

1.7.15

שווי הוגן למניה

7.3 – 7.5 ש"ח

(Ex Div 844 mILS + Ex yes 680 mILS)

טווח מחיר 52 שבועות (ש"ח)

5.2 – 7.4

מחיר מניה נוכחי

6.43 ש"ח

שווי שוק (מ' ש"ח)

17,672

תמורה יומית ממוצעת

(א' ש"ח)

50,094

אחזקות ציבור

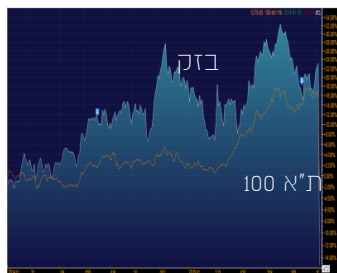
69%

תמצית גילוי נאות

הדו"ח מופנה למשקיעים מסווגים בלבד ואינו מהווה ייעוץ השקעות ו/או הזמנה לרכוש או למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי. הדו"ח אינו ניתוח מלא של כל העובדות והנסיבות הקשורות לאמור בו, ומשקף את הערכת עורכי הדוח בלבד למועד בו הוא נכתב.

במהלך השנה האחרונה, רוסארי ו/או חברות מקבוצת רוסארי, נתנו או עשויות היו לתת לחברה הנסקרת ו/או לחברות בקבוצת החברה הנסקרת שירותי גיוס חוב ציבורי או פרטי, ועשויות להחזיק בניירות הערך הנסקרים ו/או לבצע בהן עסקאות. ובנוסף, עשויות חברות מקבוצת רוסארי לתת בעתיד שירותים פיננסיים לחברה או לחברות מקבוצת החברה, לרבות שירותי ניהול, הפצה וחיתום בהנפקות.

מניית בזק בשנה האחרונה



גוליבר בארץ החלמאים

נקודות עיקריות

■ כותרת המסמך מרמזת בעיקר על תפיסת עולמנו בנוגע לרגולציה המקומית. נכונה העובדה כי כמעט אין ענף בישראל שאינו נמצא תחת מערבולת רגולטורית, אולם נדמה כי ענף הטלקום הוא ספינת הדגל ודוגמה לענף הסובל מגרזני הרגולציה כבר למעלה מ-3 שנים, כאשר התבהרות משמעותית אינה נראית באופק. אי לכך, למרבה הצער, חלק ניכר ממסמך זה עוסק ברגולציה והשפעותיה וכחות במה שמקובל כאשר מנסים להעריך חברה מבחינה איכותית וכמותית. לא נפתיע אם נציין כי הפתרון לבעיה זו הוא הקמת רשות תקשורת בלתי תלויה ומקצועית לטובת החברות בענף, המשקיעים המממנים לא מעט מפעילות הענף ולבסוף גם הצרכנים שיקבלו תמונה ברורה של עלות-תועלת (למשל מדוע הדור הרביעי כבר פועל כמו שצריך במדינות כמו לבנון וערב הסעודית ולא בישראל). ואחרי שאמרנו זאת, ננסה בכל זאת לתת קצת קרדיט לראשי משרד התקשורת החדשים המנסים, על פי המדיה להחזיר את ההתנהלות בענף למצב של הידברות רב-צדדית.

■ בהמשך לסעיף הקודם, בבואנו לנתח את חברת בזק, אנו מתייחסים לחוסר הרציונאליות המאפיינת את ענף הסלולר ומאמינים כי רק בעתיד הבינוני (במהלך 2016 או 2017) תחזור מרבית השפיות לסקטור. בנוסף אנו חושבים כי בתחום הקווי/תוכן רב-ערוצי, בזק עלולה להפסיד מעט בטווח הקצר, אולם אנו מאמינים כי בטווח הארוך מתכונת השוק הסיטונאי אינה בהכרח בת-קיימא ותוצר הלוואי שלה הוא גם חיסול חלק ניכר מהיתכנות מיזם הסיבים Unlimited. השורה התחתונה היא תורת דארווין...

■ השפעת השוק הסיטונאי והתחרות בטלוויזיה על קבוצת בזק - השוק הסיטונאי יצא לדרך וברור שאין כעת דרך חזרה. לא צריך יום לימודים ארוך כדי להבין את השפעותיו קצרות הטווח. בזק תאבד קווי אינטרנט וטלפוניה קמעונאיים ותחווה גם לחץ על ההכנסה החדשית הממוצעת ממנו (ARPU). מנגד, אנו מעריכים כי רפורמת השוק הסיטונאי מוגבלת מאד ביכולת שלה ליצור שינוי אמיתי בענף לאורך זמן והסיבות מפורטות בהמשך. באותה נשימה נציין גם שקשה לנו להאמין שביטול ההפרדה המבנית הוא צעד שיעבור בזמן ובאופן מלא ולכן לא מביאים זאת לידי ביטוי במודל הערכת השווי. בזק עלולה להינזק מעט בטווח הקצר, אולם להרוויח בגדול מדינמיקת השוק הסיטונאי שגם הורג בינתיים את המודל העסקי של מיזם Unlimited. בוודאי שבטווח הקצר יותר, בזק צפויה גם להרוויח מחולשתה היחסית של המתחרה HOT ומעצם העובדה שלקוחות קמעונאיים שעוברים מ-HOT למתחרות החדשות, הופכים ברובם ל"קווים" סיטונאיים של בזק (הערכנו כ-20% מהקווים הסיטונאיים החדשים).

■ התייעלות ומיזוג עם yes - ניתן להבין כאינדיקציה שפוטנציאל הסינרגיה השיווקית (הצעת ערך למנויי הקבוצה), התפעולית (התייעלות) והכלכלית (נכס מס והוצאות מימון עתידיות) הוא גדול מאד ולהערכתנו עדיין לא בא לידי ביטוי מלא וללא קשר קבוצת בזק עסוקה בהתייעלות יומיומית.

■ מספרים - עוד לפני ביטול ההפרדה המבנית ומיזוג מלא עם yes, אנו מאמינים כי הקבוצה תדע לשמור על EBITDA מאוחד של כ-4 מיליארד ש"ח כמספר מייצג ובהתאם גם רווח נקי של כ-1.4 מיליארד ש"ח. מכאן אנו גוזרים את טווח השווי הראוי. הסבר מפורט בהמשך.

השקפת רוסארי

אם לוקחים בחשבון שסיכויי ההשפעה של הרגולציה לפגוע אנושות בקבוצת בזק היא 100%, אין צורך להמשיך ולקרוא את המסמך. מאחר וניתחנו בהשוואה בינלאומית גם את עוצמתה של קבוצת בזק ביחס לחברות דומות ובחנו את השפעות הרגולציה מכל הכיוונים, אנו חושבים אחרת. קבוצת בזק איתנה בהיבטים תחרותיים ופיננסיים כמעט מכל חברה אחרת בישראל. לאחר הניתוח והשוואת פרמטרים עסקיים ותמחוריים לחברות אחרות בעולם המפותח, אנו מבינים מדוע בזק פיבוריטית אצל המשקיעים הזרים ותמשיך להיות כזאת. לפיכך, אנו מאמינים כי בזק צריכה להיות אחזקה מהותית בתיקי ההשקעות.

שווי ומומנטום

הפעלת מכפילים שמרניים יחסית (14 על הרווח הנקי המייצג ו-7.3 על ה-EBITDA) מביאים אותנו לטווח שווי הוגן של 7.3 – 7.5 ש"ח למניה. המומנטום במניה דומה לזה של חברות טכנולוגיה מבחינת התנדטיות. משקיעים בעלי אורך רוח אמורים לנצל מומנטום כזה ולהתייחס בחשדנות לרעשים הסובבים את הקבוצה.

רגולציה – המקור לכאוס

בימים של שגרה, ניתוח חברה מתייחס בראש ובראשונה לאיכות הנכסים של החברה, הפעילות השוטפת שלה, יכולת ייצור המזומנים, איכות הניהול ועוד. שוק התקשורת המקומי לא נמצא בשגרה ובוודאי שלא בשיווי משקל כבר 3 שנים. לפיכך, פינת הרגולציה מקבלת משנה חשיבות על רקע השפעותיה מרחיקות הלכת על הענף. עשרות מאמרים וניתוחים נכתבו בעבר על הרגולציה בשוק התקשורת המקומי (גם על ידי החתום מטה), כאשר הדגש הוא על חוסר דרך וחזון. מיותר לציין כי משרד תקשורת פוליטי, אינו ממלא את ייעודו כראוי וברור היום יותר מתמיד, כי הגיע הזמן לייצר רשות מקצועית בלתי תלויה. מאחר ולא נראה כי הקיים עומד להשתנות, נעלה כאן בקצרה את הסוגיות הרגולטוריות והשפעתן על הענף בכלל ועל בזק בפרט:

- **שוק הסלולר** – תת ענף זה, כעסק ליבה צועד במדרון לא רציונאלי לאור העובדה שהתחרות בו אינה משוכללת. קרי, תנאי הרשיון של החברות החדשות לא נאכפים במלואם, העלות השולית לגיוס לקוח, שימורו וכדומה, שונה בצורה קיצונית ממפעיל למפעיל. למעשה, המדינה מעודדת הפעלה סולרית טפילית במקום לעודד השקעות ברשתות מתקדמות, שירותי ערך מוסף וכדומה. התוצאה היא הדרדרות ברמת השירות, באיכות הרשתות ולאור מחקרים שונים הנעשים בעולם, גם פגיעה בתמ"ג של מדינת ישראל. קשה לראות שינוי במגמות הענף בשנה הקרובה הן בהיבט של אכיפה משמעותית ונסיון להחזיר את הענף לפסי תחרות רציונאלית והן בהיבט של קונסולידציה מהותית. המשמעות היא המשך ירידה בתזרימי המזומנים של חברות הסלולר הוותיקות ואולי מעבר להפסד נקי, כפי שהן מציינות בדרך זו או אחרת בדו"חות הכספיים. הבעיה המרכזית שהרגולטורים יצטרכו להתמודד איתה, היא התקווה שחברות הסלולר הגדולות יחוללו תחרות של ממש בשוק הקווי/טלוויזיה מול בזק ו-HOT. אנו מאמינים כי "מהפיכת הסלולר" לא תחזור על עצמה בעיקר מסיבה זו, אך גם מסיבות פנדמנטליות שנפרט בהמשך.

- **שוק סיטונאי ומיזם הסיבים של Unlimited** – נתחיל דווקא במיזם הסיבים כי הסיפור שם יחסית פשוט – כרגע לא נראה שהמיזם מתרומם, למרות הדיווחים על התקדמות הפרישה. הערכנו בעבר (מי שרוצה עבודה מלפני יותר משנה על סיכויי ההצלחה של המיזם, מוזמן לפנות אלינו) כי סיכויי ההישרדות של המיזם בתנאים הנוכחיים קטנים והחזר ההשקעה ארוך מדי. לאחרונה התפרסם מחקר דומה מאד של חברת פרומתאוס בנושא וגם שם, ההיתכנות הכלכלית העולה מן המחקר, נמוכה מאד. נזכיר כי שלושת הגורמים המרכזיים לכשלון הצפוי הם: הקונסטלציה של הרכב בעלי המניות, המודל העסקי של המיזם והגורם האחרון המתקשר לפינת הרגולציה הוא הקמת שוק סיטונאי במקביל שלמעשה מצמצמת עוד יותר את סיכויי המיזם. **כאוס וחוסר דרך כבר אמרנו ואף הצענו בעבר פתרונות לפתרון הפלונטר.**

השוק הסיטונאי – בחלוף ה-17 במאי 2015, ניתן לומר, על סמך שיחות עם בזק ועם חלק מהמתחרים הפוטנציאליים בשוק האינטרנט הקווי (כולל חברות פרטיות) שהתהליך עובד, אך כצפוי עם חבלי לידה מסויימים. אזרחי ישראל נהנים מביטול ההפרדה בין ספק לתשתית, ממחירים זולים יותר ומהצעות חדשות המנסות לשלב ערך מוסף, כולל תוכן. במבט לאחור, ניתן גם לומר כי כל "הקרבות" בין מנכ"ל משרד התקשורת לבין בזק בתחילת הדרך היו מיותרים. אז מה נשאר? סוגיית הטלפוניה הקווית עדיין עומדת בעינה ותוכרע ככל הנראה על ידי בג"צ. נזכיר כי בזק טוענת שמבחינה טכנולוגית אי אפשר לייצר סיטונאות על רשת הטלפוניה המסורתית שלה מבלי שתהיינה עלויות לא סבירות לכך. מנגד, מנכ"ל משרד התקשורת הקודם טוען שאין בעיה ליישם זאת גם בלי עלויות חריגות וכאמור, נראה שבג"צ יצטרך להכריע, אלא אם כן מישוה ירד מהעץ לפני כן. לזכות טענתה של בזק ייאמר, כי סלקום במידה מסויימת משכה את השטיח מתחת לרגליים של משרד התקשורת ויצאה עם חבילות הכוללות טלפוניה בטכנולוגיה אחרת (VoB), כך אי אפשר לטעון שאין מוצרים תחליפיים בני-קיימא לטלפוניה המסורתית, גם אם היא נחשבת איכותית יותר. יתרה מכך, בחלק ממדינות המערב כבר הגיעו להכרה שטכנולוגיית VoB ותקשורת סולרית הם מוצרים תחליפיים לטלפוניה קווית מסורתית. ראו קישור:

<https://gigaom.com/2014/10/09/as-mobile-use-takes-over-europe-deregulates-retail-access-market-for-fixed-line-telephony>

באופן כללי, נראה לנו שמימדי הסוגיה קצת נפחו וירדו לפסים פחות מקצועיים. מצד שני, כנראה שמה שמטריד את המשרד היא הנראות של הרווחיות העודפת שבזק מצליחה לייצר משירות זה. מצד שלישי, כיאה למדינת חלם, חובה לציין ולהזכיר כי מחירי הטלפוניה של בזק נמצאים תחת פיקוח והיא אינה יכולה להוריד מחירים, כך שמי שבאמת אחראי לרווחיות העודפת היא מדינת ישראל. האבסורד הגדול הוא שהמשרד "מתגאה" בכך שלא עדכן תעריפים כלפי מעלה כפי שהחלט בעבר. אנו אומרים – מדוע? היה אפשר לעדכן תעריפים כלפי מעלה ואז להאשים את בזק באופן גם יותר על היכולת להתייעל ולהגדיל רווחיות.

חזרה לשוק הסיטונאי באינטרנט – כרגע, עדיין נשמעות האשמות הדדיות על אש נמוכה ובגדול נראה שהכל עובד. ישנן שתי נקודות שכדאי להתייחס אליהן בהיבט זה מבחינת רגולציה. האחת היא שלא פעם ולא פעמיים מי שעסוק בתחום נתקל בכתובים חלקם על ידי אינטרנטים אבל חלקם גם על ידי אנשי מקצוע ואקדמיה, בהשערה די מבוססת שהמתכנת הנוכחית של שוק סיטונאי בישראל, היא מודל הולך ונעלם מאחר ואינו מייצר את התוצאה המצופה ומעודד השקעות חסר בתשתיות. לפיכך, זה שכרגע השוק הסיטונאי פועל כמעט כהלכה, אינו אומר שמודל זה הוא בר-קיימא בעתיד, בעיקר כאשר הטכנולוגיות משתנות וגם על נושא שוק סיטונאי על גבי סיבים אופטיים ו/או שוק סיטונאי על גבי טכנולוגיות העתיד כמו G.fast ו-G.inp נכתב ונאמר לא מעט. הנקודה השניה בהיבט הרגולטורי היא: בהנחה שהשוק הסיטונאי עובד

כרגע כמצופה, משרד התקשורת יצטרך להכריע בעוד כ- 8 חודשים, האם לבטל את ההפרדה המבנית בקבוצת בזק או לא? מה צפוי? לאלהים ולראש הממשלה פתונים.

סיכום - ישנן עוד סוגיות רגולטוריות/צרכניות, אולם נראה לנו שהשתיים שלמעלה הן המהות האמיתית של החזרת שוק התקשורת לשיווי משקל. כפי שניתן להבין, אנו לא אופטימיים לגבי החזון והדרך של הרגולציה המקומית ולכן מאמינים כי תורת דארווין שוב תבוא לידי ביטוי – האורגניזמים הכשירים ביותר שמסוגלים להתאים את עצמם בצורה הטובה ביותר לתנאי הסביבה ממשיכים להתקיים, ואילו אלה שאינם מסוגלים להתאים את עצמם לתנאי הסביבה נכחדים. **ובכל זאת נסיף כי לאחר החילופים המקצועיים בהנהגת משרד התקשורת, אנו מנסים כן לתת קרדיט כלשהו למנכ"ל החדש לאור שאיפתו להחזיר את המחלוקות לפסים שפויים של מו"מ.**

שוק סיטונאי וטלוויזיה – השוק וההשפעה על בזק

יש לבחון את ההתקדמות בעוד מספר חודשים לאחר יישום שלב הניודים האוטומטי ולאחר בחינת הצעות השירות של מתחרותיה של בזק. נזכיר מחירי הסיטונאות של בזק פורסמו על ידי המשרד וכבר ניתן לראות מספר הצעות בשוק הנעות סביב 70-100 ש"ח הכוללים ספק ותשתית למהירות של 100 מגהביט לשניה. בהקשר זה, נציין כי HOT אינה מחוייבת בתעריפים של בזק ולכן פרסמה תעריפים שונים ויקרים יותר ועל כן, לפחות עד כה, נראה כי אין ספקיות אינטרנט משמעותיות המבקשות לרכוב על תשתית HOT. מעניין אם המשרד יתערב בקביעת התעריפים של HOT בעתיד. **להלן חלק מהסיבות לחשש להיתכנות שוק סיטונאי בר-קיימא:**

חסמי המעבר מבזק ו-HOT לספקיות האינטרנט:

- החסם העיקרי במעבר מ-HOT לספקיות אינטרנט הוא שירותי הטרפול. כל עוד אין התערבות רגולטורית בנושא, לקוח המנוי על שירותי הטרפול של HOT ימצא שהמעבר לחברה אחרת אינו כלכלי עבורו. בנושא זה, יש לזכור כי HOT מרכזת מאמצים גדולים להעביר כמה שיותר לקוחות לשירותי הטרפול ולאחר תחילת הרפורמה היא גם משווקת חבילות תקשורת הכוללות חבילה סלולרית ב-10 שקלים לחודש, כך שקיים כאן אתגר נוסף שהמשרד והמתחרים צריכים להתגבר עליו. מנגד, מיצובה של קבוצת HOT משחק לידי קבוצת בזק **ואנו מעריכים כי עד 15% עד 20% מהקווים הסיטונאים בבזק הם קווים חדשים – קרי, למרות מה שאנו אומרים כאן קיים מעבר לא מבוטל ברמת התשתית מ-HOT לבזק.**

- חסם המעבר המדובר ביותר לנטישת בזק לטובת ספקיות אינטרנט, הוא המודם/ראוטר. **אנו מבינים כי עצימות חסם זה הולכת ויורדת וכי המפעילים החדשים מצאו פתרונות וכך צריך להיות.** חשוב לציין שיש הבדל בין אופי השירותים למכשירים סלולריים לבין תשתיות האינטרנט. בשוק הסלולרי ניתן לעבור בין ספקים באמצעות רכישת כרטיס sim בלבד ומספר הגדרות פשוטות. מעבר ספק תשתית אינטרנט הוא מורכב יותר טכנולוגית, ומחייב מעורבות גבוהה יותר מצד הלקוח. שוק הנתבים בישראל אינו מפותח יחסית, והלקוחות התרגלו לקבל את הנתב, בין אם במודל של חיוב זיכוי או במודל של השכרה - מחברות התשתית או מספקיות האינטרנט. בזק הייתה זו שאחראית לדחיפת הנתבים לבתי הלקוחות, כחלק מאסטרטגיה שמטרתה להגביר את האחיזה בבית הלקוח וליצור מערכת יחסי אמון טובה לאורך זמן. רוב הלקוחות בבזק משתמשים בנתב שלה, ומיעוט משתמש בנתב שקיבל מספקיות אינטרנט. מעטים הלקוחות שרוכשים נתב בשוק החופשי, והרוב מקבל אותו מחברות השירותים. כעת נתקלות ספקיות האינטרנט המבקשות להעביר אליהן את מנויי האינטרנט של בזק בבעיית הראוטר. לבזק יש לקוחות שמשלמים דמי שכירות חודשיים על הנתבים, ולכן לכאורה אינם יכולים פשוט לקחת את הנתב ולהעביר אותו לשימוש מתחרותיה, מכיוון שמדובר ברכוש שלה. לקוחות אחרים בבזק רכשו את הנתב או שמשלמים עליו לחברה בתשלומים. תשלום "קנס" של כ-200 ש"ח לבזק עבור הנתב, הופך חלק מעסקאות הניוד ללא כדאיות. הפתרון של חלק מספקיות האינטרנט הוא מימון "הקנס" באמצעות הטבות חנימיות לחודש וכדומה. סביר להניח כי הפתרון לבעיית הנתב הוא לא מסובך, משרד התקשורת מצא כאן פתרון ביניים שמאפשר לספקיות להתארגן מבעוד מועד ולספק ללקוח נתב חדש במקום הנתב של בזק, וזאת מבלי שתיפגע רציפות השירות. על פי ההצעה של המשרד, המפעיל המתחרה ישלם לבזק את דמי השכירות לתקופה של עד חצי שנה, ובסוף הנתב יחזור לבזק והמתחרה יספק ללקוח נתב משלו. השימוע שפרסם המשרד יחסית פשוט לביצוע היות והלקוחות לא נפגעים ובתוך זמן קצר המפעיל החדש יכול לספק ללקוח נתב חדש בדמי השכרה. אך הפתרון אינו מיטיב עם המפעילים המתחרים או ספקיות האינטרנט, ומעניין יהיה לראות איך יגיבו לשימוע. **למרות הפתרון הפשוט יחסית שגם יעלה לא מעט כסף לספקיות האינטרנט, אנו שואלים מה יהיה בעתיד כאשר בזק תמשיך ותשדרג את הרשת שלה (תוכל באופן תיאורטי לספק גם מהירויות של 500 מגהביט לשניה) ולמעשה יידרשו ראוטרים חדשים בעלי יכולות אחרות? יש לחשוב על נושא ההון החוזר של ספקיות האינטרנט בהיבט זה.**

בזק עובדת קשה על שימור וגיוס לקוחות אינטרנט. החברה השיקה חבילות הכוללות ספק יחד עם תשתית במחיר של 120 ש"ח לחודש עבור מהירות של 100 מגהביט לשניה. החידוש בחבילה זו הוא שבזק היא זו שמשווקת את החבילה ולא ספקיות האינטרנט (באנדל הפוך). נציין כי עד כה ספקיות האינטרנט נהנו מעצם העובדה שבזק היא זו ששיווקה אותן, אולם כעת בזק משווקת ספקיות אינטרנט קטנות ולא מוכרות ובכך למעשה מנסה לנטרל את הספקיות הגדולות. מבצע זה מעורר כמובן את זעמן של ספקיות האינטרנט הגדולות והן דורשות ממשרד התקשורת שלומד כרגע את הנושא להתערב. בנושא השימור בזק מציעה שירותי ערך מוסף ללא תשלום נוסף כמו גיבוי בענן, שירותי מוזיקה, אנטי וירוס וכדומה. למעשה באמצעות הבאנדל ההפוך, בזק מצמצמת את הפרשי העלות לצרכן לכדי 40 ש"ח עד 60 ש"ח בלבד ולכן השוואה למהפיכת הסלולר היא בעייתית. מדובר על 40-60 ש"ח בלבד לבית אב ולא לכל מנוי (כלומר, לבית אב אחד יכולים להיות 4 מנויי סלולר). מבחינת מרבית הצרכנים, בזק עדיין נחשבת כשחקן פרימיום, כך שהטריגר למעבר אינו וודאי בהיבט של מסה קריטית.

בזק בינלאומי – בזק בינלאומי הצטרפה אחרונה לשוק הסיטונאי והשיקה את החבילה שלה במחירים גבוהים יותר מאשר מתחרותיה. החברה נאמנה לתפיסה שהלקוחות מוכנים לשלם פרמיה עבור שירות יותר טוב ועבור איכות גלישה יותר גבוהה, בזק בינלאומי גובה 20 ש"ח יותר מכל מתחרותיה שמציעות 100 שקל לקצב של 100 מגה. לגבי בזק בינלאומי, שווה להתעכב על הנקודה שבשורת התוצאות בזק בינלאומי היא החברה שגדלה הכי הרבה בשוק האינטרנט, וזה קרה למרות המחיר הגבוה שהיא גובה. הסיבות לכך הן כנראה השירות שמציעה החברה, כולל החיבור לכבל התת-ימי שלה וזמן המענה הקצר שהחברה מספקת. כך למשל, חשוב לציין כי הוט נט מוכרת כבר 3 שנים אינטרנט בקצב של 100 מגה במחיר של 20 שקל לחודש, אך היא גדלה בקצב מאוד אטי ואינה מהווה גורם דומיננטי בשוק. **ההשפעה על הקבוצה:** כנראה שה-ARPU של לקוח אינטרנט ירד בעתיד, אך עם זאת מכיוון שבזק בינלאומי היא חלק מקבוצת בזק, ובשל העובדה שמרבית הלקוחות שלה הם לקוחות בזק ומיעוטם יושבים על הוט, נשאלת השאלה האם תהיה לכך השפעה מסוימת על רווחיות הקבוצה כולה. אנו מעריכים כי מיצובה של בזק בינלאומי ויכולות השיווק שלה, ימזערו באופן משמעותי את הנזק לקבוצת בזק כולה בטווח הקצר. בטווח הארוך, ייתכן וביטול ההפרדה בין ספק לתשתית, ישחק בגדול לידי הקבוצה כולה.

סלקום מושכת את השטיח מתחת לרגלי המתחרים ומשרד התקשורת – סלקום הודיעה לאחרונה כי היא מתחילה בשיווק חבילות טריפל הכוללות טלוויזיה, אינטרנט וטלפוניה בדומה לשירות שמצעה קבוצת HOT. האם תתפתח תחרות אמיתית ל-yes ו-HOT כתוצאה מהמהלך? בינתיים yes אינה מאבדת מנויים נטו, אך מרגישה לחץ על ה-ARPU. ישנה חשיבות גדולה מאד להיצע התוכן של סלקום ולרמת ההשקעה שלה במהלך. אנו עדיין סבורים כי סלקום נכנסת לעולם הטלוויזיה בצעדים מדודים על מנת לשמור על ליבת העסקים שלה – סלולר. תגובתה של HOT כבר נמצאת באוויר עם באנדלים שונים בנוסף לשירותי הטריפל, כאשר נראה שהיא מזהירה את חברות הסלולר עם מחירים נמוכים מאד לשירות הסלולרי בתוך באנדל. אנו מעריכים כי בעתיד הלא רחוק גם לבזק תהיינה תשובות לאחר מיזוג מלא עם yes ובעתיד נראה חבילות משמעותיות עם ביטול ההפרדה המבנית. **חובה לזכור כי למרות ההצלחה של סלקום, מוצרי תוכן נבדלים זה מזה גם ברמת ההשקעה, בניגוד לסלולר. כיום סלקום משקיעה (בצדק רב) כ-10% בלבד ממה שמשקיעות השחקניות הוותיקות ויהיה מעניין לראות כיצד תתפתח התחרות בטלוויזיה.**

מחיר הטעות של סלקום ופרטנר בכניסה לעולם הקווי עלול להיות כבד – לעומת בזק ו-HOT שעדיין נהנות משליטתן בשוק הקווי ובטלוויזיה כליבת העסקים שלהן, חובה לזכור בכל רגע נתון את מצבן של חברות הסלולר. ליבת העסקים שלהן עדיין לא ראתה תחתית ויש להן גם חוב לשרת. המסקנה היא שטעות עסקית קריטית של אחת מהן בחדירה לשוק הקווי/טלוויזיה, עלולה להכאיב מאד ואולי במקרה זה, דווקא ההסתנות של פרטנר והכניסה המדודה של סלקום מעידות על רמת הסיכון והאגרסיביות הצפויה בחדירה. לגבי גולן טלקום, התעלומה בנושא המודל העסקי שלה עדיין לא פתורה מבחינתנו. עם זאת, לאור חולשתו של הרגולטור בנושא אכיפת תנאי הרשיון של גולן בדור השלישי וחוסר ודאות לגבי רמת האכיפה בדור הרביעי, כנראה שקטונו מלהעריך את השפעתה של החברה על השוק הקווי/טלוויזיה ואולי על שוק התקשורת כולו שנמצא הרחק הרחק משיווי משקל בשל מדיניות רגולטורית קיצונית ומפלה. עם זאת, נציין כי בטלוויזיה החסרון לגודל של גולן אמור לבוא לידי ביטוי באופן בולט.

מיזוג yes בסופו של יום, יגביר את יכולת התחרות של בזק – לאחר שאושר המיזוג של yes לתוך בזק, אנו חושבים כי עוצמתה של הקבוצה בהכרח לא תקטן (אנדרסטיימנט למי שלא הבין...). **אנו אומרים זאת גם לפני אינדיקציות, שעדיין אין, לגבי ביטול ההפרדה המבנית. הייחוד של קבוצת בזק בניגוד ללא מעט מפעילות דומות בעולם, הוא שליטה מוחלטת על כל תשתיות ושירותי התקשורת במדינה.**

סיכום – השוק הסיטונאי יצא לדרך וברור שאין כעת דרך חזרה. לא צריך יום לימודים ארוך כדי להבין את השפעותיו קצרות הטווח. בזק מאבדת ותאבד קווי אינטרנט וטלפוניה קמעונאיים ותחווה גם לחץ על ההכנסה החודשית הממוצעת ממנוי (ARPU). יותר מכך, אנו צפויים לראות עוד ועוד חבילות מלאות (bundles) של אותם מתחרים הפעילים במספר

תתי-ענף כמו סלולר וטלוויזיה, כך שגם ברמת קבוצת בזק כולה, יורגש לחץ בחודשים הקרובים. מנגד, לא כתבנו סתם את כל הסעיפים הקודמים – אנו מעריכים כי רפורמת השוק הסיטונאי מוגבלת מאד ביכולת שלה ליצור שינוי אמיתי בענף לאורך זמן והסיבות מפורטות למעלה. באותה נשימה נציין גם שקשה לנו להאמין שביטול ההפרדה המבנית הוא צעד שיעבור בזמן ובאופן מלא ולכן לא מביאים זאת לידי ביטוי במודל הערכת השווי. בזק עלולה להינזק מעט בטווח הקצר, אולם להרוויח בגדול מדינמיקת השוק הסיטונאי שגם הורג בינתיים את המודל העסקי של מיזם Unlimited. בוודאי שבטווח הקצר יותר, בזק צפויה גם להרוויח מחולשתה היחסית של המתחרה הגדולה HOT ומעצם העובדה שלקוחות קמעונאיים שעוברים מ-HOT למתחרות החדשות, הופכים ברובם ל"קווים" סיטונאיים של בזק וכאמור, הערכנו כי 15% - 20% מהקווים הסיטונאיים של בזק הם קווים חדשים העוברים מ-HOT.

מיזוג עם yes והתייעלות

עוד קצת רגולציה: בתוך כל הסערות העוברות על משרד התקשורת מאז הבחירות, אושר לאחרונה מיזוג בזק עם yes וכאמור המשרד נדרש להחליט בעוד כשמונה חודשים על ביטול ההפרדה המבנית. כאן בדיוק טמון לא מעט upside למניית בזק. כאמור, מהשלכות ביטול ההפרדה המבנית, אנו מתעלמים כרגע. עדיין אנו חושבים כי מיזוג yes לתוך בזק יביא לשיפור יכולותיה התחרותיות בהצעת ערך ללקוח ומנגד גם אפשרות להמשיך ולהתייעל כפי שהקבוצה כולה עושה זה מכבר.

במהלך שנת 2014 צמצמה כל קבוצת בזק (כולל yes) את מצבת כוח האדם ביותר מ-1,000 משרות ובכך - 3,400 משרות לעומת סוף שנת 2012. הקבוצה מיעלת את מערך השירות והתפעול. אחד מהפרויקטים של החברה ב-2014 היה המעבר לשירות עצמי, שבא לצמצם את הצורך של הלקוחות לפנות למוקדים הטלפוניים. החברה הציעה ללקוחות שלה אתר משודרג שבו הם יכולים להגדיר לעצמם את השירות המבוקש ולעבור בין חבילות. הודות למהלך הזה צומצם השימוש במוקדים ובטכנאים. לפיכך, גם עלויות ההתייעלות נמוכות ממה שהיה ניתן לצפות לפי ההסכמים הקיבוציים. סביר להניח כי גם בשנה הקרובה נראה ירידה לא מבוטלת בכמות המשרות ואנו כאמור, עדיין לא מתייחסים לביטול ההפרדה המבנית שהשפעתה החיובית, אם וכאשר, תורגש רק בטווח הארוך יותר (בטווח הקצר, תעלה לא מעט כסף). יש לזכור כי בעקבות רפורמת האינטרנט הסיטונאי, בזק בינלאומי למעשה הופכת למיותרת כישות נפרדת ולכן יש לצפות גם כאן להתייעלות מאסיבית בהמשך (למרות הוועדים) בדיוק כפי שקורה בפרטנר עם 012 סמייל ובסלקום עם נטוויז'ן.

yes – בזק הגדילה את חלקה ב- yes מכך - 49.8% לכך - 58.4% לאחרונה באמצעות מימוש האופציה מהעבר. לפיכך, החל מתוצאות הרבעון השני של 2015 ועד סופה (9 חודשים), תוצאות yes תהיינה מאוחדות במספרים של בזק. הנחיותיה של בזק לשנת 2015 מצביעות על EBITDA של כ- 4.2 מיליארד ש"ח ויש לציין כי yes ייצרה EBITDA של כ- 570 מיליון ש"ח בשנת 2014, כלומר בהנחה שהיא תצליח לשחזר את אותה רמה, התרומה שלה לשנת 2015 תהיה כ- 430 מיליון ש"ח לסעיף זה וללא תרומה לסעיף הרווח הנקי שההנחה כלפיו היא כ- 1.5 מיליארד ש"ח. אנו ממדלים אחזקה של 100% ב- yes, אך עדיין לא מיישמים את נכס המס שבזק תהנה ממנו בעתיד בגין הפסדי העבר של yes (הערכנו בכמיליארד ש"ח). מנגד, אנו מורידים מקופת המזומנים 680 מיליון ש"ח שיועברו מבזק ליורקום. כפי שצינו קודם, רכישת מלוא הבעלות ב- yes והפסקת ההפרדה המבנית, אמורות להוסיף כמה מאות מיליוני ש"ח לרווחי בזק בעתיד בגין נכס מס ומיצוי סינרגיות שיווקיות ותפעוליות. לא רואים כרגע צורך לחשב את ה- upside לאור דעתנו על הרגולציה המקומית. עוד נציין כי במאזנה של בזק לסוף הרבעון הראשון נכללו כמובן מצבת ההתחייבויות והנכסים של yes במלואם. לפיכך, החוב נטו של הקבוצה גדל בכמיליארד ש"ח לרמה של כ- 8.2 מיליארד ש"ח.

סיכום – נודה כי פרק זה הוא יותר איכותי ופחות כמותי. עם זאת, ניתן להבין כאינדיקציה שפוטנציאל הסינרגיה השיווקית (הצעת ערך למנויי הקבוצה), התפעולית (התייעלות) והכלכלית (נכס מס והוצאות מימון עתידיות) הוא גדול מאד ולהערכתנו עדיין לא בא לידי ביטוי מלא וללא קשר קבוצת בזק עסוקה בהתייעלות יומיומית.

מספרים ושווי

בחרנו שלא להציג DCF מלא מאחר וטווח הטעות בשנה זו או אחרת יכול להיות רחב מדי כתוצאה משינויים קיצוניים ברגולציה. אנו מתייחסים כאן למכפילים מקובלים בהשוואה בינלאומית ולרווחים מייצגים לטעמנו (DCF מקוצר).

הנחות

- **הכנסות** - שנת 2015 אינה מייצגת בשל איחוד דו"חות yes (9 חודשים) ולכן מציגה גידול בהכנסות הקבוצה של כ- 8%. בשנת 2016, אנו צופים ירידה של 1.5% - 2% בהכנסות הקבוצה לעומת שנת 2015, על אף שאיחוד yes אינו מלא בשנה זו.

- לגבי שנת 2016 שתהיה המייצגת במודל, הנחנו ירידה של כ- 10% בהכנסות בזק קווי לעומת 2015, ירידה של כ- 1% בהכנסות פלאפון (שנגזרות מ- ARPU של 62 ש"ח וקישור של כמעט 100 אלף מנויים לעומת סוף שנת 2014, מנגד צפוי גידול כלשהו בהכנסות מציוד קצה). הירידה בהכנסות פלאפון בשנת 2016 מבטאת התייצבות כלשהי לאחר ירידה של כ- 15% בשנת 2015 לפי ההנחות שלנו. שיפור קל בהכנסות בזק בינלאומי (הנחה שמרנית לאור הרפורמה בקווי) וירידה בהכנסות yes מ- 1.72 מיליארד ש"ח בשנת 2014, לכ- 1.57 מיליארד ש"ח בשנת 2016, כתוצאה מהתעצמות התחרות בטלוויזיה הרב-ערוצית. **לפחות בשורת ההכנסות של הקבוצה, אנו מוצאים עצמנו יותר שמרניים מהקונצנזוס בשוק.**

- EBITDA ותזרים פנוי** – אנו לא כוללים הכנסות ממכירת נדל"ן בשורת ה- EBITDA. לפיכך הצפי שלנו הוא ל- EBITDA של כ- 4.15 מיליארד ש"ח בשנת 2015 לעומת הנחיית החברה לרף של כ- 4.2 מיליארד ש"ח. בשנת 2016, הורדנו את שיעור ה- EBITDA לכ- 41.5% לעומת שיעור של כמעט 44% ברבעון הראשון של 2015. ברור לנו שקצב ההתייעלות לא ידביק את קצב הירידה בהכנסות. ה- EBITDA האבסולוטי שלנו לשנת 2016 עומד על כ- 4 מיליארד ש"ח (כולל תוצאות מלאות של yes כמובן). גם כאן אנו מאמינים כי היינו שמרניים מספיק ביחס לקונצנזוס ואנו סבורים כי **הקבוצה תדע לשמור על רף ה- 4 מיליארד ש"ח גם בטווח הארוך, בוודאי אם תגיע בסופו של דבר הפסקת ההפרדה המבנית.** כתוצאה מהיקף ה- EBITDA שמידלנו, אנו מאמינים שתזרים מזומנים פנוי יעמוד בשנה מייצגת על **1.8 מיליארד ש"ח לפחות.** נזכיר כי בשנת 2014, התזרים עמד על כ- 2.75 מיליארד ש"ח וכי רמת ההשקעות של הקבוצה נמצאת כרגע בשיא (18% מהמכירות).

- רווח נקי ודיבידנד** – החברה הנחתה לרווח נקי לבעלי המניות שלה של כ- 1.5 מיליארד ש"ח בשנת 2015 ואנו לא רואים בעיה בחציית רף זה. אנו מניחים רווח נקי של כ- 1.54 מיליארד ש"ח לשנה זו. כמובן שהסיפור המעניין יהיה הרווח הנקי בשנים הקרובות לאחר האצה בפעילות השוק הסיטונאי. אנו מאמינים כי בזכות ההתייעלות על בסיס שוטף בקבוצה ולאור התייצבות מסוימת בשנה הבאה בתחום הסלולר, ניתן לצפות לרווח נקי של כ- 1.45 מיליארד ש"ח. אנו כמובן לא מתייחסים להכנסות חד פעמיות ובעיקר לא להוצאות חד פעמיות בגין ביטול ההפרדה המבנית. עוד נקודה שראויה לציון היא בדיקה שערכנו לרווחיות הנקיה ביחס לרווח התפעולי, לצורך מקדם בטחון הקשור בעלייה בהוצאות המימון. רווח נקי של כ- 1.45 מיליארד ש"ח המהווה כ- 58% מהרווח התפעולי לשנת 2016. נציין כי שיעור זה לא ירד בשנים האחרונות (לפחות משנת 2011) מ- 61%, כך שאנו מרגישים נוח עם מספר זה. נציין שוב, כי לא התייחסנו עדיין לנכס המס בגין מיזוג yes.

מדיניות הדיבידנד של החברה היא חלוקת כל הרווח הנקי לבעלי המניות ואנו לא רואים סיבה לשינוי מדיניות זו, לאור יחסי החוב התקינים של החברה ולאור העובדה כי רמת ההשקעות נמצאת כרגע בשיא. לפיכך, מדובר בתשואת דיבידנד מייצגת של כ- 8%.

- שווי** – כאמור אנו מסתמכים על שנת 2016 כשנה מייצגת בהיבט של EBITDA ושל רווח נקי. השווי ההוגן הנגזר למניה כתוצאה מהפעלת מכפילים רלוונטיים, נע בטווח של 7.3 ש"ח עד 7.5 ש"ח. הסברים למכפילים ולשווי, בהמשך.

מה מוצאים המשקיעים הזרים בהשקעה בבזק?

זה לא סוד שמרבית הסחורה הצפה במניות בזק מוחזקת בידיים של משקיעים זרים. התשובה לשאלה, ממנה אנו גם גוזרים את טווח השווי ההוגן למניה, מבוססת על המטריצה הרבעונית שמפרסם Bank of America Merrill Lynch ועל הקונצנזוס המופיע בבלומברג. ממצאים עיקריים מתוך המקורות הנ"ל:

- בשנה האחרונה מרבית מניות חברות הטלקום המסורתיות באירופה טיפסו באופן ניכר ואף נסחרות בפרמיה על המקבילות באמריקה. הסיבה היא ירידה בעצימות החשש מירידת ההכנסות ומהסביבה הרגולטורית באירופה, בעוד באמריקה החלה ירידה בהכנסות מתחום הסלולר המאופיינות בשיעור רווחיות גבוה מאד לעומת הממוצע במדינות המפותחות.

- פעילות הולכת וגוברת של מיזוגים ורכישות. ניתן למנות כאן לא מעט דוגמאות של עסקאות המבטאות קונסולידציה, convergence (איחוד פעילויות) והתרחבות לתחומים משיקים ו/או התרחבות גיאוגרפית. כך למשל עסקה בבלגיה לפיה חטיבת הסלולר של הטלקו המסורתי KPN נמכרת לפי שווי של 1.325 מיליארד יורו. רכישה נוספת באנגליה לפיה האצ'יסון המחזיקה במפעילת הסלולר הקטנה באנגליה, רוכשת את O2 מטלפוניקה עבור 13.8 מיליארד דולר. כעת שוק מאד תחרותי של 4 שחקני סלולר אמור להתכווץ לשלושה. ישנן עוד עסקאות כמו רכישת אורנג' שוויץ על ידי מידענו קסבייה ניאל עבור 2.8 מיליארד פרנק שוויצרי. עסקאות נוספות הנמצאות באוויר הן רכישת חברות לוויין בארה"ב ע"י חברות הטלקום המסורתיות.

- צמיחת תעבורת הנתונים הסלולרית ושינוי המודלים של מוניטיזציה אינטרנט סלולרי. לא נעסוק כאן במגמה זו ונרחיב עליה בסיקור חברות הסלולר המקומיות.

מגמות אלה הן עיקר הסיבה להתרחבות המכפילים בתעשייה בשנה האחרונה. וכעת למספרים:

- המכפילים שלהלן מנורמלים לפי ממוצע שווי שוק משוקלל:

מכפילים 12 חודשים קדימה			
EV/EBITDA	P/E		
7.7	15.6	מפותחות - שירות מלא	
6.7	25.2	מפותחות - סלולר	
5.7	14.7	מתפתחות - שירות מלא	
5.8	15.6	מתפתחות - סלולר	

מקור: BofaML

- השוואה בינלאומית של אינדיקטורים מובילים

source: BofA ML & Bloomberg													ממוצע משוקלל - חברות הבדק בשווקים מפותחים		
EV/(EBITDA-CAPEX)			EV/EBITDA			תשואת דיב' (%)			FCF yield (%)			P/E			
2016	2015	2014	2016	2015	2014	2016	2015	2014	2016	2015	2014	2016	2015	2014	
13.1	14.1	16.0	7.8	8.0	8.3	4.4	4.3	4.5	7.4	6.9	6.2	14.5	16.6	17.5	
16.0	17.3	19.6	8.4	8.6	9.1	3.8	3.6	4.5	7.1	6.3	5.3	15.8	20.0	20.1	
10.7	11.5	13.0	7.5	7.6	7.8	5.0	4.9	4.8	7.6	7.4	7.2	13.1	14.2	15.5	
11.8	11.0	7.7	6.7	6.4	5.9	7.8	8.3	11.4	6.8	7.8	10.3	12.8	12.0	8.8	

ממוצע עולמי - שווקים מפותחים
אירופה
ארה"ב
בזק

- סיכום ותובנות – החברה מייצרת תשואת דיבידנד ותשואת תזרים טובות יותר גם בשנים של ירידה. חובה עלינו לציין שוב כי אנו מאמינים שבהמשך תחול התייצבות וכנראה גם חזרה מסוימת לרצינאליות בשוק הסלולר ולכן לא כדאי למדל ירידה בביצועים לזמן הארוך. בהיבט של מכפילים, בזק נסחרת במכפילים נמוכים יותר וצדה את ענינו בעיקר ההשוואה של מכפילי EBITDA בניכוי השקעות – בזק נמצאת בשלב שיא בהשקעותיה לאור התחרות הגוברת, כך שנירמול רמת ההשקעות למקובל בעולם, תביא למכפילים נמוכים עוד יותר ולתשואת תזרים גבוהה יותר. אז אולי מדובר באחת החברות הרווחיות בעולם (כפי שטוען הרגולטור ומסיר מעצמו אשמה), אך גם באחת החברות ה"זולות" בעולם לאור המכפילים ותשואת הדיבידנד. בחינת החוב, גם לאחר התשלום בגין yes, מציגה יחסים טובים מאד.**

- כתשובה מלאה לשאלת הכותרת, אנו מאמינים כי המשקיעים הזרים הבוחנים את הקרביים של חברות התקשורת רואים בנוסף לתמחור, קבוצה שהגיעה לפרישה כמעט מלאה של רשת NGN, בניגוד להרבה מקומות בעולם וכאן קיים הסבר מבחינתם לקצב צמיחת ההכנסות מתשתית של בזק, מה עוד שהקבוצה מקרבת בקצב הרבה יותר מהיר ממרבית מדינות אירופה את הסיבים האופטיים לבתים (FTTB). כמו כן, בהשוואה לחברות אירופאיות בעיקר, קבוצת בזק כמעט ואינה מוציאה פרויקטים למיקור חוץ, כאשר ניתן להסתמך על ידע צבור in house שנצבר במשך שנים וממשיכה לייצר מאותם נכסים תשואה עודפת – יעילות. ייתכן והמשקיעים הזרים גם מבינים כי עוצמת קטסטרופת הסלולר נמצאת במגמת ירידה וניתן לחפש את האור בקצה המנהרה.**

נקודה אחרונה שאנו רואים בה חשיבות רבה: בזק היא אחת החברות הבודדות בעולם המחזיקה בפעילות סלולרית מובילה ובפעילות טלוויזיה רב ערוצית מובילה, כך שלאחר התשלום בגין מיזוג מלא עם yes, מדובר בחברה בעלת יכולת הצעת ערך מלאה אשר מכאן תפקידה הוא לשמר את מעמדה ובעיקר להתייעל. לפיכך, גם אם מישוה חושב שיש עוד מקום לירידה ברווחים לאחר שנת 2016, אנו מרגישים מאד נוח לקבע אותה כשנה מייצגת (מה עוד שבעתיד נתייחס גם לנכס המס, לירידה בהוצאות המימון של yes ועוד). מכאן אנו גם מרגישים שמרניים להפעיל מכפיל 14 (מקביל לשיעור היוון של 8% עם צמיחה פרמננטית של 1%) על הרווח הנקי של 2016 ומכפיל EBITDA של 7.3 לאותה שנה. באותה מידה, מכפיל 13 על ה- EBITDA בניכוי CAPEX יביא אותנו לאותה תוצאה.

(NIS millions)	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	FY 2014	Q1 2015	EQ2 2015	EQ3 2015	EQ4 2015	EFY 2015	EFY 2016
Bezeq Group											
Revenues	2,311	2,250	2,232	2,262	9,055	2,174	2,565	2,550	2,495	9,784	9,631
QoQ Change	-4.1%	-2.6%	-0.8%	1.3%		-3.9%					
YoY Change	-3.9%	-4.3%	-6.9%	-6.1%	-5.3%	-5.9%				8.0%	-1.6%
Operating Profit	688	1,234	671	633	3,226	636	685	689	652	2,661	2,506
QoQ Change	16.0%	79.4%	-45.6%	-5.7%		0.5%					
YoY Change	-9.6%	65.9%	-6.9%	6.7%	14.4%	-7.6%					
Net profit attributed to Bezeq shareholders	457	810	428	416	2,111	463	370	360	350	1,543	1,450
EBITDA	1,002	1,553	998	954	4,507	953	1,078	1,082	1,045	4,157	4,002
Capital expenditures, net (cash flow)	286	277	250	232	1,045	355	462	459	449	1,725	1,733
Free cash flow	757	787	700	507	2,751	606	498	504	481	2,088	1,828
Net debt	7,323	6,951	6,269	7,204	7,204	8,203	9,727				
Ratios											
EBITDA margin	43.4%	69.0%	44.7%	42.2%	50%	43.8%	42.0%	42.4%	41.9%	42.5%	41.6%
Capex/Sales	13.8%	15.0%	14.2%	14.5%	14%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.6%	18.0%
Net debt / EBITDA (ttm)	1.81	1.54	1.40	1.60	1.60	1.84				2.34	2.43

גילוי והגבלת אחריות מטעם רוסאריו ייעוץ ומחקר בע"מ

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע פומבי אחר אשר רוסאריו ייעוץ ומחקר בע"מ (רוסאריו) מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין רוסאריו, מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח וכי כל נתון, מתווה, ניתוח, רעיון או הערכה הינם ראשוניים ולא נבדקו מבחינה כלכלית, שיווקית, משפטית, מיסויית או כל בחינה אחרת.

הדו"ח מופנה למשקיעים מסווגים בלבד כחומר מסייע ואין להסתמך עליו בקבלת החלטות השקעה כלשהן. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו ומשקף את הערכת עורכי הדוח למועד בו הוא נכתב ועשוי להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. המידע בדו"ח הוא כללי ואינו בבחינת ייעוץ להשקעות, ייעוץ משפטי, מיסוי או ייעוץ אחר מסוג כלשהו, ואין דרך להבטיח כי המידע הכלול בנייר זה הינו מדויק, נכון ומעודכן. מכאן, מכלול הדעות, החדשות, המחקרים, הניתוחים, המחרים והמידע האחר הכלול בנייר זה ניתן כפרשנות כללית על שוק ההשקעות ועל החברה הנדונה במסמך אשר מסופקת למטרת מידע בלבד ואינה מהווה עצה או המלצה להשקעה או פעולה אחרת כלשהי. ניתוח זה לא נערך בהתאם לצרכיו של קורא הדו"ח, וקורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. האמור בנייר זה כולל ניתוח ראשוני, ואין בו כדי להטיל על רוסאריו, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, ותאגידים מקבוצת רוסאריו קפיטל בע"מ וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת רוסאריו") חובה כלשהיא. קבוצת רוסאריו, כל חברה בה וכן מחברי הדו"ח ועורכיו אינם מספקים ייעוץ לביצוע עסקאות או להימנעות מהן ולא ישאו בכל אחריות בכל צורה שהיא עבור כל נזק, הפסד ו/או אובדן, כולל, אך לא מוגבל, לכל רווח או הפסד, שעלול לנבוע בישירות או בעקיפין מן השימוש או ההסתמכות על דו"ח זה. כל עסקה שתתקיים כתוצאה מדו"ח זה או הסתמכות עליו תהיה באחריות הצדדים לעסקה בלבד וכפופה לתנאי שוק שישררו בסמוך לעסקה, לבדיקות הכלכליות, המשפטיות והחשבונאיות המקובלות ולאישורים מקובלים. הדו"ח אינו מהווה ייעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

דו"ח זה הינו רכוש הבלעדי של רוסאריו ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדו"ח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב מאת רוסאריו.

קבוצת רוסאריו עוסקים בחיתום, תיווך בעסקאות בניירות ערך, בנקאות השקעות, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם ופעילויות אחרות בשוק ההון, ועשויים להחזיק או מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח וכן ביצעו ו/או עשויים לבצע עסקאות קניה ו/או מכירה בניירות הערך.

במהלך השנה האחרונה, רוסאריו ו/או חברות מקבוצת רוסאריו, נתנו או עשויים היו לתת לחברה ולחברות בקבוצה שירותי גיוס חוב ציבורי או פרטי, ובנוסף, עשויות רוסאריו ו/או חברות מקבוצת רוסאריו לתת בעתיד שירותים פיננסיים לחברה או לחברות מקבוצת החברה, לרבות שירותי ניהול, הפצה וחיתום בהנפקות. תאגידים קשורים לרוסאריו החזיקו או עשויים היו להחזיק במועד פרסום הדו"ח ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בדו"ח ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

להלן פרטים לגבי עסקאות שנעשו בידי רוסאריו ו/או חברות בקבוצת רוסאריו עבור החברה וכן החזקות תאגידים קשורים בניירות הערך של החברה:
בחודש אוגוסט 2014, השתתפה חברה מקבוצת רוסאריו בקונסורציום חתמים שגייס אגרות חוב עבור התאגיד הנסקר.

גילוי והצהרת האנליסט

אני, ערן יעקובי, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ערן יעקובי