



אלביט מערכות בע"מ



הערכת שווי

יוני 2011

תוכן עניינים

1	תקציר מנהלים	3
1.1	סיכום והמלצות לשער המניה ותשואה האג"ח	3
1.2	נתונים עיקריים	3
1.3	הנחות לתחזית תזרים מזומנים	4
1.4	ניתוח כושר החזר חוב	5
2	תיאור החברה ופעילותה	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
2.1	פעילות החברה	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
2.2	מבנה הבעלות בחברה	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
2.3	לקוחות מהותיים	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
3	ניתוח השוק	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
3.1	ניתוח השוק הביטחוני	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
3.1.1	תעשיית הביטחון בעולם	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
3.1.2	הוצאה עולמית לצרכי ביטחון	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
3.1.3	תעשיית הביטחון בישראל	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
3.2	פוטנציאל השוק הביטחוני העולמי	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
3.2.1	מוקדי ביקוש מרכזיים רלוונטיים שניתן לזהות בשוק הביטחוני:	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
4	תחרות	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
5	ניתוח S.W.O.T	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
5.1	עוצמות (STRENGTHS)	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
5.2	חולשות (WEAKNESSES)	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
5.3	הזדמנויות (OPPORTUNITIES)	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
5.4	איונים (THREATS)	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
6	נתונים פיננסיים	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
6.1	דו"ח רווח והפסד	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
6.2	מאזן	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
7	מתודולוגיה	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
7.1	שיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF)	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
7.2	שיטת בניית התזרים להיוון	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8	התחזית הכלכלית	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.1	הכנסות החברה	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.2	עלות המכר של החברה	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.3	הוצאות שיווק של החברה	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.4	הוצאות מחקר ופיתוח	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.5	הוצאות הנהלה וכלליות	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.6	הוצאות מימון	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.7	שיעור המס	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.8	ההתאמות לתזרים נעשו על פי ההנחות הבאות	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.8.1	גידול בהון חוזר	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.8.2	תוספת שיעור הפחת	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.8.3	השקעה ברכוש קבוע	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
8.9	תחזית תזרים מזומנים	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
9	היוון תזרים המזומנים	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
9.1	חישוב שער היוון	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
9.2	שווי החברה על פי תזרים מהוון	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.
10	סיכום	שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.

1 תקציר מנהלים

1.1 סיכום והמלצות לשער המניה ותשואה האג"ח

שווי החברה

8.9 מיליארד ₪, כ-19% מעל שווי השוק נכון לתחילת יוני 2011.

2.2	מכפיל הון	208	מחיר יעד (₪)
13.1	מכפיל רווח	175	מחיר נוכחי (₪)
169.6/204	ג/נ 12 חודש (₪)	19.0%	שינוי לעומת מחיר נוכחי
19,680	מחזור יומי ממוצע א' ₪	תשואת יתר	המלצה

הערכנו את מחיר היעד למניה ב-12 החודשים הבאים בסך 208 ₪, הגבוה ב-19% מהמחיר הנוכחי לפיכך המלצתנו היא תשואת יתר למניה.

תשואת אג"ח

לחברה רמת מינוף ונזילות סבירה ויחסי כושר החזר טובים. התנהלות החברה ומדיניותה הפיננסית שמרניים. החזר ההתחייבויות בשנים הבאות אינו תלוי במקורות מימון חיצוניים. גם לאחר חלוקת דיבידנד, החברה לא תידרש למחזור אשראי. הסיכון עבור בעלי האג"ח נמוך מאוד. התשואה העודפת של האג"ח על פני תשואה ממשלתית הולמת את הסיכון הגלום באג"ח. הציון הניתן לאג"ח הינו 9.1, המקביל לדירוג Aa2 של מדרוג, הנמוך מהדירוג בפועל, Aa1.

1.2 נתונים עיקריים

אלביט מערכות חברה רב-לאומית העוסקת במגוון רחב של טכנולוגיות מתקדמות, אלקטרוניות ואלקטרו-אופטיות משולבות, עבור השוק הביטחוני בעולם. תחומי העיסוק העיקריים: מערכות מוטסות, קרקעיות וימיות, מל"טים (מטוסים ללא טייס), מערכות שליטה, בקרה, תקשורת, מחשבים ומודיעין (CAISR), מערכות אלקטרו-אופטיות וטכנולוגיות חלל מתקדמות, חליפות לוחמה אלקטרונית, מערכות התראה למטוסים, מערכות ELINT, עורקי נתונים ותקשורת צבאית ורדיו. בנוסף, השבחת פלטפורמות צבאיות קיימות ובפיתוח טכנולוגיות ויישומים מתקדמים לתחומים צבאיים, ביטחון פנים ותעופה אזרחית. החברה נשלטת על ידי מיכאל פדרמן (מקום 7 ברשימת עשירי ישראל שווי נכסיו הוערך של כ-6.5 מיליארד ₪¹).

הכנסות ורווחיות

להלן נתוני הכנסות ורווחיות (במיליוני \$):

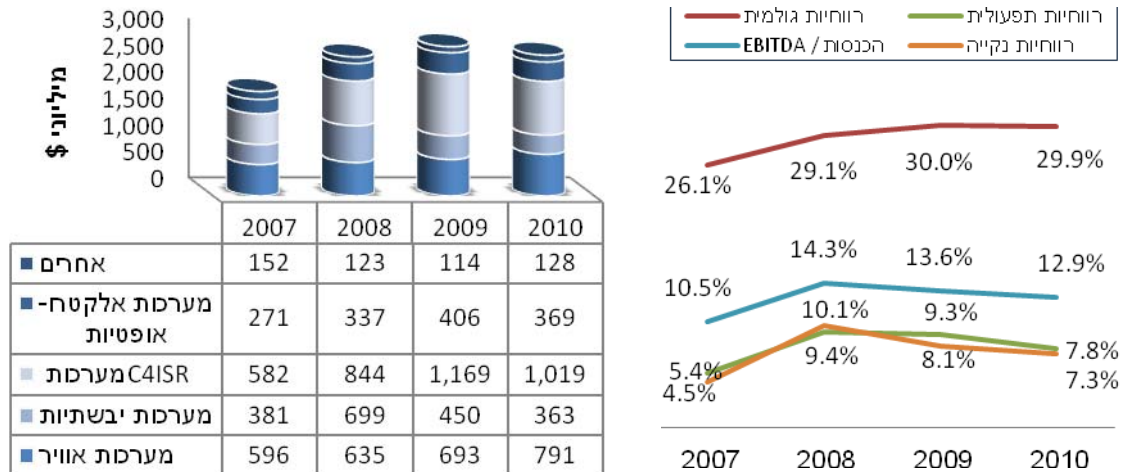
סעיף	2011 Q1	2010 Q1	2010	2009	2008	2007
הכנסות	620	618	2,670	2,832	2,638	1,982
רווח גולמי	186	185	798	849	767	516
רווח תפעולי	41	49	207	262	249	108
EBITDA	78	79	344	386	378	207
רווח נקי	29	53	195	229	267	90

להלן פילוח הכנסות החברה לפי תחומי פעילות ושיעורי רווחיות בשנים האחרונות:

ההכנסות מתחום מערכות האוויר מהווים מנוע צמיחה מהותי בשנת 2010 וברבעון I של 2011. ברוב התחומים האחרים חלה ירידה. החברה מדווחת כי הירידה בהכנסות נובעת מהתגברות בתחרות בשוקי הפעילות עקב מיזוגים בין חברות וכן כתוצאה מירידה בתקציב הביטחון הכולל

¹ דירוג מעריב 2010

עקב המשבר הכלכלי. הרווחיות הגולמית יציבה. בשנת 2010 חלה ירידה ברווחיות התפעולית עקב גידול בהוצאות ההנהלה וכלליות ומ"פ כתוצאה מאיחוד חברות אשר נרכשו במהלך 2010.



1.3 הנחות לתחזית תזרים מזומנים

1. שער ההיוון: 7.52%.
2. אחוז הצמיחה ארוך הטווח - 2%.
3. ההנחות הבאות הן תקציר ההנחות לתזרים התפעולי הנקי המובאות להלן בסעיף 8:
 - 3.1 הכנסות החברה
 - הכנסות החברה העתידיות מוערכות בהתאם לשינויים אשר חלו בהכנסות מתחומי הפעילות השונים בשנים האחרונות ותוך התחשבות בצפי לתחרות מוגברת בענף בשנים הקרובות עקב הירידה בתקציב הביטחון הכולל כתוצאה מהשפעות המשבר הכלכלי:
 - **הכנסות מתחום מערכות אוויר** – למרות הגידול המהותי בשנים האחרונות, הוערך גידול שנתי שמרני בשיעור הולך ופוחת עד לרמה של 2% בשנת 2013 והלאה.
 - **הכנסות מתחום מערכות יבשתיות** – למרות הירידה בשנים קודמות, עקב הגידול ברבעון הראשון של 2011 שחלקה נובע מרכישת חברות הפועלות בתחום, הוערך גידול שנתי בשיעור של 1% בשנת 2011 ושל 2% בשנת 2012 והלאה.
 - **הכנסות מתחום C4ISR** – באופן שמרני הערכנו המשך ירידה בהכנסות אולם בשיעור הולך ופוחת עד ליציבות בשנת 2013, וגידול של 2% בשנת 2014.
 - **הכנסות ממערכות אלקטרו-אופטיות** – הערכנו המשך ירידה בהכנסות אולם בשיעור הולך ופוחת עד ליציבות בשנת 2013, וגידול של 2% בשנת 2014.
 - **הכנסות מתחומים אחרים** – הוערך כי לא יחולו שינויים בהכנסות הללו בשנים הקרובות.
 - 3.2 עלות המכר של החברה - בשנים האחרונות מציגה החברה יציבות רבה ברווחיות הגולמית אך ירידה קלה ברווחיות התפעולית והנקייה. עקב הצפי לתחרות מוגברת בענף בשנים הקרובות, הוערך שיעור רווחיות גולמית נמוך בחצי אחוז משיעור זה בשנים האחרונות, למרות יציבותו בשנים האחרונות.
 - 3.3 הוצאות שיווק, מ"פ, הנה"כ ומימון – נלקחו בהתאם לשיעורן הממוצע בשנים האחרונות.
 - 3.4 שיעור המס - פעילות החברה מתבצעת במספר מדינות בעלות חוקי מיסוי שונים, שיעור המס העתידי הוערך על פי השיעור הממוצע בשנים 2008-2010.
 - 3.5 ההתאמות לתזרים נעשו על פי ההנחות הבאות:
 - ההשקעה בהון החוזר בשנים הבאות הוערכה לפי שיעוריה בשנים 2008-2010. שיעורי ההשקעה חושבו לפי הפער בין ימי אשראי לקוחות ומלאי וימי אשראי ספקים.

- **תוספת שיעור הפחת - הגידול הצפוי בפחת נקבע על פי שיעור הגידול הצפוי בהשקעה ברכוש קבוע לשנים הבאות.**
- **השקעה ברכוש קבוע - יציבה יחסית לאורך השנים. בהתאם לנתוני ההשקעה בשנים האחרונות, הוערך כי החברה תמשיך להגדיל את השקעתה ברכוש קבוע בשנים הבאות.**

תחזית תזרים מזומנים

להלן תחזית התזרים התפעולי הנקי בשנים 2011-2014 (מיליוני \$):

שנה	2014	2013	2012	2011
סך ההכנסות	2,851	2,798	2,761	2,717
עלות המכר	(2,010)	(1,972)	(1,947)	(1,916)
רווח גולמי	841	825	815	802
הוצאות מחקר ופיתוח	(250)	(245)	(240)	(236)
הוצאות מכירה ושיווק	(247)	(242)	(239)	(230)
הוצאות הנהלה וכלליות	(143)	(140)	(138)	(139)
EBIT	202	198	197	197
תוספת פחת	164	161	156	149
הפחתת CAPEX	(153)	(150)	(145)	(138)
השקעה נדרשת בהון חוזר	(19)	(13)	(16)	(17)
תזרים תפעולי נקי	146	149	146	145

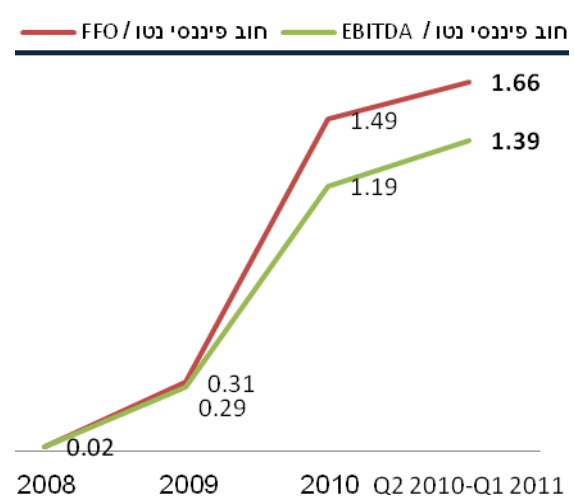
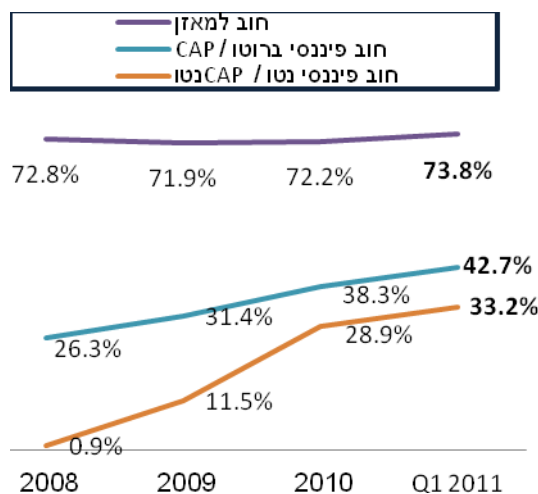
1.4 ניתוח כושר החזר חוב

איתנות פיננסית

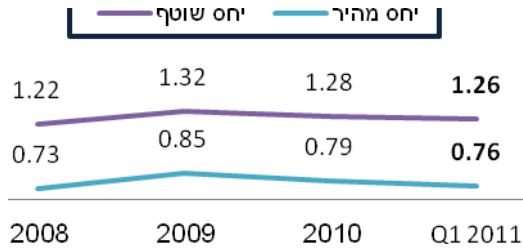
- רמת המינוף של החברה נמצאת במגמת עלייה קלה משנת 2009 עקב קבלת הלוואות לז"א בשנת 2009, הנפקת אג"ח בשנת 2010 וגיוס אשראי לז"ק והלוואות לז"א ברבעון הראשון של 2011. רמת המינוף הנוכחית - סבירה.
- בשנת 2010 חל גידול ביחס חוב פיננסי נטו ל-FFO בעקבות העלייה בחוב הפיננסי עקב הנפקת אג"ח סדרה א', אל מול הירידה ב-FFO כתוצאה מגידול בהוצאות המימון ובהוצאות התפעוליות. רמת יחס זה נחשבת לטובה ביחס לנתון בחברות תפעוליות אחרות.
- החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA במגמת עלייה מאז שנת 2008. שיעור הגידול בחוב הפיננסי גבוה משיעור הגידול ב-EBITDA (אשר ירדה במהלך 2010).
- יחס ה-EBITDA להוצאות מימון במגמת ירידה משנת 2009 עקב גידול בהוצאות המימון בגין הלוואות לז"א והאג"ח. עם זאת, רמתו הנוכחית של יחס זה עדיין נחשבת לחיובית מאד ברמה של 12 (לעומת 25 בסוף שנת 2009).

יחסי כסוי:

יחסי מינוף:



נזילות



ישנה מגמת ירידה מתונה ברמת הנזילות של החברה מאז שנת 2009. ירידה זו נובעת מהעלייה המשמעותית של ההתחייבויות לז"ק בשנת 2010 עקב החליות השוטפות בגין האג"ח. עם זאת, רמת הנזילות הנוכחית נחשבת לטובה.

נתוני האג"ח

סדרה	א'
הון רשום למסחר	1,100,000,000
ריבית נקובה + הצמדה	4.84% שקלי
מועדי תשלום ריבית	חצי שנתי החל מ-30.06.2011
מועדי תשלום קרן	שנתי החל מ-30.06.2011
מועד גמר פדיון	30.06.2010
סוג פדיון	לשיעורין
מח"מ ברוטו	3.89
תשואה ברוטו	5.43%
תשואה ממשלתית במח"מ זהה	4.52%
פער מתשואה ממשלתית	0.91%

בהתאם לתחזית המובאת לעיל, התזרים התפעולי הפנוי צפוי לכסות את מלוא החזרי הקרן והריבית בשנים הבאות ואף תתאפשר חלוקת דיבידנד שנתית ברמת הדיבידנד אשר חולק בשנת 2010 ואף יותר מכך.

גורמי סיכון

- קיצוצים בתקציבי הביטחון בעולם בעקבות המשבר הכלכלי.
- חוזי החברה מכילים סעיפים המאפשרים ללקוח לבטל את ההתקשרות בין הצדדים.
- החברה כפופה לרגולציות שונות עקב מעמדה כקבלן ממשלתי.
- חשיפה לסיכונים שעי"ח.
- חשיפה לשינויים במחירי חומרי גלם, מיזוגי מתחרים, עצמת התחרות.
- חשיפה לסיכון מצד משרד הביטחון המהווה לקוח מהותי תלות בעובדי מפתח.
- חשיפה לשינויים פוליטיים, כלכליים וצבאיים בישראל ובעולם.