



אִי פֶּקְס
APEX

gadi@apex-inv.co.il
moshe@apex-inv.co.il



ניירות ערך
והשקעות בע"מ

גדי ברקו
משה משגב

נובמבר 2005

קנייה
מחיר יעד 13.8 ₪
סיכון נמוך

תאור כללי של החברה

גולן פלסטיק מייצרת ומפיצה צנרת מתקדמת בטכנולוגיית צילוב (המקנה תכונות של: עמידות בטמפרטורה ולחצים גבוהים, גמישות, הארכת אורך החיים, עמידות בפני קורוזיה ושחיקה.) ומשתלבת במגמה עולמית של מעבר לשימוש בצנרת מתקדמת המחליפה את צינורות הברזל.

נתוני מסחר

שער נוכחי	1,069
שווי שוק (מיליוני ₪)	134
מכפיל רווח 2004	8.2
מכפיל רווח צפוי 2005	6.9
מכפיל רווח צפוי 2006	5.9
הון עצמי	61
מכפיל הון עצמי	2.2
מחזור ממוצע 3 חוד'	100
מספר מניות (במיליונים)	12.50
תשואת דיבידנד	3.7%

בעלי מניות עיקריים לאחר ההנפקה

קיבוץ שער הגולן	80%
ציבור	20%
סה"כ	100%

התנהגות המניה בשנה אחרונה



דוחות מצויינים במחצית הראשונה של השנה הכוללים הן צמיחה במכירות: הן כמותיות (בדוח הדירקטוריון מצוין כי הסיבה לגידול המכירות נובעת מגידול בהיקף הפעילות כלומר גידול כמותי) והן כספית (שע"ח תרם כ 0.5%).

עיקר המכירות באירופה - כאשר קיים מנגנון נטרול חשיפות פנימי הנובע מכך שרוב חומרי הגלם של החברה נקנים באירו. יש לציין כי במחצית השנייה של השנה צפויה החברה לשפר את הרווח הגולמי כתוצאה מרכישות מלאי במחצית הראשונה.

פוטנציאל התרחבות ניכר בישראל - כשליש ממכירות החברה מתבצעות בישראל כאשר טרם ראינו את התאוששות המדוברת בתחום הנדליין והתשתיות במכירות החברה, כך שקיים פוטנציאל התרחבות ניכר בישראל. (לראייה מכרה החברה כמויות משמעותיות במסגרת תוכנית ההתנתקות לשם התקנת תשתיות במחנות צה"ל). כמו כן לאחר ההתנתקות צפויה החברה לספק צינורות נוספים עם הקמת הישובים החדשים ותוכניות הפיתוח בעזה (לחברה מותג חזק וידוע בקרב הפלשתינאים והגורמים המממנים).

מוניטין ואיכות מוצרים מעולה - לחברה מוניטין מצוין המאפשר לה לגבות מחירי פרמיום עבור מוצריה (מחירי הצינורות של החברה גבוהים ממחירי המתחרים). המגמות בעולם חיוביות עבור החברה - התייקרות מחירי הברזל מחד, כמו גם עדיפות טכנולוגית וחששות מפליטת חומרים מסרטנים מצינורות הנחושת מביאים לצמיחה בשוק צינורות הפלסטיק המתוחכמים בהם פועלת החברה.

סיכום ותחזית

אנו מעריכים כי בשנת 2005 תמכור החברה מעל 182 מיליון ₪ ותרויח כ 19.5 מיליון ₪. צמיחה של 15% במכירות ו 20% ברווח הנקי. הצמיחה של החברה נובעת מצמיחת השוק העולמי עם מעבר לצנרת פלסטיק, ובעיקר מהרחבת הפעילות של החברה וכניסה למדינות נוספות וללקוחות נוספים. אנו סבורים כי לחברה פוטנציאל רב במסגרת פרויקטי תשתית שונים לאחר ההינתקות מרצועת עזה.

המלצה

החברה נסחרת במכפיל 6.8 (מבלי להתייחס למרכיב הדילול) לשנת 2005, מכפיל זול לחברה צומחת במיוחד אם משווים לחברות פלסטיקה אחרות בבורסה בת"א.

תשואת הדיבידנד הצפויה לחברה בהתבסס על הרווח החזוי לשנת 2005 ועל שיעור דיבידנד של 25% מהרווח עומדת על 3.7%, תשואה דומה לתשואת האג"ח להמרה (3.8%), ומכיוון שפרמיית ההמרה עומדת על 27% (להמרה עוד שנה) עדיפה להערכתנו החזקה במניה על האג"ח.

אנו ממליצים על המנייה בקנייה עם מחיר יעד של 13.8 ₪ למניה הגבוה ב 30% מהמחיר הנוכחי, המשקף מכפיל 9 על רווחי החברה החזויים ל- 2005 ובהנחה של דילול מלא (אופציות והאג"ח).

גולן פלסטיק

הערכת שווי חברה

■ כללי

גולן פלסטיק מפתחת, מייצרת ומפיצה מערכות צנרת מתקדמות להולכת נוזלים וגזים, כשהיא מייצאת כ 65% מתוצרתה באמצעות מפיצים ושותפויות ל 35 מדינות ברחבי העולם.

החברה משתלבת במגמה עולמית של מעבר לשימוש בצנרת מתקדמת המחליפה את צנרת הברזל והנחושת הוותיקות, כאשר למגמה זו תורמים שלושה גורמים עיקריים:

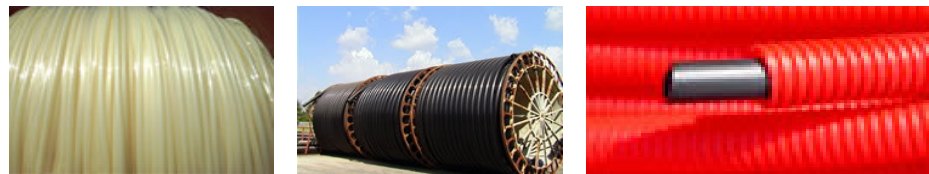
- מחקרים שונים הראו כי צנרת הנחושת פולטת חומרים מסרטנים ומדינות שונות אוסרות או מקטינות את השימוש בנחושת.
- עליית מחירי הברזל והנחושת המגדילות את כדאיות השימוש בצנרת פלסטית.
- עדיפות טכנולוגית לצנרת פלסטית המאפשרת תכונות של עמידה בקורוזיה והנחה פשוטה.

מבחינה זו הצינורות שמייצרת החברה מתחרים בצינורות בטון ומתכת, צינורות פלסטיים רגילים וצינורות מצולבים.

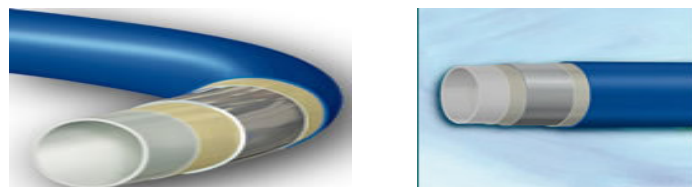
■ מוצרי החברה

לחברה שני "מוצרים" עיקריים צינורות מצולבים "רגילים" וצינורות מצולבים הכוללים שכבת אלומיניום פנימית:

צינורות מצולבים "רגילים" במותג **PEXGOL** - צינורות מצולבים בקטרים שונים (עד 500 מ"מ), עובי שונה (עד 33.1 מ"מ) ומספר שכבות שונה.



צינורות מצולבים עם שכבה אמצעית מאלומיניום במותג **MULTYGOL** – בקטרים של 14-32 מ"מ. צינורות MULTYGOL הם צינורות פקס רב שכבתיים הכוללים גם צינור פנימי ממתכת. צינורות אלו מיוצרים בשיטה חדשנית ומתקדמת באמצעות ריתוך לייזר שמעניק יתרונות רבי משמעות לאיכות הצינור כאשר הצינור מיוצר מפלסטיק בשילוב עם מתכת (פקס, דבק, אלומיניום, דבק, פקס).



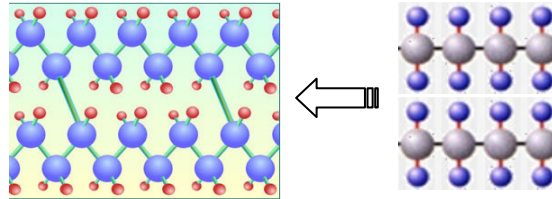
במסגרת היותה קשובה ללקוחותיה פיתחה החברה מוצרים ופתרונות ייחודיים כגון:

- צינורות בקוטר 500 מ"מ.
- צינור מופשל המוזיל את עלות החיבורים.
- פיתוח אמצעי גלגול ופריסה המאפשר הובלת צינורות עד לקוטר של 450 מ"מ.
- מערכות המחליפות צנרת מתכת ונחושת.

כמו כן מייצרת החברה פרופילי PVC ומוצרים משלימים מ PVC אולם מדובר בפעילות היסטורית עליה לא שמה החברה דגש כאשר שולי הרווח הגולמי בפעילות זו נמוכים ביחס לפעילות העיקרית ועומדים על כ 10%-20%.

טכנולוגיית הצילוב.

צינורות מצולבים הם צינורות פלסטיק (פוליאיתילן) שבאמצעות תהליכים שונים נעקרים אטומי מימן מהשרשרת המולקולארית וכתוצאה מכך מתקבלים קשרי צילוב בין אטומי הפחמן. כתוצאה מכך נוצרת רשת מולקולארית עמידה וחזקה יותר בעלת מאפיינים יחודיים.



כאמור ייחודה של גולן פלסטיק הוא בטכנולוגיית הצילוב – יצירת רשת מולקולארית עמידה באמצעות עקירת אטומי המימן מהמולקולות כשמלבד החברה קיימות עוד שתי חברות בלבד המשתמשות בטכנולוגיה דומה ליצירת צנרת באמצעות צילוב כימי.

שיטות הצילוב בהן משתמשת החברה:

צילוב כימי (פקס A) לייצור צינורות בקוטר 500-10 מ"מ. תהליך הייצור הוא ייצור של צינור באקסטרוזיה כאשר עובי וקוטר הצינור נקבע בהתאם לפיה המולבשת על האקסטרודר. תהליך הצילוב מתבצע באמצעות השקעת הצינור, מיידי ביציאה מהאקסטרודר, באמבט כימיקלים. תהליך זה הנו איטי יחסית אולם רוב לקוחות החברה מעדיפים את הצינורות שייצרו באמצעות צילוב כימי וזאת למרות העובדה כי הן בתהליך זה והן תהליך הצילוב באמצעות מאיץ תכונות הצינורות זהים. יחד עם זאת קל להבחין בין הצינורות המיוצרים בכל שיטה שכן בשיטת הצילוב הכימי מתקבל צבע צהבהב של הצינור.

צילוב באמצעות מאיץ אלקטרוני (פקס C) לייצור צינורות בקוטר 30-8 מ"מ. בתהליך ייצור זה מיוצרים באמצעות האקסטרודר צינורות פוליאיתילן "רגילים", המועברים למאיץ אלקטרוני הנמצא בחצר המפעל ושם באמצעות תהליך של הקרנה מתבצע הצילוב. תהליך ייצור זה מהיר יותר ומאפשר לייצר צינורות בקצב רב של פי 15 מבצילוב כימי. המאיץ האלקטרוני הנו בבעלות שותפות של גולן סופיריור (49.9% כל אחת) כאשר השותף המנהל הוא גולן כבלי ציון עם 0.2%.

חשוב לציין כי למרות שהצילוב באמצעות מאיץ מהיר הרבה יותר מבחינת הרווח הגולמי אין הבדל בין הצילוב הכימי לצילוב באמצעות מאיץ.

כפי שניתן להבין, קיימים חסמי כניסה גבוהים לייצור צנרת בשימוש בטכנולוגיית הצילוב: הן ידע וטכנולוגיה והן השקעות הון גדולות ודרישות לעמידה בתקנים בינלאומיים. כתוצאה מכך הרווחיות הגולמית בפעילות זו גבוהה יחסית ועומדת על כ 35%-40%.

לגבי טכנולוגיות שונות של צילוב, קיימת טכנולוגיה נוספת של צילוב בטכנולוגיה של סילן (פקס B), טכנולוגיה זו שבה נעשה שימוש באמצעים כימיים וחום (חשיפה למים חמים ואו קיטור), נחותה ביחס לצילוב הכימי (או באמצעות מאיץ) שכן הקשרים הנוצרים במולקולות חלשים יותר.

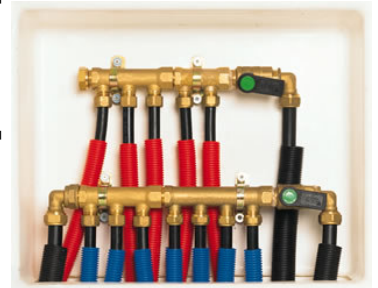
■ שווקי היעד

החברה פונה למעשה לשלושה פלחי שוק:

צנרת בקטרים קטנים - המיועדים לבנייה, אינסטלציה, הסקה וחימום תת רצפתי.

■ השוק החשוב ביותר של החברה הנו שוק החימום התת רצפתי, שוק זה אינו קיים למעשה בישראל. אולם בעולם מדובר בתחום רחב וצומח המקבל במדינות בעל מזג אוויר קר והחברה מצליחה יפה בשוק זה לדוגמה במדינות סקנדינביה.

■ אם נסתכל על השוק הישראלי, בתחום הבנייה והאינסטלציה מחזיקה החברה נתח שוק של כ-20% משוק הבנייה והאינסטלציה מה שמעיד על כך שהשוק אכן מבצע מעבר לשימוש בצנרת פלסטיק (כזכור בעבר נעשה שימוש בצנרת מתכת). אם נסתכל על נתח השוק של החברה בצנרת הפלסטיק בלבד, החברה מחזיקה נתח שוק גבוה יותר שעשוי להגיע ל-40% כאשר מוצריה של החברה יקרים יותר ממוצרי המתחרים כאשר החברה גובה פרמיה על איכות הצנרת והמוניטין לו הם זוכים.



■ יתרונה של החברה בתחום נובע מכך שבתהליך הצילוב מוקנים לצינורות אותם מייצרת החברה תכונות עמידות, יכולת עמידה בלחצים וגמישות עדיפות על מוצרים מקבילים כמו גם מניעת דיפוזיה של חמצן למערכת וע"י כך מניעה קורוזיה באביזרים מתכתיים שנמצאים במערכת. היתרון לקבלנים או המשתמשים בצנרת של החברה (ומשלמים על כך פרמיה לא משמעותית בת מאות ש"ח לדירה) הוא מניעת דליפות ונזילות מהצנרת מה שחוסך כמוון בתיקונים ומסייע למוניטין של הקבלן הבונה.



צנרת בקטרים בינוניים - המיועדים למגוון שימושים תעשייתיים, הולכת שפכים וגזים, מערכות מים וחימום שכונתיות ועוד.

צנרת בקטרים גדולים - המיועדים להולכת מים, מוצקים, שפכים וכדומה בתעשייה הכבדה, הכימית ובתשתיות.

■ נסתכל על השוק הישראלי כדוגמה, בו מוכרת החברה למפעלי הכימיה המובילים, המכירים זה מכבר באיכות מוצרים ומעדיפים אותם על צנרת מתכת על בסיס מספר שיקולים: ראשית במקומות שונים בארץ מאופיינת הקרקע באדמה חומצית יחסית המעכלת ופוגעת בצנרת מתכת. השימוש בצינורות המצולבים של החברה מאפשרת עמידות רבה יותר ושימוש לאורך שנים. שיקול נוסף הוא איכותה של הצנרת ויכולתה לפעול בלחצים ועם נוזלים שונים (כולל נוזלים מעכלים) – מוצריה של החברה משמשים את לקוחותיה למשימות Heavy Duty כאשר עלות הצנרת בעלות הכוללת של פרויקט תעשייתי נמוכה והשיקול העיקרי הוא איכות המוצר מתוך חשש לפגיעה בייצור השוטף.



תחרות

לחברה מתחרות רבות: בישראל מתחרה החברה בפלסים, מצרפלסט, אברות וצינורות המזה"ת, כמו גם יבואניות צנרת מתכת ויצרנים קטנים של צינורות פלסטיק (גם אם באיכות שאינה מתקרבת למוצריה של החברה). באירופה, מתחרה החברה הקונצרן הפיני Uponor והחברות הגרמניות Rehau ו Viega שרכשה לאחרונה את Vanguard. האחרונה מחזיקה בנתח שוק של כ 18% בשוק צינורות הפקס בארה"ב שנאמד ב- 700 מיליון דולר בשנה.

אסטרטגיית צמיחה

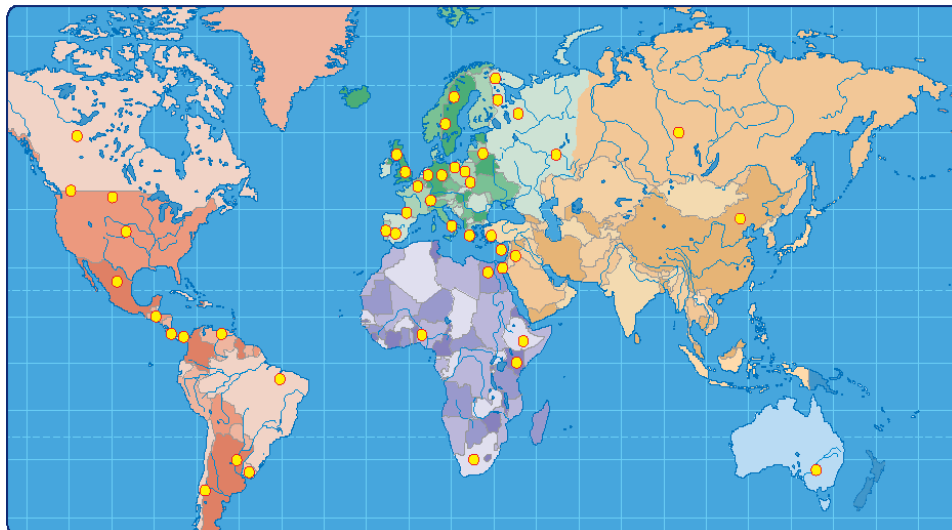
אמנם רוב תוצרתה של החברה מופנה לשווקי חול אולם ראשית נסתכל על השוק הישראלי (כ- 35% ממכירות החברה): לחברה נתח שוק של כ 40% ממכירות צנרת הפלסטיק לשוק הבנייה והאינסטלציה. אין ספק כי במידה ונראה את ההתאוששות שעליה מדברים תדיר בשוק הבנייה למגורים תהנה מכך החברה. בנוסף לכך קיימת ציפייה כי לאחר הפינוי מרצעות עזה יבוצעו ברצועה פרויקטים גדולים של בינוי למגורים (שימומנו ע"י מדינות הנפט ובראשן סעודיה). מוצריה של החברה מוכרים ולהערכת החברה היא תוכל להשיג נתח משמעותי מהצנרת בפרויקטים אלו. בצנרת בקטרים בינוניים וגדולים החברה סיפקה לארונה החברה צנרת שימשה בבניית מחנות הצבא החדשים והיישובים הארעיים אנו מעריכים כי עם התקדמות הקמת יישובי הקבע נראה צמיחה נוספת במכירות. פרויקטים נוספים בתחום התשתיות מתקדמים כל העת כאשר באופן שוטף מבוצעות עבודות תשתית ברשויות מקומיות שונות והחברה מספקת כל העת צינורות לתחום.

צמיחה בחול:

כאמור כ 65% ממכירותיה של החברה מתבצע בחו"ל.

בחלק מהשווקים בהם פועלת החברה היא מחזיקה בנתחי שוק משמעותיים (רוסיה באמצעות אחזקה של 26% ביצרן לו סיפקה החברה בעבר מכוונות וידע, וסקנדינביה באמצעות אחזקה של 42.5% בחברת שיוק). בשווקים אחרים פועלת החברה באמצעות מפיצים כאשר החברה פועלת במדינות של מפיצים בלעדיים.

אם נסתכל במפה הרי החברה חזקה ומוטת מכירות באירופה – כשלהתחזקות האירו יש משמעות ניכרת על שיעורי הרווחיות של החברה (למרות זאת לחברה הגנה מטבעית אינטגרלית מסוימת שכן חומרי הגלם נקנים באירו).



המדיניות האסטרטגית של החברה בהגדלת המכירות לחול, מתבססת על העמקת הקשר עם מפיצים בצורה של כניסה לשותפות ואחזקה במניות המפיץ. מדיניות זו מבוססת על הגישה כי על החברה להיות קרובה וקשובה לדרישות הלקוחות הסופיים כמו גם על הבטחה שיוקית כי המפיץ ימכור בלעדית את מוצרי החברה. (מטבע הדברים בשוקי חול מתחרה החברה ביצרנים שונים בעלי קשרים עם מפיצים מקומיים). בנוסף, פועלת החברה בהדרכה ובמתן מענה מהיר לדרישות הלקוחות כמו גם בדירבון המפיץ להגדלת המכירות.

יש לציין כי הפעילות ברוסיה מאפשרת לחברה להוזיל את עלויות רכישת חומרי הגלם, שכן רכישות המפעל הרוסי (בו מחזיקה החברה 26%) נרשמת לזכות החברה מבחינת ההיקפים הנרכשים ולכן נהנית החברה מהנחת כמויות מהספקים העיקריים של חומרי הגלם.

כמו כן, לאור ההצלחה ברוסיה קיים פוטנציאל ניכר במדינות מזרח אירופה. החברה משקיעה מאמצים רבים באזור גיאוגרפי זה שמאופיין במצב תשתיות גרוע לאחר שנים של הזנחה.

מבחינת דוחות החברה אכן ניכרת צמיחה במכירות כאשר בנוסף לכך ציינה החברה בדוחותיה כי היא פועלת להגדלת כושר הייצור בהשקעה של 4.5 מיליון ₪. קווי הייצור ישמשו במחלקת הפקסגול המהווה כ 75% מהמכירות (על בסיס 2004). בהערכה כי תוספת המכירות השנתית מההשקעה תעמוד על גובה ההשקעה מדובר במכירות שנתיות של 4.5 מיליון ₪ כאשר בשיחה שערכנו עם החברה נראה כי קיים ביקוש חזק לקו מוצרים זה והחברה תשקול הגדלה נוספת של קווי הייצור.

חזון:

החברה מעריכה כי היא תוכל להמשיך ולצמוח ולהכפיל את מכירות החברה והרווח כל 5 שנים. זאת תוך שאיפה להיות חברה בעלת מוניטין עולמי ואחת השחקניות החשובות בעולם וכמובן השחקנית המובילה בשוק המקומי.

הסתכלות במפה מגלה כי הפעילות בארה"ב קטנה יחסית כך שפוטנציאל ההתרחבות בשוק גדול זה משמעותי למרות שבשלב זה ממקדת החברה את מאמציה בשיווק למדינות בהן היא חזקה בעיקר באירופה.



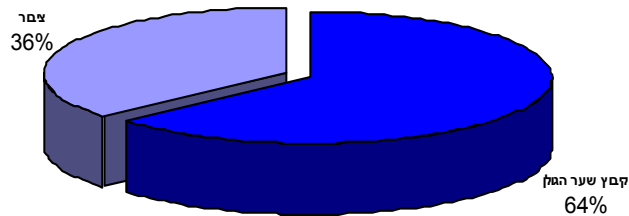
תאור ניירות ערך המירים

סוג הנייר	הון רשום למסחר פירעון	תאריך פקיעה או מחיר המרה	מניות שיוספו	הערות
אופציה 1	1,000,000	11/01/2009	1,000,000	מחיר המימוש 13.5 ש"ח ע.נ. למניה עד
אג"ח להמרה א	30,000,000	31/01/2012	2,222,222	18.12.2006 ו 16 ש"ח ע.נ. לאחר מכן

אנו מעריכים כי סיבה מרכזית לכך שהחברה נסחרת בתמחור חסר היא הכמות הגדולה של ני"ע ההמירים של החברה. כפי שניתן לראות בטבלה שלעיל כמות המניות הנוספת שתנבע לחברה היא 2.2 מיליון מניות וזאת מתוך 12.5 מיליון מניות כלומר כ- 26%.

אמנם מדובר בדילול מהותי אולם יש לזכור כי בשלב זה מחירי ההמרה משקפים פרמיה של כ- 25% באופציות (כולל מחיר האופציה) ו- 27% באג"ח להמרה בהתאם למחיר ההמרה של האג"ח עד סוף 2006. לאור העובדה כי ההמרה במחיר זה קרובה (עד 18/12/2006) אין עדיפות לאחזקה באג"ח על פני המניה. אם נבחן את פרמיית ההמרה לאחר מכן, נראה כי פרמיית ההמרה עומדת על כ- 50%, אנו סבורים כי בפרמיה כזו לאורך מח"מ האיגרת במיוחד תוך התחשבות שהקרן מתחילה להיות מוחזרת תוך כשנתיים אין סיבה להעדפת אחזקה באמצעות האג"ח להמרה על אחזקה במניה. מנגד בהנחה שהאג"ח יומרו בסוף 2006 יקטנו חובות החברה בצורה משמעותית ויחס ההון למאזן יעמוד על 37% (ללא הנחה של צמיחה ברווחים ועל כ 44% בתוספת רווחי החברה בניכוי הדיבידנד וגידול בהון חוזר).

מבנה הבעלות בדילול מלא



■ יתרונות

- לחברה מיצוב איכותי ומוניטין רב שנים הן בישראל והן בחו"ל.
- פריסה גיאוגרפית וקרבה ללקוח כאשר החברה מחזיקה במחסנים באירופה מלאי לטובת הלקוחות.
- ניסיון – החברה פעילה כ 30 שנה בתחום ורוב לקוחותיה פועלים עימה מספר שנים רב.

■ סיכונים

- מכיוון שרוב מכירותיה ליצוא לחברה חשיפה מטבעית בעיקר לשער היורו. מנגד יש לציין כי מרבית רכישות חומרי הגלם מתבצעת ביורו כך שקיימת הגנה צולבת מסוימת.
- חשיפה נמוכה יחסית למחירי הפלסטיק שהוא חומר גלם מהותי בייצור. החשיפה קיימת במידה חלקית ולראייה שיעורי הרווח הגולמי של החברה שעומדים על כ 35% לא הושפעו כמעט מהעלייה במחירי הפוליאתילן בעולם במהלך התקופה האחרונה, זאת בניגוד לחברות פלסטיק שונות הנסחרות בבורסה בת"א.
- תחרות – קיימות בעולם שתי חברות נוספות המייצרות צינורות בטכנולוגיה דומה לחברה. כמו כן קיימות מספר חברות המייצרות צינורות בטכנולוגיית צילוב שונה. בנוסף קיימים יצרנים רבים של צינורות פלסטיק ומתכת, צינורות אלו מתחרים בפלחי שוק שונים של החברה.

■ מאזן (באלפי ₪)

30/06/2005	31/03/2005	31/12/2004	01/10/2004	
43,545	51,310	5,622	7,856	מזומנים
76,922	76,343	78,046	71,097	לקוחות
2,507	3,126	2,942	2,003	חייבים
29,348	34,084	31,108	21,954	מלאי
152,322	164,863	117,718	102,910	סה"כ רכוש שוטף
2,734	2,748	3,004		השקעות בתאגידים מוחזקים
38,359	38,087	37,933	38,740	רכוש קבוע
2,958	2,503	267	1,919	רכוש אחר
196,373	208,201	158,922	143,569	סה"כ מאזן
21,528	35,998	45,027	32,341	אשראי לזמן קצר
	0		7,068	קיבוץ שער הגולן
25,257	30,483	34,533	28,118	ספקים
10,150	8,669	7,341	5,658	זכאים
56,935	75,150	86,901	73,185	סה"כ התחייבויות שוטפות
39,964	38,958	41,292	44,480	הלוואות לז"א
31,673	31,564			אגח להמרה
6,673	6,664	6,934	6,240	מיסים נדחים
118	156	156	58	התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד
498	498	498	453	רווח שטרם מומש מהשקעה בחברה כלולה
78,926	77,840	48,880	51,231	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך
60,512	55,211	23,141	19,153	הון עצמי
196,373	208,201	158,922	143,569	סה"כ מאזן



מודל רווח והפסד

2006E	2005E	Q4E	Q3E	Q2	Q1	2004	Q4	Q3	Q2	Q1	2003	2002	2001	2000	
195.9	182.3	47.7	47.3	44.1	43.2	158.9	39.8	47.6	37.5	34.0	149.7	126.0	117.1	111.7	מכירות
126.5	119.1	30.9	30.7	29.8	27.6	103.3	24.8	33.9	23.7	20.9	98.4	85.4	84.0	83.1	עלות המכר
69.4	63.2	16.8	16.6	14.3	15.5	55.7	15.0	13.8	13.7	13.1	51.3	40.6	33.1	28.6	רווח גולמי
24.5	22.4	6.5	6.2	4.5	5.3	21.6	6.1	5.6	4.8	5.1	18.3	15.4	15.2	14.9	מכירה ושיווק
10.3	9.9	2.5	2.5	2.3	2.6	8.7	2.3	2.0	2.3	2.1	9.2	8.8	9.0	8.6	הנהלה וכלליות
34.8	32.3	9.0	8.7	6.8	7.9	30.3	8.4	7.6	7.0	7.2	27.6	24.2	24.2	23.5	סה"כ הוצאות מכירה הנה"כ
34.6	30.9	7.8	7.9	7.5	7.7	25.4	6.6	6.1	6.7	5.9	23.7	16.3	8.9	5.1	רווח תפעולי
-3.7	-4.1	-0.9	-1.3	-1.3	-0.5	-3.6	-1.1	-0.5	-0.9	-1.1	-3.6	-7.3	-6.1	-3.5	הוצאות מימון
0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.1	0.0	0.0	0.4	1.1	0.0	0.0	0.0	הכנסות (הוצאות) אחרות
30.9	26.8	6.9	6.6	6.1	7.2	22.2	5.4	5.7	5.8	5.3	21.2	9.0	2.9	1.6	רווח לפני מס
-8.6	-7.7	-1.9	-1.9	-1.8	-2.0	-6.2	-1.4	-1.8	-1.2	-1.8	-6.8	-2.9	-0.9	-0.5	מיסים
22.2	19.2	5.0	4.8	4.3	5.2	16.0	4.1	3.9	4.6	3.5	14.4	6.1	1.9	1.1	רווח לאחר מס
0.4	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.3	0.2	0.0	0.3	-0.3	0.2	-0.2				הפסדי חברות כלולות
22.6	19.5	5.0	4.9	4.7	4.9	16.2	4.1	4.1	4.3	3.7	14.3				רווח נקי
שיעורי רווחיות															
35.4%	34.7%	35.2%	35.2%	32.3%	36.0%	35.0%	37.8%	28.9%	36.7%	38.6%	34.3%	32.2%	28.3%	25.6%	רווח גולמי
17.7%	16.9%	16.3%	16.8%	17.0%	17.8%	16.0%	16.6%	12.9%	17.9%	17.4%	15.8%	13.0%	7.6%	4.6%	רווח תפעולי
-28.0%	-28.6%	-28.0%	-28.0%	-30.1%	-28.3%	-27.8%	-25.4%	-32.0%	-20.8%	-33.5%	-32.0%	-32.0%	-32.0%	-32.0%	שיעור המס
11.4%	10.5%	10.4%	10.1%	9.7%	11.9%	10.1%	10.2%	8.1%	12.2%	10.3%	9.6%	4.9%	1.7%	1.0%	רווח נקי
שיעורי צמיחה שנתיים															
7%	15%					6%					19%	8%	5%		מכירות
12%	22%					7%					45%	83%	75%		רווח תפעולי
16%	20%					11%					135%	216%	80%		רווח נקי

כמקובל בהחלטות השקעה, על המשקיע לשקול את כל היבטי ההשקעה והמיסוי, וכן השלכות שיהיו למצב השוק ו/או למצב התחיקתי בזמן הרלוונטי להשקעה. העובדות והפרשנות בסקירה דלעיל לא נועדו לשמש כהצעה או הזמנה להשקעה ואין לראות בהם כתיאור ממצה ו/או כתחליף ליעוץ מקצועי בטרם השקעה. להשלמת הסקירה מומלץ לפנות לפרסומי החברה ולדיווחים הנמסרים על ידה, וכן לפרסומים ודיווחים הנמסרים על ידי צדדים שלישיים והמתייחסים לחברה.

הניתוח הינו רכוש הבלעדי של דש איפקס הולדינגס. המידע ששימש את דש איפקס הולדינגס בהכנת ניתוח זה, הגם שהינו ממקורות שלפי ידיעת דש איפקס הולדינגס הינם מהימנים, אינו באחריותה. אין לראות בניתוח זה משום המלצה לביצוע פעולות כלשהן בניירות ערך או כל מצג שניתן על מנת שגורמים מחוץ לדש איפקס הולדינגס יסתמכו עליו. כל הסתמכות על ניתוח זה תעשה על אחריותו של המשקיע בלבד. אין לעשות שימוש כלשהו, למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לצלם, לשכפל, לצטט, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה בין בדפוס בצילום בהקלטה בהעתקה מכנית או אלקטרונית בתמורה או שלא בתמורה, את ניתוח או חלקים ממנו, לרבות, ממצאים, מסקנות והערות הכלולות בו, ללא קבלת אישור בכתב מדש איפקס הולדינגס.

בטרם השקעה מוסבת תשומת הלב לכך כי האמור בסקירה אינו מתאים לכל סוגי המשקיעים ו/או לכל סוגי ההשקעות ואין בסקירה כדי להבטיח כל רווח עתידי. מומלץ, כמו כן, להתייחס לתנודתיות הנובעת משינויים בשערי החליפין (ככל שהדבר רלוונטי) ולהשפעה של תנודתיות זו על החזר ההשקעה בעת המרת כספי דיווידנד, ריבית או תמורת המכירה למטבע המקורי.

סקירה זו היא קניינה של דש איפקס הולדינגס ומיועד ללקוחותיה – אין להעתיק ו/או לעשות בה שימוש, במלואה או בחלקה - ללא היתר מאיפקס מוטבים. איפקס מוטבים ו/או מי מטעמה עשויים לרכוש ו/או למכור ניירות ערך המוזכרים בסקירה ו/או לבצע כל עסקה הקשורה לנוכר בסקירה ו/או לשנות את תוכן העבודה ומסקנותיה ואינה מתחייבת לעדכן או להודיע על כך לכל גורם שהוא.