

4Q06	1Q06A	1Q07E	1Q07A	מיליון ₪
1,445	1,327	1,404	1,418	מכירות
14.8%	5.3%	5.8%	6.9%	גידול מתקופה מקבילה
447	374	437	446	רווח גולמי
30.9%	28.2%	31.1%	31.4%	שיעור רווח גולמי
314	274	309	301	רווח תפעולי
21.7%	20.6%	22.0%	21.2%	כ- % מההכנסה
54.4%	15.5%	-1.6%	10.0%	גידול מתקופה מקבילה
163	159	198	196	רווח נקי
95.7%	28.0%	21.6%	122.8%	גידול מתקופה מקבילה
11.3%	12.0%	14.1%	13.8%	כ- % מההכנסה
1.06	1.04	1.27	1.26	רווח למניה

פרטנר

דירוג: קנייה

המלצה קודמת: קנייה

מחיר יעד: 73

מחיר קודם: 60.0 ₪

מחיר שוק: 65.7 ₪

מגזר: תקשורת

סימול: PTNR

בורסה: NASDAQ, TASE

מעלים את מחיר היעד

לאחר מהלך של 77% שעשתה מניית פרטנר בשנה האחרונה ולאחר שהוסיפה לשווייה ברבעון כ- 13% נוספים גם אנחנו שאלנו את עצמנו האם פרטנר יקרה? התשובה שקיבלנו הייתה חד משמעית כי יש עוד בסיס כלכלי לעלויות במניה, ולכן אנו מעלים את מחיר היעד שלנו ל- 73 ₪ ונשארים בהמלצת קנייה. המודל המפורט נמצא בהמשך.

פרטנר פרסמה אתמול את תוצאותיה לרבעון הראשון של 2007. החברה דיווחה על הכנסות של 1.418 מיליארד ₪ המהווים קיטון רבעוני של 1.8% וגידול שנתי של 6.9%. במקביל, דיווחה החברה על EBITDA של 455 מיליון ₪, גידול של 4.0% לעומת התקופה המקבילה. בשורת הרווח הנקי הציגה החברה גידול של 22.1% בהשוואה לרבעון המקביל לרמה של 196 מיליון ₪ ברבעון.

עליה בדקות השיחה: ממוצע דקות שימוש לחודש (MOU) של 323 דקות ברבעון הראשון מהווה גידול של 7.3% בהשוואה לממוצע של רבעון מקביל שעמד על 301 דקות לחודש. בהשוואה לרבעון קודם נרשמה עלייה קלה של 3% בדקות השיחה.

אנו מעריכים כי הצמיחה בדקות השימוש ובהכנסה החודשית הממוצעת למשתמש נבעו ממספר גורמים שונים. 1. השינוי בתמהיל הלקוחות (מפורט בהמשך). 2. חדירת טכנולוגיית הדור השלישי וגידול חד בהכנסות מנתונים. 3. נתוני מאקרו חייביים של המשק אשר משפיעים על הצריכה של הפרטים. 4. בנוסף יש לציין את תהליך הפחתת דמי הקישוריות שגורר מצד אחד ירידת מחירים אך מצד שני מגדיל את הצריכה.

ARPU עומד במקום – החברה הציגה ARPU של 153 ₪ למנוי גבוה במקצת מרבעון מקביל אך נמוך ב- 6 שקלים מהרבעון הקודם. אנו מעט מאוכזבים מ- ARPU היחסית שהציגה החברה. אנו מעריכים כי החברה תתקשה להציג צמיחה שנתית ב- ARPU בעקבות תהליך הפחתת הקישוריות והתקנות החדשות בנוגע לחיוב על שיחה נכנסת לתא קולי.

שירותי הדור השלישי – הכנסות החברה מפעילות מידע ותוכן הגיעו ל- 155 מיליון ש"ח המהווים כ- 10.6% מסך ההכנסות גידול של 30% בהשוואה להכנסות של 119.4 מיליון ₪ ברבעון המקביל. מספר לקוחות הדור השלישי חצה לראשונה הרבעון את רף ה- 300 אלף והגיע ל- 330 אלף, גבוה מציפיותינו.

שינוי עקבי בתמהיל הלקוחות – אחוז הלקוחות העסקיים של פרטנר מסך הלקוחות הגיע ברבעון הראשון של 2007 ל- 23.2% מסך הלקוחות וזאת בהשוואה ל- 19% בלבד ברבעון הראשון של 2005. הגידול במספר הלקוחות העסקיים מוביל למגמה של עלייה במספר דקות השימוש הממוצע ללקוח (MOU) אך מוריד את ההכנסה הממוצעת למנוי לדקת שיחה (RPM) וזאת בשל העבודה כי הלקוחות העסקיים מדברים זמן רב יותר בטלפון אך מקבלים הנחות משמעותיות המורידות את ההכנסה הממוצעת לדקת שיחה.

מסמך זה הוקן על ידי מחלקת מחקר של קבוצת אי.בי.אי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך המזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי. לא תהיה אחראית לכל נזק שיגרם, אם יגרם, למאן דהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. קבוצת אי.בי.אי. מחזיקה עבור לקוחותיה ועבור עצמה את ניירות הערך המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והיא עשויה לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל.

מגמה שצפויה להימשך בשיעורי הרווחיות של החברה. שיעור הרווח הגולמי טיפס לרמה של 31.4% שיפור של 50 נק' האחוז לעומת הרבעון הקודם ושיפור של 180 נק' לעומת הרבעון המקביל. עיקר השיפור נובע מירידה בעלויות הציוד שהתקזזה בעליה בהוצאות החברה על שירותים.

מנגד ראינו ירידה ברווחיות התפעולית בעקבות עלייה בהוצאות שיווק, מכירה, הנהלה וכלליות. אנו מעריכים כי נראה המשך מגמה של שיפור ברווחיות הגולמית מול גידול בהוצאות התפעוליות גם ברבעונים הבאים. אנו מעריכים כי הרווחיות הגולמית של החברה בהמשך השנה צפויה לעמוד על 31.5%-31% ושיעור הרווח התפעולי על 21.5%-21%.

ירידה חדה בהוצאות המימון תהליך המימון מחדש שביצעה החברה לצד החוב הנמוך הובילו לצניחה של 49% בהוצאות המימון של החברה לרמה של 19.6 מיליון ₪.

הרווח הנקי הרבעוני הראה צמיחה של כ- 22.9% ועמד על 196 מיליון ₪ ת כאמור מהשיפור בשיעורי הרווחיות ומהקיטון בהוצאות המימון.

דיבידנד – החברה הכריזה על חלוקת דיבידנד של 80 מיליון ₪ בציפיות. בהתייחסותה לשנת 2007 הכריזה החברה כי היא שוקלת לעלות את הדיבידנד מעבר לרף של חלוקת 60% מהרווח הנקי. אנו מעריכים שהחלטה כזאת צפויה להתקבל בעקבות המינוף הנמוך של החברה.

מעלים מחיר יעד

לאחר מהלך של 77% שעשתה מניית פרטנר בשנה האחרונה ולאחר שהוסיפה לשווייה ברבעון כ- 13% נוספים גם אנחנו שאלנו את עצמנו האם פרטנר יקרה? התשובה שקיבלנו הייתה חד משמעית כי יש עוד בסיס כלכלי לעלויות במניה, ולכן אנו מעלים את מחיר היעד שלנו ל- 73 ₪ ונשארים בהמלצת קנייה.

אנו רוצים להדגיש כי המודל שאנו מנהלים הוא מודל שמרן המתחשב בסביבה העסקית בה מתחרה פרטנר הן מבחינת התחרות מול יתר החברות והן מבחינת רגולציה. ולכן השתדלנו לפרט את הנחות המודל ככל האפשר.

בטבלה המצורפת ניתן לראות את ההנחות הבסיסיות ששימוש אותנו בבניית המודל.

1. **בסיס המנויים של החברה** - צומח בכ- 3.3% ב- 4 שנים הקרובות צמיחה ממוצעת לשנה נמוכה מאחוז.
2. **דקות שימוש ממוצע לחודש (MOU)** - צומחות ב- 4.4% ב- 4 שנים הקרובות. יש לשים לב כי כבר ברבעון הראשון של 2007 השיגה החברה ממוצעת של 323 דקות בחודש.
3. **ההכנסה לדקת שיחה ממשיכה לרדת בצורה משמעותית** - נזכיר מהלך הפחתת דמי הקישוריות שנמשך מזה שלוש שנים הסתיים כאשר במרץ השנה בוצעה הפחתת הקישוריות האחרונה שתוכננה. עם זאת בעקבות התחרות והמשך המאבקים של הרגולאטור. הערכנו כי ניראה המשך פגיעה בהכנסה הממוצעת לדקת שיחה.
4. **הכנסות מנתונים צומחות בקצב מהיר** – אנו מעריכים כי נמשיך לראות צמיחה במספר המשתמשים המתחברים לשירותי הדור השלישי. ברבעון הראשון של 2007 הגיעו הכנסות החברות מנתונים לכ- 10.6% מהמכירות ואנו מעריכים כי הכנסות מנתונים יהווה כ- 15.7% מההכנסות ב- 2010. (במבט על נתונים המשווים את ההכנסות מנתונים במדינות אשר אחוז חדירת הסלולר גבוה מ- 90%, ניתן לראות כי ההכנסות משירותי נתונים במדינות אלו גבוהה משמעותית מבישראל ממוצע של 15.6% מההכנסות לעומת 10.6% שהשיגה פרטנר ברבעון הראשון) אנו מעריכים כי גם בירשאל אשר תושביה ידועים בקצב אימוץ מהיר של טכנולוגיות חדשות נגיע לשיעורי הכנסות דומים.
5. **הכנסה הממוצעת לחודש ממשמשמש (ARPU)** - הגידול האפסי במספר הדקות והירידה בהכנסה לדקת שיחה מובילים לירידה ב- ARPU של החברה.

2004A	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E	2010	פרטנר - אלפי ש"ח	
2,340	2,529	2,668	2,703	2,730	2,757	2,757	מנויים (000)	1
11.3%	8.1%	5.5%	1.3%	1.0%	1.0%	0.0%	Y/Y	1.1
285	294	311	318	322	325	325	MoU	2
3.0%	3.2%	5.7%	2.4%	1.0%	1.0%	0.0%	Y/Y	2.2
0.556	0.491	0.467	0.439	0.422	0.405	0.397	הכנסה לדקת שיחה (בניכוי נתונים)	3
-4.1%	-11.7%	-4.9%	-5.8%	-4.0%	-4.0%	-2.0%	Y/Y	3.3
360,090	402,200	526,437	639,100	720,900	800,900	869,300	Data	4
7.0%	7.9%	9.4%	11.2%	12.8%	14.4%	15.7%	סה"כ % מדוח (מסה"כ הכנסות)	4.4
170.0	156.0	158.3	158.8	157.8	155.9	155.2	סה"כ ARPU מדוח	5
-0.6%	-8.2%	1.4%	0.3%	-0.6%	-1.2%	-0.4%	Y/Y	5.5

פרטנר DCF

הכנסות החברה - יורדות החל מ- 2008 בעקבות הירידה ב- ARPU. זוהי הנחה שמרנית שטמון בה מרחב להפתעות חיוביות.

שיעורי הרווחיות – הרווח הגולמי מטפס למעלה על רקע ירידה בהוצאות סבסוד של מכשירי הדור השלישי עקב סיום שלב החדרת המוצר והירידה במכירי המכשירים בעולם (ראו זהרת רווח מוטורולה).

הרווח התפעולי - השיפור בגולמי לא מתורגם במלואו לתפעולי בעקבות עלייה בהוצאות שיווק הנהלה וכלליות. אנו מעריכים כי חוק הניידות מספרים יחייב את החברות להשקיע יותר בפרסום ובשימור הלקוחות.

שיעורי המס יורדים עד לשיעור של 25% בעקבות הפחתה בשיעור מס החברות.

EBITDA – למורות הנחיות החברה לשיפור ב- EBITDA ב- 2007 אנו נוקטים במשנה שמרנות ואנו מעריכים כי אפילו נראה ירידה קלה ב- 2007 ו- 2008. חזרה למספרים של 2006 נראה על פי המודל רק ב- 2009 ו- 2010.

השקעות ופחת – לקחנו בחשבון המשך השקעות ברמה של 500 מיליון ₪ בשנה. הפחת יורד מרמה של 622 מיליון ב- 2006 ל- 520 מיליון ב- 2010.

חוב – חובה הפיננסי של החברה ירד ועומד על 2.051 מיליארד ₪.

שיעורי היוון של 9.0% וצמיחה לאינסוף של 2.0%

פרטנר - אלפי ש"ח	2010	2009E	2008E	2007E	2006E	2005A	2004A
סה"כ מכירות	5,546,661	5,569,214	5,622,941	5,705,875	5,606,711	5,122,939	5,140,737
Y/Y	-0.4%	-1.0%	-1.5%	1.8%	9.4%	-0.3%	15.1%
סה"כ עלות מכירות	3,646,416	3,722,391	3,819,330	3,912,914	3,897,267	3,766,327	3,615,006
כ- % מההכנסה	65.7%	66.8%	67.9%	68.6%	69.5%	73.5%	70.3%
סה"כ רווח גולמי	1,900,245	1,846,823	1,803,611	1,792,961	1,709,444	1,356,612	1,525,731
Gross Profit Margin	34.3%	33.2%	32.1%	31.4%	30.5%	26.5%	29.7%
הוצאות מכירה	332,800	334,200	354,200	367,939	307,592	272,910	325,219
כ- % מההכנסה	6.0%	6.0%	6.3%	6.4%	5.49%	5.3%	6.3%
הנהלה וכלליות	205,200	200,500	202,400	205,629	183,460	180,735	181,128
כ- % מההכנסה	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.27%	3.5%	3.5%
רווח תפעולי	1,362,245	1,312,123	1,247,011	1,219,393	1,218,392	902,967	1,019,384
כ- % מההכנסה	24.6%	23.6%	22.2%	21.4%	21.7%	17.6%	19.8%
Y/Y	3.8%	5.2%	2.3%	0.1%	34.9%	-11.4%	19.2%
הוצאות מימון	76,141	76,910	77,687	78,472	166,442	260,500	260,545
רווח לפני מס	1,286,104	1,235,213	1,169,324	1,140,921	1,051,950	642,467	758,801
שעור מס	-25%	-27%	-28%	-30%	-35%	-0.32	0
מיסים	-321,526	-333,508	-327,411	-346,357	-370,675	-202,898	-287,248
רווח נקי	964,578	901,706	841,913	794,564	681,275	354,560	471,553
Y/Y	7.0%	7.1%	6.0%	16.6%	92.1%	-24.8%	-59.4%
כ- % מההכנסה	17.4%	16.2%	15.0%	13.9%	12.2%	6.9%	9.2%
רווח למניה	6.18	5.77	5.39	5.09	4.44	2.190	2.57
מס' מניות	156,161	156,161	156,161	156,161	153,759	161,711	183,243
פחת	520,410	531,031	558,980	588,400	622,434	682,287	558,248
EBITDA	1,882,655	1,843,154	1,805,991	1,807,792	1,850,107	1,568,600	1,577,632
EBITDA %	33.9%	33.1%	32.1%	31.7%	33.0%	31%	30.7%
סה"כ השקעה בתשתית ורשימות	500,000	500,000	500,000	500,000	450,000	486,000	601,000
תזרים מזומנים תפעולי נקי	1,061,129	1,009,646	978,580	961,435	1,226,534	1,125,294	1,004,313

סיכום והמלצה

הצמיחה הגדולה של שוק הסלולר בישראל כבר מאחורינו, ואחוזי החדירה בישראל הם מהגבוהים בעולם. עם זאת נראה כי הלקוחות הישראליים לא נרתעים מאימוץ טכנולוגיית הדור השלישי ואנו צופים המשך צמיחה מהירה בהכנסות מתוקן. למעשה אנו מעריכים כי הקרב בין חברות הסלולר ימשיך להיות בשנים הקרובות על רצון להשיג עליונות טכנולוגית מול מרוץ אחרי תכנים עתירי רייטינג ועניין.

להערכתנו נראה את הצרכן הישראלי בשנים הקרובות עושה שימוש הולך וגובר ביישומים כגון אינטרנט, ניווט, מוסיקה, טלוויזיה, ספורט ועוד. תהליך שיהווה מקור צמיחה עיקרי לחברות הסלולר.

להערכתנו פרטנר הנהנית מגב בינלאומי חזק ויכולת לייבא תכנים, טכנולוגיות ואסטרטגיות מכירה ומיתוג מוכחות תצליח להמשיך ולזכות בלקוחות חדשים, ולבסס את מעמדה כספק מוביל בתעשייה. במקביל אנו מאמינים כי פרטנר תצליח להציג שיפור בשיעורי הרווחיות.

להערכתנו תקופת הגיאות במניית פרטנר עדיין לא צריכה להסתיים. פרטנר הופכת לפרת מזומנים עם תזרים חזק שרוב ההשקעות הגדולות כבר מאחוריה המשקיעים במניה נהנים מצד אחד מתשואת דיבידנד גבוהה שצפויה לעמוד על -6% ו-8% וממניה דפנסטיבית שכדאי להחזיק בשוק "בוער" כשלנו. המודל שהצגנו הוא שמרני ויש בו אף מקום להפתעות חיוביות.

אנו נשארים בהמלצת קנייה ומעלים את מחיר היעד ל- 73 ₪.

שיעור היתוך ט"א	9.0%	NPV	₪ 3,532,413
צמיחה		שווי שנה מייצגת לאין סוף	9,852,299
	2%	סה"כ	₪ 13,384,712
		חוב	-2,051,000.0
		שווי חברה	11,333,712.5
		מספר מניות	156,600.0
		מחיר יעד	72.4