

# בזק

## תקשורת

### רבעון רביעי 2004 - איכזב בתוצאותיו

5.4 ₪

קניה

מחיר יעד

5.9 ₪ (ללא שינוי)

קבוצת בזק הינה קבוצת התקשורת הגדולה בישראל אשר עיקר הכנסותיה נובעות מתקשורת ניחת ומסלולר. האחזקות העיקריות של הקבוצה כוללות: 100% בזק בינלאומי, 100% בפלאפון ו-49.8% בחברת הלויין-DBS שירותי לוויין (אופציה להגיע לכ-60%).

מדד ת"א 25	659.73
מספר מניות	2,605,045,611
שווי שוק	14,054 מ' ש"ח
כמות צפה	35.87%
מחזור יומי ממוצע	19.94 מ' ש"ח
BEZQ.TA	

מיקו מור

טל: 03 611-1598

[mikomo@mgih.co.il](mailto:mikomo@mgih.co.il)

16 במרץ 2005

2006E	2005E	2004	2003	2002	2001	2000	
10,753	10,881	9,270	7,981	8,079	8,518	8,903	הכנסות מכירות (מ' ₪)
827	530	621	-438	-913	127	-582	רווח נקי (מ' ₪)
3,654	3,689	3,484	3,253	3,292	3,567	4,031	EBITDA (מי ₪)
0.317	0.204	0.238	-0.179	-0.379	0.052	-0.239	רווח למניה (₪)
16.99	26.51	22.67	א.מ.	א.מ.	94.97	א.מ.	מכפיל רווח
1.04	1.00	1.05	1.35	0.88	0.75	0.75	מזומן למניה
1.77	1.78	1.75	1.78	1.81	2.17	2.50	EV/Revenues
5.21	5.25	4.66	4.72	4.43	5.17	5.52	EV/EBITDA
1.59	1.76	1.76	1.76	1.62	1.84	2.38	שווי שוק להון עצמי

בעלי מניות (אחזקה בהון): מדינת ישראל (46.38%), קבוצת הבנקים נושי זאבי (17.63%)

- התוצאות הכספיות של קבוצת בזק ל-Q4.04 הפתיעו לרעה מכמה סיבות: YES רשמה גידול חד (65%) בהפסד התפעולי בהשוואה לרבעון הקודם, שיעורי הרווחיות של פלאפון היו נמוכים מהמצופה והחברה גייסה רק 20 אלף מנויים חדשים, נמוך משמעותית מהמתחרות ופעילות המפ"א של בזק רשמה ירידה בשיעור הרווח התפעולי בהשוואה לרבעונים הקודמים כתוצאה מהמשך ירידה בהכנסות (ועדת גרונאו) ומהעליה בהוצאות התפעוליות. לאכזבתנו אין אנו רואים שיפור מהותי בהוצאות השכר של החברה ובכמות העובדים למרות תוכנית הפרישה.
- עפ" התוכנית האסטרטגית של YES, ב-2006 החברה תהיה מאוזנת בשורת הרוח הנקי ואף עשויה לרשום רווח נקי של כ-30 מ' ₪. ב-YES מקווים לגייס ב-2005 כ-60 אלף מנויים חדשים אשר יעזרו להשיג את יעדי 2006. אנו מתקשים לראות את החברה עומדת ביעדיה השאפתניים ומעריכים שגם ב-2006 YES תרשום הפסד נקי.
- תהליך ההפרטה ממשיך להתקדם וכעת נותרו ארבע מתמודדות ולהערכתנו רק כ-2 קבוצות יגיעו לישורת האחרונה. המחיר שיוצע על גרעין השליטה וכמות המתמודדים יושפעו מהבהרות שיקבלו המתמודדים מהרגולטור בנושא המגבלות שיחולו על קבוצת בזק בעתיד כגון: הפרדה מבנית, חבילות תקשורת, הזרמת כספים, דמי קישוריות (בסלולר ומול מפעילים ניחים) ועוד.
- הצפת ערך לחברה לאחר מכירת גרעין השליטה יכולה לבוא בטווח המיידי מהנפקת פלאפון ומתחילתו של תהליך התייעלות שיכלול גם פיטורין וגם קיצוץ בשומנים. הנפקתה של YES גם כן אפשרית אבל רק לאחר 2007. להערכתנו רווחי ההון ממכירת הנדל"ן בחברה אינם בסכומים מהותיים לחברה בגודלה של בזק ויסתכמו בעשרות מיליוני ₪ כאשר ימומשו.
- ברבעון הראשון של 2005 צפויה החברה לרשום רווח הון לפני מס בסך של 100 מ' ₪ ממכירת אחזקותיה באינטלסט ולבצע את הטיפול החשבונאי בגין הכנסותיה מהתביעה נגד יצרני פלסטיק בסך של 28 מ' ₪.
- בהתחשב במחיר בו נסחרת מניית בזק, ובתחזיתנו ל-2005, מחיר היעד למניה נותר 5.9 ₪, הגבוה ב-9% מהמחיר בו נסחרת כיום המניה ולכן אנו מותירים את המלצתנו על "קניה".

## הערכת שווי

המתודולוגיה אשר הנחתה אותנו בביצוע הערכת השווי לקבוצת בזק הייתה לנתח את בזק כחברת אחזקות ולהעריך כל אחזקה בנפרד.

הערכת השווי לבזק מתבססת על מודל מכפיל EV/EBIDTA. ממוצע עולמי של מכפילים אלו ל-2005 בחברות תקשורת קויות הוא כיום 6.06 לעומת 5.6 בעבודתנו האחרונה. אנו מעריכים שמכפיל זה יכול היה להיות מתאים לבזק וזאת בעקבות ניקוי הארוות שהחברה עשתה, לאור התקדמות בתהליך ההפרטה ולאור השיפור הצפוי במצב הכלכלי בארץ. עם זאת לאור חוסר היעילות השורר בחברה, היתכנות של מחיקות נוספות או "הפתעות" לא צפויות והירידה הצפויה בהכנסות של רוב חברות הקבוצה, אנו סבורים שהמכפיל המתאים של בזק נמוך מהמכפיל העולמי ולכן השתמשנו במכפיל 5.7 (לעומת מכפיל של 5.3 בעבודתנו האחרונה). החוב נטו של חברת בזק (לא הקבוצה) היה בתום הרבעון הרביעי 2004 כ-2.265 מיליארד ₪ (בנטרול ההלוואה שניתנה לבזק זהב לרכישת האג"ח) ומכאן נגזר לחברת בזק שווי של 10.6 מיליארד ₪.

ממוצע מכפיל EV/EBITDA לחברות סולריות הנסחרות בצפון אמריקה לשנת 2005 הינו כיום כ-7.3 לעומת 7 בעבודתנו האחרונה. חברת פרטנר נסחרת כיום מכפיל EV/EBITDA של 6 לשנת 2005. להערכתנו זהו מכפיל הוגן עבור פרטנר בגלל השינויים הרגולטורים אשר ניצבים בפני החברה, השוק הרווי בו פועלת החברה, התחרות הקשה ואי הודאות השוררת לגבי כדאיות ההשקעה ברשת הדור השלישי. כל הגורמים הנ"ל "תופסים" גם לגבי פלאפון ובנוסף פרטנר עדיפה על פלאפון בין היתר במספר המינוריים ובשיעורי רווחיות ולכן הערכנו את פלאפון לפי מכפיל EV/EBITDA של 5.6 לשנת 2005. החוב נטו של פלאפון הוערך ע"י בכ-2 מיליארד ₪, דבר המביא את שווייה של פלאפון לכ-4.16 מיליארד ₪ בלבד.

בזק בינלאומי הוערכה ע"י במכפיל EV/EBITDA של 4.5 לשנת 2005. מכפיל זה קובע לבזק בינלאומי שווי של 752 מ' ₪. בנוסף החברה מחזיקה 44.9% מחברת וואלה הנסחרת בבורסה עפ"י שווי של כ-83 מ' ₪. חברת אינטרנט זהב שפעילותה זהה לשל בזק בינלאומי אך בהיקפים יותר נמוכים (בעיקר עקב השיחות הבינלאומיות) נסחרת כיום לפי שווי שוק של 622 מ' ₪. לבזק בינלאומי יש מספר רב של יתרונות עפ"י אינטרנט זהב כגון: היקפי פעילות, נתחי שוק, השתייכות לקבוצה התקשורת הגדולה בישראל, חוסן פיננסי ועוד, אולם להערכתנו שווייה של אינטרנט זהב גבוה מדי ולכן אין אנו נוקבים בשווי גבוה יותר לבזק בינלאומי.

ע"מ לשמור את YES כעסק חי אישרה בזק הזרמה נוספת הדרגתית של 440 מ' ₪ שמתוכם כבר הזרמו כ-218.5 מ' ₪. YES הוערכה ע"י בשווי שלילי של יתרת סכום ההזרמה המתוכננת, קרי 221.5 מ' ₪, למרות שבפועל לאור המגבלות המוטלות על בזק יתכן וחלקה יהיה קטן מהסכום הנ"ל.

על פי כל הנ"ל שווי קבוצת בזק הינו 15.3 מיליארד ₪ וממנו נגזר שווי למניה של 5.9 ₪ גבוה ב-9% ממחיר המניה הנוכחי ולכן המלצתנו נותרת "קניה".

תהליך מכירת גרעין השליטה של בזק יצא לדרך ומתקרב לשלב הצעות המחיר. רשות החברות הממשלתיות מעוניינת לקבל הצעות מחיר לפני חג פסח ולהערכתנו ככל שנתקרב לשלבים הסופיים כך יגבר העניין במניית בזק, והיא צפויה להנות מביקושים מוגברים. בחברת בזק יש פוטנציאל אדיר להתייעלות ולכן החברה מובילה בשנים האחרונות מהלך רחב של פרישה מרצון של עובדי החברה. יתרה מכך, ביום בו תיהיה תחרות מלאה בשוק התקשורת ותבוטל ההפרדה המבנית בין בזק לבין חברות הבנות תוכל החברה להתייעל עוד פי כמה מונים.

## הצפת ערך

הקבוצה אשר תרכוש את בזק תיהיה מעוניינת להציף ערך לקבוצת בזק ולהן מספר אפשרויות לכך:

- ◀ הנפקת חברות הבנות – החברה האטרקטיבית ביותר כיום להנפקה הינה חברת פלאפון. הנפקה של פלאפון תוביל לרווחי הון של מאות מיליוני מאחר ופלאפון רשומה בספרי בזק בשווי של כ-3.2 מיליארד ₪.
- ◀ נדל"ן – לבזק יש מספר נכסים בעלי פוטנציאל להשבחה, אולם ההתרשמות שלנו בהסתמך על דוחות החברה ומשיחות עם הנהלת בזק היא שכאשר הקרקעות ימכרו אז לבזק יהיו רווחי הון בשווי של עשרות מ' ₪. להערכתנו לא מדובר בסכומים מהותיים בהשוואה לשווי הנוכחי של בזק ובהתחשב בכך שמימוש הנכסים יתפרס על מספר שנים.

**התייעלות -** בחברת בזק יש פוטנציאל אדיר להתייעלות ולכן החברה מובילה בשנים האחרונות מהלך רחב של פרישה מרצון של עובדי החברה. עם זאת חשוב לציין שמספר העובדים בחברת בזק לא יורד בצורה משמעותית ובפועל מחליפים עובדים עם עלות שכר גבוהה בעובדים עם עלות שכר נמוכה שחלקם זוכה בהמשך להטבות דומות לשל העובדים הוותיקים. יש לזכור שלבזק יש ועד עובדים חזק ואין אנו מצפים לשיפור מהותי מהיר בנושא השכר לאחר ההפרטה. בנוסף אנו מעריכים שיש בחברה הרבה "שומן" שניתן לקצץ וע"י כך לייעל את החברה. להערכתנו גם בחברות הבנות (פלאפון, בזק בינלאומי ו-YES) ניתן לרשום יעול נוסף. ביום בו תיהיה תחרות מלאה בשוק התקשורת ותבוטל ההפרדה המבנית בין בזק לבין חברות הבנות תוכל החברה להתייעל עוד פי כמה מונים.

רוכשי השליטה בבזק ימצאו את עצמם בדילמה לא קטנה, מצד אחד הרוכשים ירצו שהחברה תהיה רווחית כדי שיוכלו לחלק דיבידנד ולהחזיר חלק מהשקעתם, אולם מצד שני החברה צריכה לעבור התייעלות מקיפה אשר תגרום להפרשות של מאות מ' ש, להפסדים ולגרעון ביתרת העודפים, ומכאן לאי חלוקת דיבידנד. עפ"י תנאי המכרז קבוצת הרוכשים לא יכולה לחלק דיבידנד בשנים הראשונות מרווחים שנצברו בעבר או מרווחי הון ממכירת פעילויות. היקף יתרת הרווח שלא יועדה הסתכמה בתום 2004 בגרעון של 504.5 מיליון ש.

## התייחסות לדוחות

דוחות קבוצת בזק ברבעון הרביעי של 2004 תאמו את ציפיותנו מבחינת ההכנסות אך היו מאכזבים מבחינת שיעורי הרווחיות, שהושפעו בעיקר עקב גידול חד בהפסד התפעולי של YES אך גם עקב שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים מהמצופה מפעילות המפ"א ובחברת פלאפון. הכנסות קבוצת בזק ברבעון הרביעי של 2004 הסתכמו בכ- 2,775 מיליון ש לעומת הערכותינו להכנסות של 2,769 מיליארד ש. שיעור הרווח התפעולי שנרשם היה 10.17%, לעומת הערכותינו ל-12.6%. הרווח הנקי הסתכם בכ-103.9 מ' ש והושפע מההפרשות חד פעמיות שנרשמו ברבעון. גם ברבעון הנוכחי רשמה קבוצת בזק תזרים חזק ויציב מפעילות שוטפת שהסתכם ב-823 מ' ש ובכ-2,849 מיליוני ש עבור כל שנת 2004.

### חברת בזק -

הכנסות החברה ירדו ב-2.5% בהשוואה לרבעון הרביעי ב-2003 והסתכמו בכ-1,209 מ' ש. עיקר הירידה נובעת מירידה בהכנסות מתקשורת פנים ארצית אשר הושפעה מהפחתת תעריפי השיחות ביוני 2004, איבוד דקות שיחה לסלולר ואיבוד דקות שיחה כתוצאה ממעבר לאינטרנט המהיר. שיעור הרווח התפעולי הסתכם ב-15.6%, ירידה בהשוואה לרבעונים הקודמים הנובעת הן מהירידה בהכנסות והן מהעליה בהוצאות התפעוליות. עייפנו מלדבר על הוצאות השכר של החברה אשר לא יורדות בצורה מהותית למרות המשך יישום תוכנית הפרישה שמטרתה לאפשר לעובדים בעלי שכר גבוה לפרוש. במהלך הרבעון הרביעי פרשו 95 עובדים במסגרת הסכם הפרישה משנת 2000, אולם סך כמות העובדים ירדה רק ב-26. ההוצאות של החברה על שכר (כולל סעיף הוצאות הנהלה וכלליות) עלו מהרבעון הקודם לרבעון הנוכחי בכ-1.57% שהם כ-5.4 מ' ש. מגמת הירידה בהוצאות על הפחת (עוזר לחברה לשפר את הרווח התפעולי) נמשכה גם ברבעון הנוכחי.

סעיף הוצאות האחרות של החברה היה כמו תמיד מעניין ומפתיע. החברה הגדילה ברבעון הרביעי של 2004 את הפרשותיה בגין יחסי עובד מעביד בפרישה מוקדמת ב-70 מ' ש ובנוסף רשמה הפרשה לירידת ערך והתחייבויות אחרות בגין השקעות בחברות אחרות בסך של 26 מ' ש. מנגד הגדילה החברה את ביטול הפרשה בגין סיום יחסי עובד מעביד ב-62 מ' ש ורשמה רווח הון בסך 35 מ' ש (נלקח ע"י בחשבון) ממכירת פעילות של חברת בת שפוצלה מאינטלסט. בניגוד להערכותינו החברה לא רשמה ברבעון הנוכחי את הכנסותיה בגין התביעה נגד יצרני פלסטיק בסך של 28 מ' ש והטיפול החשבונאי להכנסה יעשה ברבעון הראשון של 2005.

### חברת פלאפון- שיעור אחזקה 100%

הדוחות הכספיים של פלאפון אכזבו במקצת. ראשית החברה הצליחה לגייס רק 20 אלף מנויים חדשים לעומת פרטנר שגייסה 71 אלף מנויים וסלקום שגייסה 30 אלף מנויים. זהו הרבעון השני ברציפות שבו פרטנר מצליחה לגייס יותר מנויים מפלאפון וסלקום יחדיו ובהיבט של פלאפון זה מתחיל להדאיג אותנו. הנתון מדגיש את העדיפות של פרטנר ואת עוצמת המותג שלה. שנית, למרות שהכנסות של פלאפון עלו ברבעון הרביעי לעומת הרבעון הראשון והשני של 2004 ולמרות שהחברה הפסיקה לשלם לבזק תמלוגים מספטמבר 2004, הרווח התפעולי ירד, עקב השחיקה ברווחיות הענף והוצאות פחת גבוהות יותר עקב השקת רשת הדור השלישי. את שחיקת הרווחיות והחרפת התחרות ניתן לראות גם באינדקס נוספים כגון ירידה ב-ARPU (הכנסה ממוצעת מלקוח בחודש) ובמקביל עליה בדקות השימוש ועליה ב-SAC (עלות רכישת הלקוח). פלאפון צפויה להתחיל לשלם מס על רווחיה ב-2007 (ב-2004 ו-2005 המס היה חשבונאי בלבד).

**בזק בינלאומי – שיעור אחזקה 100%**

התוצאות הכספיות של בזק בינלאומי הפתיעו לטובה בהיבט של שיעורי הרווחיות. הכנסות החברה הסתכמו בכ-202 מ' ש"ח לעומת תחזיתינו להכנסות של 209 מ' ש"ח. הרווח התפעולי הסתכם בכ-24.9 מ' ש"ח לעומת הערכותינו לרווח תפעולי בסך 23.4 מ' ש"ח. סעיפי הוצאות (הכנסות) מימון, הוצאות (הכנסות) אחרות והוצאות (הכנסות) מיסים היו לא מהותיים ולא השפיעו על הרווח הנקי שהסתכם בכ-26.3 מ' ש"ח. ב-2005 צפויה החברה להתחיל לשלם מס על רווחיה ולהתמודד עם תחרות חריפה הן בתחום השיחות הבינלאומיות והן בתחום האינטרנט המהיר.

**YES חברת הלווין – שיעור אחזקה 49.8% (אופציה לעלות עד ל-60%)**

התוצאות הכספיות של YES לרבעון הרביעי של 2004 היו לדעתנו לא טובות בלשון המעטה. הרווח הגולמי ירד בצורה חדה לעומת הרבעון הקודם ונרשמה עליה חדה בהפסד התפעולי לרמה של כ-50.6 מ' ש"ח לעומת הפסד של 30.7 מ' ש"ח ברבעון הקודם. ההרעה בתוצאות הכספיות נובעת להערכתנו מגידול בעלות לרכישת לקוח (החברה לא מפרסמת את הנתון) במסגרת מבצעי סוף שנה. YES גייסה 13 אלף מינויים חדשים והגיעה לכ-470 אלף מינויים.

**תחזיות לעתיד**

תהליך ההפרטה ימשיך להתקדם ולהערכתנו שתי קבוצות יגיעו לישראל האחרונה. המחיר שיוצע על גרעין השליטה וכמות המתמודדים יושפעו מהבהרות שיקבלו המתמודדים מהרגולטור בנושא המגבלות שיחולו על קבוצת בזק בעתיד כגון: הפרדה מבנית, חבילות תקשורת, הזרמת כספים, דמי קישוריות (בסלולר ומול מפעילים נייחים) ועוד.

**חברת בזק (חברת האם)** תרשום להערכתנו ירידה בהכנסות גם ב-2005 בעיקר עקב תחילת התחרות עם HOT בשירותי תקשורת פנים ארצית ועקב תחרות עם מספר חברות אשר יספקו את שירותי תקשורת פנים ארציים באמצעות שירותי גישה רחבת פס – VOB תוך שימוש בשירותי גישה רחב פס של בזק או הוט טלקום. חשוב לציין שנראה שהשינוי בצמרת משרד התקשורת הרדים מעט את נושא ה-VOB ועדיין לא נערך שימוע בנושא עם הצדדים הנוגעים בדבר (בזק, הוט טלקום והחברות שקיבלו אישור לניסוי שיווקי). להערכתנו התחרות בתחום ה-VOB תדחה ל-2006.

**חברת פלאפון** - בדומה למתחרותיה גם חברת פלאפון תפגע מהשינויים הרגולטורים בנושא דמי הקישוריות ולהערכתנו הכנסות החברה ורווחיה ירשמו ירידה לעומת 2004 למרות העלאת התעריפים. ה-EBITDA צפויה לשמור ב-2005 על רמתה מ-2004, קרי כ-1.15 מיליארד ש"ח.

**חברת בזק בינלאומי** גם כן צפויה לרשום הרעה בתוצאותיה הכספיות ב-2005 לאחר ששוק השיחות הבינלאומיות נפתח לתחרות לשלוש חברות נוספות דבר אשר עורר מחדש את התחרות וגורם לירידת מחירים ומכאן לשחיקת שיעורי הרווחיות. כמו כן ב-2005 צפויה החברה להתחיל ולשלם מיסים על הכנסותיה.

**חברת YES** הודיעה לאחרונה על העלאת תעריפי חבילת הבסיס ואנו מעריכים שהחברה תרשום שיפור איטי גם ב-2005 אך עדיין תפסיד הן מבחינה תפעולית והן בשורת הרווח הנקי (כ-250 מ' ש"ח). עפ"י התוכנית האסטרטגית של החברה, יש צורך בכ-550 אלף מינויים ע"מ להגיע לאיזון. להערכתנו החברה יכולה להתאזן גם ברמה של 530 אלף מינויים ובקצב גיוס הלקוחות הנוכחי היא אמורה להגיע ליעד המנויים בסוף שנת 2005. הנהלת YES מעריכה שבמידה והחברה תעמוד ביעד המנויים אז בשנת 2006 צפויה YES לרשום רווח תפעולי, לרשום רווח נקי של כ-30 מ' ש"ח ושהשיפור במצבה הפיננסי יאפשר לחברה להתחיל ולשלם את חובותיה. להערכתנו YES תמשיך לרשום שיפור בתוצאותיה אולם החברה תתקשה לעמוד ביעדיה לאור התחרות הקשה ותחילת שיווק חבילות התקשורת ע"י הוט.

שנת 2005 תהיה שנה מאתגרת מאוד לקבוצת בזק מאחר ותנאי השוק פועלים כנגד מרבית חברות הקבוצה. להערכתנו בסכומי של יום תרשם ירידה בתוצאות הכספיות של הקבוצה אך אנו נותרים אופטימים לגבי עתידה של החברה לאחר ההפרטה.

טבלה 1: רווח והפסד רבעוני – 2004 (מ' ש)

2004 Q4	2004 Q3	2004 Q2	2004 Q1	
2,775,560	2,473,463	2,011,560	2,009,221	סה"כ הכנסות
283,152	346,445	362,706	399,245	רווח תפעולי
80,904	67,878	37,998	30,749	הוצאות מימון
-188,619	131,940	7,451	-30,452	הוצאות אחרות
172,989	410,507	332,159	338,044	רווח לפני מיסים על הכנסה
37.2%	40.5%	48.6%	31.2%	שיעור מס
64,387	166,320	161,464	105,314	מיסים על הכנסה
108,602	244,187	170,695	232,730	רווח לאחר מיסים על הכנסה
-6,808	1,365	-64,446	-64,884	חלקה בכלולות
-916	172	52	76	חלק המיעוט
0	0	0	0	מיוחד ואחר
103,952	242,650	106,301	167,922	רווח נקי
0.040	0.093	0.041	0.064	רווח למניה

מקור: נתוני החברה,

טבלה 2: תחזית דוח רווח והפסד רבעוני – 2005 (מ' ש)

2005 Q4E	2005 Q3E	2005 Q2E	2005 Q1E	
2,679,529	2,762,329	2,703,358	2,736,176	סה"כ הכנסות
321,890	366,609	305,765	303,466	רווח תפעולי
113,335	115,000	149,734	89,300	הוצאות מימון
0	0	0	-100,000	הוצאות אחרות
208,555	251,609	156,031	314,166	רווח לפני מיסים על הכנסה
44.2%	42.2%	51.0%	39.6%	שיעור מס
92,117	106,055	79,588	124,385	מיסים על הכנסה
116,438	145,554	76,443	189,781	רווח לאחר מיסים על הכנסה
-1,063	-18,534	27,147	-9,561	חלקה בכלולות
117,501	164,088	49,297	199,342	חלק המיעוט
0	0	0	0	מיוחד ואחר
117,501	164,088	49,297	199,342	רווח נקי
0.045	0.063	0.019	0.077	רווח למניה

מקור: מנורה גאון

טבלה 2: דוח רווח והפסד (מ' ש)

2006E	2005E	2004	2003	2002	2001	2000	
10,753,200	10,881,392	9,269,804	7,981,268	8,079,231	8,517,656	8,903,018	סה"כ הכנסות
1,356,686	1,297,730	1,391,548	1,093,349	1,017,187	854,057	1,169,336	רווח תפעולי
463,950	467,369	217,529	157,522	165,316	150,541	363,689	הוצאות מימון
0	-100,000	-79,680	-983,178	-1,219,794	-113,083	-1,348,507	הוצאות אחרות
892,736	930,361	1,253,699	-47,351	-367,923	590,432	-542,859	רווח לפני מיסים על הכנסה
34.31%	43.22%	39.68%	-101.40%	-56.35%	40.81%	29.93%	שיעור מס
306,272	402,144	497,485	48,013	207,334	240,939	-162,461	מיסים על הכנסה
586,464	528,216	756,214	-95,364	-575,257	349,493	-380,398	רווח לאחר מיסים על הכנסה
-240,598	-2,011	-134,773	-343,334	-340,526	-229,437	-206,791	חלקה בכלולות
0	0	-616	862	3,007	6,499	5,185	חלק המיעוט
0	0	0	0	0	0	0	מיוחד ואחר
827,061	530,228	620,825	-437,836	-912,776	126,556	-582,004	רווח נקי
0.317	0.204	0.238	-0.179	-0.379	0.052	-0.239	רווח למניה

מקור: נתוני החברה, מנורה גאון



טבלה 3 – יחסים נבחרים

2006E	2005E	2004	2003	2002	2001	2000	
-1.2%	17.4%	16.1%	-1.2%	-5.1%	-4.3%	-8.2%	צמיחת הכנסות
12.6%	11.9%	15.0%	13.7%	12.6%	10.0%	13.1%	מרווח תפעולי
34%	43%	40%	-101%	-56%	41%	30%	שיעור מס
0.317	0.204	0.238	-0.179	-0.379	0.052	-0.239	רווח למניה
56%	-14%	א.מ.	-53%	א.מ.	א.מ.	א.מ.	שיעור שינויי ברווח למניה
1.59	1.76	1.88	1.76	1.62	1.84	2.38	שווי שוק להון עצמי
3.39	3.07	2.87	2.80	2.81	3.17	3.08	הון עצמי למניה
9.83%	6.86%	8.68%	-6.52%	-12.95%	1.71%	-7.76%	תשואה להון ממוצע

מקור – נתוני חברה, מנורה גאון

**מנורה גאון בית השקעות  
רח' היצירה 29, ר"ג**

טלפון: 03 - 6111555

פקס: 03 - 6125544

[mgih@mgih.co.il](mailto:mgih@mgih.co.il)

אתר החברה: <http://www.mgih.co.il>

**בני שרביט – מנהל מחלקת המחקר ומנהל השווקים הבינלאומיים**

טל' 03 - 6111597

[bennysh@mgih.co.il](mailto:bennysh@mgih.co.il)

מיקו מור – אנליסט

טל' 03 - 6111598

[mikomo@mgih.co.il](mailto:mikomo@mgih.co.il)

**אגף השקעות ומסחר**

**חגית לוין - מנהלת אגף השקעות ומסחר**

טל': 03 - 6111534

[hagitl@mgih.co.il](mailto:hagitl@mgih.co.il)

<a href="mailto:shiri@mgih.co.il">shiri@mgih.co.il</a>	טל' 03 – 6111532	מנהלת השקעות	שירי הייבלום
<a href="mailto:talsp@mgih.co.il">talsp@mgih.co.il</a>	טל' 03 – 6111529	מנהל השקעות	טל שפילמן
<a href="mailto:amirsi@mgih.co.il">amirsi@mgih.co.il</a>	טל' 03 – 6111595	מנהל השקעות	עמיר שמחוני
<a href="mailto:oshertu@mgih.co.il">oshertu@mgih.co.il</a>	טל' 03 – 6111540	מנהל השקעות	אשר טובול
<a href="mailto:tzahile@mgih.co.il">tzahile@mgih.co.il</a>	טל' 03 – 6111528	מנהל השקעות	צחי ליבוביץ
<a href="mailto:giltz@mgih.co.il">giltz@mgih.co.il</a>	טל' 03 – 6111536	מנהל קשרי לקוחות	גיל צמח
<a href="mailto:yossie@mgih.co.il">yossie@mgih.co.il</a>	טל' 03 – 6111531	מנהל השקעות	יוסי אפרתי

**מחלקת ברוקראג'**

**שאול זילברשטיין - מנהל מחלקת ברוקראג'**

טל': 03 - 6111513

[shaulzi@mgih.co.il](mailto:shaulzi@mgih.co.il)

<a href="mailto:shaisa@mgih.co.il">shaisa@mgih.co.il</a>	טל' 03 – 6111596	מנהל קשרי משקיעים	שי סופורטס
--	------------------	-------------------	------------

ניתוח חברה זה הוא למטרת אינפורמציה בלבד ובשום אופן לא ייחשב כהצעה לרכישה ו/או מכירה של ניירות הערך אליהם מתייחס הניתוח. הניתוח מסתמך על מידע גלוי ו/או על מידע ממקורות אשר לפי מיטב ידיעתנו הנם מהימנים. מידע זה לא אומת ממקורות אחרים. לחברת מנורה גאון בית השקעות בע"מ, מ. ג. ס. שווקים בינלאומיים בע"מ, לחברי הדירקטוריון ולחברות הקשורות עמן ולעובדיהן, יכולה הייתה להיות בעבר או בהווה החזקה בניירות הערך אליהם מתייחס הניתוח. כל דעה ו/או המלצה בניתוח זה משקפים את דעתנו לפי מיטב הבנתנו נכון ליום כתיבת הניתוח. מנורה גאון בית השקעות בע"מ ומ. ג. ס. שווקים בינלאומיים בע"מ, עובדיהן, חברי הדירקטוריון וחברות הקשורות עמן, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לתביעות שינבעו מניתוח זה.