

25 פברואר 2003

על-בד משואות יצחק תחילת סיקור המלצת BUY במחיר יעד של 63 ש"ח

2000A	2001A	2002E	2003E	מ' ש"ח
205	263	488	590	הכנסות
25	28	59	77	רווח תפעולי
16	19	39	52	רווח נקי
2.47	3.1	6.3	**7.84	EPS
17.5	14.0	6.9	5.5	מכפיל
	28%	85%	21%	צמיחת הכנסות
	25%	102%	35%	צמיחת EPS

**בהנחה של מימוש האופציות 1.09 מ' ע"ג ובנטרול מניות באוצר של 0.87 מ' ש"ח ע"ג

נקודות עיקריות:

- על-בד תציג להערכתנו בשנת 2002 קפיצת מדרגה בתוצאותיה ותעבור לראשונה את רף ה-100 מ' יורו, צמיחה של כ-85% בחתך שנתי. הצמיחה נובעת מהרחבת בסיס הפעילות הקיים בזכות צמיחת השוק, לקוחות חדשים, רכישת חברה גרמנית בתחום זהה ועליית שער היורו מול השקל. למעלה מ-85% ממכירות החברה הן לייצוא, בעיקר לשוק היורו (כ-70% מהיקף הייצוא). מתחילת 2002 ועד היום השלים היורו קפיצה של כ-36% מול השקל, נקודה משמעותית מאד לתוצאות החברה ב-2002 ולהמשך הצמיחה.
- רכישת החברה בגרמניה היתה משמעותית ביותר לעל-בד ומאפשרת גישה ללקוחות חדשים. בנוסף, בעקבות המצב הביטחוני באזורנו, יש משמעות רבה לאתרי ייצור באזורים גיאוגרפים נוספים. מחזורה של החברה הנרכשת עמד על כ-29 מ' יורו ועלות הרכישה כ-9.7 מ' יורו. נבדקת רכישת פעילות דומה בארה"ב.
- שוק המגבונים מתרחב לשימושים חדשים, בהם ניתן למנות משפחות מוצרי קוסמטיקה, טואלטיקה, ניקיון ומוצרים למבוגרים.
- לחברה כתבי אופציה הצפויים לפקוע בסוף מאי 2003, בתוספת מימוש של 40.5 ש"ח. כיום יש עדיפות לרכישת המניות באמצעות האופציות. אנו מעריכים מימוש מלא שיתכן וילחץ על שער המניה בסמוך למימוש.
- אנחנו מתחילים בסיקור החברה בהמלצת BUY, לאחר שנת שיא בפעילות ובצמיחה. אנו צופים שהחברה תמשיך ותהנה מגיוון המוצרים בשוק המגבונים הלחים, מרכישת החברה בגרמניה כמו גם משערי המט"ח. קבענו מחיר יעד 63 ש"ח למניה, על בסיס רווח נקי חזוי של 52 מ' ש"ח ב-2003 ובמכפיל רווח נקי של 8.

אלון רוטלוי

03-7968859

alonn@ofek.co.il

נתוני מסחר והמלצה קודמת

מ' ש"ח	3Q01A	3Q02A	4Q01A	4Q02E
הכנסות	71.7	119.6	61.2	135.0
רווח תפי	7.3	13.8	7.3	17.0
רווח נקי	7.4	11.3	5.2	11.6
EPS	1.2	1.84	0.81	1.8

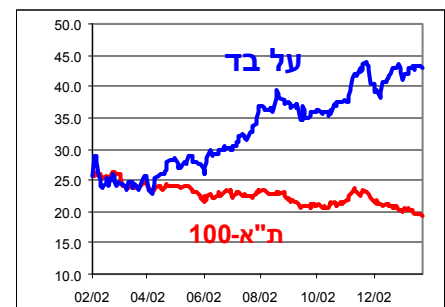
נתונים פיננסיים נוספים (מ' ש"ח)

הון עצמי	166
מכפיל הון (P/B)	1.75
עודף מזומן	-66
תשואת דיבידנד	-

בעלי עניין עיקריים

משואות יצחק אחזקות	60.5%
רדומות	13.5%

התנהגות מניית על-בד



תיאור חברה

חברת על-בד עוסקת בייצור מגוון מטליות לחות, במגוון אריות רחב ושימושים מגוונים. החברה גם מייצרת בדים לא ארוגים המהווים חומר גלם עיקרי בייצור המטליות. מעל 85% ממכירות החברה הן לייצוא.



בללי

קבוצת על-בד עוסקת בייצור בדים לא-ארוגים לתעשיית המטליות ומטליות לחות במגוון אריזות ושימושים. כ-85% ממחזור המכירות מיועד לייצוא. החברה הוקמה ב-1985 והונפקה לציבור ב-93.

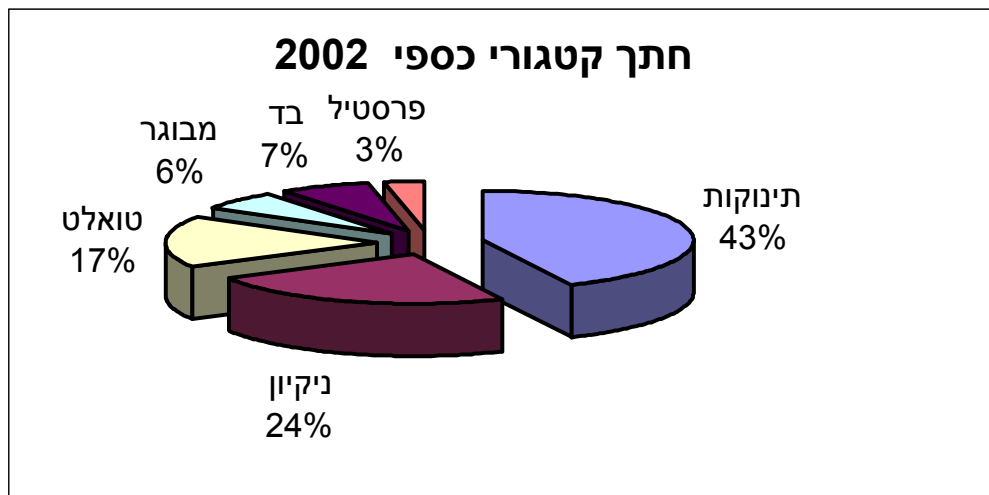
ייצור הבדים הלא-ארוגים מתבצע ב-2 שיטות ייצור שונות, על בסיס חומרי גלם זהים – סיבי פוליאסטר וויסקוזה.

קו המוצרים הותיק הוא קו הכימיקל בונדינג, המודבקים זה לזה בדבק אקרילי. חומר גלם זה משמש בעיקר לייצור מטליות לחות באריזה "עגולה". התפוקה השנתית של הקווים היא כ-4000 טון (35 מ' יחידות). עיקר תוצרת הבד מיועדת לייצור מוצרים מוגמרים. כתוצאה מירידה צפויה בביקוש למוצרים על בסיס הכימיקל בונדינג החברה צופה ירידה הדרגתית בייצור חומר זה כבר בשנים הקרובות. לחברה 2 מכונות ייצור, אשר אחת מהן תוסב לקו המוצרים השני (ספנלייס).

קו המוצרים החדש הוא קו הספנלייס, מבוסס על אותם חומרי הגלם, פוליאסטר וויסקוזה, המחברים בזרנוקי מים בלחץ גבוה. הקו אשר נחנך ב-99' מפיק כיום 9,000 טון חומר גלם המאפשר ייצור של 60 מ' יחידות מוצר סופי. קו זה הוקם במטרה לתת מענה לשינוי בביקושים בשוק לאחר חדירת מוצרים מבוססי ספנלייס. הבד המתקבל הינו איכותי ביותר ויחידותי למשתמש. החברה השקיעה כ-9 מ' \$ בקו זה.

ביקושים ערים למוצרים משווקים חדשים של ניקיון, קוסמטיקה והיגיינה

החברה מייצרת מגוון מוצרים סופיים, שבסיסם מטליות לחות לכל מיני יישומים וצרכים. העיקרי והותיק הוא שוק התינוקות, שצומח בקצב נמוך יחסית של כ-5%, כאשר התחרות היא על המחיר. בשנים האחרונות, לאחר פיתוח מוצרים על בסיס טכנולוגיית ספנלייס, התאפשרה קפיצת מדרגה ביישומים למטליות. כפועל יוצא נפתחו נישות רחבות שעד עכשיו לא יצרו ביקוש למטליות. הביקושים מגיעים משוק הניקיון, הקוסמטיקה וההיגיינה. הטכנולוגיה החדשה מאפשרת שילוב אופטימלי בין הנוחות של המגבונים לבין צרכים בסיסיים רבים. החברה פיתחה מספר קווי מוצרים לשווקים אלה, ביניהם מטליות למטבח, שמשות, רצפות, מוצרי קוסמטיקה שונים, נייר טואלט לח ומוצרי היגיינה למבוגרים.





85% ממכירות המפעל בישראל מיועדות לייצוא, בעיקר אירופה, כולל מספר רשתות ענק. כ-43% מהמחזור הוא מכירות עבור Private Label של הרשתות. 32% ישירות לחברות בעלות מותגים בינ"ל. יתרת המכירות מתפלגת בין מותגים אזוריים, מכירות בדים לא ארוגים, פרסטיל ומבוגרים.

כחלק מתכנית מקיפה לשינוי ארגוני וקביעת אסטרטגיה שהתקבלה ב-2001 נקבע שהחברה תחפש חברה בשוק האירופאי, לצורך ניצול יכולות ייצור וקשר עם לקוחות חדשים. במסגרת זאת ביצעה החברה רכישה משמעותית עת רכשה את חברה גרמנית FHW, בעלת מחזור מכירות של 28 מ' יורו. החוזה נחתם בתחילת פברואר 2002, תמורת כ-9.7 מ' יורו. הרווח התפעולי השנתי היה 2.7 מ' יורו. במפעל 4 קווי ייצור, בטכנולוגיה דומה או משלימה לחברה. מהלך זה אפשר לעל-בד לחלוף על משוכת 100 מ' יורו מכירות כבר השנה.

בנוסף, נקבע בתכנית האסטרטגית על בחינה וביצוע השקעה דומה בארה"ב. אנו מעריכים שמהלך שכזה יבוצע כבר בטווח הקצר ויהווה מקפצה משמעותית לשוק האמריקאי, בו על-בד כמעט ולא נוכח.

תוצאות הפעילות בתלת 1-9/2002

הכנסות החברה בתלת גדלו מ-202 מ' ש"ח אשתקד ל-353 מ' ש"ח השנה, עלייה של 75%. העלייה נבעה ממספר מקורות: 1. עלייה של 25.3% באתר בישראל, לרמה של 253 מ' ש"ח, בזכות גידול במכירות ללקוחות קיימים, קליטת לקוחות חדשים, עליית שער החליפין והחדרת מוצרים חדשים. מרכיב הייצוא באתר בישראל מהווה 85% מהיקף ההכנסות. 2. מכירות של 110 מ' ש"ח נבעו מאיחוד לראשונה של תוצאות החברה הגרמנית.

שיעור הרווח הגולמי של החברה שופר מ-21.7% ל-26.4% בזכות שיפור שיעור הרווח באתר בישראל מ-23.5% ל-27.6%, כתוצאה מעליית שער החליפין של היורו מול השקל, יתרונות לגודל, גידול חלק השימוש בבדים מייצור עצמי והתייעלות. שיעור הרווח הגולמי באתר בגרמניה עמד על 23.5%, נמוך משיעורו בישראל כתוצאה מכך שבגרמניה בשלב זה אין ייצור עצמי של הבדים הלא ארוגים כבישראל.

שיעור הוצאות המכירה והשיווק היה 6.5% ב-2002 לעומת 5.9% בתלת של 2001.

שיעור הוצאות ההנהלה והכלליות עמד על 7.9% ב-2002 לעומת 5.4% בתלת של 2001. העלייה נבעה מעלייה בדמי ניהול כתוצאה מגידול ברווחים ומהפחתה של עודף העלות ברכישת החברה הגרמנית.

הוצאות המימון היו 3.8 מ' ש"ח בתלת של 2002 לעומת 0.5 מ' ש"ח בתלת 2001. הגידול נבע מרבית על הלוואות ומשחיקת פריטים כספיים בשל עליית המדד.

שיעור המס השנה היה 27.6% לעומת 31% ב-2001. שיעור המס בגרמניה עמד על 39% בעוד ששיעור המס בישראל ירד ל-23%, בזכות הטבות להן זוכה החברה במסגרת המסלול החלופי.

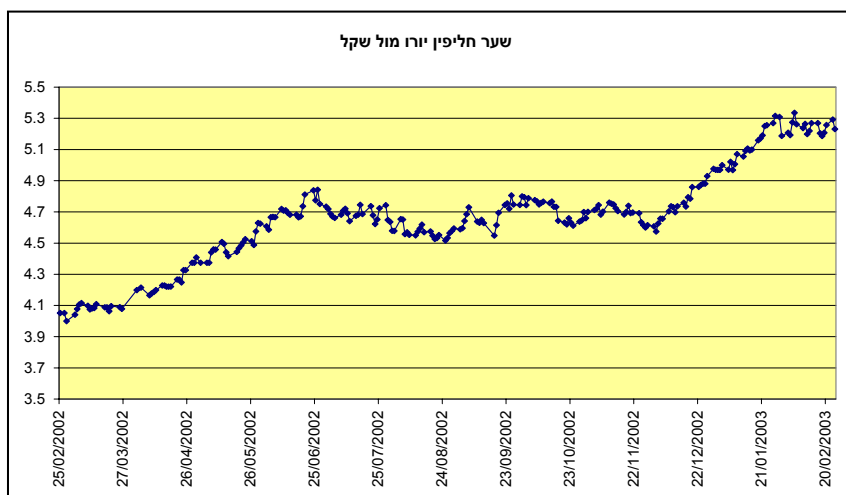
הרווח הנקי לתקופה עמד על 27.5 מ' ש"ח (7.8% מהמחזור), לעומת 14.2 מ' ש"ח במקביל (7.0% מהמחזור).

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת צמח מ-19.1 מ' ש"ח בתלת המקביל ל-31.7 מ' ש"ח השנה. עיקר השיפור נבע משיפור הרווח הנקי לתקופה. לחברה יתרות מזומן בגובה 22 מ' ש"ח מול התחייבויות למוסדות פיננסיים של 88 מ' ש"ח.



תחזית לשנת '03 – המשך הצמיחה בפעילות תוך תמיכה הנובעת משער היורו הגבוה

החברה מציגה שיעורי צמיחה חריגים בפעילותה, הודות למספר גורמים עיקריים: לקוחות חדשים, צמיחה של לקוחות קיימים בזכות הרחבת היישומים של המטליות, רכישת החברה הגרמנית והייסוף החד בשער היורו. גורמים אלה חוברים לצמיחת הכנסות המוערכת על ידינו בכ-85% ב-2002. בתחזית ל-2003 אנו מניחים צמיחה של 21% במחזור ל-590 מ' ש"ח, הכוללת צמיחת מכירות במונחי יורו של 10%, עם הצטרפות לקוחות חדשים ותחת הנחת התייצבות שער היורו/שקל ברמתו הגבוהה הנוכחית. מתחילת יולי עד היום עלה שער היורו בכ-10% לעומת השקל, המכירות ביורו מהוות למעלה מ-70% מסך ההכנסות. נציין שנקטנו בשמרנות בתחזית, כתוצאה מסימנים לשחיקת מחירים באירופה, אל אף שנבלמו כבר ברבעון הרביעי.



שיעור הרווח התפעולי צפוי לעלות מ-12.1% ב-2002 ל-13% ב-2003, בזכות שיפור קל ברווח הגולמי. הוצאות ההנהלה והכלליות כוללות 1 מיליון יורו הפחתת מוניטין שנתית בגין החברה הגרמנית. בנוסף, לקיבוץ משוואות יצחק משולמים דמי ניהול על פי תחשיב שנתי של כ-25% מהרווח לפני מס, על כל סכום מעבר ל-11 מ' ש"ח. אנו

מעריכים שב-2003 ישולמו כ-22 מ' ש"ח כדמי ניהול, בסעיף הוצאות ההנהלה.

אנו מקבלים רווח תפעולי לפני מס של 77 מ' ש"ח. אנו מעריכים שיעור מס של 27%. לחברה רמה גבוהה יחסית של הון חוזר, של כ-100 מ' ש"ח. אנו מעריכים שחיקה של 4% בהון החוזר, 4 מ' ש"ח בחישוב שנתי. מעבר לכך לחברה יתרת התחייבויות נטו של 66 מ' ש"ח. אנו מעריכים שלאחר מימוש האופציות (כתבי האופציה נסחרים בתוך הכסף), יתווספו לקופת החברה כ-45 מ' ש"ח. לאחר השלמת המימוש אנו צופים יתרת התחייבויות נטו של כ-21 מ' ש"ח, הוצאת מימון שנתית של כ-1 מ' ש"ח.

הערכה

בהתבסס על פוטנציאל הצמיחה הנובע מהרחבת כושר הייצור, מגוון המוצרים והלקוחות אנו מעריכים את שווי החברה על בסיס מכפיל רווח נקי של 8. בהתחשב בתחזית ל-2003 ובתקבולים הצפויים ממימוש האופציות תחת ההנחה שיתרמו להורדת הוצאות המימון. נקבל שווי חברה של 420 מ' ש"ח. השווי הנגזר למניה הוא 63 ש"ח וזאת בהנחת ההמרה הצפויה של 1.09 מ' אופציות בסוף חודש 5/03 ובנטרול אחזקה עצמית של 0.87 מ' ע.ג. מניות, כך שמתקבל לחברה יתרת הון לאחר המימוש של 6.68 מ' ש"ח ע.ג.

אנו ממליצים BUY למניות החברה.



תוצאות הפעילות ב-2001 ותחזית תוצאות לשנים 2002 - 2003

2003	2002	Q4/2002	Q3/2002	Q2/2002	Q1/2002	2001	במיליוני ש"ח
590.0	487.9	135.0	119.6	130.3	103.0	263.1	סה"כ מכירות
159.3	129.4	36.5	32.4	36.1	24.5	58.5	רווח גולמי
35.4	30.8	8.0	7.4	8.0	7.4	15.8	הוצאות מכירה ושיווק
47.2	39.4	11.5	11.2	9.7	7.0	14.5	הוצאות הנהלה וכלליות
76.7	59.2	17.0	13.8	18.5	9.9	28.2	רווח מפעולות רגילות
5.0	4.8	1.0	-1.9	4.3	1.4	1.0	הוצאות מימון נטו
	0.6					0.5	הכנסות אחרות
71.7	54.0	16.0	15.7	13.8	8.6	27.7	רווח לפני מס
19.4	14.8	4.3	4.2	3.8	2.5	8.3	מס הכנסה
52.3	39.1	11.6	11.3	10.0	6.2	19.4	רווח נקי
7.84	6.3	1.80	1.84	1.64	1.00	3.10	רווח ל-1 שח ע"ב
6.68	6.46	6.46	6.46	6.46	6.46	6.46	ע.ג. מניות - במיליוני ש"ח
20.9%	85.4%	121%	66.8%	82.0%	75.9%		שינוי בהכנסות לעומת המקביל
13.0%	12.1%	12.6%	11.5%	14.2%	9.6%	10.7%	שיעור הרווח התפעולי
29.6%	110%	133%	89%	174%	45.0%		שינוי לעומת המקביל
8.9%	8.0%	8.6%	9.4%	7.7%	6.0%	7.4%	שיעור הרווח הנקי
33.8%	102%	122%	52.7%	234%			שינוי לעומת המקביל



**הערות וביאורים לגבי הדו"ח.
מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים.
סולם המלצות**

- קנייה חזקה (Strong Buy)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחריגה על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- קנייה (Buy)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- תשואת יתר (Outperform)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- תשואת שוק (Marketperform)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- תשואת חסר (Underperform)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- מכור (Sell)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.
- קניה ספקולטיבית (Speculative Buy)** – המניה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הבאים באם תתקיים התפתחות תלויה.

Disclaimer

דוח זה הינו רכוש של אופק ניירות ערך והשקעות בע"מ (להלן - "אופק"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את כל, או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי החברה ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת. ועל בסיס הענפים בהן פעילות החברות והנחות שעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו ככוננים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעדכן למועד פרסומו לראשונה ואינו 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 מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין אופק ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמתה, שיאה או ליקוי אחר בדוח. אופק לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לטק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. אופק ו/או חברות בעלי שליטה ו/או חברות הקשורות אליה (להלן - "התאגידים") ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהחברות. כמו כן, עשויים מי מהנ"ל לפעול בניירות הערך של מי מהחברות נשואי דוח זה, על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן ו/או ברכישתן, חרף האמור בדוח זה, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות אופק חברה בקבוצת בנק לאומי לשראל בע"מ, חברות בשליטת בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמהם, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתימים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. אין לראות בדוח זה ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.