

בזק

תקשורת

Q1.05 – נגמרו התירוצים - צריך להתייעל

5.82 ₪

החזק

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	677.86
מספר מניות	2,605,045,611
שווי שוק	15,166 מ' ש"ח
כמות צפה	35.87%
מחזור יומי ממוצע	21.54 מ' ש"ח
BEZQ.TA	

2006E	2005E	2004	2003	2002	2001	2000	
10,753	10,936	9,270	7,981	8,079	8,518	8,903	הכנסות מכירות (מ' ₪)
827	721	621	-438	-913	127	-582	רווח נקי (מ' ₪)
3,657	3,742	3,484	3,253	3,292	3,567	4,031	EBITDA (מי ₪)
0.317	0.277	0.238	-0.179	-0.379	0.052	-0.239	רווח למניה (₪)
18.34	21.03	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
1.73	1.70	1.75	1.78	1.81	2.17	2.50	EV/Revenues
5.08	4.96	4.66	4.72	4.43	5.17	5.52	EV/EBITDA
1.68	1.85	1.76	1.76	1.62	1.84	2.38	שווי שוק להון עצמי

בעלי מניות (אחזקה בהון): קבוצת סבן-אייפקס-ארקין (30%) מדינת ישראל (16.4%), קבוצת הבנקים נושי זאבי (17.6%)

- קבוצת סבן-אייפקס-ארקין רכשה את השליטה בבזק לפי מחיר מניה של 5.42, כ-2.8% פחות ממחיר הסגירה של המניה בבורסה ביום המכרז. אולם הקבוצה קבלה אופציה לתקופה של 4 שנים לרכישה של 10.66% נוספים ללא תמורה משמעותית, כך שבפועל המחיר המשתקף למניה נמוך מ-5.42 ₪ וישקף מחיר עוד יותר נמוך במידה ומחיר מימוש האופציה (שלא פורסם) נמוך מ-5.42.
- חברות דירוג האשראי בוחנות מחדש את דירוג האג"ח של בזק לאור מכירת גרעין השליטה.
- 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.
- רכישת מניות בלסאות' בסלקום ע"י דסק"ש משפיעה באופן שלילי על שווייה של בזק עקב המחיר ההוגן/זול של העסקה ומאחר שכעת הרוכשים רואים מולם מתחרה יותר ממוקד ורציני.
- במסגרת הסכם פשרה בין פלאפון למדינה הוסכם שמשרד הבטחון ישלם לפלאפון 9.5 מ' ₪ בכל אחד משלושת הרבעונים הבאים. פלאפון הצליחה לגייס ברבעון 48 אלף מנויים חדשים לעומת פרטנר שגייסה 32 אלף מנויים וזאת בהחלט הפתעה טובה, אך במקביל עלה ה-SAC (עלות רכישת לקוח) ל-259 ₪ לעומת 228 ₪ ברבעון הקודם.
- הדוח הכספי הראשון של בזק בבעלות פרטית (Q2.05) יראה להערכתנו ירידה חדה ברווח הנקי לעומת Q1.05, עקב שחיקה צפויה ברווחיות בעיקר של פלאפון ובזק בינלאומי, הוצאות מימון גבוהות ובעקבות הכנסות חד פעמיות בסך של כ-130 מ' ₪ שהיו ב-Q1.05.
- התוצאות הכספיות של קבוצת בזק ל-Q1.05 ובמיוחד של חברת האם הראו כמה "שומן" יש בחברה ושלמרות הסביבה התחרותית והרגולציה קבוצת בזק יכולה לשפר את השורה התחתונה בעזרת התייעלות תפעולית וזאת עוד לפני שניגשים לצמצום כוח האדם בחברה.
- בהתחשב במחיר בו נסחרת מניית בזק, ובתחזיותינו ל-2005, מחיר היעד למניה נותר 5.9 ₪, הגבוה ב-1.1% מהמחיר בו נסחרת כיום המניה ולכן אנו מורידים את המלצתנו ל"החזק".

מיקו מור
טל: 03 611-1598
mikomo@mgih.co.il

15 במאי 2005

שווי קבוצת בזק - מודל NAV

	<u>EBITDA 2005E</u>	<u>Net debt</u>	<u>Multiple</u>	<u>Estimated Value</u>	<u>Valuation method</u>
Bezeq	2,262,850	1,950,000	5.70	10,948,245	EV/EBITDA
Pelephone	1,110,000	2,140,000	5.3	3,743,000	EV/EBITDA
Bezeq International	172,970	-89,000	4	780,880	EV/EBITDA
YES				-184,000	MGIH Valuation
Walla				46,149	Market Cap
Others				0	
				15,334,274	
Number of share				2,605,046	
Value per share				5.89	
Current price				5.82	
Discount				1.11%	

על פי כל הנ"ל שווי קבוצת בזק הינו 15.3 מיליארד ₪ וממנו נגזר שווי למניה של 5.9 ₪, הגבוה ב-1.1% ממחיר המניה הנוכחי ולכן המלצתנו יורדת ל"החזק".

בחברת בזק יש פוטנציאל אדיר להתייעלות וכעת כשהחברה בבעלות פרטית אנו מצפים לראות פעולות שיטיבו עם רווחיות החברה. יתרה מכך, ביום בו תיהיה תחרות מלאה בשוק התקשורת ותבוטל ההפרדה המבנית בין בזק לבין חברות הבנות תוכל החברה להתייעל עוד עשרות מונים.

הערכותינו ל-2005

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 שירות תקשורת פנים ארציים באמצעות שירות גישה רחבת פס – VOB תוך שימוש בשירות גישה רחב פס של בזק או הוט טלקום. חשוב לציין שנראה שהשינוי בצמרת משרד התקשורת ותהליך הפרטת בזק הרדימו מעט את נושא ה-VOB ועדיין לא נערך שימוע בנושא עם הצדדים הנוגעים בדבר (בזק, הוט טלקום והחברות שקיבלו אישור לניסוי שיווקי). להערכתנו תחרות רצינית בתחום ה-VOB תדחה ל-2006.

חברת פלאפון - בדומה למתחרותיה גם חברת פלאפון תיפגע מהשינויים הרגולטורים בנושא דמי הקישורית ולהערכתנו הכנסות החברה ורווחיה ירשמו ירידה לעומת 2004 למרות העלאת התעריפים. ה-EBITDA צפויה לשמור ב-2005 על רמתה מ-2004, קרי כ-1.1 מיליארד ₪.

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.

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' ₪). בשנת 2006 צפויה YES לרשום רווח תפעולי ולהקטין משמעותית את ההפסד הנקי.

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

2005 Q4E	2005 Q3E	2005 Q2E	2005 Q1	
2,662,765	2,775,868	2,723,888	2,773,123	סה"כ הכנסות
291,767	396,997	358,179	366,213	רווח תפעולי
138,274	108,000	141,500	54,876	הוצאות מימון
15,531	13,500	13,500	-87,614	הוצאות אחרות
137,963	275,497	203,179	398,951	רווח לפני מיסים על הכנסה
59.3%	37.8%	42.3%	33.3%	שיעור מס
81,877	104,142	86,000	132,870	מיסים על הכנסה
54,884	171,355	117,179	266,081	רווח לאחר מיסים על הכנסה
-41,523	-51,715	-19,979	-3,321	חלקה בכלולות
96,406	223,070	137,159	1,947	חלק המיעוט
0	0	0	15,000	מיוחד ואחר
81,406	223,070	137,159	279,707	רווח נקי
0.031	0.086	0.053	0.107	רווח למניה

מקור: נתוני החברה, מנורה גאון

טבלה 2: דוח רווח והפסד (מ' ₪)

2006E	2005E	2004	2003	2002	2001	2000	
10,753,200	10,935,643	9,269,804	7,981,268	8,079,231	8,517,656	8,903,018	סה"כ הכנסות
1,356,686	1,413,156	1,391,548	1,093,349	1,017,187	854,057	1,169,336	רווח תפעולי
463,950	442,650	217,529	157,522	165,316	150,541	363,689	הוצאות מימון
0	-45,083	-79,680	-983,178	-1,219,794	-113,083	-1,348,507	הוצאות אחרות
892,736	1,015,590	1,253,699	-47,351	-367,923	590,432	-542,859	רווח לפני מיסים על הכנסה
34.31%	39.87%	39.68%	-101.40%	-56.35%	40.81%	29.93%	שיעור מס
306,272	404,889	497,485	48,013	207,334	240,939	-162,461	מיסים על הכנסה
586,464	609,499	756,214	-95,364	-575,257	349,493	-380,398	רווח לאחר מיסים על הכנסה
-240,598	-116,538	-134,773	-343,334	-340,526	-229,437	-206,791	חלקה בכלולות
0	458,582	-616	862	3,007	6,499	5,185	חלק המיעוט
0	15,000	0	0	0	0	0	מיוחד ואחר
827,061	721,342	620,825	-437,836	-912,776	126,556	-582,004	רווח נקי
0.317	0.277	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	
-1.7%	18.0%	16.1%	-1.2%	-5.1%	-4.3%	-8.2%	צמיחת הכנסות
12.6%	12.9%	15.0%	13.7%	12.6%	10.0%	13.1%	מרווח תפעולי
34%	40%	40%	-101%	-56%	41%	30%	שיעור מס
0.317	0.277	0.238	-0.179	-0.379	0.052	-0.239	רווח למניה
15%	16%	א.מ.	-53%	א.מ.	א.מ.	א.מ.	שיעור שינויי ברווח למניה
1.68	1.85	1.88	1.76	1.62	1.84	2.38	שווי שוק להון עצמי
3.46	3.14	2.87	2.80	2.81	3.17	3.08	הון עצמי למניה
9.62%	9.22%	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

אתר החברה: http://www.mgih.co.il

בני שרביט – מנהל מחלקת המחקר ומנהל השווקים הבינלאומיים

טל' 03 - 6111597

bennysh@mgih.co.il

מיקו מור – אנליסט

טל' 03 - 6111598

mikomo@mgih.co.il

אגף השקעות ומסחר

חגית לזין - מנהלת אגף השקעות ומסחר

טל': 03 - 6111534

hagitl@mgih.co.il

shiri@mgih.co.il	טל' 03 - 6111532	מנהלת השקעות	שירי הייבלום
talsp@mgih.co.il	טל' 03 - 6111529	מנהל השקעות	טל שפילמן
amirsi@mgih.co.il	טל' 03 - 6111595	מנהל השקעות	עמיר שמחוני
oshertu@mgih.co.il	טל' 03 - 6111540	מנהל השקעות	אשר טובול
tzahile@mgih.co.il	טל' 03 - 6111528	מנהל השקעות	צחי ליבוביץ
giltz@mgih.co.il	טל' 03 - 6111536	מנהל קשרי לקוחות	גיל צמח
yossie@mgih.co.il	טל' 03 - 6111531	מנהל השקעות	יוסי אפרתי
eyal@naot-hba.co.il	טל' 054 - 6111527	מנהל קשרי לקוחות	אייל רחוביציץ

מחלקת ברוקראג'

שאול זילברשטיין - מנהל מחלקת ברוקראג'

טל': 03 - 6111513

shaulzi@mgih.co.il

shaisa@mgih.co.il	טל' 03 - 6111596	מנהל קשרי משקיעים	שי ספורטס
-------------------	------------------	-------------------	-----------

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 בנייתוח 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.