

פרטנר – תוצאות Q1/2007

עמירם ברכה, אנליסט

03 – 7914727

amiram.bracha@prismafinance.com



פריזמה

תוצאות Q1/07 - אחרי השיא של 2006 רבעון טוב נוסף, אבל המחיר בשוק מלא						תשואת שוק	
נתונים כספיים ותחזיות						המלצה ונתוני מניה	
2007E	2006A	Q1-07A	Q4-06A	Q1-06A	(מ' ש"ח)	67.6	מחיר יעד (ש"ח)
5753.9	5,606.7	1,417.8	1,445.1	1,632.6	הכנסות	65.2	מחיר נוכחי (ש"ח)
2.6%	9.4%	6.9%	14.8%	5.3%	% צמיחה	3.9%	פרמיה (דיסקאונט)
1,868	1,850	454.9	461.1	435	EBITDA	67.1	גבוה 12 חודשים
32.5%	33%	32.1%	31.9%	32.8%	% מההכנסות	35.2	נמוך 12 חודשים
771.7	691.3	195.8	163	159.4	רווח נקי	10,181.7	שווי שוק (מ' ש"ח)
13.3%	92.1%	22.9%	95.8%	28%	% גידול	73.7%	תשואה 12 חודשים
	1,245.5	1,298.3	1,254.5	890.9	הון עצמי	31,297	מחזור ממוצע (אלפי ש"ח)
1.1	1.2				חוב/EBITDA	156,881	כמות מניות (אלפים)
6.6	6.7				EV/EBITDA	49.5%	הון צף

נקודות עיקריות:

- חברת פרטנר פרסמה את תוצאות הרבעון הראשון 2007. הכנסות החברה הסתכמו בכ- 1.417 מיליארד ש"ח, גידול של 6.9% לעומת הרבעון המקביל, וירידה בשיעור של 1.9% לעומת הרבעון הקודם. הכנסות מידע ותוכן הסתכמו ב- 151 מ' ש"ח, 26.2% לעומת הרבעון המקביל ו- 3.7% לעומת הרבעון הקודם. מספר מנויי הדור השלישי הסתכם ב- 330 אלף בסוף הרבעון, שהם כ- 12% ממספר המנויים שעמד על ל- 2.7 מיליון (גידול של 35 אלף, לעומת סוף שנת 2006).
- החברה המשיכה להציג שיפור ברווחיות הגולמית וזו הסתכמה ב- 31.5% לעומת 28.2% ברבעון המקביל ו- 30.9% ברבעון הקודם. הגידול במספר הלקוחות ובמספר דקות השימוש (MOU) מביא לידי ביטוי את היעילות של הרשת באופן ש- 78.5% מהגידול בהכנסות ירד לשורת הרווח הגולמי. להערכתנו, בהינתן שרמת הפחת של החברה לא צפויה לעלות באופן משמעותי במהלך השנה, מגמה זו צפויה להימשך.
- הוצאות התפעול הגבוהות ברבעון (גידול של 43.6% לעומת הרבעון המקביל), גרמו לכך שהשיפור משורת הרווח הגולמי ירד לשורת הרווח התפעולי באופן מינורי יותר. ה- EBITDA הסתכם ברבעון ב- 454.9 מ' ש"ח שהם 32% מתוך סך הכנסות החברה, הגידול בסעיף זה הסתכם ב- 3.7% לעומת הרבעון המקביל, וירידה של 1.5% לעומת הרבעון הקודם.
- בהתייחס לשנת 2007 תחזית החברה היא לגידול, אם כי בשיעור נמוך מזה שהתקבל בשנת 2006 (16%) ב- EBITDA של החברה. להערכתנו, הגידול בסעיף זה צפוי להסתכם ב- 1.5% בלבד בשנת 2007.
- הוצאות המימון ברבעון הראשון הסתכמו ב- 19.6 מ' ש"ח, ירידה של 49.2% לעומת הרבעון המקביל, וירידה של 10.5% לעומת הרבעון הקודם. ירידה זו מוסברת בעיקר על ידי המדד השלילי, וייסוף השקל ברבעון.
- הרווח הנקי הסתכם ברבעון ב- 195.8 מ' ש"ח, גידול של 22.1% בהשוואה לרבעון המקביל, ועלייה של 20.2% לעומת הרבעון הקודם.
- החברה הכריזה על חלוקת דיבידנד לרבעון הראשון בסך 80 מ' ש"ח, כ- 40% מהרווח, המשקף תשואת ברוטו של 0.7%. מבנה ההון של החברה אינו יעיל (יחס חוב/EBITDA 2007E = 1.2) ובהמשך לדברי ההנהלה ניתן לצפות לאחד או שילוב של שלושה מהלכים: הגדלת אחוז הרווח המחולק, רכישה עצמית של מניות, רכישת חברות. ניתן לצפות להחלטות אופרטיביות בנושא זה עד פרסום תוצאות הרבעון השני של השנה.
- אנו מקדישים חלק נכבד מסקירה זו להשפעות הרגולציה על החברה. ברמת הידוע עומדות על הפרק השפעות המשך ירידת תעריפי הקישוריות, כמו גם ההוראות החדשות בעניין שיחות המסתיימות בתא הקולי שנכנסו לתוקף בינואר 2007. בנוסף, עומדת על הפרק ניידות המספרים שמועדה הסופי אינו ידוע אך הערכות הן כי היא צפויה להיכנס לתוקף לקראת סוף השנה. לאלה מצטרפת עננה נוספת שמגיע מכיוון שימוע שמשרד התקשורת החליט לערוך בעניין מרחב הפעולה של החברות והיקף השימוש "בחבילות הדקה" וההשלכה של סוגיה זו על היקף ההשפעה של ההוראה (תיכנס לתוקף בינואר 2009) בעניין המעבר לחיוב על פי מקטעים של שנייה אחת, במקום 12 שניות כיום.



מחלקת המחקר
פריזמה בית השקעות בע"מ

פרטנר נסחרת כיום לפי מכפיל EV/EBITDA של 6.6 לשנת 2007, ומכפיל רווח נקי של 13.7 לשנת 2007, רמות המכפיל הללו הן בטווח העליון של המכפילים של חברות דומות בעולם.

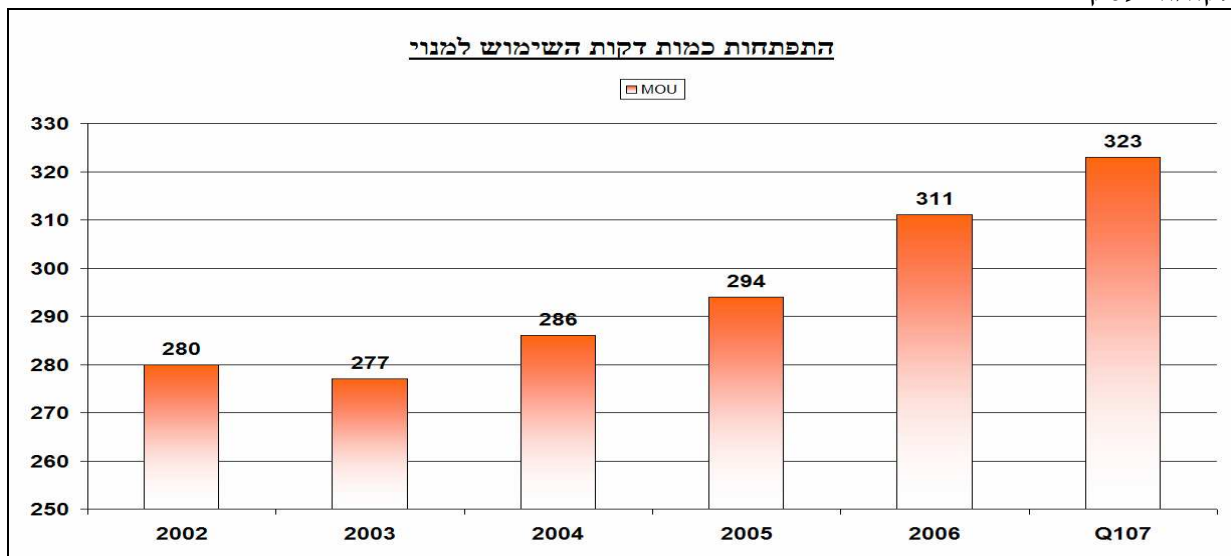
תוצאות הרבעון הראשון הם המשך לשנת 2006 שהייתה בבחינת שנת שיא עבור חברת פרטנר. נזכיר כי, הכנסות החברה הסתכמו ב- 2006 ב- 5.6 מיליארד ש"ח, גידול של כ- 10%, הרווח הנקי הסתכם ב- 681.3 מ' ש"ח, גידול של כ- 92%. השיפור המרשים בתוצאות העסקיות, כמו גם רמות התמחור להם זכתה חברת סלקום בהנפקת המניות בארה"ב משכו את מחיר המניה כלפי מעלה במהלך השנה האחרונה והיא השיגה תשואה של כ- 79% ב- 12 החודשים האחרונים, וכ- 38% מתחילת השנה.

ניתוח של הפרמטרים העיקריים באמצעותם הושג השיפור המרשים בתוצאות העסקיות, שקלול הסיבה הרגולטורית, ורמות התמחור בהם נסחרת המניה מובילים אותנו למסקנה שמניית פרטנר מתומחרת באופן מלא. ממודל השווי המבוסס על היוון תזרים המזומנים של החברה לשנים 2007-2010, הלוקח שיעור היוון של 9.4% וצמיחה פרמנטית של 1% עולה כי השווי הראוי לפרטנר הוא 10.6 מיליארד ₪ (67.6 למנייה), המשקף פרמיה של 3.9% על המחיר בשוק. ולפיכך, אחרי תקופה של עדנה, המלצתנו היא להקטין את האחזקה למשקלה בשוק.

ניתוח הפעילות העסקית

מצבת הלקוחות של החברה הסתכמה ב- 2.668 מיליון מנויים בסוף 2006, גידול של 139 אלף מנויים (5.5%). ברבעון הראשון הגדילה החברה את מצבת המנויים ב- 35 אלף. מן המפורסמות הוא ששוק הסלולארי המקומי רווי, שיעור החדירה עמד בסוף 2006 על כ- 118%, גם בתקנון הנתון הזה (בעלים של יותר מטלפון סלולרי אחד, פלסטינים, עובדים זרים) הערכות הן כי שיעור החדירה עולה על 80%, בדומה לשיעור החדירה הנורמאלי במדינות המפותחות. בהתבסס על הנתונים הללו, ניתן לצפות לשיעורי צמיחה חד ספרתיים נמוכים, מעט מעל שיעור הגידול של האוכלוסייה. מודל השווי מתבסס על גיוס נטו של כ- 110 אלף לקוחות בשנת 2007, גידול של 4.1%.

דקות השימוש (MOU) – הסתכלות על נתון זה מלמדת על גידול אשר נמשך גם בשנת 2006, ואשר ניזון בעיקר מהגידול העקבי בתמהיל הלקוחות העסקיים. אלה היוו 23% מסך הלקוחות בסוף שנת 2006 לעומת 20% בסוף 2005. בולטת במיוחד העובדה כי כ- 70% מתוך 139 אלף המנויים שגויסו במהלך 2006 הם לקוחות עסקיים.



הכנסה הממוצעת ללקוח (ARPU) – שנת 2005 שתוצאותיה הכספיות הושפעו במידה ניכרת מהפחתת דמי הקישוריות – ה ARPU של החברה ירד מרמה של 170 ₪ בשנת 2004 לרמה של 156 ש"ח בשנת 2005. במהלך 2006 עלתה ההכנסה הממוצעת ממנוי לרמה של 158 ₪ לחודש למרות ירידה נוספת בתעריף הקישוריות. עובדה זו היא תוצאה של:



- ✓ תעריפי השיחה בתוך הרשת – מאז ההחלטה על הפחתת תעריפי הקישוריות בוצעו ממספר העלאות תעריפים. בנוסף, מאמצי שיווק שהסיטו את לקוחות החברה לתוכניות תעריפים לפי שימוש חודשי.
- ✓ הכנסות מידע ותוכן – אלה הסתכמו ב- 526.7 מ' ש, גידול של 30.3%, המשקפים גידול של 3 ש בהכנסה החודשית הממוצעת.

השאלה המרכזית סביב ה- ARPU של החברה היא האם מגמת השיפור צפויה להימשך. התשובה לשאלה זו טמונה בעיקר בעוצמת המשך התערבות הרגולאטור בשוק ובמידת היכולת של החברות ובכלל זה פרטנר לפצות את עצמן באמצעות העלאת תעריפים הן ברמה הטקטית והן בהיבט של גמישות הביקוש של הצרכנים ביחס לשינוי במחיר.

ברבעון הראשון התקבל ביטוי ראשון אשר עשוי ללמד על הצפוי בהמשך. ה- ARPU של החברה עמד על 153 ש, לעומת 152 ברבעון המקביל ו- 159 ברבעון הקודם. לצד הגידול המתמשך בהכנסות Data, ובהכנסה הממוצעת ללקוח משירותי Data שהסתכמו ברבעון ב- 18.7 ש למנוי, לעומת 15.7 ש למנוי ברבעון המקביל, בולטת במיוחד ההכנסה הממוצעת משירותי Voice אשר הסתכמה ב- 134 ש למנוי, לעומת 136 ש למנוי ברבעון המקביל ו- 141 ש ברבעון הקודם. להערכתנו, על בסיס נתונים שנמסרו על ידי החברה, כ- 1.5 ש למנוי ניתן ליחס להשפעת ההוראות החדשות בעניין חיוב שיחות המסתיימות בתא הקולי.

רגולציה

ההחלטות הרגולטריות שהתקבלו ואלה העומדות על הפרק בטווח הנראה לעין והשפעתן:

- ✓ **תעריף הקישוריות** ממשיך לרדת גם בשנת 2007, ב- 1 במרס השנה ירדו התעריפים בשיעור של כ- 10% מ- 29 אג' לדקה ל- 26 אג' לדקה, וב- 1 במרס 2008 התעריף ירד ל- 22 אג' לדקה. כאקט מקדים לירידה הצפויה שהתרחשה במרס השנה החברה העלתה את תעריפי השיחות בתוך הרשת לכל הלקוחות בשיעור ממוצע של כ- 5%.
 - ✓ **שיחות לתא קולי** - עד ינואר 2007, לקוחות חויבו במחיר שיחה אף אם היא נותקה ולא הושארה הודעה. מניחות נתונים שבוצע על ידי משרד התקשורת עלה כי שיחות שאורכן עד 3 שניות מהוות 11% מכלל השיחות המבוצעות ברשת הטלפוניה, ושיחות שאורכן עד 6 שניות מהוות 18.2% מהשיחות. החל מ- 1 בינואר 2007 חויבו מפעילות הטלפוניה (סלולר וקווי) להוסיף הודעה על העברת השיחה לתא הקולי ובכך ליצור השהיה של לפחות 2 שניות במסגרתן ניתוק השיחה לא יחויב. להערכת החברה ההשפעה של שינוי זה היא פגיעה בהיקף של כ- 60 מ' ש בהכנסות.
 - ✓ **ניידות מספרים** אחד החסמים המשמעותיים למניעת נטישה של לקוחות הינה שימור מספר הטלפון בידי הלקוח. יישום התוכנית שצפוי להתרחש במחצית השנייה של השנה, מסיר חסם מעבר זה, כיוון שכך הערכה היא שהחברות הסלולריות תידרשנה להגדיל משאבים שיווקיים בשימור הלקוחות.
 - ✓ **חיוב מקטעי הגבייה** המצב כיום הוא שחברות הסלולר מחייבות שיחות לפי מקטעי חיוב של 12 שניות. בינואר 2009 צפויה להיכנס לתוקפה ההוראה ברישיון מפעילי הסלולר לפיה משך הזמן לחיוב הוא שנייה אחת. שינוי זה הוא בעל השפעה מהותית על שורת ההכנסות ויותר מכך על שורת הרווח. להערכתנו, על בסיס נתוני 2006 הפגיעה בהכנסות פרטנר כתוצאה משינוי מוערכת על ידינו בסך של 340 מ' ש.
- בעניין זה חשוב להדגיש, אומדנים אלה מבוססים על ההנחה כי כל ההכנסות משירותי קול מבוססות על חיוב לקוחות על פי מקטעים של 12 שניות. לאחרונה הסתבר כי עובדה זו שונה מהמציאות. החל מסוף שנת 2005 החלו חברות הסלולר להציע ללקוחות תוכניות המחויבות על פי מקטעים בני דקה. על פי הודעת משרד התקשורת, "שיווק תוכניות דקה ניתן לחברות הסלולר על מנת לאפשר הגדלת הגמישות השיווקית, אך נדרשת הבטחה כי רוב רובן של התוכניות שתשווקנה על ידי חברות הסלולר, תתומחרנה במקטעי חיוב בני 12 שניות לכל היותר... מרבית התוכניות שהוצעו למנויים בתקופה שנבחנה היו תוכניות המחויבות על פי מקטעים של דקה. בחלק מהחברות בקרב מצטרפים חדשים, הגיע שיעור המצטרפים לתוכניות דקה ליותר מ- 80%... בתוכניות דקה, שיעור השניות אשר הלקוח שילם עליהן מבלי שצרך אותן בפועל, נע בממוצע בין 25% - 40%". בהמשך לבדיקה של משרד התקשורת בנושא זה, יתבצע שימוע לחברות.
- להחלטת משרד התקשורת בעניין חבילות הדקה השפעה קריטית על כלי מהותי במרחב הפעולה של החברות במסגרתו הצליחו החברות להעלות את ההכנסה הממוצעת למנוי. יתרה מזאת, ואף חשוב



מכך להחלטות הרגולטור בעניין תהיינה השלכה על היקף ההשפעה של המעבר לגבייה על פי יחידות חיוב של שנייה.

✓ **MVNO** – משרד התקשורת הודיע כי הוא בוחן את האפשרות להכניס לשוק MVNO. להערכתנו, אלטרנטיבה ממשית מתוך השוק הישראלי קיימת רק מכיוונה של חברת HOT. לנוכח עוצמתם השיווקית, המיתוגית, רמת שירות הלקוחות של החברות הפועלות בתחום, והמגמות המאפיינות את הענף ההסתברות לקונסולידציה נראית סבירה יותר. בנוסף, גודלו של השוק ושיעורי החדירה הקיימים מקטינים מאוד את ההסתברות של כניסת מפעיל בינ"ל לשוק הישראלי במתכונת זו.

הכנסות משירותי נדידה – סעיף נוסף שנתון לאיום

שירותי הנדידה מאפשרים למנוי סלולארי לנדוד בין רשת סלולרית אחת לשנייה, ובכך לקבל שירותים סלולרים גם במקום בו הרשת אליה הוא משתייך אינה פועלת, השימוש הבולט הוא בנסיעה לחו"ל. שירותי הנדידה זוכים לאחרונה לתשומת לב רגולטורית באירופה. במהלך 2006 הצהיר האיחוד האירופאי כי הוא שוקל התערבות בתעריפי הנדידה. תעריפי השיחות בחו"ל המושפעים מעלויות הנדידה הגבוהות הם תוצאה של כשל כלכלי מאחר שהמפעיל שגובה את המחיר אינו המפעיל אליו המנוי משויך, לכן תיאורטית המנוי הוא שבוי ואין למפעיל אינטרס להוריד תעריפים, לכשל זה מצטרפות העלויות הנוספות של המפעילות הסלולריות, ושל הצורך באמצעים טכנולוגיים הגורמות לכך שתעריפי השימוש גבוהים. בעקבות ההכרזה הסכימו מספר מפעילים באירופה להפחית את תעריפי הנדידה ביניהם. במידה ומפעילים אלה יחליטו להפחית את תעריפי הנדידה מול פרטנר הדבר עלול להפחית את ההכנסות והרווחים משירותי נדידה. בנוסף, חברת פלאפון שלא משתתפת במשחק כתוצאה מכך שרשת הסלולר אינה GSM-ית הודיעה על כך שהיא מקימה רשת שתפעל דור 3.5 מבוססת טכנולוגיית UMTS הצפויה לאפשר לה הרחבת שירותי הנדידה. לעובדה זו אפקט שלילי על הכנסות פרטנר מתחום שירותי הנדידה לתיירות הנכנסת.

סך ההכנסות במודל השווי מבוסס על שקלול הפרמטרים לעיל. תחזית ההכנסות לשנת 2007 מסתכמת ב- 5.75 מיליארד ₪, גידול של 2.6%.

▪ **רווחיות גולמית** – שיעור הרווחיות הגולמית משירותים נשחק מרמה של 37.5% בשנת 2004 לרמה של 34.6% במהלך שנת 2005, בעיקר כתוצאה מהעלייה בהוצאות הפחת והפחתות של יותר מ-100 מ' ₪ בגין ההשקעות שבוצעו בהקמת רשת הדור השלישי שהושקה מסחרית בסוף 2004. בשנת 2006 עלתה הרווחיות הגולמית לרמה של 38.6% מאחר שעלויות השירותים שמרה על רמה דומה לזו שבשנת 2005. תוצאות אלה הם ביטוי מובהק לכך שהרווח השולי מכל שקל נוסף של הכנסה הוא בשיעור גבוה מאוד, **ובשנה שבה הוצאות הפחת יורדות, החברה הצליחה להשיג רווח גולמי של 73 אג' על כל שקל נוסף של הכנסה!** להערכתנו, מגמה זו צפויה להימשך גם בשנת 2007 וביטוי לכך התקבל בתוצאות הרבעון הראשון. שיעור הרווח הגולמי משירותים הסתכם ברבעון הראשון ב- 39.7% לעומת 37.1% ברבעון המקביל, ו- 39.6% ברבעון הקודם.

מודל השווי מבוסס על תחזית רווח גולמי לשנת 2007 של 1.8 מיליארד ₪, 31.3% מההכנסות לעומת 30.5% בשנת 2006.

▪ **רווח תפעולי** – ברבעו הראשון נרשמו הוצאות התפעול גבוהות (גידול של 43.6% לעומת הרבעון המקביל), אלה גרמו לכך שהשיפור משורת הרווח הגולמי ירד לשורת הרווח התפעולי באופן מינורי יותר. ניתן לצפות לרמת הוצאות נמוכה יותר בחלק מהרבעונים הנוותרים בשנה בעיקר כתוצאה מכך שהקמפיינים השיווקיים אנים מתחלקים באופן שווה על פני השנה. יחד עם זאת, בעיקר כתוצאה מכניסתה לתוקף של ניידות המספרים במחצית השנייה של 2007 ניתן לצפות להוצאות שיווק גבוהות יחסית.

▪ **EBITDA** ברבעון הראשון 2007 הסתכם ב- 454.9 מ' ₪ שהם 32.1% מההכנסות, גידול של 4.6% לעומת הרבעון המקביל.

אחת התחזיות הבודדות אותן מפרסמת החברה ביחס לשנת 2007 מתייחסת לשורת ה- EBITDA. להערכת החברה סעיף זה צפוי להמשיך לצמוח בשנת 2007 אם כי בשיעור נמוך יותר מזה שהושג בשנת 2006 (16%). **להערכתנו, שיעור הגידול הצפוי בסעיף זה בשנת 2007 מסתכם ב- 1.5% בלבד.**



מחלקת המחקר
פריזמה בית השקעות בע"מ

הוצאות מימון – הוצאות המימון ירדו בשנת 2006 ב- 51.8% מ- 345.4 מ' ש' בשנת 2005 ל- 166.4 מ' ש'. חלק גדול מהירידה הוא תוצאה של הירידה בהוצאות הריבית בגין החלפת החוב ארוך הטווח הקודם שהורכב ברובו מחוב בנקאי בריבית משתנה ואגרות חוב דולריות בריבית של 13%, באג"ח צמוד מדד נושא ריבית שנתית של 4.25% שהונפק בסוף מרס 2005.

הוצאות המימון ברבעון הראשון הסתכמו ב- 19.6 מ' ש', ירידה של 49.2% לעומת הרבעון המקביל, וירידה של 10.5% לעומת הרבעון הקודם. ירידה זו מוסברת בעיקר על ידי המדד השלילי, וייסוף השקל ברבעון.

הוצאות המס – כמו כל החברות במשק הישראלי החברה צפויה ליהנות מהמשך תהליך ירידת מס החברות. בהמשך להלכה שנקבעה לאחרונה על ידי בית המשפט העליון, מטעמי שמרנות, החברה מפרישה את הוצאות מימון בגין החוב שלכאורה שימש לרכישה העצמית של המניות לפני כשנתיים, כך ששיעור המס האפקטיבי של החברה מעט גבוה יותר מהמס הסטטוטורי.

רווח נקי – הגידול בשורת הרווח הנקי של החברה בשנת 2006 היה מרשים, 92.1%. כפי שפירטנו לעיל, השיפור בתוצאות העסקיות בשנת 2006 נבע משילוב של מספר גורמים שחברו יחדיו ואפשרו "לתקן" את שהתרחש בשנת 2005. הרווח הנקי ברבעון הראשון הסתכם ב- 195.8 מ' ש', גידול של 22.9% לעומת הרבעון המקביל ו- 20% לעומת הרבעון הקודם. **תחזית הרווח הנקי לשנת 2007 מסתכמת ב- 771.7 מ' ש', גידול של 13.3%.**

השקעות - היקף ההשקעה ברשת צפוי לשמור על רמה דומה לזו שחזינו בה בשנת 2006 (443 מ' ש'), והיא מאפיינת את ההשקעה השוטפת ברשת, ואת ההשקעות ברשת הדור השלישי המבוססות על תהליך הגירה של לקוחות לרשת זו.

השוואה למתחרים

ניתן לראות כי החברות נהנו ממגמות דומות בשורת ההכנסות וה- EBITDA, כאשר בשורת הרווח הנקי סלקום הציגה סטגנציה הנובעת מגידול בהוצאות המימון של החברה כתוצאה מגיוס חוב בהיקף כולל של 3.6 מיליארד ש'. כמו כן ניתן לצפות שסלקום תצמצם במהלך 2007 את הפער בנושא ההכנסות משירותי מידע ונתונים, עובדה שתאפשר לה להציג צמיחה גבוה יותר בהכנסות ושיפור ברווחיות כתוצאה מכך שהכנסות אלה נחשבות רווחיות יותר.

2006		
פרטנר	סלקום	
2668	2884	מניים
139	281	גידול
158	151	ARPU
311	338	MOU
5,606,711	5,622,000	הכנסות
9.4%	9.9%	% גידול
526,700	328,000	הכנסות מידע ונתונים
9.4%	5.8%	% מההכנסות
1,840,826	1,864,000	EBITDA
16.0%	13.5%	% גידול
32.8%	33.2%	% מההכנסות
681,275	517,000	רווח נקי
92.1%	7.0%	% גידול
מכפילים בשוק		
6.69	6.01	EV/EBITDA
14.90	15.59	P/E

סיכום מודל הערכת השווי

מודל השווי מבוסס על היוון תזרים מזומנים החופשי של החברה. שיעור ההיוון שנבחר הוא 9.4%, וצמיחה פרמננטית של 1%. השווי הכלכלי העולה מהמודל מסתכם ב- 10.8 מיליארד ש', פרמיה של 3.9% על מחיר המניה בשוק. **לאור האמור, אנו מעניקים למניית פרטנר המלצת תשואת שוק ומחיר יעד של 67.6 ש'.** להערכתנו, בהינתן שיעורי הצמיחה הצפויים במהלך השנה, ואי הבהירות סביב ההשפעה של החלטות גולטוריות שונות, ורמות התמחור בהם נסחרת המנייה כיום, משקפות מחיר מלא לחברה.

12,750,349	שווי תפעולי
-2,153,019	עודף נכסים פיננסיים
10,597,330	שווי כלכלי לחברה
10,153,648	שווי שוק
156,881	מספר מניות בדילול מלא
67.6	שווי כלכלי למניה (ש"ח)
65.0	שווי מניה כיום (ש"ח)
3.9%	פרמיה (דיסקאונט)

9.4%	שיעור ההיוון
1.0%	שיעור צמיחה לט"א
3,106,366	2007-2010
9,643,983	היוון השארית
12,750,349	סה"כ שווי תפעולי



תמצית הנתונים הפיננסיים:

	E2019	E2018	E2017	Q4/2017	Q3/2017	Q2/2017	Q1/2017	2016A	Q4/2016	Q3/2016	Q2/2016	Q1/2016
סך הרוכמות	5,981,940	5,940,207	5,753,885	1,454,061	1,462,001	1,419,979	1,417,784	5,606,711	1,445,133	1,461,989	1,372,945	1,326,644
77.2%	-1.5%	3.2%	2.8%	0.8%	0.0%	3.4%	6.3%	9.4%	14.8%	8.1%	9.8%	5.3%
חוזר מילוי	1,759,288	1,869,984	1,808,297	461,786	469,913	446,629	445,989	1,709,444	446,594	457,362	431,031	374,457
20.1%	31.3%	31.4%	31.4%	31.4%	31.5%	31.5%	31.5%	30.5%	30.9%	31.3%	31.4%	28.2%
מדידת נכילי שוק	389,672	356,472	359,063	89,699	90,648	85,199	93,539	307,592	90,639	84,724	75,579	57,260
6.3%	6.0%	6.2%	6.1%	6.2%	6.0%	6.8%	6.8%	5.5%	6.3%	5.8%	5.5%	4.3%
מדידת מדידת	187,282	190,887	193,000	47,984	49,248	45,439	51,299	183,460	42,089	53,777	43,963	43,882
3.2%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.2%	3.8%	3.3%	2.9%	2.9%	3.7%	3.2%	3.3%
רווח מקטיל	1,208,334	1,313,395	1,292,214	315,104	320,018	315,991	301,101	1,218,992	319,857	319,511	311,489	273,535
20.8%	22.1%	21.8%	21.7%	21.9%	22.3%	21.2%	21.7%	21.7%	21.7%	21.9%	22.7%	20.8%
מדידת מדידת	639,489	628,956	612,917	155,336	153,936	142,553	151,092	622,434	147,261	153,900	159,838	161,435
1,842,823	1,942,350	1,867,838	471,440	473,954	468,544	451,900	1,840,826	461,118	473,411	471,327	434,970	
31.5%	32.7%	32.5%	32.4%	32.4%	33.0%	32.1%	32.8%	31.9%	32.4%	34.3%	32.8%	
שוק מדידת	143,928	160,100	134,465	33,134	33,134	40,478	19,618	166,442	21,927	44,710	61,176	38,629
1,059,408	1,153,295	1,117,840	281,970	286,883	287,512	281,483	1,051,950	291,930	274,801	290,313	234,906	
27%	29%	31%	31%	31%	31%	30%	35%	44%	33%	30%	32%	
מדידת מדידת	286,940	334,455	346,180	87,771	89,196	83,579	85,634	370,675	128,950	90,148	76,076	75,501
773,366	819,839	771,669	194,199	197,697	183,934	195,949	681,275	162,900	184,653	174,237	159,405	
-5.8%	6.1%	13.3%	19.2%	7.1%	5.8%	22.9%	32.1%	35.8%	49.7%	50.4%	28.0%	
מדידת מדידת												



מנהל הברוקראז'	טלפון	נייד	דוא"ל
שי עובדיה	03-7913428	054-2225597	shay.ovadia@prismafinance.com
מחלקת המחקר			
עמירם ברכה	03-7914727	054-7450213	amiram.bracha@prismafinance.com
מאיר סלייטר	03-7914619	050-5900659	meir.slater@prismafinance.com
מניות – מקומי			
עידו אמיר	03-7914669	050-6543462	ido.amir@prismafinance.com
מייקל קטינה	03-7914679	052-3255814	michael.katina@prismafinance.com
אג"ח ישראליות			
שרגא שטרן	03-7914409	054-6750023	shraga.steran@prismafinance.com
ברק טפר	03-7913446	052-5677684	barak.tepper@prismafinance.com
טל קהלני	03-7914796	052-3987874	tal.kahalani@prismafinance.com
אלמוג בייפוס	03-7914673	052-8605370	almog.baifus@prismafinance.com
נגזרים			
שימי ברזני	03-7914682	052-8465441	shimi.barazany@prismafinance.com
ניירות ערך זרים			
ז'נט צ'יקושוילי	03-7914410	052-4750099	jannette.ch@prismafinance.com
סם כהן	03-7914671	054-2100979	sam.cohen@prismafinance.com
לקוחות עצמאיים			
אלי ברק	03-7914718	054-6750053	eli.barak@prismafinance.com
אייל גרינבאום	03-7913210	052-2222901	eyal.grinbaum@prismafinance.com
מוטי אליאסי	03-7914411	054-6483023	motty.aliasi@prismafinance.com
מידל אופיס			
שי בנישו	03-7913215	050-7472274	shay.benishou@prismafinance.com

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.