

08 פברואר 2010

בזק	
מחיר	9.70
מחיר יעד	11.00
המלצה	קניה
המלצה קודמת	קניה

נתוני מסחר	
שווי שוק	25,857
גבוה שנתי	9.80
נמוך שנתי	5.38
הון עצמי	6,188

בעלי עניין	
א.פ.ס.ב.אר	30.6%

בשנים האחרונות בזק עברה תהליך אגרסיבי של התייעלות והסרה של סממני המונופול הממשלתי. בעוד מחזור ההכנסות צמח מ-2006 ל-2009 בשיעור מצטבר של כ-6% בלבד, ה-EBITDA צמחה בכ-50% ועברה את רף ה-5 מיליארד ₪ (כולל YES)

אנו מעריכים כי רוב פוטנציאל התייעלות שהיה טמון בחברה לאחר ההפרטה קרוב למיצוי. אם זאת, פרויקט רשת ה-NGN יוכל לאפשר לבזק מהלך נוסף של התייעלות. מעבר למימוש נכסי נדל"ן ונחושת שהיו בשימוש ברשת הישנה, רשת ה-NGN הינה רשת מבוססת IP, אשר זולה יותר לתפעול ולתחזוקה שוטפת. עיקר ההשפעה של הרשת על ההוצאות יבוא לידי ביטוי לקראת 2011/12.

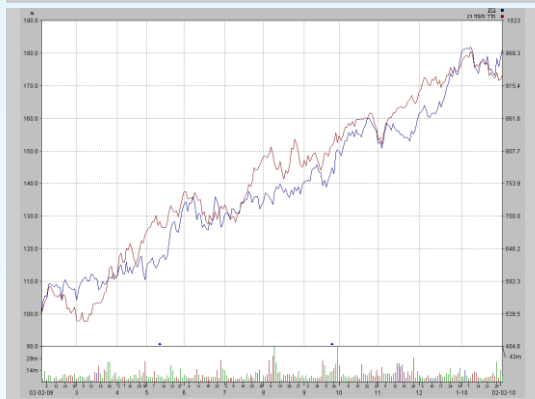
העובדה כי בזק פועלת בכל הסגמנטים של תחום התקשורת, מהווה יתרון תחרותי וגידור סיכונים טבעי. אומנם כיום בזק אינה יכולה לנצל באופן מלא את הסינרגיות בין תחומי הפעילות, אולם ניתן לצפות כי בשנים הבאות החבל הרגולטורי סביב בזק יתרופף. מגמת התכנסות השירותים תחת חברות תקשורת גדולות עשויה לזרז את התהליך.

בשנה הקרובה בזק צפויה לחלק דיבידנד בסכום של כ-3.6 מיליארד ש"ח, כ-1.34 ש"ח למניה, המשקף תשואת דיבידנד של כ-14%. סכום זה כולל רווח הון חד-פעמי בגין הוצאה מאיחוד של YES והפרשה צפויה ברבעון הרביעי בגין תוכנית פרישה של עובדים. בנטרול אלמנטים אילו תשואת הדיבידנד השוטפת וומדת על כ-9.2%.

השאלה המרכזית שלנו לגבי ההשקעה בבזק נותרה השאלה המחירה. כיום החברה נסחרת במכפיל תזרימי (שווי תפעולי לחלק התזרים הנקי אחרי מס) של 11.5 לשנת 2010. מחיר היעד שלנו לבזק הוא 11 ש"ח למניה גבוה בכ-13% ממחיר השוק.

בשורה התחתונה – למרות שהאפסייד בבזק הוא די מוגבל ברמות המחירים הנוכחית, אנו סבורים כי יש לבחון את ההשקעה בבזק כהשקעת ערך. לאור רמות המחירים הכלליות בשוק המניות והתשואות הנמוכות באפיקים הסולידיים, אנו סבורים כי התשואה השוטפת בהשקעה בבזק הינה אטרקטיבית. אנו נשארים בהמלצת קניה על בזק ורואים בא את המניה המועדפת בתחום.

בזק מול מדד המעו"ף (אדום)



	2011E	2010E	2009E	2008	
הכנסות	11,583,620	11,510,367	11,416,167	11,015,000	
רווח תפעולי	3,226,374	3,136,859	3,028,024	2,640,000	
שיעור מהמחזור	27.9%	27.3%	26.5%	24.0%	
רווח נקי	2,207,793	2,137,498	3,710,135	1,627,000	
שיעור מהמחזור	19.1%	18.6%	32.5%	14.8%	
EBITDA	4,666,374	4,776,859	4,763,024	4,098,000	
שיעור מהמחזור	40.3%	41.5%	41.7%	37.2%	
FCF	2,425,044	2,450,413	2,589,158	2,032,000	
שיעור מהמחזור	20.9%	21.3%	22.7%	18.4%	
מכפיל רווח	11.88	12.27	7.07	15.95	
EV/EBITDA	6.17	6.02	6.04	7.02	
EV/FCF	11.86	11.74	11.11	14.16	
תשואת דיבידנד	8.4%	8.2%	14.1%	6.4%	



08 פברואר, 2010

**פרטנר**

מחיר	79.19
מחיר יעד	85.00
המלצה	תשואת יתר
המלצה קודמת	תשואת יתר

**נתוני מסחר**

שווי שוק	11,933
גבוה שנתי	79.10
נמוך שנתי	53.54
הון עצמי	1,941

**בעלי עניין**

סקיילקס	44.8%
סאני	1.4%

תוצאות החברה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2009 היו מאכזבות. בין הגורמים לחולשה ניתן למנות רגישות גבוהה לתחום העסקי ולרומינג (Roaming) והוצאות גבוהות מהצפוי בגין כניסה לתחום ה-ISP וה-VOB. חולשת התוצאות בלטה במיוחד על רקע תוצאות חיקות אצל סלקום המתחרה, אשר נכנסה לשנת 2009 "בכוננות ספיגה" ושמה דגש חזק על ההוצאות וההשקעות.

ניתן לומר שפרטנר נכנסה לשנת 2009 במידה מסוימת של שאננות. ב-2010 אנו צפויים לראות את תגובת הנגד, כאשר החברה צפויה ליישם תוכנית התייעלות אגרסיבית. במידה והחברה תיישם את התוכנית בהצלחה ניתן לראות חיסכון שיכול להגיע אף לכ-150 מיליון ש"ח בהוצאות התפעול וזאת במקביל לצמצום ההפסדים בגין הקמת הפעילויות החדשות (כ-100 מיליון ב-2009).

בגלל שיטת הדיווח החדשה של החברה (היוון של סבסוד המכשירים), ב-2010 צפויה עלייה משמעותית ברמות הפחת של החברה בסדר גודל של כ-150 מיליון ש"ח, בנוסף לחברה יתווספו הוצאות מימון בגין העלייה ברמת החוב לאחר חלוקת דיבידנד. **אנו צופים ירידה קלה ברווח הנקי שצפוי להיחלש חשבונאית, ומנגד עלייה בתזרים החופשי**

אנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות נראה עלייה ברמת התחרות בענף הסלולר, כאשר האיום המרכזי של החברה תהיה חבירה של מירס להוט בצורה זו או אחרת והפיכתה לחברת סלולר פעילה.

כחלק מהרצון להכניס חברות MVNO לשוק, אנו צופים כי משרד התקשורת יודיע על מהלך נוסף של הורדת דמי הקישוריות. דמי הקישוריות נמצאות גם בשורת ההכנסות של החברה וגם בשורת ההוצאות - **ככלל אצבע ניתן להניח כי ירידה של 50% בדמי הקישוריות יכולה לשפיעה על ה-EBITDA בירידה של כ-10% ללא תגובת תגמול מצד החברות.**

החברה צפויה לחלק דיבידנד של כ-2.5 מיליארד ש"ח (כול ל 1.4 חד"פ) המשקף תשואת דיבידנד של כ-20%. החברה נסחרת כיום לפי מכפיל תזרימי של 11.5 לשנת 2010. מחיר היעד שלנו לפרטנר הוא כ-82.5 ש"ח למניה, גבוה בכ-7% ממחיר השוק. בתנאים הנוכחיים של שוק ההון, אנו סוברים כי התשואה השוטפת של החברה מהווה אלטרנטיבת השקעה ראויה. אנו נשארים בהמלצת תשואת יתר ומעדיפים ליצור את החשיפה לתחום הסלולר דרך פרטנר.

פרטנר מול מדד המעו"ף (אדום)



	2011E	2010E	2009E	2008	
<b>מספר לקוחות</b>	3,178	3,118	3,038	2,898	
<b>ARPU</b>	149	149	149	159	
<b>הכנסות</b>	6,452,630	6,312,983	6,062,143	6,302,000	
<b>רווח תפעולי</b>	1,631,349	1,584,943	1,659,920	1,826,000	
				29.0%	
<b>רווח נקי</b>	1,042,226	1,003,357	1,108,871	1,198,000	
<b>EBITDA Adj</b>	2,208,728	2,177,943	2,048,420	2,265,795	
				36.0%	
<b>FCF</b>	1,239,826	1,215,407	1,050,841	1,258,722	
				20.0%	
<b>P/E</b>	11.50	11.94	10.74	10.10	
<b>Ev/FCF</b>	11.22	11.45	13.24	11.06	
<b>Div Y%</b>	8.70%	20.18%	8.75%		



08 פברואר, 2010

סלקום	
120	מחיר
130	מחיר יעד
תשואת שוק	המלצה
תשואת שוק	המלצה קודמת

נתוני מסחר	
11,758	שווי שוק
124.10	גבוה שנתי
74.00	נמוך שנתי
389	הון עצמי

בעלי עניין	
46.6%	דסק"ש
5.5%	אם.אפ.אס

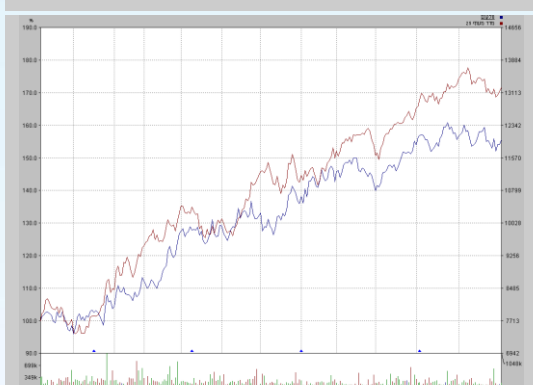
סלקום צפויה להציג שנת שיא בכמעט בכל הפרמטרים. למרות צמיחה מתונה של כ-0.8% בהכנסות, החברה צפויה לרשום צמיחה של כ-4.6% ב-EBITDA (מתואמת סיבסודים). סלקום נכנסה לשנת 2009 ערוכה לשנת מיתון ועם האצבע על הדופק. בפועל המיתון הפך להאטה והחברה השיגה שיפור נוסף ברווחיות.

ניתן לצפות כי בשנה הנוכחית החברה תשחרר מעט את החגורה ונראה עלייה מסוימת בהוצאות התפעול. אנו מעריכים כי השנה החברה תרשום תזרים תפעולי אחרי מס של כ-1.4 מיליארד ש"ח ובשנת 2010 נראה ירידה קלה של כ-4%-3% בתזרים.

כפי שציינו, סלקום כיום נהנית מהפריבילגיה שהיא יכולה להמשיך ולפעול כ-Pure Play בתחום הסלולר, כאשר האופציה לרכוש את נטוויז'ן תמיד עומדת לרשותה. אנו סבורים כי מיזוג בין החברות הוא עניין של זמן. מנגד יש לזכור כי מיזוג עם נטוויז'ן, אם יקרה, יעשה במחירים אסטרטגיים. מזכיר כי העסקאות האחרונות שנעשו בקבוצת IDB במניות נטוויז'ן נעשו לפי מחיר מניה של 49.60 ש"ח.

לפי מודל ה-DCF (Wacc=9.50%, G=1%), אנו מקבלים שווי למניה של כ-130 ש"ח למניה, גבוה בכ-11% ממחיר השוק. אנו מעריכים כי בשנה הקרובה נראה צמצום פערים בין התוצאות של סלקום ופרטנר (התייעלת בפרטנר מול עלייה מתונה בהוצאות בסלקום) – לפיכך ההמלצה שלנו על סלקום היא תשואת שוק.

סלקום מול מדד המעו"ף (אדום)



	2011	2010	2009	2008
<b>מספר לקוחות</b>	3,419	3,359	3,279	3,187
<b>ARPU</b>	142	142	144	149
<b>סה"כ הכנסות</b>	6,741,532	6,533,461	6,467,888	6,417,000
<b>רווח תפעולי</b>	1,797,113	1,777,466	1,780,127	1,684,000
<b>רווח נקי</b>	1,107,406	1,078,099	1,159,345	985,000
<b>EBITDA Adj</b>	2,427,113	2,437,466	2,457,127	2,348,000
<b>FCF</b>	1,365,806	1,361,099	1,423,095	1,075,480
<b>P/E</b>	10.60	10.89	10.12	11.91
<b>Ev/FCF</b>	11.22	11.26	10.77	0.00
<b>Div Y%</b>	8.96%	9.19%	9.87%	9.36%



08 פברואר, 2010

הוט	
מחיר	44.22
מחיר יעד	40.00
המלצה	תשואת חסר
המלצה קודמת	תשואת חסר

נתוני מסחר	
שווי שוק	3,501
גבוה שנתי	47.87
נמוך שנתי	22.57
הון עצמי	1,355

בעלי עניין	
קול החזקות	44.8%
ידיעות תקשורת	16.8%
כספי פישמן	6.6%

התבססות השליטה בהוט על ידי גוף אחד היא ההתפתחות חיובית מאוד עבור החברה. אין לנו ספק כי הוט היא החברה עם הפוטנציאל הגדול ביותר בענף התקשורת הישראלי. יחד עם זאת, אנו לא קונים את הוט כי בעל מניות חדש (יהיה מי שיהיה) יכול להיכנס לחברה ולשלוף עוד 200 מיליון ש"ח (כמעט 17% מה-EBITDA הנוכחית) שהיו חבויים עד כה – גם אם בדיעבד יתברר כי ניתן להשיג את החיסכון האמור, אנו לא מוכנים לשלם עליו כבר היום.

במקביל לרכישת כ-44% ממניות הוט, פטריק דרהי (על ידי אלטיס) רכש את מלוא המניות של מירס, כאשר הוא מעניק להוט את האופציה להחליף את אלטיס בהסכם הרכישה תמורת לכ-170 מיליון דולר. במידה ומירס אכן מתכוונת להפוך לשחקן פעיל בשוק הסלולר, אנו מעריכים כי נדרשת השקעה של כ-150-200 מיליון דולר בשדרוג התשתית. אנו סבורים כי מיזוג בין הוט למירס בהחלפת מניות היא האופציה ההגיונית ביותר.

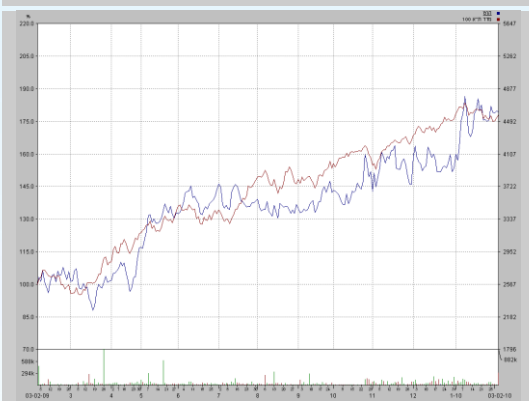
לאחרונה הוט קיבלה אישור לפעול כ-ISP. אנו מעריכים כי לחברה, שכבר מספקת תשתית אינטרנט יש יתרון משמעותי בשיווק של ISP. אם זאת, כפי שניתן ללמוד מהניסיון של פרטנר בתחום (ושל חברות נוספות בתחום התקשורת) – לקיחת נתח שוק הינה משימה בעייתית ובמיוחד בשוק בו שיעורי ההצטרפות נמוכים. כלומר כל לקוח חדש שהחברה רוצה לגייס חייב להיות על חשבון חברה אחרת. אם נוסף למשוואה את האדישות המאפיינת את הצרכן הישראלי נקבל משימה לטווח ארוך.

בתחום המסורתי של השידורים, החברה עדיין מתמודדת עם קשיי השירות והדבקת הפער בתשתיות ה-IT. אנו מניחים כי מרבית הבעיות התפעוליות בדרך לפתרון (ובדקנו בשירות) ועיקר המאמץ יתרכז בסיס העבודה על המותג.

השנה החברה צפויה ל הציג EBITDA של כ-1,085 מיליון ש"ח, גידול של כ-7% לעומת השנה הקודמת. לאחר השקעות של כ-650 מיליון אנו צופים תזרים תפעולי של כ-434 מיליון ש"ח (מכפיל 14.2 ביחס ל EV). ב-2010 אנו מעריכים כי התזרים יכול לצמוח בכ-10% לרמה של כ-480 מיליון (מכפיל 12.8).

אנו סבורים כי התמחור הנוכחי של המניה כבר מגלם בתוכו חלק מהפוטנציאל העתידי של החברה. לפי מודל DCF (wacc=11%, G=1%) המניה התייעלות מסוימת אנו מקבלים מחיר יעד של כ-40 ש"ח למניה, נמוך בכ-15% ממחיר השוק. אנו מותירים את ההמלצה על תשואת חסר.

הוט מול מדד ת"א 100 (אדום)



2010E	2009E	2008	2007	
3,276	3,144	2,972	2,627	<b>הכנסות</b>
269	252	351	263	<b>רווח תפעולי</b>
8.2%	8.0%	11.8%	10.0%	<b>שיעור מהמחזור</b>
29	42	70	53	<b>רווח נקי</b>
0.9%	1.3%	2.4%	2.0%	<b>שיעור מהמחזור</b>
1,121	1,085	1,013	874	<b>EBITDA</b>
34.2%	34.5%	34.1%	33.3%	<b>שיעור מהמחזור</b>
481	434	375	332	<b>FCF</b>
14.7%	13.8%	12.6%	12.6%	<b>שיעור מהמחזור</b>
119.41	83.69	49.96	65.84	<b>מכפיל רווח</b>
5.62	5.81	6.23	7.22	<b>EV/EBITDA</b>
13.10	14.54	16.82	19.00	<b>EV/FCF</b>



08 פברואר, 2010

סמייל, SMLC	
מחיר	94.61
מחיר יעד	116.00
המלצה	קניה
המלצה קודמת	קניה

נתוני מסחר	
שווי שוק	2,407
גבוה שנתי	95.00
נמוך שנתי	20.53

בעלי עניין	
אינטרנט זהב	75.30%
יורקום תק'	1.6%

סמייל רכשה כ-30.7% ממניות בזק בתמורה לכ-6.5 מיליארד ש"ח (לפי 8.00 ש"ח למניה). עיקר המימון של הרכישה יתבצע על ידי חוב בנקאי. אנו מניחים כי ה-Closing של העסקה צפוי להתבצע עד אפריל הקרוב. לאחר מכן החברה תחזיק מניות בזק בשווי שוק של כ-7.8 מיליארד ש"ח מול חוב פיננסי נטו של כ-5.5 מיליארד המהווה כ-70% משווי הנכסים.

לקראת השלמת העסקה סמייל מכרה את פעילות הליבה של החברה לאמפל בתמורה לכ-1.2 מיליארד ש"ח. סכום זה בתוספת הלוואות בעלים מאינטרנט זהב יישמשו כהון עצמי בעסקה.

למרות המינוף הגבוה (וכידוע מינוף שווה כסף) - סמייל נסחרת כיום לפי שווי השוק של הנכסים שלה. כלומר השקעה של כ-30 ש"ח (100x(1-70%) בסמייל היא שוות ערך להשקעה של 100 ש"ח בבזק מבחינת התשואה. את יתרת הסכום ניתן להשקיע למשל באג"ח של בזק ולקבל תשואה ריאלית של כ-2%.



**בהנחה כי העסקת נסגרת - ההשקעה בסמייל לפי יחס המינוף, היא תמיד עדיפה (או שווה) להשקעה בבזק ובנוסף המשקיע יוצר לעצמו PUT סינטטי על המניה -** אנו סוברים כי המצב הנוכחי מתקיים בגלל שהעסקה טרם נסגרה באופן סופי. לשם ההשוואה, סקוילקס שיחס החוב לנכסים בה די דומה לסמייל, נסחרת היום בפרמיה של כ-20%-30% ביחס לשווי הנכסים שלה. - **אנו נשארים בהמלצת קניה על סמייל.**

מחיר היעד שלנו לסמייל מבוסס על מחיר יעד לבזק של 11 ש"ח, בניכוי דיסקונט של 15%.

סמייל מול מדד ת"א 100 (אדום)



סמייל	החזקה	מספר מניות	מחיר מניה	שווי החזקה
<b>בזק</b>	30.7%	814,212	9.70	7,897,852
<b>עלות בזק</b>	30.7%	814,212	-8.00	-6,513,692
<b>סה"כ</b>				<b>1,384,160</b>
				תמורה נטו ממכירת פעילות סמייל
				1,140,000
				חוב נטו
				-110,000
				שווי שוק לחברה
				2,414,160
				מספר מניות
				25,360
				שווי למניה
				95.20
				שווי שוק
				94.61
				דיסקאונט
				1%



08 פברואר, 2010

**GILT לוויינים**

מחיר	19.92 ₪
מחיר יעד	25.00 ₪
המלצה	קניה
המלצה קודמת	קניה

**נתוני מסחר**

שווי שוק	821 מיליון ש"ח
גבוה שנתי	21.26
נמוך שנתי	12.09
הון עצמי	230 מיליון דולר

**בעלי עניין**

קרן יורק	20.2%
מבטח שמיר	5.5%
רנסנס	5.1%

השנה החולפת הייתה קשה במיוחד עבור גילת לוויינים - החל מביטול הסכם הרכישה של החברה (ב- 11.4 דולר למניה), ירידה חדה בהכנסות וברווחיות והסתבכות עם פרויקט קומפרטל בקולומביה. עם זאת הצליחה להתמודד עם מרבית המכשולים וניתן להיות אופטימיים עם לקראת התאוששות מסוימת בביקושים.

אנו מניחים כי לאחר שלקוחות רבים השהו הזמנות וניסו לצמצם בהוצאות ה-IT בשנה הנוכחית, אנו צפויים לראות התאוששות מסוימת בהכנסות החברה ב-2010. במקביל לאחר קיצוץ אגרסיבי בהוצאות התפעול נראה עלייה גם בהוצאות. בשורה התחתונה גם ב-2010 החברה עדיין לא אמורה לרשום רווחים משמעותיים והם ינועו בין 3-5 מיליון דולר.

**קולומביה** – החברה הודיעה כי הממשלה הסכימה להאריך את הסבסוד גם לשנת 2010 בסכום של כ- 12 מיליון דולר. לאחר 2010 למעשה מסתיימת ההתחייבות של גילת להמשך הפעלת הפרויקט. לפני ההודעה החברה נערכה לשנת הפסד בקולומביה (בערך כ- 4-6 מיליון דולר) והסבסוד הנוכחי יחסוך לחברה את ההפסד האמור.

**מזומן** – לחברה יתרות מזומנים של כ- 136 מיליון דולר, המהווים כ- 3.3 דולר למניה (כ- 60% ממחיר המניה). חלק ניכר מהכיוון האסטרטגי של החברה לשנים הבאות י יקבע לפי השימוש במזומן, אשר מיועד לרכישת פעילויות בתחומים נוספים. החברה לא ניצלה את רמות המחירים הנמוכות ששררו בזמן המשבר ואנו מחכים להתפתחויות בנושא.

**תמחור** – בניכוי המזומן החברה נסחרת כיום לפי שווי תפעולי של כ- 100 מיליון דולר. לאחר ארגון מחדש של פעילות החברה ב-2005, החברה רשמה ב-06-08 רווח תפעולי ממוצע לשנה של כ-25 מיליון דולר על הפעילות וה-EBITDA עמדה על כ-42 מיליון בממוצע. אנו מניחים כי החברה תוכל לשקם חלק מהרווחיות שידעה להציג בעבר. אנו מעריכים את שווי הפעילות של גילת בכ- 150 מיליון דולר בתוספת המזומן מקבלים שווי חברה של כ- 286 מיליון, כ-6.8 דולר למניה. אנו משאירים את ההמלצה על קניה.

**גילת מול מדד ת"א 100 (אדום)**



2010E	2009E	2008	2007	2006	2005	
241,555	229,469	267,526	282,619	248,710	225,006	<b>הכנסות</b>
5.3%	-14.2%	-5.3%	13.6%	10.5%	-6.8%	<b>שיעור גידול</b>
77,298	69,029	85,952	101,845	90,365	91,787	<b>רווח גולמי</b>
32.0%	30.1%	32.1%	36.0%	36.3%	40.8%	<b>שיעור מס</b>
2,416	(1,575)	(1,612)	5,171	13,503	16,999	<b>רווח תפעולי</b>
1.0%	-0.7%	-0.6%	1.8%	5.4%	7.6%	<b>שיעור מס</b>
4,016	(1,117)	(1,124)	10,090	10,487	11,895	<b>רווח נקי</b>
0.10	-0.03	-0.03	0.24	0.35	0.53	<b>EPS</b>



<p>ברק טפר, אג"ח ישיר: 03-7778263 נייד: 050-5785332 <a href="mailto:barakt@meitav.co.il">barakt@meitav.co.il</a></p>	<p>דני פרחי, מנהל ישיר: 03-7778241 נייד: 054-3443000 <a href="mailto:danf@meitav.co.il">danf@meitav.co.il</a></p>
<p>אייל הדר, אג"ח ישיר: 03-7778059 נייד: 054-6546586 <a href="mailto:eyalh@meitav.co.il">eyalh@meitav.co.il</a></p>	<p>טרנס קלינגמן, מחקר ישיר: 073-7778389 נייד: 054-4631793 <a href="mailto:terencet@meitav.co.il">terencet@meitav.co.il</a></p>
<p>יובל צבר ישיר: 03-7778026 נייד: 054-2327781 <a href="mailto:yuvalts@meitav.co.il">yuvalts@meitav.co.il</a></p>	<p>ניר זוננברג, מחקר ישיר: 03-7778261 נייד: 050-5735140 <a href="mailto:nir@meitav.co.il">nir@meitav.co.il</a></p>
	<p>יגאל ארליך, מניות ישיר: 03-7778207 נייד: 050-2620610 <a href="mailto:ygale@meitav.co.il">ygale@meitav.co.il</a></p>

**פרטי התאגיד המורשה במסגרתו מועסק מכין עבודות האנליזה:**

מיטב ברוקראז' בע"מ  
רחוב ברקוביץ' 4, תל-אביב  
טלפון: 03-7778200

**גילוי נאות והערות כלליות**

מסמך זה הוכן על-ידי מיטב ברוקראז' בע"מ, בהסתמך על מידע אשר נאסף ו/או מתבסס על מידע הזמין לציבור ממגוון מקורות. מיטב ניהול השקעות בע"מ מניחה שמידע זה הוא מהימן ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע. האמור במסמך זה כולל הערכות, אומדנים ו/או תחזיות. מסמך זה אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות והנסיבות הקשורים בו והדעות המובאות בו, כולן או חלקן, עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. קורא מסמך זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על המסמך או שימוש בו יצרו עבורו רווחים. **מיטב ברוקראז' בע"מ, כל חברה הנשלטת על-ידיה, במישרין או בעקיפין, מיטב בהן אינם אחראיים לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ועקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה או השתמש בו, כולו או חלקו.** מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם, ועל כל אדם להתייעץ עם יועץ ו/או משווק השקעות בכל הנוגע לביצוע פעולה בניירות ערך או בנכסים פיננסיים. מסמך זה אינו מהווה הצעה או המלצה להחזיק, רכישת או מכירת נייר ערך או נכס פיננסי או לביצוע כל עסקה בהם. מיטב ניהול השקעות בע"מ היא חברה בת בבעלות מלאה של מיטב בית השקעות בע"מ. מיטב בית השקעות בע"מ, וכן חברות שבשליטתה, הישירה או העקיפה, עוסקות, בין היתר, בניהול תיקי לקוחות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות השתלמות, ניהול קרנות פנסיה, הנפקת מכשירים פיננסיים וחיתום, ועשוי להיות למי מהן או למי מבעלי השליטה, נושאי המשרה או העובדים בהן, עניין אישי במסמך זה, לרבות החזקה ו/או רכישה ו/או מכירה ו/או ביצוע עסקה, בהתאם למגבלות הדין, עבור עצמם ו/או עבור אחרים, בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים המזכרים במסמך. כן, עשויה מיטב בית השקעות בע"מ, חברות בשליטתה, הישירה או העקיפה, ובעלי שליטה, נושאי משרה או עובדים במי מהן להיות בעלי קשרים עסקיים עם התאגידים המזכרים במסמך זה או הקשורים בהם, לרבות לקבל או להעניק להם שירותים שונים. כל הזכויות, לרבות זכויות הקניין הרוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות למיטב ניהול השקעות בע"מ ו/או למיטב בית השקעות בע"מ ו/או לאחת או יותר מהחברות אשר בשליטתה, הישירה או העקיפה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות להפיצו ולהעתיקו, ללא קבלת אישורן מראש ובכתב.



## ניגוד עניינים

מיטב ברוקראז' בע"מ ו/או תאגיד קשור אליה החזיק, במועד פרסום עבודת האנליזה או במהלך 30 יום שקדמו למועד הפרסום, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות מנוהלים על-ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים. בשנה שעברה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ נטל חלק בהנפקות ציבוריות של החברות בזק, סמייל ופרטנר ו/או חברות הקשורות להן. בשנה הקרובה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ עשוי להשתתף בהנפקות של ני"ע של התאגידים הנסקרים.

## סולם המלצות

- קניה** - ביצוע יתר משמעותי מעל השוק בשנה הקרובה
- תשואת יתר** - ביצוע יתר מעל השוק בשנה הקרובה
- תשואת השוק** - תשואה דומה לשוק בשנה הקרובה
- תשואת חסר** - ביצוע חסר לעומת השוק בשנה הקרובה
- מכירה** - ביצוע חסר משמעותי לעומת השוק בשנה הקרובה

## פרטי מכין עבודת האנליזה

ניר זוננברג  
ברקוביץ 4 ת"א  
[nir@meitav.co.il](mailto:nir@meitav.co.il)  
**השכלה:** M.A בכלכלה באוניברסיטת ת"א.  
B.A בכלכלה וניהול ממכללת ת"א-יפו  
**ניסיון מקצועי:** כ-5 שנים

## מספר רישיון: 9095

## עצמאות שיקול הדעת:

אני, ניר זוננברג, רישיון מס' 9095, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות

## שיטת הערכה:

## סמייל

**שיטת הערכה:** היות תזרים מזומנים (DCF) לבזק, ומודל NAV לסמייל

## גורמי סיכון:

- אי-ביצוע של הסכם הרכישה של בזק
- חשיפה במינוף למחיר השוק של בזק

חברה	תאריך	המלצה	מחיר יעד	מחיר מניה
סמייל	08 פברואר 2010	סיקור ראשוני- קניה	116.0	94.61

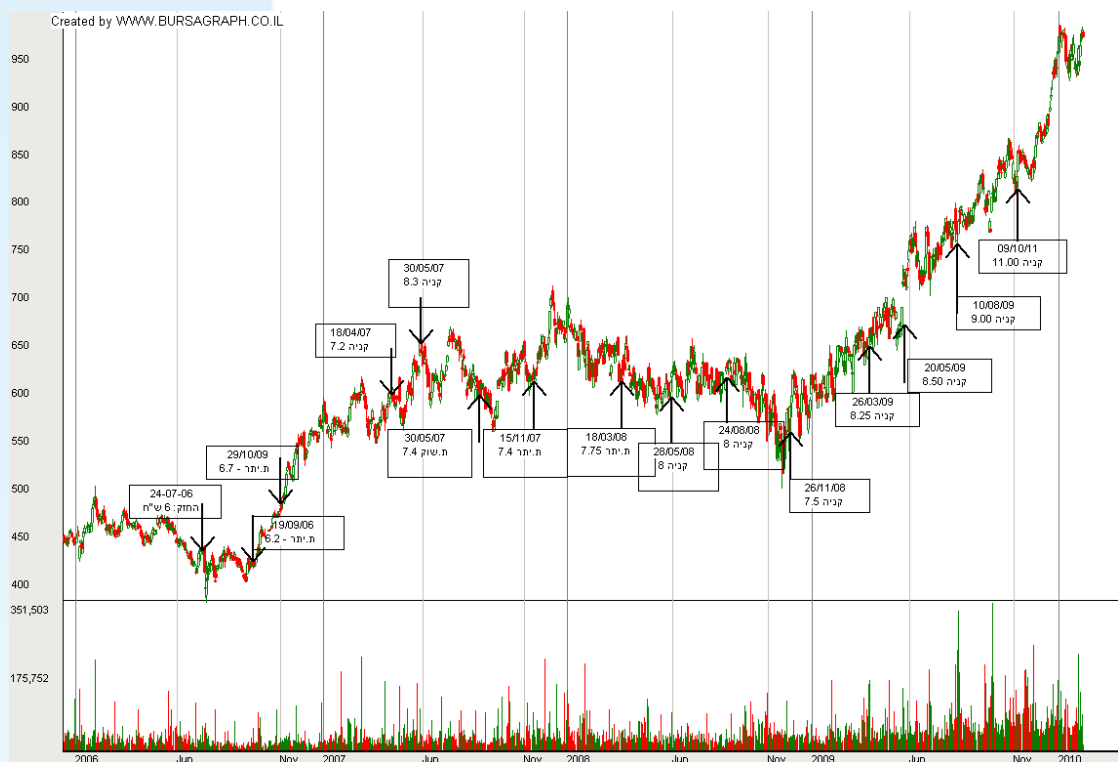


שיטת הערכה: היון תזרים מזומנים (DCF).

**גורמי סיכון:**

- עלייה ברמת התחרות בכל תחומי הפעילות
- אובדן קווים בקצב גבוה
- כניסה של מפעילים MVNO וירידה של המחירים בשוק הסלולר
- החלטות רגולטוריות כנגד החברה.

**היסטורית המלצות**



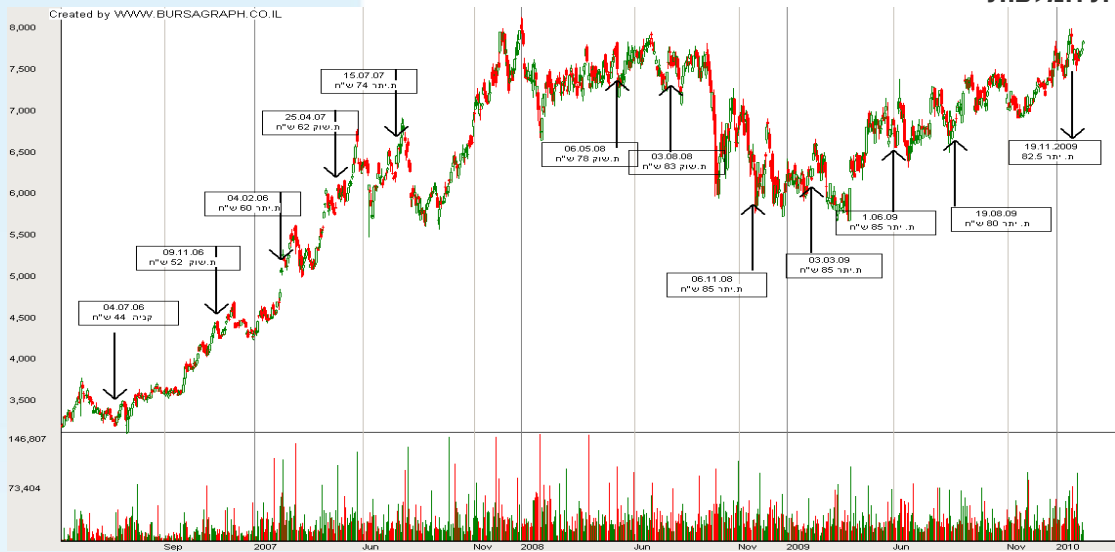
**פרטנר**

**שיטת הערכה:** היון תזרים מזומנים (DCF).

**גורמי סיכון:**

- כניסה של מפעילי MVNO
- מיזוג בין מירס להוט / מיזוג בין סלקום לנטוויז'ן
- חוסר יכולת לבצע תוכנית התייעלות
- איסור של ביהמ"ש על הפחתת ההון

**היסטורית המלצות**



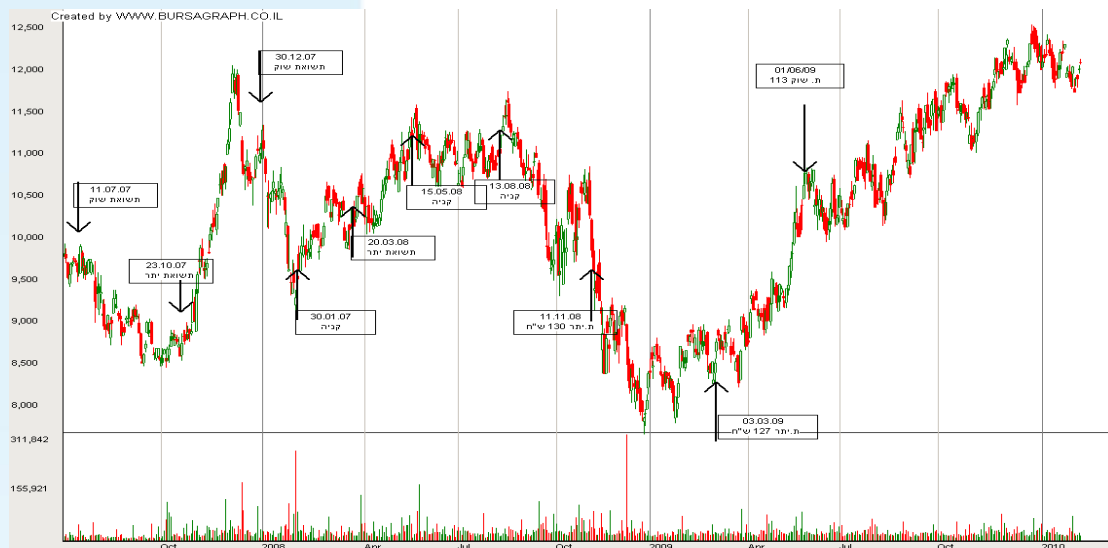
## סלקום

שיטת הערכה: היות תזרים מזומנים (DCF).

### גורמי סיכון:

- כניסה של מפעילי MVNO
- מיזוג בין מירס להוט
- מיזוג בין החברה לנטוויזן
- ירידה בשיעורי הרווחיות של החברה

### היסטוריית המלצות



**הוט**

**שיטת הערכה:** היות תזרים מזומנים (DCF).

**גורמי סיכון:**

- חוסר יכולת לגייס הון על מנת לממן את התוכניות העסקיות של החברה
- עלייה בקצב נטישה לקוחות
- חדירה מהירה מהצפוי של תחליפים לשירותי החברה (D.T, WEBTV וכיו"ב)

**היסטורית המלצות**



## גילת לוויינים

**שיטת הערכה:** היות תזרים מזומנים (DCF)

### גורמי סיכון:

- פעילות בשוקים מתעוררים
- חוסר יכולת להעלות את שיעורי הרווחיות של החברה
- האטה ממשוכת בביקושים
- כניסה של טכנולוגיות תחליפיות למוצרי החברה.

### היסטורית המלצות

