

26.05.2010

על השולחן: בזק, סלקום ופרטנר

עם פרסום כוונת משרד התקשורת להפחית את דמי הקישוריות, הפחתנו את המלצתנו לחברות הסלולר לתשואת חסר. לאור הירידה במחיר מניות חברות הסלולר בחנו בשנית את המלצתנו לחברות התקשורת הגדולות כפי שמופיע בטבלה להלן:

בזק	
המלצה	תיתר
מחיר יעד	9.8 ₪
מחיר נוכחי	8.4 ₪
המלצה קודמת	ת.שוק
מחיר יעד קודם	9.8 ₪

סלקום	
המלצה	ת.שוק
מחיר יעד	104 ₪
מחיר נוכחי	103 ₪
המלצה קודמת	ת.חסר
מחיר יעד קודם	בעדכון

פרטנר	
המלצה	ת.שוק
מחיר יעד	67 ₪
מחיר נוכחי	67.5 ₪
המלצה קודמת	ת.חסר
מחיר יעד קודם	בעדכון

בי קומיוניקיישנס	
המלצה	ת.שוק
מחיר יעד	105 ₪
מחיר נוכחי	98 ₪
המלצה קודמת	ת.יתר
מחיר יעד קודם	128 ₪

אינטרנט זהב	
המלצה	קניה
מחיר יעד	111 ₪
מחיר נוכחי	87.2 ₪
המלצה קודמת	ת.שוק
מחיר יעד קודם	111 ₪

סקיילקס	
המלצה	ת.שוק
מחיר יעד	72 ₪
מחיר נוכחי	63.1 ₪

סאני	
המלצה	ת.יתר
מחיר יעד	39 ₪
מחיר נוכחי	31.3 ₪

השוואה-לאחר התאמה	סלקום	פרטנר	פרטנר מנוטרל פעילות	בזק מנוטרל חד פעמי
12 חדשים שמסתיימים ב- 31.03.2010				
מס' מנויים	3313	3068	3068	3068
ARPU	139	145	145	145
MOU	328	358	358	358
הכנסות	6,502	6,254	6,122	11,637
רווח גולמי	3,174	2,369	2,420	8,345
רווח תפעולי 12	1,790	1,719	1,817	3,067
EBITDA	2,540	2,368	2,439	4,831
EV	14,367	13,991	13,991	28,606
EV/EBITDA 12M	5.7	5.9	5.7	5.9
EV/EBITDA 11E	6.0	6.1	6.2	5.9
תשואת דיבידנד צפויה ל- 2010	10.9%	24.9%	16.7%	
תשואת דיבידנד צפויה ל- 2011	9.3%	10.1%	10.5%	

הצגנו את תוצאות פרטנר מנוטרלות פעילות ה- ISP והתקשורת הקווית ובזק בנטרול הפרשה חד פעמית בגין העובדים. בנוסף, עדכנו את מודל הערכתנו לסלקום ופרטנר.

מההשוואה הנ"ל אנו מוצאים את האחזקה בבזק עדיפה עם מכפיל EV/EBITDA ל- 2011 של 5.9 הנמוך מבין השלושה ועם תשואת דיבידנד צפויה ל- 2011 של 10.5% הגבוהה ביותר. אציין בנוסף כי הסיכון התפעולי והעסקי הטמון בחברת בזק הינו הנמוך מבין השלושה לאור זאת ולאור ירידת מחיר המניה בשוק אנו מעלים את המלצתנו למניית בזק לתשואת יתר.

עדכון הערכות מוביל אותנו לעדכון מחירי היעד וההמלצות:

חברה	מחיר היעד	מחיר השוק	פער (%)	המלצה
בזק	9.8	8.4	17%	ת. יתר
סלקום	104	103	1%	ת. שוק
פרטנר	67	66.8	0%	ת. שוק
בי קומיוניקיישנס	105	95	10%	ת. שוק
אינטרנט זהב	111	86	28%	קניה
סקיילקס	72	63	15%	ת. שוק
סאני	39	31	24%	ת. יתר

לסיכום: אנו ממשיכים להעדיף את בזק מבין חברות התקשורת הגדולות ומבין חברות האחזקה מעדיפים את אינטרנט זהב וסאני.

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

חברות הסלולר

להלן השוואת תוצאות חברות הסלולר:

השוואה	סלקום	פרטנר	פלאפון
	Q1/2010	Q1/2010	Q1/2010
מס' מנויים	3,313	3,068	2,789
תוספת מנויים (אלפים)	21	26	23
נתח שוק	34.3%	31.8%	28.9%
ARPU	139	145	133
MOU	328	358	336
הכנסות (מיליוני ₪)	1,580	1,587	1,393
רווח גולמי (מיליוני ₪)	779	626	
רווח תפעולי (מיליוני ₪)	457	451	322
EBITDA (₪ מיליוני)	638	621	471

מהטבלה לעיל בולטת מובילות השוק של סלקום כמעט בכל התחומים. עם זאת פרטנר מוכתרת כמוכילה בגיוס מנויים חדשים וזאת לאור שינוי מערך המכירות שבצעה והקמת נקודות מכירה עצמאיות. אנו מעריכים כי פרטנר תהיה בין שתי החברות המובילות בגיוס מנויים גם במהלך השנתיים הבאות.

מבין החברות אנו מעריכים כי פרטנר תציג במהלך 2010 את השיפור הגבוה ביותר ברווחיות וזאת לאור הערכותיה כי בפעילות ה-ISP והתקשורת הקווית תצליח להשיג איזון תפעולי, שמשמעותו תוספת של 108 מיליון ₪ ל- EBITDA. אציין כי אנו מעריכים, בשונה מהחברה, כי איזון תפעולי בפעילות זו יושג רק במהלך 2011. בנוסף פרטנר מתכננת לבצע מהלכי התייעלות נרחבים בשאיפה לחסוך להערכתנו, כ- 100 מיליון ₪. עם זאת, למרות הצמצום ברווחיות בין פרטנר לסלקום כבר בתוצאות הרבעון הראשון השנה, אנו מעריכים כי פרטנר לא תצליח להשיג את סלקום במהלך השנה הנוכחית. אנו מעריכים כי יש אפשרות שפרטנר תציג רווחיות גבוהה יותר מסלקום ב- 2011.

בתגובה המיידית ששלחנו עם פרסום התוצאות הכספיות לשנת 2009 ציינו כי תוצאות החברות היו טובות מהערכותינו המוקדמות. לאור זאת ולאור הודעת משרד התקשורת על הפחתת דמי הקישוריות עדכנו את המודלים שלנו כפי שמפורט להלן:

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

להלן מודל סלקום:

2012E	2011E	2010E	2009	2008	2007	2006	סלקום
4,769.5	4,927.5	5,886.2	5,732.0	5,672.0	5,387.0	4,986.0	שירות
-3.2%	-16.3%	2.7%	1.1%	5.3%	8.0%	9.6%	שיעור השינוי
658.8	693.5	730.0	751.0	745.0	663.0	636.0	ציוד
-5.0%	-5.0%	1.0%	0.8%	12.4%	4.2%	12.5%	שיעור השינוי
5,428.3	5,621.0	6,616.2	6,483.0	6,417.0	6,050.0	5,622.0	סה"כ הכנסות
1782.7	1801.0	2640.9	2572.5	2570	2577	2546.0	שירות
32.8%	32.0%	39.8%	39.7%	40.1%	42.6%	45.3%	שיעור מהכנסות שירות
658.8	700.4	740.0	760.5	832.0	800.0	780.0	ציוד
100.0%	101.0%	101.0%	101.3%	111.7%	120.7%	122.6%	שיעור מהכנסות ציוד
2,986.8	3,119.6	3,235.3	3,150.0	3,014.6	2,672.6	2,296.0	רווח גולמי
55.0%	55.5%	48.9%	48.6%	47.0%	44.2%	40.8%	שיעור מהכנסות
774.8	759.6	737.5	716.0	701.0	685.0	656.0	הוצ' מכירה
14.3%	13.5%	11.1%	11.0%	10.9%	11.3%	11.7%	שיעור מהכנסות
714.2	700.2	679.8	660.0	659.0	652.0	659.0	הוצ' הנהלה וכלליות
13.2%	12.5%	10.3%	10.2%	10.3%	10.8%	11.7%	שיעור מהכנסות
1497.8	1659.8	1818.0	1774.0	1654.6	1335.6	981.0	רווח תפעולי
27.6%	29.5%	27.5%	27.4%	25.8%	22.1%	17.4%	שיעור מהכנסות
(270)	(280)	(261)	(219)	(310)	(156)	(155)	הוצאות מימון נטו
			6	(29)	3	(6)	הוצאות אחרות
1227.8	1379.8	1557.0	1549.0	1315.6	1182.6	820.0	רווח לפני מס
(384.0)	(385.0)	(389.3)	(367.0)	(389.0)	(309)	(314)	מס
23.0%	24.0%	25.0%	23.7%	29.6%	26.1%	38.3%	שיעור מס
843.7	994.7	1167.8	1182.0	926.6	873.6	506.0	רווח נקי
15.5%	17.7%	17.7%	18.2%	14.4%	14.4%	9.0%	שיעור מהכנסות
2,238	2,410	2,565	2,530	2,406	2,115	1,864	EBITDA
41.2%	42.9%	38.8%	39.0%	37.5%	35.0%	33.2%	שיעור מהכנסות
8.43	9.94	11.67	11.81	9.10	8.89	5.73	רווח למניה
2012E	2011E	2010E	2009	2008	2007	2006	
1,153	1,261	1,364	1,354	1,165	987	605	תזרים נקי מפעילות
-14	-97	-42	-67	31	414	-143	השקעה בהון חוזר, נטו
740	750	747	756	751	774	830	החזר פחת
620	620.0	610.0	577	585	559	633	השקעה ברכוש קבוע ואחר
1,287	1,489	1,543	1,600	1,300	788	945	תזרים תפעולי נקי
3.00	2.00	1.00					תקופה
1,008	1,265						תפעולי מהוון

בדילול

14,245	14,245	שווי תפעולי
(3,794)	(3,794)	חוב פיננסי נטו
10,451	10,451	שווי כלכלי לחברה
100	99	מספר מניות
104	106	שווי כלכלי למניה
103	103	שווי מניה כיום
1%	2%	פרמיה (דיסקאונט)

8.5%	שיעור ההיוון
0.0%	צמיחה
2,389	תפעולי מהוון
11,856	היוון השארית
14,245	סה"כ שווי תפעולי

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

להלן מודל פרטנר:

פרטנר	2012E	2011E	2010E	2009	2008	2007	2006	
שירות	4,342.3	4,468.3	5,514.2	5,424.0	5,573.2	5,328.7	5,027.3	
שיעור השינוי	-2.8%	-19.0%	1.7%	-2.7%	4.6%	6.0%	8.8%	
ציוד	666.0	701.1	738.0	655.0	756.3	784.9	579.4	
שיעור השינוי	-5.0%	-5.0%	12.7%	-13.4%	-3.6%	35.5%	15.2%	
סה"כ הכנסות	5,008.4	5,169.4	6,252.2	6,079.0	6,329.5	6,113.6	5,606.7	
שירות	2,164.9	2,232.3	3,215.7	3,206.0	3,235.8	3,101.6	3,085.5	
שיעור מהכנסות שירות	49.9%	50.0%	58.3%	59.1%	58.1%	58.2%	61.4%	
ציוד	566.1	595.9	607.2	564.0	843.3	1,001.5	811.7	
שיעור מהכנסות ציוד	85.0%	85.0%	82.3%	86.1%	111.5%	127.6%	140.1%	
סה"כ עלות המכר	2,731.0	2,828.2	3,822.9	3,770.0	4,079.1	4,103.1	3,897.2	
רווח גולמי	2,277.4	2,341.2	2,429.3	2,309.0	2,250.4	2,010.5	1,709.5	
שיעור מהכנסות	45.5%	45.3%	38.9%	38.0%	35.6%	32.9%	30.5%	
הוצ' מכירה	460.4	447.0	434.0	387.0	389.3	370.2	307.6	
שיעור מהכנסות	9.2%	8.6%	6.9%	6.4%	6.2%	6.1%	5.5%	
הוצ' הנהלה וכלליות	292.8	284.3	276.0	290.0	255.9	235.9	183.5	
שיעור מהכנסות	5.8%	5.5%	4.5%	4.8%	4.0%	3.9%	3.3%	
הכנסות אחרות	50	50	60	69				
רווח תפעולי	1,574.1	1,659.9	1,779.3	1,700.9	1,605.2	1,404.4	1,218.4	
שיעור מהכנסות	31.4%	32.1%	28.5%	28.0%	25.4%	23.0%	21.7%	
הוצאות מימון נטו	(240)	(220)	(171)	(176)	(158)	(126)	(166)	
רווח לפני מס	1,334.1	1,439.9	1,608.3	1,524.9	1,447.3	1,278.1	1,052.0	
מס	(384.0)	(385.0)	(402.1)	(384.0)	(395.8)	(338.4)	(370.7)	
שיעור מס	23.0%	24.0%	25.0%	25.2%	27.3%	26.5%	35.2%	
רווח נקי	950.1	1,054.9	1,206.2	1,140.9	1,051.5	939.7	681.3	
שיעור מהכנסות	19.0%	20.4%	19.3%	18.8%	16.6%	15.4%	12.2%	
EBITDA	2,204	2,290	2,440	2,300	2,406	2,115	1,864	
שיעור מהכנסות	44.0%	44.3%	39.0%	37.8%	38.0%	34.6%	33.2%	
רווח למניה	6.06	6.72	7.69	7.27				
2012E	2011E	2010E	2009	2008	2007	2006		
1,212	1,262	1,334	1,273	1,166	1,033	789	תזרים נקי מפעילות	
0	-14	-151	-39				השקעה בהון חוזר, נטו	
630	630	661	599	662	638	654	החזר פחת	
600	600.0	578	757	442	540	449	השקעה ברכוש קבוע ואחר	
1,242	1,306	1,569	1,154	1,387	1,131	994	תזרים תפעולי נקי	
2.75	1.75	1.00					תקופה	
992	1,132						תפעולי מהוון	

בדילול

13,899	שווי תפעולי
(3,376)	חוב פיננסי נטו
10,523	שווי כלכלי לחברה
157	מספר מניות
67	שווי כלכלי למניה
67	שווי מניה כיום
0%	פרמיה (דיסקאונט)

8.5%	שיעור ההיוון צמיחה
2,223	תפעולי מהוון
11,676	היוון השארית
13,899	סה"כ שווי תפעולי

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

להלן מודלים מעודכנים של חברות האחזקה:

מודל בי קומיוניקיישנס:

א. מודל ה-NAV:

ע"פ הערכתנו		את חברת בזק	
-4,860	-4,860	20.05.10	ס ה"כ חוב נטו
0			דיבידנד מבזק -
7,905	6,815		שווי מניות בזק שנרכשו (לאחר 8% מס)
64	64		הוצ' ניהול וכלליות
2,981	1,891		שווי כלכלי לחברת ס מייל
29.9	29.9		מספר מניות
100	63		שווי כלכלי למניה
95.4	95.4		שווי מניה כיום
5%	-33.7%		פרמיה (דיסקאונט)

ב. מודל יצירת הערך:

שנה			
2,012	2,011	2,010	
3,739	3,271	3,049	שווי חברת בי קומיוניקיישן נוכחי
2,600	2,442	1,440	סך דיבידנד צפוי מבזק
796	747	441	החלק של בי קומיוניקיישן
-250	-278	-219	הוצאות ריבית צפויות
4,285	3,739	3,271	שווי חברת בי קומיוניקיישן צפוי בתום השנה
143	125	109	מחיר מניה צפוי בתום השנה
15%	14%	7%	תשואה שנתית

ממוצע הערכות מוביל למחיר יעד של 105 ₪ למניה.

מודל אינטרנט זהב:

שווי כלכלי	שווי שוק	
2,223	2,070	שווי אחזקה בבי קומיוניקיישן (מס 8%)
(69)	(69)	חוב פיננסי נטו
2,154	2,001	שווי כלכלי לחברה
19.5	19.5	מספר מניות
111	103	שווי כלכלי למניה
86.4	86.4	שווי מניה כיום
27.9%	18.8%	פרמיה (דיסקאונט)

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

מודל סקילקס:

א. מודל ה-NAV:

לפי שווי שוק	לפי הערכתנו את פרטנר	
בדילול מלא	בדילול מלא	
-3,774	-3,774	ס ה"כ חוב נטו
754	754	דיבידנד מפרטנר - 07.03.10+10.4.10
4,644	4,629	שווי מניות פרטנר שנרכשו (לאחר 7.5% מס)
108	108	דינימיקה סולאר (נמכר לסלקום)
520	520	שווי פעילות סמסונג
2,252	2,237	שווי כלכלי לחברת סקילקס
30.5	30.5	מספר מניות
74	73.4	שווי כלכלי למניה
63.0	63.0	שווי מניה כיום
17.2%	16.5%	פרמיה (דיסקאונט)

ב. מודל יצירת הערך:

שנה	2010E	2011E	2012E
שווי חברת סקילקס נוכחי	1,809	2,172	2,491
סך דיבידנד צפוי מפרטנר	1,176	1,055	950
החלק של סקילקס	528	474	427
תוספת תזרים פעילות סמסונג	80	72	63
הוצאות ריבית צפויות	-245	-227	-211
שווי חברת סקילקס צפוי בתום השנה	2,172	2,491	2,769
מחיר מניה צפוי בתום השנה	71	82	91
תשואה שנתית	20%	15%	11%

ממוצע הערכות מוביל אותנו למחיר של 72 ₪ למניה.

מודל סאני:

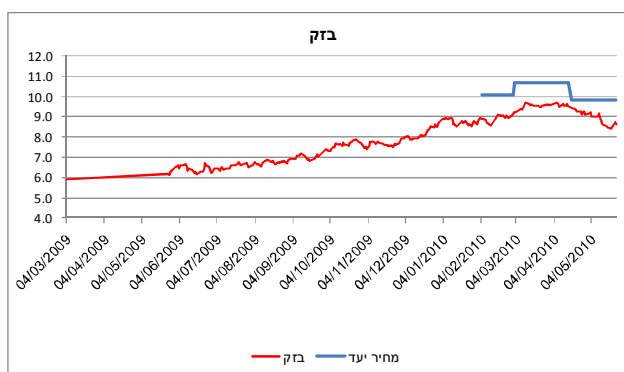
מודל NAV של סאני	שיעור אחזקה	ע"פ שווי שוק	על פי שווי כלכלי (מס 12.5%)	הערות
סקילקס	78.0%	1368	1494	הערכתנו
תפוז	59.1%	32	32	שווי שוק
פרטנר	1.4%	145	146	הערכתנו
נדל"ן		29	29	ספרים
דיבידנד		24	24	
ס ה"כ נכסים		1598	1724	
נכסים פיננסיים נטו		-305	-305	
דמי ניהול		-180	-180	
שווי כלכלי לחברה		1113	1239	
מספר מניות		32	32	
שווי כלכלי למניה		34.7	39	
מחיר מניה בשוק		31	31	
פער		11%	24%	

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

הערות לאנליזה

1. סולם המלצות
 - **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
 - **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10%-20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
 - **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין תשואת יתר של 10% לתשואת חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 חודשים הבאים.
 - **תשואת חסר** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10%-20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
 - **מכירה** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
2. סולם המלצות סיכון (ההמלצות הן לתקופה של עד 6 חודשים מיום מתן ההמלצה)
 - **סיכון נמוך** - ההתחייבויות המומלצות בסיכון נמוך הן, ע"פ שיקולה של חברת דש ברוקראז', מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימאלי.
 - **סיכון בינוני-נמוך** - ההתחייבויות המומלצות בסיכון בינוני-נמוך הן, ע"פ שיקולה של חברת דש ברוקראז', מהאיכות גבוהה וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
 - **סיכון בינוני** - ההתחייבויות המומלצות בסיכון בינוני הן, ע"פ שיקולה של חברת דש ברוקראז', מהאיכות טובה וכרוכות בסיכון אשראי מתון, וככאלה הן עלויות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
 - **סיכון גבוה-בינוני** - ההתחייבויות המומלצות בסיכון גבוה-בינוני הן, ע"פ שיקולה של חברת דש ברוקראז', בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
 - **סיכון גבוה** - ההתחייבויות המומלצות בסיכון גבוה הן, ע"פ שיקולה של חברת דש ברוקראז', בעלות מעמד חלש, ספקולטיבי וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
 - **סיכון גבוה מאוד** - ההתחייבויות המומלצות בסיכון גבוה מאוד, הן ע"פ שיקולה של חברת דש ברוקראז', ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון, או קרובות לכך או שהן חדלות פירעון.
3. גישת הערכת בזק וקביעת מחירי היעד בוצעה בגישת היוון תזרימי המזומנים וגישת הערכת שווי נכסי (NAV), תוך שילוב של בחינת מכפילי רווח ומכפילי הון והשוואה למניות אחרות בסקטור.
4. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של בזק:
 - הידרדרות במצב המשק והמשך המשבר בכלכלה העולמית.
 - שינויים ברגולציה.
 - החרפת התחרות.
 - פיתוח טכנולוגיות חדשות המייתרות את הצורך בשירותי החברה.
 - פגיעה בליווי.
 - תלות בספקים.
 - הפרעות לשידורים ופגיעה במערכת הצפנה.
 - פגיעה ביכולת החברה להשיג מימון.
5. גרף מניית בזק ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.



תאריך	מחיר יעד	מחיר מניה	המלצה
04.02.09	10.10 ₪	9.8	תשואת שוק
04.03.09	10.70 ₪	10.1	תשואת שוק
18.04.10	9.80 ₪	9.3	תשואת שוק
26.05.10	9.80 ₪	8.37	תשואת יתר

התאמת דיבידנד

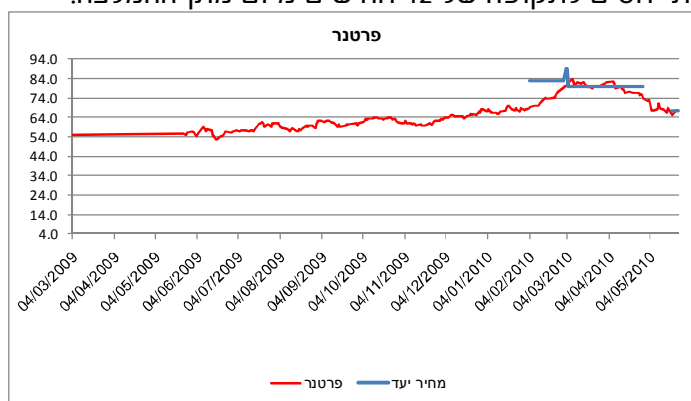
*הערה - גרף המניה מוצג כשהוא מותאם לחלוקת דיבידנד, בעוד שמחירי היעד אינם מתואמים רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנדים ומתייחסים למצב כפי שהוא בעת ההמלצה.

6. גישת הערכת פרטנר וקביעת מחירי היעד בוצעה בגישת היוון תזרימי המזומנים תוך שילוב של בחינת מכפילי רווח ומכפילי הון והשוואה למניות אחרות בסקטור.

7. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של פרטנר:

- עלייה ברמת התחרותיות בשוק.
- עליה ברמת הסיבסודים של מכשירי קצה.
- כניסה של שחקנים נוספים לתחום.
- אבדן נתחי שוק למתחרות.
- ירידה ברווחיות של החברה.
- סיכון הכרוך בכניסה לתחומי פעילות חדשים.

8. גרף מניית פרטנר ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



תאריך	מחיר יעד	מחיר מניה	המלצה
04.02.10	83.0 ₪	77.5	ת. שוק
04.03.10	89.0 ₪	91.0	ת. שוק
18.03.10	80.0 ₪	76.5	ת. שוק
05.05.10		69.8	ת. חסר
26.05.10	67.0 ₪	67.5	ת. שוק

עדכון דיבידנד

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

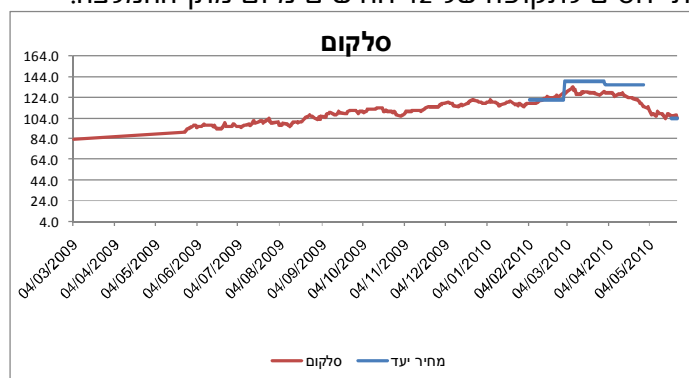
*הערה - גרף המניה מוצג כשהוא מותאם לחלוקת דיבידנד, בעוד שמחירי היעד אינם מתואמים רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנדים ומתייחסים למצב כפי שהוא בעת ההמלצה.

9. גישת הערכת סלקום וקביעת מחירי היעד בוצעה בגישת היוון תזרימי המזומנים תוך שילוב של בחינת מכפילי רווח ומכפילי הון והשוואה למניות אחרות בסקטור.

10. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של סלקום:

- עלייה ברמת התחרותיות בשוק.
- עליה ברמת הסיבסודים של מכשירי קצה.
- כניסה של שחקנים נוספים לתחום.
- אבדן נתחי שוק למתחרות.
- ירידה ברווחיות של החברה.
- סיכון הכרוך בכניסה לתחומי פעילות חדשים.

11. גרף מניית סלקום ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



התאמת דיבידנד

תאריך	מחיר יעד	מחיר מניה	המלצה
04.02.10	נש 121	נש 120	ת. שוק
04.03.10	נש 139	נש 130	ת. שוק
31.03.10	נש 136	נש 128	ת. שוק
05.05.10		נש 107.0	ת. חסר
26.05.10	נש 104	נש 103.0	ת. שוק

*הערה - גרף המניה מוצג כשהוא מותאם לחלוקת דיבידנד, בעוד שמחירי היעד אינם מתואמות רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנדים ומתייחסים למצב כפי שהוא בעת ההמלצה.

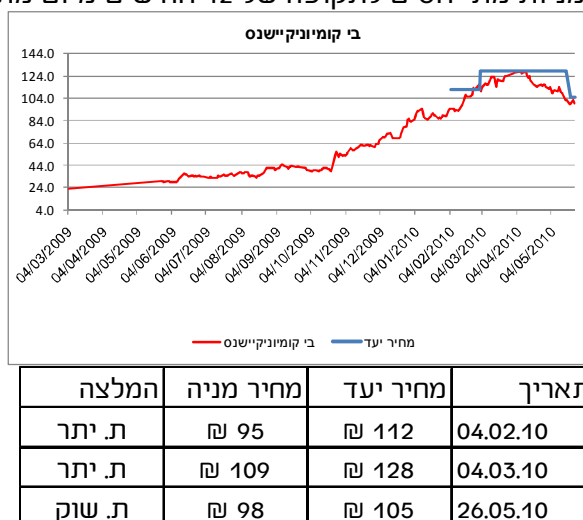
12. גישת הערכת 012 סמייל וקביעת מחירי היעד בוצעה בגישת הערכת שווי נכסי (NAV), והערכת פיתוח עסקי. תוך שילוב של בחינת מכפילי רווח ומכפילי הון והשוואה למניות אחרות בסקטור.

13. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של 012 סמייל:

- אי אישור רכישת בזק.
- חשיפה לחברת בזק.
- הידרדרות במצב המשק והמשך המשבר בכלכלה העולמית.
- שינויים ברגולציה.
- חרפת התחרות.
- פגיעה ביכולת החברה להשיג מימון.

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

14. גרף מניית בי קומיוניקיישנס ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



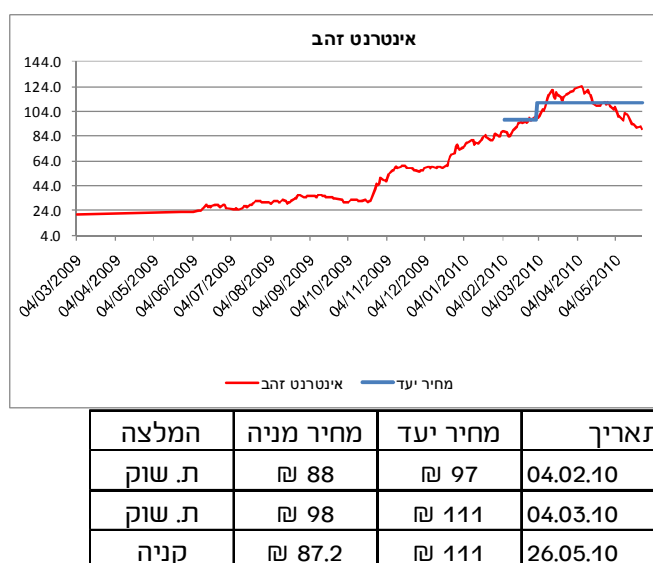
*הערה - גרף המניה מוצג כשהוא מותאם לחלוקת דיבידנד, בעוד שמחירי היעד אינם מתואמים רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנדים ומתייחסים למצב כפי שהוא בעת ההמלצה.

15. גישת הערכת אינטרנט זהב וקביעת מחירי היעד בוצעה בגישת הערכת שווי נכסי (NAV), תוך שילוב של בחינת מכפילי רווח ומכפילי הון והשוואה למניות אחרות בסקטור.

16. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של אינטרנט זהב:

- אי אישור רכישת בזק.
- חשיפה לחברת 012 סמייל ולחברת בזק.
- הידרדרות במצב המשק והמשך המשבר בכלכלה העולמית.
- שינויים ברגולציה.
- החרפת התחרות.
- פגיעה ביכולת החברה להשיג מימון.

17. גרף מניית אינטרנט זהב ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

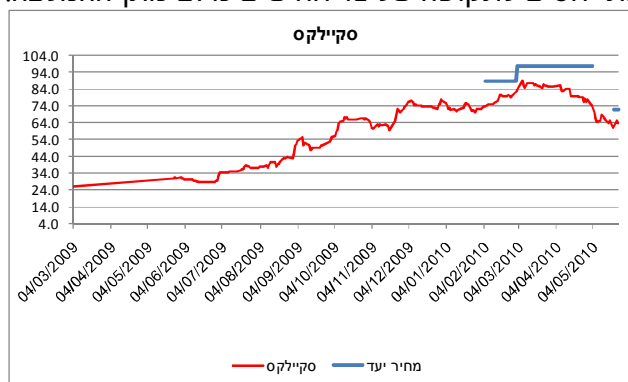
*הערה - גרף המניה מוצג כשהוא מותאם לחלוקת דיבידנד, בעוד שמחירי היעד אינם מתואמים רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנדים ומתייחסים למצב כפי שהוא בעת ההמלצה.

18. גישת הערכת סקיילקס וקביעת מחירי היעד בוצעה בגישת היוון תזרימי המזומנים וגישת הערכת שווי נכסי (NAV), והערכת פיתוח עסקי, תוך שילוב של בחינת מכפילי רווח ומכפילי הון והשוואה למניות אחרות בסקטור.

19. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של סקיילקס:

- חשיפה לחברת פרטנר.
- הידרדרות במצב המשק והמשך המשבר בכלכלה העולמית.
- שינויים ברגולציה.
- החרפת התחרות.
- פגיעה ביכולת החברה להשיג מימון.

20. גרף מניית סקיילקס ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



תאריך	מחיר יעד	מחיר מניה	המלצה
04.02.10	89 ₪	76 ₪	ת. יתר
04.03.10	98 ₪	87 ₪	ת. שוק
05.05.10		69.9 ₪	ת. חסר
26.05.10.	72 ₪	63.1 ₪	ת. שוק

*הערה - גרף המניה מוצג כשהוא מותאם לחלוקת דיבידנד, בעוד שמחירי היעד אינם מתואמים רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנדים ומתייחסים למצב כפי שהוא בעת ההמלצה.

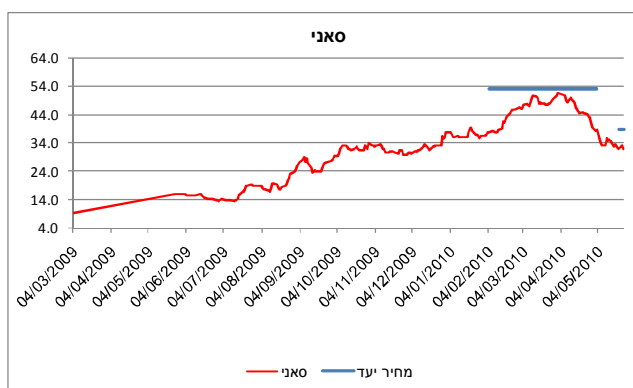
21. גישת הערכת סאני וקביעת מחירי היעד בוצעה בגישת הערכת שווי נכסי (NAV), תוך שילוב של בחינת מכפילי רווח ומכפילי הון והשוואה למניות אחרות בסקטור.

22. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של סאני:

- חשיפה לחברת סקיילקס ופרטנר.
- הידרדרות במצב המשק והמשך המשבר בכלכלה העולמית.
- שינויים ברגולציה.
- החרפת התחרות.
- פגיעה ביכולת החברה להשיג מימון

23. גרף מניית בזק ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.



תאריך	מחיר יעד	מחיר מניה	המלצה
04.02.10	₪ 53	₪ 38	קניה
04.03.10	₪ 53	₪ 47	ת.שוק
05.05.10		₪ 35.9	ת.חסר
04.03.12	₪ 39	₪ 31.3	תיתר

*הערה - גרף המניה מוצג כשהוא מותאם לחלוקת דיבידנד, בעוד שמחירי היעד אינם מתואמים רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנדים ומתייחסים למצב כפי שהוא בעת ההמלצה.

פרטי מכין האנליזה

בני דקל, ת.ז. 027127018.
 מרחוב יהודה הלוי 23, תל אביב.
 בעל רישיון משווק השקעות מספר 7314
 השכלה- מוסמך (MBA) במנהל עסקים- מימון, אוניברסיטת בר אילן.
 נסיון תעסוקתי - בין השנים 2004-ואילך - תפקידי מחקר, אנליזה וניהול השקעות, בין היתר, בחברות כלל פיננסים בטוחה בע"מ, פועלים סהר בע"מ וקופ"ג עובדי תע"א בע"מ.

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה

דש ברוקראז' בע"מ.
 רחוב יהודה הלוי 23, תל אביב.
 טלפון: 03-6843336; פקס: 073-7012685

גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

למכין האנליזה לא ידוע על ניגוד עניינים במועד פרסום האנליזה.

גילוי נאות מטעם דש ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

ניתוח זה נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר דש ברוקראז' בע"מ ודש אייפקס הולדינגס בע"מ מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לבירור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. המידע המופיע בסקירה זו אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע פוטנציאלי ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. המידע, הפרטים והניתוח המפורטים, לרבות הדעות המובאות, בסקירה זו, עשויים להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. סקירה זו היא על דעת הכותבים בלבד ומשקפת את הכנתם ליום כתיבתה. סקירה זו אינה מהווה תחליף, בשום צורה שהיא, ליעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם. דש

אנו מפנים את תשומת לב הקוראים לפסקת הגילוי הנאות בסוף מסמך זה.

ברוקראז' בע"מ וחברות בקבוצת דש איפקס הולדינגס בע"מ, בעלי מניותיה, עובדיהם ו/או מי מטעמם לא יהיו אחראים, בכל צורה שהיא, לכל נזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בסקירה זו, ככל שייגרם כזה, וכן הם אינם יכולים לערוב ו/או להיות אחראים למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בסקירה זו. דש ברוקראז', הנמנית על קבוצת דש איפקס הולדינגס בע"מ, מבהירה כי היא וחברות אחרות בקבוצה עוסקות, במישורין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, לרבות החברה האם דש ניירות ערך והשקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות אחרות בקבוצה, בין היתר, במתן שירותי ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות פנסיה, חיתום ובנקאות השקעות וכתוצאה מכך, לדש ברוקראז', לחברה האם - דש ניירות ערך והשקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות אחרות בקבוצת דש איפקס הולדינגס בע"מ ו/או לבעלי עניין למי מבין החברות המפורטות דלעיל ולקוחותיהם, עשוי להיות עניין בניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנכללים בסקירה זו, ככל שמפורטים כאלה, מעת לעת, לפני פרסום הסקירה, בזמן פרסומה ולאחר פרסומה. דש ברוקראז' בע"מ אינה מתחייבת ואין בסקירה זו משום התחייבות להשגת תשואה כלשהי או רווח כלשהו כתוצאה מכל סוג של פעולה בהתאם לאמור בסקירה זו.

סקירה זו הינה רכושה הבלעדי של דש ברוקראז' בע"מ ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדוח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.

דש איפקס הולדינגס בע"מ ו/או תאגיד קשור לה ניהלו הנפקה פרטית / הצעה של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום הסקירה דלעיל. דש איפקס הולדינגס בע"מ או תאגיד קשור לה קיבלו מהתאגידים הנסקרים תמורה מהותית בגין מתן שירותים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של הסקירה דלעיל.

במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה, או למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור לו החזיקו החזקה מהותית, כהגדרתה בחוזר רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007, בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים.

עצמאות שיקול הדעת

אני, בני דקל, בעל רישיון מספר 7314, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

26/05/2010

תאריך פרסום האנליזה

בני דקל