

081 פברואר, 2010

איתוראן, ITRN

מחיר	51.42
מחיר יעד	60.00
המלצה	קניה
המלצה קודמת	המלצה ראשונית

נתוני מסחר

שווי שוק	1,087
גבוה שנתי	54.20
נמוך שנתי	25.15
הון עצמי	124 מל"ד

בעלי עניין

מוקד איתוראן	26.3%
באופוסט	8.2%
ריבר רואד	6.8%

את שנת 2009 החברה צפויה לסיים עם גידול של כ- 5% בהכנסות משירותים, וצירוף של כ- 53 אלף לקוחות נטו, מהם כ- 15 אלף ברבעון הרביעי. במהלך הרבעון הרביעי התחזקו מרבית מטבעות הפעילות של החברה (שקל, ריאל (פזו) ואנו צפויים לראות השפעה חיובית על תוצאות החברה ברבעון הרביעי.

ב-2010 אנו צופים כי החברה תוכל לשמר רמת גיוס של כ- 12-13 אלף מנויים חדשים ברבעון, ועל בסיס שע"ח הנוכחיים אנו מעריכים גידול במכירות של כ- 10% שנובע בעיקר מהעלייה ב-ARPU עקב התחזקות במטבעות הפעילות.

ההתפתחות המשמעותית ביותר ב-2010 צפויה להיות מכיוון שוק הרכב בברזיל. לפי תקנה חדשה, כל כלי הרכב המיוצרים בברזיל חייבים לכלול מערכת איתור כלשהיא. רוכש הרכב שכבר שילם על המערכת בקניית הרכב רואה מולו דמי מנוי נמוכים יותר ולפיכך ניתן להעריך כי יותר בעלי רכב ירכשו שירותי איתור. עיקר קהל היעד של החברה בברזיל הם בעלי הרכב אשר אינם מבוטחים בביטוח נגד גניבות בגלל הפרמיות הגבוהות בברזיל. בברזיל כיום מיוצרים כ-2.5 מיליון כלי רכב בשנה כאשר בכל שנה מצטרפים לשירותי האיתור במדינה כ- 130 אלף לקוחות ברוטו. **אנו מעריכים כי התקנה החדשה אמורה להרחיב את שוק היעד לשירותי החברה באופן מהותי.**

במקור, התקנה הייתה אמורה הייתה להיכנס לתוקף החל מפברואר הקרוב. לאור העובדה שלא איתוראן ולא החברות בענף הודיעו על הסכם שיתוף פעולה עם יצרן רכב כלשהוא, אנו מניחים כי ישום התקנה י ידחה להמשך השנה.

לאיתוראן יתרות מזומנים של כ- 70 מיליון דולר (3.4 דולר למניה) אנו מעריכים כי המזומן אמור לעזור לחברה להרחיב את שווקי הפעילות על ידי כניסה לטריטוריות חדשות, ככול הנראה על ידי רכישת פעילות קיימת.

החברה נסחרת במכפיל רווח של 13 לשנת 2010. התמחור הנוכחי הולם באופן מלא את הפעילות הנוכחית של החברה, אולם א ינו מתמחר את הפוטנציאל הגדול בפעילות בברזיל. לאור האמור, אנו מתחילים סיקור על איתוראן בקניה – כיוון שחלק מהתמחור שלנו כבר נשען על התפתחויות עתידיות, הסיכון במניה, מן הסתם עולה.

איתוראן מול מדד ת"א 100 (אדום)



2010E	2009E	2008	2007	סה"כ הכנסות
614,000	564,000	511,000	444,000	מספר מנויים
8.9%	10.4%	15.1%		שיעור מהמחזור
132,423	120,416	132,616	104,588	הכנסות
27,011	24,290	25,663	17,822	רווח תפעולי
20.4%	20.2%	19.4%	17.0%	שיעור מהמחזור
19,898	17,798	14,882	13,474	רווח נקי
15.0%	14.8%	11.2%	12.9%	שיעור מהמחזור
41,011	36,249	35,778	25,902	EBITDA
31.0%	30.1%	27.0%	24.8%	שיעור מהמחזור
25,011	20,816	18,831	16,261	FCF
18.9%	17.3%	14.2%	15.5%	שיעור מהמחזור
14.61	16.34	20.34	24.09	P/E
12.59	16.13	19.73	20.12	EV/FCF



08 פברואר, 2010

נייר חדרה

מחיר	292.30
מחיר יעד	290
המלצה	תשואת שוק
המלצה קודמת	תשואת שוק

נתוני מסחר

שווי שוק	1,486
גבוה שנתי	301
נמוך שנתי	127
הון עצמי	810

בעלי עניין

כלל תעשיות	59.40%
------------	--------

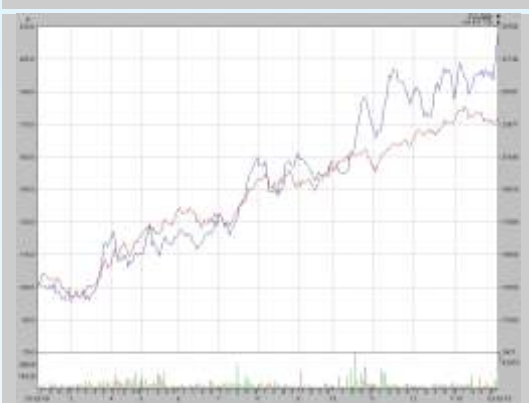
תוצאות הרבעון השלישי של החברה הראו על סימנים ראשונים של התאוששות, לאחר ש בשלושת הרבעונים הראשונים של 2009 ירדו הכנסות החברה בתחום הנייר בכ- 22%. חלק ניכר מהירידה מוסברת בירידה בכמות ירידה חדה במחיר הנייר בעקבות יבוא במחירי היצף לישראל על ידי יצרנים בחו"ל שנותרו עם עודף כושר ייצור.

החל מספטמבר הפסיקה מגמת הירידה במחירי הנייר ומאז המחיר עלה בכ- 30%. מעבר לעובדה שעליית מחירי הנייר תשחרר את הלחץ של הייבוא בהיצף לישראל, החברה אמורה בימים אילו להפעיל את מכונה 8, אשר תכפיל את כושר הייצור של החברה. למחירי הנייר יש השפעה מהותית על שווי הפעילות ואו מניחים כי מחירי הנייר יחזרו באופן הדרגתי לממוצע הרב שנתי. **אנו מעריכים את שווי פעילות נייר האריזה (כולל מכונה 8) בכ- 960 מיליון ש"ח.**

חוגלה – פעילות חוגלה בישראל ממשכה להציג תוצאות חזקות ואנו מעריכים כי ב-2009 החברה תרשום גידול בהכנסות של כ- 2.4% לרמה של 1.2 מיליארד זאת תוך שיפור המרווח התפעולי לכ- 16.5%. במקביל, הפעילות בתורכיה הגיעה לראשונה לאיזון תפעולי. או מעריכים כי ב- 2010 נראה את הפעילות בתורכיה מאוזנת ברמה שנתי.

למרות ההתאוששות בפעילות הצפויה במהלך 2010 אנו סוברים כי התמחור הנוכחי של המניה הולם את המצב הנוכחי. אנו מעלים את מחיר היעד ל- 293 ש"ח ומותרים את ההמלצה על תשואת שוק.

נייר חדרה מול מדד ת"א 100 (אדום)



הערכת שווי לפי מגזרי פעילות – נייר חדרה

נייר ומחזור	956,057		
קרטון אריזה - כרמל	188,522		
צרכי משרד - גרפיטי	50,667		
מונדי	100,000		
שווי פעילות נייר חדרה	1,295,246	100.0%	1,295,246
שווי פעילות חוגלה	1,952,032	49.9%	974,064
סה"כ	2,269,310		
חוב	(801,794)		
	1,467,516		
מניות	5,061		
שווי למניה	290.0		
מחיר שוק	293.5		
Upside	-3%		



08 פברואר 2010

אלקטרה	
מחיר	377.1
מחיר יעד	454
המלצה	קניה
המלצה קודמת	סיקור ראשוני

נתוני מסחר	
שווי שוק	1,306
גבוה שנתי	391.40
נמוך שנתי	159.00
הון עצמי	511

בעלי עניין	
אלקו אחזקות	59.8%

אלקטרה הינה מהחברות הקבלניות הגדולות והוותיקות בישראל. החברה פועלת משנת 1962 והיא חלק מקבוצת אלקו המחזיקה כ- 59.8% ממניות החברה. בשנה האחרונה אלקטרה חילקה, כדיבדנד בעין, את החזקות שלה באלקטרה נדל"ן, ונכון להיום החברה פועלת בשלושה תחומי פעילות מרכזיים: תחום הקבלנות (פרויקטים), תחום שרות אחזקה וסחר ותחום ייזום של נדל"ן. בשנים האחרונות החברה מציגה גידול ניכר בפעילות החברה, בין היתר על רקע הגידול של פעילות החברה בחו"ל, המהווה כיום מעל לרבע מהכנסות החברה.

במהלך המשבר האחרון ניתן היה לראות כי בד בבד עם הירידה בפעילות נחשפו בחברות רבות כשלים בניהול ובפיקוח על הפרויקטים. **אנו סבורים כי אופן ההתנהלות של החברה במשבר והיכולת לשמור על שיעורי רווחיות סבירים מהווים סיגנל חיובי לאיכות הניהול שבחברה.**

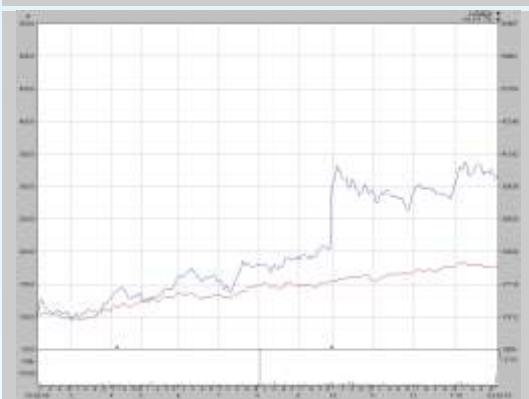
תחום הקבלנות מהווה כיום כ- 75% מהכנסות החברה, עם זאת מבחינת הרווח התפעולי הוא אחראי לכ- 50% מהרווחים. יתרת הרווחים מקורם מפעילויות השירות והסחר. בין תחומי הפעילות האלו קיימת סינרגיה רבה, כאשר אלקטרה זוכה בחוץ שירות רבים בפרויקטים בהם היא הייתה מעורבת בשלב הקבלנות.

כמהלך אסטרטגי, אלקטרה מתכוונת להגדיל את נתח השוק שלה בתחום השירותים והסחר. **אנו מעריכים כי בשנים הבאות נראה את אלקטרה מעורבת יותר בפרויקטים גדולים הכוללים הקמה ותפעול בחוזה לשנים (פרויקטי PPP מסוג BOT ו-BOO).**

צבר ההזמנות של החברה עמד בסוף הרבעון השלישי על רמה של כ- 3.8 מיליארד ש"ח, **על בסיס צבר זה החברה יכולה לייצר צמיחה של כ- 15% בהכנסות ב- 2010 ולשמור על הרווחיות התפעולית במגזרי הפעילות (5% בפרויקטים וכ- 14% בתחום השירות).** אנו צופים רווח תפעולי של כ- 160 מיליון ש"ח שנה וכ- 180 מיליון ש"ח ב-2010.

אנו סבורים כי החברה יוצאת מהמשבר הנוכחי דווקא מחזקת, בעיקר על רקע ההתחזקות מעמדה התחרותי בשוק, אשר יבוא לידי ביטוי כבר ב- 2010 בצורה של הגדלת מחזורי הפעילות. **אנו מתחילים סיקור על אלקטרה בהמלצת קניה עם מחיר יעד של כ- 454 ש"ח למניה, גבוה בכ- 20% ממחיר השוק.**

אלקטרה מול מדד ת"א 100 (אדום)



תחום פעילות	שווי פעילות
פרויקטים	696,667
פעילות אחזקה וסחר	951,111
אלקטרה השקעות	500,000
הוצאות מטה	(300,000)
שווי כלכלי	1,847,778
חוב נטו	(332,198)
תמורה מהקצאת מניות	63,055
סה"כ שווי חברה	1,578,635
מספר מניות	3,477
שווי למניה	454.02
מחיר שוק	377.00
הפרש	20%



<p>ברק טפר, אג"ח ישיר: 03-7778263 נייד: 050-5785332 barakt@meitav.co.il</p>	<p>דני פרחי, מנהל ישיר: 03-7778241 נייד: 054-3443000 danf@meitav.co.il</p>
<p>אייל הדר, אג"ח ישיר: 03-7778059 נייד: 054-6546586 eyalh@meitav.co.il</p>	<p>טרנס קלינגמן, מחקר ישיר: 073-7778389 נייד: 054-4631793 terencet@meitav.co.il</p>
<p>יובל צבר ישיר: 03-7778026 נייד: 054-2327781 yuvalts@meitav.co.il</p>	<p>ניר זוננברג, מחקר ישיר: 03-7778261 נייד: 050-5735140 nir@meitav.co.il</p>
	<p>יגאל ארליך, מניות ישיר: 03-7778207 נייד: 050-2620610 ygale@meitav.co.il</p>

פרטי התאגיד המורשה במסגרתו מועסק מכין עבודות האנליזה:

מיטב ברוקראז' בע"מ
רחוב ברקוביץ' 4, תל-אביב
טלפון: 03-7778200

גילוי נאות והערות כלליות

מסמך זה הוכן על-ידי מיטב ברוקראז' בע"מ, בהסתמך על מידע אשר נאסף ו/או מתבסס על מידע הזמין לציבור ממגוון מקורות. מיטב ניהול השקעות בע"מ מניחה שמידע זה הוא מהימן ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע. האמור במסמך זה כולל הערכות, אומדנים ו/או תחזיות. מסמך זה אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות והנסיבות הקשורים בו והדעות המובאות בו, כולן או חלקן, עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. קורא מסמך זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על המסמך או שימוש בו יצרו עבורו רווחים. **מיטב ברוקראז' בע"מ, כל חברה הנשלטת על-ידיה, במישרין ובעקיפין, וכן כל בעל שליטה, נושא משרה ועובד במי מהן אינם אחראיים לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ועקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה או השתמש בו, כולו או חלקו.** מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם, ועל כל אדם להתייעץ עם יועץ ו/או משווק השקעות בכל הנוגע לביצוע פעולה בניירות ערך או בנכסים פיננסיים. מסמך זה אינו מהווה הצעה או המלצה להחזיק, רכישה או מכירת נייר ערך או נכס פיננסי או לביצוע כל עסקה בהם. מיטב ניהול השקעות בע"מ היא חברה בת בבעלות מלאה של מיטב בית השקעות בע"מ. מיטב בית השקעות בע"מ, וכן חברות שבשליטתה, הישירה או העקיפה, עוסקות, בין היתר, בניהול תיקי לקוחות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות השתלמות, ניהול קרנות פנסיה, הנפקת מכשירים פיננסיים וחיתום, ועשוי להיות למי מהן או למי מבעלי השליטה, נושאי המשרה או העובדים בהן, עניין אישי במסמך זה, לרבות החזקה ו/או רכישה ו/או מכירה ו/או ביצוע עסקה, בהתאם למגבלות הדין, עבור עצמם ו/או עבור אחרים, בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים המכרים במסמך. כן, עשויה מיטב בית השקעות בע"מ, חברות בשליטתה, הישירה או העקיפה, ובעלי שליטה, נושאי משרה או עובדים במי מהן להיות בעלי קשרים עסקיים עם התאגידים המכרים במסמך זה או הקשורים בהם, לרבות לקבל או להעניק להם שירותים שונים. כל הזכויות, לרבות זכויות הקניין הרוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות למיטב ניהול השקעות בע"מ ו/או למיטב בית השקעות בע"מ ו/או לאחת או יותר מהחברות אשר בשליטתה, הישירה או העקיפה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות להפיצו ולהעתיקו, ללא קבלת אישורן מראש ובכתב.



ניגוד עניינים

מיטב ברוקראז' בע"מ ו/ או תאגיד קשור אליה החזיק, במועד פרסום עבודת האנליזה או במהלך 30 יום שקדמו למועד הפרסום, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות מנוהלים על-ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים.
בשנה שעברה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ נטל חלק בהנפקות ציבוריות של החברות בזק, סמייל ופרטנר ו/או חברות הקשורות להן.
בשנה הקרובה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ עשוי להשתתף בהנפקות של ני"ע של התאגידים הנסקרים.

סולם המלצות

- קניה** - ביצוע יתר משמעותי מעל השוק בשנה הקרובה
- תשואת יתר** - ביצוע יתר מעל השוק בשנה הקרובה
- תשואת השוק** - תשואה דומה לשוק בשנה הקרובה
- תשואת חסר** - ביצוע חסר לעומת השוק בשנה הקרובה
- מכירה** - ביצוע חסר משמעותי לעומת השוק בשנה הקרובה

פרטי מכין עבודת האנליזה

ניר זוננברג
ברקוביץ 4 ת"א
nir@meitav.co.il
השכלה: M.A בכלכלה באוניברסיטת ת"א.
B.A בכלכלה וניהול ממכללת ת"א-יפו
ניסיון מקצועי: כ-5 שנים

מספר רישיון: 9095

עצמאות שיקול הדעת:

אני, ניר זוננברג, רישיון מס' 9095, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות



שיטת הערכה:

איתוראן

שיטת הערכה: היות תזרים מזומנים (DCF)

גורמי סיכון:

- חשיפה למטבעות הפזו והריאל
- עלייה בשיעור הנטישה של לקוחות
- עיקובים בכניסה של רגולציה חדשה בברזיל

מחיר מניה	מחיר יעד	המלצה	תאריך	חברה
51.42	60	סיקור ראשוני- קניה	08 פברואר 2010	איתוראן

נייר חדרה

שיטת הערכה: היות תזרים מזומנים (DCF) לפעילויות ומודל NAV ברמת החברה.

גורמי סיכון:

- שינויים חדים במחירי השוק של הנייר
- קשיים תפעוליים בהפעלת המכונה החדשה
- ירידה ברמת הרווחיות של חוגלה ישראל
- המשך הפסדים בפעילות חוגלה בתורכיה

מחיר מניה	מחיר יעד	המלצה	תאריך	חברה
292.30	290	תשואת שוק	08 פברואר 2010	נייר חדרה
257	280	תשואת שוק	11 נובמבר 2009	
190	240	תשואת שוק	23 יולי 2009	

אלקטרה

שיטת הערכה: החברה הוערכה לפי הערכת שווי נפרדת לפי תחומי פעילות

גורמי סיכון:

- ירידה בשיעורי הרווחיות
- ירידה מהותית בצבר העבודות
- האטה ממושכת בקצב התחלות הבניה במשק
- חוסר יכולת לממש את התוכנית העסקית באלקטרה השקעות.

מחיר מניה	מחיר יעד	המלצה	תאריך	חברה
377.1	454	סיקור ראשוני- קניה	08 פברואר 2010	סמייל

