

קנייה | מחיר יעד: 4,379 ש"ח | ILCO
יואב בורגן | 03-6845756 | yoav@leader.co.il

חברה לישראל – דוחות Q3/09
ה- upside אטרקטיבי, ה- downside מוגבל מאוד

היום בבוקר פרסמה החברה לישראל את תוצאותיה הכספיות לרבעון השלישי של שנת 2009:



	2007	2008	Q3-08	Q4-08	Q1-09	Q2-09	Q3-09	מיליוני \$
סך הכנסות	10,913	19,802	6,078	3,384	2,565	2,928	3,493	
רווח גולמי	1,850	3,270	1,231	(4)	366	224	592	
שיעור רווח גולמי	17.0%	16.5%	20.3%	-0.1%	14.3%	7.7%	16.9%	
רווח תפעולי	857	1,870	917	(389)	119	(60)	316	
שיעור רווח תפעולי	7.9%	9.4%	15.1%	-11.5%	4.6%	-2.0%	9.0%	
רווח נקי	113	320	253	(312)	48	(157)	(11)	
שיעור רווח נקי	1.0%	1.6%	4.2%	-9.2%	1.9%	-5.4%	-0.3%	

מי שהצילו את דוחות החברה לישראל מהפסדי השיא של צים ברבעון השלישי, היו "הפרה החולבת" כיל (רווח של 257 מיליון דולר – ראו התייחסותנו הנפרדת משלוש), וכן בזן אשר הציגה רווח רבעוני גבוה מאוד, שבוודאי אינו בר-קיימא נוכח סביבת פעילותה העסקת המאתגרת כיום (ראו להלן):

נתונים עיקריים

23,826.8	שווי שוק - מ' ש
3,105	שער נוכחי - ש
4,379	מחיר יעד ש
805-	טווח 52 שבועות-ש
3,105	
26.50%	סחורה צפה (%)
44,263.4	מחזור ממוצע- א' ש

בעלי עניין עיקריים

54.46%	קבוצת עופר
17.96%	בנק לאומי

- ההפסד הנקי של צים הגיע ל-208 מיליון דולר ברבעון השלישי, לעומת הפסד של 186 מיליון דולר ברבעון הקודם, והפסד של 61 מיליון דולר ברבעון המקביל. הקיטון במחזור ההכנסות של צים – 596 מיליון דולר ב-Q1/09, לעומת 543 מיליון דולר ברבעון הקודם, ו-1.187 מיליארד דולר ברבעון המקביל, נובע הן מהמשך הירידה החדה בכמויות המובלות – בשיעור של 31% לעומת הרבעון המקביל (לכ-455 אלפי TEU), ולאחר התכווצויות בשיעורים של 34% ו-33% ברבעון השני והראשון של השנה, בהתאמה; והן מן הקיטון בדמי ההובלה, גם כן בשיעור של 31% לעומת התקופה המקבילה אשתקד – למחיר ממוצע של כ-1,027 דולר למכולה, לאחר שברבעון הקודם ירד מחיר ההובלה הממוצע למכולה בשיעור של כ-24%.

- בזן - הרווח הנקי הגבוה מאוד אשר רשמה בזן ברבעון השלישי – 100 מיליון דולר, הינו יוצא דופן ובוודאי אינו יכול להיחשב כמייצג לפעילות הנוכחית של החברה. השיפור ברווחיה של בזן נובעים בראש ובראשונה ממרווח זיקוק גבוה מאוד של החברה במהלך הרבעון השלישי - 8.1 דולר לחבית, כאשר מרווח הבנצ'מרק, המצוטט ע"י רויטרס עבור בתי זיקוק בעלי יכולת פיצוח נפט גולמי מסוג אורל, עמד על 1.6 דולר לחבית בלבד. נזכיר, כי בשני הרבעונים הקודמים הציגה בזן מרווח של דולר אחד בלבד מעל מרווח הבנצ'מרק. הסיבות העיקריות למרווח הזיקוק הגבוה והחריג של בזן ברבעון השלישי, הן כי ברבעון זה נהנתה החבכה ממלוא התרומה של הפצחן המימני המתון, וכן כי נוכח השבתת מתקן הזיקוק הגדול לצורך טיפול תקופתי ושדרוג (שהסתיים בסוף יולי) – כל מתקני ההמשך של בזן היו מלאים עד לסוף הרבעון השלישי. בנוסף לכך נהנתה בזן מרווחי הגנה על מלאי בזכות ה-IFRS, וכן מהפתעה לטובה בדמות מרווחים מאוד של חברת הבת גדיב (חומרים ארומטיים). הרווח הנקי של בזן לרבעון השלישי גם הושפע מהותית מהכנסות ממסים שהחברה רשמה, בגובה של 21.9 מיליון דולר, בגין הקיטון בהתחייבויות למסים נדחים עקב "חוק ההתייעלות" (הפחתה הדרגתית של שיעור מס החברות ל-18% עד שנת 2016).

- נזכיר, כי ביום רביעי הבא, ה-2 בדצמבר, תתקיים אסיפה כללית של בזן לצורך אישור "העסקה המשולשת" בין בזן, כרמל אולפינים ומפעלים פטרוכימיים. במסגרת עסקה זו, מפעלים פטרוכימיים תמכור לבזן את כל מניות כרמל אולפינים שבבעלותה, המהוות 50% מהונה של כרמל אולפינים, באופן שלאחר הרכישה תחזיק בזן ב-100% ממניות כרמל אולפינים. בתמורה למניות כרמל אולפינים, בזן תקצה למפעלים פטרוכימיים מניות של בזן, שתהווה לאחר הקצאתן 17.75% מהונה המונפק של בזן. סך אחזקותיה של מפעלים פטרוכימיים בבזן לאחר השלמת העסקה יהיה כ-30.7%. כתוצאה מן העסקה, שיעור אחזקתה של החברה לישראל בבזן צפוי להידלדל ולרדת מ-45.08% אל 37.08% - ללא השפעה מהותית על מודל ה-NAV שלנו.

מודל ה-NAV שלנו (מפורט בעמוד הבא), אשר לוקח בחשבון את כל אחזקותיה הבורסאיות של החברה לישראל לפי שווי השוק שלהן, מגלם upside של כ-41% לעומת שווי השוק הנוכחי של מניית החברה לישראל, וזאת לפי שווי משוער של 500 מיליון דולר לציים. לעניות דעתנו, ה- upside כיום הגלום במניית החברה לישראל אטרקטיבי למדי, ואילו ה- downside מוגבל מאוד. זאת, בייחוד לאחר פתרון הפלוונטר של תוכנית ההבראה לציים וההתאוששות, האטית והדרגתית מאוד אמנם, הצפויה לפעילותה של חברת הספנות בשנים הקרובות, וכן יחד עם ההתאוששות המשמעותית אשר נרשמת כיום בפעילויות האשגל והברום של כיל. השקעה במניית החברה לישראל נותרה לטעמנו "דרך המלך" להשקיע בכיל, שמהווה כ-84% משווייה של החברה לישראל עפ"י מודל ה-NAV שלנו.

		שע"ח / \$		3.762			
חברה לישראל - מודל NAV סחיר							
		במיליוני ₪:		במיליוני ₪:			
		שווי החזקה		שיעור החזקה		מתדולוגיה	
		35,327		52.8%		שוי שוק	
		1,821		45.1%		שוי שוק	
		266		33.1%		שוי שוק	
		37,415					
		88.5%					
		תחומה לשווי		שווי חברה		מתדולוגיה	
		1,861		98.92%		הערכת שווי	
		2,043		100%		עלות רכישה	
		752		100%		עלות השקעה	
		209		100%		השקעות שבוצעו עד כה	
		4,865					
		11.5%					
						במיליוני ₪:	
						37,415	
						4,865	
						42,280	
						8,363	
						564	
						33,352	
						7.616682	
						4,379	
						3,105	
						41%	
						-29%	

		במיליוני ₪:	
		שווי החזקה	
		35,327	
		1,821	
		266	
		37,415	
		88.5%	
		תחומה לשווי	
		1,861	
		2,043	
		752	
		209	
		4,865	
		11.5%	

		במיליוני ₪:	
		שווי חברה	
		1,881	
		2,043	
		752	
		209	

		במיליוני ₪:	
		37,415	
		4,865	
		42,280	
		8,363	
		564	
		33,352	
		7.616682	
		4,379	
		3,105	
		41%	
		-29%	

בניכוי מכירות המוחזקות ע"י צים והחברות הבנות שלה

יירד ל-37.08%, בעקבות עסקת בזן - כאו"ל-מפ"ב

שווי חברה של 500 מיליון דולר, לפי הנפקת הזכויות ביולי 2008

חוב סולו נטו ל-30.9.2009 + הזרמה נוספת לבטר פלייס של 21 מיליון דולר לאחר סיום הרבעון + צפי להזרמות נוספות בסך של 350 מיליון דולר

גילוי נאות

פרטי מכין עבודת האנליזה

שם: יואב בורגן

כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב

e-mail: yoav@leader.co.il

השכלה: M.Sc מימון-חשבונאות – אוניברסיטת ת"א

B.A כלכלה – אוניברסיטת חיפה

LL.B משפטים – אוניברסיטת חיפה

ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסט (ספטמבר 2006 ואילך)

פועלים סהר – אנליסט (2004-2006)

Vega Consultants (כיום BDO זיו האפט) – אנליסט ויועץ כלכלי (2000-2004)

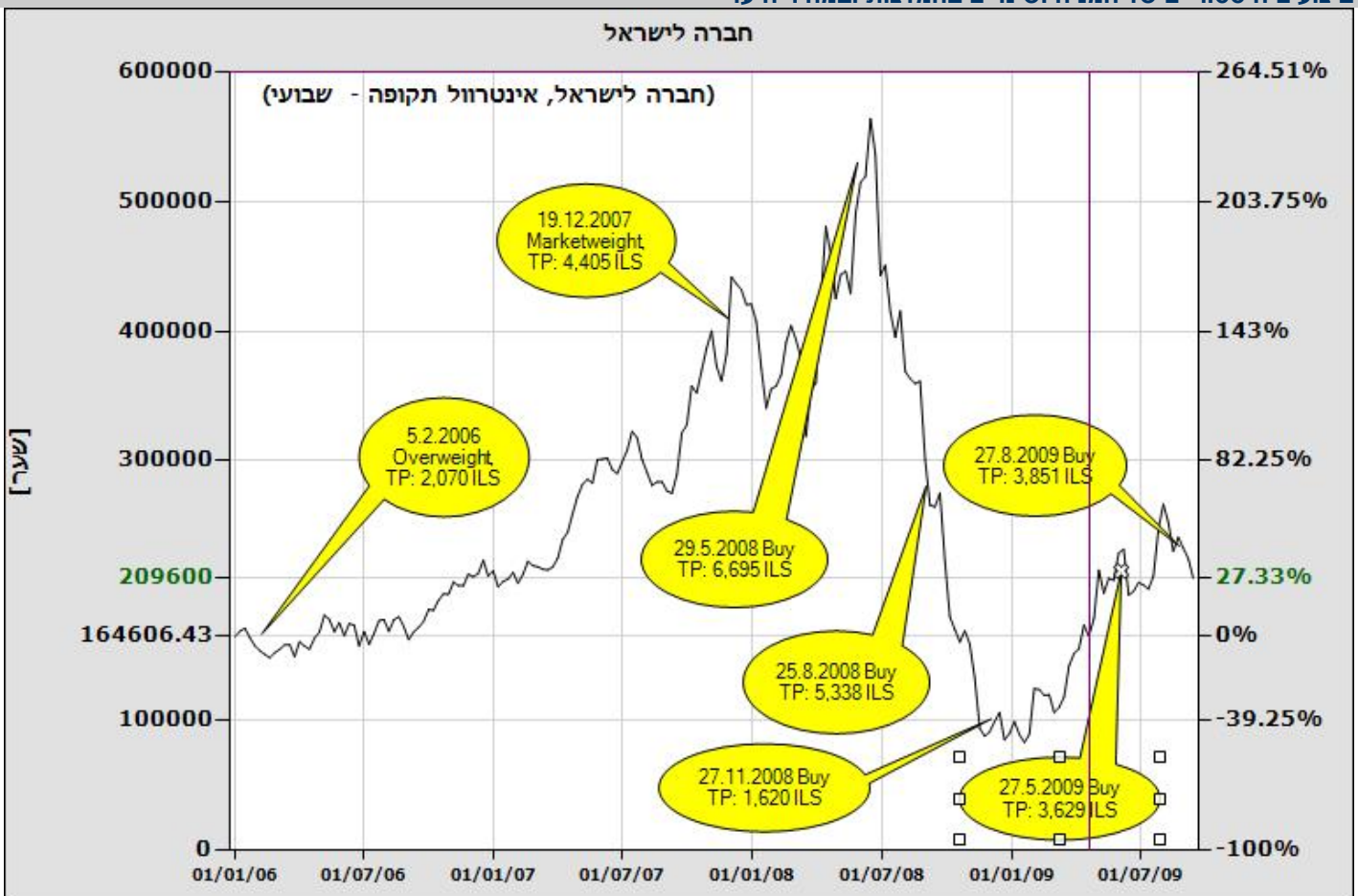
פרטי התאגיד

לידר ושות' בית השקעות בע"מ

רח' הארבעה 21, תל-אביב

טל: 03-6845757

ביצועים היסטוריים של המניה ושינויים בהמלצות ובמחיר היעד



סולם המלצות

- קניה - תשואת יתר של מעל 20% בשנה הקרובה
- ת. יתר - תשואת יתר של 20% - 10% בשנה הקרובה
- ת. שוק - תשואה של +/- 10% בשנה הקרובה
- ת. חסר - תשואת חסר של 20% - 10% בשנה הקרובה
- מכירה - תשואת חסר של מעל 20% בשנה הקרובה

מתודולוגיה

הערכנו את שווייה של החברה על בסיס מודל שווי נכסי נקי (NAV).

- תקופת שפל חמורה ומתמשכת בענף הספנות העולמי
- אי-וודאות ביחס לתוכנית האסטרטגית הרב-שנתית של צים, אפשרויות וצורכי המימון שלה
- קורלציה גבוהה בין התוצאות הכספיות ומניית החברה לישראל לבין אלו של כיל.
- ניסיון מוגבל בתחומי ההשקעות החדשים ("ייצור מכוניות, ייצור חשמל).

גילוי מטעם התאגיד

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו יעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת יעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

לידר ושות' ותאגידים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך של לידר ושות' יש זיקה אליהם מכוח השתייכותה לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפיצייהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.

לידר ושות' או תאגיד קשור אליה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

גילוי והצהרת האנליסט

אני, יואב בורגן, בעל רישיון מס' 7310, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יואב בורגן