

ענף הסלולר – הפחתת דמי הקישוריות – הכצקתה?

בשבוע שעבר משרד התקשורת פרסם הודעה על כוונתו להפחית, במהלך אחד, את דמי הקישוריות הסלולרית בשיעור של עד 84%. ניתנה התראה של 30 יום לחברות הסלולר, במהלכן יוכלו לגבש את עמדותיהן ולפרט את התנגדותן. להלן הניתוח שלנו ביחס למשמעויות השונות של צעד זה, למטרות אשר הוא משמש ולסבירות התרחשותו בפועל בסופו של דבר:

• **במה שונה הפחתת דמי הקישוריות הפעם ממה שאירע ב-2005?** מעבר לעובדה כי הפעם מדובר במהלך חד ולא הדרגתי כמו ב-2005, נראה כי השוני המהותי טמון ברצינואל שבבסיס הפחתת דמי הקישוריות. ב-2005 הפחתה נועדה להיטיב עם הצרכן הסופי בכך שהתכוונה ולהוזיל את עלויות השימוש בסלולר, מבלי שנקשרו למהלך משמעותי נוספות. הפעם נראה כי מה שמניע את הרגולטור בהפחתה הנוכחית הוא הכשרת הקרקע למימוש תכניות הרחבת התחרות בשוק הסלולר באמצעות מודל MVNO (מפעיל ווירטואלי ללא תשתיות תקשורת עצמאיות, הרוכש דקות זמן אוויר מהמפעילים הסלולריים במחיר זול יחסית, ומוכר אותן בחבילות ללקוחות קצה).

• בהסתמך על ניסיון העבר, אנו בדיעה כי גם המערכה הנוכחית שבין משרד התקשורת לבין חברות הסלולר, תסתיים בהתקפלות מסוימת של משרד התקשורת לנוכח תגובה עוצמתית של החברות. אנו צופים כי בסופו של דבר נראה פשרה:

○ הן בגובה ההפחתה של דמי הקישוריות – להערכתנו, דמי הקישוריות יירדו השנה לרמה של 13-16 אג' לדקת שיחה. ההפחתות הנוספות יתרחשו בתהליך הדרגתי יותר ממה שפרסם כעת משרד התקשורת.

○ התהליך לא יתחיל באוגוסט הקרוב, כפי שהצהיר משרד התקשורת, אלא תחילתו תידחה לקראת סוף 2010.

• יחד עם זאת, חשוב לציין, כי בניגוד למציאות של הפחתת דמי הקישוריות ב-2005, כוונתו הנוכחית של משרד התקשורת להכשיר את הקרקע לכניסת MVNO הופכת את שאיפת חברות הסלולר לשמר את רווחיותן, לקשה יותר. זאת, על רקע השינויים הרגולטוריים, המקשים על החברות לעדכן תעריפים במהירות הרצויה, כגון: איסור עידכון תעריפים ללקוחות חדשים, הנמצאים במסגרת ההתחייבות ל-18 חודשים, עד תום ההתחייבות.

• ביחס לנושא ה-MVNO, אנו מעריכים כי בסופו של דבר כן יקום בארץ מפעיל ווירטואלי, אך הדבר ייקח עוד זמן. אנו צופים כי כניסתו תתאפשר לא לפני 2012.

• אנו מעדכנים את מחירי היעד שלנו למניות סלקום ופרטנר כדלקמן:

○ מחירי היעד שלנו למניית סלקום הותאם מ-123 ₪ ל-121 ₪ למניה. על רקע אפסייד של כ-16% ממחיר המניה בשוק נכון לשעת כתיבת שורות אלו, אנו מעלים המלצה מ"החזק" ל"קניה".

○ מחירי היעד שלנו למניית פרטנר יורד מ-81 ₪ למניה אל 73 ₪ למניה (לרבות התאמת תשלום דיבידנד בסך 1.4 מיליארד ₪). נוכח הפער בין מחיר היעד המעודכן שלנו לבין מחיר השוק הנוכחי של פרטנר, גם כאן אנו מעלים המלצתנו מ"החזק" ל"קניה".

• להערכתנו, הפגיעה המינימאלית מהמהלך של משרד התקשורת תהיה בבזק, אם בכלל. להלן ההנמקה:

○ מה שעלול לפגוע בפעילות הסלולר, אמור להיטיב עם השירות הנייח.
○ דווקא הנקודה החלשה יחסית של פלאפון – היותה המפעיל בעל הנתח הקטן ביותר מבין שלושת המפעילות הגדולות (29%), משמשת הפעם לטובתה, ותצמצם את הפגיעה כתוצאה מהפחתת דמי הקישוריות, בהשוואה למתחרותיה הגדולות יותר.

○ בגלל היתרון לגודל של בזק כקבוצה מאוחדת, סביר להניח כי ברמת הקבוצה לא נראה שינוי של ממש בשורת הרווח.

○ מבין שלושת המפעילות, לפלאפון יש את האחוז הקטן ביותר של מנויי pre-paid, וזה גם מהווה סיבה נוספת להניח כי פגיעתה של פלאפון מכניסת מפעיל ווירטואלי תהיה מינורית במיוחד, אם בכלל.

פרטנר

המלצה חדשה
"קניה"

מחיר יעד חדש
₪ 73

מחיר יעד קודם
₪ 81

מחיר נוכחי
₪ 67

שווי שוק
10,470 מיליון ₪

סלקום

המלצה חדשה
"קניה"

מחיר יעד חדש
₪ 121

מחיר יעד קודם
₪ 123

מחיר נוכחי
₪ 104

שווי שוק
10,641 מיליון ₪

גורמי סיכון:

רגולציה הדוקה
בענף

תחרות ענפית

שוק מקומי רווי

פועלים סהר

מחלקת המחקר
SELL SIDE

מגדל לוינסטיין

דרך מנחם בגין 23

תל-אביב 66184

טל: 03-7104500

פקס: 03-7104505

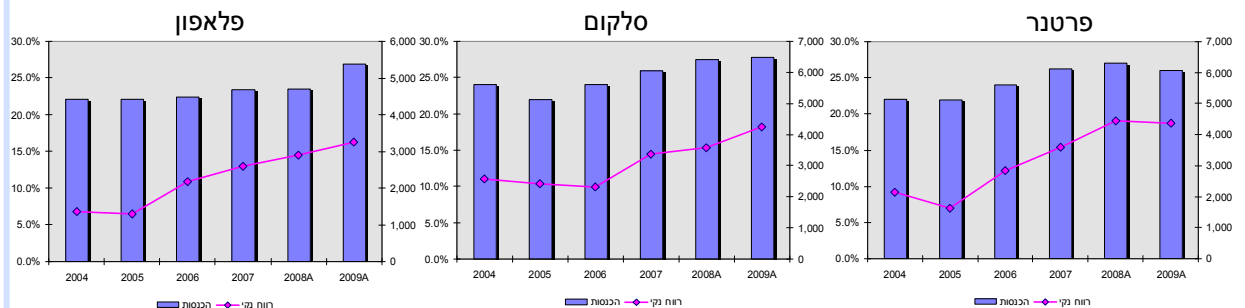
• **מהן דמי הקישוריות?** – מדובר בתשלום עבור השיחות הנכנסות, המשולם בכל השיחות שבהן מעורבת יותר מחברה אחת. את התשלום עבור דמי הקישוריות גובה החברה ממנה מבוצעת שיחה ומעבירה אותו במלואו לטובת החברה המקבלת שיחה. נציין כי גובה דמי הקישוריות משתנה בהתאם למקור הוצאת השיחה: בשיחות בין נייד לנייד (שיחות המבוצעות ממטלפון קווי של בזק או הוט לטלפונים ניידים) ובין נייד לנייד, גובה דמי הקישוריות מסתכם כיום בכ- 25 אג' לדקה, ובשיחות בין נייד לנייד מסתכמות דמי הקישוריות בכ- 4 אג' בלבד.

• **מהות ההפחתה הנוכחית** – בהתאם להודעת משרד התקשורת, ההפחתה צפויה להתבצע באופן הבא:

- דמי הקישוריות של השיחה הסלולרית יופחתו ב- 1 לאוגוסט השנה במהלך אחד מ- 25 אג' ל-4.14 אג', הפחתה מיידיית של 84%. לאחר מכן, צפויה הפחתה נוספת, במספר מועדים כדלקמן: ב- 1 לינואר 2011 יופחתו דמי הקישוריות ל- 3.54 אג' לדקה, ב- 1 לינואר 2012 – ל- 3.11 אג' לדקה, ב- 1 לינואר 2013 – ל- 2.8 אג' וב- 1 לינואר 2014 יושלם תהליך ההפחתה, לרמה של 2.57 אג' לדקת שיחה.
- תעריפי השלמת הודעת SMS יופחתו באותם תאריכים לרמות של 2.8 אג', 1.7 אג', 1.6 אג', 1.4 אג' ו- 1.3 אג' בהתאמה.

• **קצת היסטוריה** – כידוע, משרד התקשורת החל את הטיפול בנושא דמי הקישוריות לפני כשש שנים. לאחר מסכת ארוכה של התנגדויות ושימועים, ב- 1 במרץ 2005 החל התהליך ההדרגתי של הורדת דמי הקישוריות אשר נמשך כ- 4 שנים. ההפחתה הראשונה (במרץ 2005) היתה המהותית ביותר - מ- 45 אג' ל- 30 אג' לדקה, הפחתה חדה של כ- 33%. בהמשך, ירדו דמי הקישוריות באופן מדורג בשלוש פעימות נוספות. הפעימה האחרונה התרחשה במרץ 2009 ודמי הקישוריות עומדים כעת על 25.6 אגורות בלבד.

הפחתת דמי הקישוריות ב- 2005 אכן השפיעה לרעה על התוצאות הכספיות של כל חברות הסלולר – בדו"חות השנתיים של 2005 פרטנר הציגה ירידה של 0.3% בהכנסות (כ- 18 מיליון ₪), וקיטון של 117 מיליון ₪ ברווח הנקי. סלקום ספגה ב- 2005 את הפגיעה המהותית ביותר, בשל היותה בעלת נתח השוק הגדול מבין שלוש החברות (33%) – עם קיטון חד בשורת הכנסות בשיעור של 8.7% (כ- 480 מיליון ₪), וקיטון של כ- 90 מיליון ₪ ברווח הנקי:



כפי שניתן לראות בבירור מן הגרפים לעיל, חברות הסלולר למדו מהר מאוד להסתגל למציאות החדשה של דמי הקישוריות המופחתות, ולא רק שלא נפגעו לאורך זמן (מעבר לפגיעה ב- 2005 כאמור) אלא אף יצאו נשכרות – רווחיותן השתפרה מאוד לעומת רמתה ערב ההפחתה. בין הפעולות שנקטו דאז החברות לשיפור הרווחיות ומזעור השפעת הפחתת דמי הקישוריות, ניתן למנות תמחור מחדש של חבילות השירות והעלאה הדרגתית של תעריפי שיחה.

אז למה ניתן לצפות הפעם?

- כפי שהתרשמנו מתגובות חברות הסלולר על הגזירות שנגזרו עליהן בעבר, גם במהלך הנוכחי של משרד התקשורת הן צפויות להשיב אש. כבר בנוסח התגובות שהוציאו החברות, ניתן להבין כי הן מכשירות את הקרקע להתנגדות נחרצת למהלך הרגולטורי, אותה הן יביעו במהלך החודש הקרוב בכל האמצעים העומדים לרשותן. נזכיר כי עם פרסום הידיעה, מיהרו שלושת חברות התקשורת לצאת עם הודעות "דרמטיות" לבורסה לפיהן לכשתתקבל ההחלטה בדבר הורדה חדה של קישוריות, תהיה למהלך השפעה מהותית לרעה על תוצאותיהן הכספיות. סלקום היתה הראשונה לכמת את ההשפעה – קיטון מיידי של 35 מיליון ₪ מדי חודש ברמת ה-EBITDA (420 מיליון ש"ח בשנה) וקיטון של 25 מיליון ₪ (300 מיליון ₪ בשנה) ברמת הרווח הנקי. למחרת גם פרטנר פרסמה הודעה שנייה בה היא מכמתת את הפגיעה המקסימאלית בתוצאותיה הכספיות מהמהלך, בדומה לסלקום.

אך יחד עם זאת, בהסתמך על ניסיון העבר, אנו בדיעה כי גם המערכה הנוכחית שבין משרד התקשורת לבין חברות הסלולר, תסתיים בהתקפלות מסוימת של משרד התקשורת לנוכח תגובה עוצמתית של החברות. אנו צופים כי בסופו של דבר נראה פשרה:

- הן בגובה ההפחתה של דמי הקישוריות – להערכתנו, דמי הקישוריות יירדו השנה לרמה של 13-16 אג' לדקת שיחה. ההפחתות הנוספות יתרחשו בתהליך הדרגתי יותר ממה שפרסם כעת משרד התקשורת.
- התהליך לא יתחיל באוגוסט הקרוב, כפי שהצהיר משרד התקשורת, אלא תחילתו תידחה לקראת סוף 2010.

חשוב לציין, כי בניגוד למציאות של הפחתת דמי הקישוריות ב-2005, כוונתנו הנוכחית של משרד התקשורת להכשיר את הקרקע לכניסת MVNO הופכת את שאיפת חברות הסלולר לשמר את רווחיותן, לקשה יותר. זאת, על רקע השינויים הרגולטוריים, המקשים על החברות לעדכן תעריפים במהירות הרצויה, כגון: איסור עידכון תעריפים ללקוחות חדשים, הנמצאים במסגרת ההתחייבות ל-18 חודשים, עד תום ההתחייבות.

מפעיל ווירטואלי בישראל – לא כל כך מהר...

הניסיון העולמי מלמד כי מפעילים ווירטואליים בודדים הצליחו לשרוד במודל MVNO, וברוב המקרים המודל נכשל. בשוק הישראלי, הצלחת המודל נראית בעייתית אף יותר, וזאת בעיקר מן הסיבות הבאות:

- מבנה ענף הסלולר המקומי – בו פועלות שלוש חברות סלולריות כוחניות מאוד, בעלות יכולת מוכחת לשמר את הסטטוס קוו הקיים בענף ולטרפד ניסיונות רגולטור לקידום התחרות. משרד התקשורת יצטרך לגלות יצירתיות רבה בקידום MVNO, שכן מצידן חברות הסלולר לבטח יגלו יצירתיות בהכשלת המפעיל הווירטואלי לכשיקום. בין הכלים העומדים לרשות החברות – הקמת חברות בנות במודל MVNO, הגברת שיתוף הפעולה בין סלקום לנטוויז'ן 013 בתחרות מול הספק הווירטואלי וכדו'.
- קהל היעד העיקרי של המפעיל הווירטואלי הינו מנויי pre-paid, אשר בדרך כלל רואים בפרמטר של מחיר את המניע העיקרי להחלטה להצטרף למפעיל זה או אחר. בארץ, להבדיל ממדינות רבות באירופה, אחוז מנויי pre-paid מסך מנויי הסלולר נמוך במיוחד, ואינו עולה על 17% בלבד מסך המנויים. בנוסף, חשוב לציין כי שולי הרווח של מנויי pre paid נמוכים משמעותית ממנויי post paid, מה שהופך את סיכויי ההצלחה של המפעיל הווירטואלי לנמוכים אף יותר. מכאן ברור הצורך של הרגולטור להפחתה משמעותית של דמי הקישוריות, כדרך היחידה למעשה להגדיל את סיכויי של המפעיל הווירטואלי לשרוד את התחרות הקשה.

עד כה התעניינו בקבלת רשיון MVNO בישראל מספר גופים, ביניהם 012 סמייל, דואר ישראל, קואופ, דלק, פז ועוד. חברות הדואר נחשבות למצליחות בתחום MVNO במספר מדינות באירופה. אכן יש הגיון תפעולי לחברת הדואר להפוך לספקית MVNO מצליחה – סניפי הדואר פרוסים פריסה רחבה ומהווים פלטפורמה נוחה למכירת חבילות דקות שיחה, בדומה למכירת כרטיסי חיגו למיניהם. אולם, הבעיה המרכזית של חברת הדואר בישראל היא בהיותה חברה ממשלתית אשר טרם השלימה את הפרטתה. כמו כן דואר ישראל הינה מונופול בתחום הדואר ולכן קיים חשש ממשי כי הממונה על ההגבלים העסקיים ימנע מחברת הדואר את הכניסה לתחום התקשורת המסובסד (הרי ברור כי לפחות בשלב הראשון ייהנו השחקניות החדשות מסבסוד כלשהו או מהטבות ממשלתיות אחרות).

הסיבה העיקרית להבנת ההגיון אשר מניע את הרגולטור בקידום מודל MVNO בארץ, טמונה בעובדה כי האלטרנטיבות האחרות להגברת התחרות בענף נראות ישימות אף פחות – הקמת מפעיל חמישי בתנאי השוק הנוכחיים קשה ומסורבלת יותר, מה גם לא נראה כי קיים כיום גוף בישראל שלרשותו האמצעים הנדרשים להקמת תשתית עצמאית; חלופות טכנולוגיות אחרות (כמו למשל WIMAX) טרם הבשילו להתחרות בטכנולוגיית הסלולר המובילה. אנו מעריכים כי בסופו של דבר כן יקום בארץ מפעיל ווירטואלי, אך הדבר ייקח עוד זמן. אנו צופים כי כניסתו תתאפשר לא לפני 2012.

סלקום ופרטנר – עדכון מחירי יעד:

אנו חוזרים ומציינים כי בשלב זה האפשרות למימוש ההצהרות של הרגולטור במלואן נראית לנו לא סבירה. אנו מאמינים כי גם אם נראה השנה הפחתה של דמי הקישוריות, היקף ההפחתה יהיה לגובה של 13-16 אג' לדקת שיחה בלבד, ולקראת סוף השנה. יחד עם זאת מטעמי שמרנות הנחנו פגיעה בשורת הרווח התפעולי של חברות ב- 2010 וב- 2011, בהיקף של 75 מיליון ₪ בשנה. בשנת 2012 אנו כבר מניחים כי החברות יתגברו על השינוי הרגולטורי ויתאימו את תעריפי החבילות לרמתן הקודמת, תוך חזרה לייצור תזרימי מזומנים הדומים להיום.

מודל DCF שלנו לוקח בחשבון שיעור היוון של 9.5% לשתי חברות הסלולר, יחד עם שיעור צמיחה פרמננטי נמוך במיוחד- 1%, אשר נמוך מקצב גידול האוכלוסיה בישראל. אנו מאמינים כי מוקדם מדי להספיד את חברות הסלולר, במיוחד לא ברמות המחיר בהן מניותיהן נסחרות כיום, לאחר ירידות השערים שאפיינו את המסחר במניות אלה בשבועות האחרונים. מדובר בפרות מזומנים בין הגדולות במשק, בעלות מדיניות חלוקת דיבידנד נדיבה ביותר, המספקות תשואת דיבידנד גבוהה. החברות הוכיחו מספר רב של פעמים בעבר כי ביכולתן להמשיך ולייצר כמיליארד ₪ בשנה כל אחת, חרף גזירות שונות שהטיל עליהן הרגולטור. די להיזכר בחששות בעת החל יישום ניידות המספרים, חיוב מן השניה הראשונה וכו'.

- אנו מעדכנים את מחירי היעד שלנו למניות סלקום ופרטנר כדלקמן:
- מחירי היעד שלנו למניית סלקום הותאם מ- 123 ₪ ל- 121 ₪ למניה. על רקע אפסייד של כ- 16% ממחיר המניה בשוק נכון לשעת כתיבת שורות אלו, אנו מעלים המלצה מ"החזק" ל"קניה".
- מחיר היעד שלנו למניית פרטנר יורד מ- 81 ₪ למניה אל 73 ₪ למניה (לרבות התאמת תשלום דיבידנד בסך 1.4 מיליארד ₪). נוכח הפער בין מחיר היעד המעודכן שלנו לבין מחיר השוק הנוכחי של פרטנר, גם כאן אנו מעלים המלצתנו מ"החזק" ל"קניה".

סלקום

במיליוני ש"ח	2009A	2008A	Q1/10E	Q2/10E	Q3/10E	Q4/10E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	מייצגת
שירותים	5,732	5,672	1,394	1,442	1,518	1,475	5,829	5,899	5,970	6,030	6,090	6,151
ציוד	751	745	188	188	182	193	750	760	768	772	773	780
מכירות	6,483	6,417	1,582	1,629	1,700	1,668	6,579	6,659	6,738	6,802	6,863	6,931
שירותים	3,089	3,102					3,119	3,115	3,140	3,174	3,160	3,187
ציוד	61	(87)					77	77	80	77	80	77
רווח גולמי	3,150	3,015	798	831	801	766	3,196	3,192	3,220	3,251	3,240	3,264
הוצאות שיווק ומכירה	716	701	174	179	187	183	724	733	741	748	755	762
הוצאות הנהלה וכלליות	660	659	157	165	165	175	662	663	663	663	663	663
הוצאות (הכנסות) אחרות	6	(29)										
מהפחתת קישוריות						(75)	(75)	(75)				
רווח תפעולי	1,768	1,684	468	487	449	333	1,735	1,721	1,816	1,840	1,822	1,839
EBITDA	2,529	2,406	616	675	642	616	2,548	2,455	2,453	2,478	2,453	2,529
מס	367	389	117	122	112	83	434	430	454	460	456	460
רווח תפעולי נקי	1,401	1,295	351	365	336	249	1,301	1,291	1,362	1,380	1,367	1,379
פחת	761	722	148	188	193	283	760	755	750	730	700	690
השקעות	782	546	188	188	188	188	750	700	670	670	680	690
גידול בהון חוזר	10		1.7	1.7	1.7	1.7	7	6	5	5	4	5
סה"כ זרימים תפעולי	310	364	340	343	340	343	1,304	1,340	1,437	1,435	1,382	1,374
פרמטרים:												
צמיחה שנתית - שירותים	1.1%	5.3%	1.5%	1.5%	1.7%	2.0%	1.7%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
צמיחה שנתית - ציוד	0.8%	12.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	1.3%	1.0%	0.6%	0.1%	0.9%
צמיחה שנתית - סה"כ	1.0%	6.1%					1.5%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%
שיעור רווח גולמי	48.6%	47.0%	47.7%	48.7%	48.9%	48.3%	48.6%	47.9%	47.8%	47.8%	47.2%	47.1%
שיעור הוצ' שיווק ומכירה	11.0%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
שיעור הוצ' הנהלה וכלליות	10.2%	10.3%	9.9%	10.1%	9.7%	10.5%	10.1%	10.0%	9.8%	9.7%	9.7%	9.6%
שיעור רווח תפעולי	27.3%	26.2%	24.9%	27.6%	27.4%	28.1%	26.4%	25.8%	27.0%	27.0%	26.5%	26.5%
שיעור ה- EBITDA	39.0%	37.5%	35.4%	37.9%	38.2%	39.2%	38.7%	36.9%	36.4%	36.4%	35.7%	36.5%
שיעור מס	26.0%	28.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
שיעור רווח תפעולי נקי	21.6%	20.2%	22.2%	22.4%	19.8%	15.0%	19.8%	19.4%	20.2%	20.3%	19.9%	19.9%
CAPEX	12.1%	8.5%	11.9%	11.5%	11.0%	11.2%	11.4%	10.5%	9.9%	9.9%	9.9%	10.0%

פרטנר

מייצגת	2014E	2013E	2012E	2011E	2010E	Q4/10E	Q3/10E	Q2/10E	Q1/10E	2009A	2008A	במיליוני ש"ח
שירותים	5,781	5,723	5,667	5,611	5,555	1,399	1,407	1,378	1,316	5,424	5,546	שירותים
ציוד	777	770	760	760	750	190	190	185	175	655	756	ציוד
סך מכירות	6,558	6,493	6,427	6,371	6,305	1,589	1,597	1,563	1,491	6,079	6,302	סך מכירות
שירותים	2,370	2,347	2,323	2,300	2,289	581	560	601	565	2,218	2,521	שירותים
ציוד	120	116	122	123	122	49	39	9	24	91	(87)	ציוד
סך רווח גולמי	2,490	2,462	2,445	2,424	2,411	611	599	611	589	2,309	2,434	סך רווח גולמי
הוצאות שיווק ומכירה	407	403	398	395	391	95	108	103	84	387	388	הוצאות שיווק ומכירה
הוצאות הנהלה וכלליות	280	280	280	279	277	65	76	65	69	290	284	הוצאות הנהלה וכלליות
הוצאות / (הכנסות) אחרות										(89)	(64)	הוצאות / (הכנסות) אחרות
מהפחתת קישוריות				(75)	(75)	(75)						מהפחתת קישוריות
רווח תפעולי	1,804	1,779	1,766	1,750	1,668	376	415	443	436	1,701	1,826	רווח תפעולי
EBITDA	2,484	2,439	2,406	2,370	2,286	547	580	584	559	2,304	2,257	EBITDA
מס	451	445	442	437	417	94	104	111	109	384	445	מס
רווח תפעולי נקי	1,353	1,335	1,325	1,312	1,251	282	311	332	327	1,317	1,382	רווח תפעולי נקי
פחת	680	660	640	620	618	171	165	142	122	603	652	פחת
השקעות	680	670	660	657	680	175	175	175	175	732	531	השקעות
גידול בהון חוזר	10	10	8	10	10	6.0	6.0	6.0	6.0			גידול בהון חוזר
סה"כ תזרים תפעולי	1,343	1,315	1,296	1,265	1,179	272	295	293	269			סה"כ תזרים תפעולי
		835	902	964	984	1,030						
פרמטרים:												פרמטרים:
צמיחת שירותים	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.4%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%	-2.2%	4.1%	צמיחת שירותים
צמיחת ציוד	0.9%	1.3%	0.0%	1.3%	1.4%	-5.4%	2.2%	20.1%	53.2%	-13.3%	-3.7%	צמיחת ציוד
סך צמיחה	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.7%	1.4%	3.3%	5.6%	-3.5%	3.1%	סך צמיחה
גולמי-שירותים	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.2%	40.1%	39.8%	43.6%	42.9%	40.9%	45.4%	גולמי-שירותים
גולמי-ציוד	15.5%	15.0%	16.0%	16.2%	16.3%	26.1%	20.4%	5.1%	13.9%	13.9%	-11.5%	גולמי-ציוד
סך שיעור רווח גולמי	38.0%	37.9%	38.0%	38.0%	38.2%	38.4%	37.5%	39.1%	39.5%	38.0%	38.6%	סך שיעור רווח גולמי
שיעור הוצ' שיווק ומכירה	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.0%	6.8%	6.6%	5.6%	6.4%	6.2%	שיעור הוצ' שיווק ומכירה
שיעור הוצ' הנהלה וכלליות	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.1%	4.8%	4.2%	4.6%	4.8%	4.5%	שיעור הוצ' הנהלה וכלליות
שיעור רווח תפעולי	27.5%	27.4%	27.5%	27.5%	26.5%	23.7%	26.0%	28.3%	29.3%	28.0%	29.0%	שיעור רווח תפעולי
שיעור ה-EBITDA	37.9%	37.6%	37.4%	37.2%	36.3%	34.4%	36.3%	37.4%	37.5%	37.9%	35.8%	שיעור ה-EBITDA
שיעור מס	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	23%	24%	שיעור מס
שיעור רווח תפעולי נקי	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	19.8%	17.7%	19.5%	21.2%	21.9%	21.7%	21.9%	שיעור רווח תפעולי נקי
CAPEX	10.4%	10.3%	10.3%	10.3%	10.8%	11.0%	11.0%	11.2%	11.7%	12.0%	8.4%	CAPEX

בזק

להערכתנו, הפגיעה המינימאלית מהמהלך של משרד התקשורת תהיה בבזק, אם בכלל. להלן ההנמקה:

- מה שעלול לפגוע בפעילות הסלולר, אמור להיטיב עם השירות הנייח.
- דווקא הנקודה החלשה יחסית של פלאפון – היותה המפעיל בעל הנתח הקטן ביותר מבין שלושת המפעילות הגדולות (29%), משמשת הפעם לטובתה, ותצמצם את הפגיעה כתוצאה מהפחתת דמי הקישוריות, בהשוואה למתחרותיה הגדולות יותר.
- בגלל היתרון לגודל של בזק נקבוצה מאוחדת, סביר להניח כי ברמת הקבוצה לא נראה שינוי של ממש בשורת הרווח.
- מבין שלושת המפעילות, לפלאפון יש את האחוז הקטן ביותר של מנויי pre-paid, וזה גם מהווה סיבה נוספת להניח כי פגיעתה של פלאפון מכניסת מפעיל ווירטואלי תהיה מינורית במיוחד, אם בכלל.

יואב בורגן

מנהלת מח' מחקר sell side

YOAVB@SAHAR.CO.IL

אלה פרילוצקי

אנליסטית sell side

ELAP@SAHAR.CO.IL

דירוג השקעה:

קניה – המניה נסחרת בתמחור חסר, כלומר מחיר היעד גבוה בלפחות 10% ממחיר המניה בשוק.

ניטראלי – המניה נסחרת סביב מחיר היעד (±10%).

מכירה – המניה נסחרת בתמחור יתר, קרי מחיר היעד נמוך בלפחות 10% ממחיר המניה בשוק.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר פועלים סהר בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין פועלים סהר בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוך למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לפועלים סהר בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עמה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עמן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.

הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

- 1. פרטי מכין עבודת האנליזה**
שם: אלה פרילוצקי
מס'/סוג הרשיון: 10011-
כתובת: הנגיד 11/17 ראשל"צ
השכלה: MA בכלכלה, התמחות במימון ובנקאות, BA בכלכלה.
ניסיון: כחמש שנים בתחום הייעוץ הכלכלי והערכות שווי חברות.
התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:
פועלים סהר בע"מ
דרך מנחם בגין 23, תל אביב
טל' 03-7104555
 - 2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה**
אין לעורך האנליזה ניגוד עניינים הידוע לו במועד פרסום עבודת האנליזה.
 - 3. גרף המנייה הנסקרת ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות.** מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.
 - 4. שיטות הערכה בהן נעשה שימוש בעבודת האנליזה:**
שיטת היוון תזרים מזומנים DCF
- הסיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:
1. המשבר הפיננסי הנוכחי (נלקח בחשבון בעת בניית המודל)
- 5. גילוי מטעם פועלים סהר בע"מ**
במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, החברה או, למיטב ידיעת החברה, תאגיד קשור לחברה, החזיקו בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות הערך של התאגיד הנסקר.
 - 6. הערות ואזהרות כלליות נוספות**
האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהם פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לשם בירור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או לפועלים סהר או למי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה.
הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. פועלים סהר ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל.
תוכנה של אנליזה זו מבוסס על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים.
האנליזה מהווה חומר מסייע בייעוץ, ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהן.
עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.
- בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או החזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי

להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליו ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק בני"ע ו/או נכסים פיננסיים של מי מחברות הנזכרות באנליזה זו, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות/בניירות הערך אליהן מתייחסת האנליזה.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף לייעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין היא באה במקומם.

אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מפועלים סהר בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או מאת פועלים סהר, הינם אסורים בהחלט.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליה ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות החברות הנזכרות באנליזה זו מניות של חברות הנסקרות באנליזה, כולן או חלקן ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות הנזכרות באנליזה זו. כמו כן עשויים מי מהנ"ל לפעול בהן על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן, חרף האמור באנליזה זו. כמו כן, עשויה חברה הקשורה לפועלים סהר או לבנק הפועלים לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מניירות הערך הנזכרים בסקירה זו, וכן עשוי להיות קשר מסחרי אחר בין פועלים סהר לכל אחת מהחברות שניירות הערך שלהן נזכרים באנליזה זו. אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע.

הסקירה, יכול שתתייחס לניירות ערך שלפועלים סהר או לבנק הפועלים יש זיקה אליהם בשל תמורה שקיבל ו/או יקבל פועלים סהר או בנק הפועלים או תאגיד אחר בקבוצת בנק הפועלים מאת מנפיקי ניירות ערך ו/או מוכריהם ו/או מפיציהם במסגרת שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום, החזקה של ניירות הערך ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידי מי מקבוצת הבנק, אשר יכול גם ויהיו לו קשרים עסקיים מסחריים עם מי מהחברות שניירות הערך שלהן נסקרות בעבודה זו. חברה בת של הבנק עשויה לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מהמניות הנזכרות באנליזה זו.

בנק הפועלים ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה.

7. הצהרת האנליסט

אני, פרילוצקי אלה, מצהירה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

חתימה: _____