

Partner

פרטנר

מחיר שוק: 38.4 ₪

BUY

US/Israel

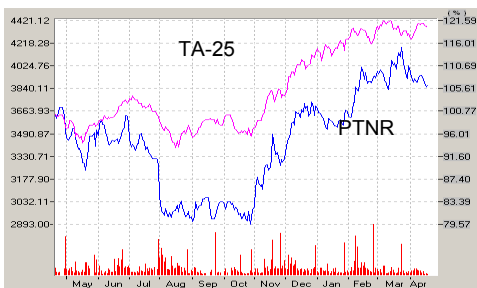
PTNR

25 באפריל, 2005

52 Wk High	42
52 Wk Low	25
Enterprise value (M)	10,161
Financial Assets (M)	-2,966
Fair Value (M)	7,195
Shares Outstanding (M)	153
Target Price	47
Market Price	38
Target Price / Market Price	22%
2004 P/E Multiple	15
2005 P/E Multiple	15
2006 P/E Multiple	11
Risk Level	Medium
Recommendation	BUY

* מספר המניות הנו המספר לאחר ה Buy Back.

**Partner
12M Graph**



עדכון לדוחות הרבעון הראשון

פרטנר פרסמה לקראת סוף שבוע שעבר את הדוחות לרבעון הראשון 2005, באופן כללי כאמור ניתן לומר שהתוצאות היו חיוביות. אומנם ההכנסות ירדו הן מסיבות עונתיות בשל עונת החורף, והן ממבנה התעריפים החדש בעקבות הפחתת תעריפי הקישוריות, אך שיעור ה EBITDA השתפר במקביל באופן מרשים, הן בשל אותו מבנה תעריפים המאופיין בירידת הכנסות מחד ובשיפור מרווחים מאידך, והן בשל הקיצוץ בהוצאות ההפצה והשיווק.

החברה גייסה רק כ 32 מ' מנויים, פחות מסלקום ומפלאפון, כך שכעת מספר הלקוחות עומד על 2.37 מ'. אנו מאמינים שיש סיכוי סביר שמדובר במעידה חד פעמית וברבעונים הקרובים נחזור למצב "הרגיל" בו פרטנר נמצאת בראש טבלת גיוסי הלקוחות.

ההכנסה הממוצעת ללקוח (ARPU) ירדה באופן משמעותי בהשוואה לרבעון הקודם למרות שלא חלה ירידה במספר הדקות ללקוח, וזאת כאמור בשל מבנה התעריפים החדש בעקבות הפחתת תעריפי הקישוריות.

שיעור הרווח הגולמי נשחק מעט בהשוואה לרבעון הקודם והמקביל בעיקר בשל העלייה בהוצאות הפחת הקשורות לרשת הדור השלישי, שקוזזו במידה מסויימת מירידה במכירת מכשירי קצה (המאופיינת במרווח גולמי שלילי). יש לציין שלמרות שחל כאמור גידול בהוצאות הפחת, החל משנה הבאה אנו מעריכים שנראה ירידה בפחת בשל סיום ההפחתות של ההשקעות שבוצעו עם הקמת החברה, ולכן נראה שיפור בשיעורי הרווחיות הגולמית, התפעולית והנקייה.

החברה הצליחה לרשום רווח נקי לפני מס של 186 מ' ₪, בהשוואה ל 179 מ' ₪ ו 148 מ' ברבעון הקודם והמקביל בהתאמה, ולאחר מס (לא תזרימי) רווח נקי של 125 מ' ₪ בהשוואה ל 131 מ' ₪ ו 92 מ' ברבעון הקודם והמקביל בהתאמה.

אנו סבורים שהרווח הנקי שהחברה תרשום השנה יהיה נמוך מזה שנרשם אשתקד בשל מספר גורמים: הוצאה חד פעמית בסך של כ 50 מ' ₪ בגין הפדיון המוקדם של האג"ח, ירידת תעריפי הקישוריות, הגידול הזמני בהוצאות הפחת והגידול במצבת החוב. אולם להערכתנו הרווח למניה יהיה גבוה במעט יותר בעקבות עסקת ה Buy Back שהקטינה בכ 33.3 מ' את מספר המניות של החברה.

למרות הרווח הנקי המרשים, החברה הצליחה לייצר רק כ 82 מ' ₪ בעיקר בשל העובדה שנדרשה להשקיע 186 מ' ₪ בתשתיות הרשת (במיוחד של הדור השלישי), ולכן היקף החוב נטו עומד כעת על 1.84 מיליארד ₪.

נדגיש שלמרות שעסקת ה Buy Back צפויה להגדיל את מצבת החוב ברבעון הבא בכמיליארד ₪, יש לזכור שבשל מבנה החוב החדש (אג"ח שקלי צמוד חדש, מסגרת אשראי חדשה ונוחה ופדיון מוקדם של האג"ח הדולרי היקר באוגוסט הקרוב), אין חשש לעליה בנטל הוצאות המימון (מלבד כאמור הגידול החד פעמי שצפוי ברבעון השלישי כתוצאה מהקנס בגין הפדיון המוקדם של האג"ח). כמו כן בתוך כשנה וחצי היא צפויה לחזור למצב המקורי שקדם לעסקה מבחינת היקף החוב, ויחס החוב ל EBITDA.

להלן תמצית התוצאות הכספיות:

	Q1-04	Q4-04	2004	Q1-05E	Q1-05	Q2-05E	2005E
Revenues	1,218	1,319	5,140	1,276	1,260	1,210	4,926
Growth Rate	4.7%	-2.2%	15.0%	-3.3%	-4.4%	-4.0%	-4.2%
Gross Profit	363	368	1,526	353	336	327	1,355
Gross Margin	30%	27.9%	29.7%	27.6%	26.6%	27.0%	28%
Operating Income	235	242	1,019	228	237	214	899
EBITDA	367	394	1,576	383	401	381	1,566
EBITDA Margin	30.1%	29.8%	30.7%	30.0%	31.8%	32%	32%
Net Income	92	131	472	101	125	95	419
EPS	0.50	0.71	2.56	0.54	0.67	0.62	2.59

לסיכום בשל הדוחות החיוביים וכן במקביל בשל ההשפעה החיובית של עסקת ה Buy back על מחיר המניה (רכישת המניות בוצעה במחיר הנמוך בכ 20% ממחיר המניה כיום), אנו מותירים את המלצתנו על מניית פרטנר בקניה, עם מחיר יעד של 47 ₪, הגבוה בכ 22% ממחיר השוק.

הערה: הסבר של סולם הדירוג, פרטי התקשורת, וגילוי נאות ניתן למצוא בסוף דוח זה.

אלון סנובסקי
מנהל המחקר
03-5645634

asanovsky@u-bank.net

תוצאות הפעילות

תמצית דו"ח רווח והפסד

	2003	Q 1-04	Q 2-04	Q 3-04	Q 4-04	2004	Q 1-05	Q 2-05 E	Q 3-05 E	Q 4-05 E	2005 E	2006 E
Revenues	4,468	1,218	1,255	1,348	1,319	5,140	1,260	1,210	1,246	1,209	4,926	4,950
Growth Rate	10.8%	4.7%	3.0%	7.5%	-2.2%	15%	-4%	-4%	3%	-3%	-4%	1%
Gross Profit	1,333	363	391	404	368	1,526	336	329	363	337	1,365	1,458
Gross Margin	29.8%	29.8%	31.2%	29.9%	27.9%	29.7%	26.6%	27.2%	29.1%	27.9%	27.7%	29%
S&M expenses	314	92	77	81	76	325	57	69	83	74	283	297
G&A expenses	162	36	49	47	50	181	42	46	49	51	188	194
Operating expense	476	128	125	128	125.9	506	99	115	132	126	472	491
Growth Rate	6%	10%	-2%	2%	-1%	6%	-22%	17%	14%	-5%	-7%	4%
Operating Profit	857	235	266	276	242	1,019	237	214	231	212	894	966
Operating Margin	19%	19%	21.2%	20.5%	18.4%	20%	19%	18%	19%	18%	18%	20%
EBITDA	1,380	367	402	414	394	1,576	401	381	399	381	1,561	1,584
EBITDA Margin	31%	30%	32.0%	30.7%	29.8%	30.7%	31.8%	31.5%	32.0%	31.5%	31.7%	32%
Financial Expense	325	87	66	44	63	260	51	70	110	35	266	150
Pre Tax Income	532	148	200	231	179	759	186	144	121	177	628	816
TAX	633	57	66	117	47	287	61	49	41	60	212	261
Net Income	1,165	92	133	114	131	472	125	95	80	117	416	555
EPS	6.41	0.50	0.72	0.62	0.71	2.56	0.67	0.62	0.52	0.75	2.57	3.51

תמצית נתונים תפעוליים

	Q4-03	Q1-04	Q2-04	Q3-04	Q4-04	Q1-05
Total Subs .	6,784	6,766	6,881	7,091	7,313	7,413
Market share	31%	32%	32%	32%	32%	32%
Subscribers	2,103	2,165	2,202	2,269	2,340	2,372
Subs. Growth	71	62	37	67	71	32
Business Subs .	16.5%	17.0%	17.0%	18.0%	18.5%	19.0%
Prepaid Subs .	30.4%	31.0%	31.0%	30.5%	29.9%	29.8%
Private Subs .	53.1%	52.0%	52.0%	51.5%	51.6%	51.3%
ARPU	170	168	171	176	167	157
MOU	277	280	283	291	288	288
SAC	298	267	293	277	339	229
Churn	3.2%	3.3%	3.3%	2.6%	2.9%	3.9%

תמצית מאזן ויחסים פיננסיים

	Q4/2003	Q1/2004	Q2/2004	Q3/2004	Q4/2004	Q1/2005
Current assets	865	945	981	1,022	1,057	1,013
Total assets	4,372	4,496	4,523	4,543	4,486	4,551
Total liabilities	3,297	3,319	3,203	3,105	2,899	2,816
Net debt (cash)	(2,755)	(2,503)	(2,353)	(2,078)	(1,934)	(1,843)
Net debt/EBITDA	1.83	1.70	1.46	1.26	1.23	1.15
Shareholders' equity	1,076	1,177	1,320	1,438	1,587	1,736
Current ratio	1.1	1.0	1.3	1.1	1.2	1.2
Liabilities to assets	0.75	0.74	0.71	0.68	0.65	0.62
Days Sales Outstanding	38	38	40	42	43	46
Days Inventories Outstanding	12	15	16	14	10	9
Days Payables Outstanding	44	59	55	69	53	63
Operational working capital	197	100	186	47	174	85
Percentage of revenues	4.2%	2.0%	3.7%	1%	3%	2%

הערכת שווי

מודל תזרים מזומנים תפעולי

	Q1/2005	EQ2/2005	EQ3/2005	EQ4/2005	2005E	2006E	2007E	2008E
Revenues	1,260	1,210	1,246	1,209	4,926	4,950	5,049	5,150
Growth Rate	-4.4%	-4.0%	3.0%	-3.0%	-4.2%	0.5%	2.0%	2.0%
Gross Profit	336	329	363	337	1,365	1,458	1,608	1,752
Gross Margin	26.6%	27.2%	29.1%	27.9%	27.7%	29.4%	31.8%	34.0%
Operating expense	99	115	132	126	472	491	501	511
Operating Profit	237	214	231	212	894	966	1,106	1,241
Operating Margin	18.8%	17.7%	18.5%	17.5%	18.1%	19.5%	21.9%	24.1%
EBITDA	401	381	399	381	1,561	1,584	1,666	1,751
EBITDA Margin	31.8%	31.5%	32.0%	31.5%	31.7%	32.0%	33.0%	34.0%
Tax	0	0	0	0	0	261	290	312
Operational W.C Growth	132	100	50	50	332	150	0	0
Capex	186	155	155	155	651	600	600	550
Free Cash Flow	82	126	194	176	578	573	776	889

טבלת רגישות

	12.0%	11.0%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%
0.5%	28	33	36	38	42	45
1.0%	30	35	38	41	45	49
1.5%	32	37	40	44	48	53
2.0%	34	40	43	47	52	57
2.5%	36	43	46	51	56	62
3.0%	38	46	50	55	61	68

סיכום הערכת שווי

10,161	שווי תפעולי
(2,966)	שווי נכסים פיננסיים
7,195	סה"כ שווי כלכלי
153	מספר מניות בדילול מלא
47	שווי כלכלי למניה
38	שווי שוק למניה
22%	פער באחוזים
10.0%	שיעור היעור
2.0%	שיעור צמיחה פרמננטי
15	מכפיל רווח 2004
15	מכפיל רווח 2005
11	מכפיל רווח 2006



U-BANK LTD.
PO Box 677
Tel Aviv 61006
Israel

Telephone: +972 3 564 5297
Telefax: +972 3 564 5210
www.U-Bank.net

Trade

Suzi Tovi
Telephone: +972-3-5645214
Fax: +972-3-5645369
stovi@u-bank.net

Derivatives Department

Shahar Weisman
Telephone: + 972 3 564 5642
Fax: + 972 3 564 5369
sweisman@u-bank.net

Analyst

Alon Sanovsky
Telephone: +972-3-5645634
Fax: +972-3-5645369
asanovsky@u-bank.net

מקרא:

BUY – המניה תפגין ביצועים עודפים מעל ביצועי השוק.

HOLD – המניה מסחרת במחיר הוגן, צפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה הקרובה.

SELL – המניה נסחרת בתמחור יתר, צפויה להפגין ביצועים נחותים מאלו של השוק בשנה הקרובה.

כל מצב המופיע במקרא הינו דרוג בלבד, ואין להבינו כהמלצה לפעול על פיו.

המחקר הכלול בדוח זה ניתן למטרת מידע בלבד. אין הוא יעוץ להשקעה, או המלצה לרכישת, החזקת, או מכירת ניירות הערך המתוארים בו. המחקר התבסס על מידע שפורסם לציבור ולא נבדק על ידינו באופן עצמאי. המחקר אינו מיועד לאדם מסוים ואינו מתייחס למטרות ההשקעה האפשריות לכל אדם או למצבו הכספי, לרבות ניירות הערך והנכסים הפיננסיים שלו, ושאר הנסיבות הצריכות לענין לגבי אותו אדם, לפיכך לא ניתן להתאים לפיו את ההשקעה בניירות הערך נשוא המחקר לצרכיו והנחיותיו של כל אדם. אין מחקר זה מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע כלשהו. למשקיעים שונים עשויות להיות דרישות שונות למידע, ועל כל משקיע לשקול באופן עצמאי ובמנותק ממחקר זה, אם לרכוש, להחזיק או למכור את ניירות הערך נשוא המחקר, ולקבל ייעוץ מקצועי מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בצרכי ובמטרות אותו משקיע. מחקר זה הינו יחסי, אין הוא מתיימר להיות מחקר מלא ומדויק של כל העובדות והנסיבות הקשורות בו. כמו כן קיימות שיטות שונות להערכת חברות אשר עשויות להביא למסקנות שונות. למפרסם המחקר, לעובדיו, לחברות בנות שלו או לגורמים הקשורים עמו יש או יכולות להיות החזקות בניירות ערך המוזכרים במחקר זה. כן יכולים הם לבצע פעולות שונות, לרבות חיתום, רכישה או מכירה של ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים האמורים, עבור עצמם ועבור לקוחותיהם, ולהתקשר בקשרים עסקיים עם החברה נשוא מחקר זה, עם אנשים קשורים אליה ועם גופים אחרים הנזכרים במחקר זה.