

בזק החברה הישראלית לתקשורת

עמירם ברכה, אנליסט

03 – 7914727

amiram.bracha@prismafinance.com



פריזמה

הסכם עם וועד העובדים ופתרון לאחזקות הבנקים = הסרת המשקולת מהמניה						תשואת יתר	
נתונים כספיים ותחזיות						המלצה ונתוני מניה	
2006E	2005A	Q3-06E	Q2-06A	Q1-06A	(מיליארד ₪)	6.8	מחיר יעד (ש"ח)
11.44	11.1	2.894	2.825	2.819	הכנסות	5.7	מחיר נוכחי (ש"ח)
3.1%	19.7%	2.4%	0.2%	2.2%	% צמיחה	20.1%	פרמיה (דיסקאונט)
1.6	1.317	0.446	0.446	0.4	רווח תפעולי	6.14	גבוה 12 חודשים
14%	14%	15.4%	15.8%	14.2%	% מההכנסות	4.95	נמוך 12 חודשים
- 0.616	0.591	0.300	0.23	0.225	רווח נקי	14,822	שווי שוק (מ' ש"ח)
	5.3%	10.4%	8.1%	8%	% מההכנסות	2.54%	תשואה 12 חודשים
	8.05		7.17	7.08	הון עצמי	22,326	מחזור ממוצע (אלפי ש"ח)
	38.9%		37.4%	34.5%	הון עצמי/מאזן	2,605	כמות מניות (אלפים)
3.56	3.74				מכפיל EV/EBITDA בשוק	35.9%	הון צף

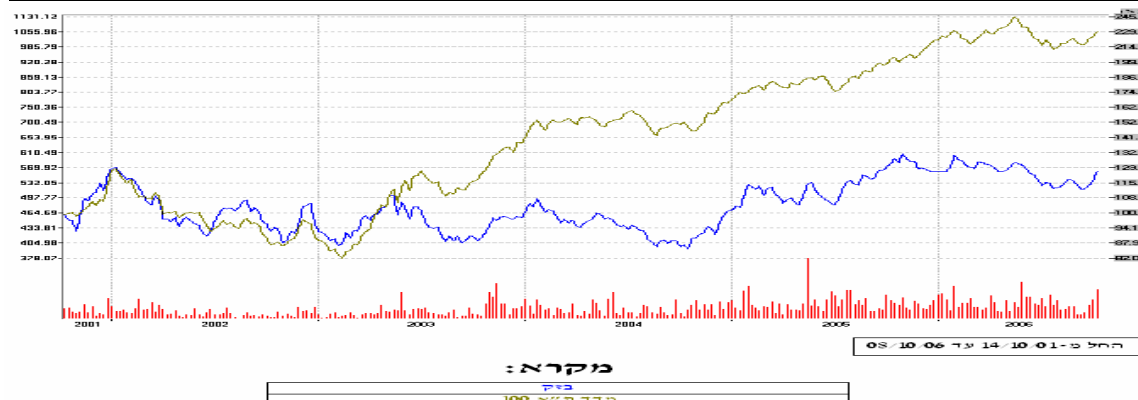
הנקודה העיקרית:

מדד מניות ת"א 100 השיג תשואה מצטברת של כ- 230% בחמש השנים האחרונות, מניית בזק השיגה תשואה מצטברת של כ- 24% בחמש השנים האחרונות.

על מנת להבין מה עשוי להתרחש בעתיד, כדאי להכיר את העבר. ההיסטוריה של חברת בזק ארוכה ורבת אירועים אך לעניין תשואת המנייה ניתן לציין שני פרמטרים מרכזיים ומהותיים אשר לא התקיימו בה:

1. **רווח קונסיסטנטי** - רה ארגון ותהליך התייעלות הם המושגים השחוקים ביותר ככל שמדובר בבזק. הבעלות הממשלתית וההנהלות שנבחרו להוביל את החברה בחרו להתמודד עם וועד העובדים של החברה באופן מינורי ומז'ורי כאחד. מינורי - ביחס להתמודדות עם עודף השומנים הקיים בחברה, ומז'ורי - ככל שנוגע להיקף ההפרשות שבוצעו על מנת להתייעל באופן מינורי. המבנה הארגוני הארכאי שהשתמר יצר את התופעה המדהימה שבאה לידי ביטוי בתוצאות העסקיות של החברה. לשם דוגמא, בין השנים 1998 עד 2005 הסתכם **מחזור ההכנסות המצטבר ב- 71.8 מיליארד ₪ והרווח הצטבר לסך המדהים של 210.5 מיליון ₪, המהווים של 0.29% מהמחזור!!!**
2. **חלוקת דיבידנדים** - אין רווח אין דאגות וגם אין מה לחלק. בשנים האחרונות, עד המעבר לבעלות פרטית היקף הדיבידנד שחולק הוא זניח.

העובדות לעיל הן ההסבר לתשואת החסר המצמררת שהציגה המנייה שכן בחברה כמו בזק, בדומה לחברות אחרות הצומחות לאט או לא צומחות כלל, התשואה שניתן לצפות מהמניה היא נגזרת של הדיבידנד שיחולק.





שוק התקשורת בישראל מתאפיין ברוויה מבחינת שיעורי חדירה ובתחרותיות בכל הסגמנטים. הכנסות בזק כקבוצת תקשורת הפועלת בכל הסגמנטים בשוק, לא צפויים להניב שיעורי צמיחה משמעותיים אם בכלל. היות שאלה פני הדברים, התשואה שניתן לצפות ממניית בזק היא כאמור בעיקר נגזרת של הדיבידנד שיחולק.

דיבידנד - אז מה היה לנו שם ומה צפוי:

1. **רווחים צפויים לחלוקה** - על פי הסכם הרכישה יתרת הרווחים הראויים לחלוקה הם אלה שנצברו משנת 2001. כלומר, הרווח שניתן לחלק מסתכם נכון לסוף רבעון שני 2006 בכ - 1.6 מיליארד ₪. מתוכם חולקו באפריל 2006 1.2 מיליארד ₪, ו- 400 מיליון ₪ נוספים יחולקו ב- 18 באוקטובר.
2. **הפחתת הון** - במידה ויתקבל אישור בית משפט לכך צפויה החברה לחלק 1.5 מיליארד ₪ מתוך 3.7 מיליארד ₪ מזומנים במאזן נכון לסוף רבעון שני 2006.

2006 - בשנת 2006 צפויה להסתכם חלוקת הדיבידנדים בכ- 1.8 מיליארד ₪, תשואה של 12.2%. מתוכם כאמור, חולקו 1.2 מיליארד ₪.
2007/8 - מאחר ולהערכתנו ברבעון הרביעי 2006 תתבצע ההפרשה בגין תוכנית הפרישה של העובדים, בשנתיים לאחר מכן, קרי עד הרבעון הראשון 2009 החברה לא תוכל לחלק את הרווחים.
בשנים אלה היקף הדיבידנד שיחולק ינבע מהפחתת ההון בהיקף של 1.5 מיליארד ₪, כלומר תשואת דיבידנד שנתית ממוצעת של 5%. (בהתחשב בכך שבקופת החברה נשארים כ- 1.7 מיליארד ₪, ובכך שהחברה צפויה להמשיך לייצר תזרים מזומנים חיובי, יתכן שבמהלך השנתיים הללו תתאפשר הפחתת הון נוספת שתניב דיבידנדים נוספים).
2009 - בשנת 2009 לאחר שתציג שמונה רבעונים רצופים של רווח, תוכל החברה לחזור ולחלק את הרווח שנצבר, כלומר כ- 1.6 מיליארד ₪.

מה הלאה?

הפנטזיה בבזק היא רווחיות קונסיסטנטית שניתן לצפות להתממשות בהינתן ביצוע תהליך התייעלות ויצירת מבנה ארגוני תחרותי המאפשר רמת הוצאות שכר סבירה יותר. לכך ניתן להוסיף את פוטנציאל הצפת ערך ממזיג חברות הבת וההנפקות הצפויות של פלאפון, בזק בינלאומי ואולי אפילו YES, כן אפילו YES...

הערכה שמרנית באשר לסך הרווח של קבוצת בזק בשנים 2009 והלאה מסתכמת בכמיליארד ₪ בשנה, הגוזרים תשואת דיבידנד של כ- 6.7%.

אחזקות הבנקים

הבנקים מחזקים בכ- 17.6% ממניות בזק, אחזקה זו מקורה באשראי שניתן בשנת 1999 לאיש העסקים גד זאבי על ידי קונסורציום של שבעה בנקים לרכישה של מניות החברה. בשנת 2003 הועברו אחזקותיו במניות בזק לכונס מטעם הבנקים.

הגעה לפיתרון בעניין המניות המוחזקות על ידי הבנקים צפויה להפיג את הלחץ על מחיר המנייה הנובע מהחשש ממכירה עצמאית של המניות.

1. בתקופה האחרונה פורסמו ידיעות בעיתונות בדבר מכרז שייצא בקרוב בניסיון להשלים את מכירת המניות עד סוף השנה.
2. על הנייר במחירים הנוכחיים של המנייה, יש לבנקים רווחים על האחזקה במניות בזק הרשומות לפי מחיר של כ- 5 שקלים למנייה, לאחר שבוצעו הפרשות ביחס לשווי של כ- 7 ₪ למנייה לפיו ניתנו בשעתו ההלוואות.

מי יקנה?

להערכתנו, בשלב הזה נראה כי בעלי השליטה לא צפויים לרכוש חלק משמעותי מאחזקות הבנקים. מעורבות בתי השקעות זרים בהליך המכרז מרמז כי אחזקות אלה צפויות להימכר למשקיעים זרים.



הערכת השווי

בנקודת הזמן הנוכחית הסתכלות על קבוצת בזק מלמדת כי קיימים מספר פרמטרים המשפיעים באופן מהותי על שווייה:

1. שחיקה מתמשכת בהיקף ההכנסות מתקשורת פנים ארצית.
2. אי וודאות ביחס להשפעות הרגולציה המתוכננת על הכנסות תחום הסלולר.
3. פוטנציאל התייעלות במרבית הפעילויות של הקבוצה, החל בחברה האם, המשך בחברת פלאפון, וכלה באפשרויות הגלומות בביטול ההפרדה המבנית.
4. שיפור בתוצאות העסקיות של חברת YES.
5. ולסיום, רגולציה בכלל – הפרדה מבנית, תעריפים דיפרנציאליים, Bundling של חבילות, הסרת הגדרת המונופולין, ועוד ועוד...

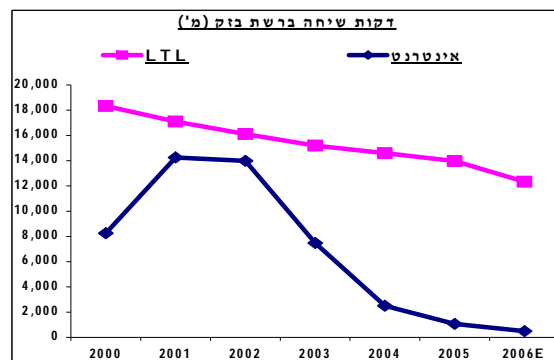
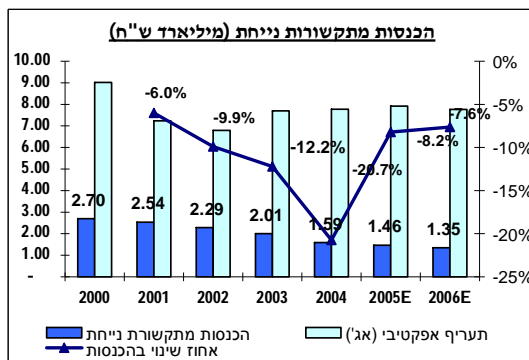
יחד עם זאת חשוב להבין, שוק התקשורת כפי שאנו מכירים אותו היום עשוי להשתנות באופן מהותי. תרחישים אפשריים הם חדירה של התקשורת הסלולרית לכל תחומי תקשורת הקול והנתונים באופן שיקטין באופן משמעותי את הכנסות בזק האם, יתכן שנראה בזק מציעה שירותי IPTV ביחד ובלי קשר ל-YES שעשויה להפוך לזרוע התוכן בקבוצה ולצאת לחלוטין מתחום השידור. בסופו של דבר ובבסיסו של עניין, הצרכנים ימשיכו לצרוך ברמות כאלה ואחרות שירותי קול, נתונים ותוכן, מי יהיו הספקים המובילים, טכנולוגיה המובילה, ורמת התמחור הם חלק מהמאבקים שיתרחשו בין הספקיות השירות לבין עצמן ולמול הרגולטור.

אשר על כן, הערכת שווי המתבססת על מידול המניח המשך השחיקה בתקשורת הפנים ארצית בבזק, קצב צמיחה איטי בסלולר ושיפור בפעילות של חברת YES אפילו עד סוף העשור, עשוי להתברר כרחוק מהמציאות כפי שהיא תתברר. ובכל זאת, חשוב לזכור שתי נקודות חשובות:

1. שם המשחק הוא Triple Play, ובתוך המשחק הזה לבזק יש את כל הקלפים, קול, נתונים וטלביזיה רב ערוצית. כך שבכל קונסטלציה בה יסתדר השוק, ניהול נכון ימצב את החברה בעמדה מובילה.
2. מודל DCF הניזון מתחזיות ארוכות טווח בתנאי שוק משתנים עשוי תמיד להיות בעייתי, אך בפרפרזה לדבריו של קירח אחר, DCF היא הדרך הגרועה ביותר לבצע הערכת השווי חוץ מכל הדרכים האחרות.

בזק החברה האם – פגיעה בהכנסות ופוטנציאל התייעלות

שוק התקשורת מצוי בהמתנה ארוכת שנים לתחרות במונופול של בזק בתחום השיחות הפנים ארציות, אולם גם ללא תחרות ישירה כמות הדקות שעוברת ברשת בזק ירדה בשנים האחרונות משתי סיבות עיקריות, הראשונה, נדידה של דקות מרשת בזק לרשתות הסלולר, סיבה שנייה היא הירידה הדרסטית בדקות האינטרנט כתוצאה מהמעבר המסיבי לאינטרנט מהיר. הכנסות החברה מתקשורת פנים ארצית ירדו אף הן ובשיעור חד יותר כתוצאה מירידות תעריפים, איחוד אזורי חיוג וביטול תעריפי מינימום לשיחה אשר הקטינו את התעריף האפקטיבי של החברה.



* "It has been said that democracy is the worst form of government except all the others that have been tried" (Winston Churchill)



מחלקת המחקר פריזמה בית השקעות בע"מ

תחרות בסגמנט התקשורת הפנים ארצית אפשרית ברמות שונות מכיוונה של HOT, חברות הסלולר, וספקיות האינטרנט השונות. להערכתנו, מי מהגורמים שצוינו אינו מכוון ללקיחת נתח שוק משמעותי משוק השיחות הפנים ארציות. שתי סיבות עיקריות לכך:

1. תעריפי השיחה של בזק זולים יחסית לעולם, ובוודאי זולים יחסית למתחרים הפוטנציאליים בשוק הסלולר. גם הכניסה (המאוד לא רועשת) של חברת הכבלים לא יוצרת אלטרנטיבה זולה משמעותית אם בכלל. אין מדובר בפתחת שוק לתחרות הדומה למשל לשוק השיחות הבינ"ל בסוף שנות ה-90, שם חזינו בירידה משמעותית בתעריפי השיחה.
2. הכנסות חברת בזק משיחות מסתכמות בכ- 1.3 מיליארד ₪ בשנה. לצורך המחשה, אסטרטגיה אגרסיבית שתניב נתח שוק של 20% מהשוק היא בבחינת מהומה רבה בעבור תרומה מזערית, בוודאי ככל שזוה נוגע לחברות הסלולר בהן נתח כזה מהווה כ- 5% מהיקף ההכנסות השנתי שלהן (כ- 5 מיליארד ₪).

שם המשחק הוא Triple Play, ובתוך המשחק הזה לבזק יש את כל הקלפים, קול, נתונים וטלביזיה רב ערוצית. לא כל הקלפים הם אסים והיא צריכה לפחות לכאורה כרגע לתמרן עם כל קלף בנפרד. לתוך המשחק הזה מעוניינות להיכנס מספר שחקניות בצורה כזו או אחרת, ביחד עם חברות אחרות או לבד. בכל מקרה, בין עם מדובר בחברות הכבלים, ובין עם מדובר בחברות הסלולר, התקשורת הפנים ארצית היא מרכיב קטן שכל תפקידו הוא להשלים את הפאזל/לשמר לקוחות/לא להיות עם חסרון תחרותי מול המתחרות.

אין זה אומר שלא צפויה פגיעה בהכנסות החברה מתקשורת פנים ארצית בשנים הקרובות. לאור הניסיון הנואש של הרגולטור להכניס מתחרים לשוק, והגידול בשימוש בשיחות באינטרנט ניתן לצפות לכך שהחברה תמשיך תאבד נתחי שוק והתעריף האפקטיבי ירד.

תוכנית התייעלות – תום עידן חברת העובדים

הנקודה המרכזית השנייה המשפיעה על פעילות החברה האם היא תהליך ההתייעלות. המעבר לבעלות פרטית בבזק צריך לגרום להאצה בתהליך ההתייעלות, סימני השאלה הם סביב העלות וההיקף של תוכנית הפרישה החדשה.

לפני כשנה מייד עם רכישת השליטה הגיעה קבוצת הרוכשים להסכמות עקרוניות עם וועד העובדים. המשמעות העיקרית של מהלך זה היא אפשרות קיומה של התדיינות שקטה ולא מתוקשרת. אומנם העדרם של חמורים במסדרונות ההנהלה בשנה האחרונה הוא בבחינת הישג, אך נראה שהתהליך לוקח יותר זמן מכפי שציפנו. ובכל זאת, בנקודת הזמן הנוכחית ראוי להעריך את שוויה של בזק בהתבסס על הנחות באשר להיקף כוח האדם שיפרוש והיקף עלויות הפרישה.

מודל הערכת השווי שביצענו מניח פרישה של כ- 1900 עובדים עד שנת 2010, כאשר היקף ההפרשה בגין תוכנית הפרישה צפוי להסתכם להערכתנו בכ- 2.1 מיליארד ₪, ומתבסס על היוון של פיצויי פרישה בהיקף של 300% לעובד. הירידה בהוצאות השכר היא כמובן הדרגתית, (אם כי להערכתנו, כמחצית מהיקף הפרישה תתבצע כבר בשנת 2007), כאשר בתום פרישת העובדים צפוי החיסכון בהוצאות השכר להגיע לכ- 380 מ' ₪.

סיכום הפרמטרים העיקריים בהערכת השווי של בזק החברה האם:

1. מספר הדקות ברשת בזק צפוי לקטון בשיעור של 24% עד 2010.
2. התעריף האפקטיבי של החברה צפוי לקטון בשיעור של 9% עד 2010.
3. 340 אלף קווים צפויים להתנתק מרשת בזק בארבע השנים הקרובות, ובסה"כ ירידה של 12.2% בכמות הקווים.
4. הכנסות החברה מתקשורת פנים ארצית צפויה לקטון בשיעור של 21% עד 2010.
5. הוצאות השכר בחברה האם צפויות לרדת בשיעור של 26% עד 2010.

להערכתנו, בהתבסס על מודל DCF, שיעור היוון של 8% ושיעור צמיחה פרמננטי של -1.5%, השווי התפעולי של החברה האם מסתכם ב- 16.2 מיליארד ₪. החוב נטו של החברה האם מסתכם ב- 4.8 מיליארד ₪.



פלאפון

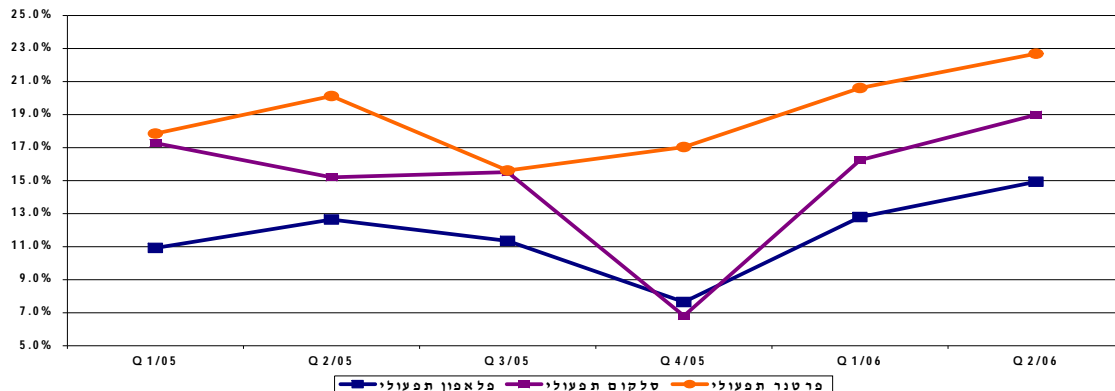
שוי חברה	מכפיל EV/EBITDA נגזר	FY2006E EBITDA (אלפי ₪)	EBITDA (אלפי ₪)	ARPU ₪	הכנסות (אלפי ₪)	נתח שוק	מס' מנויים	מבוסס על נתוני Q2/06
*6,620	5.5	1850 33.6%	479 (34.6%)	153	1,385	33%	2,678	סלקום
6,750	5.2	1,700 (31.7%)	421 (34.5%)	158	1,373	32%	2,585	פרטנר
**4,590	4.7	1,303 (29.1%)	327 (29.8%)	141	1,097	30%	2,323	פלאפון

* לפי הערכות ל שווי הנפקה צפויה של 1.6 מיליארד דולר.

** נתוני פריזמה - הערכת שווי מבוססת DCF

הפרמטרים הבעייתיים ביותר בהשוואה בין פלאפון למתחרותיה הם שיעורי הרווח הנמוכים המצביעים על חוסר יעילות ביחס למתחרותיה. אחד ההסברים של החברה לפער היא העובדה שהחברה מפעילה רשת המבוססת על טכנולוגיית CDMA בשונה מרשת GSM של פרטנר וסלקום. הבדל זה גורם לשתי תופעות המשפיעות לשלילה על התוצאות העסקיות של החברה, האחת, העדר הכנסות משירותי נדידה על שיחות של תיירות נכנסת, והשנייה, עלות מכשירי הקצה הגבוהה ביחס למתחרות. מעבר לעובדות אלה, שאינן ניתנות לשינוי בטווח הקצר, ראוי לשים לב להבדל מהותי והוא מספר העובדים בכל אחת מהחברות. בעוד שפרטנר מעסיקה 3400 עובדים, וסלקום מעסיקה כ- 3500 עובדים, חברת פלאפון מעסיקה 4230 עובדים. תהליך ההתייעלות שהוחל בו בתחילת השנה בעיקר בתחום של כוח האדם בחברה הביא לגידול בשיעורי הרווחיות, המשכיות התהליך צפויה להביא לצמצום הפערים מול פרטנר וסלקום.

מרווחי הרווח בחברות הסלולר



שוק הסלולר יתאפיין בהמשכיות אתגר השמירה על גובה ה-ARPU לנוכח המשך תהליך ההפחתה בתעריף הקישוריות ו"גזירות" רגולטוריות נוספות, בין השאר, המעבר הצפוי בשנת 2009 לחיוב לפי מקטע של שנייה אחת במקום עיגול כלפי מעלה של 12 שניות הנהוג כיום, ויישום התוכנית לניידות מספרים אשר צפויה להסיר חסם מעבר בין המפעילים.

האיתותים על העלאות מחיר בשבועות האחרונים מעידים כי ניתן לצפות שבמבנה השוק הנוכחי וברמת ההתערבות של הרגולאטורים הרלוונטיים גם את אלה תצלחנה החברות לצלוח באמצעות העלאת תעריפים. בנוסף, מגמת הצמיחה בהכנסות התוכן מרשתות הדור השלישי גם היא צפויה לפצות על הפגיעה.

שווי חברת פלאפון

השווי התפעולי הנגזר ממודל DCF, שיעור היוון של 9.5% וצמיחה פרמנטית של 0.5% מסתכם ב- 6.1 מיליארד ₪. החוב הפיננסי נטו מסתכם ב- 1.7 מיליארד ₪. משווי זה נגזר מכפיל EV/EBITDA של 4.7 על 2006E. מכפיל זה מייצג דיסקאונט סביר על השווי בו נסחרת פרטנר, 2006E EBITDA של 5.2x. והשווי הצפוי לחברת סלקום.



בזק בינלאומי

בזק בינלאומי שהוקמה כפלטפורמה של בזק בשוק התקשורת הבינלאומית עם פתיחתו לתחרות בשנת 1997. מאז ועד היום עברה החברה שינוי מהותי שהתבטא בתמהיל ההכנסות והרווח. בשנים האחרונות החברה הגדילה את מרכיב ההכנסות משירותי אינטרנט, והיא ספקית השירות הגדולה ביותר בעלת נתח שוק של כ-36%.

שוי חברה	מכפיל EV/EBITDA 2006E	FY2006E EBITDA (אלפי ₪)	EBITDA	הכנסות	נתונים במ' ש"ח 1H2006A
859	3.8	210.5 21.2%	109.2 (21.8%)	501.8	בזק בינ"ל
535	6.5	91.4 25.3%	43.4 (22.3%)	193.6	נטוויז'ן
550	9	59 15.1%	28.1 (14.6%)	192	אינטרנט זהב

שלוש נקודות עיקריות ביחס לחברה ולהשוואה בין החברות:

1. המעמד המוביל של החברה בכל הסגמנטים של הפעילות – שיחות בינ"ל וקישוריות לאינטרנט – בא לידי ביטוי מובהק בביצועים העודפים ביחס למתחרות בשוק. יחד עם זאת, הקונסולידציה שמאפיינת את השוק, נטוויז'ן-ברק, אינטרנט זהב-קווי זהב, יוצרת גופים מתחרים דומים מבחינת מעמדם בכל אחד מהסגמנטים.
2. למרות הקומודיטיזציה של סגמנט השיחות הבינ"ל והרוויה בשוק האינטרנט המהיר החברה הצליחה להציג צמיחה של 26% בהכנסות במחצית הראשונה של 2006, לעומת התקופה המקבילה. צמיחה זו הושגה בין השאר כתוצאה מהגדלת הפעילות במגזר העסקי בעיקר בתחום האינטגרציה ותקשורת הנתונים.
3. היקף הפעילות ואופי השירותים אותן מעניקה החברה הופכים אותה למועמדת להתמזג לתוך החברה האם. מהלך כזה יאפשר ביתר קלות התייעלות תפעולית וצמצום בכוח האדם. יחד עם זאת, **חובת הפרדה המבנית עדיין קיימת.**
4. המיזוג שכן יצא לפועל בקרוב, הוא זה בין החברה לבין בזק-כל. המיזוג בין השתיים ייצור פעילות עם מחזור של כ-1.25 מיליארד ₪. המעמד המוביל של בזק-כל בשוק פתרונות התקשורת לעסקים, והמעמד המוביל של בזק בינ"ל בשוק האינטרנט המהיר יוצר פוטנציאל ליכולות מינוף של הפעילות המשותפת בשוק העסקי, ובנוסף מהווה נדבך חשוב בנוכחות של הקבוצה כולה בשוק העסקי.

השווי התפעולי הנגזר ממודל DCF, תוך שימוש בשיעור היוון של 8.5% ושיעור צמיחה פרמננטי של 1.5%, מסתכם ב-774 מ' ₪, ושוי כלכלי נטו של 859 מ' ₪ (לחברה עודף מזומנים בהיקף של 84.5 מ' ₪"ח). משווי זה נגזר מכפיל EV/EBITDA x3.4 על 2006E.

בהתייחס למכפילים הנגזרים מתמחור השוק למתחרות השווי שניתן לבזק בינ"ל נראה מאוד שמרני. אך לנוכח הפערים הגדולים בתמחור השוק בין החברות, מבנה ההון של בזק בינ"ל, והעדר נתונים באשר לתוצאות העסקיות של הגופים הממוזגים (נטוויז'ן – ברק ואינטרנט זהב – קווי זהב), השווי נראה בשלב זה סביר.

YES

החברה מהווה את הזרוע של הקבוצה בתחום הטלביזיה הרב ערוצית. במהלך השנים הגדילה בזק את אחזקתה בחברה כתוצאה מהחלטה אסטרטגית להמשיך להשקיע בחברה גם כאשר השותפים האחרים בחרו שלא לעשות כן. כיום מחזיקה בזק ב-49.8% מהחברה, כאשר יש לה אופציה להגדיל את חלקה ל-58% אשר תמומש כאשר יתקבלו האישורים הרגולטורים לכך.

ברמה העסקית החברה נהנית ממותג איכותי, מגידול מתמשך בכמות המינויים ומגידול ב ARPU. יחד עם זאת, בהנחה שבסופו של דבר הבעיות בחברת הכבלים המאוחדת תיפתרנה, החברה תמצא עצמה עם מוצר



מחלקת המחקר פריזמה בית השקעות בע"מ

נחות לנוכח היתרונות הטכנולוגיים של הכבלים, עובדה שיכולה לפגוע בהמשכיות תהליך השיפור בתוצאות העסקיות.

להערכתנו, במתכונת הנוכחית בה קיימת הפרדה בין החברה האם לבין YES, זו האחרונה צפויה להמשיך להציג שיפור בתוצאות התפעוליות. יחד עם זאת, רווח נקי אינו נראה בטווח הנראה לעין.
נקודה למחשבה - הקלה במגבלות הרגולטוריות על בזק באופן שיאפשר לחברה האם להציע שירותי טלביזיה באמצעות רשת בזק, יאפשר ל- YES להפוך לחברת תוכן. במקרה כזה תרד באופן משמעותי רמת ההוצאות של החברה והדרך לרווחיות תהיה קצרה הרבה יותר!
למרות ההיגיון העסקי המובהק של מהלך זה, אפשרות התרחשותו לוטה בערפל, על כן בשלב זה אנו מעריכים את YES על פי מבנה הפעילות הנוכחי.

השווי התפעולי הנגזר ממודל DCF, תוך שימוש בשיעור היוון של 11% ושיעור צמיחה פרמננטי של 1%, מסתכם ב- 2.15 מיליארד ₪, ושווי כלכלי נטו של 582 מ' ₪ (החוב הפיננסי נטו (לבנקים), לא כולל החוב לבעלי המניות) מסתכם ב- 1.6 מיליארד ₪). משווי זה נגזר מכפיל $EV/EBITDA \times 7.3$ על 2006E.

סיכום

חשוב להדגיש הבעלות החדשה לא תהפוך את בזק לחברת צמיחה, היא אינה מבטלת התחרות הקשה הצפויה בסגמנט ההכנסות והרווח העיקריים של הקבוצה-התקשורת הפנים ארצית, היא לא תהפוך במטה קסמים את הדור השלישי ל- Killer Application, ולמרות המהלכים היצירתיים עדיף לא לצפות לצמצום המגבלות הרגולטוריות, וגם לא יהיו לה פתרונות קסם לבעיית החוב הפיננסי הגבוה של YES.
יחד עם זאת, הערכתנו היא שהבעלות הפרטית החדשה בבזק צפויה להניב בהסתברות גבוהה הצפות ערך בטווח קצר יחסית, שתישאנה תשואה גבוהה, הסיבות העיקריות לכך הן:

1. מעבר לשיקולים הציוניים, הפוליטיים, והתדמיתיים בסופו של יום, הקבוצה שרכשה את השליטה בבזק מורכבת ממשקיעים פיננסיים שדרכם היא החזר השקעה תוך פרק זמן קצר.
2. הניסיון המרשים שיש למרבית המעורבים בקבוצת הרכישה להגדיל באופן משמעותי ערך החברות הנרכשות בכלל, ובתחום התקשורת בפרט.
3. נטל החוב שירבוץ על הבעלים החדשים מחייב הפקה קונסיסטנטית של מזומנים בהיקף שיאפשר החזר באמצעות משיכת דיבידנדים.

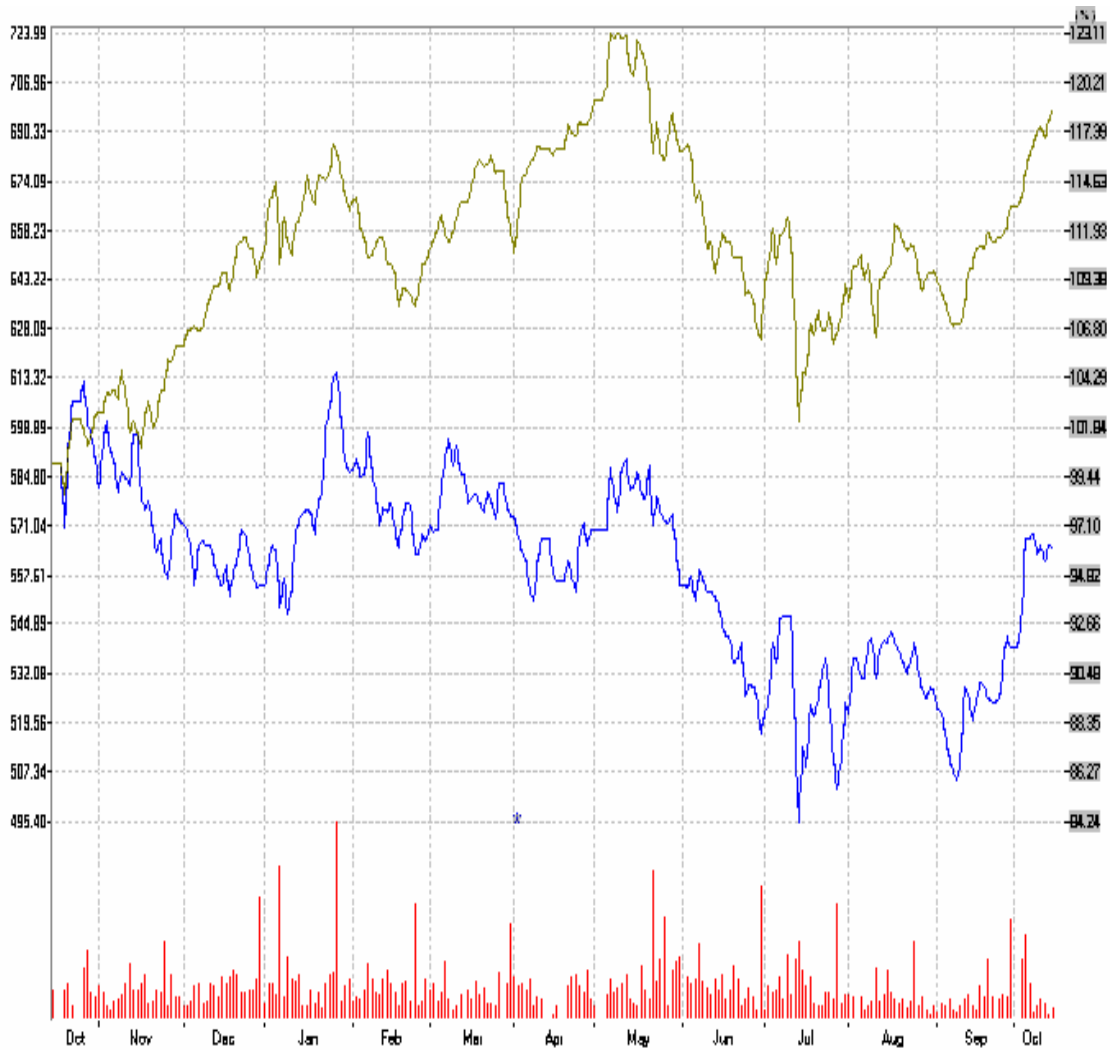
יתכן שנדרש למעט סבלנות עד שנושא ההסכם עם ועד העובדים ואחזקות הבנקים במנייה יבואו על פתרונם, אך כשזה יקרה, תוסר משקולת כבדה מעל המנייה וניתן יהיה לצפות לתשואה עודפת על המדד.

בזק סיכום הערכת השווי				
הערכת שווי / הערות	שיעור מסך השווי התפעולי	שיעור אחזקה	שווי באלפי ₪	
DCF (משקף לחברה מכפיל 7 EV/EBITDA על 2006)	65.7%	100.0%	16,255	בזק חברת האם (תקשורת פנים ארצית)
DCF (משקף לחברה מכפיל 4.7 EV/EBITDA על 2006)	24.8%	100.0%	6,142	פלאפון
DCF (משקף לחברה מכפיל 3.4 EV/EBITDA על 2006)	3.1%	100.0%	774	בזק בינלאומי
DCF (משקף לחברה מכפיל 7.3 EV/EBITDA על 2006)	4.3%	49.0%	1,052	YES
וואלה - שווי שוק, נדל"ן- הערכת החברה	2.1%		525	אחר (בזק כל, וואלה, נדל"ן...)
	100%		24,750	סה"כ שווי תפעולי של הנכסים
			(2,095)	שווי ההפרשות בגין פרישת עובדים
			(4,674)	עודף התייבויות פיננסיות של הקבוצה
			17,981	שווי כלכלי לקבוצה
			₪ 6.8	מחיר יעד למניה
			₪ 5.7	מחיר מניית בזק בשוק
			20.1%	פרמיה (דיסקאונט) על השווי בשוק

אנו ממליצים על מניית חברת בזק בתשואת יתר ומחיר יעד של 6.8 ₪, 20.1% מעל מחירה בשוק.



גרף שנתי מניית בזק מול מדד ת"א 100:



החל מ- 16/10/05 עד 15/10/06

מקרא:

בזק
מדד ת"א 100



תמצית התוצאות הכספיות ותחזיות:

2007E	2006E	2005E	2004	Q4 06E	Q3 06E	Q2 06	Q1 06	Q4 05	Q3 05	Q2 05	Q1 05	
1,147,512	1,325,536	1,436,615	1,599,546	311,752	341,277	331,966	340,542	353,080	367,075	348,223	368,237	הכנסות משרות בוק
-13.4%	-7.7%	-10.2%	-20.3%	-8.7%	2.8%	-2.5%	-3.6%	-3.8%	5.4%	-5.4%	-5.2%	תקשורת ניידות בארץ
10%	12%	13%	17%	11%	12%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	שני רבעוני שנותי
3,952,169	3,782,574	3,643,795	434,341	968,935	942,874	943,961	926,805	903,042	916,766	896,623	927,364	אחוז מהכנסות
4.5%	3.8%	738.9%	1.4%	2.8%	-0.1%	1.9%	2.4%	-1.5%	2.2%	-3.3%	749.5%	סלון אילומי מיד
34%	33%	33%	5%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	שני רבעוני שנותי
2,563,808	2,608,511	2,559,559	2,329,433	655,734	652,470	650,507	649,800	644,741	647,254	643,194	624,370	אחוז מהכנסות
-1.7%	1.9%	9.9%	6.6%	0.5%	0.3%	0.1%	0.8%	-0.4%	0.6%	3.0%	9.2%	דמי שימוש
22%	23%	25%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	שני רבעוני שנותי
965,704	962,814	775,532	136,076	236,817	251,525	242,355	232,117	203,614	191,163	192,189	188,566	אחוז מהכנסות
0.3%	24.1%	469.9%	1.4%	-5.8%	3.8%	4.4%	14.0%	6.5%	-0.5%	1.9%	391.7%	תקשורת בינלאומית ו-ISP
8%	8%	7%	1%	8%	9%	9%	8%	7%	7%	7%	7%	שני רבעוני שנותי
1,290,833	1,214,188	1,246,947	168,729	334,848	315,101	269,609	294,630	324,388	313,403	294,949	314,207	אחוז מהכנסות
6.3%	-2.6%	639.0%	16.9%	6.3%	16.9%	-8.5%	3.5%	-9.2%	6.3%	-6.1%	645.5%	הזקקה ומכירת ציוד למגורים
11%	11%	11%	2%	12%	11%	10%	10%	12%	11%	11%	11%	שני רבעוני שנותי
1,383,372	1,291,759	1,171,318	#DIV/0!	330,652	325,825	320,320	314,963	275,732	319,450	292,002	284,134	אחוז מהכנסות
7.1%	10.3%	#DIV/0!	#DIV/0!	1.5%	1.7%	1.7%	14.2%	-13.7%	9.4%	2.8%	#DIV/0!	סלביזה רב ערוצי
12%	11%	0%	0%	11%	11%	11%	11%	10%	11%	11%	10%	שני רבעוני שנותי
262,987	254,752	264,920	217,065	62,400	64,800	67,154	60,398	54,872	63,608	60,195	66,245	אחוז מהכנסות
3.2%	-3.8%	22.0%	-14.0%	-3.7%	-3.5%	11.2%	10.1%	-34.4%	38.9%	-9.1%	10.2%	הכנסות אחרות
2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	שני רבעוני שנותי
11,566,386	11,440,135	11,098,686	9,269,804	2,901,137	2,893,871	2,825,872	2,819,255	2,759,469	2,838,719	2,727,375	2,773,123	אחוז מהכנסות
1.1%	3.1%	19.7%	16.1%	0.3%	2.4%	0.2%	2.2%	-2.8%	4.1%	-1.6%	-0.1%	הכנסות משרות בוק
7,217,858	7,367,600	7,193,468	5,565,090	1,825,755	1,814,714	1,780,624	1,783,650	1,852,332	1,835,484	1,741,801	1,763,851	רוכבות הפעלה וכליות
-2.0%	2.4%	29.3%	24.1%	0.6%	1.9%	-0.2%	-3.7%	0.9%	5.4%	-1.3%	-3.6%	שני רבעוני שנותי
62%	64%	65%	60%	63%	63%	63%	63%	67%	65%	64%	64%	אחוז מהכנסות
4,348,527	4,072,535	3,905,218	3,704,714	1,075,382	1,079,157	1,045,248	1,035,605	907,137	1,003,235	985,574	1,009,272	רווח נולטי
6.8%	4.3%	5.4%	6.0%	-0.3%	3.2%	0.9%	14.2%	-9.6%	1.8%	-2.3%	6.8%	שני רבעוני שנותי
38%	36%	35%	40%	37%	37%	37%	37%	33%	35%	36%	36%	אחוז מהכנסות
2,394,182	2,334,258	2,330,711	2,092,475	573,392	573,713	572,663	571,830	581,504	587,890	583,810	577,507	כחה
98.5%	20%	21%	23%	93.5%	98.5%	93.6%	97.1%	96.1%	96.9%	97.1%	97.0%	אחוז מהכנסות
21%	20%	21%	23%	20%	20%	20%	20%	21%	21%	21%	21%	תמלילים לבידור ישראל
102.0%	102.0%	102.0%	102.0%	102.0%	102.0%	130.8%	104.0%	102.4%	103.0%	101.9%	101.0%	אחוז מהכנסות
1.9%	1.2%	2.3%	2.4%	0.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	רווח הפעיל
1,738,027	1,597,150	1,317,078	1,391,548	442,812	446,162	446,357	400,581	263,694	350,026	337,145	366,213	שני רבעוני שנותי
8.8%	21.3%	-5.4%	27.3%	-0.8%	0.0%	11.4%	51.9%	-24.7%	3.8%	-7.9%	29.4%	אחוז מהכנסות
15%	14.0%	12%	15%	15%	15.4%	15.8%	14.2%	10%	12%	12%	13%	רווח נולטי
643,900	260,437	417,309	217,529	75,332	(1,133)	114,265	71,973	144,860	107,370	110,203	54,876	הוצאות מימון
1,094,127	1,336,713	899,769	1,174,019	367,480	447,295	332,092	328,608	118,834	242,656	226,942	311,337	רווח לאחר מימון
2,063,657	(726,944)	(109,386)	(79,680)	2,094,707	0	(21,668)	(9,382)	21,268	22,088	(65,128)	(87,614)	הוצאות (הכנסות) אחרות
1,094,127	(726,944)	1,009,155	1,253,699	(1,727,227)	447,295	353,760	337,990	97,566	220,568	292,070	398,951	רווח לפני מס
(210,573)	107,822	(429,594)	(497,485)	493,149	(147,558)	(124,267)	(113,502)	(54,300)	(115,471)	(126,953)	(132,870)	הסבת מס (מס)
-30%	-15%	-40%	-40%	-29%	-33%	-35%	-34%	-56%	-52%	-43%	-33%	אחוז מהכנסות
3,888	3,073	(12,645)	(134,773)	750	700	573	1,050	462	(1,940)	(7,846)	(3,321)	רווחי (הפסדי) חביות כליות
887,241	(616,049)	590,858	620,825	(1,233,328)	300,437	230,066	225,512	43,699	103,149	164,303	264,707	חלק המיסוי
7.7%	-204.3%	-4.8%	-241.8%	7%	7%	2.0%	416.1%	-57.6%	-37.2%	-37.9%	154.8%	רווח קפי
4,132,208	3,931,408	3,647,789	3,484,023	1,016,204	1,019,875	1,019,020	972,411	845,198	937,916	920,955	943,720	שני רבעוני שנותי
5.1%	7.8%	4.7%	29.9%	-0.4%	0.1%	4.8%	15.1%	-9.9%	1.8%	-2.4%	7.2%	אחוז מהכנסות
35.7%	34.4%	32.9%	37.6%	35%	35%	36%	34%	31%	33%	34%	34%	EBITDA

חברת פריזמה בית השקעות בע"מ ("החברה"), והחברות הבנות והקשורות אליה, מחזיקות וסוחרות בניירות הערך ובמטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ועבור לקוחותיהן. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד, ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך והמטבעות המוזכרים בה. סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעינינו כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בה לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה. כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. אנו מסירים כל אחריות מהחברה, מעובדי החברה, מחברי הדירקטוריון של החברה ומן החברות הקשורות לחברה, לגבי תביעה כלשהי שתעלה בהסתמך על הכתוב בסקירה או בהסתמך על מידע כלשהו המופיע בסקירה. אין להעתיק ולהפיץ סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של חברת פריזמה בית השקעות בע"מ.