

מועד הפרסום: 17 בנובמבר 2010

יקירה אזיאל

אל על

העלאת המלצה מ"תשואת שוק" ל"תשואת יתר"

עדכון מלא

תשואת יתר

סיכון גבוה

אל על פרסמה הבוקר את דוחותיה לרבעון השלישי של 2010, שהיו מצוינים.

החברה הציגה שיפור ניכר לכל אורך הדו"ח. המשך עלייה במכירות תוך ירידה, הן בשיעור הוצאות ההפעלה והן בשיעור ההוצאות התפעוליות, הובילו לעלייה חדה ברווח הנקי. שיפור נרשם במרבית המדדים התפעוליים של החברה ברבעון המסוקר, כדוגמת קטעי נוסע סדיר ושכר (+6%) וטון מטען מוטס (+19%). במבט קדימה, אנו רואים בחיוב את מגמת השיפור בשלושת הרבעונים האחרונים, ומעריכים כי תוצאות הרבעון הרביעי ישמרו על המגמה החיובית, בעיקר על רקע מדיניות של שימת דגש על שיפור הרווחיות, שליטה ברמת ההוצאות, צעדי התייעלות ופיתוח מנועי צמיחה עתידיים לחברה.

עליה בהכנסות

הכנסות החברה ברבעון המסוקר עלו בכ-13%, בהשוואה לרבעון המקביל. זהו הרבעון השלישי ברציפות בו מדווחת החברה על גידול נאה בהכנסות. הגידול בהכנסות אפיין את שני תחומי הפעילות של החברה: מטוסי נוסעים ומטוסי מטען. ההכנסות מנוסעים גדלו, הן כתוצאה מגידול במספר הנוסעים ברבעון, והן מגידול בתשואה לנוסע קילומטר. בתחום המטען, עיקר הגידול בהכנסות הינו תוצאה של גידול בנפח המטען ומגידול בתשואה להון ק"מ.

שיפור נאה ברווח הגולמי

העלייה בהכנסות הובילה לשיפור ברווחיות הגולמית, מרמה של 19.2% ברבעון המקביל, ל-24.1% ברבעון המסוקר, זאת חרף גידול בהוצאות הדס"ל שעלה ברבעון ב-16%, וגידול בהוצאות השכר ובהוצאות חכירת מטסים. שיעור הוצאות ההפעלה מהמכירות ירד מרמה של 80.8% ברבעון המקביל, ל-75.9% ברבעון המסוקר. להערכתנו, מגמה זו של שיפור בהוצאות ההפעלה (רבעון מול רבעון מקביל), צפויה להמשך גם ברבעונים הקרובים.

אל על מציגה שיפור ברווח התפעולי

השיפור הניכר במכירות וברווחיות הגולמית, שורשרה לשורת הרווח התפעולי שהסתכם בכ-55 מיליון דולר, לעומת כ-23 מיליון דולר המקביל. מתחילת השנה הסתכם הרווח התפעולי בכ-66 מיליון דולרים, זאת לעומת הפסד של כ-43 מיליון דולרים בתקופה המקבילה אשתקד. הרווחיות התפעולית הסתכמה ברבעון המסוקר ב-9.9%, לעומת 4.8% ברבעון המקביל. ירידה בשיעור ההוצאות התפעוליות תרמה אף היא לשיפור ברווח התפעולי ובשוליו.

...ומדווחת על עלייה חדה ברווח הנקי

לאור כל זאת, ולאור ירידה בהוצאות המימון (שהסתכמו ברבעון המסוקר בכ-8.5 מיליון דולרים, לעומת 13 מיליון דולר ברבעון המקביל), רשמה אל על גידול חד ברווח הנקי שהסתכם ב-42.5 מיליון דולרים ברבעון המסוקר, לעומת 12.3 מיליון דולר ברבעון המקביל. בהתאם, נרשם שיפור ניכר ברווחיות הנקייה מרמה של 2.5% ברבעון המקביל, לרמה של 7.6% ברבעון המסוקר.

הערכנו את השווי התפעולי של אל על לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). שיעור ההיוון שנלקח לצורך הערכת השווי הינו 11.5% ושיעור הצמיחה לטווח ארוך הינו 2.0%. ממודל זה נגזר לאל על שווי כלכלי של כ-214 מיליון דולר, ומחיר יעד למנייה של 1.59 ש"ח למנייה, כ-15% מעל מחירה בשוק. לפיכך, אנו מעלים את המלצתנו למניית החברה מ-"תשואת שוק" ל-"תשואת יתר".

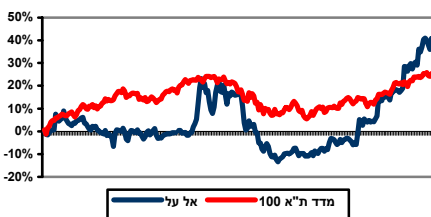
מחיר יעד:	1.59 ש"ח
מחיר נוכחי:	1.38 ש"ח

המלצה קודמת: תשואת שוק

נתוני מסחר:

מספר נייר	1087824
סימול	אלעל
טווח מחיר המניה (52 שבועות):	0.83-1.38 ש"ח
שווי שוק נוכחי:	686.6 מיליון ש"ח
מכפיל רווח 4 רבעונים (היסטורי):	N/A
מכפיל הון:	1.27
מחזור יומי ממוצע (3 ח"ן):	1.27 מיליון ש"ח
מדד ת"א 100:	1149.6 נקודות

ביצועי המניה (12 חודשים)



תיאור החברה:

החברה משמשת כמוביל האווירי הנקוב של מדינת ישראל במרבית הקווים הבינלאומיים הפועלים מישראל ואליה. עיקר פעילותה של החברה מתמקדת בהובלה אווירית של נוסעים ומטען בין ישראל וח"ל באמצעות מטוסי נוסעים ומטוסי מטען.

נתונים עיקריים (מיליוני \$, למעט רווח למניה)

	3Q10	לעומת המקביל	לעומת הקודם
הכנסות	561.2	496.1	498.5
חוח גולמי	135.0	95.4	97.6
חוח תפעולי	55.6	23.8	25.0
רווח נקי	42.5	12.3	14.8
חוח למניה	0.09	0.02	0.03
שולי חוח גולמי	24.1%	19.2%	19.6%
שולי חוח תפעולי	9.9%	4.8%	5.0%
שולי רווח נקי	7.6%	2.5%	3.0%

בעלי מניות עיקריים:

כנפיים	39.3%
גינצבורג פנחס	8.7%
עובדי אל על- נאמנות	6.1%
הון צף	37.05%

כל נתוני הבורסה בדו"ח מעודכנים לתאריך 17-11-2010

אלא אם כן צוין אחרת ראה הערות וביאורים בסוף הדו"ח

ראה/י אזהרות וגילוי נאות בעמוד 3

מזה שלושה רבעונים מציגה אל על שיפור ניכר בתוצאותיה הכספיות. עלייה חדה במכירות בשלושת הרבעונים הראשונים של 2010, בשיעור של כ-19% תוך ירידה הן בשיעור הוצאות ההפעלה והן בשיעור הוצאות התפעוליות, העבירו את החברה מהפסד בשנים 2008-2009, לרווח מאז תחילת 2010.

שיפור נרשם במרבית המדדים התפעוליים של החברה מאז תחילת השנה, כדוגמת קטעי נוסע סדיר ושכר (+7%), תפוסת נוסעים (+1%) וטון מטען מוטס (+17%).

במבט קדימה, אנו רואים בחיוב שיפור זה, ומעריכים כי המגמה החיובית תוסיף ותאפיין את ביצועי החברה גם בעתיד. הערכותינו מתבססות על ההנחות הבאות: א. המשך התאוששות הכלכלה, אם כי בקצב מתון, ועלייה בתנועת הנוסעים והמטענים ברבעונים הבאים. ב. צפי להמשך גידול במכירות, על רקע נקיטת צעדים אסטרטגיים, כדוגמת: שיפור בפעילות המטען, יצירת הסכמי "קוד משותף" (Code Share) עם חברות תעופה נוספות, פיתוח מנועי צמיחה נוספים, המשך שיפור כושר הייצור והשקת קו הטיסות לאילת (כאשר רווחיות הקו טמונה בהפעלת טיסות המשך לחו"ל).

חרף כל זאת, אנו מעריכים כי הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת עבור ענף התעופה כולו, בכלל אל על. בנוסף, אנו מעריכים כי יקשה על המשק לשמור על קצב הצמיחה שאפיין אותו עד כה. התמתנות בשיעורי הצמיחה עלולה אף היא להקרין לשלילה על תוצאותיה של אל על.

ההתאוששות הכלכלית הובילה לעלייה בתנועת הנוסעים והמטענים

מגמת ההתאוששות בכלכלה המקומית והגלובלית הובילה לעלייה ניכרת בתנועת הנוסעים והמטענים, יחסית לתקופה המקבילה. על פי נתוני יאט"א (ארגון חברות התעופה הבינלאומיות) נרשמה בתשעת החודשים הראשונים של 2010 עלייה בשיעור של 8.3% בתנועת הנוסעים, ועלייה של 25.1% בהובלה העולמית של מטענים. שיפור נרשם גם בשיעור התפוסה המשוקלל בטיסות נוסעים לכדי 78.7% בחציון, לעומת 75% בתקופה המקבילה אשתקד.

בנוסף, עדכנה יאט"א בחודש ספטמבר את תחזיותיה, לפיהן עתידות חברות התעופה להרוויח בשנת 2010 כ- 8.9 מיליארד דולר, זאת לעומת תחזית קודמת מחודש יוני לרווח של 2.5 מיליארד דולר. השיפור בתחזית התבסס על: צפי לגידול בביקושים לצד צעדי התייעלות שננקטו על ידי חברות התעופה, וכן מדיניות זהירה של ניהול קיבולת המושבים על ידי החברות שהובילה לשיפור ניכר בתשואה לנוסע ובהכנסות.

בהסתמך על דו"ח רשות שדות התעופה בישראל עלתה תנועת המטוסים בנתב"ג ברבעון השלישי ב- 5.3%. כמו כן, נרשמה עלייה של 9.5% בתנועת הנוסעים בנתב"ג באותה התקופה. עלייה נרשמה גם במספר הנוסעים באל על ובסאן דור ברבעון השלישי של השנה, אם כי בשיעור נמוך יותר של 3.8%. לפיכך, חלה ירידה בנתח השוק של אל על לכדי 33.9%, לעומת 34.6% ברבעון המקביל אשתקד. אנו מעריכים כי תוצאות הרבעון הרביעי יוסיפו להיות טובים. עם זאת, הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת בעיקר לנוכח הצמיחה הנמוכה בשוקים המפותחים, ובעיקר באירופה. שיעורי הצמיחה הנמוכים עלולים להערכתנו להקרין לשלילה על קצב השיפור בתוצאותיה של אל על.

צפי להמשך שיפור במכירות

להלן הצעדים האסטרטגיים הצפויים להערכתנו לתמוך בשיפור הכנסות החברה ברבעונים הקרובים:

א. יצירת הסכמי "קוד משותף" (Code Share) עם חברות תעופה נוספות צפויה להערכתנו להגדיל את פרישת הקווים של החברה ולשפר את השירות. בחודש אוגוסט חתמה אל הסכם לשיתוף פעולה עם ג'ט בלו, המפעילה טיסות פנים ארציות בארה"ב. ההסכם החדש צפוי להתחיל בחודש נובמבר 2010 ויאפשר לחברה להרחיב את מגוון יעדי ההמשך בארה"ב, אמריקה הלטינית והקריביים. בנוסף, נחתם הסכם עם Air China, חברת תעופה סינית ומתקיימים מגעים עם חברות תעופה הודית ורוסית.

ב. שיפור בפעילות המטען. בפברואר 2010 חכרה אל על מטוס מטען נוסף מתוך כוונה להגדיל את נתח פעילות המטען (המהווה כיום 3.3% מכלל ההכנסות), תוך שיפור הרווחיות המאפיינת אותה.

ג. פיתוח מנועי צמיחה נוספים, כדוגמת שירותי תחזוקת מטוסים וביטחון לחברות תעופה אחרות.

ד. שיווק חבילות תיור באמצעות שיתופי פעולה עם חברות תיירות ובתי מלון.

ה. המשך שיפור כושר הייצור באמצעות הגדלת היצע המושבים (ASK). מתחילת השנה הגדילה אל על את היצע המושבים ב- 4%.
ואת מספר הנוסעים כפול המרחק המוטס (RPK) ב- 5%. כתוצאה מכך נרשמה עלייה בשיעור התפוסה המשוקלל לכדי 81.8%,
לעומת 80.7% ברבעון המקביל.

ו. השקת קו הטיסות לאילת. במהלך הרבעון המסוקר החלה אל על להפעיל 3 טיסות יומיות לאילת, המהוות כ-16% מנתח השוק. עם
זאת, נציין כי רווחיות הקו טמונה בהפעלת טיסות המשך לחו"ל.

שימת דגש על שיפור הרווחיות

תחת ההנהלה החדשה נקטה החברה בצעדי התייעלות העשויים להערכתנו להוביל את מגמת השיפור ברווחיותה.

א. שכירתה של חברת הייעוץ, לופטהנזה קונסטנטין, בחודש ינואר השנה, לצורך בחינת תהליכים ניהוליים ומסחריים הטעונים שיפור.

ב. שיפור המדיניות המסחרית. במהלך המשבר הכלכלי נהגה אל על למכור מראש כרטיסי טיסה במחירים מוזלים על מנת להבטיח
את מכירתם (BOP- Back of Plan). מדיניות זו לא הוכיחה עצמה והסבה לחברה הפסדים רבים.

ג. שמירה על שיעור תפוסת נוסעים גבוה. בשלושת הרבעונים האחרונים של שנת 2010 הגדילה החברה את היצע המושבים שלה
(ASK) בכ-4%. כתוצאה מכך נרשמה עלייה בשיעור התפוסה המשוקלל מרמה של 80.7% ברבעון המקביל אשתקד לכדי 81.8%
ברבעון הנוכחי.

להערכתנו אל על תציג המשך שיפור בתוצאותיה הכספיות במהלך הרבעונים הקרובים, בעיקר על רקע שימת דגש על שיפור
ברווחיות, שליטה ברמת הוצאות, צעדי התייעלות ופיתוח מנועי צמיחה עתידיים לחברה. עם זאת, הסביבה העסקית המאתגרת
בה פועלת החברה בשילוב הערכות כי קצב הצמיחה הכלכלית יואט מחזקות את הערכתנו לפיה השיפור צפוי להיות הדרגתי.

ההמלצה

הערכנו את השווי התפעולי של אל על לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). שיעור ההיוון שנלקח לצורך הערכת השווי הינו
11.5% ושיעור הצמיחה לטווח ארוך הינו 2.0%. על רקע המחזוריות המאפיינת את התעשייה הנחנו התאוששות הדרגתית בתוצאות
החברה לאורך שנות התחזית, כאשר כבר ברבעון השני של שנת 2010 אנו עדים למעבר לרווח תפעולי ונקי חיוביים, מגמה אשר
תמשך להערכתנו גם ברבעונים הקרובים.

ממודל זה נגזר לאל על שווי כלכלי של כ-214 מיליון דולר, ומחיר יעד למנייה של 1.59 ש"ח למנייה, כ- 15% מעל מחיר בשוק.
לפיכך, אנו מעלים את המלצתנו למניית החברה ל- "תשואת יתר".

P&L Model -					מודל רווח והפסד - אל על																
EL AL																					
3Q10																					
התבסס באופן יחסי (למעט רווח למניה)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	FY09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	FY10E	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	FY11E	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E		
הכנסות הפעולה	346,667	399,432	496,059	413,675	1,655,833	420,484	498,526	561,203	452,974	1,933,197	446,985	530,432	599,365	482,870	2,059,652	2,185,291	2,305,482	2,409,228	2,457,413		
שיעור גידול בן שנה לשנה	-26.1%	-28.3%	-18.3%	-10.5%	-21.0%	21.3%	24.8%	13.1%	9.5%	16.8%	6.3%	6.4%	6.8%	6.6%	6.5%	6.1%	5.5%	4.5%	2.0%		
הוצאות הפעולה	327,934	353,107	400,654	362,555	1,444,250	363,582	400,946	426,182	366,909	1,557,619	361,164	429,650	481,290	390,159	1,662,263	1,763,530	1,851,302	1,934,610	1,975,760		
שיעור גידול בן שנה לשנה	-21.1%	-27.5%	-15.4%	-9.3%	-18.7%	10.9%	13.5%	6.4%	1.2%	7.8%	-0.7%	7.2%	12.9%	6.3%	6.7%	6.1%	5.0%	4.5%	2.1%		
שיעור הוצאות הפעולה מההכנסות	94.6%	88.4%	80.8%	87.6%	87.2%	86.5%	80.4%	75.9%	81.0%	80.6%	80.8%	81.0%	80.3%	80.8%	80.7%	80.7%	80.3%	80.3%	80.4%		
רווח גולמי	18,733	46,325	95,405	51,120	211,583	56,912	97,580	135,021	86,065	375,578	85,821	100,782	118,075	92,711	397,389	421,761	454,180	474,618	481,653		
שולי רווח גולמי	5.4%	11.6%	19.2%	12.4%	12.8%	13.5%	19.6%	24.1%	19.0%	19.4%	19.2%	19.0%	19.7%	19.2%	19.3%	19.3%	19.7%	19.7%	19.6%		
שיעור גידול בן שנה לשנה	-65.0%	-34.2%	-28.5%	-18.4%	-33.9%	203.8%	110.6%	41.5%	68.4%	77.5%	50.8%	3.3%	-12.6%	7.7%	5.8%	6.1%	7.7%	4.5%	1.5%		
הוצאות מכירה	41,405	47,629	49,343	44,585	182,962	45,881	49,080	54,596	48,468	198,025	48,721	57,287	58,738	52,150	216,896	229,456	242,076	257,787	267,858		
אחוז הוצאות מכירה מהכנסות	11.9%	11.9%	9.9%	10.8%	11.0%	10.9%	9.8%	9.7%	10.7%	10.2%	10.9%	10.8%	9.8%	10.8%	10.5%	10.5%	10.5%	10.7%	10.9%		
שיעור גידול בן שנה לשנה	-24.1%	-22.1%	-22.7%	-7.2%	-19.8%	10.8%	3.0%	10.6%	8.7%	8.2%	6.2%	16.7%	7.6%	7.6%	9.5%	371.0%	322.6%	338.9%	18.0%		
הוצאות הנהלה וכליות	21,348	21,783	21,137	24,294	88,562	23,861	22,760	23,189	24,461	94,271	24,137	27,582	28,170	25,109	104,999	111,450	119,885	125,280	127,785		
אחוז הוצאות הנהלה וכליות מהכנסות	6.2%	5.5%	4.3%	5.9%	5.3%	5.7%	4.6%	4.1%	5.4%	4.9%	5.4%	5.2%	4.7%	5.2%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%		
שיעור גידול בן שנה לשנה	-14.6%	-17.3%	-13.9%	14.5%	-8.8%	11.8%	4.5%	9.7%	0.7%	6.4%	1.2%	21.2%	21.5%	2.7%	11.4%	6.1%	7.6%	4.5%	2.0%		
הכנסות הפעול אחרות, נטו	1,534	(1,373)	(1,147)	(14,041)	(15,027)	(1,885)	(737)	(1,599)		(4,221)											
הכנסות הפעולות	61,219	70,785	71,627	82,920	286,551	71,627	72,577	79,384	72,929	296,517	72,859	84,869	86,908	77,259	321,895	340,905	361,961	383,067	395,643		
רווח הפעול (רווח הפעולה לפני הוצאות הפעול)	(42,486)	(24,460)	23,778	(31,800)	(74,968)	(14,715)	25,003	55,637	13,136	79,061	12,963	15,913	31,167	15,452	75,494	80,856	92,219	91,551	86,009		
שולי רווח הפעול	-12.3%	-6.1%	4.8%	-7.7%	-4.5%	-3.5%	5.0%	9.9%	2.9%	4.1%	2.9%	3.0%	5.2%	3.2%	3.7%	3.7%	4.0%	3.8%	3.5%		
שיעור גידול בן שנה לשנה	הפסד	הפסד	-52.8%	הפסד	הפסד	הפסד	רווח	134.0%	רווח	רווח	רווח	-36.4%	-44.0%	17.6%	-4.5%	7.1%	14.1%	-0.7%	-6.1%		
הכנסות (הוצאות) מימון נטו	(2,803)	(7,098)	(13,082)	(3,315)	(26,298)	(7,121)	(5,259)	(8,573)	(9,859)	(30,812)	(7,621)	(7,773)	(7,696)	(7,696)	(30,786)	(30,940)	(31,094)	(31,250)	(31,406)		
שיעור גידול בן שנה לשנה	-78.0%	-327.0%	30.3%	-86.7%	-41.0%	154.0%	-25.9%	-34.5%	197.4%	17.2%	7.0%	47.8%	-10.2%	-21.9%	-0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%		
רווח לפני מס	(45,289)	(31,558)	10,696	(35,115)	(101,266)	(21,836)	19,744	47,064	3,277	48,249	5,342	8,140	23,471	7,756	44,709	49,916	61,125	60,301	54,603		
הוצאות (הכנסות) מס	(5,450)	(11,777)	(1,563)	(5,734)	(24,524)	(5,304)	4,902	4,602	655	4,855	1,068	1,628	4,694	1,551	8,942	9,983	13,447	12,663	11,467		
שיעור מס אפקטיבי	הפסד	הפסד	-14.6%	הפסד	24.2%	הפסד	24.8%	9.8%	20.0%	10.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	22.0%	21.0%	21.0%		
חלק ברווח חברות כלולות, נטו	(1)	37	45	361	442	114	0	114		228	88	88	88	88	352	360	360	360	360		
רווח נקי	(39,840)	(19,744)	12,304	(29,020)	(76,300)	(16,418)	14,842	42,462	2,736	43,622	4,361	6,600	18,865	6,293	36,119	40,293	48,037	47,998	43,497		
שולי רווח נקי	-11.5%	-4.9%	2.5%	-7.0%	-4.6%	-3.9%	3.0%	7.6%	0.6%	2.3%	1.0%	1.2%	3.1%	1.3%	1.8%	1.8%	2.1%	2.0%	1.8%		
שיעור גידול בן שנה לשנה	הפסד	הפסד	-59.6%	הפסד	הפסד	הפסד	רווח	245.1%	רווח	רווח	רווח	-55.5%	-55.6%	130.0%	-17.2%	11.6%	19.2%	-0.1%	-9.4%		
רווח נקי מתוקן	(41,374)	(18,371)	13,451	(14,979)	(64,912)	(14,533)	15,396	43,905	2,736	47,418	4,361	6,600	18,865	6,293	36,119	40,293	48,037	47,998	43,497		
שולי רווח נקי מתוקן	-11.9%	-4.6%	2.7%	-3.6%	-3.9%	-3.5%	3.1%	7.8%	0.6%	2.5%	1.0%	1.2%	3.1%	1.3%	1.8%	1.8%	2.1%	2.0%	1.8%		
שיעור גידול בן שנה לשנה	הפסד	הפסד	-49.1%	הפסד	64.2%	הפסד	רווח	226.4%	רווח	רווח	רווח	-57.1%	-57.0%	130.0%	-23.8%	11.6%	19.2%	-0.1%	-9.4%		
מספר מניות בדילול מלא (באלפים)	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719	495,719		
רווח נקי ל-1 ש"ח ע"ב מניה מדולל	-0.08	-0.04	0.02	-0.06	-0.15	-0.03	0.03	0.09	0.01	0.09	0.01	0.01	0.04	0.01	0.07	0.08	0.10	0.10	0.09		
שיעור גידול בן שנה לשנה	הפסד	הפסד	-59.6%	הפסד	הפסד	הפסד	רווח	245.1%	רווח	רווח	רווח	-55.5%	-55.6%	130.0%	-17.2%	11.6%	19.2%	-0.1%	-9.4%		
רווח נקי מתוקן ל-1 ש"ח ע"ב מניה מדולל	-0.08	-0.04	0.03	-0.03	-0.13	-0.03	0.03	0.09	0.01	0.10	0.01	0.01	0.04	0.01	0.07	0.08	0.10	0.10	0.09		
שיעור גידול בן שנה לשנה	הפסד	הפסד	-49.1%	הפסד	הפסד	הפסד	רווח	226.4%	רווח	רווח	רווח	-57.1%	-57.0%	130.0%	-23.8%	11.6%	19.2%	-0.1%	-9.4%		

הנכס במליוני ש"ח (למעט רווח למיני)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	FY09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	FY10E	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	FY11E	FY12E	FY13E	FY14E	FY14E
רווח תפעילי	(42,486)	(24,460)	23,778	(31,800)	(74,968)	(14,715)	25,003	55,637	13,136	79,061	12,963	15,913	31,167	15,452	75,494	80,856	92,219	91,551	86,009
בתוספת: פחת והפחתות	39,177	36,000	35,656	50,154	160,987	36,226	36,000	31,269	30,000	133,495	35,000	30,000	30,000	30,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
EBITDA	(3,309)	11,540	59,434	18,354	86,019	21,511	61,003	86,906	43,136	212,556	47,963	45,913	61,167	45,452	195,494	200,856	212,219	211,551	206,009
בזכי השקעות	(4,141)	(124,776)	(14,780)	(12,179)	(155,876)	(7,017)	(10,926)	(9,325)	(40,000)	(67,268)	(27,500)	(27,500)	(27,500)	(27,500)	(110,000)	(110,000)	(110,000)	(110,000)	(110,000)
תרום תפעילי	(7,450)	(113,236)	44,654	6,175	(69,857)	14,494	50,077	77,581	3,136	145,288	20,463	18,413	33,667	17,952	85,494	90,856	102,219	101,551	96,009
בזכי חס ששולם	5,450	11,777	1,563	5,734	24,524	5,304	(4,902)	(4,602)											
בזכי השקעות בתוך החודר	40,946	(18,698)	(10,453)	9,940	21,735	33,991	(37,137)	8,418	6,795	12,067	6,705	7,956	8,990	6,760	26,775	28,409	29,971	31,320	31,946
תרום נקי	(42,946)	(82,761)	56,670	1,969	(67,068)	(14,193)	82,312	64,561	(3,658)	133,222	13,758	10,456	24,676	11,192	88,719	62,447	72,248	70,231	64,063

NPV	752,210
בניכוי חוב נטו:	(538,092)
שווי נוכחי נטו	214,118
מספר מניות באלפים	495,719
שווי למניה לפי DCF (\$)	0.43
שער הדולר	3.69
שווי למניה לפי DCF (₪)	1.59
שער נוכחי	1.385
דיסקאונט	15%
wacc	11.5%
שיעור צמיחה פרמנטית	2.0%

		צמיחה פרמנטית				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
שיעור הון	9.5%	1.87	2.07	2.29	2.55	2.84
	10.0%	1.71	1.89	2.08	2.31	2.57
	10.5%	1.57	1.72	1.90	2.10	2.33
	11.0%	1.44	1.58	1.74	1.92	2.12
	11.5%	1.32	1.45	1.59	1.75	1.93

חדר מסחר למוסדיים		
	<p>אודי יצחקוב מנהל דסק אג"ח 03-5675164 ehud.itzhakov@mailpoalim.co.il</p>	<p>שמואל פלטיניק מנהל חדר מסחר 03-5676297 shmuel-platnick@mailpoalim.co.il</p>
<p>אוהד עוזרי 03-5675514 ohad.ozeri@mailpoalim.co.il</p>	<p>יואל נסים 03-5675518 yoel.nissim@mailpoalim.co.il</p>	<p>אג"ח ענת רונן 03-5675518 anat.ronen@mailpoalim.co.il</p>
<p>שלומי אוסקטו 03-5675649 shlomi.uskatu@mailpoalim.co.il</p>	<p>עופר עמר 03-5675136 ofer.amar@mailpoalim.co.il</p>	<p>מניות ואופציות מור תמר 03-5675717 mor.tamar@mailpoalim.co.il</p>
מחקר		
		<p>רחלי גרשון מנהלת יחידת המחקר 03-5675884 racheli.gershon@mailpoalim.co.il</p>
<p>משה סני אנליסט פיננסים 03-5675359 moshe.sani@mailpoalim.co.il</p>	<p>אורלי ניר אסטרטגית אג"ח 03-5676808 orly.nir@mailpoalim.co.il</p>	<p>ירון פרידמן אסטרטג מניות, כימיה וחברות אחזקה 03-5675871 yaron.fridman@mailpoalim.co.il</p>
<p>גדעון לינדנבאום אנליסט נדל"ן 03-5675078 gideon.lindenbaum@mailpoalim.co.il</p>	<p>תמר ברינקר אנליסטית נדל"ן + מט"ח 03-5674877 tamar.brinker@mailpoalim.co.il</p>	<p>דוד לוינסון אנליסט תקשורת, טכנולוגיה ופרמצבטיקה 03-5675428 david.levinson@mailpoalim.co.il</p>
	<p>מני כהן אנליסט אנרגיה 03-5675255 meny.cohen@mailpoalim.co.il</p>	<p>יקירה אזיאל אנליסטית מזון וקמעונאות 03-5674221 yakira.aziel@mailpoalim.co.il</p>
		<p>עידית קלי נוח מנהלת דסק שוקי הון גלובליים 03-5674073 edit.kelly-naveh@mailpoalim.co.il</p>
<p>עידן פיקלני אנליסט אסיה ופסיפיק 03-5674562 idan.pikelny@mailpoalim.co.il</p>	<p>אפי ליכט אנליסט אמריקה 03-5675626 efi.licht@mailpoalim.co.il</p>	<p>תמיר בראנץ אנליסט אירופה 03-5673049 tamir.baranes@mailpoalim.co.il</p>

הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

1. פרטי מכינת עבודת האנליזה:

שם האנליסטית: יקירה אזיאל
מס' סוג הרשיון: רשיון לייעוץ השקעות מרשות ני"ע, שמספרו 5835.
כתובת: בנק הפועלים בע"מ, יהודה הלוי 62 תל אביב.
השכלה: תואר ראשון בכלכלה, מאוניברסיטת תל אביב.
תואר שני במנהל עסקים מהאוניברסיטה הפתוחה.
ניסיון: ותק של 4 שנים כאנליסטית ביחידת המחקר וייעוץ ישיר ללקוח המוסדי,
אגף ני"ע ונכסים פיננסיים, בנק הפועלים

התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:

בנק הפועלים בע"מ
שד' רוטשילד 50 תל אביב
טל' 5673333 (מרכזיה)

2. גילוי נאות מטעם עורכי האנליזה:

אין לעורכי האנליזה ניגוד עניינים עליהם הם יודעים בעת פרסום עבודת האנליזה.

3. הערות לאנליזה:

3.1. סולם המלצות

- **תשואת יתר (OUTPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת יתר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת שוק (MARKET PERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת חסר (UNDERPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת חסר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

3.2. דרוג סיכון

- **סיכון גבוה (High Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה גבוה מסיכון השוק.
- **סיכון בינוני (Medium Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה דומה לסיכון השוק.
- **סיכון נמוך (Low Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה נמוך מסיכון השוק.

3.3. הערות ובאורים לגבי הדוח:

מחיר היעד מתייחס ל-12 החודשים הקרובים.

כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני ש"ח, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא בש"ח; כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני \$, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא ב-\$. מכפיל הרווח הינו מכפיל רווח (P/E) הנגזר מרווחיות החברה בארבעת הרבעונים המדווחים האחרונים וממחיר המניה כיום.

מכפיל רווח 4 רבעונים - מכפיל הרווח מחושב על סמך הרווח המצטבר שהציגה החברה ב-4 הרבעונים האחרונים. רווח מתוקן - הרווח המדווח, בניטרול הכנסות/הוצאות חד-פעמיות שאינן קשורות לפעילות העיסוק השוטפת של החברה. מכפיל רווח מתוקן - מכפיל רווח המחושב תוך שימוש ברווח המתוקן.

מחזור יומי ממוצע - מחושב על סמך הממוצע ב-3 החודשים האחרונים; לגבי חברות הנסחרות בבורסה בת"א הוא מוצג במיליוני ש"ח; לגבי חברות הנסחרות בארה"ב ובאירופה הוא מוצג במספר מניות.

טווח מחירי המניה - המחיר הגבוה והנמוך ביותר של המניה ב-52 השבועות האחרונים (מתואם לספליטים וכו').

4. שיטת הערכה בהן נעשה שימוש לצורך מחיר היעד:

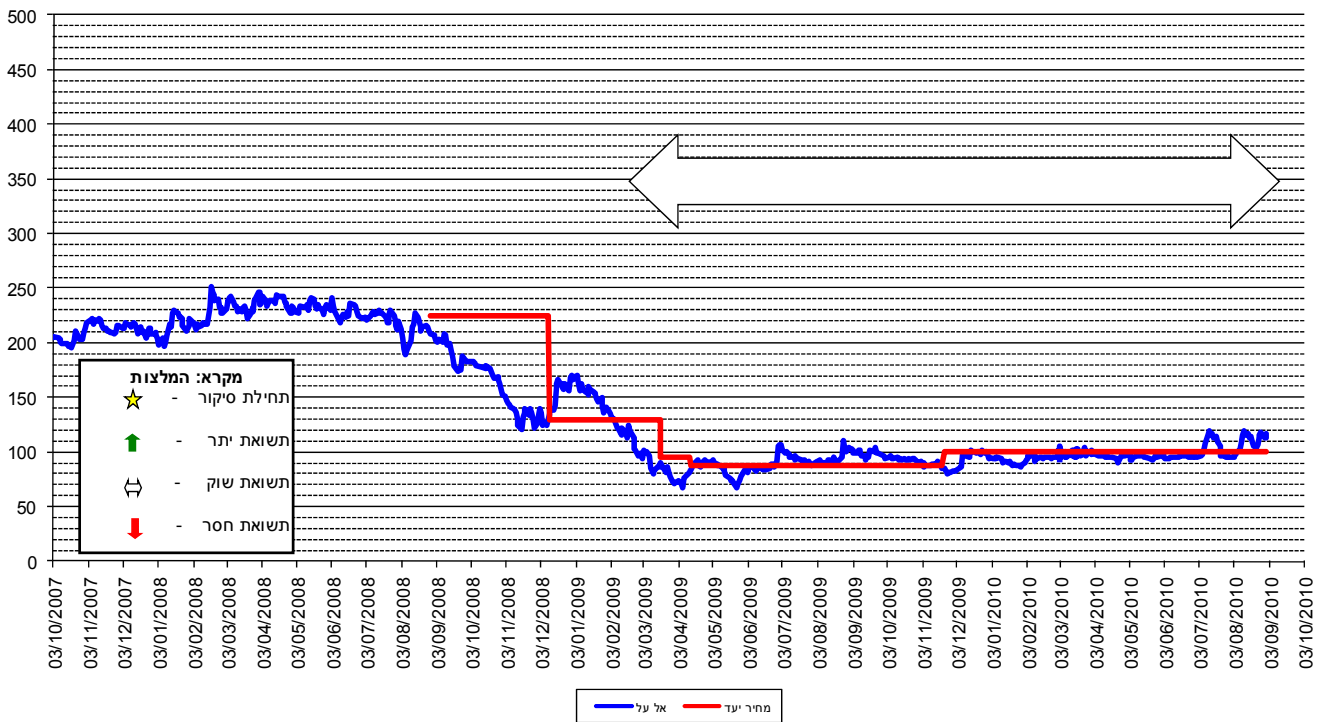
- שיטת המכפיל (P/E).
- שיטת המכפיל מנוכה הצמיחה (PEG).

5. סיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

- גלישה למלחמת מחירים "לא שפויה" במסגרת התגברות התחרות בשוק התעופה הישראלי
- החרפה במצב הביטחוני ו/או הפוליטי בישראל.
- האטה כלכלית גלובלית בכלל ובמשק הישראלי בפרט, אשר ישפיעו על הביקוש לטיסות פנאי ועל הביקוש לשילוח מטען.
- עליה בשיעור גבוה ובקצב מהיר של מחיר הדס"ל.
- חשיפה לשערי ריבית משתנים, כך שנטל החוב יפגע ברווחיות החברה.
- החברה חשופה לעלייה בערכו של השקל מול הדולר בעיקר בהוצאות שכר שוטפות והתחייבויות אחרות הנקובות בשקלים במאזן החברה (בעיקר בגין סיום יחסי עובד- מעביד).
- סכנת אסונות טבע והתפרצות מגיפות, שישפיעו על הביקוש לטיסות בעולם.
- הרחבת הקונסולידציה של חברות תעופה בינלאומיות, שתפר את מאזן הכוחות בתחרות בשוק התעופה הישראלי לרעת החברה.
- הכרזה על החברה כמונופול בהטסת נוסעים רגישי זמן (נוסעים עסקיים) ורגישי מחיר (נופש) ליעדים יוהנסבורג, הונג קונג, בנגקוק ובומביי.
- תלות בחברת בואינג- כל המטוסים בשרות החברה הם מתוצרת בואינג.
- החמרה במגבלות רעש ואיכות סביבה על ביצוע הטיסות.
- צירוף נתב"ג לשטח שיפוט עיריית לוד, שצפוי להגדיל את הוצאות החברה.
- ירידה במוסר התשלומים של לקוחות החברה.
- כשלון בהשגת אישורים, רשיונות ומסמכים הקשורים לפעילות החברה.
- חקיקה הפוגעת בפעילות החברה (דוגמת פיקוח על מחירים).
- תשלום פיצויים ללא כיסוי ביטוחי.
- סיכון העומד למערכות המידע של החברה.
- סיכון שבאובדן קניין רוחני ותלות במיתוג.
- סיכון שבאובדן הכשר הכשרות.
- סיכון שביכולת מוגבלת להעלות מחירים.

6. גרף מניית אל על ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.

התנהגות מניית אל על בשלוש השנים האחרונות מול מחירי היעד וההמלצות



7. הערות ואזהרות כלליות נוספות:

האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בו פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או הבנק לשם בירור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או הבנק או מי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה. הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל.

תוכנה של אנליזה זו מבוססת על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. האנליזה מהווה חומר מסייע ביעוץ, ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהו. עורך האנליזה ו/או הבנק לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.

בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או החזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שבהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף לייעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין באה במקומם. אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מהבנק בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או הבנק, הינם אסורים בהחלט.

אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע.

הבנק ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה, ועשויים לבצע, בין היתר, עסקאות שלא על פי האמור בדו"ח זה.

8. הצהרת האנליסטית:

אני, יקירה אזיאל, בעלת רישיון ייעוץ מספר 5835 מטעם רשות ני"ע, מצהירה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יקירה אזיאל

יחידת המחקר – האגף לני"ע ונכסים פיננסיים, בנק הפועלים: רח' יהודה הלוי 62, תל אביב 65227; טלפון: 03-5675269; פקס: 03-5676340; דואר אלקטרוני: research@bnhp.co.il; אתר האינטרנט של בנק הפועלים (בעברית, אנגלית ושפות נוספות): www.bankhapoalim.co.il.