

08 פברואר 2010

טרנס קלינגמן

טל': 03-7778200

terencek@meitav.co.il

ניר זוננברג

טל': 03-7778261

nir@meitav.co.il

למרות ההתאוששות המרשימה בשווקים הפיננסיים בשנה החולפת, עדיין קיימת אי-ודאות סביב המשכיות של התאוששות הכלכלה הריאלית. במקביל הוב מודלי התמחור מצביעים על תמחור מלא של המניות ולפיכך, התכנסות סביב משקלות הבנצ'מרק במניות נראה לנו תהליך טבעי. במסגרת זו יש עדיין מספר דגשים באסטרטגיית ההשקעות שלנו הראויים לציון.

♦ **סלקטיביים לגבי יוצאנים, מעדיפים בעיקר חברות מקומיות** – הכלכלה הישראלית חזקה יחסית לעומת מדינות רבות בעולם וסביר להניח שהשקל יתחזק כפי שבנק ישראל צופה. לפיכך אנו מעדיפים חברות הנשענות על הכלכלה המקומית. ובכל זאת, בשוק ההיי-טק הישראלי קיימות חברות שכדאי לבחון נקודתית על רקע התפתחות בשוקי היעד (**איתוראן**) או על רקע תמחור נמוך (**גילת לויינים**).

♦ **פוקוס על דיבידנדים** – בעידן של צמיחה גלובאלית איטית יותר, משקיעים עשויים ליחס משקל רב להשקעות מניבות. דוגמאות טובות לכך הן חברות התקשורת בישראל. אנחנו ממשיכים להיות חיוביים לגבי **בזק (אפשר גם דרך סמייל)** וחושבים **שפרטנר עדיפה על סלקום בתחום הסלולר**.

♦ **צריכה פרטית** – משקי הבית בישראל אינם ממונפים והחדירה של מוצרי האשראי (כרטיסי אשראי חוץ בנקאיים) צוברת תאוצה. במקביל תחום המשכנתאות ממשיך להתרחב עקב ביקוש ער לנדל"ן ויחסי מינוף (LTV) גבוהים יותר מבעבר. האשראי הצרכני מהווה את המגרש הביתי של הבנקים, שאינם חשופים לתחרות משמעותית מחברות הביטוח והגופים המוסדיים בתחום. אנחנו חיוביים מאד על סקטור הבנקים עם **העדפה ללאומי ולמזרחי**.

♦ **השקעות קבועות במשק** – הממשלה מנסה לעודד "מיני-בום" בהשקעות קבועות בעיקר בתחום המגורים. **אלקטרה** היא דוגמה לחברה אשר צפויה להנות ממהלך זה.

♦ **לקנות מה שאין** – לאור ההתאוששות בשווקים הפיננסיים אנו מצפים לראות, אחרי כמה שנים של בצורת, התעוררות בשוק הראשוני. ישנן מספר חברות איכותיות שעשויות להגיע לשוק בשנה הקרובה דוגמת עזריאלי וקרדן נדל"ן (נדל"ן), אלקטרה מוצרי צריכה ותנובה (שניהם עם פוקוס על הצרכן) ונמל אילת (תשתיות).

כמובן, כלכלה מקומית חזקה (הנשענת על צריכה פרטית מוגברת וחגיגה בענף הבנייה) יחד עם סביבת ריבית שעדיין נחשבת למרחיבה, עשויה לספק עדנה לשוק ההון (ההנפקות הראשוניות בדרך וחברות הגז רותחים). התנאים הטובים בשוק ההון ייטיבו עם חברות הביטוח וכבר כעת ישנם מספר גופים המתעניינים ברכישת פעילות ביטוח. אנחנו חיוביים על הסקטור עם דגש על **הראל ומנורה**.

ראה גילוי נאות בסוף המסמך



התכנסות סביב הבנצ'מרק – אבל להיות ערניים להפתעות בהמשך הדרך

שנת 2010 מהווה אתגר לא פשוט עבור מנהלי השקעות. ההתפתחויות המקרו-כלכליות ממשיכות להפתיע לטובה ואפילו בנק ישראל כבר מדבר על צמיחה של כ- 3.5% בתוצר הישראלי ב- 2010. בנוסף, מודלי התמחור מצביעים על כך שחלק ניכר מהחדשות הטובות כבר גלום במחירי המניות וקיים חשש בקרב כלכלנים רבים לגבי המחיר של תוכניות ההצלה האגרסיביות שנקטו על ידי ממשלות בעולם. בהעדר מוטיבים חזקים אנו צופים לתנועה טבעית של התכנסות סביב משקולות הבנצ'מרק במניות. במסגרת זו יש עדיין מספר דגשים הראויים לציון.

1. העדפה לחברות מקומיות על פני חברת יזואנים – שירותי תקשורת ובנקים

היסודות החזקים של הכלכלה המקומית מביאים אותנו לנטייה להעדיף חברות מקומיות הנשענות על הצריכה הפרטית בישראל, במיוחד על רקע המשך ההתחזקות של השקל. רוב המטבעות בעולם רשמו עלייה נאה ביחס לדולר בחצי השנה האחרונה, למעט השקל-דולר ששערו נתמך על ידי התערבות מאסיבית של בנק ישראל.

ובכל זאת, בשוק היי-טק הישראלי קיימות חברות שכדאי לבחון את הסיפור הספציפי שלהן או על רקע התפתחות בשוקי היעד (איתוראן) או על רקע התמחור הנמוך (גילת לוויינים).

2. פוקוס על דיבידנדים – שירותי תקשורת

לאור רמות המחירים הנוכחיות בשוק המניות והתשואות הנמוכות באפיקים הסולידיים, מניות של חברות המספקות תשואת דיבידנד שוטפת ימשיכו לרכז עניין רב. הפער בין תשואות הדיבידנד של החברות לבין אג"ח הממשלתיות הצמודות עדיין אטרקטיבי במיוחד. בחברות התקשורת למשל, פער זה מגיע לכדי 5%. גם חלק מהבנקים צפויים לחזור ולשלם דיבידנדים גבוהים במיוחד בשנים הקרובות.

בנוסף, יש פן נוסף חשוב בנוגע להעדפה שלנו לדיבידנדים. אנחנו שותפים להשקפה הגורסת כי אחרי המשבר, הצמיחה הכלכלית תתייצב ברמה נמוכה יותר מהרמה שהיינו רגילים אליה טרום המשבר, בעיקר בגלל המשך ה- DELEVERAGING בעולם או בקיצור ה- NEW NORMAL כלשון ביל גרוס מפימקו. במקרה כזה, השקעות חדשות מצד החברות יכולות להניב תשואות נמוכות מהצפי ופירמות שיתמקדו בצמיחה מבוקרת (הקצאת הון תוך סינון קפדני של IRR וזמן החזר השקעה) יחד עם שמירה על תשואות דיבידנדים גבוהים עשויים להניב ביצוע יתר לאורך זמן לעומת חברות עם פחות משמעת בצד ההשקעות.

3. השקעות קבועות במשק - החברות הקבלניות והתעשייתיות - בונים על ביבי (וקצת על הגז)

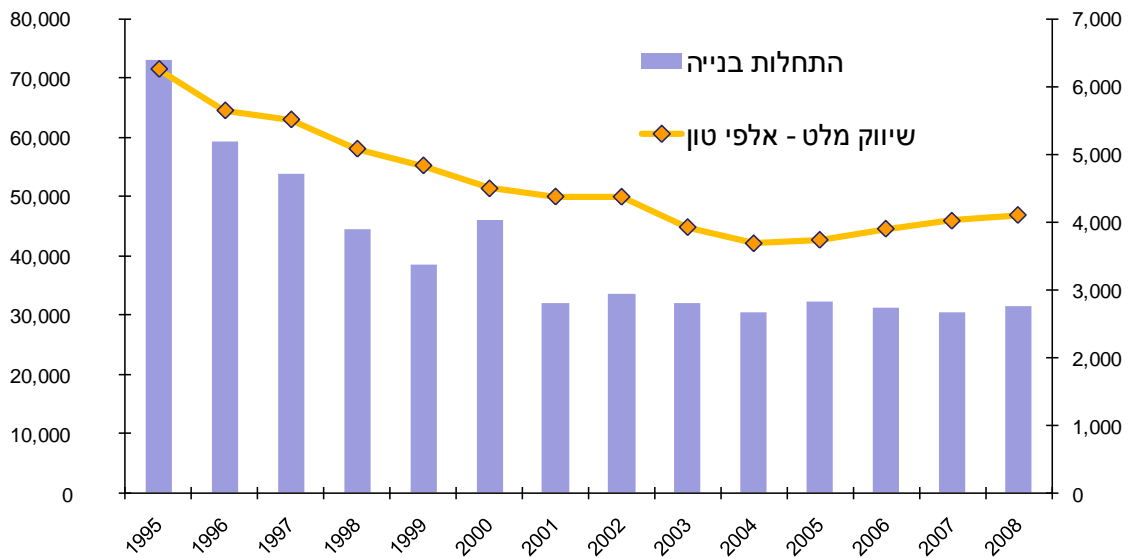
תחזית המאקרו של מיטב מדברת על גידול של כ- 1.3% בהשקעה גולמית. מטבעו הרכיב של ההשקעות הוא תנודתי והעדכון האחרון של בנק ישראל מדבר על גידול של 9.3% לעומת 1.9% לפני כן. לדעתנו התחזית של בנק ישראל לא יכולה להתקיים אלא ע"י תרומה משמעותית ממגזר הבנייה והתשתיות.

הממשלה מבינה שבעולם החדש שנוצרה אחרי המשבר אי אפשר לסמוך על הייצוא כקטר העיקרי למשק. לכן, הממשלה מנסה לעודד "מיני-בום" בתחום ההשקעות תוך התמקדות בענפי הבנייה והתשתיות. בתחום של הבנייה יש כוונה לעלות את רמת התחלות בנייה לכ 40-45 אלף יח"ד בשנה לעומת פחות מ- 30 אלף בשנים האחרונות, תוך תהליך מואץ של הפשרת קרקעות וניסיון לפשט את תהליך אישורי הבנייה.

אם חזון הממשלה אכן יתממש, חברות התעשייה (הקשורות לענף הבנייה והתשתיות) והקבלנות אמורות ליהנות בצורה משמעותית. יתר על כן, במשבר האחרון חברות רבות נחלשו ומאפשרות למעשה לחברות המובילות לבסס את מעמדן בשוק. באפיק זה אנו מעדיפים להיצמד דווקא לחברות הגדולות כמו אלקטרה וכלל תעשייה (תחום המלט) למשל.



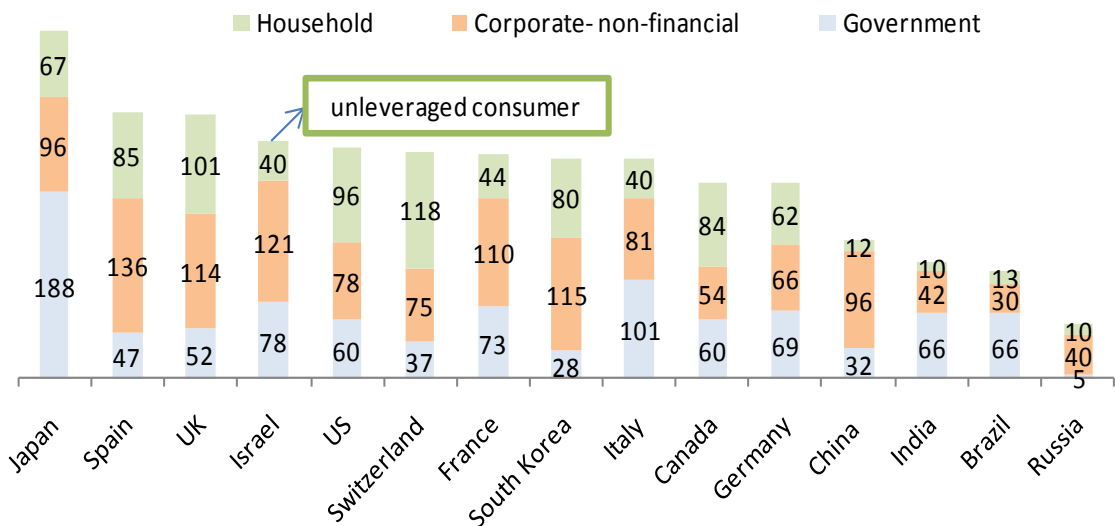
גרף 2: התחלות בנייה וצריכת מלט



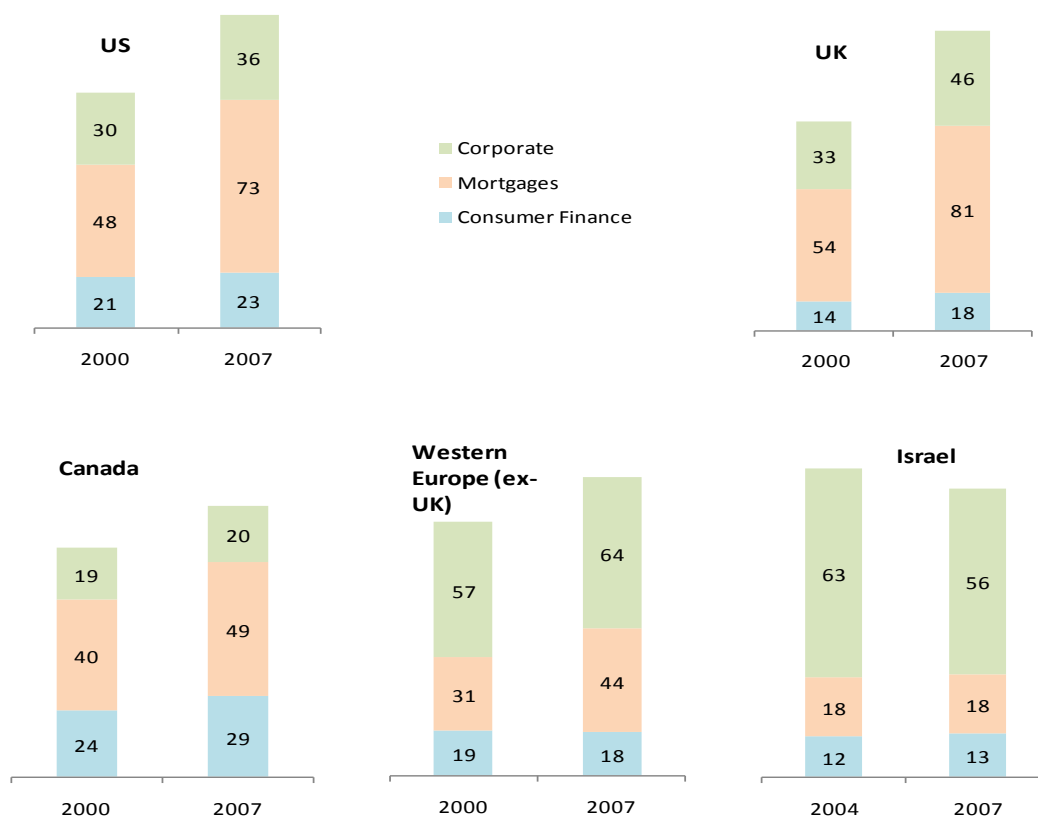
4. תרבות צריכה מתפתחת – שוב הבנקים ו-SPECIALTY RETAILERS

המעבר של ישראל ממדינה מתעוררת (יחסית ענייה) למדינה מפותחת (ויחסית עשירה) מלווה באופן טבעי בהעמקת שוקי האשראי לא רק בסקטור העסקי אלא גם באשראי קמעונאי. יחס החוב של משקי הבית (משכנתאות + אשראי צרכני) לתמ"ג עומד על כ- 35% בישראל, כאשר לשם השוואה, בגרמניה השמרנית יחס זה עומד על מעל ל- 60% ובאנגליה מדובר בשיעור של מעל ל-100%. גידול באשראי צרכני אמור להטיב עם חברות ה- SPECIALTY RETAILERS (מוצרי ריהוט, רכבים אופנה וכד') וכמובן גם עם הבנקים שיספקו את האשראי.

גרף 3: החוב של משקי הבית ביחס לתמ"ג (%) נמוך משמעותית מרוב המדינות המפותחות



גרף 4: הלוואות ממערכת הבנקאית לפי סקטור ביחס לתמ"ג (%)



5. לקנות מה שאין- הנפקות מעניינות בדרך

לאחר מספר שנים של בצורת כנראה שנראה התאוששות בשוק הראשוני. ישנן מספר חברות איכותיות שעשויות להגיע לשוק בשנה הקרובה דוגמת עזריאלי וקרדן נדל"ן (נדל"ן), אלקטרה מוצרי צריכה וזיה כ.א.ל. (שניהם עם פוקוס על הצרכן) ונמל אילת (תשתיות)

בסך הכול היינו ממליצים על תיק השקעות יחסית קרוב למשקלות מדד ת"א 25, אבל עם דגש על הסיפור "הישראלי" - צרכן מקומי חזק ולא ממונף. הצרכן הישראלי מהווה נכס אטרקטיבי עם פוטנציאל צמיחה נאה שקורץ לבנקים (שרוצים לדחוף לו אשראי) לחברות צריכה (שרוצים לדחוף לו שירותים ומוצרים) והממשלה (שרוצה לגרום לו לקנות נדל"ן בפיפריה ולחבר אותו למרכז ע"י פיתוח תשתיות).



בנקים - המציאות חזקה יותר מהרעשים. סיכוי למכפילי הון יותר גבוהים בשנים הבאות

אחרי מהלך מרשים ביותר בשנת 2009, קיימת קונספציה שהבנקים כבר אינם זולים ושמכפילי הון עומדים קרוב לממוצע הרב שנתי ואפילו מעבר לו. לדעתנו צריכים לנסח את המשפט בצורה חיובית יותר - הבנקים אינם יקרים.

הבנקים ממוצבים במצב טוב לקראת שנת 2010. ואנו רואים חזרה של המרווחים על הפיקדונות לצד התמתנות שיעורי הפרשה לחומ"ס לאיזור 60-80 נקודות בסיס. לזה מתווספת עלייה ברמת העמלות משוק ההון. לכן הבנקים יכולים להציג תשואה על ההון של שנה בין 10%-13% וזאת מבלי שיצטרכו להדק חגורות בצד ההוצאות. תיקי האשראי צפויים לגדול בקצב משביע רצון לאור המשך החדירה בתחום האשראי הצרכני. גם אם נטען שמכפילי הון הנוכחיים מגלמים את החדשות הטובות (ובעוד שנה הבנקים יסחרו סביב אותם מכפילי הון) הרי המשקיעים יכולים ליהנות מהתשואה השוטפת שיכולה לנוע בין 10%-13%.

טבלה 1: בנקים - תמחור יחסי

2009						
	ממוצע	לאומי	פועלים	דיסקונט	מזרחי	
	Average	LUMI	POLI	DSCT	MZTF	
רווח נקי	1,232	2,067	1,276	977	610	Net income
תשואה על הנכסים	0.53%	0.65%	0.41%	0.52%	0.52%	ROA
תשואה על ההון	9.3%	10.5%	6.6%	10.5%	9.7%	ROE
מכפיל הון	1.06x	1.16x	1.06x	0.84x	1.15x	P/B
מכפיל רווח	12.0x	11.2x	16.7x	8.4x	11.6x	P/E
תשואת דיבידנד	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	DY
יחס הוצאות/הכנסות	64.94%	60.61%	64.17%	70.1%	64.9%	Cost/Income
2010						
	ממוצע	LUMI	POLI	DSCT	MZTF	
	Average	לאומי	פועלים	דיסקונט	מזרחי	
רווח נקי	1,678	2,580	2,177	1,033	923	Net income
תשואה על הנכסים	0.69%	0.79%	0.67%	0.53%	0.76%	ROA
תשואה על ההון	11.4%	12.0%	10.3%	10.1%	13.5%	ROE
מכפיל הון	0.97x	1.08x	0.96x	0.76x	1.06x	P/B
מכפיל רווח	8.6x	8.97x	9.8x	7.9x	7.7x	P/E
תשואת דיבידנד	2.5%	4.8%	0.0%	0.0%	5.2%	DY
יחס הוצאות/הכנסות	60.87%	57.97%	59.65%	69.6%	56.3%	Cost/Income

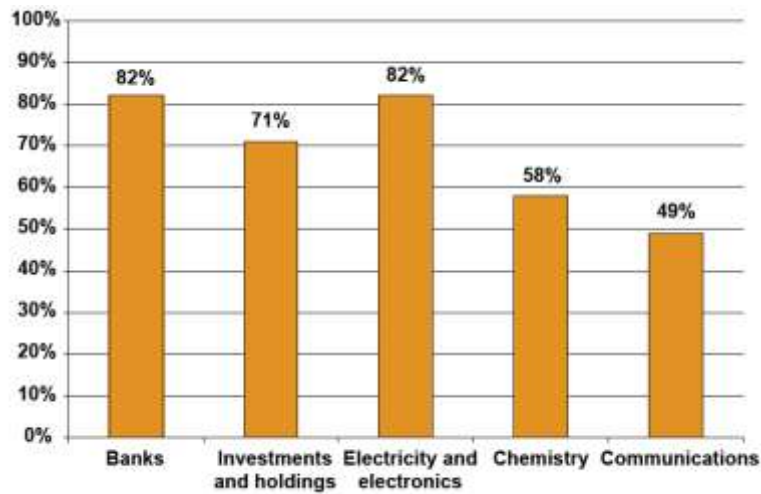
היינו מעדיפים לראות שחלק מהתשואה השוטפת בשנים הבאות יהיה במזומן. הבנק הבינלאומי (עודפי הון) בנק מזרחי (שחרור הון בעקבות בזל 2) ובנק לאומי (מכירה של תיק האחזקות הריאלית) יכולים להניב תשואות דיבידנד נאות. בנקים שיחלקו דיבידנדים בשיעור של כ- 40% מהרווח ייהנו מיתרון של 0.3%-0.5% בתשואה על ההון לפי החישובים שלנו (וזאת מהסיבה שמזומן שלא מחולק בתור דיבידנד יושב באג"חים ופיקדונות קצרות בבנקים מרכזיים שאינם מניבים תשואות טובות).

בתקופה האחרונה מלווה את מניות הבנקים החשש לקראת היציאה של ישראל ממדדי השווקים המתפתחים ו הכניסה למדדי השווקים המפותחים עפ"י הקריטריונים של MSCI. קיימות הערכות רבות לגבי ההשפעות של אפקט המעבר, אולם לדעתנו המעבר עשוי להשפיע דווקא לחיוב על הבנקים. לפי מחקר של ה- MILKEN INSTITUTE כ- 82% מאחזקות הזרים מושקעים דרך מוצרי מדד פסיביים כגון תעודות סל וקרנות מחקות. לפי ה- MILKEN INSTITUTE הזרימה ממוצרי המדד תהיה חיובית נטו (בהיקף של עד 900 מיליון דולר - ראה טבלה מטה). הבעיה העיקרית נובעת מאחזקות של גופים אקטיביים - אבל גופים אלו לא השקיעו במגזר הבנקים. מה גם שהמשקל של הבנקים (וגם והטלקום) בתוך המדד MSCI ישראל צפוי ה לעלות בעקבות היציאה הצפויה של צ'קפוינט.



טבלה 2: ניתוח של המעבר לשוק מפותח

Israel weighting EM 3.17% DM 0.34%	Sum (US\$ billions)	Israel weighting EM 2.87% DM 0.34%	Sum (US\$ billions)	Israel weighting EM 3.3% DM 0.34%	Sum (US\$ billions)
Passive	1.36	Passive	1.23	Passive	1.41
Active	5.07	Active	4.59	Active	5.28
Total Israel EM	6.43	Total Israel EM	5.82	Total Israel EM	6.69
Passive	2.13	Passive	2.13	Passive	2.13
Active	2.52	Active	2.52	Active	2.52
Total Israel DM	4.65	Total Israel DM	4.65	Total Israel DM	4.65
Difference	(1.78)	Difference	(1.17)	Difference	(2.04)



Sources: Milken Institute, Thomson Financial.

קיים עוד חשש של בעלי-בית "חלשים" שרוצים לממש אחזקות כגון דיסקונט ולאומי (המדינה) ואולי אף בבנק הפועלים (אריסון). התשובה לכך הינה התמקדות בבנקים עם ב' עלי בית חזקים כגון מזרחי. בנוסף, לדעתנו, השוק יכול לספוג גם את המכירות הפוטנציאליות בבנק לאומי (כ-10%) ובנק הפועלים (כ-2.5%) מבלי יותר מדי זעזועים.

בשורה התחתונה כשאנחנו משקללים את כל הנושאים האלו אנחנו מעדיפים להתרכז בבנק לאומי במזרחי והבינלאומי (בגלל הדיבידנדים). גם בנק הפועלים ובנק דיסקונט אמורים לספק תשואות נאותות למשקיעים כשסטיית התקן במונחי תשואה על ההון בחמשת הבנקים תהיה נמוכה יחסית בשנת 2010. ככלל אנחנו מניחים ששינוי בהרכב תיקי האשראי לטובת אשראי למשקי בית, ביחד עם שיעור מס חברות נמוך יותר יכולים לשפר את התשואה על ההון המייצגת של הבנקים הגדולים מרמה של 10% ל-12%-13% כפי שמתואר בטבלה מטה. אם המשקיעים יתחילו להתייחס לאפשרות הזו (ולו במידה חלקית בלבד) מכפילי ההון של הבנקים הגדולים עשויים להתרחב לאיזור ה-1.2-1.3 על ההון העצמי.



טבלה 3: תשואה על ההון של בנק מייצג

Assumptions	Model 2010	Model 2020 New mix	Model 2020 Growth +New Mix	
Assets				Mix
Retail	83,070	138,150	138,150	39% 65% 52%
Corporate	129,469	74,389	129,469	61% 35% 48%
Securities +ALM	95,460	95,460	95,460	
Total	308,000	308,000	363,080	
Equity	19,159	19,159	22,585	LUMI 3Q09 less real holdings
Equity/Assets	6.22%	6.22%	6.22%	
Margin				
Retail	4.77%	4.77%	4.77%	Average margin LUMI 2004-2006
Corporate	2.78%	2.78%	2.78%	Average margin LUMI 2004-2006
Securities +ALM	0.45%	0.45%	0.45%	Average margin LUMI 2004-2006
Blended margin	2.60%	2.95%	2.93%	
Provisions				
Retail	0.48%	0.48%	0.48%	Average LLPs LUMI 2004-2006
Corporate	0.82%	0.82%	0.82%	Average LLPs LUMI 2004-2007
Blended	0.69%	0.60%	0.64%	
Ratio of commissions/expenses	48%	43%	43%	LUMI 2008/2009 (after fee reform)

Projected P+L	Model 2010	Model 2020 New mix	Model 2020 Growth +New Mix	
Net interest income	8,000	9,095	10,628	
Provisions	1,458	1,275	1,725	
	6,541	7,820	8,903	
Commission income	3,549	3,549	3,549	
Other income	286	286	286	LUMI 2009 after Bachar reform
	10,376	11,654	12,738	
Expenses	7,393	8,253	8,253	
PBT	2,983	3,402	4,485	
Tax	1,074	1,055	1,390	Lower tax rate
Net income	1,909	2,347	3,095	
ROE -banking operations	10.0%	12.3%	13.7%	
Contribution of real holdings	14%	14%	14%	LUMI average 2003-2009
Combined RoE	10.3%	12.4%	13.7%	



חברות הביטוח – למצב את התיק לקראת כניסה אפשרית של שחקנים נוספים

לאחר שנה נוראית ב- 2008 חברות הביטוח חזרו להרוויח בשנת 2009. מבדיקה שערכנו בשנים 1998-2007 חברות הביטוח השיגו תשואה על ההון רב שנתי (מייצג) של 20% לעומת 10% במערכת הבנקאית. במבט לעתיד אנחנו מניחים שבעקבות דרישות הון מוגברות, חברות הביטוח לא ישמרו על פער כל כך גדול. כרגע הפערים במכפילי ההון נראים הגיוניים כשהמערכת הבנקאית נסחרת סביב ההון העצמי שלה והיא תייצג תשואה על ההון של כ- 10% לשנת 2009. לעומת זאת, חברות הביטוח נסחרים סביב 1.5 על ההון העצמי עם תשואה על ההון שצפויה להסתיים בכ-15%.

טבלה 4: חברות ביטוח- תמחור יחסי

ממוצע	פניקס	מנורה	הראל	כלל	מגדל	
Average	Phoenix	Menorah	Harel	Clal	Migdal	
0.97	1.33	0.82	0.98	0.89	0.85	מכפיל הערך הגלום- חברת אחזקות
0.92	1.00	0.81	0.98	0.82	1.00	מכפיל הערך הגלום- חברה ביטוח
1.58	1.31	1.66	1.35	1.51	2.10	מכפיל הון
12.19	16.23	8.92	10.14	13.33	12.35	מכפיל רווח (2009)
6.24	6.95	4.81	6.00	5.47	7.98	מכפיל רווח (2009)-רווח כולל
15.1%	8.9%	21.4%	14.6%	12.7%	18.0%	תשואה על ההון (2009)
28.8%	20.9%	39.7%	24.6%	30.9%	27.9%	תשואה על ההון (2009)-רווח כולל

רפורמת בכר עדיין ממשיכה להשפיע על מבנה שוק ההון בישראל. הבעלים החדשים של בתי השקעות (ברקת בד"ש ואיפקס בפסגות) כבר בודקים אפשרויות להפוך את הגופים לשחקנים הרבה יותר משמעותיים בתחום החסכון ארוך הטווח. המוצר העיקרי של בתי השקעות בתחום (קופ"ג) סובל מנחיתות לעומת ביטוח המנהלים וקרנות הפנסיה, מאז שהאוצר החליט לכוון את החיסכון של הציבור למסלולי קצבה.

לקראת כניסה אפשרית של שחקנים חדשים לתחום צריכים להתמקד לדעתנו בשני סוגי ביטוח שונים. הסוג הראשון מורכב מחברות שעשויות להפוך להיות מטרה לרכישה (איילון, והכשרה). הסוג השני מורכב מחברות ביטוח גדולות (כגון הראל ומנורה) שמוכרים ביטוח מנהלים וחיים לעצמאיים ועסקים קטנים דרך סוכני ביטוח קטנים ובינוניים. חברות אלו יהיו יחסית חסינים במקרה שגופים כגון פסגות יחליטו להיכנס לתחום מנהלי הסדר והקולקטיבים הגדולים – בעיקר המגרש של מגדל, כלל ופניקס כיום.

גישה זאת גם נתמכת ע"י ניתוח פונדמנטלי. שיעורי הרווח במנורה ובהראל הינם מהגבוהים במערכת (עבודה מול עצמאיים יותר רווחית מקולקטיבים) ומודלי התמחור מצביעים על אפסייד גבוה יותר במנורה ובהראל מאשר בכלל ובמגדל.

טבלה 5: חברות ביטוח- ניתוח ערך הגלום ורמת רווחיות תפעולית

2008					ביטוח חיים וביטוח בריאות- שיעורי רווח של עסקים חדשים
הראל	מגדל	כלל	מנורה	פניקס	
Harel (incl. Dikla)	Migdal	Clal	Menorah	Phoenix	
227	217	135	72	68	ערך של עסקים חדשים (הראל כולל חברת דיקלה)
373	668	588	186	344	פרמיה משוננת בגין חוץ ביטוח-עסק חדש
61%	32%	23%	39%	20%	ערך של עסקים חדשים/פרמיה משוננת
633	404	171	46	75	פרמיה חד פעמית
5.22%	3.06%	2.24%	3.77%	1.93%	ערך של עסקים חדשים/(פרמיה משוננת*10+ פרמיה חד פעמית)



2007					ביטוח חיים וביטוח בריאות- שיעורי רווח של עסקים חדשים
הראל	מגדל	כלל	מנורה	פניקס	
Harel (incl. Dikla)	Migdal	Clal	Menorah	Phoenix	
180	194	169	55	103	ערך של עסקים חדשים (הראל כולל חברת דיקלה)
337	617	537	232	326	פרמיה משוננת בגין חוץ ביטוח-עסק חדש
53%	31%	31%	24%	32%	ערך של עסקים חדשים/פרמיה משוננת
317	320	82	52	88	פרמיה חד פעמית
4.88%	2.99%	3.10%	2.32%	3.08%	ערך של עסקים חדשים/(פרמיה משוננת*10+פרמיה חד פעמית)

2008					ביטוח חיים וביטוח בריאות- שיעורי רווח תיק בתוקף
הראל	מגדל	כלל	מנורה	פניקס	
Harel (incl. Dikla)	Migdal	Clal	Menorah	Phoenix	
880	1,366	1,054	735	250	הון עצמי מותאם (הראל כולל חברת דיקלה)
3,062	5,380	4,256	1,615	2,593	שווי תיק בתוקף
3,942	6,746	5,310	2,350	2,843	ערך גלום
20,434	50,652	35,523	13,368	25,407	ררבות (עתודות) חיים ובריאות
14.99%	10.62%	11.98%	12.08%	10.21%	שווי תיק בתוקף/עתודות חיים ובריאות
5.77%	3.21%	2.55%	3.06%	2.39%	ערך עסקים חדשים/ ערך גלום

2008				פנסיה- שיעורי רווח תיק בתוקף
הראל	מגדל	כלל	מנורה	
Harel (incl. Dikla)	Migdal	Clal	Menorah	
20	69	27	227	הון עצמי מותאם (הראל כולל חברת דיקלה)
510	1,017	938	1,946	שווי תיק בתוקף
530	1,086	964	2,173	ערך גלום
5,741	14,157	11,663	19,883	כספי עמיתים
59	83	93	149	ערך של עסקים חדשים
8.9%	7.2%	8.0%	9.8%	שווי תיק בתוקף/ כספי עמיתים
11.6%	8.2%	9.9%	7.7%	ערך של עסקים חדשים/ערך גלום

מבחינת הערכת השווי לפי שיטת של SUM OF THE PARTS חשוב למפות את הפרמטרים העיקריים המשפיעים על ההתפתחות הערך הגלום. לדעתנו כדאי להתרכז בשלושה פרמטרים עיקריים.

1. השינוי בהון העצמי המתואם - כשעיקר ההשפעה תורגש בסעיף הרווח הכולל. פה מנורה בולטת עם תשואה על ההון שנתי (רווח כולל) המשוערכת בכ -40% לעומת הפניקס עם כ-20% כשיתר החברות נמצאות בין התשואות הנ"ל
2. שיעור היוון - קיימת הבדלים גדולים בין החברות כפי שניתן לראות בטבלה מטה. ירידה בשיעור היוון (שלצורך חישוב הערך הגלום מחושב לפי עקום הריבית חסרת הסיכון) מטיבה בעיקר עם מנורה בגלל המשקל של ענף הפנסיה ותיק ביטוח החיים צעיר יחסית. לעומת זאת אצל מגדל, המצב הוא הפוך. הנחת התשואה על תיק ביטוח גם מתבססת על תשואה חסרת סיכון כך שעלייה בריבית חסרת הסיכון מטיבה עם הפוליסות שהונפקו לפני 1990 (בעקבות מרכיב הבטחת התשואה) ובעיקר עם הפוליסות שהונפקו מ 2003-1991 (בעקבות המנגנון של דמי ניהול משתנים הנגזרים מהתשואה בתיק ביטוח החיים). במקרה של עליית ריבית, המשקל הגדול של פוליסות ביטוח עם וותק ארוך (פוליסות שהונפקו לפני 2003) במגדל ובפניקס משפרת בצורה משמעותית את התזרים של הדמי ניהול משתנים והרווח בנוסטרו חיים.
3. שיעור הוצאות הנהלה וכלליות - בפרמטר זה, כלל ביטוח מצטיינת בתחום ביטוח החיים ומגדל והראל בפנסיה. מנורה סובלת כנראה מהשפעת הרגולציה על גוף בסדר גודל בינוני.



כמובן, גורמים אחרים גם משפיעים על הערך הגלום (כגון תוחלת חיים ושיעורי תחלואה וביטולים) אבל דברים אלו קשים יותר לחיזוי וניתן להניח שההשפעה תהיה פחות או יותר זהה לרוב החברות. לכן המודלים שלנו לא מתייחסים לדברים אלו.

טבלה 6 : רגישות של הערך הגלום לרמת ההוצאות ולשיעורי היוון

	A	* B	= C	
	ירידה של ריבית חסרת סיכון	השפעה של ירידה של 0.5% בריבית חסרת סיכון על שווי התיק	אפקט על שווי התיק בתוקף	
	Change in Discount Rate (RFR)	Impact of 0.5% drop in RFR	change in VIF	
Life				ביטוח חיים
Menorah	0.90%	-0.63%	-1.1%	מנורה
Migdal	1.00%	-6.65%	-13.3%	מגדל
Clal	0.95%	-1.64%	-3.1%	כלל
Harel	0.90%	-1.34%	-2.4%	הראל
Phoenix	1.00%	-3.48%	-7.0%	פניקס
Pension				פנסיה
Menorah	0.90%	3%	5.4%	מנורה
Migdal	0.90%	1.30%	2.3%	מגדל
Clal	0.90%	5.10%	9.2%	כלל
Harel	0.90%	4.10%	7.4%	הראל

	A	* B	= C	
	שינויי בהוצאות הנה"כ 2009	השפעה של 10% גידול בהוצאות הנה"כ על שווי התיק	אפקט על שווי התיק בתוקף	
	Growth in G&A Y-o-Y 2009 YTD	Impact of 10% growth in G&A	change in VIF	
Life				ביטוח חיים
Menorah	16%	-4.75%	-7.81%	מנורה
Migdal	13%	-4.44%	-5.96%	מגדל
Clal	-8%	-3.31%	2.67%	כלל
Harel	2%	-3.85%	-0.89%	הראל
Phoenix	2%	-4.01%	-0.95%	פניקס
Pension				פנסיה
Menorah	18%	-4.60%	-8.27%	מנורה
Migdal	-9%	-8.20%	7.43%	מגדל
Clal	5%	-2.50%	-1.18%	כלל
Harel	-17%	-2.90%	5.00%	הראל



השנה החולפת התאפיינה בחילופים של בעלי השליטה במרבית חברות שירותי התקשורת הגדולות בישראל, כאשר מרבית העסקאות התבצעו ברמות מינוף גבוהות. על פניו תהליך זה היה אמור להרדים את הענף, כאשר כל חברה מתמקדת בהתייעלות פנימית וניסיונות למקסם את תשואת הדיבידנד לבעל המניות (הממונף) החדש. בפועל מצב השוק הוא שונה למדי.

לאחר שבשנים האחרונות הצליחו חברות התקשורת לרדת לצמח על ידי צירוף לקוחות חדשים, כיום, מרבית תחומי הפעילות של הענף נמצאים ברמה גבוהה של חדירה והחברות ינסו להתמקד בשימור בסיס הלקוחות הקיים והשאת התמורה (ה-ARPU) מכל לקוח. כפועל יוצא, מכך ניתן לראות כי חברות רבות מנסות להרחיב את סל השירותים אותו הן מספקות ללקוחות. לדוגמה פרטנר שנכנסה לתחום האינטרנט והשיחות (VOB). הוט שרוצה להיכנס לתחום הנייד, סלקום בתחום הטלפוניה למרכזי עסקים וכיו"ב.

טכנולוגיה של תשתית מבוססת IP היא למעשה הגורם המאפשר את מגמת ההתכנסות בשירותים המתוארת לעיל. אנו סבורים כי בטווח של מספר שנים נראה בשוק התקשורת כ-3-4 חברות תקשורת גדולות המספקות ללקוחות שלהן את כל שירותי התקשורת. מסביב יתקיימו מספר חברות קטנות אשר פונות לקהלי נישא או עונות על צרכים ספציפיים.

טבלה 7 : הכנסות חברות שירותי התקשורת 2009

תחום	נתח	הכנסות לפי תחום	מפעיל	הכנסות למפעיל
סלולר	58%	18,479	פלאפון	5,280
			סלקום	6,468
			פרטנר	6,031
			מירס	700
מפ"א + תשתית	20%	6,335	בזק	5,300
			הוט	935
			אחרים	100
שירותי אינטרנט	6%	1,830	פעילות סמייל	600
ISP			נטוויז'ן	580
			בזק בינלאומי	650
מפעילי בינ"ל	5%	1,720	פעילות סמייל	570
ILD			נטוויז'ן	500
			בזק בינלאומי	650
טלוויזיה רב-ערוצית	12%	3,739	הוט	2,210
			יס	1,529
סה"כ השוק				32,103

רגולציה – כענף עתיר פיקוח ורגולציה, להחלטות הרגולטור יש השפעות משמעותיות על פעילות החברות. בגלל השינויים המהירים בענף ובסוגי השירותים אותן מספקות החברות, הרגולציה אינה מספיקה לעמוד בקצב השינויים ואינה אפקטיבית במיוחד. אנו סבורים כי הבעיה בענף אינה נעוצה ברגולציה קשוחה או רכה מידי, אלא בהעדר אופק רגולטורי, שעל בסיסו יכולות החברות לתכנן. חלק מתופעות הלוואי של "שיטת העמימות" היא שרק בשנה האחרונה החלו חברות התשתית (בזק והוט) לשדרג את הרשת ולאפשר מהירויות גלישה גבוהות.

בשנה הקרובה אנו סבורים כי שהרגולציה תמשיך להתמקד בנושא הגברת רמת התחרותיות בתחום ושיפור מצב הצרכנים במיוחד בתחום הסלולר. אנו עדיין מעריכים שיכולת הרגולציה לחולל תחרות היא מוגבלת ובסופו של דבר התחרות תתרחש כתוצאה ממהלכים עסקיים (למשל מיזוג בין הוט למירס).

תחרות – כאמור, סימן השאלה הגדול של הענף מבחינת רמת התחרותיות היא האסטרטגיה הצפויה של חברת הוט. כניסה של החברה לתחום ה-ISP, מיזוג בצורה זו או אחרת עם מירס ושדרוג הרשת בהחלט יכולה להעלות מדרגה ברמת התחרותיות של הענף. גם אם נראה מהלך שכזה קורם עור וגידים יש לציין ש מדובר בתהליך הדרגתי שיתפרש על מספר שנים וגם בסופו של תהליך, רמת התחרותיות בשוק התקשורת תהיה נמוכה לעומת ענפים אחרים במשק, בשל ההשקעות הגדולות הראשוניות, השקעות שוטפות ניכרות ויתרונות לגודל.



תחרות מבוססת תשתית - אנו עדיין מאמינים כי בתחום שירותי התקשורת יתרון תחרותי בר קיימא יכול להיות מושג בעיקר על בסיס תשתית. לראיה ניתן לראות את הנחיתות ממנה סבלה פלאפון בשנים האחרונות ואת השינוי (בעיקר ב- ARPU) לאחר שדרוג הרשת. באותו אופן אנו סבורים כי בזק והוט צפויות ליהנות משדרוג הרשתות שלהן. לאורך זמן אנו מעריכים כי חברות ללא תשתית (כגון MVNO's, חברות אינטרנט בלבד, יתקשו להתחרות בקבוצות התקשורת הגדולות. בעולם, חברות ה-MVNO בד"כ פונות לקהל נישא בעל צרכים מיוחדים, אולם בישראל קשה לחשוב על שוק, ששלושת חברות הסלולר הגדולות טרם הפכו.

תמחור - לפני הדיון בנושא התמחור של מניות החברות, יש לשים לב כי למעשה כל אחת מהחברות בחרה בשיטת דיווח שונה ולפיכך יש לבצע התאמות בין התוצאות החשבונאיות של החברות כאשר מנסים להשוות ביניהם. לשיטתנו, הפרמטר ההשוואתי הנכון בין החברות הוא התזרים התפעולי (ה- EBITDA בניכוי השקעות שוטפות ובניכוי מס) על בסיס התזרים התפעולי אנו גם מעריכים את שווי החברות.

טבלה 8: תמחור יחסי של חברות שירותי התקשורת הגדולות

	נטוויז'ן	הוט	פרטנר	סלקום	בזק	
שווי שוק	1,301,192	3,365,973	11,950,000	11,950,000	26,681,088	
חוב	155,390	(2,807,000)	(1,857,000)	(3,331,000)	(1,642,528)	
שווי תפעולי	1,145,802	6,172,973	13,807,000	15,281,000	28,323,616	
2009						
תזרים תפעולי	88,443	433,792	1,137,652	1,418,345	2,589,158	
מכפיל EV/FCF	12.96	14.23	12.14	10.77	10.94	
2010						
תזרים תפעולי	110,719	481,289	1,222,794	1,354,099	2,450,413	
מכפיל EV/FCF	10.35	12.83	11.29	11.28	11.56	
שנה קדימה						
תשואת דיבידנד שוטפת	?	0.00%	8.37%	9.03%	8.10%	
תשואת דיבידנד כוללת	?	0.00%	19.80%	9.03%	13.70%	

כפי שניתן לראות, מרבית החברות נסחרות במכפיל תזרימי של 11-12 לשנת 2010. ברמות התמחור הנוכחיות אנו לא רואים אפסייד מהותי במניות, אולם לאור רמת המחירים הכללית בשוק המניות והיעדר האלטרנטיבות, אנו סבורים כי התשואה השוטפת המוצעת היא אטרקטיבית יחסית לרמות הסיכון של הענף. אנו חושבים כי יש לבחון את ההשקעה בחברות התקשורת בראיה של חברות ערך ולבחון את התשואה השוטפת הנורמטיבית ביחס לאלטרנטיבות. ההמלצה שלנו על הענף הינה משקל שוק.

בזק (קנייה) היא עדיין הבחירה המועדפת שלנו בענף. בזק פועלת כיום בכל תחומי הענף ולפיכך פגיעה פחות מהחברות שהן Pure-Play בתחום ספציפי. בנוסף, מבחינה רגולטורית אנו סבורים כי ביחס למצב הנוכחי של החברה, כל שינוי, יהיה שינוי לטובה. הגורם האחרון והמכריע הוא שמבחינת התמחור החברה אינה יקרה יותר משאר החברות בענף.

בין חברות הסלולר אנו מעדיפים חשיפה לענף דרך פרטנר. אנו צופים כי ב-2010 החברה צפויה לעבור מהלך אגרסיבי של התייעלות וירידה בהפסדים בפעילות החדשה. מנגד סלקום שנערכה היטב לשנה הקשה צפויה "לשחרר את החגורה" ב-2010.



דני פרחי, מנהל ישיר: 03-7778241 נייד: 054-3443000 danf@meitav.co.il	ברק טפר, אג"ח ישיר: 03-7778263 נייד: 050-5785332 barakt@meitav.co.il
טרנס קלינגמן, מחקר ישיר: 073-7778389 נייד: 054-4631793 terencet@meitav.co.il	אייל הדר, אג"ח ישיר: 03-7778059 נייד: 054-6546586 eyalh@meitav.co.il
ניר זוננברג, מחקר ישיר: 03-7778261 נייד: 050-5735140 nir@meitav.co.il	יובל צבר ישיר: 03-7778026 נייד: 054-2327781 yuvalts@meitav.co.il
יגאל ארליך, מניות ישיר: 03-7778207 נייד: 050-2620610 ygale@meitav.co.il	

פרטי התאגיד המורשה במסגרתו מועסק מכין עבודות האנליזה:

מיטב ברוקראז' בע"מ
 רחוב ברקוביץ' 4, תל-אביב
 טלפון: 03-7778200

גילוי נאות והערות כלליות

מסמך זה הוכן על-ידי מיטב ברוקראז' בע"מ, בהסתמך על מידע אשר נאסף ו/או מתבסס על מידע הזמין לציבור ממגוון מקורות. מיטב ניהול השקעות בע"מ מניחה שמידע זה הוא מהימן ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע. האמור במסמך זה כולל הערכות, אומדנים ו/או תחזיות. מסמך זה אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות והנסיבות הקשורים בו והדעות המובאות בו, כולן או חלקן, עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. קורא מסמך זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על המסמך או שימוש בו יצרו עבורו רווחים. **מיטב ברוקראז' בע"מ, כל חברה הנשלטת על-ידיה, במישרין או בעקיפין, מיטב ברוקראז' בע"מ, כל חברה הנשלטת על-ידיה, במישרין ובעקיפין, וכן כל בעל שליטה, נושא משרה ועובד במי מהן אינם אחראיים לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ועקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה או השתמש בו, כולו או חלקו.** מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם, ועל כל אדם להתייעץ עם יועץ ו/או משווק השקעות בכל הנוגע לביצוע פעולה בניירות ערך או בנכסים פיננסיים. מסמך זה אינו מהווה הצעה או המלצה להחזקת, רכישת או מכירת נייר ערך או נכס פיננסי או לביצוע כל עסקה בהם. מיטב ניהול השקעות בע"מ היא חברה בת בבעלות מלאה של מיטב בית השקעות בע"מ. מיטב בית השקעות בע"מ, וכן חברות שבשליטתה, הישירה או העקיפה, עוסקות, בין היתר, בניהול תיקי לקוחות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות השתלמות, ניהול קרנות פנסיה, הנפקת מכשירים פיננסיים וחיתום, ועשוי להיות למי מהן או למי מבעלי השליטה, נושאי המשרה או העובדים בהן, עניין אישי במסמך זה, לרבות החזקה ו/או רכישה ו/או מכירה ו/או ביצוע עסקה, בהתאם למגבלות הדין, עבור עצמם ו/או עבור אחרים, בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים הנזכרים במסמך. כך, עשויה מיטב בית השקעות בע"מ, חברות בשליטתה, הישירה או העקיפה, ובעלי שליטה, נושאי משרה או עובדים במי מהן להיות בעלי קשרים עסקיים עם התאגידים הנזכרים במסמך זה או הקשורים בהם, לרבות לקבל או להעניק להם שירותים שונים. כל הזכויות, לרבות זכויות הקניין הרוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות למיטב ניהול השקעות בע"מ ו/או למיטב בית השקעות בע"מ ו/או לאחת או יותר מהחברות אשר בשליטתה, הישירה או העקיפה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות להפיצו ולהעתיקו, ללא קבלת אישורן מראש ובכתב.

ניגוד עניינים

מיטב ברוקראז' בע"מ ו/ או תאגיד קשור אליה החזיק, במועד פרסום עבודת האנליזה או במהלך 30 יום שקדמו למועד הפרסום, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות מנוהלים על-ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים. בשנה שעברה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ נטל חלק בהנפקות ציבוריות של החברות בזק, סמייל ופרטנר ו/או חברות הקשורות להן.

בשנה הקרובה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ עשוי להשתתף בהנפקות של ני"ע של התאגידים הנסקרים.

