

## עדכון לחברה - דיסקונט השקעות

נתוני רווח והפסד				
2002E	2001	2000	1999	(מ' ש"ח)
8,500	8,204	8,078	3,334	הכנסות
150	(652)	(110)	218	חלק ברווחי (הפסדי) חברות כלולות
40	30	-	-	הכנסות מדמי ניהול
287	(227)	68	227	רווח (הפסד) ממימוש השקעות
<b>8,977</b>	<b>7,355</b>	<b>8,036</b>	<b>3,779</b>	<b>סך הכנסות</b>
530	(581)	199	573	רווח לפני מס
<b>340</b>	<b>(965)</b>	<b>(159)</b>	<b>280</b>	<b>רווח נקי</b>
11.7	(21.0)	(3.3)	6.2	רווח למניה
14	-	-	17	מכפיל רווח

המלצה
צבור

המלצה קודמת
החזק

מחיר נוכחי (ש"ח)
103.70

רמת סיכון
סיכון גבוה

תאריך
9 במאי, 2002

קוד רויטרס
DISLTA

ענף
חברת החזקה

שווי שוק (מ' ש"ח)
4,759.3

מדד ת"א 100
375.64

גבוה/נמוך 12 חודשים
97.60/157.70

מספר מניות (מ')
45.9

הון עצמי (מ' ש"ח)
2,902

כמות "צפה" (מ' ש"ח)
1,071

אנליסטית
רונית חלימה

מנהל מחקר
גיל בארי

### נקודות עיקריות

התמקדות החברה בשוק התקשורת בשנים האחרונות (על חשבון ענפים אחרים), הביאה לרגישות יתר של החברה למצבו הקשה של ענף התקשורת.

גם לאחר ביצוען של המחיקות בשנה האחרונה, ועל אף צמצום החשיפה למגזר התקשורת, חלקו של ענף זה מסך תיק ההשקעות של דסק"ש עדיין גבוה.

אנו מעריכים כי לגבי חלק מן החברות המפסידות המוחזקות ע"י דסק"ש, טרם ניתן להצביע על נקודת המפנה ומעבר לרווחיות.

על אף רמת הסיכון הגבוה של הסביבה העסקית בה פועלות חלק מן החברות המוחזקות, אנו מעלים את המלצתנו לצבור בשל השחיקה החדה שחלה במחיר המניה לאחרונה.

מחיר היעד 116 ש"ח למניה.

### התנהגות המניה



## **דסק"ש - מצב החברה כמצבם של שוקי התקשורת והטכנולוגיה**

בחינת תוצאותיה הכספיות של דיסקונט השקעות בשנתיים האחרונות מהווה תמונת ראי למשבר בשוק התקשורת וההיי-טק. אם בעבר ניתן היה לסווג את השקעותיה של דסק"ש ל- 5 תחומים עיקריים: תקשורת, טכנולוגיה ואלקטרוניקה, תעשיות מסורתיות, מסחר, נדל"ן והשקעות, הרי שכפי שצינו בעבודותינו הקודמות, בשנים האחרונות הגדילה החברה את חלקם של מגזרי התקשורת והטכנולוגיה על חשבון השקעותיה בתעשיות המסורתיות, פוזיציה שהפכה את החברה ליותר ריכוזית וחשופה למגזר אחד.

מצבו הנוכחי של שוק התקשורת משפיע ישירות על שורת הרווח הנקי של דסק"ש, לכך מצטרף כמובן גם המיתון הכלכלי הפוגע גם בחברות אשר עוסקות בתחומים אחרים.

**בבואנו להעריך את דסק"ש עלינו לשאול את עצמנו האם לאחר המחיקות שבוצעו בשנה האחרונה, והירידה החדה במחיר המניה לאחרונה מציגה כעת החברה סל השקעות אטרקטיבי לרכישה?**

להערכתנו השחיקה במחיר המניה הביאה את החברה למצב בו היא נסחרת בפחות מערכה הכלכלי, אף על פי כן אנו ממליצים לשים לב לנקודות הבאות:

■ גם לאחר ביצוען של המחיקות בשנה האחרונה, ועל אף צמצום החשיפה למגזר התקשורת חלקו של ענף זה מסך תיק ההשקעות של דסק"ש גבוה, ולפיכך לחברה רגישות לשינויים במגזר זה.

■ אנו מעריכים כי לגבי חלק מן החברות המפסידות המוחזקות ע"י דסק"ש, טרם ניתן להצביע על נקודת המפנה ומעבר לרווחיות.

לדעתנו, נקודת המפתח להערכת שוויה של דסק"ש ממשיכה להיות החברות הלא סחירות ובעיקר ההחזקות העיקריות בתחום התקשורת, קרי סלקום ותבל.

## **סלקום - ההשקעות הגדולות בתשתית צפויות לשחוק את הרווח התפעולי**

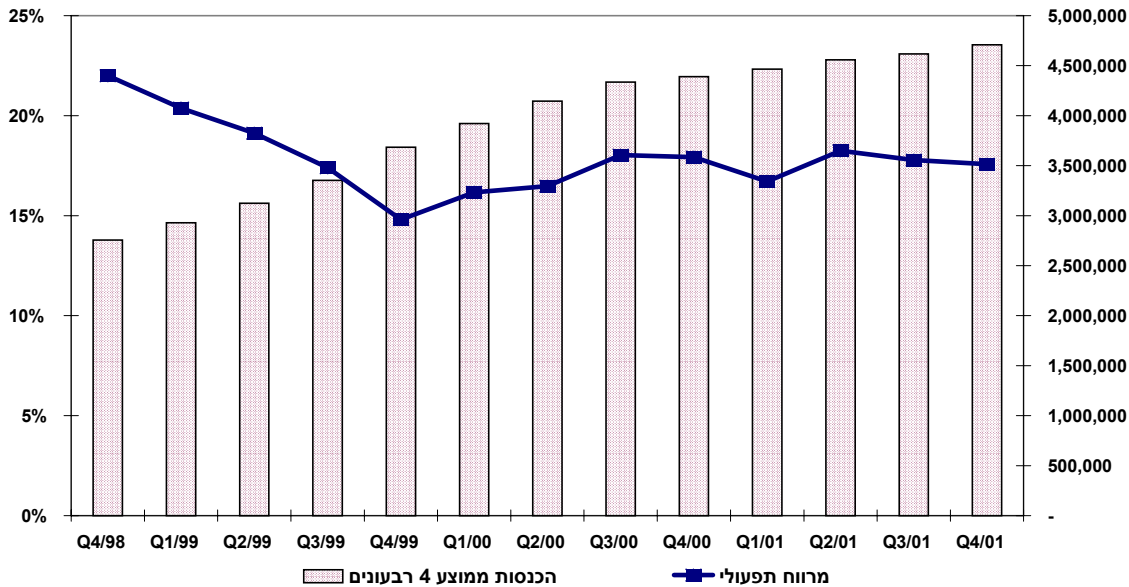
חדירתה של סלקום לשוק הסלולר בישראל ושיעור הצמיחה הגבוה שהפגינה (לחברה כ- 40% מנתח השוק בישראל במונחים כספיים), הפכו את סלקום לאחת ההשקעות האסטרטגיות החשובות של דסק"ש. אולם היות ואנו עוסקים בשאלה מה יהיה בעתיד, עלינו לשאול את עצמנו שתי שאלות עיקריות בבואנו להעריך את שוויה של סלקום: **האם תוכל סלקום להמשיך ולהציג שיעורי צמיחה כה מרשימים כפי שהציגה בעבר? מהי רמת הרווחיות אותה תציג החברה לאחר ביצוען של ההשקעות העומדות בפניה והתייצבותו של שוק התקשורת?**

בחינת תוצאותיה הכספיות של סלקום בשנים האחרונות מצביעה על התמתנות מגמת הצמיחה המהירה שאפיינה את הכנסות החברה בתחילת דרכה ומעבר לתייצבות. מצב זה נובע משיעור החדירה הגבוה של שוק הסלולר וממגבלת גודל אוכלוסיית היעד. להערכתנו החברה קרובה למיצוי פוטנציאל הצמיחה שלה בשוק הסלולרי ופעילותה העתידית תאופיין בגידול מתון בלבד בהכנסותיה משירותים סלולריים.

בחינת הרווח התפעולי של החברה מצביעה על פגיעה ברווחיות לאחר כניסתה של פרטנר לשוק, ומגמת שיפור עקבית לאחריה (זאת אף על פי שהחברה רחוקה משיעורי הרווח התפעולי שאפיינו את פעילותה טרם כניסתה של פרטנר).

לאור ההשקעות הכבדות בתשתיות (עבור רשת GSM ותדרי דור הביניים), צפויה החברה לעמוד בפני רמת הוצאות גבוהות ביותר בשנתיים הבאות. הוצאות שיביאו לשחיקה נוספת בשיעורי התזרים התפעולי.

## סלקום - מגמת התייצבות בהכנסות



לגבי שאלת רמת הרווחיות העתידית של החברה, אנו מוצאים לנכון לציין מספר נקודות מהותיות:

- בעקבות כניסתה של פרטנר לשוק הסלולר בסוף שנת 98 חלה שחיקה במרווח התפעולי של החברה, שחיקה זו התמתנה לאחרונה כאשר על אף הגידול החד בהוצאות השיווק הצליחה החברה (בעיקר בשל היתרון לגודל) להשיג עליה קלה בשיעור המרווח התפעולי. אנו מעריכים כי פעולות ייעול עשויות להביא לשיפור מסויים, זאת על אף הסביבה התחרותית בה פועלת החברה.
  - החברה עומדת בפני ביצוען של השקעות גדולות בתשתיות, שיפגעו בשורת הרווח הנקי של החברה.
  - כניסת החברה לשוק השיחות המקומיות, במידה ותהיה, צפויה להערכתנו להראות הפסדים בשנים הראשונות, לאור התחרות הקשה הצפויה עם בזק. בעניין זה חשוב להזכיר כי כניסה זו אינה צפויה בטווח הקרוב, ובמידה ותבוצע יהיה מדובר כפי הנראה בחדירה לפלח העיסקי בלבד.
- בהסתמך על הנחות אלו אנו מעריכים את שווייה של החברה ב- 8.9 מיליארד ש"ח עפ"י הפירוט הבא:

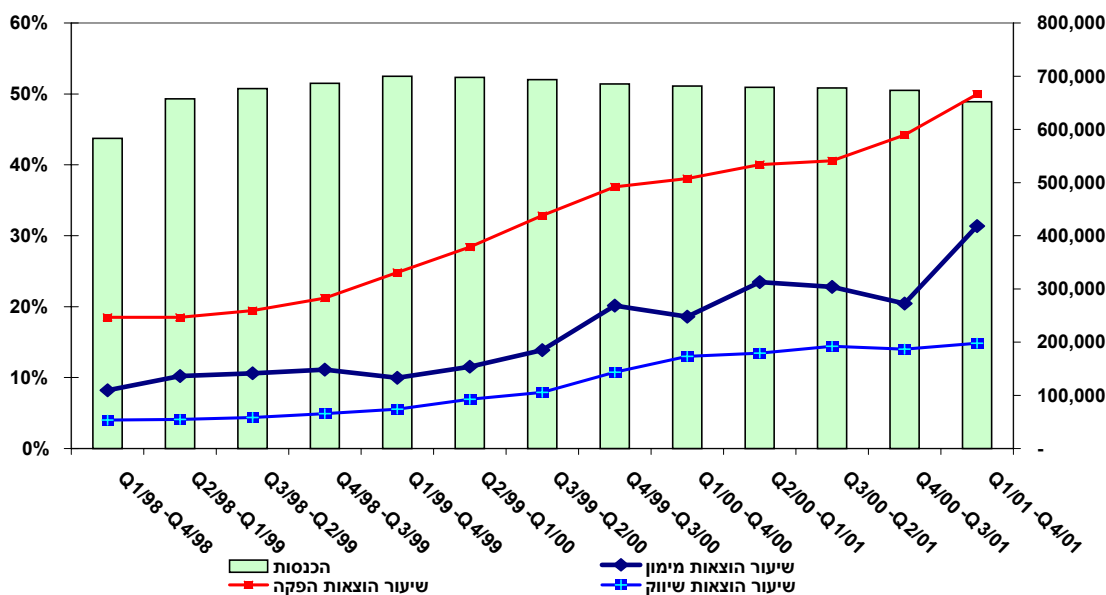
סלקום - הערכת שווי עפ"י שנה מייצגת במ' ש"ח		
5,050	הכנסות מייצגות	
1,810	EBITDA מייצג	תחת ההנחה כי פעולות התייעלות יביאו את החברה ל- EBITDA בשיעור 36% (לעומת 34% בסוף 2001).
300	מס מייצג	
1,510	תזרים חופשי לפני צרכי השקעה	
750	צרכי השקעה	ללא השקעה צפויה ברשת GSM
760	תזרים חופשי לאחר צרכי השקעה	
11,690	ערך נוכחי לתזרים	שיעור היוון 10%, צמיחה 3.5%
~ 650	השקעה צפויה ברשת-GSM	
2,106	חוב פיננסי	
8,934	שווי חברה נגזר	ערך נוכחי לתזרים בניכוי חוב פיננסי והשקעה צפויה ברשת GSM.

## תבל - הפסדים כבדים כתוצאה מהתחרות בלווין

תבל היא חברת הטלוויזיה בכבלים הגדולה בישראל החולשת על למעלה מ- 30% מבתי האב (בתוספת כ- 35% חלקה בערוצי זהב). לחברה הון עצמי שלילי בסך 945.6 מ' ש"ח הנובע מאי רישום ההשקעה בערוצי זהב ויתרת הפסדים גודלת.

בחינת נתוני החברה בשנים האחרונות מצביעה על כך שבעוד שהכנסות החברה הגיעו לרמת התייצבות, הוצאות המימון, השיווק ובעיקר עלויות תוכן עלו בצורה חדה כתוצאה מהתחרות עם חברת הלווין "YES". הוצאות אלו אינן צפויות לקטון בעתיד הקרוב, הן בשל המשך התחרות עם הלווין והן בשל עלויות המעבר לשידור דיגיטלי.

### התייצבות בהכנסות מול גידול בהוצאותיה של תבל



חברות הכבלים בישראל נמצאות כיום בפני הליך של מיזוג, הליך זה צפוי ליצור מספר שינויים בסביבה העיסוקית בה פועלות החברות:

- יצירת הפרדה בין שירותי תוכן לשירותי תשתית ע"י הקמת שתי חברות נפרדות.
- בעוד שחברת התשתיות תישאר בשליטה מלאה של חברות הכבלים, הרי שלגבי חברת התוכן יאלצו החברות למכור כ- 25% - 20% מהחזקתם לגורמים חיצוניים בתוך כ- 4 שנים.
- הספקה של שירותי אינטרנט מהיר מיידית וטלפוניה תוך שנתיים.

בנוסף לבעיית העלויות הגבוהות המאפיינת את ענף הטלוויזיה בכבלים כיום, סובלת תבל גם מבעיה ייחודית - יתרת חוב גבוהה שנוצרה בעקבות רכישת 35% מחברת ערוצי זהב. את יתרת החוב העודפת אמורה תבל לשאת, כפי הנראה, לבדה לאחר הקמת חברת הכבלים הממוזגת.

הערכת שוויה של תבל מבוססת על ההנחה כי ביצועו של מיזוג בין חברות הכבלים הינו ודאי ובו יהווה חלקה של תבל כ- 44% משווי החברה הממוזגת, (להחזקה בנטוויז'ן איננו מייחסים שווי מהותי).

חברת הכבלים הממוזגת הערכת שווי במ' ש"ח		
הכנסות בשנה מייצגת	2,000	
EBITDA מייצג	800-780	39%-40% מההכנסות
מס	(120-110)	
תזרים מזומנים לפני צרכי השקעה	680-670	
צרכי השקעה	300	
תזרים מזומנים חופשי לאחר צרכי השקעה	380-370	
מכפיל מייצג	15-14	שיעור היוון 10.5% - 10%, צמיחה 3.5%
EV חברה ממוזגת	5,180-5,700	
חוב חברה ממוזגת	3,200	כ- 2,500 ש"ח למנוי (כ- \$ 500 למנוי)
שווי מוערך לחברה הממוזגת	1,980-2,500	

לאחרונה היינו עדים למספר התפתחויות חדשות בנוגע למצבה של תבל (העדר הסכמה בין החברה לבנקים לגבי המשך המימון, בקשת כינוס מצידה של ספקית הציוד נטקום, סירובה של UPC להזרים הון נוסף לחברה וחשוב מכל מינוי נאמן לחברה). אירועים אלו מעלים ספקות קשים בנוגע לעתידה של תבל ושל חברת הכבלים הממוזגת, ויוצרים תסריט אפשרי נוסף לגבי העתיד - חדלות פרעון.

אולם, בחינת האינטרסים השונים של הגורמים המעורבים - דסק"ש, UPC, הבנקים המממנים וספקי השירותים (ביניהם גם בזק בעלת הבית של המתחרה YES), מעלה מספר תסריטים אפשריים נוספים לגבי גורל החברה, ביניהם הזרמת הון בעלים ע"י דסק"ש תוך דילול UPC, המשך מימון ע"י הבנקים עד למיזוג, המרת חוב בנקאי למניות, מחילה על חלק מן החוב או כניסתם של משקיעים חדשים.

אף על פי שלהערכתנו חדלות פירעון הינה אופציה ריאלית, נראה כי האינטרס המשותף של מרבית הצדדים המעורבים (החזר החוב) יכול להתממש בדרך הטובה ביותר רק אם החברה תצליח להגיע להליך המיזוג המיוחל. חיזוק להשקפתנו זו אנו מוצאים במינוי הנאמן ובידיעות שפורסמו לאחרונה לפיהן הביעה דסק"ש נכונות להזרים כ- 200 מ' ש"ח ולהמיר למניות את חובה של תבל אליה (חוב בסך 140 מ' ש"ח).

תמחור תרומת החברה לדסק"ש מעלה שאלה נוספת - שאלת תשלום החוב העודף (החוב מעבר למפתח החוב בחברה הממוזגת בו תצטרך תבל לשאת בעצמה). גם שאלה זו מעלה מספר תסריטים אפשריים כגון: נשיאה במלוא נטל החוב ע"י דסק"ש בתמורה לדילול חלקם של הבעלים האחרים בחברה או הליך משולב הכולל הזרמת הון ע"י דסק"ש במקביל למחילה ופריסה של חובות ע"י הבנקים והספקים.

היות ונשיאה במלוא החוב הקיים ע"י הבעלים משמעה שווי שלילי להחזקה בתבל אנו מניחים כי התסריט הריאלי יותר הינו הסדר שיכלול גם מחיקה של חלק מן החוב / המרה של חוב למניות.

בשל רמת חוסר הודאות הגבוהה באשר לעתידה של תבל והחוב הרובץ עליה אנו בוחרים להתייחס להחזקה זו כבעלת שווי אפס עד לקבלת מידע ודאי יותר באשר לגורל החברה.

## G.V.T HOLDINGS וסינטק קפיטל וונצ'רס - האם החברות צפויות לעבור לרווחיות?

גיי.וי.טי הולדינג והחברות המאוחדות והמוחזקות על ידה עוסקות בתיכנון, פריסה, ניהול ותפעול של רשתות תקשורת בברזיל. במהלך שנת 1999 רכשה חברת בת של החברה (גיי.וי.טי ברזיל) זכיון לפיו ניתנה לה הזכות להיות אחת משתי הספקית הבלעדית של קול בקו קבוע, מידע, שירותי אינטרנט ושיחות מקומיות לשטחים בדרום ומרכז ברזיל (בלעדיות זו פגה לאחרונה). תחום פעילותה של החברה דורש השקעות כבדות בתשתית, השקעות שיקשו על החברה לעבור לרווחיות.

נקודה חשובה נוספת הינה נטל החוב של החברה, לחברה הון עצמי שלילי בסך 120.1 מ' דולר והתחייבויות בסך 616.9 מ' דולר. ההוצאות הכבדות וההשקעה בתשתיות מביאות את החברה להפסד גולמי. לאור המשבר בשוק התקשורת, איננו צופים כי החברה תצליח לעבור לאיזון תפעולי בטווח הקרוב.

סינטק קפיטל וונצ'רס (לשעבר גולד-אג וונצ'רס) הינה שותפה בשיעור של 4.8% בקונסורציום תקשורת אותו מובילות חברות תקשורת אירופאיות. במהלך שנת 2000 זכה הקונסורציום במכרז של ממשלת איטליה להפעלת תקשורת סלולרית בדור השלישי. עבור הרישיון שילם הקונסורציום כ- 2.4 מיליארד יורו ועוד 800 מיליון יורו עבור תחום תדרים מורחב.

לאור עלויות ההשקעה הגבוהות ומצבו של שוק התקשורת העולמי, אנו מניחים כי החברה תתקשה להחזיר את השקעתה, ומכאן כי אנו עלולים להיות עדים בעתיד למחיקות בגין השקעה זו.

## סיכום ומסקנות

למרות הקטנת היקף החשיפה למגזר התקשורת והטכנולוגיה, נקודת החולשה של החברה היתה ונותרה חשיפתה למגזר התקשורת וריכוזיות יתר. על אף העמימות לגבי עתידו של מגזר זה ומצבן הכספי של חלק מן החברות המחזקות ע"י דסק"ש אנו מעריכים כי הירידות החדות במחיר המניה בשנה האחרונה הביאו את החברה למצב בו היא נסחרת בפחות מערכה הכלכלי.

לאור האמור אנו מעלים את המלצתנו **לצבור** ונוקבים במחיר יעד של **116 ש"ח** למניה הגבוה בכ- 12% מהמחיר הנוכחי.

<b>דיסקונט השקעות - שווי נכסי לעומת שווי שוק</b>						
הערות	% מ-NAV	שווי החזקה לדסק"ש	שווי כולל במ' ש"ח	מחיר למניה בש"ח	שיעור החזקה	שם החברה
<b>השקעות סחירות</b>						
שווי שוק	27%	1,889	3,564	16.90	53%	שופרסל
שווי שוק	9%	628	981	236.50	64%	נכסים ובנין
שווי שוק (תחת הנחת מיזוג אלביט ואלרון)	5%	372	954	45.02	39%	אלרון
שווי שוק	1%	98	514	131.20	19%	מפעלי נייר
שווי שוק	0%	21	86	4.41	24%	מקסימה
בהנחת מימוש אופציית PUT	0%	7	57	29.50	5%	קליל
שווי שוק	0%	13	88	7.06	15%	תפרון
שווי שוק	0%	21	106	7.58	20%	המ-לט
שווי שוק	0%	7	50	7.35	13%	לירז
שווי שוק	2%	149	678	15.60	22%	סאיטקס
שווי שוק	0%	6	184	3.30	3%	ישרוטל
שווי שוק	0%	8	207	8.88	4%	גילת רשתות לויין
שווי שוק	0%	6	47	3.97	12%	מנטרגיי
שווי שוק	0%	6	188	9.32	3%	אורגין אינק
שווי שוק	1%	81	407	50.60	21%	אלקטרוניקס ליין
שווי שוק	4%	276	1,838	73.22	15%	גיוון אימיגיינג
		<b>3,587</b>	<b>שווי החזקות סחירות</b>			
<b>השקעות לא סחירות</b>						
עפ"י הערכת תזרים חופשי מהוון בניכוי השקעות ברשת GSM	32%	2,234	8,934	-	25%	סלקום
ראה פירוט בעבודה מומש בפברואר 2002	0%	0	0	-	48%	תבל תקשורת
	5%	363	-	-	רווח הון אופציית PUT	UPC
עפ"י שווי שוק של החזקה בשיעור 37.3% מאי.די.בי. החזקות	4%	312	1,302	-	24%	אל-ים אניות
עפ"י מו"מ למכירת ההחזקה.	2%	125	250	-	50%	אילנות בטוחה
עפ"י שווי עיסקה למכירת החברה	4%	268.5	286	-	94%	אלבר
שווי בספרים בניכוי דיסקאונט 50%	1%	90	90	-	-	השקעות אחרות
		<b>3,392</b>	<b>שווי החזקות לא סחירות</b>			
			<b>6,979</b>	<b>סך שווי החזקות</b>		
			<b>6,279</b>	<b>סך שווי החזקות בניכוי התחייבויות פיננסיות וחוב עודף</b>		
			<b>15%</b>	<b>דיסקאונט נדרש</b>		
			<b>5,337</b>	<b>שווי לאחר דיסקאונט</b>		
			<b>4,759</b>	<b>שווי שוק</b>		
			<b>116</b>	<b>מחיר מניה נגזר</b>		

**דרוג השקעה: קניה חזקה** - המנייה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** - המנייה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** - מחיר המנייה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** - המנייה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** - מחיר המנייה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** - המנייה נסחרת בתמחור יתר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר.

אפיון סיכון: גבוה - **רמת הסיכון בהשקעה במנייה גבוהה מהממוצע בשוק**. סיכון שוק - **רמת הסיכון בהשקעה במנייה דומה לממוצע בשוק**. נמוך - **הסיכון בהשקעה במנייה נמוך מהממוצע בשוק**.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר גמול סהר שירותי בורסה בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין גמול סהר שירותי בורסה בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוב למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לגמול סהר שירותי בורסה בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עימה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עימן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.