

תשואת שוק - מחיר יעד 28 ₪
סבינה לוי | sabina@leadercm.co.il | 03-6845816

ביצוע לעומת התחזית, מיליוני ₪

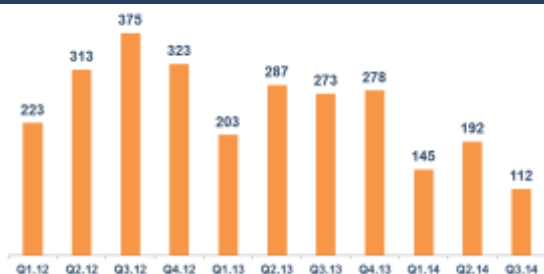
פער	Q3.14A	Q3.14E	
הכנסות	1,102	1,080	2%
yoy	-1.4%	-3.4%	
EBITDA	282	280	1%
%	25.6%	26.0%	
רווח נקי	40	55	-27%

התפתחות ה-EBITDA, מיליוני ₪

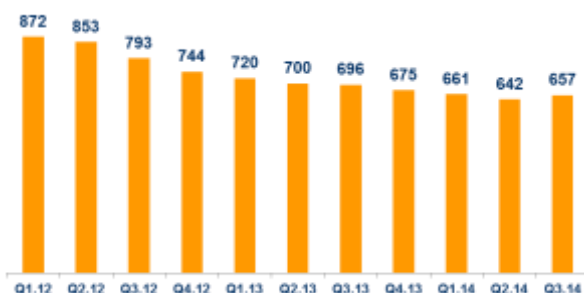


EBITDA — %

FCF, מיליוני ₪



התפתחות ה-OPEX, מיליוני ₪



שיעורי נטישה של החברות הוותיקות



תגובה לדוחות Q3.14

איך היה הדו"ח: תוצאות הרבעון היו בהתאם לצפי שלנו הן בשורת ההכנסות והן בשורת ה-EBITDA. הרווח הנקי של החברה היו נמוך ביחס לתחזית שלנו, בעיקר בגלל הוצאות מימון גבוהות יותר עקב עלייה בהפסדים מהפרשי מט"ח כתוצאות מהתחזקות הדולר. יש לציין כי תוצאות החברה הושפעו לחיוב מהמשך השיפור ברווחיות מכירות ציוד סלולר ומהשפעות חד פעמיות בתחום הקווי. התזרים החופשי של החברה היה נמוך יחסית, ברמה של כ-112 מיליון ₪ לפני תשלומי ריבית (לעומת כ-300 מיליון ₪ בסלקום).

האם הדו"ח מלמד על העתיד? בדומה לשאר החברות הוותיקות, תוצאות פרטנר משקפות הרעה בסביבה העסקית בסקטור הסלולר, אשר יוצרת לחצים מהותיים על הכנסות ממתן שירותי הסלולר. במקביל ניתן לראות כי ברבעונים האחרונים חלה התמתנות בקצב ההתייעלות ואנו מעריכים כי החברה תתקשה להשיג חסכון מהותי נוסף ברבעונים הקרובים תחת המודל העסקי הקיים. בסה"כ אנו צופים כי הרבעונים הבאים יהיו מאתגרים עבור החברות הוותיקות וצופים להמשך שחיקה בהכנסה החודשית הממוצעת (ללא אירוח) וירידה נוספת ברווחיות משירותי הסלולר.

מה לעשות עם המניה? הלחצים התחרותיים בסקטור הסלולר מוסיפים להיות גבוהים ועדיין קיימת אי ודאות רבה לגבי עיתוי וקצב חזרתו של הענף לשיווי משקל. הערכתנו היא כי ייקח עוד מספר רבעונים לפחות עד שנראה התמתנות כלשהי ברמת התחרות כך שהסיכוי להתאוששות בתוצאות החברות הוותיקות בעתיד הקרוב אינו גבוה. לאור האמור, אנו ממשיכים להמליץ על חשיפה מוגבלת למניות הסקטור, לרבות פרטנר.

להלן הנקודות העיקריות שעולות מהדו"ח:

אמנם פרטנר הייתה היחידה מבין החברות הוותיקות ששמרה על יציבות בהכנסה החודשית הממוצעת במהלך הרבעון, אולם הדבר נבע להערכתנו בעיקר מהמשך המעבר של הוט מובייל ולא משיפור ב-ARPU הבסיסי. נציין בהקשר זה כי אומנם יופון אמורה לעבור במהלך השנה להתארח על גבי הרשת של פלאפון, אולם אנו מעריכים כי הדבר עדיין לא בא לידי ביטוי בצורה מהותית בתוצאות פרטנר.

המשך שיפור ברווחיות ציוד קצה. פרטנר שמרה על יציבות בהכנסות ממכירת ציוד קצה במגזר הסלולר לצד עליה בהכנסות הציוד של המגזר הקווי שנבעה מהשקעה של מכירות טאבלטים ללקוחות התחום. החברה ממשיכה לשפר את שולי הרווח הגולמי ממכירת הציוד, דבר שתומך בתוצאות ומפצה במידה מסוימת על השחיקה בתחום שירותי הסלולר.

הגידול ב-OPEX לא מעיד על שינוי מגמה. בניגוד למגמה שראינו ברבעונים האחרונים של קיטון בהוצאות התפעוליות, הרבעון נרשמה עליה ב-OPEX. מדובר להערכתנו בעלייה נקודתית הנובעת בין השאר מהשפעות העונתיות והערכתנו היא שרמת ההוצאות הרבעון אינה בהכרח מייצגת קדימה. בלי קשר לכך, אנו מעריכים כי פוטנציאל ההתייעלות של פרטנר תחת המודל העסקי הקיים הינו מוגבל יחסית, כאשר הקמת ועד עובדים בחברה בעתיד עלולה לפגוע ביכולתה לבצע התאמות מהירות במבנה ההוצאות.

ירידה נוסף בתזרים החופשי, לרמה של כ-112 מיליון ₪. החברה מעדכנת בדוחותיה כי התזרים החופשי הושפע מגידול בתשלומים לספקי ציוד קצה ותשלום חד פעמי בגין חכירת אתרים שקוזז ברובו על ידי עליה חד פעמית בתקבולים. נציין כי מדובר ברמות תזרים נמוכות מהותית ביחס לעבר, בעיקר בגלל העובדה שהחברה ביצעה בשנים האחרונות עסקאות פקטורינג בהיקף מהותי בגין מכירות ציוד קצה. אנו לא פוסלים אפשרות שנראה המשך ירידה בתזרים ברבעונים הקרובים.

לידר ושות' בית השקעות בע"מ
רח' הארבעה 21, תל-אביב
טל: 03-6845757

גילוי מטעם התאגיד

1. מכין עבודת האנליזה הינו עובד לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר").
2. דוח זה מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור וכן על הערכות, אומדנים ומידע אחר אשר לידר מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנותו. הדוח אינו מהווה אסמכתא ו/או אישור כלשהו למהימנות ולנכונות המידע המפורט בו.
3. הדוח מיועד ללקוחות כשירים בלבד כחומר מסייע. אין לראות בדוח זה ובמידע והניתוח הכלולים בו הזמנה, הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך והנכסים הפיננסיים המתוארים בו (להלן יחדיו: "ניירות ערך") ו/או ניירות ערך אחרים כלשהם.
4. הדוח אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיעים ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות, הפרטים והנסיבות הקשורות בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. לפיכך, דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.
5. המסתמך על דוח זה עושה כן על אחריותו בלבד ולידר, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם (להלן יחדיו: "קבוצת לידר") לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדוח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו ואינם ערבים או אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.
6. תאגידים מקבוצת לידר עוסקים, בין היתר, בהפצת ניירות ערך, חיתום, שיווק השקעות, מסחר בניירות ערך, השקעה בניירות ערך לחשבון עצמם, ברוקרג' ותיווך בעסקאות ניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה, בנקאות להשקעות ופעילויות אחרות בשוק ההון. ילין לפידות החזקות בע"מ, חברה בשליטה משותפת של קבוצת לידר, עוסקת באמצעות חברות בנות בניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות.
7. חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה מחזיקים ו/או עשויים להחזיק ו/או לבצע פעולות קניה ומכירה, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך הנסקרים בדוח זה, הן לפני פרסומם, הן בזמן פרסומם והן לאחר פרסומם, וכן עשויים לבצע פעולות בניירות הערך הנ"ל על פי שיקול דעתם העצמאי שלא באופן התואם למסקנת הדוח. כמו כן חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה עשויים לתת שירותי הפצה ו/או חיתום ו/או ברוקרג' ו/או בנקאות להשקעות ו/או שירותים אחרים בקשר לניירות הערך ולתאגידים נשוא דוח זה ולקבל תמורה בגין שירותים אלה, וכן עשויים להיות קשורים בקשרים עסקיים עם התאגידים המתוארים בדוח זה.
8. לידר או תאגידים קשורים לה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

סולם המלצות

- קניה** - תשואת יתר של מעל 20% בשנה הקרובה
ת. יתר - תשואת יתר של 20% - 10% בשנה הקרובה
ת. שוק - תשואה של +/- 10% בשנה הקרובה
ת. חסר - תשואת חסר של 20% - 10% בשנה הקרובה
מכירה - תשואת חסר של מעל 20% בשנה הקרובה

פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: סבינה לוי
 כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב
 e-mail: sabina@leadercm.co.il
 השכלה: M.A כלכלה עם התמחות בבנקאות ומימון – אוניברסיטת בר אילן.
 B.A כלכלה ומנהל עסקים – אוניברסיטת בר אילן.
 ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסטית (אוגוסט 2010 ואילך).
 גיזה זינגר אבן – אנליסטית בכירה וראש צוות (2006-2010).
 ש.ר.א.ל – כלכלנית (2005-2006)

מתודולוגיה וגורמי סיכון

מתודולוגיה: הערכנו את שווייה של החברה על פי מודל היוון תזרים מזומנים.

גורמי סיכון:

- הגברת הרגולציה והחמרת התחרות בסקטור הסלולר
- אי ודאות לגבי עיתוי התכנסות ענף הסלולר לשיווי משקל ותנאי השוק שישפרו בו
- חשש מלחצים על התוצאות העסקיות עקב כניסתן הצפויה של סלקום ופרטנר לתחום הטלוויזיה.

- חשש מלחצים על התוצאות העסקיות עקב התרחבותן הצפויה של סלקום ופרטנר בתחום הקווי, לאחר הסדרת השוק הסיטונאי
- עליה ברמת המינוף
- סיכונים טכנולוגיים

ביצועים היסטוריים של המניה ושינויים בהמלצות ובמחיר היעד:

פרטנר

תאריך	המלצה	מחיר יעד	אנליסט
8.8.11	תשואת שוק	נש 50.0	סבינה לוי
4.10.11	תשואת שוק	נש 40.0	סבינה לוי
25.12.11	תשואת שוק	נש 33.0	סבינה לוי
23.5.12	תשואת שוק	נש 20.0	סבינה לוי
21.11.12	תשואת שוק	נש 25.0	סבינה לוי
31.12.13	תשואת שוק	נש 34.0	סבינה לוי
13.8.14	תשואת שוק	נש 28.0	סבינה לוי



גילוי והצהרת האנליסט

אני, סבינה לוי, בעלת רישיון מס' 10819, מצהירה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

סבינה לוי