

סלקום ישראל בע"מ

עיר מקלט

קניה	: המלצה:
-	: המלצה קודמת:
Q3-08	: דוח כספי אחרון:
108	: מחיר יעד (ש"ח):
20%	: פער מעל השוק:

מחיר נוכחי בבורסה

8,851	: שווי שוק (מש"ח):
90	: מחיר נוכחי (ש"ח):
3.81%	: משקל בת"א 100:

תשואת המניה

-18.6%	: תשואה מת. השנה:
-	: תשואה בשנת 2007:

מדד ת"א 100

-45.9%	: תשואה מת. השנה:
25.3%	: תשואה בשנת 2007:

רווח למניה בדילול (ש)

8.87	: שנת 2007:
9.75	: שנת 2008E:
10.43	: שנת 2009E:

מכפיל למחיר נוכחי

9.2	: P/E (08E):
5.3	: EV/Ebitda (08E):

מכפיל למחיר יעד

11.0	: P/E (08E):
6.2	: EV/Ebitda (08E):

מודל D.C.F

4.4%	: 2007-2011 CAGR:
22.1%	: % רווח תפעולי 2007:
25.1%	: % רווח תפעולי ט"א:
11.5%	: שיעור היוון:
2.0%	: שיעור צמיחה בט"א:

◀ אנו מתחילים בסיקור של חברת סלקום במחיר יעד למניה של 108 ש"ח, 20% מעל מחירה הנוכחי תוך המלצת קניה. לאור עליית פרמיית הסיכון בארץ ובעולם אמצנו שיעור היוון שמרני של 11.5%.

◀ תזרים גבוה ויציב - להערכתנו, גם בתרחיש של האטה בשנת 2009 ושמירה על מדיניות הדיבידנד של השנים האחרונות תרשום החברה צבירת מזומן, נטו של כ-400 ל-500 מיליון ש"ח בשנה, סכום שישרת בצורה יפה את התחביביות העתידיות.

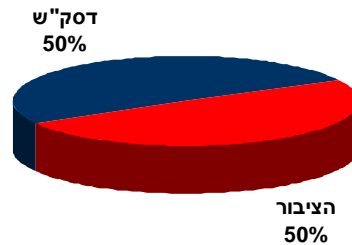
◀ מדיניות דיבידנד אגרסיבית - להערכתנו תמשיך החברה לחלק בשנת 2009 כ-95% מהרווח הנקי השנתי כדיבידנד, גם בתרחיש האטה מסויימת בתוצאותיה. ע"פ מחיר המניה הנוכחי צפויה מניית החברה לרשום תשואת דיבידנד של כ-11% בשנת 2009.

◀ רשת ה-GSM של פלאפון - במהלך 2009 צפויה פלאפון לחנוך את רשת הדור השלישי שלה. תחילת פעילות הרשת צפויה להגביר את התחרות בשוק הסלולאר נוכח חקיקת ניווד המספרים, ולבוא לידי ביטוי בייחוד בגידול בהוצאות השיווק של חברות הסלולאר השונות. הכנסות החברה מפעילות ה-Roaming מתיירות נכנסת, המהווה כ-2% מההכנסות אך בעלת רווחיות של כ-80%, צפויה להיפגע נוכח המהלך.

◀ המלצות ועדת גרונאו - מתוך רצון להגדלת מספר השחקנים בשוק הסלולאר בישראל המליצה ועדת גרונאו למשרד התקשורת לפעול לקידום כניסה של מפעיל סלולאר וירטואלי ע"ב רשת קיימת ובנוסף קידום הקמת רשת WIMAX. שיעור החדירה הגבוה בשוק הסלולאר ורמת התחרותיות הגבוהה ככל הנראה לא תאפשר כניסה מוצלחת של מפעיל סלולאר וירטואלי. בנוסף, כדאיות הקמת רשת WIMAX, בייחוד בפריסה כלל ארצית, מוטלת כיום בספק, נוכח התשתיות הקיימות.

◀ סיכונים - התגברות האטה במשק הישראלי צפויה לפגוע בהכנסות החברה למרות פעילותה בתחום התקשורת. בנוסף, בדומה לשאר החברות בתחום התקשורת חשופה החברה לשינויים דחופים ברגולציה שלרוב בעלת השלכה שלילית לחברה.

בעלי עניין בחברה



תאור החברה

חברת סלקום ישראל הינה חברת הסלולאר המובילה בישראל (ע"פ מספר מנויים), ומחזיקה, נכון לסוף הרבעון השלישי, בבסיס מנויים של כ-3.1 מיליון, כ-35% מסך שוק הסלולאר בישראל. החברה מובילה בשנים האחרונות את שוק הסלולאר במספר לקוחות.

במרץ 2008 הוגש למשרד התקשורת דו"ח ועדת גרונאו שגיבשה המלצות לגבי מדיניות וכללי התחרות בשוק התקשורת בישראל. המלצות הועדה העיקריות למגזר התקשורת הניידת התמקדו בהגדלת מספר השחקנים בתחום ע"י כניסה של מפעילים וירטואליים, ע"ב רשתות הסלולאר הקיימות, ובנוסף קידום הקמת רשת WIMAX כלל ארצית או אזורית שתשמש מפעיל סלולארי חדש. שיעור החדירה הגבוה בשוק הסלולאר ורמת התחרותיות הגבוהה ככל הנראה לא תאפשר כניסה מוצלחת של מפעיל סלולאר וירטואלי. כמו כן, כדאיות הקמת רשת WIMAX, בייחוד בפריסה כלל ארצית, מוטלת כיום בספק, בן השאר נוכח הכיסוי הגבוה של תשתית הסלולאר הקיימת.

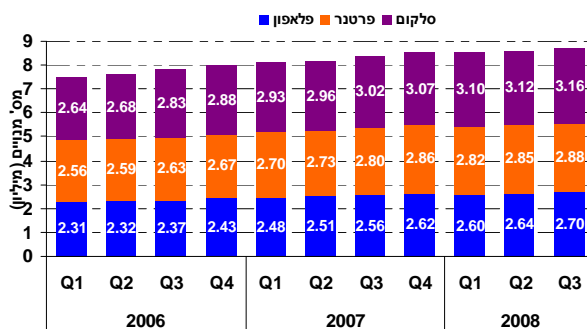
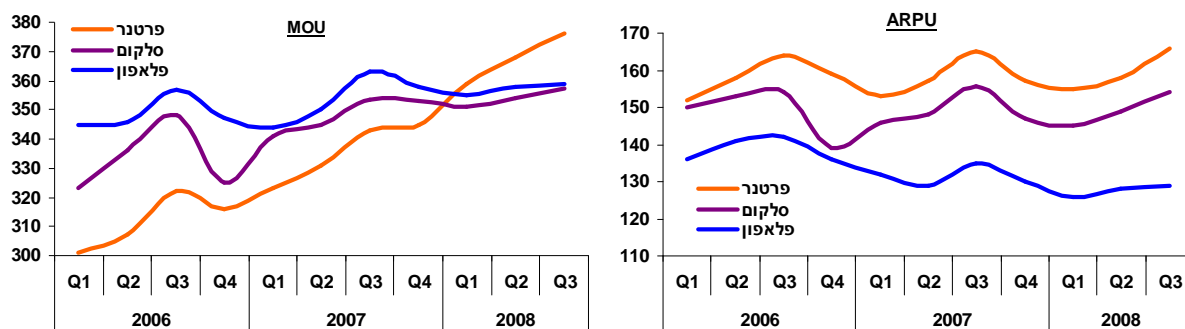
בנוסף, המליצה הועדה למשרד התקשורת לפעול להורדת תעריפי שיחה בחו"ל שנאלצים לשלם לקוחות חברות הסלולאר בזמן שימוש המכשיר בחו"ל.

החל מתחילת 2009 יחויבו חברות הסלולאר להציע ללקוחותיהן תעריף קבוע מראש לאורך כל תקופת ההתחייבות ולא יורשו עוד לעדכן את מחירי החבילה כלפי מעלה בזמן התקופה. להערכתנו תצמיד החברה את תעריפי החדשים למדד או לחילופין תגבה תעריף בעל מנגנון עליית מחירים ידוע מראש. בנוסף, מציעה החברה בתקופה האחרונה לקוחותיה חבילות יקרות יותר. מהלכים אלו צפויים למזער חלק מהנזק שיגרם להכנסות החברה כתוצאה מהחלטת משרד התקשורת.

שוק הסלולאר בישראל

בשנת 2007 נאמד שוק התקשורת הישראלי בכ-30 מיליארד ש"ח מתוכן כ-56% מיוחסים לשוק הסלולאר. משנת 1997 עד לתחילת 2008 רשם שוק הסלולאר צמיחה שנתית ממוצעת של כ-18% במונחי בסיס מנויים. נכון לסוף הרבעון השלישי של 2008 בישראל כ-9 מיליון מנויי סלולאר בישראל המשקף שיעור חדירה של כ-124% הגבוה מרוב מדינות העולם המערבי. מתוך מספר זה כ-2.6 מיליון מנויים הינם מנויי דור שלישי.

להלן פירוט מס' המנויים, MOU^1 ו- $ARPU^2$ של פרטנר, סלקום ופלאפון ברבעונים האחרונים:



¹ Minutes of Use - ממוצע מספר דקות שיחה חודשיות למנוי.
² Average Revenue Per User - ממוצע ההכנסה החודשית ממנוי.

מאזן מאוחד

נכון ליום 30/09/2008			
מיליון ₪	<u>התחייבויות שוטפות:</u>	מיליון ₪	<u>רכוש שוטף:</u>
331	אשראי לזמן קצר	195	מזומנים ושוי מזומנים
708	ספקים	1,503	לקוחות
65	מס לשלם	131	חייבים אחרים
<u>396</u>	זכאים אחרים	<u>137</u>	מלאי
1,500	סה"כ התחייבויות שוטפות	1,966	סה"כ רכוש שוטף
	<u>התחייבויות לזמן ארוך:</u>		<u>רכוש לא שוטף:</u>
3,417	אג"ח	610	חייבים לטווח ארוך
16	התחייבויות אחרות	2,186	רכוש קבוע, נטו
<u>141</u>	מיסים נדחים	<u>672</u>	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
3,574	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך	3,468	סה"כ רכוש לא שוטף
360	הון עצמי		
5,434	סה"כ התחייבויות והון עצמי	5,434	סה"כ נכסים
		מיליון ₪	
6.6%	הון עצמי/מאזן	3,748	התחייבויות פיננסיות
65.4%	חוב פיננסי, נטו/מאזן	<u>195</u>	נכסים פיננסיים
		3,553	התחייבויות פיננסיות, נטו

הערה: הדוחות ערוכים ע"פ כללי ה-IFRS.

דו"ח רווח והפסד מאוחד

מיליון ₪				
2006	2007	1-9/2007	1-9/2008	
5,622	6,050	4,466	4,845	סה"כ הכנסות
9.9%	7.6%	6.6%	8.5%	% צמיחה
3,273	3,372	2,417	2,554	עלות ההכנסות
2,349	2,678	2,049	2,291	רווח גולמי
41.8%	44.3%	45.9%	47.3%	% מסך ההכנסות
656	685	506	521	הוצאות מכירה ושיווק
11.7%	11.3%	11.3%	10.8%	% מסך ההכנסות
659	652	488	491	הוצאות הנהלה וכלליות
11.7%	10.8%	10.9%	10.1%	% מסך ההכנסות
6	3	2	(16)	הוצאות (הכנסות) אחרות
1,028	1,338	1,053	1,295	רווח תפעולי
18.3%	22.1%	23.6%	26.7%	% מסך ההכנסות
(155)	(156)	(132)	(263)	הוצאות מימון, נטו
873	1,182	921	1,032	רווח לפני מסים
314	309	230	290	מסים על ההכנסה
36.0%	26.1%	25.0%	28.1%	% מס אפקטיבי
559	873	691	742	רווח נקי
9.9%	14.4%	15.5%	15.3%	% מסך ההכנסות
רווח למניה:				
97,500	98,441	98,250	99,169	מס' מניות בדילול (אלפים)
5.73	8.87	7.03	7.48	רווח למניה בדילול (₪)
Ebitda:				
1,028	1,338	1,053	1,295	רווח תפעולי
<u>836</u>	<u>777</u>	<u>577</u>	<u>545</u>	פחת והפחתות
1,864	2,115	1,630	1,840	Ebitda
33.2%	35.0%	36.5%	38.0%	% מסך ההכנסות

הערה: הדוחות ערוכים ע"פ כללי ה-IFRS.

תחזית רווח נקי בשנת 2008-2009

תחזית	בפועל+ תחזית	תחזית	בפועל	בפועל	בפועל	
2009E	2008E	10-12/08E	7-9/08	4-6/08	1-3/08	
6,658	6,415	1,570	1,650	1,600	1,595	סה"כ הכנסות
3.8%	6.0%	-0.9%	5.0%	9.9%	10.9%	% צמיחה
3,596	3,418	864	856	819	879	עלות ההכנסות
3,063	2,998	707	794	781	716	רווח גולמי
46.0%	46.7%	45.0%	48.1%	48.8%	44.9%	% מסך ההכנסות
772	697	176	188	177	156	הוצאות מכירה ושיווק
11.6%	10.9%	11.2%	11.4%	11.1%	9.8%	% מסך ההכנסות
666	661	170	164	173	154	הוצאות הנהלה וכלליות
10.0%	10.3%	10.8%	9.9%	10.8%	9.7%	% מסך ההכנסות
-	(16)	-	2	-	(18)	הוצאות (הכנסות) אחרות
1,625	1,656	361	440	431	424	רווח תפעולי
24.4%	25.8%	23.0%	26.7%	26.9%	26.6%	% מסך ההכנסות
(220)	(314)	(51)	(109)	(109)	(45)	הוצאות מימון, נטו
1,405	1,342	310	331	322	379	רווח לפני מסים
365	374	84	92	92	106	מסים על ההכנסה
26.0%	27.8%	27.0%	27.8%	28.6%	28.0%	% מס אפקטיבי
1,039	968	226	239	230	273	רווח נקי
15.6%	15.1%	14.4%	14.5%	14.4%	17.1%	% מסך ההכנסות
						רווח למניה:
99,938	99,287	99,938	99,254	99,163	98,887	מס' מניות בדילול (אלפים)
10.40	9.75	2.26	2.41	2.32	2.76	רווח למניה בדילול (₪)
						:Ebitda
1,625	1,656	361	440	431	424	רווח תפעולי
730	730	185	190	186	169	פחת והפחתות
2,355	2,386	546	630	617	593	Ebitda
35.4%	37.2%	34.8%	38.2%	38.6%	37.2%	% מסך ההכנסות

הערכת שווי

תחזית מייצג לט"א	מיליון ₪						תחזית 10-12/08E	
	תחזית 2012E	תחזית 2011E	תחזית 2010E	תחזית 2009E	תחזית בפועל+ תחזית 2008E	תחזית 10-12/08E		
7,647	7,497	7,225	6,955	6,658	6,415	1,570	סה"כ הכנסות	
2.0%	3.8%	3.9%	4.5%	3.8%	6.0%	-0.9%	% צמיחה	
4,099	4,018	3,873	3,735	3,596	3,418	864	עלות ההכנסות	
3,548	3,479	3,353	3,220	3,063	2,998	707	רווח גולמי	
46.4%	46.4%	46.4%	46.3%	46.0%	46.7%	45.0%	% מסך ההכנסות	
841	825	809	786	772	697	176	הוצאות מכירה ושיווק	
11.0%	11.0%	11.2%	11.3%	11.6%	10.9%	11.2%	% מסך ההכנסות	
788	772	744	730	666	661	170	הוצאות הנהלה וכלליות	
10.3%	10.3%	10.3%	10.5%	10.0%	10.3%	10.8%	% מסך ההכנסות	
-	-	-	-	-	(16)	-	הוצאות (הכנסות) אחרות	
1,919	1,882	1,799	1,704	1,625	1,656	361	רווח תפעולי	
25.1%	25.1%	24.9%	24.5%	24.4%	25.8%	23.0%	% מסך ההכנסות	
480	470	450	426	422	-	97	מסים על ההכנסה	
25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	26.0%	-	27.0%	% מס אפקטיבי	
1,440	1,411	1,349	1,278	1,202	-	263	תזרים תפעולי נקי	
710	710	730	730	730	-	185	פחת	
(710)	(675)	(650)	(626)	(599)	-	(157)	CAPEX	
0	(1)	(1)	(2)	2	-	0	גידול בהון חוזר	
1,440	1,446	1,428	1,380	1,335	-	291	תזרים נקי (בלתי ממונף)	
3.75	3.75	2.75	1.75	0.75	-	0.125	תקופות להיוון	
10,074	961	1,058	1,141	1,230	-	287	תזרים מהוון	

מיליון ₪	
	שווי החברה:
14,752	שווי תפעולי
(3,553)	התחייבויות פיננסיות, נטו
(206)	מס לשלם
(300)	דיבידנד לשלם
10,693	סה"כ שווי החברה
8,851	שווי שוק נוכחי
10,693	שווי חברה
36	תמורה ממימוש אופציות
10,729	שווי חברה בדילול
	שווי למניה:
99,624	מספר מניות בדילול (אלפי מניות)
107.7	מחיר יעד (₪)
90.0	מחיר נוכחי (₪)
20%	% פער לעומת השוק
16%	% דיסקאונט

ניתוח רגישות

<u>ניתוח רגישות מחיר היעד למניה (₪):</u>						
שיעור היוון						
10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%		
111.0	103.8	97.2	91.2	85.7	1.0%	שיעור צמיחה
117.3	109.3	102.2	95.7	89.8	1.5%	בטוח ארוך
124.4	115.6	107.7	100.6	94.2	2.0%	
132.3	122.5	113.8	106.1	99.1	2.5%	
141.2	130.3	120.7	112.1	104.5	3.0%	

<u>ניתוח רגישות הפער מעל השוק (%):</u>						
שיעור היוון						
10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%		
23.4%	15.3%	8.0%	1.3%	-4.8%	1.0%	שיעור צמיחה
30.4%	21.5%	13.5%	6.3%	-0.3%	1.5%	בטוח ארוך
38.2%	28.4%	19.7%	11.8%	4.7%	2.0%	
47.0%	36.1%	26.5%	17.9%	10.1%	2.5%	
56.9%	44.8%	34.1%	24.6%	16.1%	3.0%	

<u>מכפיל רווח נקי ביחס למחיר היעד</u>						
11.5	11.5	11.0	10.5	10.0	9.5	מכפיל לרווח לשנת 2008E
10.7	10.7	10.3	9.8	9.3	8.9	מכפיל גלום לרווח לשנת 2009E
9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	רווח נקי, למניה ₪, שנת 2008E
10.43	10.43	10.43	10.43	10.43	10.43	רווח נקי, למניה ₪, שנת 2009E
112.13	112.13	107.70	102.38	97.50	92.63	מחיר יעד (₪)
90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	מחיר מניה נוכחי, בת"א (₪)
24.6%	24.6%	19.7%	13.8%	8.3%	2.9%	% פער לעומת השוק

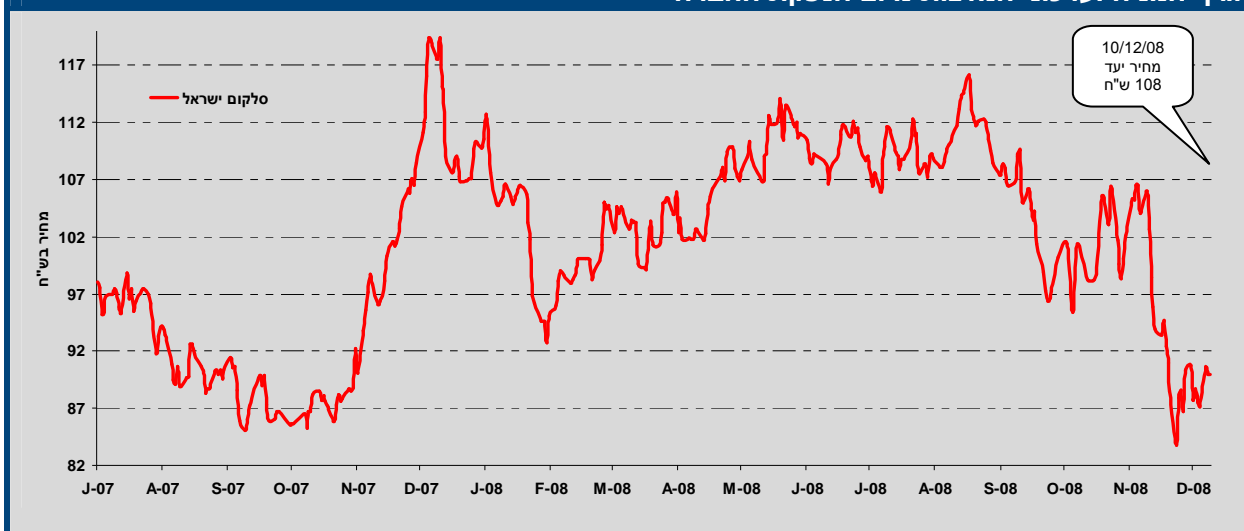
מכין עבודת האנליזה

שם:	גיל סידנר
כתובת:	ירון זר - בעל רשיון משווק השקעות מס' 6844.
השכלה:	אפעל 35, קרית אריה פ"ת 49511 גיל סידנר: תואר שני במנע"ס מאוניברסיטת בן גוריון ותואר ראשון בכלכלה מאוניברסיטת ת"א. ירון זר: תואר שני במנע"ס וסטטיסטיקה ותואר ראשון בכלכלה וסטטיסטיקה, מהאוניברסיטה העברית.
נסיון:	גיל סידנר: ישיר בית השקעות- אנליסט בכיר, בעל נסיון של 4 שנים בשוק ההון. ירון זר: ישיר בית השקעות- מנהל מחלקת מחקר, עוסק בניתוח חברות משנת 1996.

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין עבודת האנליזה

שם:	ישיר בית השקעות
כתובת:	אפעל 35, קרית אריה פ"ת 49511
אתר:	www.yih.co.il

גרף המניה ועדכוני המלצות מיום הנפקת החברה



מפתח דירוג ההמלצה

קניה:	מחיר יעד גבוה לפחות ב-15% מהמחיר הנוכחי (במניות יתר - 20%) תוך צפי לעליית מחיר המניה בשנה הקרובה.
ניטרלי:	צפי ליציבות מחיר המניה ביחס לשוק.
מכירה:	מחיר היעד נמוך לפחות ב-5% מהמחיר הנוכחי ו/או צפי לירידת מחיר המניה.
בעדכון:	בחינה מחדש של ההמלצה.

אופן ביצוע הערכת השווי וסקירת הסיכונים השונים העלולים להשפיע באופן מהותי על ההמלצה

- שיטת הערכת השווי: מודל תזרים מזומנים (D.C.F) וכאינדיקציה נוספת, מכפיל רווח נקי.
- התגברות ההאטה במשק הישראלי צפויה לפגוע בהכנסות החברה למרות פעילותה בתחום התקשורת המאופיין בביקוש יותר קשיח.
 - בדומה לשאר החברות בתחום התקשורת חשופה החברה לשינויים דחופים ברגולציה שלרוב בעלת השלכה שלילית לחברה.

גילוי נאות מטעם מכין העבודה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע למכין העבודה כאמור לעיל על ניגוד עניינים אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו.

גילוי נאות מטעם התאגיד המורשה

בעת פרסום עבודת אנליזה זו לא ידוע לתאגיד המורשה על ניגוד עניינים אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו של מכין העבודה ו/או התאגיד המורשה.

הצהרת האנליסטים

אני, גיל סידנר, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

גיל סידנר

אני, ירון זר, בעל רישיון מס' 6844, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ירון זר

הערה

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד, ולא נועדה לשמש הצעה או המלצה לביצוע עסקה כלשהי בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים אחרים. סקירה זו אינה מהווה תחליף לייעוץ מקצועי המותאם לצרכיו המיוחדים של כל אדם. הקורא סקירה זו אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בה תיצור עבורו רווחים והסתמכות כאמור הינה באחריותו הבלעדית של הקורא. ני"ע הנזכרים בסקירה עשויים שלא להתאים לכל סוגי המשקיעים.

סקירה זו הוכנה על ידי ישיר בית השקעות בע"מ ("ישיר השקעות" או "החברה") בהתבסס על מידע נגיש לכלל הציבור, נתונים שפותחו בחברה ומקורות אחרים שהחברה סבורה כי הינם מהימנים. החברה ו/או מי מטעמה אינה יכולה לערוך לשלמות ו/או לדיוק הסקירה. סקירה זו אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא של כל העובדות הנוגעות לחברה הנסקרת ו/או לסביבתה העסקית ו/או לני"ע שלה. דעות המובאות בסקירה, נתונות לשינויים בשוק ו/או לשינויים אחרים, ללא מתן הודעה נוספת. כמו כן, אין באמור בסקירה זו כדי להטיל חבות כלשהי על ישיר השקעות או מי מטעמה. אין להעביר או להעתיק סקירה זו או חלק ממנה ואין להפיצה ללא אישור מראש ובכתב על ידי ישיר השקעות.

ישיר השקעות ו/או מי מטעמה, במישרין ו/או בעקיפין, מחזיקים או עשויים להחזיק ו/או לרכוש ו/או למכור ני"ע של החברה הנסקרת ו/או של חברות קשורות לה ולפיכך עשוי להיות לישיר השקעות ו/או מי מטעמה עניין אישי באותם ני"ע ובחברה שהנפיקה אותם. כמו כן, עשויה ישיר השקעות לקיים ו/או מקיימת בפועל קשרים עסקיים עם החברה הנסקרת ו/או חברות קשורות.