יסכה ארז פארמה, כימיה, מזון, רשתות 03-6251037 yisca@clal-fin.co.il	צחי אברהם תקשורת וטכנולוגיה 03-5652510 tsahiv@clal-fin.co.il	בני דקל תעשייה 03-7611913 benid@clal-fin.co.il	מריסה בנדר מחקר וקשרי לקוחות 03-6251014 marisab@clal-fin.co.il
--	---	--	---	---

נגזרים

צחי סוקול 03-7616450 tzahiso@clal-fin.co.il	דרור וסרמן 03-7616450 drorw@clal-fin.co.il	בטי מזרחי 03-5653537 betty@clal-fin.co.il	סימה דקל 03-5653557 simade@clal-fin.co.il
---	--	---	--

קניה - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
תשואת יתר - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
תשואת שוק - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
תשואת חסר - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
מכירה - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.

ניתוח הכלכלי בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח. הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים בטוחה מניחה שהינו מהימון, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו 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 כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. הערכת השווי שבדוח זה הנה יחסית והיא נעשית על בסיס פרמטרים ונוסחאות כלכליות המקובלים בשוק ההון בארץ ובעולם, נכון למועד כתיבת הדוח. שיטות שונות להערכת שווי עשויות להוביל למסקנות שונות בדבר שווי כלכלי. דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. חברת כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה. כלל פיננסים בטוחה אינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. הקבוצה עליה נמנית כלל פיננסים בטוחה הנה קבוצה העוסקת בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה ובנקאות להשקעות, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הובלט לעין, הנה אסורה, אם לא ציון אחרת, המידע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה.

העברת ד"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה ברקראז', מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים בטוחה ברקראז' בע"מ

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37 ת"א. טל' 03-5653557, פקס: 03-6251017