



# אלביט מערכות בע"מ

## הערכת שווי

מרץ 2013

איליה נחמקין



## תוכן עניינים

3.....	<b>1 תקציר מנהלים</b>	<b>1</b>
3.....	1.1 סיכום והמלצות לשער המניה ותשואה האג"ח	1.1
3.....	1.2 נתונים עיקריים	1.2
4.....	1.3 הנחות לתחזית תזרים מזומנים	1.3
6.....	1.4 ניתוח כושר החזר חוב	1.4
8.....	<b>2 תיאור החברה ופעילותה</b>	<b>2</b>
8.....	2.1 פעילות החברה	2.1
8.....	2.2 חברות בנות	2.2
9.....	2.3 מבנה הבעלות בחברה	2.3
9.....	2.4 לקוחות מהותיים	2.4
10.....	<b>3 ניתוח השוק</b>	<b>3</b>
10.....	3.1 ניתוח השוק הביטחוני	3.1
10.....	3.1.1 תעשיית הביטחון בעולם	3.1.1
10.....	3.1.2 הוצאה עולמית לצרכי ביטחון	3.1.2
12.....	3.1.3 תעשיית הביטחון בישראל	3.1.3
12.....	3.2 פוטנציאל השוק הביטחוני העולמי	3.2
13.....	3.2.1 מוקדי ביקוש מרכזיים רלוונטיים שניתן לזהות בשוק הביטחוני :	3.2.1
14.....	<b>4 תחרות</b>	<b>4</b>
15.....	<b>5 ניתוח S.W.O.T</b>	<b>5</b>
15.....	5.1 עוצמות (STRENGTHS)	5.1
15.....	5.2 חולשות (WEAKNESSES)	5.2
16.....	5.3 הזדמנויות (OPPORTUNITIES)	5.3
16.....	5.4 איומים (THREATS)	5.4
18.....	<b>6 נתונים פיננסיים</b>	<b>6</b>
18.....	6.1 דו"ח רווח והפסד	6.1
19.....	6.2 מאזן	6.2
21.....	<b>7 תחזית</b>	<b>7</b>
21.....	7.1 הכנסות החברה	7.1
22.....	7.2 עלות המכר של החברה	7.2
22.....	7.3 הוצאות שיווק של החברה	7.3
22.....	7.4 הוצאות מחקר ופיתוח	7.4
22.....	7.5 הוצאות הנהלה וכלליות	7.5
22.....	7.6 הוצאות מימון	7.6
23.....	7.7 שיעור המס	7.7
23.....	7.8 ההתאמות לתזרים נעשו על פי ההנחות הבאות	7.8
23.....	7.8.1 גידול בהון חוזר	7.8.1
23.....	7.8.2 תוספת שיעור הפחת	7.8.2
23.....	7.8.3 השקעה ברכוש קבוע	7.8.3
23.....	7.9 תחזית תזרים מזומנים	7.9
24.....	<b>8 מתודולוגיה</b>	<b>8</b>
24.....	8.1 השיטה	8.1
24.....	8.2 חישוב שער היוון	8.2
.....	9 שווי החברה על פי תזרים מהוון..... שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.	9
25.....	<b>10 סיכום</b>	<b>10</b>

## 1. תקציר מנהלים

### 1.1 סיכום והמלצות לשער המניה ותשואה האג"ח

#### שווי החברה

7.48 מיליארד ₪, כ-12.6% מעל שווי השוק נכון למרץ 2012.

מחיר יעד (₪)	174.9	מכפיל הון	1.74
מחיר נוכחי (₪)	155.3	מכפיל רווח	10.59
שינוי לעומת מחיר נוכחי	12.6%	ג/נ 12 חודש (₪)	116.5/155.3
המלצה	תשואת יתר	מחזור יומי ממוצע א' ₪	15,452

הערכנו את מחיר היעד למניה ב-12 החודשים הבאים בסך 174.9 ₪, הגבוה ב-12.6% מהמחיר הנוכחי לפיכך המלצתנו היא תשואת יתר למניה.

#### ענף טכנולוגיה – ביטחוניות

כיוון שבשוק הישראלי לא קיימות חברות ציבוריות בסדר גודל של אלביט מערכות, נלקחו חברות בינלאומיות בגודל דומה מהענף Aerospace & Defense שאליו שייכת חברת אלביט מערכות.

מכפיל הון	מכפיל רווח	חברה
1.74	10.59	אלביט מערכות
2.35	17.77	ממוצע בענף

מכפילים של אלביט מערכות נמוכים מהממוצע בענף. הדבר מחזק את הערכה שלנו שאלביט מערכות נסחרת במחיר נמוך ביחס למתחרותיה.

#### 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 (C4ISR), 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 10 בשימת עשירי ישראל שווי נכסיו הוערך של כ-1.3 מיליארד \$<sup>1</sup>).

<sup>1</sup> דירוג דה-מרקר 2011

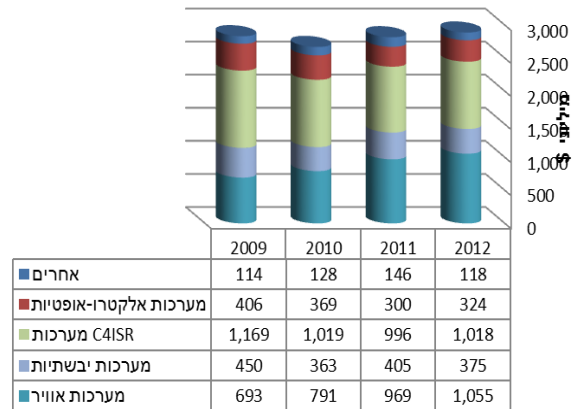
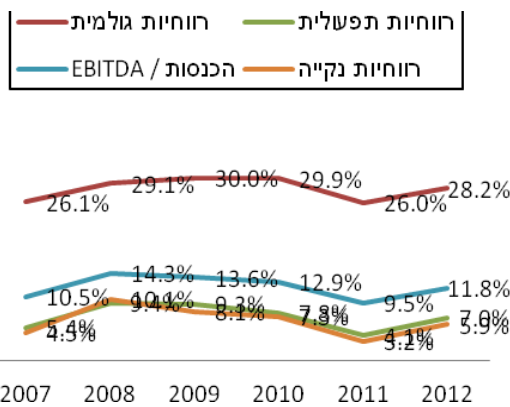
## הכנסות ורווחיות

להלן נתוני הכנסות ורווחיות (במיליוני \$):

סעיף	2008	2009	2010	2011	2012	Q4 2011	Q4 2012
הכנסות	2,638	2,832	2,670	2,817	2,888	842	844
רווח גולמי	767	849	798	732	816	142	239
רווח תפעולי	250	262	203	116	203	(34)	70
EBITDA	378	386	344	266	342	1	209
רווח נקי	267	229	195	90	170	(13)	57

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

ההכנסות מתחום מערכות האוויר היו מנוע צמיחה מהותי בשנים 2010-2011 אך חלה ירידה בשיעורי הצמיחה בשנת 2012. ההכנסות מתחום מערכות אלקטרו-אופטיות ומערכות ISR4C עברו לצמיחה חיובית בשנה האחרונה לאחר צמיחה שלילית בשנים 2009-2011. בשאר התחומים חלה ירידה. החברה מדווחת כי הירידה בהכנסות נובעת מהתגברות בתחרות בשוקי הפעילות עקב מיוזגים בין חברות וכן כתוצאה מירידה בתקציב הביטחון הכולל עקב המשבר הכלכלי. הרווחיות הגולמית יציבה. בשנים 2010-2011 חלה ירידה ברווחיות התפעולית עקב גידול בהוצאות ההנהלה וכלליות ומוי"פ כתוצאה מאיחוד חברות אשר נרכשו במהלך 2010. יש לציין שבשנת 2012 רווח תפעולי תיקן חלק מהירידה. התיקון נווה מירידה קלה באותן הוצאות בשנת 2012.



## 1.3 הנחות לתחזית תזרים מזומנים

2. שער ההיוון: 10%.

3. אחוז הצמיחה ארוך הטווח - 2%.

4. ההנחות הבאות הן תקציר ההנחות לתזרים התפעולי הנקי המובאות להלן בסעיף 8:

## 4. 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** – בין השנים 2008 עד 2011 ניתן לראות מגמת עליה בשיעורי גידול בהכנסות. אך בשנה האחרונה הגידול בהכנסות הצטמצם משמעותית. למרות שיעורי עליה הולכים וגדלים בהכנסות בשנים קודמות הוערך גידול שנתי שמרני בשיעור הולך ופוחת עד לרמה של 2% בשנת 2015 והלאה.

- **הכנסות מתחום מערכות יבשתיות** – אם נתעלם משנת 2011 שבה חל גידול חד פעמי בהכנסות שנבע מרכישת חברות הפועלות בתחום. ניתן לראות ירידה בהכנסות בשיעור הולך ופוחת. הוערך שהמגמה תמשך גם בשנת 2013 ובשנת 2014 ואילך הצמיחה תתכנס ל-2%.
  - **הכנסות מתחום CAISR** – לאחר ירידה בהכנסות בשנים 2010-2011 בשנת 2012 חלה עליה זניחה בהכנסות. באופן שמרני הערכנו המשך גידול יציב בהכנסות בסך של 2% במהלך השנים 2013-2016.
  - **הכנסות ממערכות אלקטרו-אופטיות** – הערכנו המשך ירידה בהכנסות אולם בשיעור הולך ופוחת עד ליציבות בשנת 2015, וגידול של 2% בשנת 2016.
  - **הכנסות מתחומים אחרים** – הוערך כי לא יחולו שינויים בהכנסות הללו בשנים הקרובות.
5. **עלות המכר של החברה** - בשנים האחרונות מציגה החברה יציבות רבה ברווחיות הגולמית אך ירידה קלה ברווחיות התפעולית והנקייה עם תיקון כלפי מלאה בשנת 2012. עקב הצפי לתחרות מוגברת בענף בשנים הקרובות, הוערך שיעור רווחיות גולמית נמוך בחצי אחוז משיעור הממוצע בחמש שנים האחרונות, למרות יציבותו בשנים האחרונות.
  6. **הוצאות מו"פ** – הערכנו המשך גידול במו"פ בשיעור של 2% במהלך שנים 2013-2016.
  7. **הוצאות שיווק, הנהלה וכלליות ומימון** – נלקחו בהתאם לשיעורן הממוצע בשנים האחרונות.
  8. **שיעור המס** - פעילות החברה מתבצעת במספר מדינות בעלות חוקי מיסוי שונים, שיעור המס העתידי הוערך על פי השיעור הממוצע בשנים 2008-2012.
  9. **ההתאמות לתזרים נעשו על פי ההנחות הבאות:**
    - **ההשקעה בהון החוזר** בשנים הבאות הוערכה לפי שיעוריה בשנים 2008-2012. 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

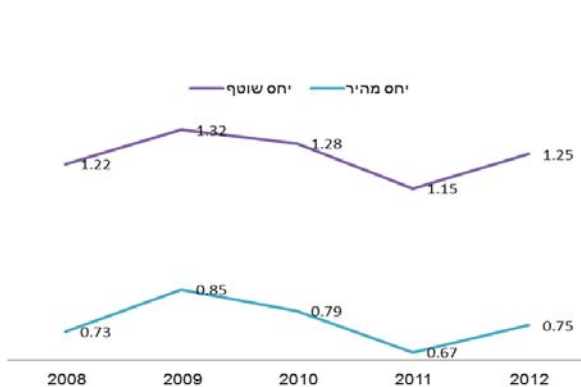
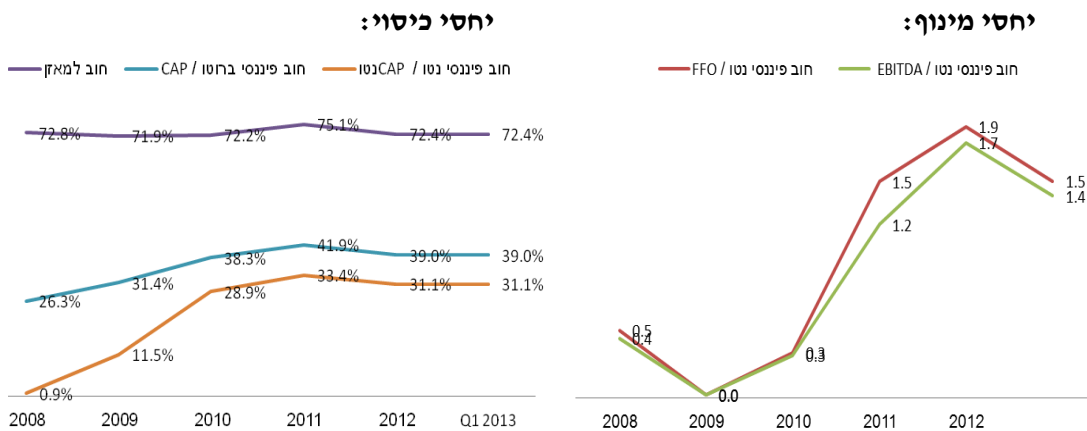
להלן תחזית התזרים התפעולי הנקי בשנים 2013-2016 (מיליוני \$):

שנה	2013	2014	2015	2016
סך ההכנסות	2,906	2,963	3,015	3,072
עלות המכר	(2,090)	(2,130)	(2,167)	(2,209)
רווח גולמי	817	833	847	863
הוצאות מחקר ופיתוח	(238)	(243)	(248)	(253)
הוצאות מכירה ושיווק	(243)	(247)	(252)	(256)
הוצאות הנהלה וכלליות	(145)	(148)	(151)	(154)
רווח תפעולי	191	194	197	201
תוספת פחת	139	139	139	139
הפחתת CAPEX	(106)	(106)	(106)	(106)
השקעה נדרשת בהון חוזר	(6)	(18)	(16)	(18)
תזרים תפעולי נקי	170	164	173	177

## 1.4 ניתוח כושר החזר חוב

## איתנות פיננסית

- רמת המינוף של החברה היה במגמת עלייה בין השנים 2009-2011 עקב קבלת הלוואות לז"א בשנת 2009, הנפקת אג"ח בשנת 2010 וגיוס אשראי לז"ק והלוואות לז"א ברבעון הראשון של 2011. לעומת זאת בשנת 2012 חלה ירידה קלה ברמת המינוף. רמת המינוף הנוכחית - סבירה.
- בשנים 2008-2011 חל גידול מתמשך 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. אך ניתן לראות ירידה בשנה האחרונה. שיעור הגידול בחוב הפיננסי גבוה משיעור הגידול ב-EBITDA (אשר ירדה במהלך - 2011-2010).
- יחס ה-EBITDA להוצאות מימון במגמת ירידה (למעט שנת 2011) 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 13 (לעומת 25 בסוף שנת 2009).



בין השנים 2009-2011 נזילות של החברה היתה במגמת ירידה, ירידה זו נבע מהעלייה המשמעותית של ההתחייבויות לז"ק בשנת 2010 עקב החלויות השוטפות בגין האג"ח. בשנת 2012 חל שיפור בנזילות. נזילות בשנה האחרונה השתפרה עקב גידול בנכסים שוטפים, בעיקר גידול בניירות ערך זמינים למכירה, ועקב ירידה ברוב סעיפי התחייבויות לז"ק. עם זאת, רמת הנזילות הנוכחית נחשבת לטובה.

## נתוני האג"ח

סדרה	א'
הון רשום למסחר	1,680,000,000
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	30.06.2020
סוג פדיון	לשיעורין
מח"מ ברוטו	3.43
תשואה ברוטו	3.05%
תשואה ממשלתית במח"מ זהה	2.36%
פער מתשואה ממשלתית	0.69%

בהתאם לתחזית המובאת לעיל, התזרים התפעולי הפנוי צפוי לכסות את מלוא החזרי הקרן והריבית בשנים הבאות ואף תתאפשר חלוקת דיבידנד שנתי ברמת הדיבידנד אשר חולק בשנת 2012 ואף יותר מכך.

## גורמי סיכון

- קיצוצים בתקציבי הביטחון בעולם בעקבות המשבר הכלכלי. במיוחד בתקציב הביטחון של ארה"ב וישראל.
- 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.

## 2. תיאור החברה ופעילותה

### 2.1 פעילות החברה

אלביט מערכות הינה חברה רב-לאומית העוסקת במגוון רחב של טכנולוגיות מתקדמות, אלקטרוניות ואלקטרו-אופטיות משולבות, עבור השוק הביטחוני ברחבי העולם. תחומי העיסוק העיקריים כוללים מערכות מוטסות, קרקעיות וימיות, מלייטים (מטוסים ללא טייס), מערכות שליטה, בקרה, תקשורת, מחשבים ומודיעין (C4ISR), מערכות אלקטרו-אופטיות וטכנולוגיות חלל מתקדמות, חליפות לוחמה אלקטרונית, מערכות התראה למטוסים, מערכות ELINT, עורקי נתונים ותקשורת צבאית ורדיו. בנוסף, עוסקת החברה בהשבחת פלטפורמות צבאיות קיימות ובפיתוח טכנולוגיות ויישומים מתקדמים לתחומים צבאיים, ביטחון פנים ותעופה אזרחית.

### 2.2 חברות בנות

USA	ISRAEL	EUROPE	SOUTH AMERICA	ASIA/OCEANIA
100% Elbit System of America	100% Elbit Systems Electro-Optics Elop	100% Ferranti (United Kingdom)	100% Ares (Brazil)	100% Elbit Systems of Australia
100% Fort Worth Operations (EFW)	100% Elbit Systems Land and C4I	100% UEL (United Kingdom)	75% AEL (Brazil)	26% HALBIT (India)
100% Merrimack Operations (Kollsman)	100% Elbit Systems EW and SIGINT Elisra	100% European Subsidiary (Belgium)	49% Harpia (Brazil)	
100% Talladega Operations (IEI)	100% Elbit Security Systems	100% European Subsidiary (Austria)		
100% McLean Operations (ICI)	100% Elbit Systems Cyclone	100% Elbit Systeme (Romania)		
100% San Antonio Operations (M7)	100% Kinetics	100% Telefunken (Germany)		
100% Boca Raton Operations (RTL)	100% ITL Optronics	51% U-TacS (United Kingdom)		
50% VSI and RCEVS	50% Opgal			
	50% SCD			
	50% Tor			



**2.3 מבנה הבעלות בחברה**

להלן בעלי המניות באלביט מערכות:

בעל עניין	% אחזקה
מפעלי פדרמן	46.76%
ציבור	53.24%

בעל השליטה בחברה הינו מר מיכאל פדרמן, באמצעות מפעלי פדרמן. מר פדרמן הינו בעל השליטה ברשת מלונות דן. בנוסף מכהן מר פדרמן כיו"ר חבר הנאמנים של האוניברסיטה העברית בירושלים וכנשיא לשכת המסחר והתעשייה ישראל-גרמניה. מר פדרמן דורג במקום ה-10 ברשימת 100 העשירים של ישראל של העיתון דה מרקר לשנת 2011, עם הון בשווי 1.2-1.3 מיליארד דולר.

**2.4 לקוחות מהותיים**

הכנסות החברה הנובעות מלקוח יחיד מגיעות לסכום העולה על 10% מההכנסות השנתיות. בשנים האחרונות, הלקוח היחיד אשר ההכנסות בגינו עולות על 10% הינו משרד הביטחון הישראלי, אשר ממנו נבעו 21% מההכנסות בשנת 2009, 23% בשנת 2010 ו-23% בשנת 2011.

## 3. ניתוח השוק

### 3.1 ניתוח השוק הביטחוני

#### תעשיית הביטחון בעולם

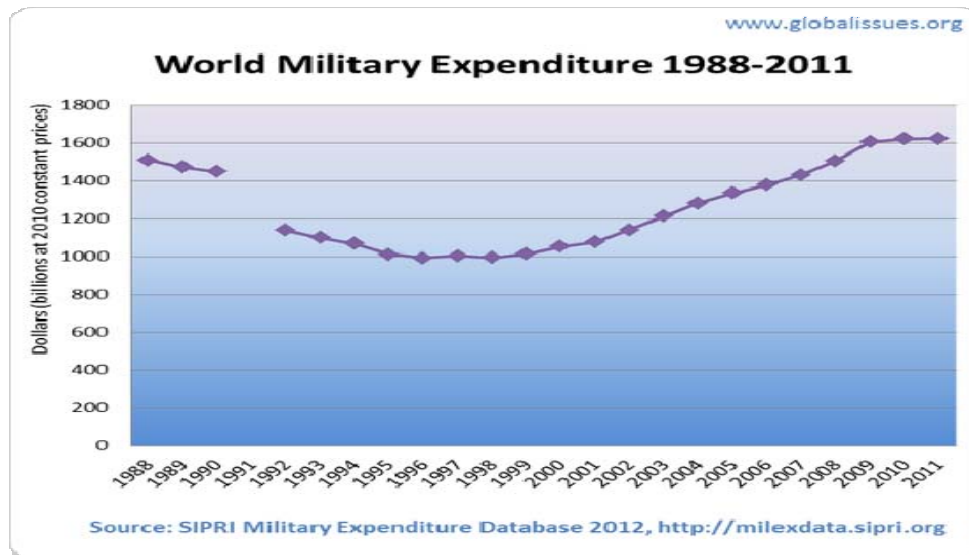
3.1.1

עד סוף שנות השמונים היו הוצאות הביטחון בעולם גבוהות ויציבות, אך עם סוף המלחמה הקרה החלה ירידה הדרגתית בהוצאות הביטחון שנבלמה חלקית עם פרוץ מלחמת המפרץ הראשונה. לאחר ירידה מתמשכת בהוצאות הביטחון בעולם הן החלו לעלות ברחבי העולם כולו ולא רק במדינות הנתונות בעימותים ביטחוניים. לנוכח התגברות הסכסוכים האזוריים, התגברות הטרור העולמי והלחימה האמריקנית במדינות רבות, צפויות הוצאות הביטחון בעולם לעלות בשנים הקרובות בקצב מהיר יותר משהיה עד כה. מרבית היצוא הביטחוני בעולם מתחלק בין מספר מוקדים עיקריים: ארצות הברית השולטת על ייצוא הנשק בעולם, מערב אירופה ומדינות ברית המועצות לשעבר.

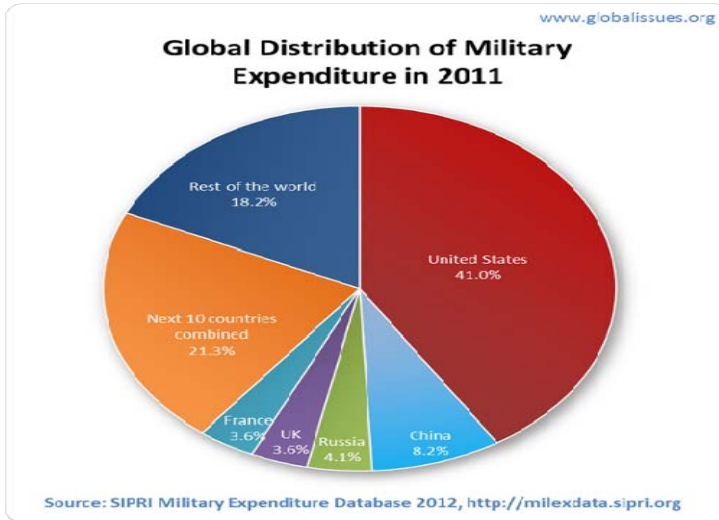
#### הוצאה עולמית לצרכי ביטחון

3.1.2

סך כל ההוצאה השנתית לצרכי ביטחון ברחבי העולם עומדת על 1.46 טריליון \$ במחירי 2008 ונמצאת במגמת עליה בשנים האחרונות.



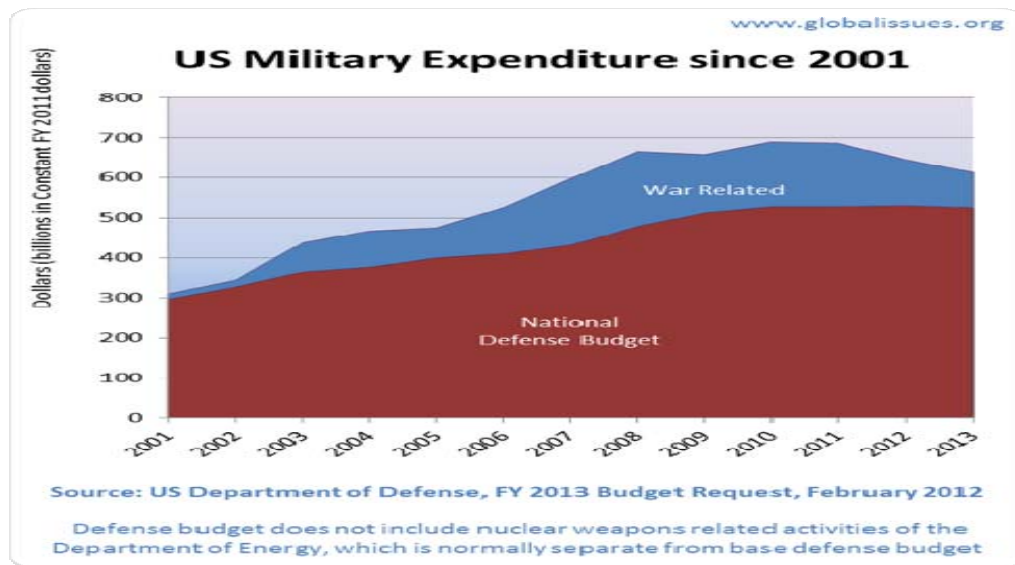
אם נבצע את ההשוואה של הוצאות ביטחון ברחבי העולם במחירים של 2005, אנו רואים שבשנת 2008 ההוצאה הביטחונית הייתה בשיאה והיא עמדה על כ-1.2 טריליון \$ בדומה לרמתה לפני כ-20 שנה, או 1.464 טריליון \$ במחירי 2008. נתון זה מבטא עליה של 4% במונחים ריאליים לעומת 2007 ועליה של 45% לעומת 1999, עליה מתמשכת על פני העשור האחרון. ארצות הברית היא המובילה הבלתי מעורערת בגודל ההוצאה הביטחונית עם נתח של 41% מסך הוצאות הביטחון בכל העולם.



בשנים האחרונות חלו גם שינויים משמעותיים בהוצאה ביטחונית בחלק ממדינות העולם שקודם לא זוהו כמדינות בעלות תקציב בטחוני גדול. המדינות העיקריות שהגדילו את ההוצאה הביטחונית שלהם בשנים האחרונות הן סין, ארצות הברית (בגודל ההוצאה הביטחונית 5.8% מסך

ההוצאה העולמית) והודו שעדיין איננה שחקן בקנה מידה עולמי, אך הגדילה את ההוצאה הביטחונית שלה לעומת השנים הקודמות באופן משמעותי. מגמה זו אפשרית כתוצאה מצמיחה מואצת בשנים האחרונות במדינות אלו המסתמכות במידה רבה על ייצוא דשנים ודלקים שמחיריהם נהנו מעליות בעשור האחרון.

מחקרים מראים שההוצאה הביטחונית של ארה"ב נמצאת במגמת עליה מתמדת לפחות מ-1998, אולי אפילו מוקדם יותר. העלייה המתמשכת נובעת גם מגידול ההוצאה לצרכים ביטחוניים שוטפים וגם למימון מלחמות שארצות הברית מעורבת בהם ברחבי הגלובוס.



לרוב אין קשר הדוק בין הוצאה ביטחונית לתוצר לאומי גולמי של המדינות. כך למשל ניתן לראות כי אפילו בשנות המשבר הפיננסי שהתחיל בארצות הברית והתפשט לכל העולם במהלך השנים 2007-2008, ההוצאה הביטחונית השוטפת המשיכה לעלות, כאשר ההוצאה למימון מלחמות התחילה לרדת עם עליית נשיא אובמה לשלטון. תוצאה זו עקבית עם ההנחה שההוצאה

הביטחוניות מאופיינת בקשיחות יחסית לעמת שאר השימושים של התקציב המדיני. התוצאה היא ביקוש קשיח באופן יחסי עבור מפעלים ביטחוניים העוסקים הן בפיתוח מערכות נשק עצמן והן בפיתוח טכנולוגיות חדשות לניהול מלחמות ואיסוף מודיעין. בשנים האחרונות הטכנולוגיות הנהנות מביקוש גבוה בשוק המוצרים הביטחוניים בארה"ב הן טכנולוגיות העוסקות בפקוד, בקרה, שליטה, מחשוב ומודיעין.

### תעשיית הביטחון בישראל

#### 3.1.3

נוסף על המעצמות הגדולות פועלים בשוק הנשק העולמי מספר מצומצם של שחקנים קטנים המפתחים ומייצרים אמצעי לחימה מתקדמים וביניהם ישראל. ישראל היא מדינה שבה קיומה של תעשיית הביטחון מתקדמת הוא כורח קיומי לנוכח האיומים הביטחוניים מצד שכנותיה ומתקפות הטרור שעמן היא נאלצת להתמודד באופן תדיר.

לממשלת ישראל מעורבות רבה בתעשייה הביטחוניית הישראלית הן כצרכן העיקרי של אמצעי לחימה והן כבעלים של רוב חברות הביטחון הגדולות בישראל. מעצם היותה של ישראל מדינה קטנה העומדת בפני איום קיומי מתמשך, מתקיים קשר הדוק בין צה"ל, תעשיית הביטחון הישראלית, מרכזי פיתוח שונים ומשרדים ממשלתיים האחראים על תקציב המדינה שמאפשר לתעשיית הביטחון הישראלית לפתח ולייצר אמצעי לחימה מהמתוחכמים ומהחדשים ביותר בעולם.

כיום יש בישראל ארבע חברות ביטחוניות משמעותיות (שלוש חברות ממשלתיות וחברה אחת בבעלות פרטית) המחזיקות ברוב הייצור והייצוא של מערכות נשק ישראליות. נוסף עליהן יש כ-150 חברות קטנות יותר המייצרות מערכות אזרחיות ורכיבים למערכות צבאיות. אפשר לחלק את חברות הביטחון לשלושה סוגים עיקריים:

- שלוש חברות הביטחון הממשלתיות הגדולות- התעשייה האווירית, התעשייה הצבאית ורפא"ל.
- חברות בבעלות פרטית המתמקדות בפיתוח וייצור מערכות לחימה- בראש ובראשונה חברת אלביט מערכות, וכן חברות בבעלות פרטית המייצרות בעיקר מערכות לשימושים אזרחיים אך מייצרות גם מערכות לשימושים צבאיים באמצעות מחלקות ייעודיות.
- חברות קטנות יחסית, בבעלות פרטית המתמחות בתחומים ספציפיים והמייצרות קו מוגבל של מוצרים או רכיבים ביטחוניים.

### 3.2 פוטנציאל השוק הביטחוני העולמי

בשנים האחרונות ניתן להבחין בדגש גובר על לחימה דיגיטאלית על היתרונות והחסרונות הטמונים בכך. יחד עם זאת, למרות שקונספט לחימה זה אינו חדש, עדיין קיימים קשיים טכנולוגיים בניהול הלחימה בפועל. דוגמאות לכך ניתן למצוא גם במדינת ישראל (גזרת עזה ולבנון) וגם בצבאות אחרים (צבא ארה"ב הפועל בעיראק ואפגניסטן). כיום כמעט שאין מערכות נשק בהן אין רכיב כלשהו של טכנולוגיה דיגיטאלית שנועד לשפר את היכולות המבצעיות של המערכת. הדגש על טכנולוגיה דיגיטאלית מאפשר ייעול בפעולתן של מערכות נשק קיימות, לעיתים תוך הקטנת החיכוך הפיסי בין הכוחות בשדה הקרב לבין האויב ומעבר ללוחמה מנגד

המנוהלת מבונקרים ממוגנים. כיוון שכל המערכות החדישות מסתמכות על פתרונות טכנולוגיים מתקדמים ישנו פוטנציאל צמיחה לא מבוטל בפלחי שוק הרלבנטיים עבור החברות המספקות פתרונות אלו.

נתח גדול מן האמצעים האלקטרוניים אינו מיועד בעיקר לשדה הקרב המסורתי - לחימה של ממש בין צבאות סדירים, אלא מוכוון לתחומים רבים נוספים: שיטור, הצלה, איתור של נשק כימי או ביולוגי, לחימה בכוחות גרילה ובטרור, אבטחת נמלים וספינות, בקרת מרחב אווירי. כמו כן, ציוד זה עשוי להתאים לשימושים אזרחיים כגון מעקב אחר ציי רכב מסחריים, העברת מידע למרחקים, שידורי טלוויזיה ושוק ההון. למרות התפיסה הרווחת היום שמאפיינת את הטכנולוגיות מסוג זה כטכנולוגיות צבאיות, החל בשנים האחרונות תהליך של הכשרתם לתחומים בשוק האזרחי כגון חקלאות, בקרת צינורת נפט ומים, אבטחת מידע ואוטומטיזציה של תהליכי קבלת החלטות.

### מוקדי ביקוש מרכזיים רלוונטיים שניתן לזהות

### 3.2.1

#### בשוק הביטחוני:

- שליטה ובקרה:** מרכיב מרכזי בתחום זה הוא העברת מידע משדה הקרב למטה הפיקוד ובחזרה. המידע המסופק למקבלי החלטות חייב להיות מלא, מקיף, ועדכני על מנת לספק תמונת מצב מדויקת של שדה הקרב ובכך לאפשר יכולת ניתוח גבוהה ושיפור בניהול הלחימה על אף הריחוק מהפעילות הממשית. על השדר המועבר לשטח להיות כמה שיותר פשוט וקל לתפיסה שכן לכוחות הפועלים בשטח אין את היכולת לעבד מסרים מורכבים מפאת קוצר זמן או תנאי לחץ שונים.
- מודיעין זמן אמת:** לעומת קטגוריית שליטה ובקרה שמתרכזת בכוחותינו, מערכות מודיעין עוסקות בכוחות אויב. היעוד של מערכות אלו הוא לספק מידע בנוגע למתרחש באזור הרלוונטי בצורה אמינה ומדויקת בזמן אמת למרכז השליטה. ככל שמערכות אלו יהיו מסוגלות לפעול באופן אוטומטי ו"לצפות" למרחקים גדולים יותר בתנאים קשים יותר (למשל תנאי מזג אוויר), כך ניתן יהיה לקבל מידע רב יותר ולהרחיק נוכחות אנושית מאזורי עימות. דבר זה יאפשר את צמצום הפגיעה בחיי אדם או לחילופין לייעל את השימוש בכוח אדם על ידי התקנת מערכות אלקטרונית במקומות המועדים לפורענות או במקומות אסטרטגיים ותיעול כוח אדם למקומות המצריכים התערבות פיזית ממשית.
- בקרת ירי אוטומטית:** מערכות אלקטרוניות המשולבות בכלים ביטחוניים כגון מטוסים ומערכות ירי מתקדמות המאפשרות ניצול טוב יותר של מערכות החימוש המותקנות בהם תוך צמצום הסתברות לטעויות שמקורם בגורם האנושי. השימושים העיקריים הינם קריאת מפות וחישוב מסלול אופטימאלי בהתאם למגבלות העולות מן השטח, עיבוד מידע המתקבל מהשטח והצלבתו עם המפות המוזנות לתוך המערכת מראש, יצירת מפות חדשות תוך הגדרת צרכים מבצעיים, עיבוד מהיר של הנתונים ומתן פתרונות בזמן אמת.

## 4. תחרות

החברה פועלת בסביבה תחרותית עבור רוב הפרויקטים, המערכות והמוצרים שלה. התחרות מבוססת על ביצועי המוצר והתוכנה, המחיר, המוניטין, האמינות וההיענות לדרישות הלקוח. זה כולל את היכולת להגיב לשינויים המהירים בטכנולוגיה. בנוסף, לפעמים העמדה התחרותית של החברה מושפעת מהדרישות הספציפיות בשוקים מסוימים. בשנים האחרונות, מיזוגים בתעשייה הביטחונית השפיעו על התחרות. מיזוגים אלו צמצמו את מספר המתחרים, אך הגדילו את הגודל היחסי ואת המשאבים של המתחרים הללו. החברה מסתגלת לתנאי השוק על ידי התאמת האסטרטגיה העסקית שלה לתנאים המשתנים בשוק הביטחוני. כמו כן, התחרות בשוקים ההגנה צפויה להימשך בשל הירידה בתקציבי הביטחון במדינות רבות.

מתחרים במכירת חלק ממוצרי החברה לממשלת ישראל כוללים, בין היתר, את התעשייה האווירית ורפאל. מפעם לפעם החברה משתפת פעולה עם כמה מהמתחרים שלה בפרויקטים ספציפיים. מחוץ לישראל, החברה מתחרה בקבלני ביטחון בינלאומיים בעיקר מארצות הברית, אירופה וישראל. המתחרים העיקריים של החברה כוללים את חטיבות הבת של NGC, BAE Systems, Honeywell, רוקוול קולנס, Thales SA, 3-L Communications Corp ועוד. לרבים מהמתחרים הללו ישנם משאבים פיננסיים ושיווקיים נרחבים מאשר לאלביט מערכות. בנוסף, החברה מתחרה בשוק הביטחוני הבינלאומי עם חברות קטנות רבות. כמו כן, החברה מתחרה במגוון של חברות בשוק אוויוניקה מסחרית. במקרים מסוימים החברה מבצעת שיתופי פעולה אסטרטגיים עם כמה ממתחריה.

## 5. ניתוח S.W.O.T

### 5.1 עוצמות (Strengths)

- ✓ **רכישות** - החברה מנצלת את יכולותיה הפיננסיות ומבצעת מדיניות אגרסיבית של רכישת חברות בהתאם לניתוח מגמות בשוק אשר מאפשרת קיצורי דרך הן בהשגת טכנולוגיות והתמחויות והן בכניסה לשווקים חדשים.
- ✓ **פיזור עסקי** – החברה פועלת במספר תחומים קרובים אך לא חופפים, ובפריסה בין לאומית רחבה עובדה המסייעת להורדת הסיכון הכללי של החברה.
- ✓ **פטנטים, נכסים רעיוניים, סימני מסחר וסודות מסחריים** – לאלביט מאות פטנטים הרשומים בישראל, ארצות הברית, אירופה ומדינות אחרות. כמו כן יש לאלביט עשרות סימני מסחר השייכים למוצרים ספציפיים וכן כמות נכבדה של ידע אשר מוגדר תחת סודות מסחריים. זהו ללא ספק חזקה משמעותית של החברה.
- ✓ **יכולות יצור** – יכולת היצור של אלביט פרוסה בישראל, ארה"ב, אירופה ומדינות נוספות. לאלביט יש יכולות עצמאיות מלאות בתחומי הרכבת כרטיסים אלקטרוניים, מרכיבים אלקטרו אופטיים, אינטגרציית רכיבים מוצקים, טסטים ובדיקות כולל סימולציית חלל ותאים תרמיים. היכולות הללו מאפשרות לאלביט יכולת פיתוח ותגובה מהירה.
- ✓ **חברה ישראלית** – לתעשייה הביטחונית הישראלית מוניטין טוב מאד בשוק העולמי. כתוצאה מהעובדה שהמערכות הביטחוניות הישראליות מתנסות בתנאי שדה ובתנאי קרב בתדירות גבוהה דבר המשפר את איכותן.
- ✓ **חוזק בשוק הישראלי** – אלביט מערכות הינה החברה הפרטית הגדולה והיחידה בתחום הביטחוני מתוך שלוש החברות הגדולות בישראל (אלביט, רפאל והתעשייה האווירית) עובדה זו נותנת לה עוצמה מול שתי החברות האחרות.

### 5.2 חולשות (Weaknesses)

- ✓ **צורך באישורי יצוא** - פעילות המכירות הבין לאומית מחייבת אישורי יצוא הן ממשרד הביטחון הישראלי והן ממשרד ההגנה האמריקאי. אי קבלת אישורים אלו לטכנולוגיות או מרכיבים כלשהם פוגעת ביכולת לממש את הטכנולוגיות והרכיבים הללו בפרויקטים אחרים במדינות אחרות.
- ✓ **דרישה לקניות גומלין** - הדרישות בחלק מהחוזים הממשלתיים לקניות גומלין מייצרת סיכון לאי עמידה של אלביט בדרישות אלו (גורר קנסות) ובעיות של מכירה בעתיד.
- ✓ **מחיר קבוע בחוזים ארוכים** - הפעילות במחיר קבוע על פרויקטי פיתוח עתירי טכנולוגיה המתפרסים על פני שנים יוצרת סיכון של הערכות חסר, שינויים בעלויות ובקצבי העבודה.
- ✓ **סיכונים בעבודה כקבלן משנה** – במקרים בהם העבודה היא כקבלן משנה נחשפת אלביט לסיכונים הרלוונטיים של הקבלן הראשי.

✓ **השקעה במר"פ** - ההצלחה העתידית מבוססת על פיתוח מתמיד של טכנולוגיות חדשות והתאמתן של ישנות לצרכים חדשים – עובדה המצריכה השקעה גדולה במחקר ופיתוח ובשיווק.

### 5.3 הזדמנויות (Opportunities)

✓ **השוק הברזילאי** - בתחום ביטחון הפנים (Homeland Security), השוק הברזילאי הוא בעל פוטנציאל גדול עבור אלביט, בעיקר בתחומים של אבטחת מתקנים, מערכות אזעקה, וכיו"ב. משחקי המונדיאל שיערכו במדינה ב-2014 והאולימפיאדה שתיערך לאחר שנתיים בריו דה-ז'נרו, נותנים דחיפה אדירה לתחום זה. תקציב האבטחה של שני אירועים אלו עומד על 5 מיליארד דולר. דריסת הרגל של החברה במדינה זו יכולה לאפשר לה לממש את ההזדמנות הזו.

✓ **השוק ההודי** - כמו השוק הברזילאי גם השוק ההודי מצוי בצמיחה. זהו שוק ביטחון הפנים הרביעי בגודלו בעולם, וקיימות תחזיות כי ההוצאות על ביטחון פנים יצמחו מ-7.65 מיליארד דולר כיום ל-19.8 מיליארד דולר ב-2020. מהנתונים עולה כי הודו צפויה להיות שוק ביטחון הפנים השלישי בגודלו בעולם. כרגע פועלת אלביט בהודו בעיקר בתחום מערכות האוויר. אך היא יכולה לנצל את ניסיונה במדינה ויכולותיה בתחום זה על מנת להשיג נתח משוק מתפתח זה.

✓ **הזדמנויות רכש** - ההתמקדות של ארה"ב ואירופה ביצרנים המקומיים (ראה פירוט איומים) יוצר הזדמנות-רכישות משמעותיות בארה"ב ובאירופה, אשר יחזקו את מעמדה של אלביט מערכות כמובילה טכנולוגית בתחום המערכות האופטיות והמלטי"ם וכמו כן יחזקו את מעמדה בקרב מובילי מדיניות הרכש בפנטגון.

### 5.4 איומים (Threats)

✓ **שינוי מצב גיאופוליטי והמשבר הכלכלי** - ההכנסות של אלביט תלויות בהמשך פעילות עם ממשלות שונות. רוב הכנסותיה של אלביט מתקבלות ישירות או בעקיפין ממשרד הביטחון הישראלי, משרד ההגנה האמריקאי ומשרדי הגנה של מספר מדינות אחרות. בכל המדינות הללו יש לאלביט מעורבות בתוכניות פיתוח והצטיידות ממשלתיות. התוכניות הללו תלויות כולן בהחלטות תקצוב ממשלתי והן נגזרות ממצב גיאופוליטי, מצב מקרו כלכלי, ומגורמים אחרים אשר אין לאלביט כל השפעה עליהם. האקלים הכלכלי בעולם ובארה"ב הברית בפרט, האפשרות לקיצוץ בתקציב ההגנה בארה"ב והחלטות לגבי המשך ורמת המעורבות בסכסוכים רחוקים (עיראק, אפגניסטן) עלולה להיות להם השפעה משמעותית על הפעילות של אלביט מערכות. קיצוץ בתקציב הבטחון האמריקאי, יקטין את השוק, יחריף את התחרות, יצור לחץ מחירים כלפי מטה וישפיע על התוצאות העסקיות.

✓ **סבסוד המוענק למתחרים** - כתוצאה מהמשבר הכלכלי, מנסה הממשל בארה"ב בכל דרך לשקם את הכלכלה ולהוריד את אחוזי האבטלה, לפיכך הוא עושה כל שביכולתו למען חברות הנשק המקומיות אשר מייצרות מאות אלפי מקומות עבודה. שימור התעשייה הביטחונית



בארה"ב יעשה על ידי הפניית עסקאות מהפנטגון לחברות אמריקאיות. חלק ממכירות אלביט בארה"ב, אשר מהווה את היעד המרכזי של מכירות החברה (כ-32% מההכנסות), עלולות להיפגע ממדיניות זו. בשוק האירופי (20% מההכנסות) אשר ספג מכה קשה במשבר, נמצאת אלביט במצב דומה.

✓ **קונסולידציה** – מגמת הקונסולידציה המתפתחת בשנים האחרונות מייצרת קבלני בטחון ראשיים גדולים יותר עם יכולות משופרות ועם אינטגרציה אנכית פנימית אשר עשויה להביא להקטנת שיתוף הפעולה העתידי של גורמים אלה עם אלביט.

✓ **טעויות בחיזוי מגמות** - התחרות החריפה והצורך להמר על כיווני פיתוח ומגמות מחייבת השקעות נוספות במו"פ כולל, עד רמה של אב טיפוס ללא הזמנה ביד, אלא מתוך ניסיון לחזות מגמות וצרכים בשוק. זאת על מנת "להיות שם" עם פתרון כאשר הצורך יעלה. מצב זה טומן בחובו סיכונים של טעויות בחיזוי המגמות ו/או אי יכולות לממש טכנולוגיות עתידיות אשר עלולים לגרום לירידת השקעות לטמיון וכן לאיבוד פרויקטים/ שווקים פוטנציאליים עתידיים.

✓ **תנודות בשערי מטבע זר** - מרבית המשכורות וחלק נכבד מההוצאות הינן בש"ח בעוד שמרבית ההכנסות הן בדולר.

## 6. נתונים פיננסיים

## 6.1 דו"ח רווח והפסד

נתוני רווח והפסד על פי דוחות כספיים מאוחדים (במיליוני \$):

סעיף	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q4 2011	Q4 2012
הכנסות	1,982	2,638	2,832	2,670	2,817	2,889	842	844
שיעור שינוי		33%	7%	(6%)	6%	3%	-	0%
הוצאות	(1,465)	(1,871)	(1,983)	(1,872)	(2,085)	(2,073)	(700)	(605)
שיעור שינוי		28%	6%	(6%)	11%	(1%)	-	-14%
רווח גולמי	516	767	849	798	732	816	142	239
שיעור שינוי		49%	11%	(6%)	(8%)	11%	-	69%
רווחיות גולמית	26.1%	29.1%	30.0%	29.9%	26.0%	28.2%	16.8%	28.3%
רווח תפעולי	108	249	262	207	116	203	(34)	70
שיעור שינוי		131%	5%	(21%)	(44%)	76%	-	-306%
רווחיות תפעולית	5.4%	9.4%	9.3%	7.8%	4.1%	7.0%	-4.1%	8.3%
EBITDA	207	378	386	344	266	342	1	209
שיעור שינוי		82%	2%	(11%)	(23%)	28%	-	15048%
EBITDA / הכנסות	10.5%	14.3%	13.6%	12.9%	9.5%	11.8%	0.2%	24.8%
(הוצאות) הכנסות מימון נטו	(19)	(37)	(16)	(21)	(14)	(26)	0	0
שיעור שינוי		90%	(58%)	36%	(36%)	92%	-	-
רווח לפני מס	89	306	247	199	104	177	(24)	60
רווח נקי	90	267	229	195	90	170	(13)	57
רווחיות נקייה	4.5%	10.1%	8.1%	7.3%	3.2%	5.9%	-	6.8%

הכנסות לפי מגזרי פעילות לשנים 2007-2012 (במיליוני \$):

שנה	2007	2008	2009	2010	2011	2012
מערכות אוויר	596	635	693	791	970	1,054
מערכות יבשתיות	381	699	450	363	405	375
מערכות C4ISR (מעקב)	582	844	1,169	1,019	996	1,018
מערכות אלקטרו-אופטיות	271	337	406	369	300	324
אחרים	152	123	114	128	146	118
סך ההכנסות	1,982	2,638	2,832	2,670	2,817	2,889

ניתן לראות כי ההכנסות מתחום מערכות האוויר וממערכות C4ISR היוו מנוע צמיחה מהותי עבור החברה בשנת 2012, כאשר ברוב התחומים האחרים חלו ירידות בהכנסות. ברבעון הראשון של 2011 המשיכה העלייה בתחום המערכות האוויריות והירידות ביתר התחומים. החברה מדווחת כי חלה התגברות בתחרות בשוקי פעילותה עקב מיזוגים בין חברות וכן עקב ירידה בתקציב הביטחון הכולל כתוצאה מהמשבר הכלכלי. תחרות מוגברת זו הובילה להצטמצמות הכנסות החברה. הרווחיות הגולמית יציבה בשנים האחרונות.

## 6.2 מאזן

נתונים מאזניים על פי דוחות כספיים מאוחדים (במיליוני \$):

מאזן	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
נכסים שוטפים	1,884	1,835	1,748	1,619	1,611
שיעור שינוי	3%	5%	8%	0%	14%
מזומנים ושווה מזומנים	199	203	215	280	278
נכסים קבועים	1,926	1,885	1,863	1,435	1,329
שיעור שינוי	2%	1%	30%	8%	(3%)
התחייבויות ז"ק	1,509	1,598	1,367	1,227	1,321
שיעור שינוי	(6%)	17%	11%	(7%)	6%
התחייבויות ז"א	1,251	1,195	1,239	970	819
שיעור שינוי	5%	(4%)	28%	18%	(17%)
חוב פיננסי	673	668	624	392	285
שיעור שינוי	1%	7%	59%	37%	(38%)
סך התחייבויות	2,760	2,793	2,606	2,196	2,140
שיעור שינוי	(1%)	7%	19%	3%	(4%)
שיעור התחייבויות לז"ק מסך ההתחייבויות	54.7%	57.2%	52.5%	55.8%	61.7%
הון	1,051	928	1,005	857	800
שיעור שינוי	13%	(8%)	17%	7%	44%
סה"כ מאזן	3,811	3,721	3,611	3,054	2,940
שיעור שינוי	2%	3%	18%	4%	5%

- הנכסים השוטפים מורכבים בעיקר ממלאי בסך 751 מיליון \$, מיתרת לקוחות בסך 688 מיליון \$, מיתרת חייבים בסך 180 מיליון \$ ומיתרת מזומנים בסך 202.6 מיליון \$. העלייה בנכסים השוטפים בשנת 2012 נובעת מעליות בלקוחות חייבים ומניירות ערך זמינים למכירה, במזומן ומלאי חלה ירידה בשנה אחרונה.
- הנכסים הקבועים מורכבים בעיקר מנכסים בלתי מוחשיים בסך 716 מיליון \$, מרכוש קבוע 501 מיליון \$ ומקרה פיצויים לעובדים בסך 303 מיליון \$. ירידה ברכוש קבוע ובנכסים בלתי מוחשיים התקדזה עם העליה בהשקעות לז"א.
- ההתחייבויות השוטפות מורכבות בעיקר מיתרת זכאים בסך 704 מיליון \$, ממקדמות של לקוחות בסך 453 מיליון \$ ומחוב לספקים בסך 261 מיליון \$. הקיטון בהתחייבויות לז"ק נובע מירידה ברוב הסעיפים למעט מקדמות מלקוחות.
- שיעור התחייבויות לז"ק מסך ההתחייבויות ירד בשנת 2012 עקב פירעון התחייבויות החברה. וגם עקב ירידה בהתחייבויות לז"ק בגין אג"ח שירדו ב 37 מיליון \$. הרמה הנוכחית של יחס זה סבירה בהתחשב בסך הנכסים השוטפים של החברה.

- ההתחייבויות לז"א מורכבות בעיקר מיתרת הפרשות לפיצויי פיטורין בסך 408 מיליון \$, מאג"ח בסך 409 מיליון \$ ומהלוואות בנקאיות לז"א בסך 174 מיליון \$. הגידול בחוב לז"א בשנת 2012 נבע מהרחבת סדרת אג"ח בקיזוז צמצום החוב הבנקאי לז"א.
- למרות הרחבה בסדרת אג"ח החוב הפיננסי נשמר באותן רמות בשנים 2011 ו-2012 עקב צמצום חוב בנקאי לז"ק ולז"א.
- הגידול בהון נובע מהרווח הנקי אשר רובו אינו מחולק כדיבידנד לפי נתוני הטבלה הבאה (במיליוני \$):

תקופה	2012	2011	2010	2009	2008	2007
רווח נקי	170	90	195	229	267	90
דיבידנד שחולק	51	62	63	76	33	27

### יחסים פיננסיים

תאריך מאזן	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
חוב למאזן	72.4%	75.1%	72.2%	71.9%	72.8%
חוב פיננסי ברוטו / CAP	39.0%	41.9%	38.3%	31.4%	26.3%
חוב פיננסי נטו / CAP	31.1%	33.4%	28.9%	11.5%	0.9%
הון להתחייבויות	38.1%	33.2%	38.6%	39.0%	37.4%
יחס שוטף	1.25	1.15	1.28	1.32	1.22
יחס מהיר	0.75	0.67	0.79	0.85	0.73

נשמרת יציבות ברמת המינוף סביב 72% פרט לשנת 2011 שבו רמת המינוף עלתה. העלייה היתה בגלל גידול בהתחייבויות לז"ק עקב פדיון חלקי של אג"ח וגידול בחוב בנקאי. בשנת 2012 חברה פרעה הלוואות לז"ק ומנוף פיננסי חזר לרמת מנוף בשנים 2009-2010. רמת המינוף הנוכחית נחשבת לסבירה.

ישנה עליה קלה ברמת הנזילות של החברה מאז שנת 2011 לאחר ירידה מתמשכת בנזילות בשנים 2009-2011. עליה זו נובעת מירידה של התחייבויות שוטפות בשנת 2012 עקב פירעון הלוואות קצרות ומעליה בנכסים שוטפים עקב ניירות ערך זמינים למכירה. עם זאת, רמת הנזילות הנוכחית נחשבת לטובה.

## 7. תחזית

לצורך בחינת שווי החברה בוצעה תחזית תזרימי מזומנים לשנים 2013-2016 על פי ההנחות הבאות:

### 7.1 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** – להלן נתוני ההכנסות בשנים קודמות (במיליוני \$):

שנה	2012	2011	2010	2009	2008	2007
הכנסות מתחום מערכות אוויר	1,055	969	791	693	635	596
שיעורי צמיחה	9%	23%	14%	9%	6%	

למרות הגידול המהותי בשנים האחרונות ועקב גידול צנוע יותר בשנה האחרונה, הוערך גידול שנתי שמרני בשיעור הולך ופוחת עד לרמה של 2% בשנת 2015 והלאה.

- **הכנסות מתחום מערכות יבשתיות** – להלן נתוני ההכנסות בשנים קודמות (במיליוני \$):

שנה	2012	2011	2010	2009	2008	2007
הכנסות מתחום מערכות יבשתיות	375	405	363	450	699	381
שיעורי צמיחה	-8%	12%	-19%	-36%	84%	

לאור הקיטון בשיעור הירידה בהכנסות למעט שנת 2011, הוערך שהמגמה תמשך גם בשנת 2013 ובשנת 2014 ואילך הצמיחה תתכנס ל-2%.

- **הכנסות מתחום C4ISR** – להלן נתוני ההכנסות בשנים קודמות (במיליוני \$):

שנה	2012	2011	2010	2009	2008	2007
הכנסות מתחום מערכות C4ISR (מעקב בשטח אויב ומודיעין)	1,018	996	1,019	1,169	844	582
שיעורי צמיחה	2%	-2%	-13%	38%	45%	

באופן שמרני הערכנו המשך גידול יציב בהכנסות בסך של 2% במהלך השנים 2013-2016.

- **הכנסות ממערכות אלקטרו-אופטיות** – להלן נתוני ההכנסות בשנים קודמות (במיליוני \$):

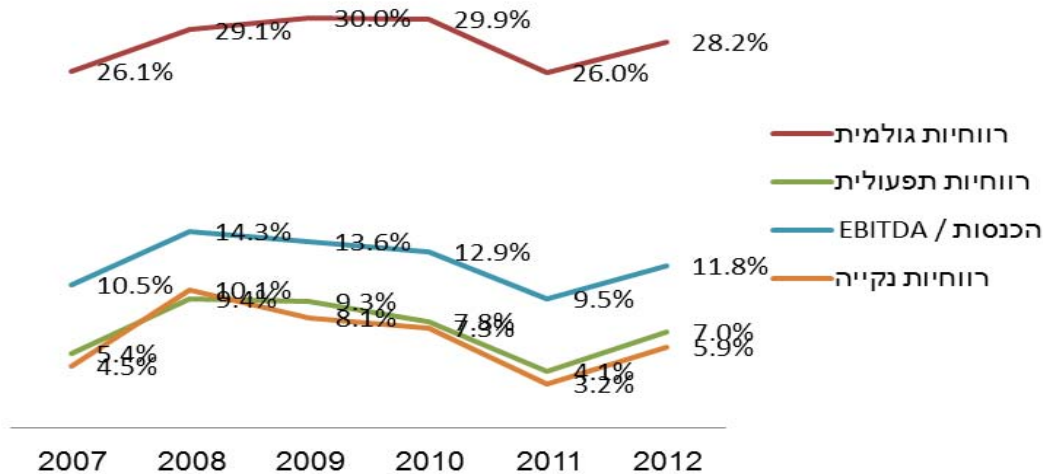
שנה	2012	2011	2010	2009	2008	2007
הכנסות מתחום מערכות אלקטרו-אופטיות	324	300	369	406	337	271
שיעורי צמיחה	8%	-19%	-9%	21%	24%	

הערכנו המשך ירידה בהכנסות אולם בשיעור הולך ופוחת עד ליציבות בשנת 2015, וגידול של 2% בשנת 2016.

- **הכנסות מתחומים אחרים** – הוערך כי לא יחולו שינויים בהכנסות הללו בשנים הקרובות.

**7.2 עלות המכר של החברה**

החברה שומרת על יציבות ברווח הגולמי, עם ירידה קלה בשנת 2010. הרווח התפעולי והרווח הנקי לעומת זאת נמצאים במגמת ירידה בין השנים 2008-2011 עם עליה קלה בשנת 2012 כפי שנראה בגרף הבא:



עקב הצפי לתחרות מוגברת בענף בשנים הקרובות, הוערך שיעור רווחיות גולמית נמוך בחצי אחוז משיעור זה בשנים האחרונות, למרות יציבותו בשנים האחרונות.

**7.3 הוצאות שיווק של החברה**

בשנים האחרונות, שיעור הוצאות שיווק מסך ההכנסות יציב יחסית סביב 8%-9%. הערכנו כי שיעור זה ישמר בשנים הקרובות.

**7.4 הוצאות מחקר ופיתוח**

בשלוש השנים האחרונות חל גידול בהוצאות המו"פ בשיעורים הולכים וקטנים. המו"פ מהווה כ-9%-7% מההכנסות ובהתאם לכך הערכנו כי שיעור זה ישמר בשנים הקרובות.

**7.5 הוצאות הנהלה וכלליות**

בשנים האחרונות, שיעור הוצאות אלו מסך ההכנסות יציב יחסית סביב 5%. הערכנו כי שיעור זה ישמר בשנים הקרובות.

**7.6 הוצאות מימון**

בחישוב שווי המניה אנו מעריכים כי החברה תמחזר את האשראי הקיים בטווח הארוך בהתאם לשיעור הצמיחה בפעילות ולפיכך הוצאות המימון צפויות להישמר ברמה קבועה בדומה להוצאות בשנת 2012 תוך הצמדה לשיעור השינוי בסך ההכנסות.

**7.7 שיעור המס**

היות ופעילות החברה מתבצעת באמצעות חברות בנות הרשומות בחו"ל, במדינות בעלות חוקי מיסוי שונים, שיעור המס העתידי הוערך על פי שיעור המס הממוצע בשנים 2008-2012.

**7.8 ההתאמות לתזרים נעשו על פי ההנחות הבאות****7.8.1 גידול בהון חוזר**

ההשקעה הנדרשת בהון החוזר בשנים הבאות הוערכה לפי שיעורי ההשקעה בהון החוזר בשנים 2008-2012. שיעורי ההשקעה חושבו לפי הפער בין ימי אשראי לקוחות ומלאי וימי אשראי ספקים.

**7.8.2 תוספת שיעור הפחת**

הגידול הצפוי בפחת נקבע על פי שיעור הגידול הצפוי בהשקעה ברכוש קבוע לשנים הבאות.

**7.8.3 השקעה ברכוש קבוע**

להלן נתוני ההשקעה ברכוש קבוע נטו בשנים הקודמות (במיליוני \$):

שנה	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ההשקעה ברכוש קבוע נטו	(102)	(120)	(99)	(128)	(107)	(74)

ניתן לראות ירידה בהשקעה ברכוש קבוע במהלך השנים 2010-2012. למרות נתוני ההשקעה בשנים האחרונות, הוערך כי החברה תתחיל להגדיל את השקעתה ברכוש קבוע בשנים הבאות, במיוחד לאור התחרות הצפויה להתגבר.

**7.9 תחזית תזרים מזומנים**

להלן תחזית תזרים מזומנים לשנים 2013-2016 (במיליוני \$):

שנה	2013	2014	2015	2016
הכנסות ממערכות אוויר	1,128	1,162	1,185	1,209
הכנסות ממערכות יבשתיות	360	367	374	382
הכנסות ממערכות C4ISR	1,038	1,059	1,080	1,101
הכנסות ממערכות אלקטרו-אופטיות	263	257	257	262
הכנסות אחרות	118	118	118	118
<b>סך ההכנסות</b>	<b>2,906</b>	<b>2,963</b>	<b>3,015</b>	<b>3,072</b>
עלות המכר	(2,090)	(2,130)	(2,167)	(2,209)
רווח גולמי	817	833	847	863
הוצאות מחקר ופיתוח	(238)	(243)	(248)	(253)
הוצאות מכירה ושיווק	(243)	(247)	(252)	(256)
הוצאות הנהלה וכלליות	(145)	(148)	(151)	(154)
רווח תפעולי	191	194	197	201
הכנסות מימון	4	4	4	4
הוצאות מימון	(29)	(25)	(19)	(16)
מס	(23)	(24)	(25)	(26)
תוספת פחת	139	139	139	139
הפחתת CAPEX	(106)	(106)	(106)	(106)
השקעה נדרשת בהון חוזר	(6)	(18)	(16)	(18)
<b>תזרים חופשי</b>	<b>170</b>	<b>164</b>	<b>173</b>	<b>177</b>

## 8. מתודולוגיה

### 8.1 השיטה

הערכת השווי בוצעה על ידי היוון זרמי מזומן חופשיים לאחר הורדת הוצאות המימון, כאשר הנתונים הושאו להערכות אלטרנטיביות של חברות דומות בענף, על ידי מכפיל הון ומכפיל רווח. ממצאי הערכת החברה בעזרת היוון זרמי מזומן תואמים את הממצאים בעזרת מכפילי ההון והרווח, לפיה ערך החברה גבוה מהערך בו היא נסחרת כעת בשוק.

### 8.2 חישוב שער היוון

ההיוון של התזרים הנקי יבוצע באמצעות מחיר ההון העצמי של החברה לפי מודל CAPM הנתון על ידי:

$$K_e = R_f + \beta_{elbu} \times [(R_m - R_f) + R_i]$$

$$K_e = 2.75\% + 1.03 \times [5.78\% + 1.28\%]$$

$K_e$  - מחיר ההון העצמי של הפירמה. מחיר ההון העצמי של הפירמה מחושב במונחים ריאליים, כלומר בניכוי שיעור האינפלציה הן בחישוב הריבית חסרת הסיכון והן בחישוב תשואת תיק השוק.  $(R_m - R_f)$  - פרמיית שוק של ארה"ב שנלקחה מאתר "Dmodaran"<sup>2</sup>. פרמיית שוק מחושבת על מדד S&P 500.

$R_i$  - פרמיית סיכון של השוק ישראלי שנלקחה מאתר "Dmodaran"

זו פרמייה נוספת שלא קיימת במודל CAPM המקורי, אלא מהווה תוספת פרמיית סיכון

$R_f$  - ריבית חסרת סיכון. תשואת איגרת חוב ממשלתית מסוג גליל במח"מ של 10 שנים. תשואה חסרת הסיכון העומדת בסיס החישוב הינה 2.75%.

$\beta$  = מקדם המתאם (הסיכון השיטתי) של התנהגות מניית החברה ביחס לתיק השוק. כיוון שמניית החברה סחירה, חשבנו את הביטא של מניית החברה עצמה עם מדד ת"א הכללי בשלוש השנים האחרונות (מחושב יומית) העומדת על 0.75 ובנוסף בחנו את הביטא של Aerospace/Defense אליו משתייכת החברה לפי סוג פעילותה כפי שמופיעה באתר "Dmodaran" המרכז מידע כלכלי ומהווה גורם עליו מסתמכים מעריכי שווי רבים. הביטא הממוצעת של ענף זה עומדת על 1.03. מכיוון שהחברה בינלאומית ומתחרה בחברות בינלאומיות אחרות הוחלט כי הביטא המייצגת היא זו המוצגת באתר דמודרן המחושבת לפי מגוון חברות בינלאומיות בתחומי התעופה והייצור בטחוני.

**מכאן מחיר ההון של אלביט מערכות:**

$$K_e = 2.75\% + 1.03 \times [5.78\% + 1.28\%] = 10\%$$

<sup>2</sup> <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>



## 9. חישוב הערך

תזרים במיליוני \$:

שנה	2013	2014	2015	2016	RV
תזרים להיוון	170	164	173	177	177
עוד מהוון	155	136	130	121	1,509

סך התזרים המהוון המצטבר ב-\$ הינו 2,051 מיליוני \$ ולפי שער של 3.647 ש"ח ל-\$, ערך החברה הינו כ-7.48 מיליארד ש"ח<sup>3</sup>.  
על פי ההערכה לעיל, שווי המנייה של חברת אלביט מערכות הינו כ-174.9 ש"ח לעומת שווי המנייה בשוק של כ-155.3 ש"ח נכון לסוף מרץ 2013 (כ-12.6% מעל מחיר השוק).

חברה	מכפיל רווח	מכפיל הון
אלביט מערכות	10.59	1.74
Barnes Group	16.25	1.96
Wesco Aircraft Holdings	16.13	1.82
HEICO Corporation	21.30	3.72
Exelis	6.23	2.02
<b>ממוצע בענף</b>	<b>17.77</b>	<b>2.35</b>

המכפילים של אלביט מערכות, הן מכפיל הרווח והן מכפיל ההון, נמוכים מהממוצע בענף. הדבר מחזק את הערכה דלעיל ומהווה אינדיקציה נוספת שאלביט מערכות נסחרת במחיר נמוך ביחס למתחרותיה, אם כי פערי המחיר מלמדים על תוחלת תשואת שוק לשנה הקרובה.

## 10. סיכום

בעבודה זו בוצעה הערכת שווי לחברת אלביט מערכות בהתאם לנתוני דו"ח כספי 31.12.2012 ונתוני החברה בשנים האחרונות כמו גם תחזיות לענפי הפעילות לשנים הבאות. לחברה נכונות אתגרים רבים בשנים הבאות עם התגברות צפויה של התחרות, בצד קיטון אפשרי בהוצאות הביטחון של מדינות אירופה וארה"ב, אך הערכת השווי שבוצעה משקפת אתגרים אלה והקשיים שצפויים בעקבותיהם. ערך החברה המוערך הינו כ-7.48 מיליארד ש"ח, כ-12.6% מעל שווי השוק של החברה נכון לסוף מרץ 2013.

<sup>3</sup> לפי שער יציג 3.648 נכון ליום 28.3.2013.