



פנס

קניה, מ. יעד - 240 ש"ח
ענף: תעשייה ביטחונית
תגובה לדוחות Q1/06

20 ביוני 2006

פנס - במחצית השנייה תרשם קפיצת מדרגה בפעילות

E2007	E2006	2005	2004	2003	מ' דולר
97.0	91.0	83.5	76.7	48.1	הכנסות
7%	7%	8.9%	59.5%	0%	% גידול
45.0	42.0	31.1	30.7	19.4	רווח גולמי
39.0	36.0	26.8	26.1	16.4	רווח תפעולי
33.0	30.0	22.9	21.4	12.8	רווח נקי
3.52	3.30	2.53	2.42	1.44	EPS
11.9	12.7	-	-	-	מכפיל רווח

נקודות עיקריות:

- החברה פרסמה דוחות מאזכבים ברמת ההכנסות שלא עלתה על רמת הצבר שתוכנן לרבעון הראשון. ברמת שיעורי הרווח, החברה המשיכה להציג תוצאות מרשימות בהשוואה לחברה תעשייתית.
- להערכתנו, תוצאות הרבעון הראשון לא יאפינו את המחצית השנייה של השנה הן ברמת ההכנסות והן ברמת שיעורי הרווחיות. הסיבה לכך היא התחלת הפעילות בארה"ב שצפויה להביא לקפיצה מהותית בשיעורי הרווח.
- התחלת השפעת הפעילות בארה"ב תראה ברבעון השני (אז הקו הראשון בארה"ב נכנס לפעולה) וברבעון השלישי התוצאות יושפעו כבר מארבעה קווים פעילים. המשמעות היא, קפיצת מדרגה בפעילות בהשוואה לשנת 2005.
- המפעל בארה"ב יספק מוצרים ללקוח העיקרי של החברה, חברת האניוול שהיוותה כ- 40% מהכנסות החברה ב-2005. שיטת העבודה מול האניוול צפויה להשתנות כך שמבחינה חשבונאית לא נראה קפיצה בהכנסות אך נראה השפעה חיובית מאוד על הרווח הגולמי. הרווחיות הגולמית בפעילות מול האניוול צפויה להיות מעל 50% כך שבתמהיל המכירות החדש החברה צפויה להציג רווחיות גולמית של לפחות 45% בהשוואה ל- 37% בשנת 2005.
- תחת הנחה ששיטת הרישום לא הייתה משתנה, החברה הייתה רושמת הכפלת ההכנסות בשנת 2006 בהשוואה לשנת 2005 תוך שמירה על המרווחים. התחזית המוצגת לעיל ומודל הערכת השווי אינו מגלם את מלוא תחזית החברה לעליה בהיקף הפעילות בשם השמרנות ונוכח רמת השקיפות הנמוכה של החברה.
- פימקו- החברה מנהלת מר"מ לחתימת שת"פ עם חברה בינלאומית בתחום הפולימרים התרמופלסטיים. כפי הידוע לנו, פעילות זו היא פיילוט ולא מפעל שמטרתו ייצור המוני. מטרת השת"פ הוא הבאת המוצר לשוק ולייצור המוני. כיום, תוצרת המפעל משמשת בעיקר את פנס במוצריה. מכאן הבשלת המיזם והבאתו לייצור המוני עשויה לשנות את פני החברה מבחינת מיצוב כספק חו"ג ליריעות בליסטיות. להערכתנו, המר"מ עשוי להיסגר בחודשים הקרובים.
- החברה היה ב- 31.12.05, צבר הזמנות של כ-455 מיליון ₪ לביצוע בשנת 2006 כאשר הצבר לרבעון הראשון הסתכם בכ- 80 מיליון ₪ (בדומה למכירות שהיו בפועל). המשמעות היא שחלק ניכר מתוצאות 2006 מגובות בצבר ומכאן נגזרת אאות גבוהה בפעילות.

המלצה:

- להערכתנו, אנו נמצאים לקראת קפיצת מדרגה הן בהיקף פעילותה של החברה והן בהפיכתה לשחקן בתחום חו"ג ליריעות בליסטיות.
- למרות הרבעון החלש ובזכות הצפי לקפיצת מדרגה בתוצאות המחצית השנייה של 2006, אנו מותירים מחיר יעד של 240 ₪ ומעלים המלצה לקניה.

נתוני מניה	פנס
סימול	פנס
מחיר (ש"ח)	203
מחיר יעד (₪)	240
המלצה נוכחית	קניה
המלצה קודמת	תשואת יתר
מחיר יעד קודם (₪)	240

יחסים פיננסיים ונתוני מסחר	
שווי שוק (מ' ש"ח)	1,769
שבועות 52 נ/ג	185/230
מחזור יומי ממוצע (מ' ₪)	2.1
שווי שוק/ הון עצמי	5.91
הון עצמי (מ' ש"ח)	293
שעור מניות במסחר	25%

נתונים רבעוניים

מ' ש"ח	1Q05A	1Q06A	2Q05A	2Q06E
הכנסות	102.0	84.0	98.1	90.0
רווח גולמי	41.1	33.9	38.3	36.0
רווח תפ'	36.7	28.9	33.8	30.0
רווח נקי	32.0	21.8	29.6	23.0

גרף מניית פנס מול תא 100 12 חוד'



שחר ברנר

03-7968837

shaharb@psagotofek.co.il



החברה פרסמה דוחות מאכזבים ברמת שורת ההכנסות אם כי ברמת שיעורי הרווח, החברה ממשיכה להציג תוצאות מרשימות בהשוואה לחברה תעשייתית. להלן נתונים נבחרים מהדוחות הכספיים:

מ' ש	Q1/05	Q2/05	Q3/05	Q4/05	Q1/06
הכנסות	102.1	97.2	92.1	98.0	84.0
% גולמי	40.3%	39.1%	35.6%	33.8%	40.4%
% תפעולי	36.0%	34.4%	30.3%	27.5%	34.4%
% נקי	31.4%	30.1%	26.6%	22.3%	26.0%
רווח נקי	32.0	29.3	23.5	22.0	21.8
תזרים תפעולי	(1.5)	38.5	19.8	(6.9)	6.4

להערכתנו, תוצאות הרבעון הראשון לא יאפיינו את המחצית השניה של השנה הן מבחינת השורה העליונה והן מבחינת שיעורי הרווחיות. הסיבה לכך היא התחלת השפעת קו הייצור השלישי (הראשון בארה"ב) ברבעון השני של 2006 והתחלת השפעת קו הייצור הרביעי (השני בארה"ב) ברבעון השלישי של 2006. המשמעות היא שינוי פני החברה בהשוואה לשנת 2005.

החברה פרסמה בדוחות השנתיים צבר הזמנות של כ-455 מיליון ש"ח לביצוע בשנת 2006 כאשר הצבר לרבעון הראשון הסתכם בכ-80 מיליון ש"ח (בדומה לרמת המכירות שהייתה בפועל). המשמעות היא שחלק ניכר מתוצאות 2006 מגובות בצבר ומכאן הראות הגבוהה שיש להנהלה.

החברה הציגה הרבעון גידול מהותי בימי מלאי וימי לקוחות. לפי הבנתנו, לא מדובר בהרעה בסביבה העסקית אלא באירועים נקודתיים. הרבעון נאלצה החברה להגדיל את ימי הלקוחות בגין לקוח ספציפי שניתן לו אשראי ארוך יותר והגידול במלאי נבע כתוצאה מהזמנה שנדחתה. ימי המלאי צפויים לרדת לרמה של 45 יום. להלן עיקרי הנתונים:

	2004	2005	1-3/06
ימי לקוחות	64	93	114
ימי ספקים	79	36	50
ימי מלאי	18	28	59

כפי שציינו בעבר, החברה הקימה חברת בת בארה"ב לצורך הקמת מפעל ייצור על מנת להתחיל למכור כקבלן משנה לצבא ארה"ב. צבא ארה"ב הינו לקוח מוצרי המיגון הגדול בעולם ועד לבניית הקווים בארה"ב, פמס לא מכרה לו כלל.

מעבר לצירוף לקוח מהותי לחברה, יש להבין שעיקר הפעילות בשנת 2005 בוצעה באתר אחד (ישראל) ובשני קווים (קו שלישי שעבר לארה"ב עבד בניצולת נמוכה) בעוד שכיום עובדים ארבעה

החברה פרסמה דוחות מאכזבים ברמת ההכנסות אך ברמת שיעורי הרווח, החברה ממשיכה להציג תוצאות מרשימות בהשוואה לחברה תעשייתית

שני הקווים בארה"ב יחלו להשפיע באופן מלא רק ברבעון השלישי וצפויים לשנות מאד את תוצאות החברה במחצית השניה של 2006.

צפויה הכפלת היקף הפעילות השנה בהשוואה לשנת 2006

הקמת המפעל בארה"ב נועדה לשם הכנסת צבא ארה"ב כאחד מלקוחות החברה



קווים ובשני אתרים בארץ ובארה"ב. המפעל בארה"ב יספק מוצרים ללקוח העיקרי של החברה, חברת האניוול שהיותה כ- 40% מהכנסות החברה בשנת 2005. בהקשר זה נציין כי מכירות לצבא ארה"ב אינן צפויות להיות ישירות אלא רק דרך האניוול.

בעקבות שינוי הפריסה הגיאוגרפית של החברה ותחילת ייצור בארה"ב, שיטת העבודה והרישום מול האניוול צפויה להשתנות. עד כה החברה רכשה חו"ג מאניוול, שילמה תמורתו, ייצרה את היריעות הבליסטיות, ומכרה את התוצרת הגמורה בחזרה להאניוול. שיטת העבודה החדשה מול האניוול היא קבלת חו"ג, ייצור היריעות והחזרת התוצרת הגמורה ללקוח. המשמעות מבחינה חשבונאית היא שלא נראה את הגידול בשורה העליונה אך נראה השפעה חיובית מאוד על הרווח הגולמי. הרווחיות הגולמית בפעילות מול האניוול צפויה להיות מעל 50% כך שבתמהיל המכירות החדש, החברה צפויה להציג רווחיות גולמית של לפחות 45%.

תחת הנחה ששיטת הרישום לא הייתה משתנה, החברה הייתה רושמת הכפלת הפעילות בשנת 2006 בהשוואה לשנת 2005 תוך שמירה על המרווחים. להערכתנו בשנת 2006, נראה עליה מתונה בהכנסות ורווחיות גולמית של מעל 45% וזאת בהשוואה לרווחיות של 37% בשנת 2005.

החברה ציינה בדוחות האחרונים שעדיין אין חדש בנושא פימקו, חברת הבת בחו"ל. החברה מנהלת מר"מ לחתימת שת"פ עם חברה בינלאומית בתחום הפולימרים התרמופלסטיים. לפי הידוע לנו פעילות זו היא פיילוט ולא מפעל שמטרתו ייצור המוני. מטרת השת"פ עם שחקן גלובלי היא הבאת המוצר לשוק ולייצור המוני. כיום, התוצרת ממפעל זה משמשת את פמס במוצריה.

הערכת השווי בוצעה הן בשיטת היוון תזרים המזומנים הפנוי והן בשיטת מכפיל רווח מנוטרל הפחתות סעיפים לא תזרימיים. להערכתנו, מכפיל רווח של 16 הינו ראוי בהסתמך על שיעורי הצמיחה של החברה והסיכון הגלום בפעילותה. על בסיס זה, אנו גוזרים שווי של 238 ₪ למניה לפי רווחי 2006 ו- 254 לרווחי 2007. בתמחור לפי שיטת תזרים מזומנים קיבלנו שווי של 233 ₪ למניה לפי ריבית היוון של 10.0% וצמיחה פרמננטית של 3%. בשקלול שתי השיטות אנו גוזרים שווי של 240 ₪ למניית החברה.

- **צמיחה**- בעקבות שינוי שיטת הרישום הורדנו את שיעור הצמיחה החדש שצפוי בגין תחילת הפעילות בארה"ב.
- **רווחיות**- במקביל לשיטת הרישום בגין ארה"ב, הרווחיות צפויה לעלות בשיעור חד לעומת העבר.
- **הון חוזר תפעולי**- הגדלנו את הערכתנו לצרכי ההון חוזר תפעולי על מנת לתמוך בצמיחה מרמה של 15% (יחס מכירות/ הון חוזר תפעולי) ל- 25%.

*שינוי שיטת העבודה מול האניוול
תשפיע לחיוב בעיקר על שיעור
הרווח הגולמי*

*פימקו- נמשך המר"מ לשת"פ עם
שחקן בינלאומי. זה עשוי להבשיל
בחודשים הקרובים*

*הערכת השווי - חוסר השקיפות
לשוק ההון מגולם בהערכת השווי
בשיעור היוון גבוה יחסית
בהשוואה לסיכון העסקי*

תזרים מזומנים חופשי					
2010E	2009E	2008E	2007E	2006E	אלפי דולר
112,769	109,484	104,271	97,449	91,074	הכנסות ממכירות
3%	5%	7%	7%	7%	שעור הגידול
51,874	50,363	47,965	44,827	41,894	רווח גולמי
45,671	44,341	42,230	38,980	36,430	רווח תפעולי
9,134	8,868	8,446	7,796	7,286	מסים
36,537	35,473	33,784	31,184	29,144	רווח תפעולי לאחר מס
אחוז מהכ'	אחוז מהכ'	אחוז מהכ'	אחוז מהכ'	אחוז מהכ'	
100%	100%	100%	100%	100%	הכנסות
46.0%	46.0%	46.0%	46.0%	46.0%	רווח גולמי
40.5%	40.5%	40.5%	40.0%	40.0%	רווח תפעולי
20%	20%	20%	20%	20%	מסים
32%	32%	32%	32%	32%	רווח תפעולי לאחר מס
(821)	(1,303)	(1,705)	(1,594)	(2,297)	שינוי בהון חוזר תפעולי
35,716	34,170	32,078	29,590	26,847	סה"כ תזרים מזומנים חופשי

ריכוז תוצאות תזרים המזומנים	\$ מיליוני
שווי תפעולי חברה	119
ערך שארית *	336
נכסים (התחייבויות) פיננסיים נטו	20
שווי חברה (מ' \$)	476
מספר מניות	9.195
שווי כלכלי למניה (ש)	233
מחיר מניה (ש)	187
שינוי ממחיר נוכחי	24%

* ערך נוכחי של היוון השנה המייצגת לאינסוף

ניתוח רגישות לשווי כלכלי למניה					
K				g	
10.5%	10.0%	9.5%	9.0%		
209	222	237	254		2.5%
218	233	250	269		3.0%
229	245	265	287		3.5%
241	260	283	309		4.0%
256	278	304	336		4.5%

מחלקת מחקר

רוית וולקוביץ'
מנהלת מחלקת מחקר
03-7968830
ravitw@psagotofek.co.il

לימור גרובר נדל"ן ישראל 03-7968868 limorg@psagotofek.co.il	גרי רסקין טכנולוגיה 03-7968838 garyr@psagotofek.co.il	שחר ברנר אחזקות, ביטחוניות, תעשייה, נדל"ן חו"ל 03-7968837 shaharb@psagotofek.co.il	משה גורי בנקים, טלקום 03-7968839 mosheg@psagotofek.co.il	עדנה ברנר פרמצבטיקה, כימיה, מסחר, מזון 03-7968818 ednab@psagotofek.co.il
---	---	---	---	---

מחלקת מאקרו כלכלה

ערן דולב 03-7968847 erand@psagotofek.co.il	רן בן-חמו 03-7968841 ranb@psagotofek.co.il	ורד דר כלכלנית ואסטרטגית ראשית 03-7968833 veredd@psagotofek.co.il
---	--	--

מחלקת ברוקראז'

זכריה הרצוג 03-5114710 zachh@psagotofek.co.il	דוד אדרי 03-5114720 divide@psagotofek.co.il	עדי אולסקר 03-5114705 adio@psagotofek.co.il	יואל קירש 03-5114710 joelk@psagotofek.co.il	שי בן דוד 03-5114720 shayb@psagotofek.co.il
--	---	---	--	--

הערות וביאורים לגבי הדל"ת.
מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים.
סולם המלצות
קנייה חזקה (Strong Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחרגה 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.
קנייה 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 פסגות אופק בית השקעות בע"מ (להלן-"פסגות 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 פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן 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 פסגות אופק ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיקו הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות אופק לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. פסגות אופק ו/או חברות בנות שלה ו/או חברות הקשורות אליה ("התאגידים") ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות התאגידים הנ"ל ניירות הערך של מי מהחברות, ו/או עשויים להיות 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 פסגות אופק חברה בקבוצת בנק לאומי לישראל בע"מ, חברות בשליטת בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמהם, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחמתים 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 בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.