

אכן חברת תעופה אבל התוצאות מדברות בעד עצמן

הביקוש החזק לטיסות, התפוסה הגבוהה במטוסים והיכולת לעלות את מחירי הכרטיסים בתקופה זו, מכסים על עליית מחירי הדלק ומשאירים עודף בדמות שיפור התוצאות הכספיות. יש סיכון בעליה נוספת במחיר הדלק שעשוי לפגוע לפרק זמן בתוצאות אך בניגוד לחברות תעופה אחרות הוא לא מהווה סיכון קיומי עבור אל על. התהליך החד של הורדת החוב הפיננסי (\$333 מליון מאז ההנפקה) משמעותי, וצפוי להמשיך ליצור ערך גם בתקופה הקרובה. לאור זאת והתאם להערכת שווי מעודכנת אנו מעלים את מחיר היעד ל 4.5- ₪ ומחזירים את המלצתנו ל"קניה".

אל על

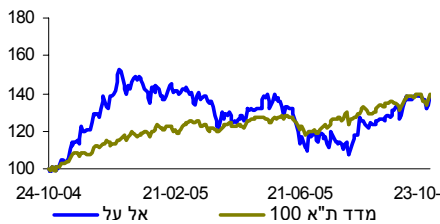
המלצה: קניה

סיכון: גבוה

המלצה קודמת: ניטרלי

אל על מול מדד ת"א 100

תאור החברה



אל על היא חברת התעופה הלאומית של ישראל בעלת נתח שוק של כ-43% מתנועת הנוסעים מישראל ואליה. בנוסף לכך עוסקת אל על בהטסת מטענים.

מחיר יעד: 4.50 ₪

מחיר קודם: 4.30 ₪

מחיר שוק: 3.60 ₪

מגזר: תעופה

בורסה: TASE

הכנסות \$M

	A2003	A2004	E2005
Q1	228.5	302.6	319.4
Q2	266.2	323.9	422.6
Q3	370.1	413.7	488.2
Q4	302.8	345.9	401.3
שנתי	1167.6	1386.2	1631.5
מכפיל	1.26	1.06	0.90

רווח למניה \$

	A2003	A2004	E2005
Q1	-0.09	0.01	-0.04
Q2	-0.08	0.01	0.06
Q3	0.15	0.10	0.12
Q4	0.04	-0.05	0.0
שנתי	0.02	0.07	0.15
מכפיל	39.8	11.4	5.3

נתוני שוק

מחיר מניה (₪)	3.68
טווח 52 שבועות (₪)	260.1-405.2
תשואה 365 יום	35.2%
מס' מניות (מ')	399.8
מניות צפות (%)	30.6
שווי שוק (מ' ₪)	1,472

יחסים פיננסיים

הון עצמי (מיל' \$)	218.3
שווי שוק / הון עצמי	1.81
הון / מאזן	13.4%
התחייבויות לד"א / מאזן	48.4%
תשואה להון (4 רב')	15.5
תשואה לנכסים (4 רב')	2.1%
יחס שוטף	0.73
תשואת דיב' (4 רבעונים)	N/A

נהודות עיקריות

צפוי רבעון מעולה - אנו מעריכים כי הגידול החד בתנועת הנוסעים והעלאת מחירים יאפשרו לאל על להציג רווחי שיא בשנת 2005. הרווח הנקי ברבעון השלישי אמור לשבור את זה של שנה קודמת ולהסתכם בכ- \$59 מליון. ברמה השנתית צפויה החברה להציג את הרווח הגבוה בתולדות החברה.

פתאום יש מזומן בקופה. המון מזומן. מאז ההנפקה הורידה אל על את החוב הפיננסי בסכום של \$333 מליון. אם מוסיפים לכך את השווי ביום ההנפקה מקבלים סכום גבוה משווי השוק של אל על כיום.

התוכנית האסטרטגית, מאחורי הסיסמאות - מאחורי הסיסמאות, התוכנית האסטרטגית של אל על מכוונת לגוון את מקורות ההכנסה, לשמור על הרווחיות לאורך זמן, לחדש את צי המטוסים, והשאיר קצת עודף בקופת המשקיעים.

מתוך 50 חברות אל על יותר רווחית, יותר זולה ויותר ממונפת - שיעורי הרווחיות של אל על נמצאים מעל הממוצע ויחס התמחור לפי מכפיל הוא בין הנמוכים. אחד ההסברים לכך הוא ההון העצמי הנמוך ביחס לחוב. גם יחס זה משתפר במהירות רבה.

עפ"י הערכת שווי (DCF) מגיעים לשווי למניה של כ-4.53 ₪ - הערכת השווי לוקחת בחשבון את הנחות הצמיחה המחודשות של אל על מול תוכנית ההשקעות. למרות העלאת שיעור ההיוון שווי המניה (ב-\$) נשמר, בעיקר בזכות הורדה משמעותית של החוב הפיננסי.

אל על תרכוש 2 מטוסי בואינג 777 בעלות של \$117-\$123 כל אחד - עפ"י קצב יצור המזומנים הנוכחי, עד שתשלם את רוב הסכום על המטוסים, עשויה אל על להתייצב על חוב פיננסי נטו הנמוך מ-\$300 מליון.

מסמך זה הוכן על ידי מחלקת מחקר של קבוצת אי.בי.אי. המסמך מבוסס על מידע שדווח ליציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי. לא תהיה אחראית לכל נזק שיגרם, אם יגרם, למאן דהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. קבוצת אי.בי.אי. מחזיקה עבור לקוחותיה ועבור עצמה את ניירות

תוצאות מעולות. בזכות ולמרות...

ברבעון השני הציגה אל על תוצאות שיא (מבין Q2) עם עליה בהכנסות של 30.5% ביחס לרבעון מקביל ל כ-\$423 מיליון. הרווח הנקי עלה לכ-\$30 מיליון לעומת כ-\$7 מיליון.

רווחי שיא ברבעון

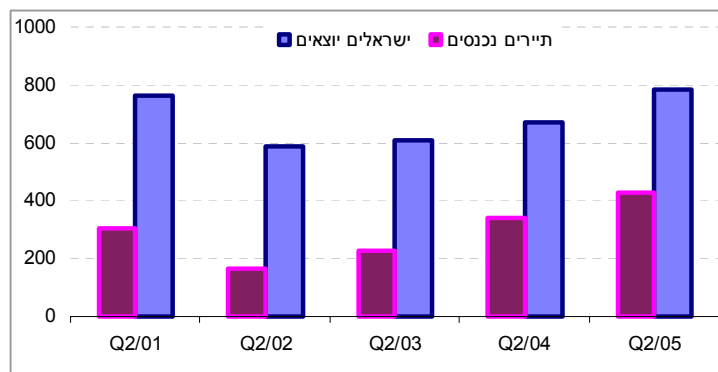
1. בזכות התיירות

הביקושים החזקים לטיסות מישראל ואליה, שנראים מתחילת השנה נמשכים. עפ"י נתוני הלמ"ס מספר הישראלים היוצאים מישראל בדרך האוויר עלה ברבעון השני בכ- 17% ועמד על 784,900. העלייה מיוחסת לתזמון חג הפסח שאירע בשנה הקודמת במרץ והשנה באפריל וכן לחודש יוני חזק עם ביקושים נאים.

תנועת הישראלים עלתה ב-17% ברבעון. התיירות עלתה בכ-26%

מספר התיירים הנכנסים לישראל ממשיך לעלות ולהזכיר ימים עברו. מספר התיירים הנכנסים בדרך האוויר ברבעון השני גדל בכ-26% ביחס לשנה קודמת והסתכם ב-426,700. נתח השוק של אל על בתנועת התיירות הנכנסת גבוה מזה של התנועה היוצאת ולכן זהו נתון חשוב לרווחיות החברה.

תנועת הנוסעים ברבעון שני היא הגבוהה ב-5 השנים האחרונות :



2. בזכות התפוסה

אל על מנצלת את הגידול החד בתנועת הנוסעים ומוסיפה על זה הרחבת נתח השוק ויצירת תפוסה גבוהה במיוחד במטוסיה. התפוסה הממוצעת במטוסים עלתה מ-74.7% תפוסה ממוצעת ברבעון המקביל עד כדי 80% תפוסה ממוצעת השנה.

אל על ניצלה את הגידול בתנועה להגדלת התפוסה עד כדי 80%

נתון התפוסה חשוב ביותר לרווחיות הגולמית וכפי שניתן לראות עליה של 5.3 נקודות האחוז בתפוסה הביאה לעליה של \$39.3 מיליון ברווח הגולמי.

שינוי	Q2/04	Q2/05	
25%	737	921	קטעי נוסע סדיר ושכר* - באלפים
1%	42%	43%	נתח שוק כולל
15%	38	44	שעות טיסה משוקללות - באלפים
5.3%	74.70%	80%	תפוסת נוסעים (סדיר)

את הגידול בכמות הנוסעים בהיקף של 25% הצליחה אל על "לבלוע" תוך עליה של 15% בשעות הטיסה דבר שהביא לגידול הנאה בתפוסה ולרווחיות משופרת.

3. בזכות המחירים

אל על הודיעה מספר פעמים במהלך השנה על העלאות מחירים שהיא מבצעת. העלאות המחירים נועדה בכדי לכסות על העלייה החדה במחירי הדלק. הביקושים לטיסות אל על מצד ישראלים ותיירים מאפשרים לבצע את העלאות המחירים בפועל. העלאות המחירים תרמה

העלאות מחירים- לא רק "על הנייר"

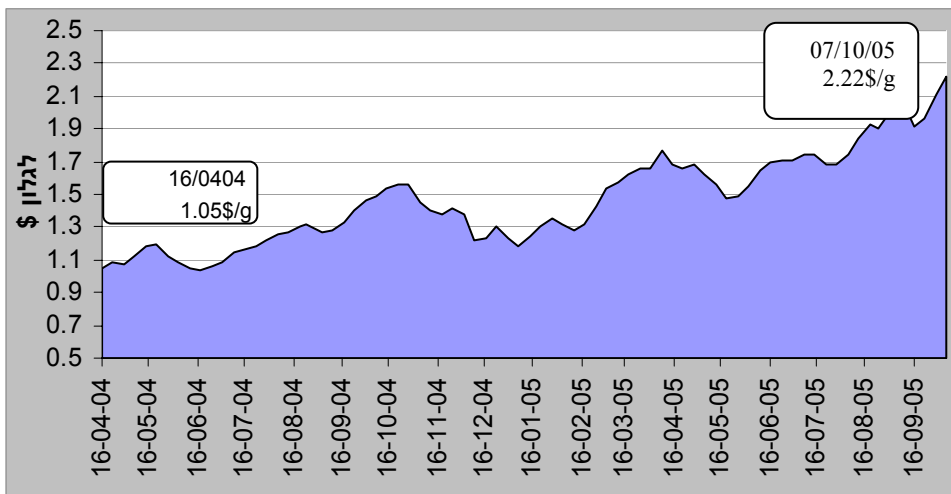
לגידול בהיקף ההכנסות מעבר לגידול בתנועת הנוסעים ולשיפור המרווח הגולמי ביחס לרבעון מקביל.

4. ולמרות הדלק

העלייה החדה במחירי הדלק הסילוני, בהיקף של \$52 ביחס לרבעון מקביל, יצרה תוספת עלות של \$33 מליון (מתוך עליה, כולל כמותית, של 39.3 מליון \$ בהוצאה על דלק). גידורים שביצעה אל על מנעו הוצאה נוספת של \$16 מליון.

עליית מחיר הדס"ל יצר תוספת הוצאה של \$33M

מחיר הדס"ל הכפילו עצמם מאז Q2/04:



כפי שניתן לראות העלייה במחירי הדס"ל היא דרמטית. נזכיר כי כל עליה של 1 סנט במחיר הדס"ל במשך שנה, יוצרת תוספת הוצאה של למעלה מ- \$2.5 מליון לשנה. העלייה שאנו רואים בגרף, במידה ולא תתהפך צפויה ליצור תוספת הוצאה נוספת של עשרות מליוני דולרים. ברבעונים הקרובים אל על מגודרת ברמות משמעותיות נמוכות יותר.

ב"פזילה" לשנת 2006 תוספת העלות כתוצאה מעליית מחירי הדלק עשויה להיות משמעותית. הפער, אם יהיה כזה, בין הפגיעה כתוצאה מעליית מחירי הדלק, לבין היכולת לגלגל מחירים על הנוסעים, עדיין לא ברור. רמת מחירי הנפט, הגידורים של החברה מול רמת הביקושים ונכונות הנוסעים לשלם יקבעו מי חזק יותר במשוואה זו.

מה יהיה חזק יותר? עליית מחיר הדלק או היכולת להעלות מחירים?

צפי לרווח נקי של \$72 מליון ב-2005, הגבוה בתולדות החברה

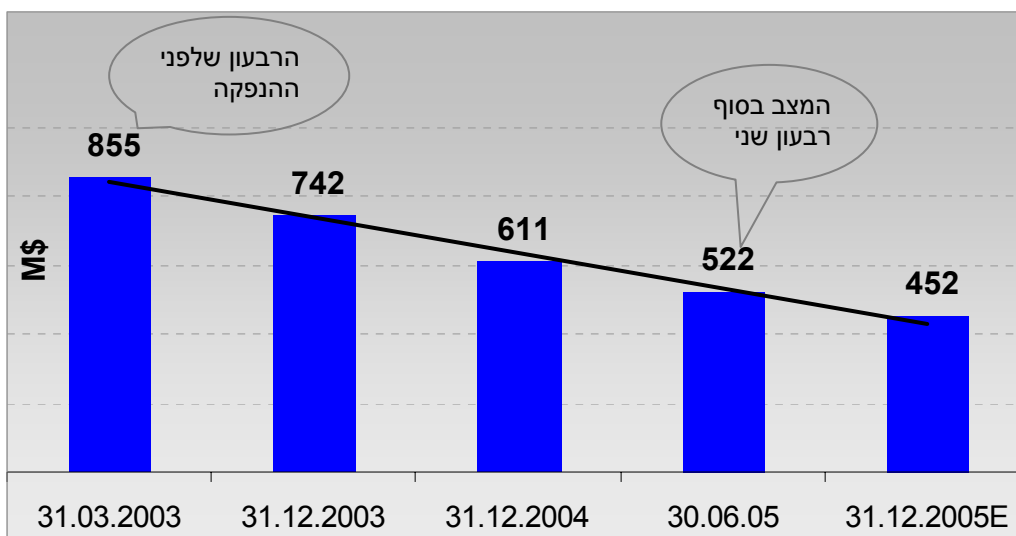
אנו מעריכים כי הגידול החד בתנועת הנוסעים, שמאפשר העלאת מחירים המפצה על מחירי הנפט, תאפשר לאל על להציג רווחי שיא בשנת 2005. הרווח הנקי ברבעון השלישי אמור לשבור את זה של שנה קודמת ולהסתכם בכ- \$59 מליון. ברמה השנתית צפויה החברה להציג רווח נקי של \$72 מליון. רווח זה צפוי להיות גבוה מזה של שנה קודמת בלמעלה מ-100% ואף להיות הרווח הגבוה בתולדות החברה.

כך יוצרים ערך

אנו מאמינים כי בניתוח אל על יש לעבור דרך המאזן ולראות את השפעות השיפור הפיננסי של השנים האחרונות על המאזן ועל הגדלת ההון העצמי.

אל על ממשיכה במדיניות הורדת המינוף הפיננסי בצורה אגרסיבית, מגמה שהתאפשרה בזכות היכולת להימנע מרכש מטוסים בשנים האחרונות. בכל שנה מחזירה אל על חוב לבנקים בהיקף של כ- \$75 מיליון וצוברת מזומן בקופה. היקף החוב לבנקים עומד נכון ל- 30/06/05 על כ-\$653 מיליון והמזומן ושווי מזומן בקופה מסתכם לתאריך זה בכ-\$222 מיליון.

החוב הפיננסי נטו ירד מאז ההנפקה ועד היום ב – \$333 מיליון!



מקור: מאזן החברה, הערכות IBI

שווי בהנפקה+ הורדת החוב > שווי השוק

הנפקת החברה בחודש יוני 2003 הייתה לפי שווי של כ-\$64 מיליון. מאז הורידה אל על את החוב הפיננסי שלה נטו בכ-\$330 מיליון (ראה גרף).

גם אם לא היה שיפור ביטחוני מאז ההנפקה, גם אם עדיין לא היו באים לישראל תיירים, גם אם החברה לא הייתה עוברת לרווחיות וגם אם לא היה בה גרעין שליטה והתמחור היה רק לוקח בחשבון רק את הירידה בחוב הפיננסי, שוויה היה אמור להגיע ל-\$394 מיליון! אל על נסחרת כיום בכ-\$320 מיליון בלבד!

התוכנית האסטרטגית "אל על 2010" - מאחורי הסיסמאות

מאחורי הסיסמאות שנפרט לגביהן מיד, התוכנית האסטרטגית של אל על מכוונת להגדיל את היקף הפעילות, לשמור על הרווחיות לאורך זמן, לחדש את צי המטוסים, והשאיר קצת עודף בקופת המשקיעים.

התמקדות בשורה העליונה

ברמת הוצאות כה גבוהה המתקיימת בחברות התעופה, מתבקשת מדיניות אגרסיבית גיוון מקורות ההכנסה ומינוף אופטימאלי של הנכסים כגון המטוסים, מערך התחזוקה, מערך ההפצה ועוד. אל מתכוונת לשים דגש על תנועת התיירות המבטיחה שנראית באופק ועל פיתוח מקורות הכנסה מעבר לכרטיסים (כמו שירותי נסיעות, תחזוקה, שינוע).

מתבססים על תחזית לצמיחה שנתית של 4.9% בתנועת הנוסעים

תחזית הצמיחה של אל על מבוססת על הנחת גידול בכמות הנוסעים של 4.9% בממוצע לשנה. התחזית מבוססת על הערכה שכמות הנוסעים תגדל רק במעט מעל לצמיחת התמ"ג. המגזרים הגיאוגרפיים שצפויים להראות צמיחה עודפת הם המזרח הרחוק ומזרח אירופה שבהם התיירות העולמית גדל מעל הממוצע.

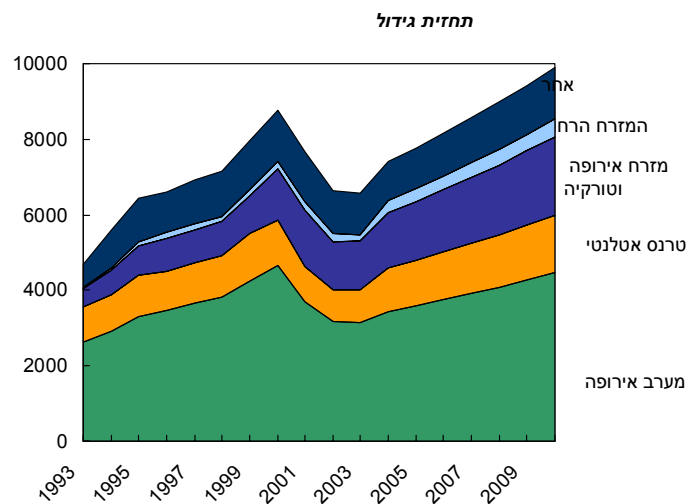
בשנים הקרובות 2005-2007 צפויה צמיחה גבוהה ביחס לממוצע ארוך הטווח בעיקר בזכות הגידול החריג הצפוי בתנועת התיירות.

הנחות גידול
שנתי משוקלל
2004-2010, % 1993-2004, %

4.5	4.8	אחר
7.1	30.4	המזרח הרחוק
6.1	10.1	מזרח אירופה
4.5	2.3	טרנס אטלנטי
4.5	2.4	מערב אירופה
4.9	4.2	צמיחה כוללת

הערה: בשנה מסוימת תתכן כמובן צמיחה מהירה יותר או ירידה חדה בתנועה לאזור מסוים

תנועת נוסעים בנתב"ג
נוסעים'000



מקור: אל על

שיפור השירות

בכדי לפתח נאמנות למוצר לאורך זמן ולשמר את המותג מתכוונת אל על לבצע קפיצת מדרגה בשירות ללקוח. בין השאר מתכוונת החברה לבצע השקעות בתחום המושבים, מערכות בידור ושמע מזון ועוד. התמקדות מיוחדת בכוננת החברה לתת ללקוחות עסקיים "פרימיום".

הצטיידות

לאחר מספר שנות הפסקה חוזרת אל על לקנות מטוסים. החברה הודיעה על הסכם לרכשית שני מטוסים רכבי גוף "בואניג B777". לא ניתן לקבל מטוסים כאלו לפני 2007-2008 (מרבית התשלום עבור המטוסים נעשה בזמן קבלת המטוס).

בנוסף צריכה כבר בזמן הקרוב אל על להיערך להגדלת התנועה ולשם כך היא בודקת אפשרות של החכרה נוספת של מטוסים שיכולים לשרת טיסות ארוכות טווח.

השקעות

סה"כ בכוונת החברה לבצע השקעות בהיקף של \$270-\$230 מליון בחמש השנים הבאות. את מרבית הסכום צפויה החברה להוציא על רכש המטוסים כאמור. מעבר לכך ההשקעה השוטפת שולית ומסתכמת במספר עשרות של מליוני דולרים.

M\$	
25-35	מושבים, ערוצי מכירה, שירות
20-25	מערכות מידע
10-15	תחזוקה והנדסה
230-270	2 מטוסים
285-345	סה"כ 2006-2010

להערכת החברה הורדת החוב בשנתיים הקרובות תאפשר לבצע את רכש המטוסים ללא צורך להגדיל את ההחזר השנתי אל מעבר לרמתו הנוכחית (\$75 מליון לשנה)

מה חסר?

התוכנית האסטרטגית מדברת על הגדלת השורה העליונה תוך שמירה על הרווחיות לאורך זמן. (כמובן שהכל מותנה בגורמים האקסוגנים שעשויים להשתנות במהירות). אם תזרים המזומנים אכן ישמר ויספיק כדי לממן את ההשקעות הצפויות ולהשאיר עודף, אל על צפויה להוציא לפחות חלק מהתזרים העודף כדיבדנד. כחברה שעשויה להפוך ל"פרת מזומנים" הינו מצפים גם להגדרת מדיניות דיבדנד. בהתייחסה לעניין זה הגיבה הנהלת החברה כי היא שוקלת כיום את מדיניותה בנושא.

כמה תצטרך אל על להרוויח כדי לעמוד בתוכנית

בקופת אל על יהיה בסוף השנה סכום עתק של כ-\$250 מליון, בו היא יכולה להשתמש בכדי לבצע את ההשקעות המתוכננות או לחלופין לשתף אותו עם בעלי המניות. להערכתנו גם אם תשתמש אל על במימון זר לכל ההשקעות הנדרשות בחמש השנים הקרובות, כמפורט, היא צריכה ליצור לשם כל רווח של כ-\$28 מליון לשנה. אנו מעריכים כי ביכולתה של אל על (בתנאים של מחירי דלק סבירים) ליצור רווח גבוה מכך (בממוצע) ולשתף את בעלי המניות בעודף התזרים גם בשנים בהם היא תבצע השקעות משמעותיות (בממוצע של חמש שנים ולא דווקא מידי שנה).

ממוצע לשנה. סה"כ 285-345 על חמש שנים	63\$ M	השקעות צפויות
מידי שנה תחזיר אל על קרן של 75	75\$ M	החזר חוב שנתי
	138\$ M	תזרים מפעילות נדרש
הנחה - אין שינוי בהון חוזר	110\$ M	בניכוי פחת והפחתות
	28\$ M	רווח נקי שנתי הדרוש כדי לעמוד בתוכנית בהנחה שאין שימוש במזומן לצורך השקעות

מתוך 50 חברות אל על יותר רווחית, יותר זולה, ויותר ממנופת

בחנו את 48 החברות הגדולות בתעשייה התעופה בהיבטים של שיעורי הרווחיות ב – Q2/05 תמחור עפ"י מכפיל EV/EBITDA ומינוף פיננסי.

רווחיות – במרבית הפרמטרים אל על הייתה רווחית מהתעשייה ברבעון השני, כולל את שיעור הרווח הגולמי, התפעולי ורווח לפני מס. בשיעור ה – EBITDA 4 רבעונים לאחור אל על הייתה נחותה במעט מהתעשייה.

EV/EBITDA – עפ"י יחס תמחור זה אל על נסחרת בחסר משמעותי ביחס למתחרות, מכפיל של 5 באל על לעומת 8.8 בתעשייה. למעשה רק 6 מתוך 48 חברות היו בעלות יחס תמחור עדיף. לשם התרשמות, אם משתמשים בממוצע העולמי כדי לתמחר את פעילות אל על אז מגיעים לשווי דמיוני של \$1,150 מליון.

מינוף – אל על ממנופת ביחס לתעשייה, עם יחס חוב להון של 3.4. עם זאת אל על משפרת יחס זה במהירות רבה מאז ההנפקה.

Company Name	Gross Profit % Margin, LFI	Operating Income % Margin, LFI	EBITDA % Margin, LTM	Income Before Tax % Margin, LFI	Enterprise Value/EBITDA	Total Debt/Total Equity, LFI
Average	25.6	6.2	13.2	4.8	8.8	2.1
El Al Israel Airlines	26.4	8.3	11.1	7.1	5.0	3.4

1 ACE Aviation Holdings Inc.	19.8	7.2	5.8	9.3	8.9	3.3
2 Air China Ltd.	21.8	14.6	23.7	13.2	5.8	1.9
3 Air France - KLM	44.1	4.4	10.8	2.9	4.5	-
4 Air New Zealand Limited	34.8	4.8	12.7	4.8	2.2	0.6
5 AirTran Holdings, Inc.	13.6	5.3	1.6	4.7		1.0
6 Alaska Air Group, Inc.	19.8	1.2	2.5	3.9	16.2	1.7
7 All Nippon Airways Co., Ltd.	22.7	3.7	9.9	1.2	10.6	4.2
8 Corporation	13.8	3.6	3.6	1.7	7.2	8.5
9 AMR Corporation	21.7	4.3	5.6	1.1	11.6	-
10 Inc.		14.6	15.1	11.2	5.5	2.3
11 Austrian Airlines AG	15.5	(3.2)	8.2	(4.2)	11.8	3.8
12 BIL International Limited	45.9	35.4	44.6	27.1	9.4	0.5
13 British Airways plc	20.2	8.6	15.9	6.0	5.3	2.5
14 Cathay Pacific Airways Limited	27.0	8.9	18.9	8.7	6.7	0.7
15 China Airlines, Ltd.	23.5	9.4	14.4	8.3	13.5	2.6
16 China Eastern Airlines	30.3	(0.9)	21.4	(4.3)	8.6	5.7
17 Company	8.6	(5.9)	8.1	(6.3)	15.6	2.9
18 Cintra, S.A. de C.V.		0.9	12.2	(2.1)	2.6	2.9
19 Comair Limited	7.7	7.7	8.5	7.1	5.8	0.6
20 Continental Airlines, Inc.	36.2	4.2	2.0	3.5	22.6	
21 Deutsche Lufthansa AG	5.1	6.0	10.6	4.3	2.5	0.9
22 easyJet plc	4.1	(7.4)	6.7	(5.6)	8.6	0.2
24 Eva Airways Corporation	13.2	4.4	11.9	3.1	6.8	0.7
25 Finnair Oyj	27.3	7.3	10.0	7.5	4.6	0.4
26 Frontier Airlines, Inc.	16.6	(0.5)	0.8	(1.7)		1.4
27 GOL Linhas Aereas Inteligentes	25.8	14.2	29.8	14.2	9.0	0.1
28 JALUX Inc.	23.3	1.7	3.2	1.8	8.1	0.5
29 Japan Airlines Corporation	11.6	(6.4)	-	(7.6)	10.1	8.5
30 Jet Airways (India) Limited	72.3	17.3	24.3	17.3	-	-
31 JetBlue Airways Corporation	32.9	9.1	14.2	5.3	16.0	2.5
32 Lan Airlines S.A.	35.1	2.6	9.4	5.6	9.6	0.8
33 Mesa Air Group, Inc.	23.2	12.3	14.7	9.3	6.7	6.7
34 Qantas Airways Limited	26.8	6.9	17.6	6.9	5.3	0.9
35 Republic Airways Holdings Inc.	55.4	18.5	25.9	11.8	8.3	3.6
36 Ryanair Holdings plc	46.6	21.2	31.5	19.0	11.0	0.8
37 SAS AB	8.9	5.9	4.3	3.7	9.5	1.6
38 Shandong Airlines Co., Ltd.	22.9	9.6	6.9	9.9	18.7	5.1
39 Shanghai Airlines Co., Ltd.	15.9	3.5	8.7	3.5	11.4	2.1
40 Singapore Airlines Ltd.	46.3	8.3	20.8	10.1	5.5	0.2
41 SkyWest, Inc.	22.2	11.6	17.3	10.6	6.6	0.7
42 Southwest Airlines Co.	33.7	14.3	16.5	13.2	9.8	0.3
43 Swiss International Airlines	13.3	0.1	10.1	(5.1)	2.4	1.2
44 Tam S.A.	25.6	(2.3)	6.5	(3.2)	10.6	0.7
45 Thai Airways International	31.2	(8.7)	14.6	(18.4)	7.3	2.2
46 Turkiye Hava Yollari AO	17.0	(6.1)	14.2	0.1	5.7	1.4
47 Virgin Blue Holdings Limited	49.1	12.2	16.2	11.8	6.2	1.1
48 WestJet Airlines Ltd.	20.1	6.1	13.9	2.2	12.8	1.6

Source: Reuters

הערכת שווי DCF

הערכת השווי לאל על בוצעה עפ"י שיטת DCF. הערכת השווי כוללת את תחזיותינו לגבי התפתחות שוק התעופה העולמי והמקומי, השפעות פנימיות ואקסוגניות לגבי מבנה ההוצאות של החברה והערכתנו לגבי צרכי ההשקעה של החברה בשנים הבאות. המודל מפרט את השינויים השנתיים בתזרים המזומנים עד לשנת 2012 ולקוח שנה זו כשנה מייצגת לגבי תזרים המזומנים של החברה. חשוב לציין כי ה- Enterprise value מושפע משמעותית מהחוב של החברה לבנקים ולעובדי החברה. החוב ירד בחדות לאחרונה, כאמור.

התפתחות ההכנסות

הכנסות מנוסעים: עדכנו את תחזית ההכנסות הנובעות מטיסות נוסעים עפ"י הנחת העבודה של אל על במסגרת התוכנית האסטרטגית "אל על 2010" לתנועת הנוסעים. תנועת הנוסעים הצפויה בנתב"ג משנת 2005 ועד לשנת 2010 תגדל ב- 4.9% במוצע לשנה. בנוסף אנו ממשיכים לדגול בהנחה של ירידה עקבית בנתח השוק, כמפורט – לאור הצי לגידול ברמת התחרות בשנים הבאות.

תנועת הנוסעים: בשנת 2005 צפוי להסתכם מספר העוברים בנתב"ג (עפ"י קצב שנתי של 8 חודשים) בכ- 8.45 מליון (נכנסים ויוצאים), רמה הגבוהה משנת 2004 בכ- 11%, הגבוהה משנת השפל 2002 בכ- 24% והנמוכה משנת השיא של כל הזמנים 2002 בכ- 9% בלבד. אנו מניחים המשך גידול איטי יותר של 4.9% במוצע לשנה בחמש השנים הבאות, בתנועת הנוסעים. עפ"י תחזית זו תוך שנתיים אנו צפויים לחזור לרמת השיא של שנת 2000. במידה והתאוששות בתנועת התיירים בישראל תימשך עפ"י הקצב של השנה הנוכחית, אנו עשויים לראות נגיעה ברמת השיא כבר בשנה הבאה.

נתח השוק: אנו ממשיכים להעריך כי חלקה של אל על בתנועת הנוסעים ירד במהלך השנים בהדרגה מרמה של כ- 43% + בשנת 2005 לרמה של כ- 40% משנת 2008 ואילך. תהליך זה צפוי לנבוע מהגידול הצפוי בכמות הטיסות של חברות זרות לעומת הרמה הנוכחית, כתוצאה מהרגיעה במצב הביטחוני. אנו מתרשמים כי אל על פועלת במדיניות נתח שוק אגרסיבית כפי שלא נהגה מעולם וכי יתכן מאוד כי נראה עוד עליה בנתח השוק לפני שנתחיל לראות ירידה. בטווח הנראה לעין גם התחרות המוגבלת וגם צרכי הביטחון הגבוהים שומרים על יתרונה היחסי של אל על.

מחירי הכרטיסים: אנו מעריכים כי הביקוש לטיסות קשיח, בטווח מסוים המאפשר כרגע לחברות התעופה להמשיך לבצע העלאות מחירים בטווח הנראה לעין. אנו מעריכים כי מחירי הכרטיסים יעלו אם נמשיך לראות מחירי דלק עולים וירדו אם המחירים יתמתנו (ברור שאם מחיר הדלק יעלה בעוד עשרות אחוזים אז יש לבחון הנחה זו שנית). במודל שלנו הצמדנו את שני הגורמים והנחנו עליית מחיר בשנים 05, 06 וירידה בשנת 2007 ואילך. בטווח ארוך אנו מניחים ירידת מחירים עקבית של 2.0% מידי שנה בהתאם לתחזיות IATA.

משקלול שלושת הנחות אלו נובע כי תחזית ההכנסות מהטסת נוסעים, תגדל מהיקף חזוי של כ- \$1,269 מליון השנה עד לכ- \$1,533 מליון בט"א ותיעצר ברמה זו. תחזית זו מתבססת על התסריט עיקרי – יציבות גיאופוליטית. כמובן שלהרעה במצב הביטחוני או לשלום באזור יהיו השלכות משמעותיות על יכולת הצמיחה של החברה.

הכנסות ממתען: תחזיותינו להכנסות אל על מהטסת מטענים לוקחות בחשבון המשך שיפור במצב המאקרו כלכלי ובמחזור העסקים בישראל, גידול בפעילות המטענים במזרח הרחוק ואסיה וזאת במקביל להמשך חשיפת התחום לתחרות בשוק המקומי. הנחות אלו הביאו אותנו להערכה שהכנסות אל על בתחום המטענים יראו בשנים הקרובות גידול של 3%-4% ולאחר מכן התייצבות בצמיחה של 2.5% מידי שנה, בזכות צמיחה הממוצעת בעולם בטווח הארוך (GDP). החברה יכולה לגדול באופן משמעותי בהכנסות החברה מהטסת מטען בין יעדים שונים שלא דרך נתב"ג, אם תצטייד במטוסים נוספים. אנו משאירים תחום זה כ- Upside אפשרי.

הוצאות הפעלה

הסעיפים המשמעותיים ביותר מתוך הוצאות ההפעלה של החברה הם הוצאות הדלק והוצאות השכר של החברה המהוות יחדיו כ- 50% מהוצאות ההפעלה של החברה. הוצאות משמעותיות נוספות הן אגרות ושירותים (הוצאה שנתית של \$130-\$140 מליון), הוצאות אחזקת מטוסים (כ- \$50 מליון לשנה), הוצאות מעבר אווירי ותקשורת (כ- \$60 מליון) והוצאות פחת (כ- \$85 מליון). הוצאות נוספות הנכללות המסגרת הוצאות ההפעלה הם הוצאות מזון וצידה, הוצאות ביטחון, הוצאות ביטוח, דמי חכירת מטוסים, הוצאות צוותי אויר.

דלק: מחיר גלון בממוצע בשנות התשעים עמד על כ- 65-70 סנט. בשנת 2005 צפויה אל על לפעול עפ"י מחיר כפול מכך ובשנת 2006 המחיר צפוי להיות גבוה אף יותר, כפי שניתן לראות בגוף העבודה.

אנו מעלים את תחזיות להוצאות הדלק, אם בעבר הערכנו כי מחיר הדלק יכול לחזור בטווח ארוך של מספר שנים עד כדי 90-100 סנט לגלון הרי שהיום אנו לוקחים בחשבון מחיר נפט שירד בהדרגה וייתייב של רמה של לא פחות מ-\$1.50 לגלון.

תחזית להוצאה על הדלק:

2010	2009	2008	2007	2006	2005	
319	306	292	286	280	270	גלונים נצרכים - מליון
1.50	1.50	1.58	1.67	1.83	1.60	מחיר לגלון-סנט
480	460	463	477	512	432	הוצאות על דלק \$M

הוצאות פחת: הוצאות הפחת של החברה מורכבות בעיקר מהפחתת המטוסים ששוויים בספרים עומד כיום על כ- \$1.1B. שיעור ההפחתה של המטוסים עומד בד"כ על 4%. לחברה נותר להפחית ב- 20 השנים הבאות סכום של כ- \$45-\$60 מליון דולר לשנה. בהנחה שירכשו מטוסים נוספים, כפי שהערכנו בסעיף ההשקעות, יעלה הפחת השנתי לכ- \$65-\$86 מליון. הפחת לצורכי מס ברכישת מטוסים נעשה עפ"י 3 שנים בלבד. אנו נהגנו כך בהתאם במודל, עפ"י הערכתנו להשקעות העתידיות במטוסים.

הוצאות התפעול (מכירה הנהלה וכלליות)

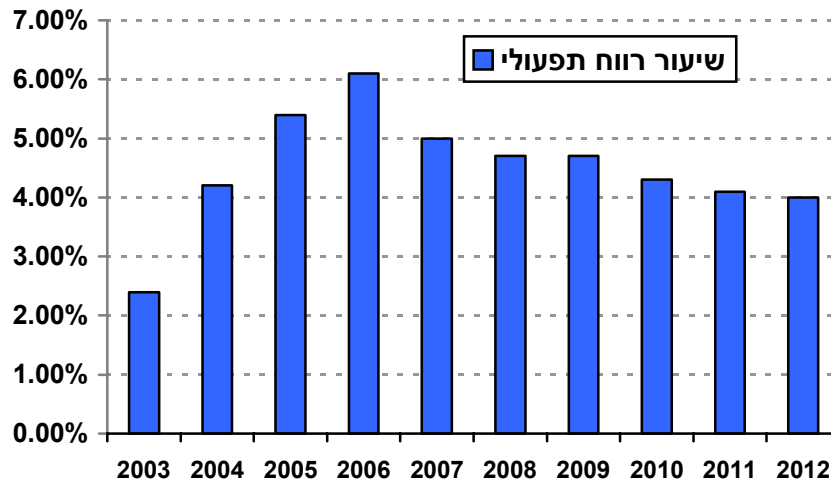
הוצאות המכירה של החברה כוללות בעיקר עמלות לסוכנים וכן הוצאות שכר, פרסום ויחסי ציבור. החברה שמה דגש משמעותי בשנים האחרונות על הורדת רמת ההוצאות לסוכני הנסיעות. החל מינואר 2004 ירדה העמלה הקבועה לסוכנים ל- 7.0%. אנו מעריכים כי מצב זה ישמר גם בטווח הארוך למרות שאל על שואפת להמשיך בתהליך הורדת העמלות.

שיעורי הרווח המתקבלים במודל

תעשיית התעופה היא תעשייה הפועלת במחזורי עסקים חדים, – דבר שמשפיע כמובן גם על התוצאות הכספיות. בשנים שצפויים להיות טובות עשויות חברות יעילות להגיע לשיעורי רווחיות נאים ובשנים קשות עשויה התעשייה להפסיד. בשנים 1996-2000 עמדה התעשייה כולה על רווחיות תפעולית מצטברת של 7.5%-10% בעוד שבשנים האחרונות עברה התעשייה להפסד.

אנו מאמינים שבהערכת השווי שיקפנו את ממוצע ארוך הטווח של הרווחיות שצפויה אל על להשיג. לקחנו את השנים הקרובות כתקופת שיא (06 כשנת שיא ברווחיות תפעולית) וירדנו בהדרגה עד שיעור רווח של 4.0% בט"א.

תחזית לשיעור הרווח התפעולי במודל:



השקעות

בשנים האחרונות עצרה החברה את מדיניות רכש המטוסים, דבר שאפשר הורדת החוב ומתן מרחב נשימה רב יותר. כל שנה נוספת של אי רכש מטוסים צפויה להוסיף ערך משמעותי לחברה עפ"י תמחור DCF. אנו צפויים לראות לפחות עוד שנתיים כאלו.

תוכנית ההצטיידות החדשה כוללת רכש מטוסים שמרבית התשלום בגינם יהיה בשנים 2007 או 2008. אנו לקחנו עד היום הנחת עבודת דומה בהערכת השווי כך שאין שינוי מבחינתנו בהשקעות הצפויות.

במודל הערכת השווי אנו לוקחים בחשבון שנתיים של הפסקה ברכש מטוסים והחל משנת 2011, הצטיידות מידי שנה במטוס חדש. הנחה זו היא שמרבית לאור האפשרות של החברה להיעזר החכירות לטווח קצר. אם מניחים שמטוס חדש ירכש מידי שנה וחצי סעיף ההשקעות מצטמצם משמעותית ושווי החברה עולה.

חוב פיננסי

לחברה חוב רחב היקף של \$744 מליון (נכון ל-30.06.05). למול זה ברשות החברה מזומנים ושווי מזומנים של כ-\$222 מליון. כנגד ההלוואה שנלקחה ברובה מבנקים בישראל משועבדים רוב מטוסיה של החברה.

בנוסף לחברה חוב לעובדים של כ-\$145 מליון בגין סיוע יחסי עובד מעביד. סכום זה הוא החלק שלא הופרש לקופות פיצויים עד כה. מתוך סכום זה התחייבה המדינה להעביר את תמורת ההנפקה (בהווה ובעתיד) לחברה, לצורך כיסוי חלק מהחוב הנ"ל. בהערכת השווי צירפנו את החוב (בנטרול חלק המדינה) לחוב הפיננסי של החברה.

שיעור הון WACC-

מרבית המימון של החברה מגיע מחוב בנקאי בריבית של לייבור + 1.18%-2.23%. אנו לוקחים את הלוואה עפ"י שווי שוק החוב, ובהתאם עפ"י הלייבור העדכני. מכאן שמחיר החוב של החברה עומד היום על 5.8%-6.8%.

לאור העלייה ברמת הסיכון הנובעת מאימי שוק האנרגיה אנו מעלים את שיעור ההון של 10% (קודם 9%) וכך את התשואה הנדרשת לבעלי המניות מ- 15% ל- 18%. יש לציין כי אם מחירי הדלק ירדו יתכן ונראה לנכון לקחת שיעור הון נמוך יותר, למרות העלייה בעלות החוב, ובכך עשוי שווי החברה לעלות.

תמורת מימוש כתבי אופציות (סדרה 1)

במסגרת ההנפקה מכרה החברה 100 מליון כתבי אופציות (כיום נותרו כ-96 מליון) הניתנים למימוש בין התאריכים 19.12.04-05.06.07, תמורת מחיר מימוש של 1.34 ש"ח (צמוד מדד). אנו הנחנו מימוש מלא של האופציות המצויות עמוק בכסף. מהלך שכזה צפוי לתרום בעתיד הכנסה של כ-30 מליון לחברה במקביל להגדלת הון המניות מכ- 400 מליון מניות ל- 495.7 מליון מניות. אנו לקחנו תזרים זה בחשבון בחישוב שווי החברה כפי שניתן לראות בטבלה המצורפת בהמשך ומעריכים את שווי מניה בדילול מלא.

סיכום הערכת שווי :

M\$	
1,075	שווי פעילות ללא חוב (היוון 10%, צמיחה 4%)
-522	חוב פיננסי
-97	חוב בשל סיום יחסי עובד-מעביד
445.2	שווי פעילות ללא אופציות
28	שווי מימוש אופציות סדרה 1
484.4	סה"כ שווי
395.1	שווי שוק M\$ (בדילול מלא)
22%	פער

₪	\$	
4.53	0.97	שווי למניה (בדילול מלא)
3.68	0.76	מחיר שוק
22%	22%	פער

**הערכת שווי מלאה בעמוד 13.

סיכום והמלצה – מחזירים ל"קניה" ומעלים 4.50 ₪

אל על מנצלת היטב את העלייה החדה בתנועת הנוסעים והביקוש החזק ומגיעה לשיעורי תפוסה גבוהים במיוחד. שיעורי תפוסה אלו בשילוב עם העלאות מחירים שהחברה מבצעת, יוצרים שיפור בתוצאות הכספיות, למרות העלייה החדה במחירי הדלק.

דווקא היותה של ישראל נקודת קצה, שכמות הנוסעים בה היא שולית ביחס למתרחש בעולם, מונעת תחרות פראית שיכולה להזיק לאל על בתקופה זו של מחירי הדלק כה גבוהים.

תוך שנתיים מאז הנפקת אל על היא הספיקה להחזיר חוב לזמן ארוך של כ-150\$ מליון ולצבור מזומן בקופה בהיקף של לא קרוב ל-200\$ מליון. בקצב הנוכחי, עד שתשלם אל על על המטוסים החדשים שרכשה, היא עשויה להתייצב על חוב פיננסי נטו הנמוך מ-300\$ מליון.

המשך עליות במחירי הנפט ואיתם הדס"ל בהחלט מהוות סיכון להתממשות התרחיש של שיפור הרווח ויצירת מזומנים בקצב מהיר. עם זאת, בניגוד לחברות תעופה מסוימות בעולם, במקרה של אל על אין מדובר בסיכון קיומי או סיכון לפעילות החברה. גם יעילותה היחסית גבוהה של אל על תורמת להקטנת הסיכון וגם נתח השוק הגבוהה מאוד בתנועת הישראלים הנוסעים.

לאור המשך תהליך השיפור בתוצאותיה של החברה הצפוי ברבעונים הבאים, ולאור התרחיש המרכזי בו אל על ממשיכה ליצר מזומנים בקצב מהיר, אנו מחזירים את המלצתנו ל"קניה" ומעלים את מחיר היעד ל-4.5 ₪ בהתאם להערכת השווי.

מודל תזרים מזומנים – \$M

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
2,006	1,951	1,898	1,854	1,821	1,822	1,819	1,656	סה"כ הכנסות
2.8%	2.8%	2.3%	1.8%	-0.1%	0.2%	9.8%	19.4%	שינוי משנה קודמת
1,590	1,539	1,486	1,428	1,403	1,398	1,395	1,279	הוצאות הפעלה
3.4%	3.6%	4.0%	1.8%	0.4%	0.2%	9.1%	19.4%	שינוי משנה קודמת
416	412	412	426	418	424	424	377	רווח גולמי
20.7%	21.1%	21.7%	23.0%	23.0%	23.3%	23.3%	22.8%	שיעור רווח גולמי
235	235	235	244	239	239	216	197	הוצאות מכירה
11.7%	12.0%	12.4%	13.1%	13.1%	13.1%	11.9%	11.9%	שיעור הוצאות מכירה
100	98	96	95	94	94	97	91	הוצאות הנהלה
5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.2%	5.3%	5.5%	שינוי משנה קודמת
81	79	81	88	85	92	111	89	רווח תפעולי
4.0%	4.1%	4.3%	4.7%	4.7%	5.0%	6.1%	5.4%	שיעור רווח תפעולי
103	103	103	103	103	103	103	103	פחת והפחתות
184	183	184	191	189	195	214	192	EBITDA
9.2%	9.4%	9.7%	10.3%	10.4%	10.7%	11.8%	11.6%	שיעור EBITDA
75	71	70	74	69	73	89	65	רווח לפני מס
125	145	18.5	19	125.5	130	18.5	19	רכישת רכוש קבוע CAPEX
59	38	166	172	63	65	195	173	תזרים מזומנים חופשי
2.9%	1.9%	8.7%	9.3%	3.5%	3.6%	10.7%	10.4%	שיעור תזרים
27.5	19.4	93.5	106.9	43.1	48.9	161.5	157.3	סכום מהוון