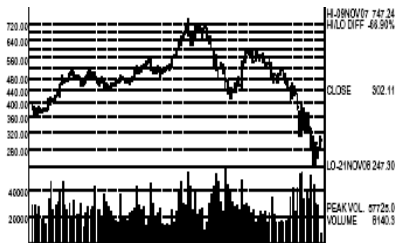


**– Google Inc.**  
תמצית סקירת מניית Google של RBC

**שורה תחתונה**

שם החברה: Google  
המלצה: תשואת יתר  
מחיר מניה: \$302.11  
מחיר יעד: \$525



Price:	302.11
Shares O/S (MM):	318.0
Dividend:	0.00
Float (MM):	241.5
Debt to Cap:	NM
Institutional Ownership:	80%
Price Target:	525.00
Implied All-In Return:	74%
Market Cap (MM):	96,071
Yield:	0.0%
Tr. 12 ROE:	NM
Avg. Daily Volume (MM):	5.23
3-Yr. Est. EPS Growth:	20.00%

- לדעתנו, גוגל יכולה לעמוד בלחץ של צמצום 5% מההכנסות ועדיין לשמור על מרווחי EBITDA ברמות הנוכחיות. הניתוח שלנו מעלה כי גוגל פועלת בערך ב- 60% מתחת ליעילות השיא שלה ו-5% מתחת לממוצע 20 הרבעונים האחרונים, והדבר מובן בהתחשב בשוק המאתגר וההשקעות המבוצעות ע"י החברה. מאחר וגוגל מקצצת בהוצאות בצורה אגרסיבית, ומאחר והאזורים הגיאוגרפיים הנישתיים עוברים לרווחיות, הרווחים הכוללים של החברה כולה אמורים לעלות באופן טבעי. ( ברבעון השלישי של 2003 גוגל דיווחה על רווחיות שיא של 74% ).
- ניתוח התסריטים על בסיס יעילות מצביע על 3 תרחישים אפשריים לרווח למנייה בשנת 2009: רווח למניה של מעל \$21 בתרחיש שיא עם 10% גידול בהכנסות, \$18 - \$20 בתרחיש הבסיס, ו \$15-\$17 בתרחיש שלילי. השאלה האמיתית כעת היא באיזה מכפיל על המשקיעים לחשב את גוגל – כחברת התייעלות או כחברת צמיחה? חברות מדיה נבחרות ובעלות מוניטין חזק נסחרו במכפילי שפל של 12 במיתונים אחרונים. בהתחשב במודל העסקי של גוגל ובפוטנציאל הצמיחה שלה אנו מעריכים כי מכפיל רווח של 15 לשנה הבאה הוא מתאים.
- איפה יש הכי הרבה "שומן" לקצץ? הנהלה וכלליות הוא הסעיף הגבוה יחסית לממוצע ב 20 הרבעונים האחרונים: ב 3Q08 היה השכר הממוצע עבור עובד ב G&A - \$98K, לעומת \$92K לעובד בממוצע ב 20 הרבעונים האחרונים (עליה של 7%). שכר עובד מכירה ושיווק, ומחקר ופיתוח עלו ברבעון השלישי ב 1% ו 3% בהתאמה.
- ההתייעלות והקיצוצים המאסיביים עדיין לא באים לידי ביטוי בדוחות הכספיים של Q3 08. אנו מעריכים כי המהלכים הדראסטיים בוצעו באוגוסט

גיכוי נאות:

דוח זה מופנה למשקיעים מוסדיים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך. תשכ"ח 1968. בלבד ואין להעביר כלא אישור מראש ובכתב מתמיר פישמן ניהול השקעות בע"מ. דוח זה סהווה תרגום חופשי ומתומצת של הדוח המלא בשפה האנגלית של RBC CAPITAL MARKETS המציב לתמצית זו. חובה על קורא התמצית לקרוא את הדוח המלא במלואו בכדי לקבל תמונה מלאה וכוללת של הדוח. ראו גיכוי נאות נוסף בסוף המסמך.

ובספטמבר יבואו לידי ביטוי בדוחות של Q4 08 או Q1 09.

- **גידור** – גידור מט"ח או העדרו יכול להיות מנוע רציני לגידול ברווחי הרבעון הרביעי וב-2009. אם תוכנית הגידור מכסה 100% מהוצאותיה של גוגל מחוץ לארה"ב, אזי לא נצפה לשום שיפור כתוצאה מהתחזקות הדולר. אולם אם ההכנסות מגודרות במלואן וההוצאות לא – אזי נוכל לצפות לאפסייד במרווחים בטווח הקצר.

## הערכת שווי

בדומה למתודולוגיית הערכת השווי לשאר החברות בתחום שסקרנו, נקטנו בגישה מעורבת של שימוש ב  $P/E$  ו  $EV/EBITDA$  ו  $FCF Yield$ . לפי שיטת ה  $P/E$  לקחנו מכפיל של 25 ל  $EPS$  הצפוי ב 2009 והגענו למחיר של \$554. לפי שיטת  $EV/EBITDA$  במכפיל 14 ל 2009, הגענו למחיר יעד של \$544 ולפי שיטת ה  $FCF$  בתשואה של 4% ל 2009 – הגענו למחיר של \$472. בשיקול המחירים המתקבלים באמור לעיל – אנו מגיעים למחיר של \$525 למניה.

## סיכונים למחיר היעד

הסיכון העיקרי לגוגל הוא תחרותי: חברות מתחרות איתנות בעלות נפח שימוש גבוה, ועליונות טכנולוגית. לאחרונה השיקה מיקרוסופט שרות  $Paid search$  משל עצמה בניסיון להחזיר לעצמה נתח שוק. הסיכון הנוסף הוא האטה בשוק החיפוש בכלל ובגוגל בפרט שעשויה לפגוע במכפילי הערכת השווי של החברה. בנוסף אנו מאמינים כי תגובת השוק לגידול באופציות לעובדים וגידול בהוצאות הון מהווים עדיין סיכון לחברה ולחברות טכנולוגיה בכלל.

## תיאור החברה

גוגל היא חברה מובילה בתחום החיפוש באינטרנט. ומספקת פתרונות חיפוש מובילים בפלטפורמות הפירסום והסחר האלקטרוני.

## מידע נוסף

לסקירות ומחקרים נוספים, הנכם מוזמנים לגלוש לאתר תמיר פישמן בכתובת [www.TamirFishman.co.il](http://www.TamirFishman.co.il)

מבלי לגרוע מהאמור לעיל הניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הניתוח מופנה למשקיעים מוסדיים בלבד כחומר מסייע ואין לקבל על בסיסו החלטות השקעה כלשהן. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. למשקיעים שונים עשויות להיות מטרות שונות, ובהתאם לכך על כל משקיע להתאים את השקעותיו למטרותיו וצרכיו. חברת תמיר פישמן ושות' בע"מ ("תמיר פישמן") חברת האם של תמיר פישמן ניהול השקעות, חברות בשליטתה וכן עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בניתוח זה. תמיר פישמן, ותאגידים מקבוצת תמיר פישמן עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול השקעות, בנקאות להשקעות ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול והשקעה בקרנות הון סיכון וקרן נדל"ן, ובפעילויות אחרות בשוק ההון. בהתאם לכך, הנחת הקורא צריכה להיות שתמיר פישמן ותאגידים מקבוצת תמיר פישמן, עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם

מחזיקים בניירות הערך המתוארים בדוח זה ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. בנוסף הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שלקבוצת תמיר פישמן יש זיקה אליהם בשל תמורה שתקבל מאת מנפיק ניירות הערך ולא מוכריו ולא מפיציו במסגרת מתן שירותים ובכלל זה שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום.