

המלצה: קניה

מחיר יעד: 680 אג'

# תפוז בע"מ

ענף: אינטרנט  
שירותי תוכן ומסחר אלקטרוני באינטרנט

## סקירה ראשונה

### תמצית ההערכה

בעלי עניין עיקריים		נתוני שוק	
40.8%	סאני אלקטרוניקה	מחיר מניה בהנפקה:	490 אג'
26.2%	אביאלי אחזקות	שווי שוק:	73 מ' ש
3.2%	אור ויז'ן	מכפיל רווח:	18
29.4%	סה"כ ציבור	מכפיל הון:	2.4
		מחזור ממוצע (3 חודשים אחרונים):	-
		תשואת דיבידנד	

- החברה מפעילה פורטל, ומספקת שירותי מנוע חיפוש וכן שותפה בפלטפורמת הסחר האלקטרוני Get it (33%).
- ההכנסות של החברה נובעות משני מקורות עיקריים: פרסום באתר ומשירותי תוכן בסלולר.
- תוצאות הרבעון ממשיות להיות טובות ומראות על צמיחה בכל המגזרים, תוך שיפור הרווחיות הגולמית והתפעולית.
- שוק הפרסום באינטרנט ממשיך לצמוח בקצבים גבוהים ולנגוס מנתח השוק של אמצעי הפרסום האחרים (טלוויזיה, רדיו ועיתונות כתובה). בארה"ב תופס הפרסום באינטרנט כ-9% מסך עוגת הפרסום ואילו בישראל 5.3%. הענף בכלל תפוז בפרט צפויים להמשיך ולהנות מתהליך זה גם בשנים הקרובות.

2007E	2006E	2005E	1-9/05	1-9/04	Q3/05	2004	2003	
50	34	23.1	13.7	9.6	22.6	13.9	6.3	הכנסות מ' ש"ח
65.8	63	57.7	57	55.3	67.0	55.3	12.0	% רווח גולמי
23.7	23.2	16.1	17.5	11.4	20.0	12.4	הפס'	% רווח תפעולי
11.7	8.6	3.7	2.3	0.9	4.1	1.6	-2.5	רווח נקי מ' ש"ח
6.2	8.4	19.6						מכפיל נגזר

### סיכום

השיפור במצב הכלכלי בישראל שהביא לגדול בתקציבי הפרסום לצד גדול עקבי במספר המשתמשים באינטרנט וגידול מספר המשתמשים בפס רחב וכן השיפור הטכנולוגי בתחום הסלולר (דור 3) הביאו למפנה עיסקי בחברה שעברה מהפסד ו/או רווחיות נמוכה לרווח משמעותי בשנת 2005. הפרסום באינטרנט צומח בעולם המערבי ובישראל בשנים האחרונות בקצב גבוה על חשבון אמצעי המדיה האחרים: טלוויזיה, רדיו ועיתונות כתובה ואנו לא רואים כיום סיבות להרעה משמעותית של המצב בשוק הפרסום באינטרנט בשנים הקרובות ולכן גם מגלים אופטימיות לגבי המשך השיפור בתוצאות החברה הן במגזר הפורטל, הן במגזר הסלולרי וכן בסחר האלקטרוני שם אנו מאמינים תגדיל החברה משמעותית את אחזקתה בחברה המוחזקת GET IT. אנו מאמינים שלמרות שתפוז היא חברה קטנה היא תמשיך לצמוח בקצבים משמעותיים בשנים הבאות ואף להגדיל את רווחיותה.

תפוז היא האחות הקטנה והחצופה של וואלה, וככזו היא מאופיינת בגישה נועזת, רעננה והרפתקנית ומרשה לעצמה לבצע מהלכים שספק אם היו מתקבלים בוואלה. דוגמא בולטת לכך הנו הבלוג TV שהנו מודל ייחודי בעולם, ולכן אין פלא שהיא ממוצבת היטב בנישת הצעירים. אבל.. למרות גילה הצעיר ואופיה השובב אסור לטעות בה, היא כאן כדי להשאר. נכון שלא היינו בונים תיק השקעות על בסיס מניית החברה אך זו יכולה לשמש כתבלין מרענן לכל תיק השקעות לגיטימי ולהקנות לו מעט "עוקץ".

השווי הנגזר לחברה בתסריט הריאלי עומד על כ- 112 מיליון ש"ח. ההון המונפק והנפרע של החברה בדילול מלא אחרי ההנפקה יסתכם בכ- 16.2 מיליון מניות ומכאן מחיר יעד של 6.8 ש"ח למניה.

### רקע

תפוז אנשים היא חברת אינטרנט, העוסקת בהפעלת פורטל אינטרנט והכנסותיה נובעות ממכירת מוצרי פירסום בפורטל שלה באינטנט וכן במתן שירותי תוכן למדיה הסלולרית. לאחרונה החלה לפעול בתחום הסחר האלקטרוני באמצעות אחזקתה (33%) באתר הסחר GET IT. פורטל – החברה מפעילה פורטל בשם תפוז המספק שירותי תוכן. סלולר – החברה מספקת שירותי תוכן הן מהאתר והן שירותים יחודיים לשלוש חברות הסלולר הגדולות בישראל אורנג', סלקום ופלאפון. מסחר אלקטרוני – לחברה אחזקה (33%) בפלטפורמת מסחר אלקטרוני- GET IT, הפועלת בדרכים שונות: מכירה רגילה, מכירה קבוצתית ומכירה במכרז. לחברה ארבע חברות בנות: טלטל ערוצי תקשוב (100%), וואלה! שופס (50%), יורם לימודים (50%) ולוח On Line (35%) (השאר מוחזק על ידי קבוצת הארץ).

### שוק האינטרנט

#### שוק התוכן באינטרנט

האינטרנט נחשב כיום לתחום צומח. המשבר בשוק ההייטק העולמי (2001-2004) הביא בעקבותיו שנות שפל לענף ההייטק בכלל שלא פסח גם על תחום האינטרנט. ההתאוששות המחודשת בענף שהחלה בשנת 2004 לא פסחה על האינטרנט וחברות האינטרנט זכו לעדנה מחודשת. ענף האינטרנט כולל בתחומי סגמנטים רבים בהם: פיתוח תוכנה, חומרה, וכן חברות המספקות שירותים שונים כגון: תוכן, דוא"ל, מנוע חיפוש וכו' (כדוגמת ואללה). המשבר הביא לתהליך אבולוציוני טבעי שבו השחקנים החלשים והלא יעילים נפלו ונשארו החברות שלהן מוצרים טובים ומודלים עסקיים יעילים. תחום שירותי התוכן באינטרנט ממשיך להתפתח במהירות.

#### מגמות כלליות בשוק:

1. המשך המגמה למתן שירותים ותוכן ללא תשלום.
  2. בתחום הדוא"ל- המגמה היא להרחיב את נפח תיבות הדואר הניתנים למשתמש.
  3. חדירת הפס הרחב והשיפור המתמיד בטכנולוגיות מביא להרחבת מגוון שירותי הוידאו הניתנים לגולשים אם ישירות ואם באמצעות הסלולר.
- במסגרת העבודה נסקור את שני השווקים שעליהם מתבססות הכנסות וואלה: שוק הפירסום באינטרנט ושוק המסחר האלקטרוני.

### מסחר אלקטרוני

המסחר האלקטרוני הפך להיות אמצעי סחר מקובל ולגיטימי בעולם שהולך ומשתפר עם הזמן, כתוצאה מכך כמות הפעולות המתבצעות דרכו הולכת וגדלה תוך נגיסה מחלקן של שיטות המסחר הקונבנציונליות. המסחר האלקטרוני בא לידי ביטוי בבתי מסחר המפעילים אתר מכירות מקוון למכירת מוצריהם בין אם כאמצעי מכירה משלים לעסק קיים (חנות, מפעל וכו..) ובין אם כמפעילי אתר העומד בפני עצמו, קרי, אתרים המשמשים כפלטפורמה למסחר אלקטרוני ולמעשה משמשים כמתווך בין היצרן או הקמעונאי לבין לקוח הקצה (כדוגמת: נטאקשן ו-olsale). הגורם העיקרי שמשפיע על התפתחות הענף הוא הגדול במספר הגולשים והיקף החדירה של הפס הרחב. עד לאחרונה נהנה הענף מצמיחה בקצבים מהירים בשנים האחרונות החלו החנויות והרשתות ה"פיזיות" להפנים את העובדה שהסחר האלקטרוני הוא מתחרה קשה ובעט שלא יעלם וכתוצאה מכך החלו להחזיר מלחמה בין היתר על ידי הורדת מחירים, שיפור השירות, שיפור חווית הקנייה וכו.

#### הסחר האלקטרוני נחלק לכמה סגמנטים עיקריים:

- B TO B – עסק לעסק מסחר המתקיים בין שתי בתי עסק או יותר.
- B TO C – עסק ללקוח- בתי עסק מוכרים מוצרים ללקוח הסופי באמצעות הרשת בין אם ישירות ובין באמצעות מתווך (אתר סחר אלקטרוני).

C TO C - לקוח ללקוח - שיטת סחר שתופסת תאוצה לאחרונה, לקוחות הקצה סוחרים בינם לבין עצמם, הדוגמה הבולטת ביותר לשיטה זו הנה שיטת המסחר של אתר המכירות הפומביות ebay.

### יתרונות וחסרונות:

#### יתרונות

- מחירים נמוכים – לחנויות המקוונות עלויות תפעול נמוכות יחסית לאלה ה"פיזיות" ולכן ביכולתן להציע מחירים נמוכים יותר.
- גיוון שיטות המכירה - ניתן לקנות מוצרים במגוון שיטות כגון: מכירות קבוצתיות, מכירות במכרז וכו. שבהן בד"כ מחירים נמוכים יותר וכן הן טומנות בחובן ריגוש מסויים ללקוח.
- השוואת מחירים - בד בבד עם התפתחות הסחר האלקטרוני התפתחו אתרים להשוואת מחירים בין מוצרים ברשת דבר המפשט ומייעל את תהליך הקנייה של הצרכן האינטרנטי.
- נוחות - ניתן לרכוש באינטרנט כמעט כל מוצר מבלי לצאת מהבית ובכך לחסוך זמן (פקקים, שיטוט בין חנויות) וטרדות (חנייה).

#### חסרונות

- בטיחות ברשת - העיסקאות ברשת נעשות בעיקר דרך הטלפון או כרטיס אשראי והן מוגנות פחות וחשופות להונאה. עד לא מזמן זה היה החסם העיקרי לצמיחת המסחר המקוון, אולם ההתפתחות הטכנולוגית בתחום אבטחת מידע ברשת מתקדמת במהירות ומשפרת בהתמדה את רמת האבטחה ברשת.
- חווית קניה ברמה נמוכה - המסחר הפיזי מאפשר חווית קניה, הקנייה היא סוג של בילוי, ניתן למשש את המוצר, לראות אותו בעיניים וכו, מה שלא מתאפשר ברשת. לאחרונה הבינו העוסקים בתחום המסחר המקוון את חשיבות העניין והחלו לפתח פתרונות לשיפור חווית הקנייה ברשת כגון: צילומי וידאו של המוצרים ועוד.
- בעיית אמינות ואחריות - הקנייה ברשת האינטרנט היא אנונימית ברוב השלבים, לעיתים מגיע מוצר פגום או לא תקין או שונה ממה שהוזמן בפועל וכו. גם הקשר עם הספק ועם נותן האחריות הוא מורכב יותר מאשר מול חנות "פיזית". כל אלו מפחיתים את כדאיות הקנייה ברשת אם כי יש לציין שהסוחרים המקוונים פועלים לשיפור ותיקון הליקויים הנ"ל.

#### שוק

שוק זה נוצר באמצע שנות ה-90 של המאה הקודמת. היקף שוק הסחר באלקטרוני בארה"ב, כולל שוק הנסיעות והתיירות, הוערך בשנת 2005 בכ- 172 מליארד ד', בשנת 2010 הוא צפוי להסתכם בכ-329 מליארד ד', קצב גדול שנתי של כ-14%. ללא תחום הנסיעות והתיירות מוערך השוק בכ- 110 מליארד ד' וצפוי להגיע לכ-210 מליארד ד' בשנת 2010 (ע"פ נתוני פורסטר). בשנת 2004 ביצעו כ-40 מליון בתי אב בארה"ב קניות דרך הרשת והוו כ-37% מכלל בתי האב בארה"ב, בשנת 2010 המספרים צפויים להיות 55.2 מליון ו-48% בהתאמה. התחומים העיקריים בשוק זה הנם: תיירות, מוצרי אלקטרוניקה וחשמל ומחשבים.

#### הגורמים העיקריים שיניעו את השוק יהיו:

- דור האינטרנט שהופך בהדרגה לכח קנייה משמעותי בארה"ב, זהו הדור ש"נולד" לתוך מהפכת האינטרנט הנתפס בעיניו כחלק טריויאלי מהחיים.
- השיפור הטכנולוגי המאפשר תחזוקה נוחה של האתרים, גיוון שיטות המכירה ושכלול ושיפור אבטחת המידע ברשת.

### שוק הפרסום באינטרנט

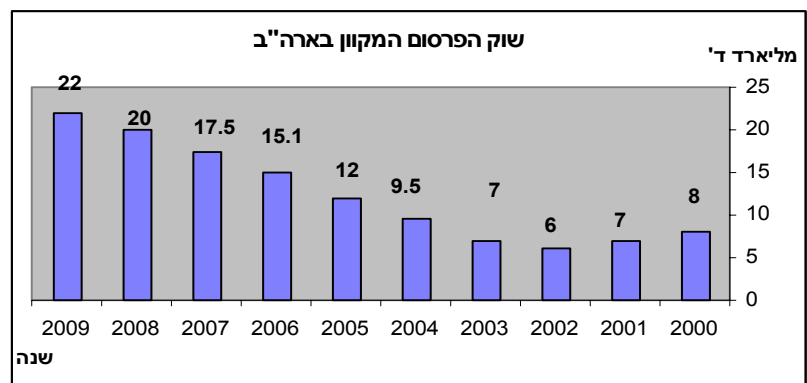
כללי הפרסום באינטרנט נחשב לתחום צומח ודינמי בעולם ובארץ. בשנים האחרונות הפנים שוק הפרסום את יתרונות הפרסום באינטרנט וכן את העובדה שהאינטרנט אינו טרנד חולף או לחילופין הבן החורג של עולם הפרסום אלא אמצעי תקשורת לגיטימי שמגדיל את חלקו בעוגת התקשורת בעקביות. המנוע העיקרי של השוק הוא בעיקר הגדול המהיר במספר המשתמשים באינטרנט שמגיע בעולם המערבי כמעט לכל בית, ככל שיש יותר גולשים כך גדלה החשיפה של האתר ליותר ויותר משתמשים שגם צורכים יותר שירותי דוא"ל ומנוע חיפוש. בנוסף גדל מספר הרכישות באתרי הסחר האלקטרוני ברשת. כל הסיבות שצוינו הופכות את

הפרסום באינטרנט לכלי יותר כדאי ויותר יעיל. השיפור הטכנולוגי המתמיד משפיע לטובה על הגדול בשימוש באינטרנט שכן ישנן פחות תקלות והגולש יכול לגלוש בצורה חופשית וזורמת יותר.

### מאפייני הפרסום באינטרנט:

- דרכי הפרסום - הפרסום נעשה בכמה דרכים עיקריות:
  1. באנרים - רצועת פרסום המופיעה על המסך באופן קבוע, המפרסמים יכולים להיות קבועים או משתנים; Pop ups - פרסומות קופצות המופיעות על המסך בקפיצות. כ- 60% מהפרסום המקוון.
  2. מנועי חיפוש - מפרסמים המעוניינים שכתובת האתר שלהם תופיע במיקום אטרקטיבי בתוצאות החיפוש, בד"כ במקומות הראשונים. השחקנים הבולטים הנם גוגל עם שירות ה- Adwards ו- Yahoo Overture המציגה את פרטי המפרסם בצד הממשק. תחום זה מהווה כ-40% משוק הפרסום המקוון. זהו הסגמנט הצומח ביותר בענף והצפי הוא שבקרוב הוא יגיע לנתח שוק של כ-60% מהעוגה.
  3. חסויות ממוקדות - חברות מסחריות המעניקות חסות לאתרים שונים ו/או פורומים ו/או קהילות וירטואליות וכיוב.
- שתי הדרכים העיקריות לתמחר השירותים הנם:
  - PPC - תשלום פר קליק שהיא שיטה חדשה יחסית אך פופולרית מאוד. המפרסם משלם לפי כמות ההקלקות של הגולשים שהשתמשו באתר שלו.
  - PPI - תשלום עבור נוכחות, תשלום קבוע עבור הפירסום.

בשנים האחרונות הפרסום באינטרנט צומח בקצבים מהירים תוך נגיסה בנתחי השוק של אמצעי התקשורת האחרים: טלוויזיה, רדיו ועיתונות כתובה. בעולם מוערך נתח השוק של הפרסום המקוון בכ-6% מכלל עוגת הפרסום. ההערכות נוקבות בנתח שוק בשיעור של כ-8% בשנים הקרובות. בארה"ב שנחשבת למובילה בתחומים אלה צמח השוק בשנת 2005 בכ-25% וצפוי להסתכם בכ-12.2 מיליארד ד', בשנת 2009 צפוי להגיע לכ-22.3 מיליארד ד', במהווה גידול בשיעור שנתי של כ-13%. סך ההוצאה לפרסום באינטרנט בארה"ב מגיע לכ-8.5% מסך שוק הפרסום הכללי, לעומת כ-7% בשנת 2004. ההערכות האופטימיות נוקבות בנתח שוק בשיעור של 12%-17% בשנים הקרובות.



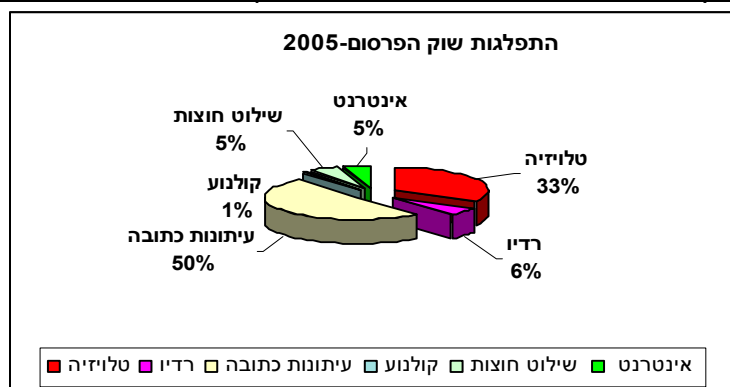
## ישראל

הגידול העיקרי במספר המשתמשים באינטרנט בעולם לא פסח גם על ישראל. מספר המשתמשים באינטרנט כיום בישראל מוערך בכ-3.6 מיליון. לצורך ההשוואה בשנת 2000 היו מיליון משתמשים בלבד, השוק צמח בחמש השנים האחרונות בקצב שנתי של כ-40%. יותר ממיליון בתי אב מחוברים לאינטרנט המהיר והם מהווים כשליש מסך המחברים לאינטרנט. אותם הגורמים המשפיעים על צמיחת שוק הפרסום בעולם תקפים גם בישראל, ככל שגדל מספר המשתמשים וכן החלק היחסי של גולשי הפס הרחב כך גדלה האטרקטיביות של הפרסום באינטרנט.

השימושים הנפוצים ביותר בישראל בתחום האינטרנט הנם חיפוש מידע (כ-95% מסך המשתמשים) ודוא"ל (כ-80%) שאר השימושים הנם: קריאת עיתונים (כ-70%), תוכנות (כ-55%), תוכנות מסרים מיידיים (כ-50%), פעילויות פיננסיות (כ-45%) וכן משחקים, קנייה, צ'ט רדיו ופורומים. כוחו של האינטרנט כאמצעי פרסום הולך וגובר. השנה הוא תפס את המקום הרביעי כאשר לפניו בהפרש זעום הרדיו. להלן טבלה המתארת את שוק הפרסום הכללי בארץ ואת שוק הפרסום באינטרנט (מליוני ד''). ממקורות מידע שונים:

2006E		2005		2004		2003		2002		2001	התפלגות השוק
אלפי ד'	% שינוי	אלפי ד'	% שינוי	אלפי ד'	% שינוי	אלפי ד'	% שינוי	אלפי ד'	% שינוי	אלפי ד'	
<b>שוק הפרסום בישראל</b>											
		805	9.7%	734	-1.6%	746	-5.7%	791	30.4%	1,137	אגוד המפרסמים
		801	6.8%	750	4.2%	720	-5.0%	758	-	-	זניט מדיה
883	10.0%	803	8.2%	742	1.2%	733	-5.4%	775	31.9%	1,137	<b>ממוצע</b>
<b>הכנסות מפרסום באינטרנט</b>											
						15	50.0%	10			איגוד המפרסמים
		24	20.0%	20	29.0%	16	40.9%	11	100%	5.5	ארנסט אנ יאנג
		40	42.9%	28	33.3%	21	61.5%	13			BDI
		50	78.6%	28	115.4%	13	62.5%	8			זניט מדיה
		50	100%	25	25.0%	20	42.9%	14	100%	7	the marker
		42	68.0%	25	25.0%	20	42.9%	14	100%	7	וואלה
60	45.8%	41	63.5%	25	44.7%	17	49.3%	12	21.3%	6.5	<b>ממוצע</b>
6.8%		5.1%		3.4%		2.4%		1.5%		1.3%	<b>שיעור מסך הפרסום</b>

להלן תרשים עוגה המתאר את התפלגות שוק הפרסום לפי סוגי המדיה לשנת 2005:



צפי לעתיד - במהלך 2006 צפוי נתח השוק של האינטרנט לעבור את זה של הרדיו והוא יהפוך להיות אחד משלושת אמצעי הפרסום המובילים לאחר העיתונות והטלוויזיה (בסדר זה). אנו מעריכים שתוך כמה שנים יהיה נתח השוק של הפרסום באינטרנט בישראל דומה לזה הנהוג בארה"ב כ- 9%-10%. אנו מקבלים רוח גבית להערכתנו מסקר של Themarker ואיגוד המפרסמים שנתרך בקרב 200 מנכ"לים וסמנכ"לים של החברות הגדולות במשק, כשליש מהחברות דיווחו על כוונתן להגדיל משמעותית את תקציב הפרסום האינטראקטיבי שלהן בשנה הבאה. גם מחירי הפרסום צפויים להמשיך ולעלות.

**מתחרים ותחרות**

**תחרות ישירה**

**כללי** בישראל אתרי תוכן, דוא"ל, חיפוש ופורטלים רבים. האתר המוביל בארץ במונחי חשיפה שבועית של הגולשים הנו Google (73.3%) אחריו וואלה (61.2%) ואחריהם MSN (37.4%), נענע (29.6%), NRG (22.5%) ONE (15.5%), דפי זהב (11.7%) ו-Ynet (10.9%). (על פי נתוני הסקר החצי-שנתי של TIM) החברה שייכת לקבוצת אתרי התוכן המשלבים: פורטל, שירותי דוא"ל ומנוע חיפוש וכן מסחר אלקטרוני. בתחום זה קיימות חברות רבות בארץ ובעולם המספקות אחד ו/או חלק מהשירותים הנ"ל. האתרים עיקריים הפועלים במתכונת זו הנם: Yahoo (ארה"ב), MSN (ארה"ב).

**להלן טבלת השוואה של חברות בעלות פרופיל עיסקי דומה, וציבוריות בעולם:**

החברה	הכנסות E05 (מל \$)	הכנסות E06 (מל \$)	שווי שוק (בל"ד)	מחיר מניה (ד')	שיעור צמיחה ממוצע-5 שנים	רווח גולמי %	רווח תפעולי %	רווח למניה 05	רווח למניה 06	גדול ברווח	מכפיל היסטורי	מכפיל 05	מכפיל 06	תחומי עיסוק והערות
yahoo	3,700	4,770	49.9	42	26%	60%	21.0%	0.6	0.75	25%	32	60	48	פורטל, מנוע חיפוש, מסחר אלקטרוני
google	4,000	6,500	131.5	444	15%	58%	34.0%	5.89	8.75	49%	98	75	50	מנוע חיפוש, דוא"ל
וואלה	75.0	112.0	292	708	40%	58%	17.0%	0.27	0.48	79%	36	32	18	פורטל, מנוע חיפוש, מסחר אלקטרוני
תפוז	20.0	19.5	73	490	50%	57%	17.5%	0.23	0.52	126%	18	20	8.5	פורטל, מנוע חיפוש, תוכן לסלולר, מסחר אלקטרוני

בישראל ישנם מספר אתרים הפועלים במתכונת זו: MSN-ישראל, וואלה, נענע.

מגזר הפורטלים הוא בעל גוון מקומי בעיקר. הפורטלים המובילים בכל מדינה הנם מקומיים ונדיר למצוא פורטלים המיובאים מארצות אחרות. בישראל פועלים כמה פורטלים עיקריים וכמות גדולה של פורטלים קטנים המאופיינים בדרך כלל בכך שהם פונים לאוכלוסיות ספציפיות (כגון בעלי מקצוע, הורים לילדים בגיל הרך, צרכני מזון בריאות וכיו"ב).

הפורטלים המובילים (שנמדדו על ידי נתוני החשיפה לאינטרנט) הנם: וואלה – 62%, Ynet – 44%, MSN 37%, נענע – 30%, NRG – 22.5%, תפוז – 20%. דף הבית של וואלה הנו הנפוץ ביותר (כ-21%). בנוסף ישנם מתחרים גלובליים גדולים שזוכים לפופולריות גם בישראל.

**לחברה מספר סגמנטים בהם היא נחשבת למובילה ובולטת:**

קהילות - תפוז הנו הפורטל המוביל בתחום הקהילות בישראל, היא מפעילה את מערך הקהילות הגדול בישראל עובדה זו באה לידי ביטוי במספר הפורומים הגדול בישראל (1,037) ובמספר הקומונות הגבוה בישראל (15,864) ובמספר הגבוה ביותר של תוכניות בבלוג TV (יותר מ-70 אלף). כתוצאה מכך היא נחשבת לפורטל בולט ומוביל בקרב הנוער והצעירים המרבים לגלוש לפורומים ולצ'אטים. כמו כן היא המובילה בכניסות לאתרי הקהילות השונות, כך לדוגמה גולשים כמיליון משתמשים בחודש לפורומים של תפוז ומספר ההודעות היומי בפורומים עומד על כ-75 אלף. החברה ממנפת את יתרונה בסגמנט זה על ידי גביית תשלום עבור מתן חסויות ממוקדות לפורומים שונים על ידי חברות מסחריות שלהן אינטרס מסחרי. לדוגמה: חברת "סימילאק" מעניקה

חסות לפורום "הריון ולידה" הנחשב לפופולרי מאוד ברשת וזאת בתמורה לכחצי מליון ₪ לשנה! נותני חסות בולטים נוספים הנם: מחלבות גד לפורום אוכל, מגזין "אופניים" לפורום אופניים ועוד.

בלוג TV - פורמט אינטרנטי יחודי לתפוז שעיקרו ניהול יומן אישי מקוון (בלוג) המוצג בשידור חי על גבי פורטל תפוז. הבלוג בנוי בצורת תיבת וידאו ותיבת צ'אט כאשר הגולשים יכולים לצפות ביומן ולהגיב לתכניו באמצעות הצ'אט. הפורמט זכה להצלחה רבה בקרב הגולשים ובמיוחד הצעירים שבהם.

### **מגזר התוכן בסלולר (40% מההכנסות)**

במסגרת תחום התוכן הסלולרי תפוז מפתחת, מייצרת ואורזת תכנים ויישומים המתאימים למדיה הסלולרית. החברה מספקת תכנים ויישומים סלולריים לשלושה מבין מפעילי הרשתות בארץ (פלפון, סלקום ופרטנר) המאפשרים למנויים להשתמש במכשירי הטלפון הסלולריים שברשותם לצורך גלישה וצפייה בתכנים שבאתרי האינטרנט הסלולריים, הוספה של תכנים וכן לשם שימוש ביישומים שבאותם אתרים. מרבית התכנים המסופקים למפעילים הסלולריים מקורם בתכנים וביישומי הקהילות שבפורטל תפוז, בנוסף היא מפתחת ומנפיקה, מייצרת ואורזת תכנים ייחודיים למדיה הסלולרית ורוכשת תכנים מצדדים שלישיים לשם אספקתם למפעילים סלולריים.

### **שוק**

שוק התוכן הסלולרי הנו אחד הטרנדים החמים ביותר כיום בעולם הסלולר התלוי בעיקר בהתפתחות הטכנולוגית של הענף. התחום החל למעשה בפיתוח דור 2, 2.5 שאיפשר להעביר קבצי אינטרנט בקבולת רחבה יחסית ברשת הסלולרית-wap שהם קבצי אינטרנט המותאמים לפורמט הסלולרי, האינטרנט הסלולרי המשוך לדור זה פשוט יחסית, הממשק הנו פשוט ובד"כ מאופיין במלל ללא תמונות ובגלישה לא מתוחכמת, התכנים הסלולריים הניתנים בפורמט זה הנם בד"כ קישורים לפורטלים, שירותי מידע אינטרנטי, פורומים, צ'אטים, משחקים בסלולר, שירותי הכוונה רינגטונים ודומיהם ועוד כאשר המאפיין של אותם שירותים הוא כאמור הפשטות שלהם והעובדה שהם אינם צורכים קיבולת רשת רבה.

פיתוח הדור השלישי בסלולר היה הטריגר לפלח שוק חדש שנפתח (וממשיך להתפתח עם כניסת הדור ה-3.5) המאפשר העברת מידע בקיבולות ובקצבים גבוהים משמעותית מהדורות הקודמים כך שניתן להעביר קבצי וידאו ואודיו באיכות גבוהה מה שמאפשר למנויים לצפות בתכנים הן בידאו והן באודיו כדוגמת בלוג TV, מגזין היכריות, תכנים של ספקי תוכן חיצוניים ועוד. ההזדמנויות והאפשרויות בשוק זה הם רבות כך לדוגמה ניתן להעביר שידורי טלוויזיה ישירים לסלולר ובאיכות גבוהה, ניתן להפיק תכנים ייחודיים רק למדיה הסלולרית (מה שקורה בפועל כיום), וכיוב.

אחד הנישות החזקות ביותר בענף הנה הטלוויזיה הניידת, קרי, העברת שידורי טלוויזיה לפורמט הסלולרי באמצעות העברת קבצי וידאו בסטרימינג (הזרמת וידאו) הנחשבת לנישה בצמיחה מהירה אשר כל שיפור טכנולוגי הקשור באיכות הרשת, איכות השדר והקליטה, התשתית וכו' מחזק את החדירה של הפלטפורמה הזו לשוק ומגדיל בהתאמה את היקף שוק התוכן בפורמט הסלולרי. ולכן אנו צופים המשך צמיחה חזקה לתחום זה בעולם ובישראל.

במסגרת הסקירה נתייחס לשוק בישראל.

שוק התוכן הסלולר בישראל מתבסס רובו ככולו על שלוש חברות הסלולר: פרטנר (כ-60% מהכנסות המגזר), סלקום (כ-20% מהכנסות המגזר) ופלפון (כ-20% מהכנסות המגזר).

היקף השוק אין נתונים מדויקים על היקף שוק זה בישראל אך תפוז נחשבת לשחקן הדומיננטי בענף.

קצב צמיחה- נישה זו צומחת בקצבים מהירים מאוד, תפוז המובילה כמעט הכפילה את המכירות בסגמנט ברבעון מול הרבעון המקביל. להערכתנו ככל שתשתפר האיכות הטכנולוגית של פורמט האינטרנט בסלולר, (נתונים, וידאו ואודיו) כך יגדל היקף השוק.

### **מתחרים:**

התחרות הישירה הנה מצד ספקיות תוכן ואתרי אינטרנט סוללריים המספקים שירותים ומוצרים דומים לאלו של המנפיקה. המתחרים הבולטים בתחום הינם פורטלים אחרים הפועלים בתחום האינטרנט.

WALLA- המתחרה המוביל המספק שירותי פורטל

YNET- מספקת בעיקר תכנים חדשותיים לפורמט הסלולרי ונחשבת לחזקה בתחום.

NRG- פורטל השייך לקבוצת מעריב ומספק שירותי תוכן שונים.

MSN- המספקת שירותי פורטל הן דרך האתר העולמי והן המקומי. אתרים נוספים הנם: הארץ, One (חזק בספורט), נענע- מעבר לשירותי הפורטל היא נחשבת למתחרה חזקה של תפוז בתחום הקהילות.

### תחרות עקיפה

**רשת האינטרנט** היא המתחרה העקיף העיקרי לשירותים המוצעים לסלולר מסיבות מובנות. וכמובן המתחרים המסורתיים אמצעי המדיה האחרים: טלוויזיה, עיתונות כתובה ורדיו שמתחרים על תשומת ליבו של המשתמש.

### מסחר אלקטרוני

תחום המתפתח במהירות הן בעולם והן בישראל. היקף המסחר האלקטרוני בישראל הוערך בשנת 2004 בכ- 1.2-1 מליארד ₪ בשנה (תלוי את מי שואלים). קצב הגידול החזוי בסגמנט זה מוערך בכ- 12%-14% בשנה. הנישות הצומחות ביותר יהיו להערכתנו: תיירות ונסיעות, מכירת כרטיסים לאירועים ומוצרי אופנה. בישראל כ- 40% מהגולשים (כ-2.7 מליון) דיווחו על ביצוע הזמנת מוצרים ושירותים ברשת באופן קבוע (מקור: TIM).

החברה פועלת בתחום באמצעות האחזקה (33%) באתר הסחר האלקטרוני GET IT הנחשב לאתר בינוני- קטן בשוק זה בישראל שנרכש על ידי תפוז בדצמבר 2005 בתמורה לתקציב פרסום בסך של 400 אלף ד' שתעמיד תפוז לנרכשת. לתפוז אופציה לרכוש עד 100% מהבעלות באתר בכפוף ליעדי הכנסות שנקבעו מראש במידה והמכירות לא יגיעו ליעד המצופה תוכל החברה לרכוש את האתר לפי שווי שינוע בין 3-10 מליון ד' בהתאם לחישוב המתבסס על רווחי גט-איי, אנו מעריכים שהסבירות לתרחיש זה גבוהה. המכירות השנתיות של GET IT מוערכות בכ- 50 מליון ₪ בשנה, המהווים כ- 4.5%-5% מסך השוק. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 הסתכמו ההכנסות בכ- 0.9 מליון ₪ (1.2 מליון ₪ קצב הכנסות שנתי) ובהפסד תפעולי של כחצי מליון ₪.

### מתחרים ותחרות

בישראל ישנם 4 שחקנים עיקריים שתופסים כ- 70% מסך הסחר האלקטרוני: וואלה שופס (24%), נענע-נטאקשן (20%), P1000 (15%), אולטייל (15%). אחריהם ישנם מספר אתרים בינוניים כאשר GET IT נחשב לחלק מקבוצה זו, שחקנים נוספים השייכים לקבוצה הם (5%) סקאל (4%), הדקה ה-90 (3%) ולבסוף ישנם מאות אתרים קטנים שלהם כ- 15% מהשוק.

חלק מהשחקנים שייכים לאתרי תוכן ופורטלים קיימים- ואללה שופס (ואללה), נטאקשן (נענע), P1000 (MSN), GET IT (באופן חלקי לתפוז); חלק הנם אתרים עצמאיים המשמשים כפלטפורמת מסחר אלקטרוני- אולטייל, ibuy, גיזמו וכיו"ב והשאר משמשים כערוצי שיווק נוספים לבתי עסק קיימים- סקאל והדקה ה-90. בנוסף קיים מגזר שחקני נישא הפונים לנישות ממוקדות ופולחות כדוגמת האתר "מיתוס" העוסק במכירת ספרים, מוזיקה ומוצרי DVD.

שיטות המסחר האלקטרוני הנהוגות בארץ הן בעיקר: מכירות במרכז, מכירות קבוצתיות ומכירות "רגילות". לתפוז אופציה להגד

### התפתחויות ושינויים

השקת "ואללה ביי" החברה מתעתדת להשיק זירת מסחר פתוחה על בסיס הפלטפורמה הקיימת כיום בוואלה ביי, אשר תאפשר לקהל לקוחות פרטיים ועסקיים למכור ולקנות מוצרים חדשים ויד שניה. האתר החדש יפעל המתכונת דומה לזו של האתר המוביל למכירות פומביות ברשת Ebay, האתר יושק בתחילת 2006.

שינוי פורמט לאתר נטאקשן- האתר הותיק נטאקשן עבר "מתיחת פנים" והוא נקרא כעת "נענע shops".



להלן טבלה המציגה את המתחרים בשוק המסחר האלקטרוני בישראל וחלקם בעוגה (מליוני ₪):

הכנסות (מ"ל ₪)	וואלה שופס	נענע שופס	P1000	אולסייל	ג. יפית	סאקאל	הדקה ה-90	אחרים בתיירות	אחרים (מאות)	סה"כ
1,180	280	220	180	180	50	50	40	80	100	1,180
שיעור מסה"כ	24%	19%	15%	15%	4%	4%	3%	7%	8%	100%

### תחרות עקיפה

המתחרים העיקריים הנם הקמעונאים ובעיקר הרשתות הגדולות למוצרי חשמל, עשה זאת בעצמך, צעצועים, ספורט וכו'. כדוגמת: הום סנטר, בסטבי, אייס, מגה, סאקאל, סנסור וכיוב. חלק מהגורמים הנ"ל פעילים בזירת הסחר האלקטרוני דרך חנויות מקוונות שהן מפעילות כדוגמת: סאקאל שלה גם רשת קמעונאית וגם אתר סחר אלקטרוני.

עד לפני שנה- שנתיים הרשתות והחנויות התקשו להתמודד עם המתחרים המקוונים שהציעו בעיקר מחירים ללא תחרות ונגסו באגרסיביות בנתח השוק שלהם, התופעה בלטה בעיקר בענף מוצרי הצריכה החשמליים. בשנים האחרונות הבינו רשתות וחנויות החשמל שהמסחר המקוון לא רק שלא ייעלם אלא מהווה סכנה ממשית לקיומם והחלו להשיב מלחמה שכללה בין היתר: הורדת מחירים בחנויות- פער המחירים הגבוה בין האינטרנט לחנויות נסגר בהתמדה והגדיל את כדאיות הקנייה בחנויות, שיפור השירות ללקוח, הדגשת אמינות הקניה ברשת והעובדה שיש למוצר "אבא", שיפור חוויית הקניה, הקמת רשתות דיסקאונט מוטות מחיר (כדוגמת מחסני חשמל). לאחרונה נראה שתוצאות המאבק החלו לשאת פרי ונבלמה הנהירה אל אתרי הסחר האלקטרוני. המתחרים המקוונים לא שקטו על השמרים והחלו להציע אחריות אישית שלהם על המוצרים הנמכרים, הראשונה שהחלה בכך הנה וואלה.

### התפלגות מגזרית של ההכנסות

המודל העיסקי של החברה מורכב משתי מגזרי פעילות עיסקיים: פורטל ותוכן סלולרי. חשוב מאוד לזכור שבניגוד לוואלה העמלות למשרדי הפירסום מנוכות מההכנסות של תפוז ולכן הרווחיות הגולמית נמוכה יחסית לזו של וואלה הרושמת הוצאות אלה כהוצאות מכירה! כתוצאה מכך הרווחיות התפעולית של שתי החברות דומה.

### פורטל (60% מההכנסות)

החברה מפעילה את הפורטל תפוז המספק שירותי תוכן ושירותים שימושיים. שירותי תוכן- חדשות ואקטואליה, כלכלה ועסקים, תרבות ופנאי, מוזיקה, אופנה וכיו"ב. שירותים שימושיים- שירות מזג אויר, דפי זהב, היכריות, מכירות יד שניה, תוכנות, נסיעות ותיירות ועוד. ההכנסות נובעות משלוש מקורות שונים:

1. באנרים ופרסומות קופצות- פרסום הנמצא בשטחי האתר.
2. חסינות בקהילות ממוקדות כדוגמת: הריון ולידה (שת"פ עם סימילאק), אוכל (שת"פ עם מחלבות גד), אופניים וכו'. היקף ההכנסות השנתי הממוצע מכל נותן חסות עומד על כ-200-500 אלף שקל. ההכנסות מתחום זה מוערכות בכ-15%-20% מסך ההכנסות מסגמנט הפרסום. להערכתנו התחום צומח ביותר מ-50% לשנה.
3. מכירת מודעות מילים- של המפרסמים בפורומים הנמכרות על פי תעריף יומי בכל פורום. הרווחיות הגולמית של הסגמנט כיום היא 52%.

### תכנים סלולרים באינטרנט (40%)

במסגרת תחום התוכן הסלולרי תפוז מפתחת, מייצרת ואורזת תכנים ויישומים המתאימים למדיה הסלולרית. הכנסות החברה נובעות משלוש מפעילות הסלולר הגדולות בישראל: פרטנר התורמת 24% המהווים כ-60% מהכנסות הסגמנט, סלקום (7% מההכנסות, 20% מהסגמנט) ופלפון (7% מההכנסות, 20% מהסגמנט).

תפוז גובה תשלום בשיטות הבאות:

1. לפי נפח המידע המועבר, התשלום מתקבל עבור כל קילובייט שמוריד המשתמש ו/או כתשלום קבוע עבור כל הורדה של מקטע תוכן בדור השלישי. ההכנסות מהוות כ-80% מהכנסות הסגמנט.
  2. תגמולים ממכירת תכנים למכשירי דור 3, כ-20% מהכנסות הסגמנט.
- הרווחיות הגולמית של המגזר עומדת כיום על כ-50% והיא צפויה להשתפר עם הצמיחה העתידית בהכנסות.

### סחר אלקטרוני (0%)

החברה שותפה באתר הסחר האלקטרוני GET IT (33%), הרשומה כיום במאזן תפוז באקוויטי ולכן תוצאותיה אינן נכללות בדו"ח רווח והפסד. אולם הגדלת האחזקה ליותר מ-50% תביא להכללת התוצאות בדו"ח רווח והפסד. הלקוח (במקרה זה הספקים) משלם לחברה עמלה הנגזרת מכל מכירה. העמלה המקובלת נעה בין 6%-8% מסכום המכירה.

הרווחיות הגולמית של המגזר מוערכת בכ-55% והרווחיות התפעולית של המגזר הנה 17%.  
אנו מעריכים ש כ-50% מההכנסות העתידיות בתחומי הפרסום והתכנים לסלולר ירדו לשורה התחתונה מאחר ועלות המכר תגדל בקצב איטי מהותית מקצב גדול ההכנסות. הסיבה העיקרית לכך היא שלתפוז אין כמעט הוצאות בהעתקת תכני הפורטל לפורמט הסלולרי והחברה משתמשת בתכנים קיימים ו/או בתכנים שהגולשים מפיקים ומנהלים בעצמם (בעיקר הבלוג).

### הנפקת תפוז

החברה גייסה 27 מליון ₪ לפי שווי חברה של 73 מליון ₪ אחרי הכסף. הונפקו 4.9 מליון מניות במחיר 4.9 ₪ למניה ו-2.4 מליון כתבי אופציה צמודים למדד למשך 4 שנים במחיר מימוש של 7 ₪ למניה (מתואם לחלוקת דיווידנד ולחלוקת מניות הטבה). שווי החברה מגלם מכפיל 18 לפני הכסף מחיר הנחשב לזול יחסית לענף. כאשר תפוז תהפוך לחברה ציבורית יוצר תת ענף "תכן באינטרנט" שיאפשר השוואה בין חברות הענף, שקיפות גבוהה יותר שלו וכן יגביר את החשיפה לענף זה. ההנפקה הנה חיובית לוואלה שכן היא תגביר קרוב לוודאי את העניין בענף זה.

## השוואה בין וואלה לתפוז

עד כה היתה וואלה חברה ציבורית ייחודית מסוגה בשוק המניות הישראלי. הנפקת תפוז תביא ליצירת תת ענף חדש "שירותי תכן באינטרנט". לכן החלטנו לערוך השוואה כמותית ואיכותית בין שתי החברות הללו.

תפוז	וואלה	גודל מודל הכנסות מגזרים
<ul style="list-style-type: none"> <li>• בינונית</li> <li>▪ פרסום באינטרנט (60%)</li> <li>1. פרסום בפורטל</li> <li>2. חסויות ממוקדות</li> <li>▪ מכירת תוכן לסלולר (40%)</li> <li>▪ סחר אלקטרוני (חלש)</li> <li>▪ צעירים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• החברה המקומית הגדולה בשוק</li> <li>• מפרסום באינטרנט</li> <li>1. באתר ובאתרים שותפים</li> <li>2. במנוע חיפוש</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ כלל האוכלוסיה.</li> <li>▪ מעל גיל 30</li> </ul>	<b>מגזרי משתמשים בולטים</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ אתר הקהילות המוביל בישראל, המאפשר למפרסם להגיע לקהל יעד מפולח ומוגדר.</li> <li>▪ בלוג TV.</li> <li>▪ נוכחות חזקה בפורמט האינטרנט הסלולרי.</li> <li>▪ הנוכחות של אילן בן דוב מבעלי סאני</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ פורטל מוביל.</li> <li>▪ דוא"ל מתקדם ומשוכלל.</li> <li>▪ זירת סחר אלקטרוני מובילה.</li> <li>▪ גב כלכלי ושיווק בדמות חברת בזק בינלאומי והוצאת הארץ.</li> </ul>	<b>חוזקות</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ אין שירות דוא"ל.</li> <li>▪ מנוע חיפוש חלש.</li> <li>▪ פעילות סחר אלקטרוני חלשה (כרגע..).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ מנוע חיפוש בינוני.</li> <li>▪ אין נוכחות בתחום התוכן לסלולר.</li> </ul>	<b>חולשות</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ מינוף הנוכחות החזקה בתחום הקהילות להגדלת ההכנסות מפרסום (חסויות ממוקדות)</li> <li>▪ מינוף הפופלריות של האתר במגזר הצעירים.</li> <li>▪ התפתחות הסלולר בכלל והדור ה-3 בפרט יגדילו את ההכנסות מהתחום.</li> <li>▪ מכירת מודל הפעילות של הבלוג TV למדינות אחרות.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ הגדלת ההכנסות ממנוע החיפוש, מעבר לשיטת תשלום PPC.</li> <li>▪ כניסה לתחום ה-V.O.D שיגדיל את ההכנסות מפרסום.</li> <li>▪ פיתוח תחום ה-Network. החברה תמכור פרסום עבור אתרים שאינם וואלה תוך מינוף המוניטין שלה ויכולותיה.</li> <li>▪ פתוח פעילות התיירות המקוונת הנחשבת לנישה צומחת ואטרקטיבית.</li> </ul>	<b>פוטנציאל עתידי</b>

## מטרות ויעדים

- מינוף יכולותיה בתחום הקהילות הוירטואליות לצורך הגדלת ההכנסה מפרסום, בעיקר בתחום החסויות הממוקדות.
- הגברת והעמקת הפעילות בתחום התכנים לסלולר הנחשב לתחום אטרקטיבי ומאופיין בצפי לצמיחה חזקה גם בשנים הבאות.
- המשך פיתוח והטמעה של יישומי אינטרנט חדשים המכוונים לקהילות הגולשים כגון: ערוצי VOD.
- השקת אתר אינטרנט עולמי בתשלום בפורמט ה-Blog TV.
- שדרוג מנוע החיפוש.

**מודל SWOT**

חולשות	חוזקות
<ul style="list-style-type: none"> <li>• תלות בשוק הפרסום הכללי שתלוי במצב המקרוכלכלי.</li> <li>• החברה תלויה כמעט לחלוטין בשוק הפרסום הישראלי.</li> <li>• החברה לא מספקת שירותי דו"אל ומנוע החיפוש שלה חלש.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• הפורטל דומיננטי בתחום שירותי התוכן לסלולר.</li> <li>• החברה מספקת מענה כולל לשירותי אינטרנט: תוכן, מנוע חיפוש, ומסחר אלקטרוני ונהנית מהסינרגיה בין התחומים הללו.</li> <li>• החברה פועלת בתחום שאיננו עתיר הון והשקעות.</li> <li>• לחברה לא נזקקת להרבה השקעות הוניות וטכנולוגיות ולכן גדול בהכנסות יגדיל את רווחיה בקצב הגבוה בכ- 50%.</li> <li>• החברה נשענת על מקורות הכנסה מגוונים ואטרקטיביים.</li> <li>• תפוז היא השחקנית המובילה בישראל בנישת הקהילות הוירטואליות.</li> <li>• פורטל מוביל בקרב הצעירים.</li> </ul>
איזמים	הזדמנויות
<ul style="list-style-type: none"> <li>• שוק אטרקטיבי וצומח המושך אליו מתחרים גלובליים ובעלי יכולת כדוגמת גוגל אם כי תפוז במתכונתה הנוכחית לא צפויה להפגע מהותית מכניסתה של גוגל לישראל.</li> <li>• התחזקות כוחה של העיתונות הכתובה בישראל, בניגוד למגמה העולמית.</li> <li>• שוק הפרסום הנו תנודתי.</li> <li>• מיעוט לקוחות בתחום התוכן הסלולרי.</li> <li>• רף הכניסה הפיזית לתחום הפורטלים איננו גבוה</li> <li>• שכן ענף זה איננו עתיר הון ואיננו מורכב טכנולוגית ויישומית ולכן יכול למשוך אליו מתחרים.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• השתלבות במגמה הכלל עולמית של הגדלת תקציבי הפרסום המופנים לאינטרנט.</li> <li>• גידול עקבי במספר המשתמשים באינטרנט בעולם, הגדול ניכר המיוחד בארצות המתפתחות.</li> <li>• גדול פרמננטי ויחסי במספר המשתמשים בפס הרחב.</li> <li>• שיפור טכנולוגי תמידי מאפשר ליותר אנשים להשתמש באינטרנט וכן מביא לאיכות גלישה גבוהה ולהגוונת השירותים הניתנים באינטרנט, ובכלל זה תחום התוכן הסלולרי.</li> <li>• המשבר בהייטק הביא לסגירת חברות רבות ואלה ששרדו התחזקו אף יותר.</li> <li>• המשק העולמי חזר לתוואי צמיחה בניגוד למצב בשנות השפל (2001-2003).</li> <li>• ירידת כוחה של המדיה הכתובה בעולם.</li> <li>• שיעור ההוצאה לפרסום באינטרנט מסך השוק בארה"ב מוערך בכ-9%, כך שיש לשוק בארץ לאן לשאוף.</li> <li>• התאוששות כלכלית תורמת לגדול בצריכה ובעקיפין לגדול בסחר האלקטרוני.</li> </ul>

### דוח רווח והפסד Q3-05

#### הכנסות

תקופה הסתכם ב- 13.7 מליון ש"ח מול 9.6 מליון ש"ח בתקופה מקבילה, גידול של 42%. הגדול נבע בעיקר ממגזר התוכן הסלולרי שנהנה מצמיחת סגמנט התוכן בסלולר שהסתכמו ב-5.8 מליון ש"ח מול 3.3 מליון ש"ח בתקופה מקבילה, גידול של 73%.

רבעון הסתכם ב- 5.1 מליון ש"ח מול 3.7 מליון ש"ח ברבעון קודם, גדול של 30% ו 12.5 מליון ש"ח ברבעון מקביל, גדול של 38%. הגדול נובע בעיקר ממגזר התוכן בסלולר שהכפיל את עצמו.

#### רווח גולמי

תקופה שיעור הרווח הסתכם ב- 57% מול 55% בתקופה מקבילה.

רבעון הסתכם ב- 56.5% מול 59.3% ברבעון מקביל.

#### הוצאות מכירה

תקופה הסתכם ב- 2 מליון ש"ח מול 1.88 מליון ש"ח בתקופה מקבילה, גידול של כ-6%. הוצאות המכירה בתפוז אינן כוללות את העלות למשרדי פירסום ולכן הן שומרות על רמתן הקבועה.

רבעון הסתכם ב-0.78 מליון ש"ח מול 0.85 מליון ש"ח ברבעון מקביל.

#### רווח תפעולי

תקופה הסתכם ב- 5.4 מליון ש"ח (17.5%) מול 3.3 מליון ש"ח (11.4%) בתקופה מקבילה, השיפור נובע מהירידה היחסית במשקל הוצאות התפעול מסך ההכנסות.

רבעון הסתכם ב- 0.7 מליון ש"ח (13.8%) מול 0.37 מליון ש"ח (10.2%) ברבעון מקביל.

#### הוצאות מס

החברה לא משלמת מס עקב הפסדים צבורים בסך של כ- 4.8 מליון ש"ח.

#### רווח נקי

תקופה הסתכם ב-2.25 מליון ש"ח מול 0.95 מליון ש"ח בתקופה מקבילה.

רבעון הסתכם ב- 0.63 מליון ש"ח מול 0.38 מליון ש"ח ברבעון מקביל.

## הערכת שווי

נקטנו בשתי שיטות לצורך הערכת השווי מודל DCF ומודל המשתמש במכפילים השוואתיים:

### הנחות כלליות למודל

**הכנסות** – שוק הפרסום באינטרנט יצמח בשלוש השנים הבאות בקצב שנתי ממוצע של כ- 50%, תוך נגיסת נתחי שוק מהמתחרים האחרים בעוגת הפירסום (טלויזיה, רדיו ועיתונות כתובה). תפוז תצמח לפחות בקצב צמיחת השוק. תוכן סלולרי – נישה צומחת, הערכנו קצבי צמיחה בסדר גודל של 60%-70% בשנה בשנים הבאות, תפוז תצמח לכל הפחות בקצב השוק.

**רווחיות גולמית** – החברה צפויה לשמור על רווחיות גולמית גבוהה והגיע לשיעור שבין 65%-67% בשנתיים –שלוש הבאות ולאחר מכן אף להמשיך ולהשתפר וזאת מכיוון שמבנה ההוצאות שלה מאפשר לה לצמוח מבלי להגדיל כמעט את ההוצאות, ניתן לומר שהתרומה השולית של כל שקל הכנסות לרווח לפני מס מוערכת בכחצי שו!

**רווחיות תפעולית** – ואללה תשפר את הרווחיות התפעולית שלה בעיקר על ידי שמירה על רמה קבועה של הוצאות מו"פ והוצאות הנהלה, הוצאות המכירה יגדלו, אך בפחות מקצב צמיחת המכירות.

**הוצאות מס** – לחברה כ- 4.8 מליון ש"ח הפסדים צבורים למס להערכתנו החברה תשלם מס משמעותי רק החל מסוף שנת 2008 ואילך.

**שווי נכסים מוחזקים ואחרים** – הנכס העיקרי שלו שווי משמעותי הנו האתר GET IT שהוערך על ידינו לפי שווי מינמלי הנקוב בהסכם של תפוז עם בעלי המניות העיקריים האחרים באתר, קרי לפי שווי שבין 3-10 מליון ד'.

## מודל DCF

מחיר ההון:

מחיר ההון נגזר מרמת המינוף של החברה ומהתשואות חסרות סיכון ותשואת השוק כפי שמשקפים במודל ה-WACC. מפאת שמנחת קבענו את מחירי ההון על 13%-15% בשלושה תרחישים: פסימי, ריאלי ואופטימי. השווי הריאלי של החברה לפי התרחיש הריאלי עומד על 112 מליון ש"ח. מחיר המניה הנגזר משווי זה עומד על 7 ש"ח למניה.

## מכפילים השוואתיים

לצורך ההשוואה בחרנו בחברות הציבוריות היחידות הדומות ביותר למודל לפיו פועלת החברה, החברות Google ו-Yahoo והחברה המקומית וואלה. להלן טבלת ההשוואה (החברות הזרות מוצגות ב-\$ והישראליות בש"ח):

החברה	רווח למניה E05	רווח למניה E06	גדול ברווח	מכפיל 05	מכפיל 06
yahoo	0.6	0.75	25%	60	48
google	5.89	8.75	49%	75	50
ואלה	0.265	0.475	79%	32	18
תפוז	0.23	0.52	126%	20	8.5

השוק האמריקאי מתמחר את מניות התוכן והאינטרנט במכפילים גבוהים מאוד מה שמצביע על אמון המשקיעים בענף זה. אנו ננקוט בגישה שמרנית יותר ונתמחר את תפוז לפי מכפיל 15 לשנת 2006 המקנה לה שווי של 120 מליון ש"ח הקרוב לשווי שנגזר ממודל היוון תזרים המזומנים.

אנו מעריכים את מחיר המניה כממוצע בין שתי השיטות, מחיר המניה הנגזר עומד על 6.8 ש"ח (שווי חברה אלפי ש"ח)

פסימי	ריאלי	אופטימי
95,148	118,655	149,590
88,374	109,631	136,912
82,571	101,913	126,121

### מחיר מניה (ש)

אופטימי	ריאלי	פסימי	
9.19	7.29	5.85	13.0%
8.41	6.74	5.43	14.0%
7.75	6.26	5.07	15.0%

### סיכום

#### סיכום

השיפור במצב הכלכלי בישראל שהביא לגדול בתקציבי הפרסום לצד גדול עקבי במספר המשתמשים באינטרנט וגידול מספר המשתמשים בפס רחב וכן השיפור הטכנולוגי בתחום הסלולר (דור 3) הביאו למפנה עיסקי בחברה שעברה מהפסד ו/או רווחיות נמוכה לרווח משמעותי בשנת 2005. הפרסום באינטרנט צומח בעולם המערבי ובישראל בשנים האחרונות בקצב גבוה על חשבון אמצעי המדיה האחרים: טלוויזיה, רדיו ועיתונות כתובה ואנו לא רואים כיום סיבות להרעה משמעותית של המצב בשוק הפרסום באינטרנט בשנים הקרובות ולכן גם מגלים אופטימיות לגבי המשך השיפור בתוצאות החברה הן במגזר הפורטל, הן במגזר הסלולרי וכן בסחר האלקטרוני שם אנו מאמינים תגדיל החברה משמעותית את אחזקתה בחברה המוחזקת GET IT. אנו מאמינים שלמרות שתפוז היא חברה קטנה היא תמשיך לצמוח בקצבים משמעותיים בשנים הבאות ואף להגדיל את רווחיותה.

תפוז היא האחות הקטנה והחצופה של וואלה, וככזו היא מאופיינת בגישה נועזת, רעננה והרפתקנית ומרשה לעצמה לבצע מהלכים שספק אם היו מתקבלים בוואלה. דוגמא בולטת לכך הנו הבלוג TV שהנו מודל ייחודי בעולם, ולכן אין פלא שהיא ממוצבת היטב בנישת הצעירים. אבל.. למרות גילה הצעיר ואופיה השובב אסור לטעות בה, היא כאן כדי להשאר. נכון שלא היינו בונים תיק השקעות על בסיס מניית החברה אך זו יכולה לשמש כתבלין מרענן לכל תיק השקעות לגיטימי ולהקנות לו מעט "עוקץ".

**השווי הנגזר לחברה בתסריט הריאלי עומד על כ- 112 מיליון ש"ח. ההון המונפק והנפרע של החברה בדילול מלא אחרי ההנפקה יסתכם בכ- 16.2 מיליון מניות ומכאן מחיר יעד של 6.8 ₪ למניה.**

ניתוח הכלול בדוח זה הינו 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 נושאת דוח זה, ואשר הראל בית השקעות מניחה שהינו מהימן. 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. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. הערכות שבדוח זה הינן יחסיות והן נעשות על בסיס פרמטרים ונוסחאות כלכליות המקובלים בשוק ההון בארץ ובעולם, נכון למועד כתיבת הדוח. שיטות שונות להערכת שווי עשויות להוביל למסקנות שונות בדבר שווי כלכלי. דוח זה אינו מהווה בשום צורה תחליף ליעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הראל בית השקעות, חברות שבשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיהן, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שייגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה. הראל בית השקעות אינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. הראל בית השקעות בע"מ עוסקת בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה ובנקאות להשקעות. חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עימה באופן זה או אחר עשויים להחזיק במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור בכתב מהראל בית השקעות בע"מ, וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הינה אסורה, אם לא צוין אחרת, המידע המפורסם בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה.

מקרא המלצות:	קניה	ני"ע יניב להערכתנו תשואה עודפת בשנה הקרובה
	החזקה	ני"ע יניב בשנה הקרובה תשואה סביב תשואת שוק
	מכירה	ני"ע יניב תשואת חסר ביחס לשוק בשנה הקרובה

דו"ח רווח והפסד (אלפי ₪)

2003	2004	1-9/2004	1-9/2005	
9,272	13,901	9,632	13,679	סה"כ מכירות
	50%		42%	גידול במכירות
4,928	6,211	4,306	5,886	עלות המכירות
4,344	7,690	5,326	7,793	רווח גולמי
46.9%	55.3%	55.3%	57.0%	שיעור ממכירות
542	837	567	763	הוצאות מ"ופ
1,619	2,411	1,884	2,004	הוצאות מכירה
17.5%	17.3%	19.6%	14.7%	שיעור ממכירות
1,886	2,708	1,777	2,633	הוצ' הנהלה וכלליות
297	1,734	1,098	2,393	רווח תפעולי
3.2%	12.5%	11.4%	17.5%	שיעור ממכירות
-11	115	157	137	הוצ' מימון
-95				הוצאות אחרות
213	1,619	941	2,256	רווח לפני מס
				מס
	0%	0%	0%	שיעור מס
				חלקה בכלולות
				חלק מיעוט
213	1,619	941	2,256	רווח נקי
2.3%	11.6%	9.8%	16.5%	שיעור ממכירות

מאזן (אלפי ₪)

31.12.04	31.09.04	31.09.05	31.09.05 לאחר ההנפקה	
584	4,215	1,068		בזילות
5,960	17,198	8,360		לקוחות
54	2,983	155		חייבים
6,598	24,396	9,583	9,800	סה"כ רכוש שוטף
79.7%	73.2%	79.2%	79.7%	אחוז ממאזן
1,590	5,184	2,407	2,400	רכוש קבוע
8,278	33,314	12,095	12,300	סה"כ נכסים
	118	131		בנקים וחלויות שוטפות
1,809	5,831	1,342		ספקים
4,665	17,044	5,906	6,200	סה"כ התחייבויות שוטפות
56.4%	51.2%	48.8%	50.4%	אחוז ממאזן
13,527	8,581	19,753	-	התחייבויות ז"א
-9,914	7,656	-7,658	6,100	הון עצמי
-119.8%	23.0%	-63.3%	49.6%	אחוז ממאזן
8,278	33,314	12,095	12,300	סה"כ מאזן



תזרים (אלפי ₪)

2003	2004	1-9/2005	
-1,464	1,203	1,949	תזרים מזומנים מפעילות
-242	-763	-1,244	תזרים מהשקעה
1,779	-2	-221	תזרים מפעילות מימון