

10 מרץ 2010

סמייל,	
108.70	מחיר
125.00	מחיר יעד
קניה	המלצה
קניה	המלצה קודמת

נתוני מסחר	
2,787	שווי שוק
116.0	גבוה שנתי
20.92	נמוך שנתי
7,200	מחזור

בעלי עניין	
75.3%	אינטרנט זהב
1.6%	יורקום תק'

סמייל מול מדד ת"א 100 (אדום)



ראה גילוי נאות בסוף המסמך

בעקבות דו"ח בזק החלטנו להוציא עדכון מתודולוגי על האופן בו אנו חושבים שכדאי להסתכל על תמחור מניית סמייל.

סמייל חתמה על הסכם לרכישת 30.7% ממניות בזק (814.2 מיליון מניות) בתמורה לכ- 8 ש"ח למניה. סה"כ עלות הרכישה צפויה להסתכם בכ- 6.5 מיליארד ש"ח. אלמנט חשוב בעסקה הוא כי ביום ההסכם סמייל היא הנהנית מהדיבידנדים שבזק מחלקת (והיא מחלקת).

בהנחה כי העסקה נסגרת כמתוכנן סמייל תחזיק נכס בודד (בזק) בשווי שוק של כ- 8.2 מיליארד ש"ח ומנגד לחברה יהיה חוב, לאחר מכירת פעילות הליבה של סמייל לאמפל של כ- 5.48 מיליארד ש"ח. שווי החברה הנגזר עומד על כ- 2.7 מיליארד כ- 109.6 ש"ח למניה, דומה למחיר השוק.

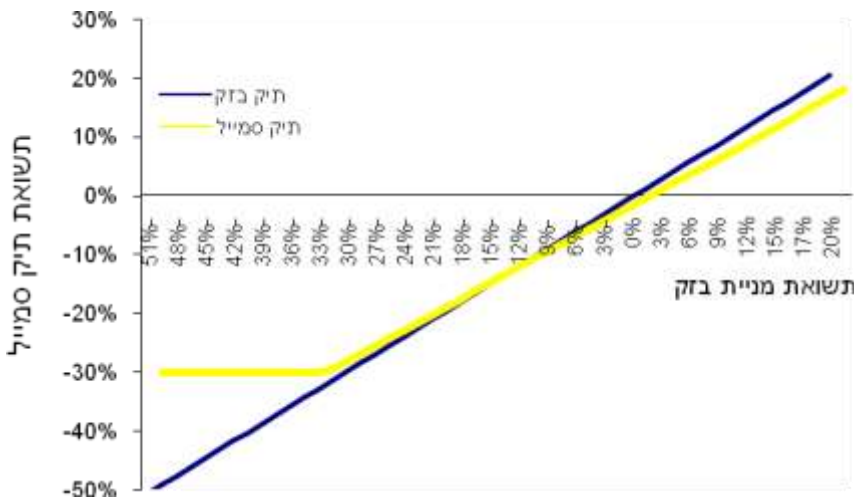
אם נתייחס למחיר היעד שלנו למניית בזק, העומד על כ- 11.2 ש"ח למניה, נקבל שווי של כ- 136.9 ש"ח למניית סמייל, דיסקאונט של כ- 25% ביחס למחיר המנייה בשוק. כפי שניתן לראות, עלייה של 10% במניית בזק, גוזרת עלייה של כ- 32% בשווי הכלכלי של סמייל, לאור רמת מינוף גבוהה. כיום יחס החוב/לנכסים בסמייל עומד על כ- 66% וצפוי לרדת ל- 63% לאחר חלוקת הדיבידנד בבזק. חלק סמייל בדיבידנד צפוי לעמוד על כ- 750 מיליון ש"ח כשמנגד יהיה אקס דיבידנד במניית בזק.

החזקה	מספר מניות	מחיר מניה	שווי החזקה	שווי כלכלי	
30.7%	814,212	10.14	8,256,105	9,135,454	בזק
30.7%	814,212	-8.00	-6,513,692	-6,513,692	עלות בזק
			1,742,413	2,621,761	סה"כ
			1,140,000	1,140,000	תמורה נטו ממכירת פעילות סמייל
			-110,000	-110,000	חוב נטו
			2,772,413	3,651,761	שווי שוק לחברה
			25,360	25,360	מספר מניות
			109.32	144.00	שווי למניה
			108.60	108.60	שווי שוק
			1%	25%	דיסקאונט

כאמור, התבוננות דרך מודל NAV בלבד, אינה מספקת את התמונה המלאה, ואנו מעריכים את שווי מניית סמייל על ידי מודלים המשלבים שווי אופציה (כפי במתואר בעמוד הבא) - המסקנה שלנו היא כי נכון להיום ההשקעה בבזק דרך מניות סמייל עדיפה מהשקעה ישירה בבזק. אנו סבורים כי שווי מניית סמייל, **בהינתן מחיר השוק הנוכחי של בזק הוא כ- 120-130 ש"ח למניה. אנו סבורים כי מניית סמייל צריכה להיסחר בפרמיה של כ- 10%-15% מעל לשווי ה-NAV הסחיר.**

כיוון שבזק הינה חברה תזרימית המחלקת את רווחיה (וקצת מעל כדיבידנד) אנו צפויים לראות את רמת המינוף בסמייל הולכת ויורדת ובהתאם גם הפרמיה מעל ה-NAV הולכת ומצטמצמת והופכת אף דיסקאונט משלב מסוים





ניתן לבחון את ההשקעה בסמייל בצורה נוספת. בגלל המינוף עלייה של 1% בבזק מתורגמת לעלייה של כ-3.2% במניית סמייל. לפיכך ניתן להחליף השקעה של 100 ש"ח בבזק בהשקעה של כ-30 אלף במניות סמייל, כאשר יתרת ה-70 אלף יכולים להיות מושקעים באג"ח חסר סיכון

כפי שניתן לראות מהתרשים בצד שמאל, מי שנוקט באסטרטגיה של השקעה בסמייל "מרוויח" בנוסף לחשיפה לעלייה במניית בזק, מעין אופציית PUT סינטטית כנגד ירידה של מעל ל-30% במחיר המניה.

ניתן לתמחר את האופציה הזו לפי מודל B&S, כאשר שווי נכס הבסיס הוא 100. כיוון שבמקרה הרע ביותר ניתן להפסיד את ה-30 שהושקעו בסמייל הדבר שווה לביטוח שמאשר למכור את התיק ב-70 לכל הפחות – לפיכך מחיר המימוש של האופציה הוא 70.

אנו משתמשים בסטיית תקן של 20%, בדומה לסטיית התקן של מדד המעו"ף וקצת מתחת לזו של בזק ואורך חיים של 5 שנים. אנו מקבלים ששווי האופציה הוא כ-3,156 ש"ח, כ-10% מעל שווי ההשקעה (ה-30 אלף). בנוסף, מצ"ב טבלת רגישות לפרמטרים של מודל ה-B&S על שווי מניית סמייל

לסיכום – התשואה על השקעת 30 אלף ש"ח במניות סמייל שווה לתשואה של השקעת 100 אלף ש"ח בבזק פלוס אופציית PUT ששווה 3,156 ש"ח. השווי למניית אחת של סמייל לפי האמור הוא כ-120.25 ש"ח למניה, גבוה בכ-11% ממחיר השוק, ו-10% מעל שווי ה-NAV.

	סטיית תקן				
	30%	25%	20%	15%	10%
1	113.4	111.1	109.5	108.9	108.8
2	121.1	116.1	112.1	109.7	108.8
3	127.9	120.9	115.0	110.8	109.0
4	133.6	125.2	117.7	112.1	109.2
5	138.7	129.0	120.2	113.3	109.5
6	143.0	132.3	122.5	114.5	109.8
8	150.3	137.9	126.4	116.6	110.3
9	153.3	140.3	128.0	117.5	110.6
10	156.0	142.4	129.5	118.4	110.8

מודל B&S	
100,000	מחיר - S
70,000	מחיר מימוש - X
1.50%	ריבית ח"ס - RF
20.00%	סטיית תקן
5.00	שנים למימוש
38,214.74	CALL
3,156.78	PUT

השקעה של 30 אלף בסמייל שוות ערך ל-100 אלף בבזק + PUT סינטטי	
30,000	שווי ה-30 אלף
3,157	שווי ה-PUT
33,157	שווי ההשקעה
273.97	סה"כ מניות ב-30K
121.02	שווי למניה



דרך נוספת לבחון את ההשקעה בסמייל היא על ידי הערכה של החברה כאופציית Call רגילה על מניית בזק. באופציה רגילה מקבלים את נכס הבסיס תמורת תשלום של מחיר מימוש. בחברה בכלל ובסמייל בפרט, ניתן לקבל את נכסי החברה, כ-814.2 מיליון מניות של בזק שווי שוק שלכ- 8.25 מיליארד, תמורת החזר כל החובות של החברה (שהם מחיר המימוש) ע"ס של כ-5.5 מיליארד.

אם נסתכל על שווי האופציה לפי מודל B&S לפי אותן הנחות לעיל, נקבל שווי אופציה (שווי חברה) של כ- 3.36 מיליארד ש"ח, המשקף שווי למניה של כ-132.6 ש"ח, גבוה בכ-22% ממחיר השוק.

סטיית תקן					שנים למימוש	
30%	25%	20%	15%	10%		
115.0	113.4	112.5	112.2	112.2		1
123.9	120.1	117.3	115.8	115.4		2
132.5	126.9	122.5	119.6	118.6		3
140.3	133.4	127.6	123.5	121.8		4
147.5	139.6	132.6	127.5	124.9		5
154.2	145.3	137.4	131.3	128.1		6
166.3	155.9	146.5	138.8	134.3		8
171.7	160.8	150.7	142.4	137.3		9
176.9	165.4	154.8	145.9	140.3	10	

מודל B&S	
8,247,963	מחיר - S
5,483,692	מחיר מימוש - X
1.50%	ריבית ח"ס - RF
20.00%	סטיית תקן
5	שנים למימוש
3,363,765.72	CALL
203,262.64	PUT
132.64	שווי למניה

סיכום

כפי שציינו התבוננות בחברות החברה עפ"י שווי ה-NAV בלבד אינה מספקת את התמונה המלאה, במיוחד לא החברות עם שיעור מינוף גבוה. לאור המודלים שהוצגו לעיל המסקנה שלנו היא כי נכון להיום ההשקעה בבזק דרך מניות סמייל עדיפה מהשקעה ישירה בבזק. אנו סבורים כי שווי מניית סמייל, **בהינתן מחיר השוק הנוכחי של בזק הוא כ- 120-122 ש"ח למניה. אנו סבורים כי מניית סמייל צריכה להיסחר בפרמיה של כ-15%-10% מעל לשווי ה-NAV הסחיר**

להמלצה זו ישנם 3 סייגים מרכזיים

1. **ה-Closing** - אנו מניחים כי ה- Closing של עסקת בזק צפוי להתרחש במהלך הרבעון השני. התעכבות / ביטול / שינוי ההסכם יכול לשנות את כל התמונה.
2. **ניילות** - הסחירות בסמייל אומנם השתפרה לאחרונה, אולם היא עדיין נמוכה באופן מהותי מהסחירות של מניית בזק.
3. **עסקאות חדשות** - נכון להיום הנכס המרכזי ויחיד של סמייל הוא החזקה בכ- 31% ממניות בזק. ביצוע של עסקאות נוספות בסמייל עשוי להשפיע על המודל שלנו.



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



פרטי מכין עבודה האנליזה

ניר זונברג
ברקוביץ 4 ת"א
nir@meitav.co.il
השכלה:
M.A בכלכלה באוניברסיטת ת"א.
B.A בכלכלה וניהול ממכללת ת"א-יפו
ניסיון מקצועי: כ-5 שנים

פרטי התאגיד המורשה במסגרתו מועסק מכין עבודות האנליזה:

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

מועד עריכה ומועד פרסום עבודת האנליזה:

מועד עריכת עבודת אנליזה זו הוא 05/03/2010
מועד פרסום עבודת אנליזה זו הוא 05/03/2010

שיטות הערכה:

שווי החברה הוערך לפי מספר שיטות
בין היתר ע"י מודל NAV, מודל B&S ושילוב של השנים

סיכונים שונים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

1. שינויים חדים במחיר המניה של בזק
2. התעכבות / שינוי / ביטול של הסכם הרכישה של בזק
3. כניסה לתחומים חדשים

חברה	תאריך	המלצה	מחיר יעד	מחיר מניה
סמייל	08 פברואר 2010	סיקור ראשוני- קניה	116	94.61



מסמך זה הוכן על-ידי מיטב ברוקראז' בע"מ, בהסתמך על מידע אשר נאסף ו/או מתבסס על מידע הזמין לציבור ממגוון מקורות. מיטב ברוקראז' 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 להחזיק, 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. כן, 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.

מיטב ברוקראז' בע"מ 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 התאגיד הנסקר.

עצמאות שיקול הדעת:

אני, ניר זוננברג, רישיון מס' 9095, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ניר זוננברג