

המלצה: קנייה
המלצה קודמת: ניטרלי
מחיר יעד: 117 ₪
מחיר קודם: 117 ₪
מחיר שוק: 59.9 ₪

דיסקאונט גבוה + שיפור בתוצאות הכספיות = המלצת קנייה

מניית פמס ירדה בחודש האחרון בשיעור של 41% אחוזים (עד לכתובת שורות אלו), מתחילת השנה רשמה המנייה תשואה שלילית של 58%. זה לא חריג במיוחד, יש חברות שירדו יותר ובכל זאת מדובר בחברה שפעילותה רחוקה מעין המשבר, נמצאת בתהליך של שיפור בתוצאות הכספיות, איננה ממונפת כלל ומחזיקה בקופת מזומנים דשנה. להערכתנו שוויה התנתק לחלוטין מכל שווי כלכלי, ומדובר בהזדמנות קנייה.

• **תוצאות הרבעון השלישי שפורסמו**, מצביעים להערכתנו על יציבות וחוזקת הפעילות. הפרמטרים התפעוליים, בעיקרם הגידול בהכנסות, ושמירה על שיעורי הרווח הגבוהים מלמדים על רמת ביקושים גבוהה. השותפות במפעל האריגה עם Point Blank עוד לא התחילה למכור, להערכתנו בשנת 2009 נראה תרומה גם ממגזר זה.

• **שוויה של החברה כיום, כ- 570 מיליון ₪ להערכתנו נמוך משמעותית משוויה הכלכלי. מחיר זה משקף רמת מכפילים נמוכה**, אפילו נמוכה מאוד בייחוד לחברה שהינה יצרנית מזומנים. מכפיל הרווח נמוכים היסטורית אך בנוף של היום עדיין נראים סבירים. אולם בחברה מסוג זה כדאי לבחון גם את מכפילי ה- EBITDA.

• **לחברה אין חוב פיננסי**, נהפכו, היא יושבת על מזומנים בסך של 140 מיליון דולר ועודף נכסים פיננסיים בסך של כ- 36 מיליון דולר, וממשיכה לייצר רווח תפעולי תזרימי בסך של מעל 40 מיליון דולר בשנה.

• **יש גם סיכונים**, לחברה תלות בלקוח המהותי Honeywell, והאחרונה הורידה את תחזית ההכנסות והרווח להמשך השנה, חוסר הבהירות בנוגע ל 2009 הוביל לגל של הורדת תחזיות ע"י אנליסטים המסקרים את החברה. במקרה של הרעה בתוצאות הכספיות גם פמס תרגיש בלחץ המתגבר. מעבר לכך קיצוץ אפשרי בתקציבי הביטחון של ארה"ב למימון תוכניות החילוץ הפיננסי, עלול להוביל לדחייה ואף ביטול של מכרזים, כל אלו מעלים את רמת הסיכון של החברה בתקופה זו.

• **הערכת השווי שלנו נעשית בשיטת DCF**, לאחרונה העלנו את שיעור ההיוון לחברה, מרמה של 11.5% לרמה של 12.5% לשקף את הסיכונים, ואת החזר ההשקעה המתבקש על השקעה במניות. כתוצאה עדכנו את מחיר היעד ל 117 ₪. רמת המחיר הנוכחית והשיפור הצפוי להערכתנו בתוצאות הכספיות בשנה הקרובה מצדיק את הסיכון ואנו מעריכים כי מדובר בהזדמנות קנייה שתניב תשואה עודפת בשנה הקרובה.

	הכנסות (מיליוני \$)		
	2007A	2008E	2009E
1Q	9.8	17.1	
2Q	18.2	27.1	
3Q	15.9	32.6	
4Q	16.5	31.0	
שנתי	60.6	107.9	120.3
מכפיל	2.2	1.2	1.1
	רווח נקי (מיליוני \$)		
	2007A	2008E	2009E
1Q	8.7	2.4	
2Q	5.5	5.0	
3Q	6.1	3.3	
4Q	1.5	5.9	
שנתי	21.7	16.6	27.5
מכפיל	6.1	8.0	4.8
נתוני שוק			
530.0	שווי שוק (מ' ₪)		
52.0-138.2	טווח 52 שבועות (₪)		
1.8	מחזור ממוצע 3 חוד' (מ' ₪)		
-41.2%	תשואה בחודש האחרון		
25.4	מניות צפות (%)		
59.9	מחיר מניה (₪)		
יחסים פיננסיים			
72.2	הון עצמי (מיל' \$)		
1.83	שווי שוק / הון עצמי		
0.46	הון / מאזן		
0.00	התחייבויות לז' א' / מאזן		
112.8	נכסים פיננסיים (מ' \$)		

גיל בשן
 אנליסט

03-5193430

guil@ibi.co.il

הגילוי הנדרש על-פי דין בנוגע לניגוד עניינים של מכין עבודת אנליזה זו /או של שירותי בורסה והשקעות בישראל בע"מ, מופיע בסוף עבודת אנליזה זו.



תוצאות רבעון שלישי

Q3/07A	Q2/08A	Q3/08A	במיליוני \$
15.9	27.1	32.6	מכירות
		20.3%	ביחס לרבעון קודם
5.5	10.6	13.5	רווח גולמי
34.5%	39.1%	41.5%	שיעור רווח גולמי
4.1	8.2	9.0	רווח תפעולי
25.8%	30.3%	27.7%	שיעור רווח תפעולי
		10.2%	ביחס לרבעון קודם
4.8	5.0	3.3	רווח נקי
30.5%	18.5%	10.2%	כאחוז מהמכירות
		-33.7%	ביחס לרבעון קודם
15.9	27.1	32.6	מכירות

ההכנסות רשמו צמיחה מרשימה של כ- 20%, לעומת הרבעון הקודם (רבעון שני 2008) חלק מהצמיחה נובעת מהשלמת קו הייצור שהועתק מישראל לארה"ב ותרם הכנסות באופן מלא ברבעון זה. כמו כן אנו מעריכים כי ביקושים חזקים מובילים לייצור בתפוקות גבוהות מאוד במפעל בישראל ולמכירות במיקור חוץ ללקוחות באירופה.

הרווחיות הגולמית והתפעולית שומרות על רמה גבוהה, לפחות בגולמי, מפעל האריגה שמחציתו נמכרה לשותפות עם Point Blank עדיין אינו מייצר הכנסות וכך עיקר המכירות הן של מוצרי ה- UD מוגני הפטנט. מכירות אלו נושאות רווחיות גולמית גבוהה.

הרווחיות התפעולית נשחקה מעט כתוצאה מעלייה בהוצאות המכירה ושיווק שעלו ביותר מ-100%, החברה חותרת להרחבת בסיס לקוחותיה ולפיזור נרחב יותר של ההכנסות הנובעות ממכירות המפעל בישראל (המפעל בארה"ב עובד ללקוח בודד), כמו שן עלייה נרשמה בעמלות המכירה. להערכתנו זה רבעון זה חריג ולא מייצג מדובר ברמה גבוהה שלא צפויה לחזור ברבעונים הבאים.

הרווח הנקי הושפע לרעה, מסעיף חד פעמי, תשלום מס חריג בגין דיבידנד שחולק במהלך הרבעון ונובע מהכנסות פטורות בין השנים 1992-2003. גם השותפות עם Point Blank אינה תורמת להכנסות וייצרה הפסד של 280 אלף דולר.

בסה"כ הדוח נראה טוב, רמת הביקושים גבוהה וזה חשוב מאוד להמשך, צבר ההזמנות מצביע על מימוש של 28 מיליון דולר ברבעון הרביעי, לכך נוסף הזמנות בטווח קצר ואנו מעריכים רבעון נוסף של שיפור במספרים.

חברה תזרימית ולא ממונפת

לחברה מאזן איתן כאשר ההון העצמי מייצג כ- 35.8% מהסך המאזן. סך המזומנים מגיע ל 117 מיליון דולר, כאשר יתרות מזומנים בניכוי התחייבויות מגיע לסך 36 מ' דולר. לכך נוסף תזרים מזומנים מפעילות צפוי של כ- 20 מיליון דולר השנה ו כ- 26 מיליון בשנת 2009.

היחס בין הרווח לתזרים המזומנים גבוה, לחברה אין השקעות מהותיות ברכוש קבוע, עלות קו ייצור נאמדת בכמה מיליוני דולרים בודדים וכתוצאה שיעורי הפחת אינם גבוהים. גם ההשקעה בהון חוזר יחסית מצומצמת, בארה"ב החברה מוכרת ללקוח בודד ומקבלת הכנסות על עבודה בלבד, לשאר הלקוחות תנאי אשראי חמורים והחברה כמעט שאינה מייצרת למלאי.

הצ'ופר שבהשקעה בחברה תזרימית כפמס הוא מדיניותה הנדיבה בחלוקת דיבידנדים. פירוט תשואת הדיבידנד בכל שנה משנת 2000 מצביע על כך שתשואת הדיבידנד בחברה היא מהגבוהות במדד ת"א 100. בזמנים של האטה ואי ודאות בשוק המניות אחזקה המאפשרת פגישה עם מזומנים עדיפה.

תשואת הדיבידנד שנתית

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
5.3%	5.1%	3.1%	2.1%	5.9%	2.5%	17.6%	20.7%	8.8%

צפי להמשך שיפור בתוצאות הכספיות

לפמס שלושה אתרי ייצור. בשניים מבין האתרים, האחד בארה"ב והשני בישראל מייצרים בשיטת ה-UD, לאחרונה נוסף קו ייצור נוסף למפעל בישראל כך שסה"כ לחברה כיום כ- 5 קווי ייצור של יריעות בשיטת ה-UD, 3 בישראל ו 2 בארה"ב. קו ייצור הינו בעל קיבולת מקסימאלית של 30 מיליון דולר בשנה.

הייצור בשיטת ה-UD מוגן בפטנט ועל כן הענף בו פועלת פמס מאופיין בתחרות מוגבלת מאוד ופועלים בו מספר קטן של ספקי חומרי גלם, לקוחות ומתחרים. התחרות המוגבלת מאפשרת שמירה על רווחיות גבוהה גם בזמנים של ירידה בביקושים, או עליית מחיר חומ"ג.

הלקוח העיקרי של החברה הינו כאמור Honeywell לו החברה משמשת למעשה כקבלן משנה במפעלה בארה"ב, פמס ארה"ב. החוזה בין הצדדים שנחתם בשנת 2006 הינו ארוך טווח ל- 10 שנים עם אופציית הארכה ל- 10 שנים נוספות. מעבר לחוזה ארוך הטווח (20 שנה) עם Honeywell המקנה ביטחון ורווח קבוע לאורך שנים, הולך וגדל הביקוש למוצריה של פמס בעקבות התרחבות לשימושים חדשים.

במהלך השנה הועתקו שני קווי האריגה מישראל לארה"ב ובעקבות כך נחתם שיתוף הפעולה עם Point Blank. להערכת החברה מפעל האריגה צפוי להתחיל לייצר הכנסות כבר ברבעון הרביעי. אנו מעריכים כי בשנת 2009 נראה תוספת הכנסות של 25-30 מיליון דולר מהשותפות שנקראת "Life Stone".

יש גם סיכונים

אנו רואים את הסיכון העיקרי בחברה בתלות בלקוח המהותי Honeywell, והאחרונה הורידה את תחזית ההכנסות והרווח להמשך השנה בדוחותיה האחרונים, חוסר הבהירות בנוגע ל 2009 הוביל לגל של הורדת תחזיות ע"י אנליסטים המסקרים את החברה. במקרה של הרעה בתוצאותיה הכספיות גם פמס תרגיש בלחץ המתגבר. אמנם מכירות פמס ל Honeywell מהוות שיעור זניח (פחות מ 1%) מההוצאות ואולי בשל כך מדובר בסיכון.

מעבר לכך קיצוץ אפשרי בתקציבי הביטחון של ארה"ב למימון תוכניות החילוץ הפיננסי, עלול להוביל לדחייה ואף ביטול של מכרזים, השותפות עם Point Blank נועדה לקרב את החברה למרכזי הצבא האמריקאי, הגירעון התופח עלול להוביל לשינוי תקנות לצמצום בהיקף הרכש של הצבא. כל אלו מעלים את רמת הסיכון של החברה בתקופה זו.

הערכת שווי ומכפילים

הערכת השווי שלנו נעשית בשיטת DCF, לאחרונה העלנו את שיעור ההיוון לחברה, מרמה של 11.5% לרמה של 12.5% לשקף את הסיכונים, ואת החזר ההשקעה המתבקש על השקעה במניות. כתוצאה עדכנו את מחיר היעד ל 117 ₪. רמת המחיר הנוכחית והשיפור הצפוי להערכתנו בתוצאות הכספיות בשנה הקרובה מצדיק את הסיכון ואנו מעריכים כי מדובר בהזדמנות קנייה שתניב תשואה עודפת בשנה הקרובה.

2008E	2009E	
		לפי שווי שוק
8.0	4.8	מכפיל רווח P/E
3.1	2.3	מכפיל EV/EBITDA
		נגזר מהערכת שווי DCF
19.2	11.6	מכפיל רווח P/E
8.9	6.7	מכפיל EV/EBITDA

שווי השוק של החברה כיום, כ - 530 מיליון ₪ להערכתנו נמוך משמעותית משווייה הכלכלי. **מחיר זה משקף רמת מכפילים נמוכה**, אפילו נמוכה מאוד בייחוד לחברה שהינה יצרנית מזומנים. מכפילי הרווח נמוכים היסטורית אך בנוף של היום עדיין נראים סבירים. אולם בחברה מסוג זה כדאי לבחון גם את מכפילי ה- EV/EBITDA.



פירוט מודל הערכת שווי

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
60.7	107.9	120.8	123.8	126.9	130.7	134.0	137.4	הכנסות
5.3%	77.8%	12.0%	2.5%	2.5%	3.0%	2.5%	2.5%	גידול מתקופה מקבילה
0.00								עלות המכירות
18.1	42.2	47.1	48.3	49.5	51.0	52.3	53.6	רווח גולמי
29.9%	39.2%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	אחוז מהכנסות
1.45	7.08	3.62	2.97	3.05	3.14	3.22	3.30	הוצאות מכירה ושיווק
2.4%	6.6%	3.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	אחוז מהכנסות
5.3%	389.8%	-48.8%	-18.0%	2.5%	3.0%	2.5%	2.5%	גידול מקודם
3.43	3.63	4.23	3.71	3.68	3.79	3.89	3.85	הוצאות הנהלה וכלליות
5.7%	3.4%	3.5%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	אחוז מהכנסות
20.0%	5.7%	16.6%	-12.1%	-0.9%	3.0%	2.5%	-1.0%	גידול מקודם
4.88	10.71	7.85	6.69	6.73	6.93	7.10	7.14	סה"כ הוצאות תפעול
5.0%	119.5%	-26.7%	-14.8%	0.6%	3.0%	2.5%	0.6%	לעומת קודם
13.2	32.8	39.3	41.6	42.8	44.1	45.2	46.4	רווח תפעולי
21.8%	30.4%	32.5%	33.6%	33.7%	33.7%	33.7%	33.8%	שעור רווח תפעולי
8.9%	147.6%	19.8%	6.0%	2.8%	3.0%	2.5%	2.8%	גידול מתקופה מקבילה
0								
2.50	6.27	0.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	הוצאות מימון
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	גידול מתקופה קודמת
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	הוצאות אחרות
2%	-100%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	גידול מתקופה קודמת
15.7	25.9	39.3	44.1	45.3	46.6	47.7	48.9	רווח לפני מס
25.9%	24.0%	32.5%	35.6%	35.7%	35.6%	35.6%	35.6%	כאחוז מההכנסות
30%	30%	35%	35%	35%	35%	35%	40%	שיעור מס
4.74	7.78	13.74	15.44	15.85	16.30	16.68	19.57	מס
10.99	18.14	25.52	28.67	29.43	30.26	30.98	29.36	רווח לאחר מס
0.00		2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	תוספת שותפות PB לאחר מס
0%								גידול מתקופה קודמת
21.7	16.6	27.5	30.7	31.4	32.3	33.0	31.4	רווח נקי
35.8%	15.4%	22.8%	24.8%	24.8%	24.7%	24.6%	22.8%	שיעור רווח נקי
1.52	2.45	2.93	2.58	1.89	2.08	2.29	2.52	פחת והפחתות
2%	15%	15%	12%	8%	8%	8%	8%	שיעור מרכוש קבוע
14.8	16.3	19.6	21.5	23.7	26.0	28.6	31.5	רכוש קבוע
2%	10%	20%	10%	10%	10%	10%	10%	גידול מתקופה קודמת
30.5	33.1	44.2	51.2	51.7	53.1	54.5	55.9	EBITDA
50.2%	30.7%	36.6%	41.3%	40.7%	40.6%	40.6%	40.7%	שיעור EBITDA
0.6	4.7	2.6	0.6	0.6	0.8	0.7	0.2	השקעות בהון חוזר
5%	10%	20%	20%	20%	20%	20%	5%	כאחוז מהגידול במכירות
25.2	20.6	27.9	35.1	35.2	36.1	37.1	36.2	תזרים מפעילות
41%	19%	23%	28%	28%	28%	28%	26%	מההכנסות %
3.61	1.48	3.26	1.96	2.15	2.37	2.60	2.52	CAPEX
0								לעומת קודם
2.09	-0.96	0.33	-0.63	0.26	0.28	0.31	0.00	עודף השקעה על פחת
5.2	19.1	24.6	33.2	33.1	33.7	34.5	33.7	תזרים נקי
8.7%	17.7%	20.4%	26.8%	26.0%	25.8%	25.8%	24.5%	שיעור תזרים נקי

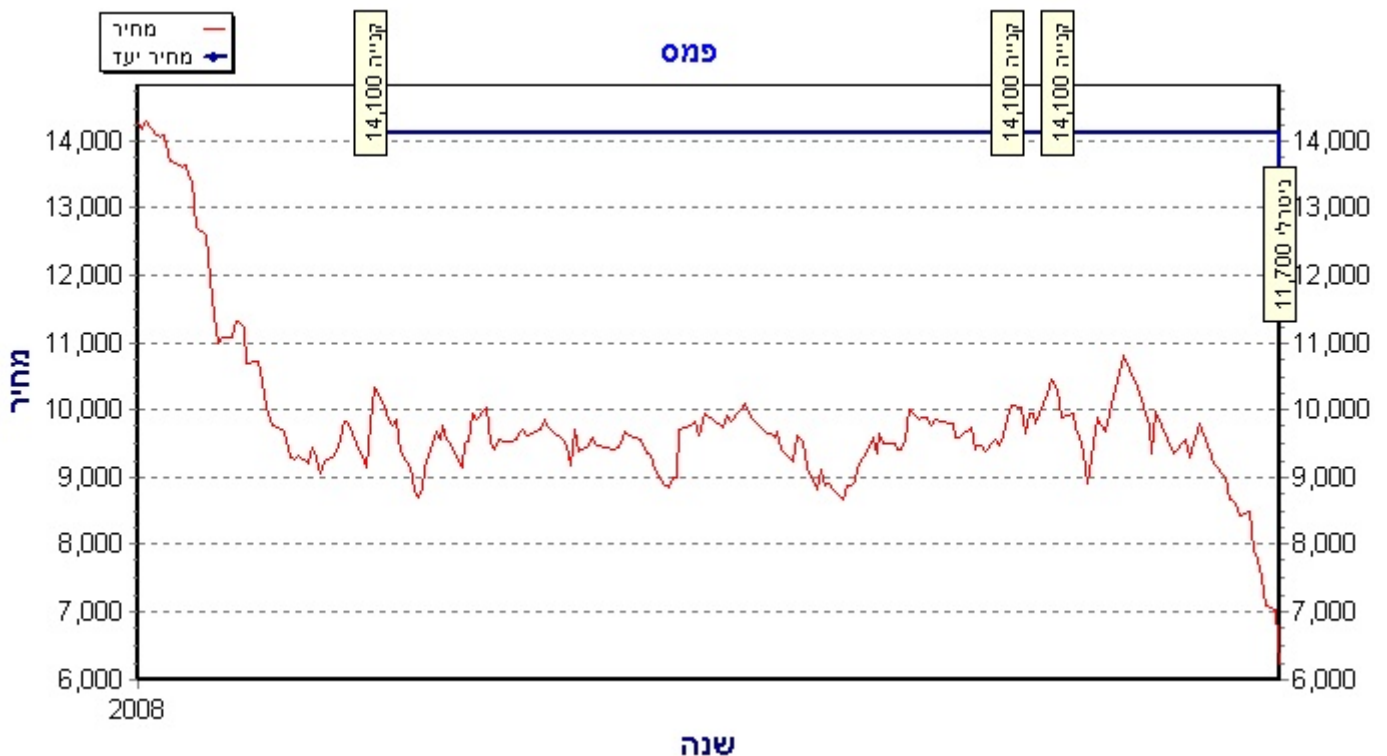
עבור שרון בן דוד



גילוי נאות

מכין עבודת האנליזה	
שם:	גיל בשן
כתובת:	אחד העם 9 תל אביב
השכלה:	תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מטעם המכללה האקדמית תל אביב- יפו.
ניסיון:	אי.בי.אי. בית השקעות - אנליסט, כשנתיים ניסיון בשוק ההון
פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין עבודת האנליזה	
שם:	שירותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי בע"מ חברי הבורסה לניירות ערך
כתובת:	אחד העם 9, תל אביב 61291
	www.ibi.co.il

גרף עדכוני המלצות בשלוש השנים אחרונות



עבור שרון בן דוד

אופן ביצוע הערכת השווי וסקירת הסיכונים השונים העלולים להשפיע מהותית על ההמלצה

מועד עריכת העבודה:	23-11-2008
מועד פרסום העבודה:	24-11-2008
שיטת הערכת השווי:	DCF
גורמי סיכון העשויים להשפיע מהותית על ההמלצה:	<p>לחברה לקוח מהותי, כאשר עצירת המכירות ללקוח או שבירת ההסכם החתום תשפיע באופן מהותי על תוצאות החברה.</p> <p>לחברה רגישות לשינויים בשערי החליפין שקל-דולר-יורו.</p> <p>תקלה באחד או יותר מקווי הייצור עלולים להשפיע על תוצאות החברה.</p> <p>שינויים במחירי חומרי הגלם הנצרכים.</p> <p>ירידה משמעותית בתקציבי הביטחון או בביקוש למוצרי החברה.</p>

גילוי נאות מטעם מכין העבודה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע למכין העבודה כאמור לעיל על ניגוד עניינים מצידו אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו.

גילוי נאות מטעם התאגיד המורשה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע לשרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי. בע"מ על ניגוד עניינים מצידה אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו של מכין העבודה.

הצהרת האנליסטים

אני, גיל בשן, בעל רשיון מס' 9080, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

גיל בשן

מסמך זה הוכן על ידי מחלקת המחקר של בית השקעות אי.בי.אי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמתבסס הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר מסייע בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניה"ע ו/או בנכסים הפיננסיים המוזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. בית השקעות אי.בי.אי., עובדיו וחבריה הדיסקרטיון שלו לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, למאן דהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. בית השקעות אי.בי.אי. מחזיק וסוחר עבור לקוחותיו ועבור עצמו בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והוא עשוי לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנ"ל. מסמך זה הינו רכושו של בית השקעות אי.בי.אי. ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של בית השקעות אי.בי.אי.

הגילוי הנדרש על-פי דין בנוגע לניגוד עניינים של מכין עבודת אנליזה זו ו/או של שירותי בורסה והשקעות בישראל בע"מ, מופיע בסוף עבודת אנליזה זו.