

אלביט מדיקל טכנולוג'ים

שני נכסים פרטיים מבטיחים

סקירה ראשונית

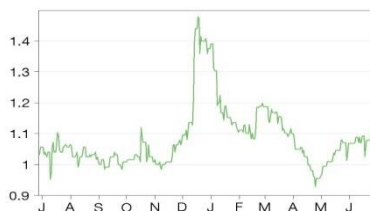
פארמה וביוטק

28 ביוני 2018

מחיר* **ש"ח 1.12**
שווי שוק **259 מ' ש"ח**
** מתמוחר נכון ל-26 ביוני 2018
חוב נטו ב-31 בדצמבר 3.63/US\$ ש"ח
2017 (מ' \$) 42.4

מניות מונפקות 231.4 מ'
ציפה חופשית 10.8%
סימול EMTC
בורסה ראשית בורסת תל אביב
בורסה משנית N/A

ביצועי מחיר מניה



	12m	3m	1m	%
Abs	24.8	10.2	(19.4)	
Rel (מקומי)	10.4	3.3	(21.6)	
52 שבועות גבוה/נמוך	ש"ח 1.52	ש"ח 0.95		

תיאור העסק

אלביט מדיקל טכנולוג'ים בע"מ (Elbit Medical) היא חברה בת הנשלטת על ידי אלביט הדמיה בע"מ (EMITF) הפועלת בתחום מדעי החיים. תיק ההשקעות של אלביט מדיקל כולל שתי חברות הפועלות בתחום מכשור רפואי וטיפולנים רפואיים: InSightec, המפתחת את פלטפורמת ExAblate לצורך אבליציה תרמית לא פולשנית של רקמות, ו-Gamida Cell, המפתחת מוצרים מבוססי תאי גזע המיועדים להשתלת מח עצם בחולי סרטן ומחלות דם לא ממאירות ומחלות גנטיות מטבוליות.

אירועים עתידיים

תוצאות ראשונות של ניסוי שלב III בטיפול NiCord של Gamida Cell	תוצאות ראשונות של ניסוי שלב II/III של InSightec למחלת פרקינסון
מחצית הראשונה 2020	2020

אנליסטים

מקסים ג'ייקובס +1 646 653 7027
נתנאל קאלווי +1 646 653 7036

healthcare@edisongroup.com
[Edison profile page](#)

אלביט מדיקל טכנולוג'ים היא חברה ישראלית להשקעות בתחום מדעי החיים אשר השקיעה בשתי חברות פרטיות. InSightec היא חברה למחקר, פיתוח, ייצור ושיווק של מכשור רפואי (בשלב מסחרי) המשווקת מכשיר לא פולשני לאבליציה תרמית של רקמות במספר התוויות, אשר שלוש מתוכן קיבלו אישור FDA, CE ואישורים נוספים. Gamida Cell עוסקת במחקר ופיתוח של מוצרים רפואיים המבוססים על תאי גזע שמקורם בעיקר מדם חבל הטבור (להלן: "דם טבורי") והמיועדים להשתלת מח עצם בחולים בסרטן הדם או סרטן בלוטות הלימפה, מחלות דם לא ממאירות ומחלות גנטיות מטבוליות. ברבעון הראשון של שנת 2018 החברה השלימה הנפקה של 182 מיליון שקל של אגרות חוב להמרה למניות החברה שמחד מגדילה את יתרות המזומן שבידי החברה, אך מאידך מעלה את הסיכוי לדילול בשנת 2022 (מועד פירעון אגרות החוב). בנוסף, לחברת האם אלביט הדמיה (המחזיקה בכ-89% מהון המניות של אלביט מדיקל) עצמה, יש אתגרים. אנו קובעים את הערכת שווי של החברה ב-407 מיליון ש"ח או 1.76 ש"ח למניה.

סוף השנה	הכנסות (\$מ')	*PBT (\$מ')	*EPS (\$)	DPS (\$)	P/E (x)	תשואה (%)
12/15	1.8	(1.1)	0.0	0.0	N/A	N/A
12/16	0.0	(3.7)	0.0	0.0	N/A	N/A
12/17	0.0	(5.2)	0.0	0.0	N/A	N/A

הערה: * PBT ו-EPS מנורמלים, ללא הפחתה של נכסים בלתי מוחשיים שנרכשו, פריטים חריגים ותשלומים מבוססי מניות.

InSightec: חדר ניתוחים לא פולשניים

אלביט מדיקל מחזיקה כיום כ-22% ממניות חברת InSightec (כ-19% בדילול מלא), שכאמור לעיל הנה חברת מכשור רפואי בשלב מסחרי. טכנולוגיית ExAblate של InSightec משתמשת ב-MRI ובאלומת אולטרה-סאונד ממוקד בעוצמה גבוהה כדי לבצע אבליציה תרמית מדויקת לא פולשנית. ExAblate השיגה אישור מה-FDA ומה-CE לשלוש התוויות שונות, עם הכנסות מדווחות של כ-32.1 מיליון דולר בשנת 2017. בחודשים דצמבר 2017 וינואר 2018, הושלם סבב גיוס הכספים האחרון של InSightec (series E preferred shares), בהיקף של 150 מיליון דולר (בו אלביט מדיקל לא השתתפה), המשקף שווי (בדילול מלא) לפני ואחרי הכסף, של כ-460 מיליון דולר וכ-610 מיליון דולר, בהתאמה.

Gamida Cell: תאי גזע להשתלת מח עצם

אלביט מדיקל מחזיקה גם בכ-18% ממניות חברת Gamida Cell (כ-13% בדילול מלא), המפתחת את NiCord, שהנו מוצר שמקורו בתאי גזע דם טבורי (UCB), ומיועד לסייע לטיפול במחלות ממאירות המטבוליות בסיכון גבוה ומחלות גנטיות מטבוליות. NiCord היא חלופת ה-BMT הראשונה שזוכה בהכרה של ה-FDA כטיפול פורץ דרך. גמידה נערכת לביצוע ניסוי Phase III וההערכה היא שגיוס החולים לניסוי יסתיים ב-H219.

שנה מאתגרת לפנינו

החברה השלימה בפברואר ומרס 2018 הנפקה לציבור בבורסת תל אביב של אגרות חוב בערך נקוב של כ-182 מיליון ש"ח הניתנות להמרה למניות של החברה תמורת ההנפקה נועדה בעיקר לפרוע את החוב של החברה לאלביט הדמיה (החוב נפרע במרס 2018). עומס החוב הגבוה של אלביט הדמיה (כ-227 מיליון ש"ח נכון ליום 1 ביוני 2018) והאפשרות שאלביט הדמיה תידרש למכירת אחזקותיה באלביט מדיקל, כולן או חלקן, מגדילה את הסיכון לדילול משמעותי (בהנחה של מימוש אופציית ההמרה של אגרות החוב ההמירות שאלביט מדיקל הנפיקה) וללחץ למכירה במהלך השנה הקרובה.

הערכה: 407 מ' ש"ח או 1.76 ש"ח למניה

אנו קובעים את הערכת שווי של אלביט מדיקל ב-407 מיליון שקל או כ-1.76 שקל למניה, בהתבסס על ניתוח NPV מתואם סיכון, של החברות בתיק ההשקעות והבעלות היחסית של אלביט מדיקל. אנו אומדים כיום את InSightec כחברה עם תיק ההשקעות בעל הערך הגבוה ביותר (110.1 מיליון דולר עבור חלקה של אלביט מדיקל).

תמצית ההשקעות

תיאור החברה: ממוקדת בתחום מדעי החיים

אלביט מדיקל הינה חברה להשקעות בתחום מדעי החיים בישראל אשר התאגדה בשנת 1996. נכון לינואר 2018 אלביט מדיקל השקיעה כ-460.3 מיליון שקל (כ-134.7 מיליון דולר) בשתי החברות אשר בתיק ההשקעות שלה. אלביט מדיקל נשלטת על ידי אלביט הדמיה, חברת השקעות ישראלית, המשקיעה בתחום הנדל"ן (קרקעות למכירה בהודו, מזרח אירופה ויוון) ובתחום מדעי החיים, המחזיקה כ-89% מהון המניות של אלביט מדיקל. אלביט הדמיה נסחרת בבורסה בתל-אביב ובנאסד"ק, עם שווי שוק נוכחי של כ-76 מיליון ש"ח (כ-21 מיליון דולר), הנמוך מזה של אלביט מדיקל. עקב היקף גבוה של חוב, אלביט הדמיה עלולה להיאץ למכור את אחזקותיה באלביט מדיקל כדי לפרוע את החוב. אלביט מדיקל השקיעה סך של כ-116 מיליון דולר ב-InSightec שהנה חברת מכשור רפואי בשלב מסחרי, המפתחת פלטפורמה לאבלציה תרמית לא פולשנית בשם ExAblate לטיפול תחת מספר התוויות גינקולוגיות, אונקולוגיות ונירולוגיות. כמוכן, אלביט מדיקל השקיעה כ-18.7 מיליון דולר ב-Gamida Cell שהנה חברה לביו-פרמצבטיקה בשלבי פיתוח מתקדמים בתחום של Bone Marrow Transplant, שהנו טיפול מציל חיים לחולים עם לוקמיה ולימפומה בסיכון גבוה.

הערכה: 407 מ' ש"ח או 1.76 ש"ח למניה

ל ידי שימוש בניתוח NPV מתואם סיכון על שתי השקעותיה, אנו מגיעים להערכת השווי של אלביט מדיקל בהיקף של 407 מיליון ש"ח או 1.76 ש"ח למניה. על פי החישובים שלנו, InSightec היא הנכס הערכי ביותר של החברה (שווי כולל של 579 מיליון דולר, 110.1 מיליון דולר לחלקה של אלביט מדיקל, לעומת שווי של 610 מיליון דולר, או 460 מיליון דולר לפני הכסף). החברה צופה מספר אירועים חשובים במהלך השנים הקרובות, בעיקר סיום גיוס החולים לניסוי הקליני שלב III לטיפול באמצעות Cordin בחולים עם אנמיה חרמשית או תלסמיה בשנת 2019 וכן סיום גיוס החולים לניסוי קליני שלב III לטיפול באמצעות NiCord בחולים הסובלים ממאירות המטולוגיות ולאחר מכן פרסום תוצאות ראשוניות של הניסוי במחצית הראשונה של שנת 2020.

פיננסים: השלמת גיוס אג"ח בהיקף 182 מיליון ש"ח ברבעון הראשון של 2018

אלביט מדיקל דיווחה על מצבת מזומנים של 0.03 מיליון דולר נכון לסוף שנת 2017. חשוב לציין כי לאלביט מדיקל מבנה ניהולי רזה והיא איננה מחויבת להזרים מימון נוסף לחברות הפורטפוליו. אלביט מדיקל הודיעה באחרונה על השלמת הנפקה של כ-182 מיליון ש"ח ערך נקוב אגרות חוב הניתנות להמרה למניות של החברה ומובטחות בשעבוד על חלק מאחזקות אלביט מדיקל במניות גמידה סל ואינסייטק. רוב התמורה מההנפקה של אגרות החוב שימשה לפרעון הלוואה של 154 מיליון ש"ח מאלביט הדמיה. בנוסף, החברה הפקידה כ-18 מיליון ש"ח מתוך תמורת ההנפקה של אגרות החוב על מנת שתשמש לשלום הריבית על אגרות החוב בשנתיים הקרובות. סך של 4 מיליון ש"ח נוספים מתמורת ההנפקה של אגרות החוב נותרו בקופתה של אלביט מדיקל וישמשו להוצאות הנהלה וכלליות לשנתיים הבאות. הנפקת אגרות החוב מאריכה את מועד הפירעון של חובות אלביט מדיקל עד לחודש מרץ 2022.

רגישויות סיכונים מסחור משמעותיים

אלביט מדיקל נושאת בסיכונים ספציפיים הקשורים להשקעה בחברות מדעי החיים בשלבי פיתוח, כגון משוכות רגולטוריות, אי ודאות הכרוכה בניסויים קליניים והצורך במימון. עם זאת, אנו סבורים כי הסיכון מצטמצם במידה מסוימת בשל השלב המתקדם של הפיתוח בו נמצאות שתי החברות בתיק ההשקעות. מנגד, תיק ההשקעות אינו מגוון וכולל רק שתי חברות מוחזקות. InSightec היא החברה המתקדמת ביותר מבחינה מסחרית, עם מוצרי ExAblate בשלבים המוקדמים של מסחור לשלוש התוויות שונות שקיבלו אישור FDA, CE ואישורי רשויות במדינות נוספות. למרות שאושרו לראשונה על ידי ה-FDA בשנת 2004, החברה עדיין לא רווחית. Gamida Cell נמצאת בשלבי פיתוח מתקדמים (Phase III) של ה-NiCord שהנו הטיפול הראשון של Bone Marrow Transplant הזוכה להכרה של ה-FDA כטיפול פורץ דרך. היישום הקליני יהיה מכשול משמעותי עבור שתי החברות המוחזקות, שכן קבלה שלהם על ידי הקהילה הרפואית תדרוש נתונים השוואתיים למול הטיפולים העיקריים הקיימים כבר עשרות שנים. שתי החברות בתיק ההשקעות ידרשו ככל הנראה להשקעה עתידית ממקורות אחרים, כדי להמשיך בפיתוח מוצרים ולקידום המסחור שלהם. כמו כן, בשל עומס החוב הגבוה של אלביט הדמיה (והאפשרות שאלביט הדמיה תדרש למכירת אחזקותיה באלביט מדיקל, כולן או חלקן), קיים סיכון לדילול משמעותי וללחץ מכירה במהלך השנה הקרובה.

סיכום פיננסי

2017	2016	2015	\$'000	סוף השנה 31 דצמבר
IFRS	IFRS	IFRS		רווח והפסד
0	0	1,752		הכנסות
0	0	0		עלות ההכנסות
0	0	1,752		רווח גולמי
0	0	0		הוצאות מחקר ופיתוח
(677)	(553)	(578)		הוצאות מכירה הנהלה וכלליות
(677)	(553)	1,174		רווח לפני ריבית מסים פחת והפחתות
(677)	(553)	1,174		רווח תפעולי (לפני המוניטין וחריגים)
0	0	0		הפחתות של נכסים בלתי מוחשיים
(5,518)	(15,000)	(14,428)		חריגים
(6,195)	(15,553)	(13,254)		רווח תפעולי
(4,557)	(3,101)	(2,270)		אחר
0	0	0		ריבית, נטו
(5,234)	(3,654)	(1,096)		רווח לפני מס (מנורמל)
(10,752)	(18,654)	(15,524)		רווח לפני מס (FRS 3)
0	0	0		מס
(5,234)	(3,654)	(1,096)		רווח לאחר מס (מנורמל)
(10,752)	(18,654)	(15,524)		רווח לאחר מס (FRS 3)
1,852	1,850	1,850		מספר מניות ממוצע (מ')
(0.00)	(0.00)	(0.00)		רווח (הפסד) למניה (\$) מנורמל
0	0	0		רווח (הפסד) למניה - (FRS 3) (\$)
0	0	0		דיבידנד למניה (\$)
N/A	N/A	N/A		מרווח גולמי (%)
N/A	N/A	N/A		מרווח על רווח לפני ריבית מסים פחת והפחתות (%)
N/A	N/A	N/A		מרווח תפעולי (לפני המוניטין וחריגים) (%)
50	5,518	20,520		מאזן
0	0	0		נכסים קבועים
0	0	0		נכסים בלתי מוחשיים
50	5,518	20,520		נכסים מוחשיים
40	30	103		אחר
0	0	0		נכסים שוטפים
8	15	6		מלאי
32	15	97		חייבים
0	0	0		חובות
(60)	(57)	(131)		אחר
(60)	(57)	(131)		התחייבויות שוטפות
0	0	0		זכאים
0	0	0		הלוואות לטווח קצר
0	0	0		חכירות לטווח קצר
0	0	0		אחר
(42,415)	(37,126)	(33,873)		התחייבויות לא שוטפים
(42,415)	(37,126)	(33,873)		הלוואות לטווח ארוך
0	0	0		חכירות לטווח ארוך
0	0	0		התחייבויות אחרות לטווח ארוך
(42,385)	(31,635)	(13,381)		נכסים, נטו
(4,858)	(3,394)	(2,531)		תזרימי מזומנים
0	0	0		תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת
0	0	0		מס
0	0	0		הוצאות הון
0	0	0		רכישות/גרועות
0	0	0		מימון
0	0	0		דיבידנדים
0	0	3		אחר
(4,858)	(3,394)	(2,528)		תזרימי מזומנים, נטו
37,111	33,776	31,248		פתיחת חוב נטו (מזומנים)
0	0	0		חכירה מימונית מסוג מכירה
(414)	59	0		אחר
42,383	37,111	33,776		סגירת חוב נטו (מזומנים)

מקור: Company reports, Edison Investment Research

גילוי, הבהרות ותניות פטור

דו"ח זה מהווה תמצית בשפה העברית של עבודת האנליזה המתפרסמת במקביל בשפה האנגלית (ה-"אנליזה"), ויש לראותו אך ורק כנספח לאנליזה, ומטרתו לספק מידע ראשוני בעברית. דו"ח זה אינו מהווה בפני עצמו אנליזה, ואין לקבל החלטות השקעה כלשהן על רק סמך המידע המובא בו. בטרם קבלת החלטות השקעה ביחס לניירות הערך המונפקים על-ידי החברות הציבוריות המסוקרות, יש לקרוא את האנליזה במלואה, לרבות פסקאות הגילוי ותניות הפטור המובאות בה, אשר חלים גם על דו"ח זה.

בכל מקרה של סתירה, אי התאמה, עמימות או שונות בין האנליזה לבין דו"ח זה, ייגבר האמור באנליזה. אין בהתקשרות עם הבורסה להשתתפות בתכנית לסיקור חברות ציבוריות משום אישור או הסכמה של הבורסה או של רשות ניירות ערך לתוכן עבודת ניתוח (אנליזה) או להמלצות הכלולות בה. בהתאם להסכם מול הבורסה לניירות ערך בתל אביב, הניתוח עבור כל משתתפת בתוכנית יפורסם לכל הפחות ארבע פעמים בשנה, לאחר פרסום דו"חות כספיים רבעוניים או שנתיים, ויעודכן בהתאם לצורך לאחר פרסום דו"ח מיידי על קיומו של אירוע מהותי הנוגע למשתתפת. כפי שמפורט בהסכם, אדיסון אינוסטרמנט ריסרץ' (ישראל) בע"מ ("אדיסון"), זכאית לקבל תשלומים עבור עבודות ניתוח אלו, שישולמו על-ידי המשתתפות ישירות לבורסה, והבורסה תעביר תשלומים אלה ישירות לאדיסון. בכפוף לתנאים והעקרונות המפורטים בהסכם, התשלומים השנתיים להם תהיה אדיסון זכאית עבור כל משתתפת, ינועו בטווח שבין \$35,000-\$50,000. לפרטים נוספים אודות מתכונת ההתקשרות עם הבורסה, התגמול המתקבל מהחברות המסוקרות, ומתכונת עבודות הניתוח, לרבות מועדי פרסומן ואופן פרסומן, ראה באנליזה.

אדיסון אינוסטרמנט ריסרץ' (ישראל) בע"מ, ו- Edison Investment Research Limited, לרבות מי שקשור אליהן, מנהליהן, עובדיהן וגופים המעניקים להן שירותים, לא יישאו באחריות לכל אובדן או נזק אשר ייגרמו כתוצאה מהסתמכות על מידע כלשהו המופיע באנליזה ובדו"ח זה.