

21.10.15

שווי הוגן למניה

34 ש"ח

טווח מחיר 52 שבועות (ש"ח)

41.71 – 13.90

מחיר מניה נוכחי

27.66 ש"ח

שווי שוק (מ' ש"ח)

2,817

תמורה יומית ממוצעת

(א' ש"ח)

7,747

אחזקות ציבור

54.77%

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 להיות לחברה הנסקרת ו/או לחברות מקבוצת 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 ייחול, הפצה וחיטום בהנפקות.

מניית סלקום בשנה האחרונה



## משיח בדרך

### נקודות עיקריות

- **הסיפור של סלקום:** הסיפור של סלקום הוא בעצם סיפורו של ענף התקשורת בכלל ושל תת ענף הסלולר בפרט. ענף העסוק במלחמה על הבית, צמצום עלויות וחיפוש מנועי צמיחה ומשווע לתחרות משוכללת והוגנת.
- **נקודת הפיתול קרובה מתמיד:** קצת אבסורדי אבל זה המצב, כל הענף תלוי בהחלטת הרגולטורים בנוגע לעתידה של גולן טלקום – זו הסוגיה הבוערת ביותר בענף. במדיה מתפרסמת ידיעה שבעל השליטה בגולן טלקום, מיכאל גולן, מבקש לזרז את מכירת החברה וכעת המתעניינות הידועות הן סלקום (לה גולן חייבת למעלה מ-350 מיליון ש"ח על פי ההערכות והודעת הבורסה של סלקום), פלאפון והוט מובייל. התלות ברגולטור היא במישור של האם וכיצד תהיה הסכמה למכירת גולן טלקום ואם לא תהיה מכירה של גולן טלקום, כמה באמת יחייב משרד התקשורת את החברה לעמוד בכל תנאי הרשיון שלה הדורש השקעות לא פשוטות. **נרחיב לגבי גולן טלקום ומכירה אפשרית, בעמוד הבא.**
- **פרט לגולן טלקום, מה עוד בענף כרגע?** 1. היעלמות מרבית המפעילים הוירטואליים 2. שיתוף הרשתות ודור 4 אמיתי יצאו לדרך, ראשית בין פרטנר ל-HOTmobile וכנראה שבסוף נראה עוד שת"פים כאלה עם גולן או בלעדיה – המשמעות היא חסכון ניכר בעלויות השקעה ותפעול ובעתיד הכנסה גדולה יותר ממנוי בשל צריכה מוגברת של תעבורת נתונים 3. השוק הקווי – כרגע לא נראה כי הישועה לחברות הסלולר תבוא משם. המודל הסיטונאי מיטיב דווקא עם בעל התשתית וכחות עם מי שרוכב עליה. Unlimited לא מתרוממת בקצב ראוי והמודל העסקי שלה בשלב זה אינו מיטיב כלל עם חברות הסלולר הוותיקות. 4. אקספון אמורה להיכנס לשוק. הרחבה בסעיף הבא 5. דו"חות חלשים בחברות הסלולר עד כדי הפסד נקי של פרטנר ברבעון השלישי ורבעון חזק של קבוצת בזק כתוצאה מ"בדיחת" השוק הסיטונאי ומיכולותיה שלה. 5. רמת התחרות בשוק השיחות הבינלאומיות הסלולריות לא תיגבר. **נקודת הפיתול קרובה מתמיד, אולם סלקום אינה יושבת בחיבוק ידיים.**

■ **מה מחפשת אקספון בענף חבוט?** הענף אמנם נמצא בשפל ובשורת המחיר כבר אינה בשורה, אז למה אקספון קנתה תדרים ועומדת לשתף רשתות בהשקעה של כמה עשרות עד מאות מיליוני ש"ח עם פלאפון? אקספון מגיעה במצב שונה מזה של גולן בתחילת דרכה ובמצב שדווקא יותר דומה לחדירת החברה המקבילה של גולן בצרפת FREE. לאקספון יש כבר פעילות רווחית בתחום הקווי (ספק אינטרנט ושיחות בינלאומיות) עם קהל יחסית נאמן וכעת היא מנסה להיות הבשורה הקטנה והנשכנית בעולם של קבוצת תקשורת. לפיכך, לאקספון, בניהול נכון ושקול, יש הרבה מה להרוויח אבל גם לא מעט להפסיד, כך שהיא אמורה לשבת על משבצת משודרגת של גולן טלקום, אולם בלי "להתפרע" יתר על המידה... **אקספון אולי תהיה התשובה למי שחושש במשרד שהיעלמות גולן טלקום תסיים את התחרות בענף ואולי דווקא אקספון אם תתפוס את המשבצת של גולן תשאיר אותנו עם ענף תחרותי אבל יותר רצינאלי.**

■ **סלקום יותר אקטיבית:** סלקום היתה הראשונה בענף שעברה ממגננה למתקפה, ע"י השקת שירותי הטלוויזיה וחדירה לשוק האינטרנט והטלפוניה הקוויים. סלקום היום גם מנצלת את מצבה של גולן טלקום ותוקפת שם בבטן הרכה גם בזכות רוח גבית מהרגולטור ועל כך כאמור בעמוד הבא. בתחילת הסיקור לחברת פרטנר, ציינו כי פרטנר אינה ממהרת לתקוף את השוק הקווי ובעיקר לא את שוק הטלוויזיה, מאחר ולדעתה חוסר שליטה בתשתית הוא בעייתי. מקרים אחרים בעולם מראים כי היא לא בהכרח טועה. עם זאת, מודלים אחרים בעולם של רכיבת OTT (כדוגמת נטפליקס) על תשתיות של אחרים גם מראים הצלחה לא מבוטלת במקרים מסויימים. סלקום בתור החברה הגדולה בענף בחרה בגישה אקטיבית ומצליחה כרגע מעל המצופה. הטווח היותר ארוך, כמובן ייתן תמונה מלאה יותר לאור הרגולציה המבולבלת והמבלבלת בישראל.

### השקפת רוסארי

בטווח הארוך מצבן של חברות הסלולר יהיה טוב יותר אחרי שיהיה עוד קצת רע. בגדול, כולם מרוויחים, אם גולן תצא מהשוק. ולמרות מה שאמרנו על הטווח הארוך, אנו מאמינים כי בכפוף לרגולציה הנוכחית, דווקא החברות בעלות התשתית הנייחת תתחזקנה עוד יותר. עדיין מצב חברות הסלולר הוותיקות יהיה טוב יותר ללא "הילדה הרעה" של השוק.

### שווי ומומנטום

במודל מאד שמרני מבחינת הכנסות ורווחיות (ללא שינויים קיצוניים כתוצאה מהיעלמות גולן טלקום), אנו מעריכים כי גם במצב הנוכחי קיים upside במניות הסלולר. אנו כרגע מקלים על סלקום רק בנושא שיעור היוון מתוך ציפיה כי הביטא לעומת ת"א 100 תרד מ-1.4 כיום. לפיכך, בשיעור היוון של 8.2%, השווי הראוי למניית סלקום הוא 34 ש"ח. הרחבה בהמשך המסמך, כולל התייחסות לפרטנר.

## גולן טלקום עומדת למכירה

מזה מספר שבועות, עולים פרסומים במדיה כי מיכאל גולן מעמיד את החברה שבשליטתו למכירה ומצמיד תג מחיר של כמיליארד ש"ח לפעילות. סלקום כתוצאה מהעובדה כי היא נמצאת במגעים עם גולן טלקום לגבי שיתוף רשתות, כנראה היתה צריכה לפרסם הודעת בורסה שאם גולן טלקום למכירה, היא מעוניינת.

כעת, גלובס מפרסם כי "הליך המכירה של חברת גולן טלקום צובר תאוצה: כרגע ישנן 3 קבוצות שנכנסו לחדר המידע של החברה: סלקום, פלאפון והוט. פרטנר החליטה שהיא לא משתתפת בתהליך. בשוק התקשורת ישנן הערכות שגם חזי בצלאל מגלה עניין ברכישת החברה.

במסגרת התהליך התבקשו החברות המתעניינות למנות מה שקרא "Clean team", כלומר צוות של יועצים חיצוניים שאינם חלק מעובדי החברות, כתנאי לכניסה לחדר המידע. החברות מינו לצורך כך צוותים של עורכי דין, כלכלנים וחברות ייעוץ שבודקים עבורם את המידע, והם אמורים להגיש לחברות את מסקנותיהם. במקביל מנהלת גולן תהליך של החלפת טיוטות מול עורכי הדין של החברות, כאשר כרגע המטרה היא להגיש הצעות בסוף החודש.

בקרב המשתתפים בתהליך מתגברות ההערכות כי כרגע לסלקום יש יתרון מובנה על פני החברות האחרות. לפי ההערכות האלה, לסלקום יש יתרון מאחר שלגולן טלקום יש חוב כלפיה בסך של כ-350 מיליון שקל - חוב שכל חברה אחרת שתרצה לקנות את גולן תידרש לשלם. החוב של גולן נובע מהפרשים שבין המחיר שהיא משלמת עבור נדידה פנים-ארצית לבין המחיר שהייתה אמורה לשלם אילו לשני הצדדים היה הסכם איחוד רשתות. הסכם זה לא קיים בגלל התנגדות של משרד התקשורת לעשות ויתורים לגולן במסגרת ההתחייבויות שלקח על עצמו להשקעה בהקמת רשת סלולרית, ושלא עמד בהם. זו גם ככל הנראה אחת הסיבות המרכזיות שפרטנר החליטה לא להיכנס לתהליך המכירה, מכיוון שהבינה שישנו סיכוי נמוך להשלמת עסקה, כאשר לסלקום יש יתרון ברור כל-כך. מעבר לכך, פרטנר עסוקה כרגע בארגון מחדש ובחינה אסטרטגית של עתידה, וזה מה שעומד כרגע על סדר יומה. פלאפון נמצאת בתהליך הבדיקה באופן רציני, למרות היתרון של סלקום, ולמרות שהסיכוי שיאשרו לה עסקה לרכישת גולן הוא לא גבוה בגלל קושי רגולטורי, וזאת מאחר שהיא חלק מקבוצת בזק. יחד עם זאת, פלאפון רואה בעסקה הזדמנות טובה, וחשוב לה להשתתף בתהליך. גם בהוט רואים בעסקה הזדמנות, ונראה שכאשר מדובר באינטרסים עסקיים, המשקעים האישיים בחברה מפנים את מקומם. מבין כל החברות, להוט יש יתרון מובנה בכך שעבורה יהיה הכי קל רגולטורית להשלים את העסקה."

### מה שוויה של גולן טלקום ואלו נכסים בעצם ירכוש הקונה?

נתחיל מהסוף - כולם למעט רצועת תדרים. למעשה גולן טלקום מתפקדת כיום כמפעיל וירטואלי ללא נכסים פיזיים ממשיים. לפיכך, הצלחת החברה היא one man show - מיכאל גולן ואותו לא קונים. בסיס הלקוחות של גולן טלקום הוא בסיס לקוחות בעייתי מאחר ובעיקרו הוא כזה שמביע מחאה על ימי ההוללות של חברות הסלולר הוותיקות. זהו קהל רגיש מאד למחיר ופחות לשירות ומה שמחזיק אותו היא מורשתו של מיכאל גולן: "מספיק להיות פראייר". כיום, ברמת המחירים בענף הרגישות פחות עוצמתית וניתן לראות זאת בגיוסים נטו של החברה בחודשים האחרונים ובהשפעת המבצעים האחרונים שלה שעוצמתם הולכת ויורדת. אז הסיפור של רכישת גולן טלקום הוא בעצם הורדת המתחרה הכי קשה בענף ותו לא. חברת סלולר וותיקה שתרכוש את החברה תתקל קרוב לוודאי בנטישה לא מבוטלת של מנויים גם אם תציע להם באנדל של שירותים אחרים ובזול. ההגיון אומר שמי שאמורה לתפוס את המשבצת של גולן טלקום, היא אקספון ואולי אולי גם HOTmobile שסובלת מהתנדמת של קבוצת HOT.

**ומה שוויה של גולן טלקום? אין לנו כמובן מספרים ונתונים על גולן ואנו כרגע גם לא מוצאים את כמות המנויים שהיתה מפורסמת בעבר באתר החברה. לכן אנו מנסים בחשבון סנדלרים להעריך את שוויה:**

חישובנו שווי EV למנוי סלולרי בחברות הוותיקות טרום הידיעה בגלובס - ה- EV של סלקום עומד על כ- 5.7 מיליארד ש"ח ושל פרטנר על כ- 5.4 מיליארד ש"ח. לסלקום בסוף הרבעון השני כ- 2.85 מיליון מנויים ולפרטנר כ- 2.75 מיליון. לפיכך, שווי מנוי עומד על כ- 2,000 ש"ח לכל חברה. כאמור, לגולן כמעט ואין נכסים פיזיים וגם לא פעילויות אחרות שאינן סלולריות ובנוסף, אנו מעריכים כי מנוי גולן טלקום מייצר ARPU נמוך משמעותית ממנוי של חברות סלקום ופרטנר. אמרנו חשבון סנדלרים, אז לשם הפשטות נעריך כי מנוי גולן טלקום שווה חצי ממנוי שתי החברות האחרות, קרי - 1,000 ש"ח ואנו מאמינים כי הלכנו לקראת גולן טלקום בהערכה זו.

בהנחה כי לחברה כ- 850 אלף מנויים, שווי ה- EV שלה אמור לעמוד על כ- 850 מיליון ש"ח. משווי זה יש להוריד את החוב לסלקום העומד ככל הנראה על כ- 350 מיליון ש"ח והנה הגענו לשווי חברה של כ- 500 מיליון ש"ח בלבד, חצי ממה שככל הנראה מבקש מיכאל גולן.

אם היה רוכש פוטנציאלי אחד בשוק, אנו מאמינים כי הוא היה מוכן לשלם פחות מחצי מיליארד ש"ח. עם זאת, תורת המשחקים לימדה אותנו כי לפעמים משיקולים אסטרטגיים ומשיקולים אחרים, המחיר יכול להיות גם לא כלכלי נטו ולכן יהיה מעניין לראות מה ישלם הרוכש בסופו של דבר. כאמור, נראה שפרטנר הבינה זאת והיא מחוץ למשחק.

פלאפון נוקטת באסטרטגיית נחש שוק אגרסיבית ואין לה חוב לשרת ואין לה טלוויזיה שהיא צריכה להקים ולכן עשויה לשלם יותר מהשווי הראוי. כנ"ל HOTmobile הנמצאת בפיגור אדיר אחרי הוותיקות, מה עוד שהיא חלק מקבוצת HOT הנמצאת בפיגור אדיר אחרי קבוצת בזק בכל תחום כמעט.

נשארנו עם סלקום שבעצם מחזיקה בנכס הוא החוב של גולן טלקום אליה והיא זו שכנראה לא תשתף רשות עם אף אחד לאחר מכירת גולן טלקום ולכן יהיה שווה לה להציע יותר ולקבל גם את רצועת התדרים של גולן. לגבי אקספון השאלה היא מה המשאבים של הקבוצה בראשות חזי בצלאל ומהי הנגישות שלו למקורות מימון חיצוניים.

לסיכום: אנו מעריכים כי סלקום תהיה האגרסיבית ביותר וזו שתקבל אישור ככל הנראה מהר יותר לרכוש את גולן טלקום. עם זאת, הרגולטורים הישראליים מפתיעים לא פעם בשם הפופוליזם... נותר רק לקוות כי סלקום לא תשלם מחיר מופקע ותתנה את הרכישה באבני דרך עתידיות המבוססות על כמות מנייים מקוריים של גולן טלקום שיישארו לאחר המכירה.

## ועכשיו להערכת השווי של סלקום ועדכון אינדיקציה לשווי סלקום - הנחות

הנחת הבסיס של הערכת השווי במסמך זה, היא שאין צורך עדיין להיכנס לאופוריה. קרי, אין עדיין הכרעות סופיות לגבי גורלה של גולן טלקום, לא מצד הרגולטור ולא מצד בעלי החברה ו/או שחקנים אחרים בענף. לפיכך, אנו מנסים בהערכת השווי להצדיק שווי הנגזר מ- EBITDA ותזרים מייצגים תחת ההנחה שלא עומד להיות שינוי מרחיק לכת בזמן הקרוב בענף.

אנו פועלים תחת הנחה כי מכפיל ה- EBITDA המייצג לחברת סלולר במדינה מפותחת ינוע בטווח של 6.5 – 7 ואין לנו ספק כי כאשר התופעות הבאות יבואו לידי ביטוי בישראל, גם כאן נראה התרחבות מכפילים.

בעבודה הקודמת שפרסמנו אשר עסקה בקבוצת בזק, הסברנו את התרחבות המכפילים בעובדות הבאות:

- 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 מטלפוניה 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 מיודענו קסבייה ניאל עבור 2.8 מיליארד פרנק שוויצרי. עסקאות נוספות הנמצאות באוויר הן רכישת חברות לוויין בארה"ב ע"י חברות הטלקום המסורתיות.
- מוניטיזציה של הדור הרביעי וטלוויזיה אינטרנטית – הרחבנו בעבודות קודמות.

הנחות למודל DCF:

The Discounted Free Cash Flow Model for a Complete Business						
PTNR Company						
Forecasting Variables:	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Revenue growth factor		-0.5%	2.0%	4.0%	3.5%	2.0%
Expected gross profit margin	33%	32.5%	33.0%	35.8%	36.5%	37.5%
S, G, & A expense % of revenue	27%	26.5%	25.3%	25.0%	24.5%	24.2%
Depr. & Amort. % of revenue	13%	13.0%	12.0%	9.0%	8.0%	7.2%
Capital expenditure growth factor	23%	-10.0%	-5.0%	-2.0%	-1.0%	-2.0%
Net working capital to sales ratio	18%	13.0%	13.0%	12.5%	12.2%	12.5%
EBITDA margin	20%	19.0%	19.7%	19.8%	20.0%	20.5%
Income tax rate	26%					
Assumed long-term sustainable growth rate	1.5% per year after 2020					
Discount rate	8.2%					

- שיעור ההיוון לוקח בחשבון ביטא של 1.35 לעומת 1.4 כיום כתוצאה מסיפורה של גולן טלקום, כאמור. חשוב לתת על כך את הדעת. הביטא ההסטורית של פרטנר וסלקום טרום מהפכת הסלולר היתה תמיד נמוכה מ-1. נדמה שגובה הביטא כעת מסביר את התנודתיות במניה של חברה שאמורה להיות יציבה יחסית בעולם נורמלי... בכל מקרה שיעור ההיוון הנגזר מהריבית על החוב ומהריבית חסרת הסיכון ל-30 שנה, עומד על כ-8.2%.

אנו מהוונים את התזרימים העתידיים החל משנת 2016 ומתעלמים מהמחצית השנייה של שנת 2015 לשם הנוחות והפשטות. עם זאת, הורדנו משווי הפעילות את החוב נטו כפי שנגזר מהמאזן ב-30 ביוני 2015. אנו מאמינים כי פעולה זו מבטאת שמרנות שכן, כאמור, לא לקחנו בחשבון מזומן נוסף שיגיע לקופת החברה כתוצאה מהחוב של גולן טלקום לחברה.

	CEL					
	Actual	Years Ending December 31 (mn NIS)				
		2015	2016	2017	2018	2019
Cellular Segment Service Rev	2461	2387	2347	2371	2430	2491
Cellular Segment Equipment Rev	978	988	1008	1028	1048	1069
Fixed-Line Segment Service Rev	888	942	1046	1173	1249	1259
Fixed-Line Segment Equipment Rev	84	80	84	88	93	97
Reconciliation for Consolidation	-213	-220	-224	-229	-233	-238
<b>Total revenue</b>	<b>4198</b>	<b>4177</b>	<b>4261</b>	<b>4431</b>	<b>4586</b>	<b>4678</b>
Cost of Goods Sold	2,813	2,819	2,855	2,845	2,912	2,924
<b>Gross profit</b>	<b>1,385</b>	<b>1,358</b>	<b>1,406</b>	<b>1,586</b>	<b>1,674</b>	<b>1,754</b>
Selling, general and administrative expenses	1,112	1,107	1,078	1,108	1,124	1,130
<b>Earnings before interest, taxes, depr. &amp; amort. (EBITDA)</b>	<b>833</b>	<b>794</b>	<b>839</b>	<b>877</b>	<b>917</b>	<b>961</b>
	19.8%	19.0%	19.7%	19.8%	20.0%	20.5%
Depreciation and amortization	560	543	511	399	367	337
<b>Earnings before Interest and taxes (EBIT)</b>	<b>273</b>	<b>251</b>	<b>328</b>	<b>478</b>	<b>550</b>	<b>624</b>
Available tax-loss carryforwards	0	0	0	0	0	0
Net taxable earnings	273	251	328	478	550	624
Federal and State Income Taxes	71	65	85	124	143	162
<b>Net Operating Profit After-Tax (NOPAT)</b>	<b>202</b>	<b>186</b>	<b>242</b>	<b>354</b>	<b>407</b>	<b>462</b>
Add back depreciation and amortization	560	543	511	399	367	337
Subtract Capital Expenditures	-450	-405	-385	-377	-373	-337
Subtract New Net Working Capital	150	75	50	10	3	-2
<b>Free Cash Flow</b>	<b>462</b>	<b>399</b>	<b>419</b>	<b>386</b>	<b>404</b>	<b>460</b>
	11%	10%	10%	9%	9%	10%
<b>Terminal value, 2015</b>						<b>6938</b>
Present Value of Free Cash Flows @ 8.2%		368	357	304	294	4,982
<b>Total Present Value of Company Operations</b>	<b>6305</b>					
Plus Current Assets	-2,887	from CEL' June 30, 2015 Balance Sheet				
<b>Total Market Value of Great Expectations' Assets</b>	<b>3418</b>					
<b>Weighted average number of shares outstanding (in mn) diluted</b>	<b>101</b>					
Fair Value per share	<b>34.0</b>					

### מה מבטא מחיר של 34 ש"ח למניה ומדוע נוח לנו איתו?

ראשית הוא מבטא upside של כ-23% על מחיר הבסיס הנוכחי, פער שכבר מצטמצם היום נוכח הידיעות. שנית, הוא מבטא מכפיל EBITDA של 6.6 בלבד (הרף התחתון באירופה) על EBITDA של כ-960 מיליון ש"ח בלבד. תשואת תזרים מייצגת של 10%. נוח לנו עם המספרים והמכפילים כי ניתן לראות באירופה שיעורי EBITDA של 25% ומעלה בחברות הסלולר לאחר שיצאו מהמספר של רמת תחרות עודפת ולקראת ההתכווצות לפחות שחקנים בכל מדינה.

הכי חשוב, המחיר מבטא התמודדות של סלקום בתנאים הנוכחיים ללא שינוי מהותי בסביבה העסקית, למעט התייצבות מסוימת ברמת התעריפים. הרעיון היה להראות מחיר עוגן אשר עליו כל משקיע יכול לבסס את תיאוריית ההשקעה שלו בחברה לאור ציפיותיו לשינויים בסביבה העסקית והרגולטורית.

ופרטנר? אם נוריד את שיעור ההיוון בהתאם לביטא של 1.35, נקבל שווי ראוי למניה של כ-22.5 ש"ח לעומת מחיר של 21.5 ש"ח שפירסמנו בחידוש הסיקור על החברה.

### טבלת רגישות לצמיחה המייצגת

per share	Value	Growth rate
₪ 49.0	₪ 4,926.6	3.50%
₪ 40.3	₪ 4,052.8	2.50%
₪ 34.1	₪ 3,432.0	1.50%
₪ 29.5	₪ 2,968.3	0.50%
₪ 25.9	₪ 2,608.8	-0.50%
₪ 23.1	₪ 2,321.8	-1.50%
₪ 20.8	₪ 2,087.5	-2.50%

## גילוי והגבלת אחריות מטעם רוסאריי 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 רוסאריי ייעוץ ומחקר בע"מ (רוסאריי) מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין רוסאריי, 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, מיסויי או ייעוץ אחר מסוג כלשהו, ואין דרך להבטיח כי המידע הכלול בנייר זה הינו מדויק, נכון ומעודכן. מכלול הדעות, החדשות, המחקרים, הניתוחים, המחירים והמידע האחר הכלול בנייר זה ניתן כפרשנות כללית על שוק ההשקעות ועל החברה הנדונה במסמך אשר מסופקת למטרות 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 רוסאריי, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, ותאגידים מקבוצת רוסאריי קפיטל בע"מ וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת רוסאריי") חובה כלשהיא. קבוצת רוסאריי, 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 מיעוץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

דו"ח זה הינו רכוש הבלעדי של רוסאריי 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 רוסאריי.

קבוצת רוסאריי וחברות בנות או קשורות עוסקות בחיתום, תיווך בעסקאות בניירות ערך, בנקאות השקעות, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמן ופעילויות אחרות בשוק ההון, ועשויות להחזיק או מחזיקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח וכן ביצעו ו/או עשויות לבצע עסקאות קניה ו/או מכירה בניירות הערך. במהלך השנה האחרונה, רוסאריי ו/או חברות מקבוצת רוסאריי, נתנו או עשויות היו לתת לחברה הנסקרת ולחברות בקבוצה שירותי גיוס חוב ציבורי או פרטי, ובנוסף, עשויות רוסאריי ו/או חברות מקבוצת רוסאריי לתת בעתיד שירותים פיננסיים לחברה או לחברות מקבוצת החברה, לרבות שירותי ניהול, הפצה וחיתום בהנפקות.

תאגידים קשורים לרוסאריי 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" או "החזקה מהותית") – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

להלן פרטים לגבי עסקאות שנעשו בידי רוסאריי ו/או חברות בקבוצת רוסאריי עבור החברה וכן החזקות תאגידים קשורים בניירות הערך של החברה:  
 בחודש פברואר 2015, השתתפה חברה מקבוצת רוסאריי 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