

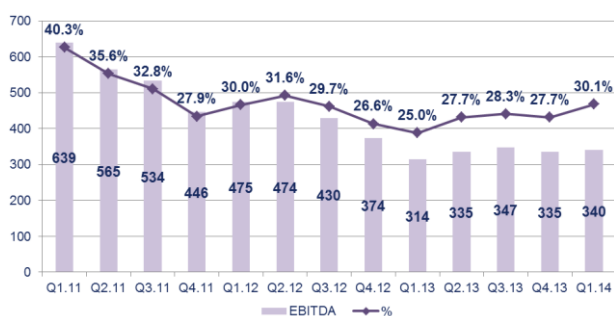
סלקום: תשואת שוק – 49%
סבינה לוי | sabina@leadercm.co.il | 03-6845816

תגובה לדוחות Q1.14

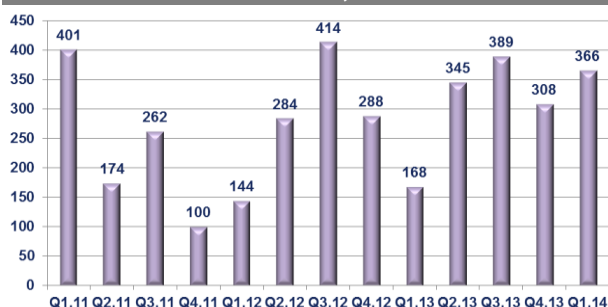
ביצוע לעומת התחזית, מיליוני ₪

פער	Q4.13A	Q4.13E	
הכנסות	1,130	1,161	-3%
yoy	-10.2%	-7.7%	
EBITDA	340	322	5.4%
%	30.1%	27.8%	
רווח נקי	114	94	21%

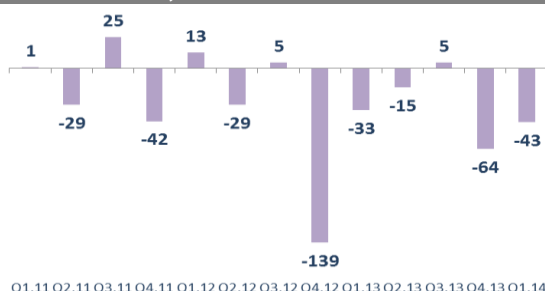
התפתחות ה-EBITDA, מיליוני ₪



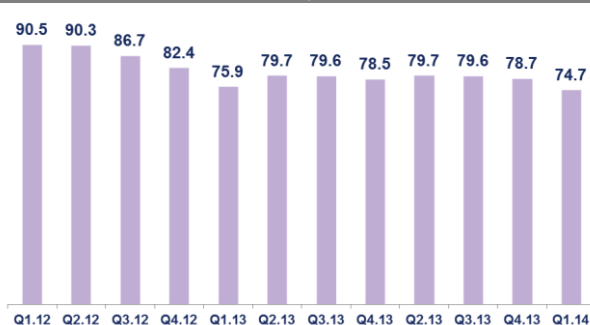
FCF, מיליוני ₪



שינוי במצבת מנוי הסלולר, באלפים



ARPU, ב"ש"ח



סלקום פרסמה הבוקר את הדוחות ל-Q1.2014.

איך היה הדו"ח – הופתענו לטובה מתוצאות החברה לרבעון, אשר היו מעל הצפי שלנו הן ברמת ה-EBITDA והן ברמת הרווח הנקי. עם זאת, סלקום מציינת בדוחותיה כי היא צופה ששחיקת המחירים והתחרות הגבוהה יימשכו גם ברבעונים הבאים, בעוד שיכולת החברה להמשיך ולהתיעלל כדי לפצות על הירידה בהכנסותיה תקטן.

להלן הנקודות העיקריות שעולות מהדו"ח:

על אף התחרות הציגה החברה שיפור בתוצאות ביחס לרבעון הקודם, בעיקר בזכות ההתייעלות. סלקום הציגה הרבעון חסכון של כ-52 מיליון ₪ בהוצאות מכירה, שיווק, הנהלה וכלליות, ביחס לרבעון המקביל אשתקד, דבר שאפשר לה להציג שיפור נאה ברווחיות למרות המשך השחיקה בשורת ההכנסות. עם זאת, אנו צופים כי החברה תתקשה לשמור על קצב ההתייעלות הגבוה גם ברבעונים הקרובים ולא פוסלים שחיקה ברווחיות בהמשך השנה.

תתכן שחיקה נוספת בהכנסה החודשית הממוצעת ברבעונים הבאים. החברה הציגה ירידה של כ-4% ב-ARPU ביחס לרבעון הקודם, בדומה לירידה שנרשמה בפרטנר. בשל הלחצים התחרותיים אנו מעריכים שקיים סיכוי לא מבטל שנראה ירידה נוספת ב-ARPU ברבעונים הבאים, אם כי בקצב מתון יותר ביחס לרבעון.

ירידה במכירות ציוד הקצה, בניגוד למגמה בקרב המתחרות הוותיקות. הכנסות בגין מכירת ציוד הקצה של סלקום הסתכמו הרבעון בכ-188 מיליון ₪, לעומת כ-208 מיליון ₪ ברבעון הקודם. פרטנר לעומת זאת הציגה הרבעון צמיחה נאה במכירות הציוד מכ-196 מיליון ₪ לכ-220 מיליון ₪. אנו מעריכים כי ההבדל בין תוצאות שתי החברות נובע בין היתר מתמיהל המכירות, כאשר סלקום ככל הנראה מכרה עד כה כמויות נמוכות יחסית של ציוד קצה שמבוסס על אינטרנט אלחוטי בלבד וכן מוצרים נוספים בתחום שאינם בגדר ליבת העסקים. אנו צופים שנראה שינוי מדיניות גם בסלקום בקשר לתמיהל המכירות ברבעונים הקרובים.

שיפור בתזרים החופשי. החברה הציגה הרבעון תזרים חופשי של כ-366 מיליון ₪ אשר הושפע לחיוב מקיטון ביתרות ההון החוזר בגין מכירות ציוד קצה. להבדיל מפרטנר, סלקום לא ביצעה במהלך השנים האחרונות פקטורינג של הכנסות אלו ולכן עכשיו היא נהנית מירידה בהון החוזר שתומכת בתזרים. בנוסף, התזרים הרבעוני הושפע לחיוב מרמת השקעות נמוכה יחסית, כ-86 מיליון ₪ נטו, כאשר אנו צופים CAPEX שנתי בהיקף של כ-400-450 מיליון ₪. בסה"כ אנו מעריכים כי סלקום עשויה להציג השנה תזרים תפעולי חופשי של למעלה מ-1.1 מיליארד ₪.

ממשיכים להפחית את המינוף, אין צפי לדיבידנד מהותי השנה, אם בכלל. החוב נטו של החברה ירד הרבעון לכ-3.6 מיליארד ₪, לעומת חוב של כ-3.8 מיליארד ₪ ברבעון הקודם. הרושם שלנו הינו כי עיקר המיקוד של החברה ברבעונים הקרובים יהיה סביב המשך הקטנת המינוף ושדרוג הרשת ומערכות ה-IT, כאשר הסיכוי לדיבידנד מהותי להערכתנו אינו גבוה.

בשורה התחתונה, אמנם התוצאות של סלקום הפתיעו לטובה, אולם התחרות בסקטור ממשיכה להיות גבוהה ואנו מעריכים כי החברה תתקשה להציג קצב שיפור דומה גם ברבעונים הקרובים. אנו ממתינים להסדרת הרגולציה בשוק הקווי ולהבהרות משרד התקשורת לגבי שיתוף הרשתות. בינתיים אנו ממשיכים להמליץ על סלקום בתשואת שוק, במחיר יעד של 49 ₪.

גילוי נאות פרטי התאגיד

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 שבצעה 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 פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו, 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:

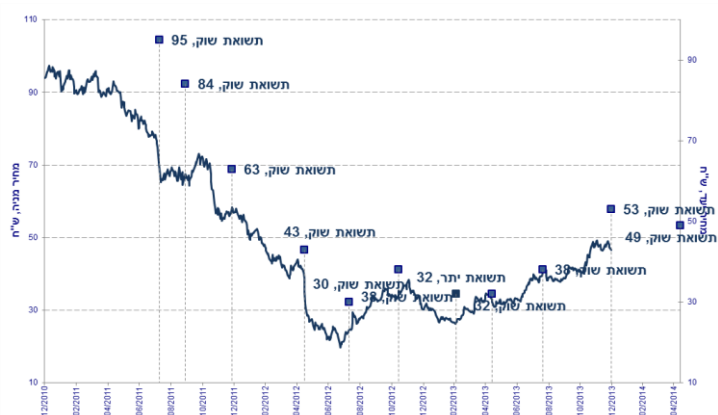
- הגברת הרגולציה והחמרת התחרות בסקטור הסלולר

- מדיניות רגולטורית חדשה בתחום הקווי והגברת הלחצים התחרותיים כתוצאה מכך
- הגברת לחצים התחרותיים בשוק הטלוויזיה לרבות אפשרות לכניסת משחקנים חדשים
- מיזם הסיבים האופטימיים כאיום תחרותי לבזק והוט בטווח הבינוני - רחוק
- עליה ברמת המינוף
- סיכונים טכנולוגיים

ביצועים היסטוריים של המניה ושינויים בהמלצות ובמחיר היעד:

סלקום

תאריך	המלצה	מחיר יעד	אנליסט
8.8.11	תשואת שוק	95.0 ₪	סבינה לוי
4.10.11	תשואת שוק	84.0 ₪	סבינה לוי
25.12.11	תשואת שוק	63.0 ₪	סבינה לוי
15.5.12	תשואת שוק	43.0 ₪	סבינה לוי
9.8.12	תשואת שוק	30.0 ₪	סבינה לוי
12.11.12	תשואת שוק	38.0 ₪	סבינה לוי
5.3.13	תשואת יתר	32.0 ₪	סבינה לוי
12.5.13	תשואת שוק	32.0 ₪	סבינה לוי
19.8.13	תשואת שוק	38.0 ₪	סבינה לוי
31.12.13	תשואת שוק	53.0 ₪	סבינה לוי
13.5.14	תשואת שוק	49.0 ₪	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