

סמייל 012

שנת מבחן ה- VOB החלה עדכון בעקבות תוצאות Q4-07

שם: אמיר אדר
03-7546240
amirad@harel-finance.co.il

השיפור במרווחים, הפוטנציאל העסקי בחברה והרקורד המוכח של הנהלתה אינם ניכרים במניית החברה הנסחרת בדיסקאונט של כ- 24.7%, לעומת חברותיה בענף התקשורת הנסחרות בדיסקאונט משוקלל של כ- 15.9%. שקיפות החברה אומנם נמוכה אולם אין בכך בכדי להצדיק פער זה, על כן אנו מותירים את המלצת משקל היתר על כנה.

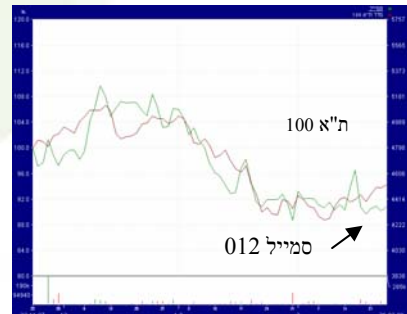
משקל יתר	המלצה
58	מחיר יעד (ש"ח)
ללא שינוי	המלצה קודמת
ללא שינוי	מחיר יעד קודם (ש"ח)

תהליך הירידה בהכנסות מ- HUBBING ימשך - אנו רואים בחיוב את כוונת החברה להמשיך להפחית בפעילות הסחר בדקות בינלאומיות המתאפיינת ברווחיות נמוכה יחסית למגזר ה-ILD ובשונות גבוהה בהכנסות הרבעוניות. אנו מזכירים כי מהלך זה החל במחצית השנייה של 2007 ולכן אנו מעריכים כי במחצית הראשונה נראה המשך חולשה בתחום ה-ILD תוך שיפור מרווחים.

43.59	שער מניה (ש"ח)
42.55 - 52.64	טווח ב-52 שב' אחרונים
1,105	שווי שוק (מיל"ש)
1,469	שווי כלכלי (מיל"ש)
24.7%	דיסקאונט
25,360	מניות בדילול מלא
27.0%	הון צף
1.1	סחירות ממוצעת (מיל"ש)
0.2%	משקל בת"א 100
NR	תשואת דיבידנד 08E
-14.4%	תש' מתחילת שנה
-4.8%	תש' מתחילת שנה בניכוי ת"א 100

תמהיל ההכנסות ממשיך להשתפר - החברה דיווחה על צמיחה של כ- 5.7% בהכנסות מגזר ה-ISP לעומת הרבעון המקביל אשתקד, ירידה של כ- 33 מיליון ש"ח בפעילות HUBBING ברבעון הובילה להכנסות של כ- 140 מיליון ש"ח במגזר ה-ILD, ירידה של כ- 10.3% לעומת הרבעון הרביעי לשנת 2006. נציין כי בנטרול פעילות ה- HUBBING צמח מגזר ה-ILD בכ- 11%. כתוצאה מכך עלה שיעור ההכנסות משיחות אינטרנט לכ- 48.4% מהכנסות (לעומת 44.3% ברבעון המקביל אשתקד).

VOB - נכון לסוף שנת 2007 לחברה כ- 36 אלף מנויי טלפוניה קווית. להערכתנו מדובר בנתח שוק של כ- 1.2%. אנו סבורים כי ההכנסות מטלפוניה קווית הסתכמו בכ- 4.9 מיליון ש"ח לרבעון ובכ- 9.9 מיליון ש"ח לכלל שנת 2007. החברה מעריכה כי תעמוד ביעד שהציבה לעצמה בתחום ה-VOB, הגעה לנתח שוק של 5% בסוף שנת 2009. מטעמי שמרנות אנו מניחים קצב גיוס מנויים נמוך יותר אשר יוביל את החברה לנתח שוק של 2.6% בסוף שנת 2008 ו- 4.1% בסוף שנת 2009. אנו רואים בתחום ה-VOB כשירות משלים המבדל את החברה ממתחרותיה, משפר את ה-ARPU, מקטין שיעורי נטישה ובעקיפין אף תומך בגידול הכנסות ה-ILD.



2009E	2008E	2007A	2006A	מיל"ש
1,141	1,114	1,103	1,038	הכנסות
159	141	116	52	רווח תפעולי
244	240	227	192	EBITDA
100	78	41	-17	רווח נקי
4.4	3.4	2.1	-0.9	EPS
11.0	14.2	27.1	NR	מכפיל רווח
5.9	6.0	6.4	7.5	מכפיל EBITDA



אנו מפנים את תשומת ליבכם לנספח הגילוי הנאות המצורף בסוף עבודה זו
עבודה זו מיועדת למנהלי תיקים, יועצי השקעות ולרשימת תפוצה מוגבלת

השיפור במרווחים צפוי להימשך - שינוי בתמהיל וצמיחה בשירותי ערך מוסף הובילה את החברה לשיעור EBITDA (אנו מכלילים הוצאות מוחשיות בגין רה ארגון) של כ- 20.5% מההכנסות ברבעון הרביעי. החברה צופה כי תמשיך לצמוח ולשפר בהדרגה את מרווחי ה-EBITDA, נציין כי אנו מטעמי שמרנות מעריכים שיפור של 1% במרווחי ה-EBITDA לשנת 2008

כמפעילה אלטרנטיבית החברה תושפע ביתר שאת מהחלטות הרגולטור – מקטוע הרשת (גישה לתשתית), גמישות תעריפים לבזק (תמחור שירותי ה-VOB), מתאר ההקלות לבזק בהפרדה המבנית (ישפיעו על החלטת YES), תחום ה-NAKED ADSL, תחום ה-WIMAX ואישור עתידי לכניסת חברות הסלולר לתחום ה-ILD, כל או הם רק מקצת מהנושאים הצפויים להשפיע על פעילות החברה.

הערכת שווי

אנו מעריכים את החברה לפי שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF). שיעור ההיוון עומד על 9.5%, עלייה של כ- 0.2% לאור חוסר השקיפות בחברה. שיעור הצמיחה לטווח ארוך על 1.5%. נזכיר כי מרבית החברות בתחום התקשורת מוערכות בשיעורי היוון גבוהים יחסית וזאת לאור הרגולציה והשפעתה העתידית

הנתונים הנם באלפי ש"ח ונתוני המצטרפים הנם באלפים:

2012E	2011E	2010E	2009E	2008E	2007A	2006A	2005A	
622	605	590	571	548	522	460	356	לקוחות אינטרנט מהיר
249	212	178	128	80	36			לקוחות VOB
17.4%	19.0%	39.1%	60.0%	122.2%	NR			YoY
685,528	656,304	620,971	579,483	540,703	486,765	428,023	364,390	הכנסות שירותי אינטרנט
4.5%	5.7%	7.2%	7.2%	11.1%	13.7%	17.5%		YoY
536,494	541,913	550,165	561,393	572,850	615,968	610,427	504,600	הכנסות משרותי שירותי בינלאומיות
-1.0%	-1.5%	-2.0%	-2.0%	-7.0%	0.9%	21.0%		YoY
1,222,021	1,198,217	1,171,136	1,140,877	1,113,553	1,102,888	1,038,450	868,990	הכנסות
2.0%	2.3%	2.7%	2.5%	1.0%	6.2%	19.5%		YoY
781,173	767,567	753,759	747,206	742,398	760,705	753,672	593,209	עלות הכנסות
63.9%	64.1%	64.4%	65.5%	66.7%	69.0%	72.6%	68.3%	%REV
440,848	430,650	417,377	393,671	371,155	342,028	284,776	275,781	רווח גולמי
36.1%	35.9%	35.6%	34.5%	33.3%	31.0%	27.42%	31.74%	%REV
177,874	176,113	174,369	170,950	165,169	157,304	165,145	184,727	מכירות ושיווק
14.6%	14.7%	14.9%	15.0%	14.8%	14.3%	15.90%	21.26%	%REV
65,848	65,196	64,233	63,284	62,043	57,984	48,936	43,080	הנהלה וכלליות
5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.6%	5.3%	4.71%	4.96%	%REV
0	0	0	0	3,000	10,433	18,833	-35	עלויות מיזוג
243,722	241,309	238,602	234,234	227,212	215,288	214,081	227,807	הוצאות תפעוליות
239,722	233,309	224,602	214,234	204,212	193,783	200,974	119,217	הוצאות תפעוליות non Gaap
19.6%	19.5%	19.2%	18.8%	18.3%	17.6%	19.4%	13.7%	Non Gaap %REV
197,126	189,340	178,775	159,437	140,943	116,307	51,862	48,009	רווח תפעולי
16.1%	15.8%	15.3%	14.0%	12.7%	10.5%	4.99%	5.52%	%REV
201,126	197,340	192,775	179,437	166,943	148,245	83,802	119,217	רווח תפעולי non Gaap
16.5%	16.5%	16.5%	15.7%	15.0%	13.4%	8.1%	13.7%	%REV
255,506	251,340	247,775	244,437	239,943	226,550	191,667	167,191	EBITDA
20.9%	21.0%	21.2%	21.4%	21.5%	20.5%	18.46%	19.24%	%REV
54,380	53,321	51,530	51,339	49,553	49,700	86,136	102,073	CAPEX
48,270	47,362	46,266	43,065	41,736				מס אפקטיבי
2,380	1,354	1,513	1,230	533				הון חוזר
150,475	149,304	148,466	148,803	148,121				תזרים נקי

1,806,751	שווי תפעולי
-338,134	עודף נכסים פיננסיים
1,468,617	שווי אקוויטי
25,360	כמות מניות בדילול מלא (K)
57.9	שווי למניה בש"ח



נספח גילוי נאות

פרטי עבודת האנליזה

מועד עריכת העבודה: 27/02/08
 מועד פרסום העבודה: 27/02/08

פרטי מכין עבודת האנליזה

שם: אמיר אדר
 פרטי השכלה: תואר ראשון B.A בלוגיסטיקה וכלכלה, אוניברסיטת בר אילן
 כתובת: תואר שני MSc במדעי הניהול התמחות במימון וחשבונאות, אוניברסיטת ת"א
 ז'בוטינסקי 7 רמת גן
 ניסיון: מעל 5 שנים

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין עבודת האנליזה

שם התאגיד: הראל פיננסים מסחר וניירות ערך בע"מ (להלן: התאגיד המורשה)
 כתובת: ז'בוטינסקי 7 רמת גן
 מס' טלפון: 03-7546237

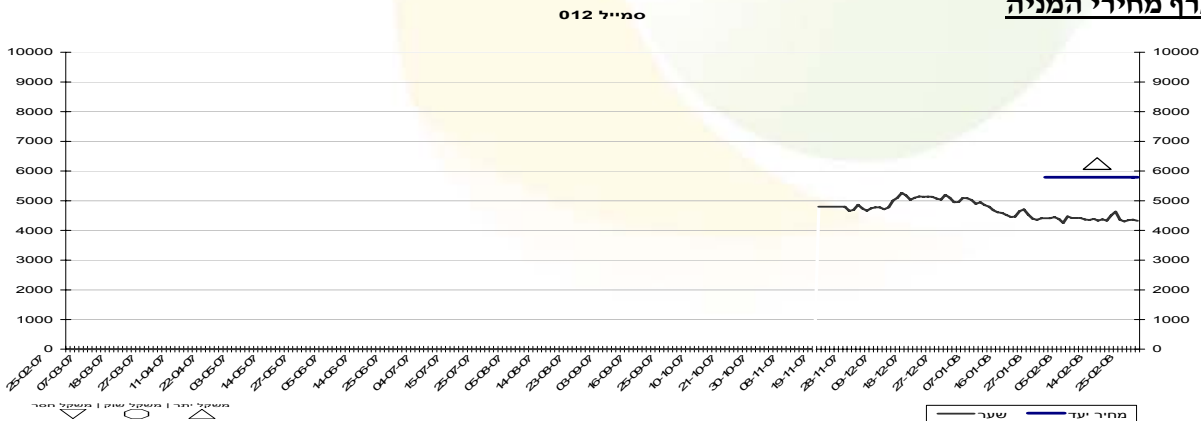
גילוי נאות מטעם מכין עבודת האנליזה

מכין עבודת האנליזה מאשר כי, במועד פרסום העבודה, לא ידוע לו על ניגוד עניינים אשר עשוי להשפיע על שיקול דעתו.

גילוי נאות מטעם התאגיד המורשה

ב-30 הימים שקדמו למועד הפרסום, התאגיד המורשה או תאגיד קשור אליו החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים.

גרף מחירי המניה



תאריך	המלצה	מחיר יעד
27/1/08	משקל יתר	58 ש"ח



שיטות הערכה לקביעת מחיר היעד והסיכונים העשויים להשפיע על מחיר היעד

אנו מעריכים את סמייל 012 לפי שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF)

סיכונים עיקריים

לרגולציה השפעה מהותית על פעילות החברה
תחום ה-VOB הנו חדשני וחדירתו עשויה להיות איטית מהצפוי
סיכון בכניסת ISP נוספים.

הצהרה בדבר עצמאות שיקול הדעת של מכין העבודה

אני, אמיר אדר, מצהיר בזאת כי הדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

9310 9'1110

עבודת אנליזה זו הינה רכוש הראל פיננסים מסחר וני"ע בע"מ (להלן: "הראל פיננסים מסחר" ו/או "החברה"). אין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או להעביר את העבודה או חלקים ממנה ללא קבלת אישור מראש ובכתב מהחברה. עבודה זו מתבססת על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני החברה כאמינים. הנחת החברה כי המידע ונתונים אלו נכונים, אך אין השימוש בהם מהווה אימות ו/או אישור לבדיקת נכונתם. האמור בעבודה זו משקף את חוות דעתנו במועד פרסום העבודה. חוות דעתנו יכולה להשתנות בכל עת וללא מתן הודעה נוספת בענין. החברה לא תהיה אחראית, בכל צורה שהיא, לנוק ו/או הפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בעבודה זו, וכן אינה מתחייבת כי התבססות על המידע המופיע בעבודה זו עשוי להניב רווחים. החברה מסירה אחריות מהקבוצה, מעובדי החברה ומעובדי החברות בקבוצה ונושאי המשרה בחברה ביחס לכל תביעה ו/או טענה שתעלה בהתבסס על הכתוב בעבודה זו. החברה ו/או חברות קשורות אליה ו/או בעלי שליטה בה ו/או בעלי ענין במי מהם עשויים להחזיק ו/או לסחור, בעבור עצמם ו/או בעבור אחרים, בניירות הערך והנכסים הפיננסים המצוינים בעבודה זו, וזאת חרף האמור בעבודה זו. ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסים הנזכרים בעבודה זו עלולים שלא להתאים לכל משקיע. אין לראות בעבודה זו משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות או תחליף ליעוץ מס עצמאי. עבודה זו אינה מותאמת למטרות ההשקעה ולצרכי האישים והמיוחדים של כל משקיע. אין להעביר עבודה זו לצד ג' כלשהו. העבודה מיועדת רק למי שהיא הומצאה לו במישרין ע"י החברה.

