

אלביט מערכות

עדכון לקראת הרבעון הרביעי: הצבר מהווה אתגר
חמישה חודשים ציחים

עדכונים בדו"ח

- שניו המלצה
- שניו מחיר יעד
- שניו תחזית

נתונים עיקריים

תשואת שוק	המלצה
70.0	מחיר יעד
60.0	מחיר מניה
2.5	שווי שוק (מיליארד \$)
70.7	גבוה 12 ח' (\$)
40.4	נמוך 12 ח' (\$)
32%	שניו 12 חודשים
90%	שניו ת"א 12 ח'
64.0	מחזור יומי (מ' \$)
35.6	סחורה צפה
11.8	P/E 09E
11.7	P/E 10E
6.7	EV/EBITDA 09E
6.6	EV/EBITDA 10E
תשואת שוק	המלצה קודמת
70	מחיר יעד קודם (\$)

בעדכון הקודם על אלביט, הורדנו את ההמלצה והזכרנו שקצב הטיפוס התלול של אלביט כבר מאחורינו על רקע שנה וחצי של אי גידול בצבר. מאז, הצטרפו עוד חודשיים לחשבון מבלי שאלביט הצליחה לזכות בחוזה מהותי.

החשש הוא שאנחנו נראה ירידה בהכנסות בתחילת השנה מול התקופה המקבילה. עם זאת, אין ספק שהמחיר הנוכחי הוא "נוח" יותר להשקעה אבל אלביט תצטרך להראות סימני צמיחה כלשהם על מנת לשנות כיוון. בשלב הזה, אנחנו מותירים את ההמלצה על **ת.שוק במחיר יעד של \$70**.

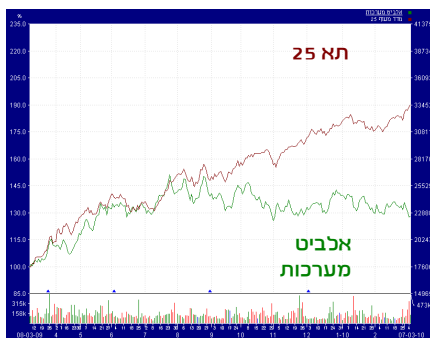
אין חדש בצבר - יותר מחמישה חודשים, מתחילת הרבעון הרביעי ועד היום אלביט לא פרסמה חוזים משמעותיים. ההזמנות שמתקבלות על החברה אמנם מצטברות לסכומים גדולים אבל הן אינן כאילו שיכולים להקפיץ את צבר ההזמנות מדרגה קדימה. לאור היקף המכירות היחסית גבוה ברבעון הרביעי (עונתי) הצבר צפוי "לעמוד במקום" סביב 5 מיליארד \$. וייתכן שאף ירד בתחילת השנה. נזכיר כי הצבר עמד על רף של 5.05 מיליארד \$ כבר בסוף הרבעון השני של 2008.

הרבעון הרביעי ו-2010

הכנסות - כפי שרמזה החברה בשיחת הועידה של הרבעון השלישי, יש סיכוי לא קטן שהחברה לא תעמוד ביעד 10% לצמיחה בשנת 2010. לאור מגמת ההזמנות בתקופה האחרונה אנחנו מורידים במעט את הצפי לרבעון הרביעי של 2009 ולשנת 2010 ומניחים גידול חד ספרתי קל בשנים שלאחר מכן שתלויות במימוש הפרויקטים הגדולים שיוכרעו בחודשים הקרובים.

הרווח הגולמי - אלביט הצליחה לשפר את הרווח הגולמי ואנחנו מעריכים שהוא ימשיך לעמוד על בטווח של 29%-30% עם נטייה לחלק הנמוך של הטווח, בעתיד הנראה לעין. היציבות בהכנסות והעובדה שאלביט לא צפויה לצאת בתכניות קיצוצים כלשהן מבטיחה את שמירת הרמה הנוכחית.

הרווח התפעולי - אלביט ממשיכה להשקיע במו"פ ובשיווק אגרסיבי על פני הגלובוס על מנת לנסות ולזכות בפרויקטים גדולים. שני הסעיפים הללו היוו שיעור של 16.6% ו-16.8% מההכנסות בשני הרבעונים הקודמים והם צפויים להוות משקולת על הטווח הקצר. אנחנו מאמינים שאלביט תוכל להוריד את השיעור זה לאורך זמן אבל לצורך זה נדרשת זכייה ביותר מפרויקט משמעותי אחד. אנחנו מצפים למרווח של 9% ברבעון הרביעי ו-9.1% ב-2010.

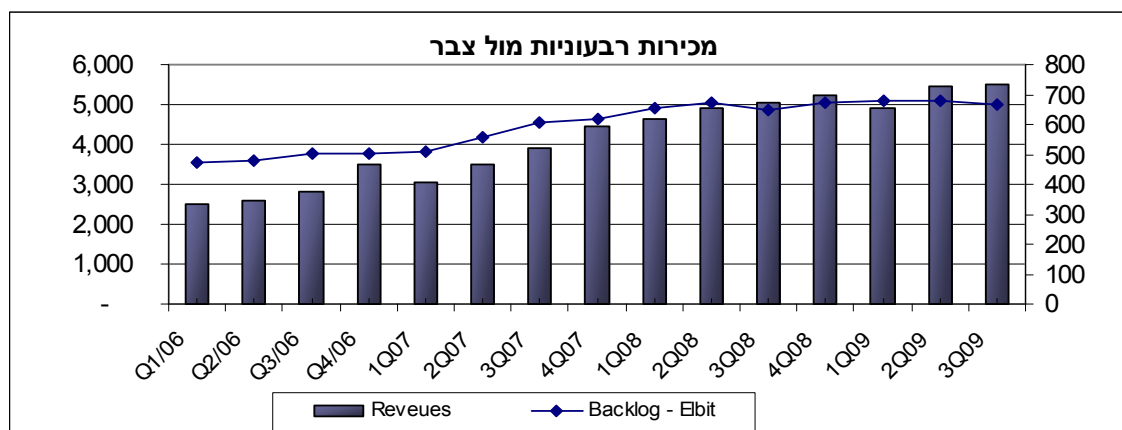


Elbit Systems (K \$)	4Q08	3Q09	4Q09E	2008	2009E
Revenues	697,854	732,520	759,963	2,638,271	2,877,704
YoY	18.1%	9.1%	8.9%	33.1%	9.1%
COGS	494,496	515,219	540,026	1,870,830	2,020,329
Gross Profit	203,358	217,301	219,937	767,441	857,375
Gross margin	29.1%	29.7%	28.9%	29.1%	29.8%
YoY	30.2%	9.6%	8.2%	48.6%	11.7%
Operating Income	62,180	65,664	68,466	249,001	272,628
Operating margin	8.9%	9.0%	9.0%	9.4%	9.5%
YoY	62.7%	-16.2%	10.1%	130.7%	9.5%
Net Income	105,272	58,255	56,547	204,176	218,634
Net margin	15.1%	8.0%	7.4%	7.7%	7.6%
YoY	229.7%	63.7%	-46.3%	166.2%	7.1%
EPS	2.48	1.35	1.31	4.79	5.09
YoY	229.3%	62.1%	-47.3%	164.5%	6.2%

נקודות נוספות:

1. **הרבעון** יושפע גם כן מתוצאות החברות הבנות שנוטות להראות תוצאות טובות במחצית השנייה של השנה. הוצאות המימון אינן משמעותיות ונעות בהיקף של מיליון \$ לרבעון.
2. **ההון החוזר** לא צפוי להראות שינויים חדים בשעה שסעיף המקדמות שנשחק בחדות ברבעונים הקדומים צפוי להתייבב. ההכנסות שצפויות לגדול בשיעור נמוך משמעותית מבעבר יובילו אף הן לקיטון בתנודות בסעיף.
3. **השקעות** – אלביט רכשה את BVR בהיקף של 34 מיליון \$ שיותר מיקוז ע"י התשלום השני של 41% ממכירת מדיגייד לאחר התשלום הראשון שהתקבל בסוף שנת 2008. התשלום השלישי יתקבל בסוף 2010 אך הוא בסכום קטן משמעותית של 6 מיליון \$.
4. **שער הדולר**, שחוזר להראות סימני חולשה בניגוד למגמת הרבעונים האחרונים, עשוי להיות אלמנט שלילי נוסף. מתחילת הרבעון הראשון הוא נסחר בטווח של 3.7-3.8 ואף "ביקר" מתחת לשער של 3.7 שקל לדולר ולמרות ההגנות האקטיביות והמבניות של אלביט, ההשפעה הכוללת היא שלילית.

הצבר וההכנסות – הגרף נראה כך ולא צפוי להציג שינוי בנגזרת גם ברבעון הקרוב:



העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

Elbit Systems (K \$)	2007	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	2009E	2010E	2011E	2012E
Revenues	1,981,761	2,638,271	656,932	728,289	732,520	759,963	2,877,704	3,023,955	3,039,075	3,145,442
YDY	30.1%	33.1%	6.6%	11.5%	9.1%	8.9%	9.1%	5.1%	0.5%	3.5%
COGS	1,454,813	1,870,830	448,664	516,420	515,219	540,026	2,020,329	2,135,102	2,142,739	2,214,589
Gross Profit	516,366	767,441	208,268	211,869	217,301	219,937	857,375	888,853	896,336	930,853
Gross margin	26.1%	29.1%	31.7%	29.1%	29.7%	28.9%	29.8%	29.4%	29.5%	29.6%
YDY	38.3%	48.6%	23.7%	7.3%	9.6%	8.2%	11.7%	3.7%	0.8%	3.9%
R&D	126,995	184,984	45,880	53,008	56,022	59,277	214,187	225,073	226,198	234,115
% from revenue	6.4%	7.0%	7.0%	7.3%	7.6%	7.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
S&M	157,411	198,274	56,916	67,549	67,096	62,571	254,132	265,777	266,574	275,105
% from revenue	7.9%	7.5%	8.7%	9.3%	9.2%	8.2%	8.8%	8.8%	8.8%	8.7%
G&A	107,447	134,182	28,888	29,398	28,519	29,623	116,428	121,646	121,646	125,661
% from revenue	5.4%	5.1%	4.4%	4.0%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
IPR&D	16,560									
Operating Income	107,953	249,001	76,584	61,914	65,664	68,466	272,628	276,357	281,917	295,973
Operating margin	5.4%	9.4%	11.7%	8.5%	9.0%	9.0%	9.5%	9.1%	9.3%	9.4%
YDY	17.5%	130.7%	57.9%	3.2%	-16.2%	10.1%	9.5%	1.4%	2.0%	5.0%
EBITDA	223,927	379,438	106,615	95,079	95,657	98,459	395,810	400,952	406,149	424,936
% from revenue	11.3%	14.4%	16.2%	13.1%	13.1%	13.0%	13.8%	13.3%	13.4%	13.5%
YDY	48.9%	69.4%	34.7%	4.9%	-14.8%	1.1%	4.3%	1.3%	1.3%	4.6%
Financial expenses	(19,329)	(36,815)	(19,039)	11,437	(564)	(1,110)	(9,276)	(4,142)	(3,935)	(3,739)
Other income	368	94,294	95	551	222	-	-	-	-	1
Income before taxes	88,992	306,480	57,450	72,800	64,878	67,356	263,352	272,214	277,982	292,235
YDY	23.2%	244.4%	19.7%	52.5%	4.2%	-54.8%	-14.1%	3.4%	2.1%	5.1%
Taxes on income	13,810	54,367	12,212	14,036	11,448	13,471	51,167	57,165	56,986	59,908
Taxes percentage	15.5%	17.7%	21.3%	19.3%	17.6%	20.0%	19.4%	21.0%	20.5%	20.5%
Income after taxes	75,182	252,113	45,238	58,764	53,430	53,885	212,185	215,049	220,996	232,327
Affiliated companies	14,565	14,435	4,766	3,417	6,202	6,195	20,580	20,695	21,109	21,922
Minority interests (earning)	(13,038)	(62,372)	(6,760)	(2,461)	(1,377)	(3,533)	(14,131)	(15,168)	(15,244)	(15,778)
Net Income	76,709	204,176	43,244	59,720	58,255	56,547	218,634	220,576	226,861	238,471
Net margin	3.9%	7.7%	6.6%	8.2%	8.0%	7.4%	7.6%	7.3%	7.5%	7.6%
YDY	6.2%	166.2%	34.7%	91.7%	63.7%	-46.3%	7.1%	0.9%	2.8%	5.1%
No of shares (diluted)	42,342	42,756	42,534	42,924	43,233	43,233	42,881	43,196	43,412	43,629
EPS	1.81	4.79	1.02	1.39	1.35	1.31	5.09	5.11	5.23	5.47
Working Capital						2,195	95,384	17,550	2,268	10,637
Depreciation						29,993	123,182	124,595	124,231	128,963
CAPEX						30,399	130,247	120,958	124,602	129,963
Acquisition (sales)						- 11,843	105,218	- 6,042	-	-
FCF	(193,604)	114,582	(40,770)	(35,051)	(14,065)	66,899	(22,987)	216,847	228,157	231,572

WACC	ESLT DCF					
	8%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	9.2%	61.6	65.8	70.6	76.3	83.1
	8.7%	66.8	71.7	77.5	84.3	92.7
	9.2%	61.6	65.8	70.6	76.3	83.1
	9.7%	57.1	60.7	64.8	69.6	75.2
	10.2%	53.2	56.3	59.8	63.9	68.6

Re מחיר ההון העצמי	10.4%	שוי פיננסי תפעולי	3,147.8
WACC	9.2%	Net Financials	(147.9)
Long Term Growth	3.0%	אחר	1.0
Tax rate	21%	נט בנסי חברות בת	19.0
		שוי כלכלי לחברה	3,019.8
No. of shares (M \$)	42.8	שוי למנה	70.6
		Current price	66.7
		premium (disco)	5.8%

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 7, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



כלכל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי

רונן ויסרברג
מנכ"ל
03-5653546
ronen@clal-fin.co.il

נאור אל חי
מנהל חדר מסחר
03-5653552
neor@clal-fin.co.il

חגית דלאל
03-5653543
hagitd@clal-fin.co.il

עמרי ויסמן
03-5653549
omriw@clal-fin.co.il

אייל זרביב
03-6274894
Eyalz@clal-fin.co.il

אריה לנצברג
03-5653541
ariehl@clal-fin.co.il

עשיית שוק

אג"ח

משה בן אסאייג
03-5653550
mosheba@clal-fin.co.il

בני סימון
03-7611988
benis@clal-fin.co.il

אסף לוינסון
03-7613702
traasafi@clal-fin.co.il

דרור וסרמן
03-7611905
drorw@clal-fin.co.il

דסק בינלאומי

סער גולן
03-7611987
saarg@clal-fin.co.il

אבי ויינרב
03-5653556
aviwe@clal-fin.co.il

מישל ספיבק
03-5653540
michelles@clal-fin.co.il

אלירן אליהו
03-5653646
eliran@clal-fin.co.il

מריסה בנדר
03-6251014
marisab@clal-fin.co.il

אג"ח בינלאומי

יסכה ארז
03-6251024
yisca@clal-fin.co.il

גיא מגן
03-5652565
guyma@clal-fin.co.il

מחקר

יובל בן זאב
מנהל מחקר
פיננסים, החזקות, נדל"ן
03-5653559
yuvalb@clal-fin.co.il

צחי אברהם
תקשורת, מזון
וטכנולוגיה
03-5652510
tsahiav@clal-fin.co.il

גל רייטר
פרמצבטיקה, אנרגיה
03-7616407
galbz@clal-fin.co.il

אבירן רביבו
כימיה
03-6274883
aviranr@clal-fin.co.il

גל בר
עוזר מחקר
03-7616398
galba@clal-fin.co.il

נגזרים

צחי סוקול
03-7616450
tzahiso@clal-fin.co.il

טיראן מאיר
03-5653560
tiranm@clal-fin.co.il

נדב קליק
03-7611990
nadavk@clal-fin.co.il

בטי מזרחי
03-5653537
betty@clal-fin.co.il

איתי סאבח
03-7613732
etisa@clal-fin.co.il

מנהלה

סימה דקל
03-5653557
simade@clal-fin.co.il

יעל זומר
03-7613654
yaelzo@clal-fin.co.il

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלכל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלכל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

א. פרטי מכין האנליזה

צחי אברהם
ת.ז. 038543500
רישיון משווק השקעות רישיון מספר 8674 (רישיון מנהל תיקים בהתליה)
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
השכלה - מוסמך (MA) בכלכלה ומנהל עסקים, האוניברסיטה העברית;
בוגר (BA) בחשבונאות וכלכלה, האוניברסיטה העברית.
ניסיון - תפקידי מחקר ואנליזה משנת 2001 ועד היום בחברות: כלל פיננסים, אינפיניטי גרופ ERCG, מחלקת המחקר של בנק ישראל

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:
כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
טלפון: 03 5653557

ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום של האנליזה.
אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

ג. הערות לאנליזה

1. סולם המלצות

- **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת חסר** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **מכירה** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.

2. גישת הערכת אלביט מערכות וקביעת מחיר היעד בוצעה בגישת היוון תזרימי המזומנים, תוך שילוב של בחינת מכפילי רווח והשוואה למניות אחרות בסקטור.

3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של אלביט מערכות:

- תלות בתקציבים המופנים לביטחון בישראל ובארה"ב.
- יחסים מורכבים הכוללים השפעות פוליטיות מול לקוחות גדולים, בדרך כלל מדינות.
- יחסי עבודה לא פתורים באלישרא.
- פיחות בשער הדולר עלול לשחוק את המרווחים התפעוליים של החברה.
- התפרשות, גדולה מבעבר, ברחבי העולם.
- קושי בהגדלת הצבר הנוכחי.

4. גרף מנית אלביט מערכות ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.

ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, צחי אברהם, בעל רישיון מספר 8674, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

צחי אברהם

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה") להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של אלביט מערכות.
2. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם בתאריך 08.03.10, לקראת פרסום הדוחות לרבעון הרביעי.

ג. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשוא דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו 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 כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל ענין בכלל פיננסים ברוקראז'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.