



צחי אברהם
אנליסט
טלפון 03 5652510
מייל tsahiv@clal-fin.co.il

B תקשורת
אינטרנט זהב
אנחנו עדיין חיוביים על בי-קום: העלאת מחיר.
אבל כבר הרבה פחות על אינטרנט זהב: הורדת המלצה

עדכונים בדו"ח

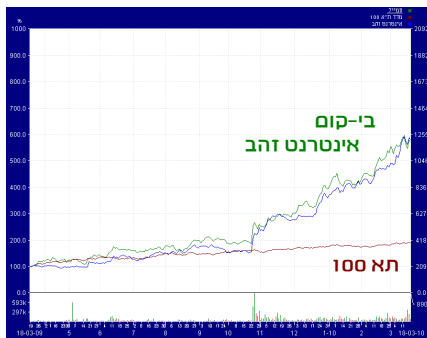
- שינוי המלצה
- שינוי מחיר יעד
- שינוי תחזית

BCOM: נתונים עיקריים

תשואת יתר	המלצה
134.0	מחיר יעד
121.9	מחיר מניה
3.2	שווי שוק (מיליארד ₪)
123.3	גבוה 12 ח' (₪)
20.5	נמוך 12 ח' (₪)
466%	שינוי 12 חודשים
88%	שינוי ת"א 12 25 ח'
9.1	מחזור יומי (מ' ₪)
25.2%	סחורה צפה
תשואת יתר	המלצה קודמת
116.0	מחיר יעד קודם (ש"ח)

IGLD: נתונים עיקריים

תשואת שוק	המלצה
121.0	מחיר יעד
115.0	מחיר מניה
2.3	שווי שוק (מיליארד ₪)
121.0	גבוה 12 ח' (₪)
19.1	נמוך 12 ח' (₪)
464%	שינוי 12 חודשים
88%	שינוי ת"א 12 25 ח'
6.5	מחזור יומי (מ' ₪)
26.4%	סחורה צפה
קניה	המלצה קודמת
112	מחיר יעד קודם (ש"ח)



בעקבות הנפקת המניות של בי-קום, השלמת המימוש של האג"ח להמרה, העדכונים הנובעים ממחיר היעד לבזק ויותר מכל העלייה החדה במחיר המניות המסוקרות אנחנו מעדכנים את המודלים ואת ההמלצות.

בי-קום (סמייל) - הנפקת המניות הזרימה פנימה 400 מיליון ₪ במחיר 116 ₪ ודיללה את מספר המניות בהתאם. אנחנו מעדכנים את מחיר היעד לאור מחיר היעד שלנו לבזק, שעומד על 112.2 ₪ למניה (לפני חלוקת הדיבידנד), ואת שיעור הדיסקאונט ומעלים את מחיר היעד של **בי-קום מ- 116 ₪ ל- 134 ₪ למניה ומותירים את ההמלצה על תשואת יתר.**

אינטרנט זהב - החברה שמרה על חלקה בהנפקת בי-קום על 75% והזרימה פנימה 300 מיליון ₪. אנחנו מעלים את מחיר היעד לאור העלאת שווי האחזקה של בי-קום אבל מחיר המניה הדביק את הפער לאחר עליה חדה. **אנחנו מעלים את מחיר היעד מ- 112 ל- 121 ₪ אבל מורידים את ההמלצה בשתי דרגות מקניה לתשואת שוק.**

בי-קום - אנחנו מעריכים את השווי הכלכלי למניית בזק במחיר של 112.2 ₪ למניה. תמחור שווי כלכלי זה מתמחר את מניית בי-קום בשווי כלכלי של 145 ש" למניה. הדיבידנד הקרוב של בזק שיחולק באפריל יכניס לבי-קום סכום של 751 מיליון ₪ (לפי דיבידנד של 0.92 ₪ למניה) והוא מהווה למעשה חלק מהסכם הרכישה שהוסכם עם הבנקים. בי-קום לא צפויה לחלק דיבידנדים בעתיד הקרוב אלא לחלק את הדיבידנדים המתקבלים מבזק לטובת הבנקים, שמימנו את רכישת הענק של מניות בזק. ולאור ההסכם של בי-קום הכיוון הזה יורגש לא רק בחלוקה הקרובה אלא לאורך השנה וחצי הבאים שיקטינו את החוב הפיננסי של החברה.

קבלת 1.2 מיליארד ₪ בגין מכירת הפעילות של 012, הנפקת האקוויטי וחלוקת הדיבידנד הקרובה צפויה להוריד באופן חדן) ובהיקף כולל של יותר מ- 2 מיליארד ₪ את החוב הכולל לרמה של 4.3 מיליארד ₪ בלבד ואת מינוף החברה (לטוב ולרע). אנחנו מפרידים בין סעיפי המזומן רק לשם נוחות הקריאה.

בי קוניוקיישנס	מודל אחזקת (במיליוני ש"ח)	מספר מניות
מכירת סמייל 012	1,200	28.8
נכסים פיננסיים נטו - ביקום	262	141.4
מניות בזק	8,452	121.9
חוב בזק	(6,514)	134.3
תוספת שווי לבזק לפי יעד כלכלי	670	
שווי כלכלי לחברה	4,070	16.0%
	דיסקאונט מול המחיר הכלכלי	

אינטרנט זהב - אינטרנט זהב שמרה על אחזקתה בבי-קום עם שיעור של 75% בהשקעה של 300 מיליון ₪. למרות שהסיכון בחברה נמוך, אינטרנט זהב לא תראה את הדיבידנדים של בזק משורשים אליה עד 2012 ולאור הדיסקאונט הנמוך אנחנו מעדיפים להיות "קרובים" לכסף בחברת הבת. אנחנו עדיין מניחים, שפעילות המדיה השולית נמצאת על המדף ומכירתה תותיר גם באינטרנט זהב אחזקה משורשרת של בזק בלבד.

אנחנו מעלים את מחיר היעד של אינטרנט זהב על מנת לשקף שווי גבוה יותר לבזק אבל הפער הנמוך יחסית מול השווי הכלכלי ודילול מסוים "שולח" אותנו להורדת ההמלצה לתשואת שוק עם מחיר יעד מעודכן של 121 ₪ (ראה מודל בהמשך).



מחזיקי האג"ח להרמה של אינטרנט זהב צפויים להמיר את האחזקה כולה למניות עד סוף החודש הבא לאור העלייה המסחררת במחיר המניה. עליה זו צפויה למחוק את סעיף האג"ח להמרה במאזן הלהלות את מספר המניות ל- 19.5 מיליון מול 18.3 מיליון מניות במודל הקודם.

אינטרנט זהב	שיעור אחזקה שווי שוק	הערכה שלנו	הערות
שווי מניות ביי-קום	75.3%	2265.7	המחיר נגזר מתוך מחיר היעד לבזק
מדיה	100%	25.0	על המדף
חוב של חברת האם נטו		(435.0)	
עלויות מטה		(35.0)	
שווי כולל		1820.7	2617.8
מספר מניות		19.5	אחרי מימוש אג"ח להנרה
שווי כלכלי למניה		93.5	134.4
דיסקאונט נדרש	0.0%		10.0%
שווי אחרי דיסקאונט		93.5	121.0
שווי סחיר (מניה)		115.0	115.0
דיסקאונט מול המחיר הכלכלי	-18.7%		16.9%

חדשות אחרונות מבזק:

רגולציה – סימנים שמשרד התקשורת מתכוון לאפשר לבזק לשווק חבילות טריפל פליי אם כי תחת תנאים מגבילים (חבילה פריקה ושאר ירקות) לאחר חמש שנים של מאבק עם הרגולטור זה בהחלט בשורה טובה. משרד התקשורת מאזן את הכוחות דרך מתן אפשרות ל-הוט לספק שירותי קישוריות לאינטרנט (ISP) כך שעיקר ההשפעה השלילית נופלת על כתפי השחקנים הקטנים.

בעל שליטה – רכישת מניות YES שהוחזקו ע"י בעלי מניות מיעוט בחברה אומרת למעשה כי שאול אלוביץ מחזיק באופן מלא בחברת הלוויין בדרך עקיפה (בזק) וישירה (יורקום). לכאורה, הרשות להגבלים עסקיים אפשרה ארכה למכירת האחזקות (שנתיים) אבל תנו לנו לנחש שכל עוד הרגולטור לא ינופף בגרזן אל מול בעלי השליטה הם ימתינו ויקוו לשינוי הרגולציה של משרד התקשורת בתקווה לאיחוד מלא של YES בתוך בזק.

וואלה – בזק הינלאומי רכשה את אחזקות שוקן בוואלה דרך זכות הסירוב שלה בחברה. זו רכישה טובה של וואלה שנסחרת במכפיל EV/EBITDA של +5 על 2010 בחברת אינטרנט מובילה, אבל סביר להניח שהיא תרצה למכור את החברה כולה בשל הסינרגטיות הנמוכה לעסקי הליבה של בזק.

דיבידנד מתקרב: 0.92 אגורות פר מניה. אנחנו נעדכן את מחיר היעד של בזק בהתאם. אנחנו רואים את המינוף בחלוקת הדיבידנד כחיובי.

שורה תחתונה: לא רואים שינויים דרמטיים ברכישה המוצלחת.



כלל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי				
רונו ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 ronen@clal-fin.co.il		נאור אל חי מנהל חדר מסחר 03-5653552 neor@clal-fin.co.il		
אריה לנצברג 03-5653541 ariehl@clal-fin.co.il		חגית דלאל 03-5653543 hagitd@clal-fin.co.il		
אסף קרפה 03-7611985 asafk@clal-fin.co.il				
עשיית שוק		אג"ח		
גל בר 03-5653548 galba@clal-fin.co.il		דרור וסרמן 03-7611905 drorw@clal-fin.co.il		אסף לוינסון 03-7613702 traasaf@clal-fin.co.il
		בני סימון 03-7611988 benis@clal-fin.co.il		משה בן אסאייג 03-5653550 mosheba@clal-fin.co.il
דסק בינלאומי				
סער גולן 03-7611987 saarg@clal-fin.co.il		אבי וינרב 03-5653556 aviwe@clal-fin.co.il		
מריסה בנדר 03-6251014 marisab@clal-fin.co.il		אלירן אליהו 03-5653646 eliran@clal-fin.co.il		אלה מוריס 03-5653540 ellam@clal-fin.co.il
		אג"ח בינלאומי		
		גיא מגן 03-5652565 guyma@clal-fin.co.il		
		יסכה ארז 03-6251024 yisca@clal-fin.co.il		
מחקר				
יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 yuvalb@clal-fin.co.il		צחי אברהם תקשורת, מזון וטכנולוגיה 03-5652510 tsahiav@clal-fin.co.il		
נדב אופיר אג"ח חו"ל 03-6251039 nadavo@clal-fin.co.il		אבירן רביבו כימיה 03-6274883 aviranr@clal-fin.co.il		ירון זר אנרגיה 03-5652546 yaronze@clal-fin.co.il
נגזרים		Back office		
צחי סוקול 03-7616450 tzahiso@clal-fin.co.il		טיראן מאיר 03-5653560 tiranm@clal-fin.co.il		
איתי סאבח 03-7613732 etisa@clal-fin.co.il		נדב קליק 03-7611990 nadavk@clal-fin.co.il		בטי מזרחי 03-5653537 betty@clal-fin.co.il
מנהלה				
		יעל זומר 03-7613654 yaelzo@clal-fin.co.il		
		סימה דקל 03-5653557 simade@clal-fin.co.il		

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

א. פרטי מכין האנליזה

צחי אברהם
ת.ז. 038543500
רישיון משווק השקעות רישיון מספר 8674 (רישיון מנהל תיקים בהתליה)
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
השכלה - מוסמך (MA) בכלכלה ומנהל עסקים, האוניברסיטה העברית;
בוגר (BA) בחשבונאות וכלכלה, האוניברסיטה העברית.
ניסיון - תפקידי מחקר ואנליזה משנת 2001 ועד היום בחברות: כלל פיננסים, אינפיניטי גרופ ERCG, מחלקת המחקר של בנק ישראל

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:
כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
טלפון: 03 5653557

ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום של האנליזה.
אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

ג. הערות לאנליזה

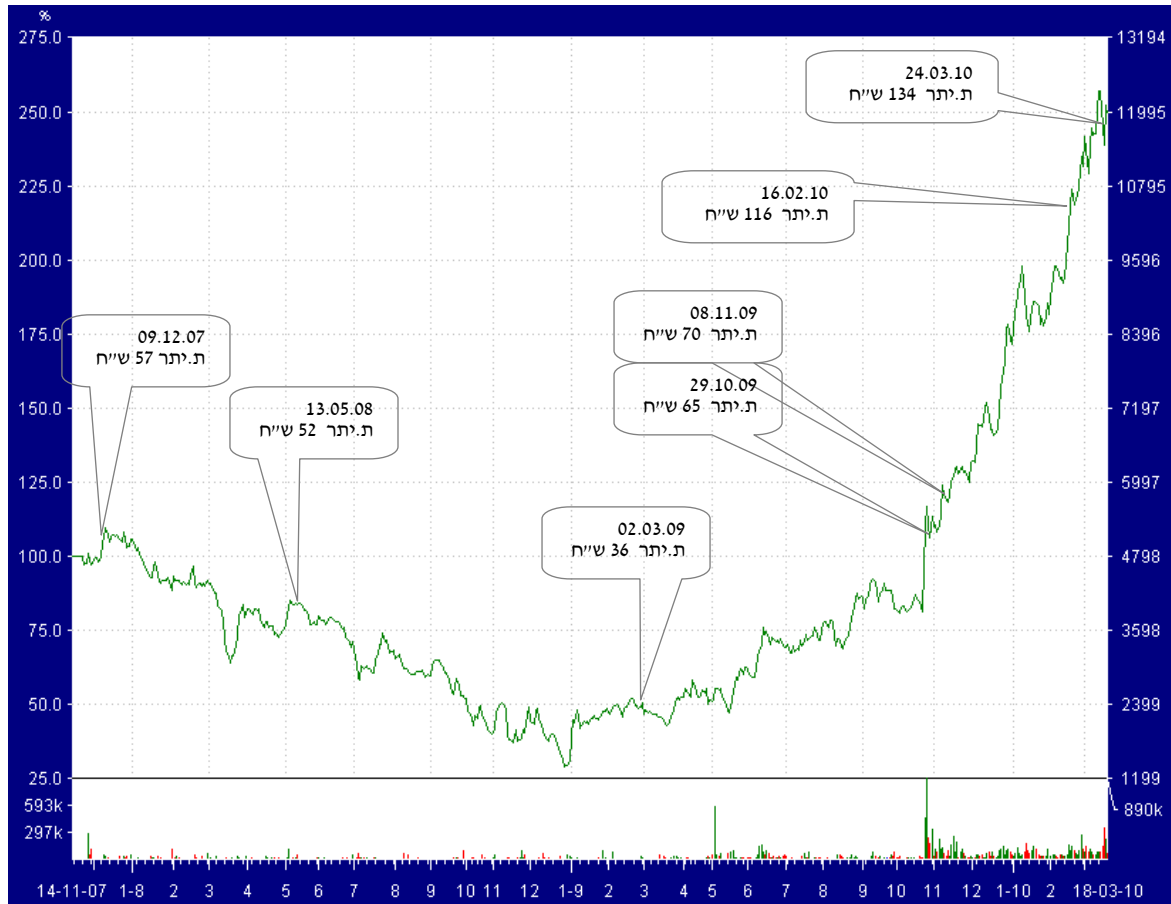
1. סולם המלצות

- **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת חסר** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **מכירה** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.

2. גישת הערכת ל- אינטרנט זהב ובי-קום וקביעת מחיר היעד בוצעה בגישת מודל חברת אחזקות תוך התאמה לסוג ותקופת ההשקעות המוחזקות.

3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של אינטרנט זהב ובי-קום:.
- בזק חשופה לשינויי רגולציה תכופים בתחום התקשורת.
 - שינויים תחרותיים שמשפיעים על מחירה של בזק בבורסה.
 - הכנסת פעילות נוספת, מאימה או לא לתוך הפעילות של בי-קום ואינטרנט זהב.
 - בעיות במחזור החוב.

4. גרף מנית **בי קומיוניקיישנס** ושינוי המלצות מתחילת המסחר בישראל. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



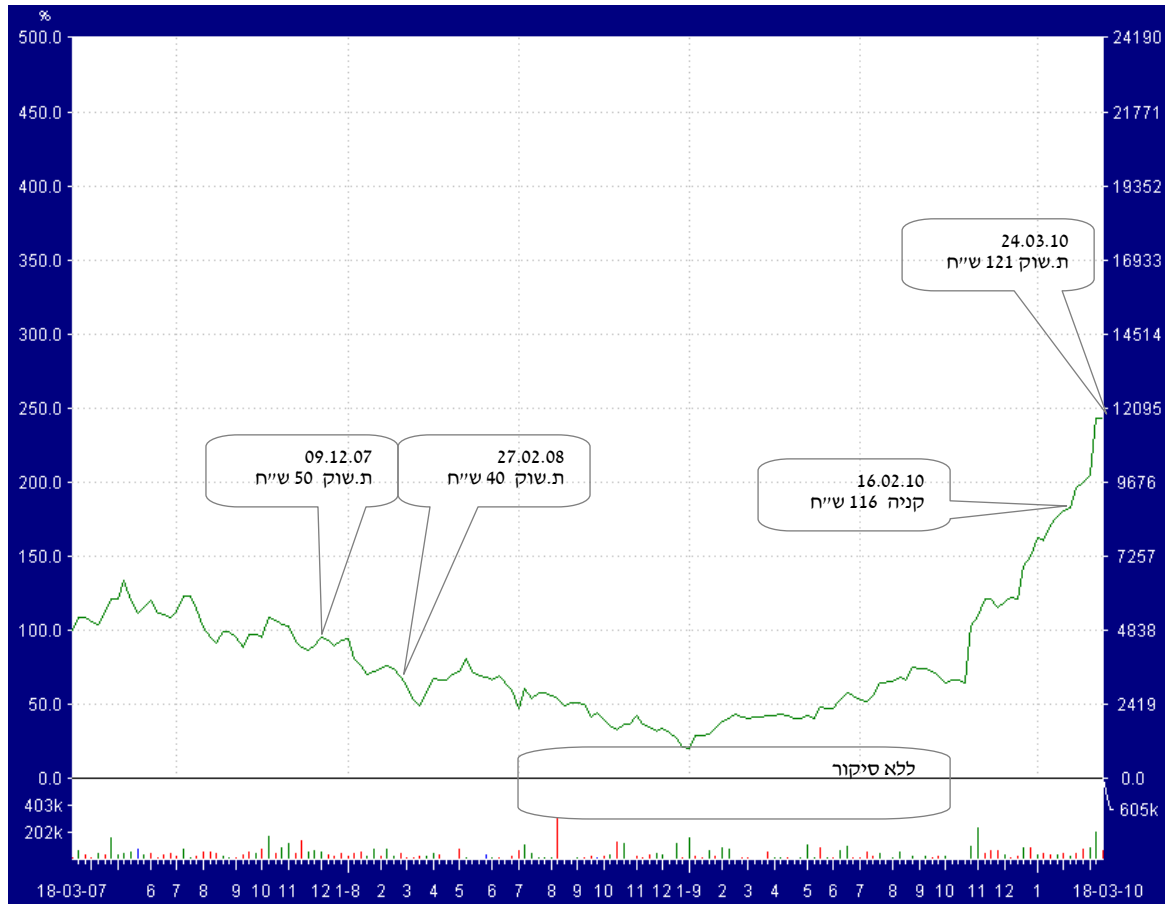
* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

גרף מניית אינטרנט זהב ושינוי המלצות מתחילת המסחר בישראל. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה:



* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.

ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, צחי אברהם, בעל רישיון מספר 8674, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

צחי אברהם



ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה") להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של אינטרנט זהב ובי-קום.
2. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם בתאריך 24.03.10 כעדכון שוטף.

ג. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשוא דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא ד"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל עניין בכלל פיננסים ברוקראז'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.