

הוט - מערכות תקשורת בע"מ

מעקב | יוני 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני אנליסט - מעריך דירוג ראשי

kobir@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

הוט - מערכות תקשורת בע"מ

דירוג סדרות	A1.il	אופק דירוג: יציב
-------------	-------	------------------

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A1.il לאגרות חוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה הוט - מערכות תקשורת בע"מ (להלן: "הוט" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1123256	A1.il	יציב	30/09/2018
ב'	1123264	A1.il	יציב	30/09/2018

שיקולים עיקריים לדירוג

שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב משקף את הערכת מידרוג לשיפור הפרופיל הפיננסי של הוט, כך שבתרחיש הבסיס של יחסי הכיסוי הפיננסיים יוותרו בולטים לטובה לרמת הדירוג לאור הורדת רמת החוב שחלה בשנה החולפת וצפי ליציבותו, וזאת חרף הערכתנו לירידה בהכנסות, לשחיקה ברווחיות ובקצב ייצור תזרימי המזומנים, נוכח התגברות התחרות בתחום הטלוויזיה ולצד המשך תחרות חריפה במגזר הנייד. להערכת מידרוג, הפרופיל הפיננסי היציב של החברה, אשר בולט לטובה לרמת הדירוג, מפצה על העלייה בסיכון הענפי והתממשות הסיכונים העיקריים בתחומי התקשורת מצד התחרות והרגולציה, המהווים משקולת לחוסנו של הפרופיל העסקי של החברה, זאת כאשר להערכתנו, פוטנציאל ההתייעלות של החברה הינו מוגבל.

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי גבוה, הנובע מהיקף הכנסות משמעותי ומתמיהל פעילות מגוון על פני הסגמנטים השונים של הענף ונתחי שוק מהותיים בכל מגזרי הפעילות. לחברה בעלות על תשתית תקשורת בפרסה ארצית רחבה, המקנה לה יתרון טכנולוגי ואסטרטגי וגמישות עסקית במגזרי הטלוויזיה והטלקום. פיזור הפעילות מאפשר לחברה להציע חבילות משולבות (בעיקר טריפל) ומקנה לה יתרונות תחרותיים אל מול מתחורתייה. הוט ממשיכה לפעול לחיזוק ובידול המותג, הן באמצעות תוכן - הפקות מקור, והן בהיבטי פיתוחים טכנולוגיים ותשתית - שיפור רשת הכבלים ומהירויות הגלישה.

הוט פועלת כיום בסביבת תחרות אינטנסיבית מתמיד, בדגש על החרפת התחרות בתחום הליבה של החברה - שידורי הטלוויזיה. להערכת מידרוג, לחץ על המחירים ועל בסיס הלקוחות בשל כניסת המתחרים החדשים (בעיקר שחקני מחיר) ימשיך לגרום לנטישת לקוחות, ובפרט במוצר טריפל-פלי אשר הצעת הערך שלו נשחקה בשנה האחרונה בשל תחרות ושינויים בהרגלי הצריכה, והוא סובל מנטישה ולחצי מחיר. יחד עם זאת, מידרוג אינה מניחה שחיקת מחירים אגרסיבית בתחום הטלוויזיה, כפי שקרה בתחום הנייד בשל מאפיינים של איכות תוכן, טכנולוגיה וניסיון. להערכת מידרוג, מגמה שלילית זו תקוצז במידה מסוימת על ידי אסטרטגיית החברה להדגשת הצעת הערך בתחום התשתית הנייחת, בצד איכות הטכנולוגיה וקצבי גלישה גבוהים במטרה לצמצם את קצב הנטישה. מגזר הנייד מאופיין בתחרות אינטנסיבית, ולהערכת מידרוג עוצמת התחרות תיוותר גבוהה בטווח הזמן הקצר והחברה עשויה לשחוק במידת מה את ה- ARPU לצד בלימת קצב הגידול שאפיין את הרבעונים האחרונים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2018-2019, מידרוג מעריכה שחיקה מצטברת בהכנסות בשיעור של 5% עד 7%, וכן שחיקה בשיעור ה- EBITDA, שצפוי להערכתנו לנוע בטווח שבין 36%-37% מסך הכנסות החברה (לעומת ממוצע של כ- 41% בשלוש השנים האחרונות). למרות שחיקה צפויה זו, הרווחיות בשיעורים אלו עדיין טובה בהשוואה לקבוצת הדירוג, וגוזרת המשך ייצור מקורות מפעולות (FFO) בהיקף משמעותי, על אף הקיטון הצפוי בשנות התחזית מרמה של כ-1.3 מיליארד ש"ח FFO בממוצע ב-3 השנים האחרונות לטווח של 1.0-1.2 מיליארד ש"ח לשנה על פי תרחיש הבסיס של מידרוג. היקף ההשקעות צפוי לגדול ביחס לשנת 2017, כך שלהערכת מידרוג החברה צפויה להציג תזרימי חופשי (FCF) חיובי מתון בלבד שיישען בעיקר על ירידה בצרכי ההון החוזר. כמו כן מידרוג אינה מניחה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. בהתאם לכך, תרחיש הבסיס מניח כי רמת החוב הפיננסי תיוותר יציבה על פני השנתיים הקרובות, ויחסי הכיסוי יוותרו ברמה טובה יחסית לדירוג, עם 1.8-2.0 חוב ל-EBITDA ו-2.0-2.5 חוב ל-FFO. נזילות החברה הינה חלשה ביחס לפרעונות העומדים בפניה בשנים 2018-2019, ובתוך כך כ-830 מיליון ש"ח חלויות אגרות חוב (סדרות א' ו-ב) העומדות לפרעון ביום 30.09.2018 וכ-1.25 מיליארד ש"ח הלוואה מהחברה האם העומדת לפרעון בתשלום אחד בחודש דצמבר 2019. המקורות לפרעון החלות הקרובה מתבססים בעיקר על מסגרות אשראי חתומות כדלקמן: מסגרת אשראי מהחברה האם בסך כ-320 מיליון ש"ח,

מסגרות אשראי חתומות מתאגידים בנקאיים בסך כ-200 מיליון ₪ ומקורות הנסמכים על ניכיון לקוחות ופקטורינג. להערכת מידורג, ההישענות על מסגרת האשראי מהחברה האם מהווה מקור חשל יחסית למסגרות האשראי הבנקאיות. מידורג לא בחנה את יכולת החברה האם להעמיד את מסגרת האשראי האמורה אולם הביאה בחשבון כי מסגרת זו אושרה מחדש בין החברה לחברה האם בחודש דצמבר האחרון. כמו כן מידורג הביאה בחשבון כי הגמישות הפיננסית של החברה להשיג מקורות מימון הינה גבוהה, בהתבסס על תזרימי המזומנים הגבוהים שהיא מייצרת ממקורותיה ועל רמת מינוף מתונה יחסית. כמו כן החברה מצויה במרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות.

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו כי החברה צפויה לעמוד בתרחיש הבסיס של מידורג במידה רבה של סבירות, ובאופן שבו החברה תשמור על יחסי כיסוי מהירים יחסית לדירוג ורמת מינוף מתונה, אשר יפצו על השחיקה בפרופיל העסקי של החברה נוכח רמת התחרות הגוברת והערכתנו לאובדן נתח שוק ושחיקה ברווחיות ובתזרימי המזומנים בשל כך.

הוט - מערכות תקשורת בע"מ (מאוחד) - פרמטרים עיקריים*

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	Q1 2017	Q1 2018	
4,228	4,054	3,974	4,054	4,201	1,037	1,027	הכנסות (מיליון ₪)
38.0%	44.6%	42.4%	40.6%	40.8%	40.0%	37.9%	שיעור EBITDA
6.2%	9.1%	5.9%	5.7%	9.5%	6.6%	9.5%	ROA (תפועלי לנכסים ממוצעים)
69%	63%	62%	62%	54%	59%	54%	חוב פיננסי לקאפ **
2.1	1.7	1.7	1.8	1.5	1.7	1.6	חוב פיננסי ל-EBITDA **
2.9	2.1	2.2	2.5	1.9	2.4	1.9	חוב פיננסי ל-FFO **
20.3	4.0	6.5	21.0	3.7	18.0	3.8	חוב פיננסי ל-FFO-CAPEX **
7.0	8.3	8.5	8.3	8.8	8.6	10.0	FFO + מימון נטו / מימון נטו

* הנתונים הכספיים ליום 31.12.2017 (ולשנה שהסתיימה במועד זה) וליום 31.03.2017 (ולרבעון שהסתיים במועד זה) הינם לאחר הצגה מחדש בדוחות כספיים ביניים ליום 31.03.2018 בעקבות יישום לראשונה של תקן IFRS 15. ** החל ממועד מעקב זה מידורג אינה כוללת עוד בחוב הפיננסי את התחייבויות החברה לספקים בגין רכישת רכוש קבוע (כ-270 מיליון ₪ בממוצע בשנים 2015-2017 וכ-276 מיליון ₪ ליום 31.12.2017) לאחר שעל פי המידע שקיבלה מידורג מהחברה מרבית התחייבות לספקים בגין רכוש קבוע זו הינן בתנאים מסחריים רגילים, לזמן קצר ואינה נושאת ריבית. היחסים הפיננסיים בנתוני ההשוואה הוצגו לעיל מחדש. יחס החוב לקאפ ליום 31.03.2018 לפני ביטול ההתאמה עמד על כ-57%. יחס חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO ליום 31.03.2018 לפני ביטול ההתאמה עמד על 1.8 ו-2.1. יחס חוב ל-FFO-CapEx עמד על 4.2 לפני ביטול ההתאמה.

הוט - מערכות תקשורת בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים על מגזרי הפעילות (במיליון ₪)*

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	Q1 2017	Q1 2018	הכנסות
3,353	3,233	3,109	3,064	3,032	765	725	כבלים
913	877	921	1,036	1,224	284	318	סלולר
רווח מגזרי							
752	681	659	700	693	165	134	כבלים
(559)	(194)	(356)	(382)	(109)	(44)	(26)	סלולר

* הנתונים לשנה המסתיימת ביום 31.12.2017 ולרבעון המסתיים ביום 31.03.2017 הם לאחר הצגה מחדש בדוחות כספיים ביניים ליום 31.03.2018 בעקבות יישום לראשונה של תקן IFRS 15.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שינויים מבניים מעודדים תחרות ואי יציבות בענף, שצפויות להימשך בטווח הבינוני

ענף התקשורת מוערך על ידי מידורג ברמת סיכון בינונית. הענף מושפע לחיוב מביקוש יציב לשירותי תקשורת ובעל חשיפה מועטה למחזוריות הכלכלית, לצד חסמי כניסה בינוניים עד גבוהים, בהתאם לסגמנטים השונים. הענף מאופיין בשינויים מבניים לאורך השנים ביוזמת הרגולציה האינטנסיבית החותרת לעידוד של תחרות, של השקעות בתשתית ושל שקיפות צרכנית ומעלה את אי הוודאות

¹ חלק מכך מסגרת חתומה וחלק מבוסס על פעילות ניכיון שוטפת של החברה מול חברות כרטיסי האשראי.

העסקית ואת רמת הסיכון העסקי בענף. התמורות הטכנולוגיות בתחום תקשורת הנתונים משפיעות באופן הדרגתי על הרגלי הצריכה של שירותי תקשורת וחושפות את השחקניות בענף לשינויים טכנולוגיים אלו. דוגמא לכך היא כניסתן לישראל של שחקניות תוכן בינלאומיות לשוק המקומי עם תוכן מוגש לצרכן בעברית. הענף מאופיין בעתירות הון ובהשקעות כבדות הנדרשות לתחזוקה ולהשבחת התשתית ולהתאמתה להתפתחויות הטכנולוגיות.

השינוי המבני של פתיחת השוק הסיטונאי על גבי תשתית בזק, בשילוב עם התפתחויות טכנולוגיות בתחום רוחב הפס ושינוי בטעמי הצרכן ובאופן הצריכה של שירותי תקשורת, הובילו להתפתחות תחרות ערה בתחום חבילות התקשורת. עבור החברות הגדולות שם המשחק הופך להיות "קבוצת תקשורת מלאה", באופן המטשטש את גבולות הגזרה במודל העסקי המסורתי שבו כל סקטור עמד בפני עצמו, כאשר השחקנים הקטנים מייעדים את שירותיהם לנישות מוגדרות. מגמות אלו מעודדות תחרות מחיר ובאות לידי ביטוי בהמשך שחיקה בהכנסות ובתזרימי המזומנים של השחקניות המובילות, כאשר מנגד פוטנציאל ההתייעלות מוגבל (ללא פגיעה במיצובן העסקי), לצד הצורך בביצוע השקעות הוניות מהותיות בתשתית הנייחת והסלולארית וכן בשירותי הטלוויזיה. להערכת מידרוג מגמות אלו החרפו את האי יציבות בענף התקשורת בישראל, כאשר הן נושאות בשורה עבור צרכני התקשורת ובד בבד מציבות אתגרים והזדמנויות עבור השחקניות בענף.

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית חווה החרפה משמעותית ברמת התחרות בשנה האחרונה בשל תמורות מבניות וטכנולוגיות שצפויות להימשך גם בעתיד. בצד המבני, לאחר מספר שנים של מאמצי רגולציה להנמכת חסמי הכניסה וחסמי המעבר בין שתי החברות הדומיננטיות בענף, הוטו Yes-ו, ניכרה השנה השפעה של שני שחקנים משמעותיים נוספים, סלקום TV ופרטנר TV - אשר נכנסו לתחום, בעיקר באמצעות הצעת באנדל. בד בבד, התפתחויות טכנולוגיות שעיקרן פיתוח יכולות אספקת שידורים ושירותי תוכן על גבי האינטרנט (IPTV / OTT) בשילוב עם עלייה בקיבולת ומהירות תשתיות התקשורת, הרחיבו את האמצעים בהם נצרך תוכן טלוויזיוני, והובילו לתמורות בהרגלי הצפייה, תוך ביקוש גובר לתוכן לפי דרישה וחבילות מותאמות. אלו עודדו את צמיחתן של שחקניות בינלאומיות המשווקים חבילות תוכן באמצעות האינטרנט, דוגמת נטפליקס ואמזון. השחקניות הדומיננטיות, אשר עד לאחרונה נמנעו ממלחמות מחירים במטרה לשמר את מעמדם כנותני שירותי פרימיום, נקטו בשנה האחרונה במהלכים אסטרטגיים בדמות השקת מוצרי סטרימינג מוזלים וצרי תוכן (Sting TV ו-NEXT TV) במטרה לשמר לקוחות, אולם צפויים בתורם להגביר את השחיקה ב-ARPU. לכך ניתן להוסיף מהלך משמעותי שננקט על ידי Yes באמצעות הורדת המחיר לחבילה הבסיסית במטרה לבלום את קצב הנטישה. להערכת מידרוג רמת התחרות במגזר הטלוויזיה תתחזק בשנה הקרובה ותוביל לשחיקה באטרקטיביות של חבילות השידורים המסורתיות, שחיקה בנתח השוק של השחקניות הוותיקות ולחצי מחירים. מידרוג מעריכה עם זאת כי התחרות תוביל להורדת מחירים פחות אגרסיבית ויותר מדודה ביחס לירידת המחירים שחלה במגזר הנייד עם העצמת התחרות לפני מספר שנים, וזאת בשל עלויות התוכן הכבדות היוצרות בידול ויתרונות לגודל, יתרונות טכנולוגיים וחשיבות לניסיון ויכולות בתחום הטלוויזיה. רמת התחרות **במגזר הנייח** ממשיכה להתגבר בעיקר נוכח העמקת השפעות רפורמת השוק הסיטונאי האינטרנטי אשר תרמה לשחיקת מחירים ועלייה בשיעורי הנטישה, בקיזוז גידול בנפח ומהירות הגלישה, שצפוי להימשך להערכתנו גם כתוצאה מהגידול הצפוי במעבר תוכן על גבי תשתית 4G. יכולות חלק מהשחקנים להציע באנדרל, מייצרת פוטנציאל מעבר נוסף ומכסה מגוון רחב יותר של טעמי הציבור, מעבר לשיקול המחיר. החלת השוק הסיטונאי בתחום הטלפוניה אינה צפויה להערכת מידרוג לחולל תמורה משמעותית בשוק וכמו כן בטווח הקצר-בינוני מידרוג אינה מניחה פריסת תשתית סיבים אופטיים על ידי סלקום ופרטנר (בין ע"י פריסה עצמאית ו/או שיתוף פעולה בניהן ו/או באמצעות מיזם הסיבים IBC וכדומה), אשר דורשות השקעות הוניות מהותיות. **מגזר התקשורת הסלולרית** המהווה כ-45% מסך הכנסות ענף התקשורת במוצע לשנים 2016-2017, יוסיף להיות מאופיין בטווח הקצר-בינוני בלחצי מחיר, להערכתנו, נוכח רמת תחרות גבוהה מאוד, בשל ריבוי שחקנים, בידול נמוך והטיית מחיר חזקה של הלקוחות. אלו, ביחד עם שיעורי מעבר גבוהים של הלקוחות, צפויים להוסיף וללחוץ על רווחיות החברות בענף. מידרוג לא הניחה עליית מחירי חבילות בטווח השנים 2018-2019 אם כי בטווח הבינוני מידרוג אינה מוציאה מכלל חשבון כי הרווחיות החלשה והלחצים התזרימיים יובילו להתמתנות התחרות במידת מה.

פרופיל עסקי חזק הנתמך בבעלות על תשתית נייחת, טכנולוגיה מתקדמת ופיזור פעילויות

החברה חולשת על מרבית מגזרי התקשורת, עם נתחי שוק מהותיים בכל מגזרי הפעילות והיקף הכנסות בינוני של כ-4.2 מיליארד ₪. לחברה בעלות על תשתית תקשורת נייחת, הפרוסה בכל רחבי הארץ, המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום השידורים בכבלים ומעמד אסטרטגי בתחום תשתית האינטרנט. בשנים האחרונות פועלת החברה לחיזוק המותג

ובידול, הן באמצעות תוכן (הפקות מקור), והן בהיבטי תשתית - שדרוג רשת הכבלים ומהירויות הגלישה, וכן מהלכים לשיפור השירות ותמיכה בלקוחות.

החברה נהנית מפעילות על פני מגזרי הטלוויזיה, התשתית הנייחת והנייד המאפשר לה לספוג תמורות אקסוגניות - בעיקר בנושאי רגולציה, העדפות צרכנים, תחרות ושינויים טכנולוגיים. תמהיל הפעילות המגוון תומך בהצעת ערך משמעותית (באנדרלים) ובפרט חבילת "טריפל פליי" הכוללת טלוויזיה רב-ערוצית, שירותי אינטרנט וטלפניה, המהווה מוצר אסטרטגי ומקנה לחברה יתרון תחרותי מול מתחרתה העיקרית בזק (שמנועה רגולטורית מלהציע חבילה שאינה פריקה). יחד עם זאת, השינויים המבניים והטכנולוגיים בענף התקשורת שוחקים את היתרון היחסי של הוט בתחום הטריפל פליי, נוכח הצעת חבילות במחירים אטרקטיביים (בעיקר סלקום ופרטנר), גידול בהיצע המוצרים בתחום התוכן מצד שחקני מחיר ושינויים בהרגלי הצריכה של שירותי תקשורת וזאת לצד ירידה בביקוש לשירותי טלפניה וחבילות ערוצים רחבות. כך, לאחר מספר שנים בהן הוט מינפה את יתרונה בהצעת הבאנדרלים, ברבעונים האחרונים חווה החברה ירידה עקבית במספר לקוחות הטריפל פליי (בשיעור מצטבר של 3.7% בסוף רבעון 1 2018 לעומת סוף הרבעון המקביל אשתקד). להערכת מידורג, איכות התוכן והשידורים נותרו משתנים משמעותיים שיוסיף לפעול לטובת הוט בטווח הבינוני, אולם התחרות הגוברת שמתמקדת בהצעת הערך צפויה להוביל להמשך ירידה במנויי הטריפל תוך לחץ על מחירי המכירה. להערכת מידורג מגמה זו תקוזז באופן חלקי מצד עלייה במספר מנויי האינטרנט כתוצאה מגידול השוק (צמיחה וחדירה) ומהלכים שיווקיים להגדלת נתח השוק, בהתבסס בין השאר על יתרונותיה בצד קצבי הגלישה. במגזר הנייד התחרות הגבוהה צפויה להימשך בטווח הקצר והבינוני ולהערכת מידורג לבלום את גידול המנויים בחברה ובדומה לכלל הענף, להמשיך ללחוץ על מחירי המכירה.

נטישת מנויי טריפל ולחצי המחיר צפויים לשחוק את ההכנסות והרווחיות

הכנסות החברה גדלו בשיעור של 3.6% בשנת 2017 בהמשך לגידול מתון של 2% בשנת 2016, וזאת בשל גידול בהכנסות במגזר הנייד (בעיקר עלייה גידול מספר המנויים והכנסות ציוד קצה) אשר קוזז מצד ירידה במגזר הכבלים, נוכח קיטון מספר המנויים וההכנסה הממוצעת למנוי. תרחיש הבסיס של מידורג מניח את ההנחות המרכזיות הבאות: 1. המשך ירידה בלקוחות הטריפל פליי נוכח חדירה של "שחקני מחיר" בתחום החבילות הכוללות וכן שינויים טכנולוגיים וצרכניים כמתואר לעיל, עם שמירת יתרון יחסי לספקיות המסורתיות לאור יתרונות התוכן והטכנולוגיה. בד בבד הונח כי יחול גידול במנויי האינטרנט נוכח גידול בשוק וגידול מסויים גם בנתח השוק. מגמות אלו יובילו לשחיקה ב- ARPU וברווחיות של מגזר הכבלים. ביתר המוצרים הונח המשך שחיקה. 2. המשך אסטרטגיית נתח שוק במגזר הנייד תוך גידול מתון עד אפסי במספר המנויים וירידה מסויימת בהכנסה הממוצעת למנוי בשל התחרות הגבוהה. 3. המשך השקעה בשידורג הרשת הנייחת לטובת אספקת שירותי פס רחב בקצבים גבוהים והשקעה ברשת LTE (דור 4) בשנתיים הקרובות.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, אנו צופים שחיקה מצטברת בהכנסות בטווח של 5%-7% בשנתיים הקרובות שתתבטא גם בשחיקה ברווחיות, בין היתר נוכח שינוי מסויים בתמהיל ההכנסות (עם המשך הטיה לסלולר) והיעדר התאמה מלאה במבנה ההוצאות (נוכח מרכיב של הוצאות קבועות). אולם, היעילות התפעולית של החברה תיוותר גבוהה להערכתנו למרות מגמת השחיקה בה שצפויה להימשך להערכתנו, כפי שמשתקף בשיעור EBITDA גבוה מהכנסות החברה שצפוי לנוע בטווח 36%-37% בטווח התחזית (לעומת שיעור של 40.1% בשנת 2017). כרית הרווחיות כפי שנמדדת ע"י מידורג כיחס התשואה התפעולית לממוצע נכסים (ROA) מהווה משקולת לדירוג נעה בטווח שבין 6%-9% בשלוש השנים האחרונות צפויה לעמוד להערכתנו בחלק התחתון של טווח זה.

השחיקה ברווחיות תפגע בתזרימי המזומנים אך יחסי הכיסוי יותרו מהירים ביחס לדירוג

החברה המשיכה במגמת הקטנת החוב הפיננסי בשנה החולפת, אשר מומנה מתזרימי מזומנים חופשיים שייצרה החברה לאורך השנה. יחס חוב פיננסי² ל- CAP ליום 31.03.2018 עמד על כ- 54% זאת לעומת כ-62% בסוף שנת 2016, שיפור שנבע מרווח נקי משמעותי שנרשם בשנת 2017 וכן משינוי חשבונאי בקצב הכרת הפחת על נכס הרכשת מנויים. חרף השיפור, רמת המינוף הינה עודנה גבוהה יחסית לדירוג, אם כי יש לציין כי מינופה המאזני של החברה סביר ואף נמוך ביחס למתחרים בענף התקשורת. החברה

² החל ממועד מעקב זה מידורג אינה כוללת עוד בחוב הפיננסי את התחייבויות החברה לספקים בגין רכישת רכוש קבוע (כ-276 מיליון ₪ ליום 31.12.2017) לאחר שעל פי המידע שקיבלנו מהחברה מרבית ההתחייבויות לספקים בגין רכוש קבוע זו הינה בתנאים מסחריים רגילים, לזמן קצר ואינה נושאת ריבית.

לא חילקה דיבידנדים לבעלי מניותיה בכל השנים האחרונות ולהערכת מידרוג אינה צפויה לעשות כן בטווח הקצר והבינוני. החברה משלמת לבעלי המניות דמי ניהול בשיעור של 1.5% מההכנסות. להערכתנו יחס המינוף צפוי לשמור על יציבות יחסית, נוכח פוטנציאל בניית כרית הונית מתון, להערכתנו. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החברה תייצר תזרים חופשי (FCF) חיובי בטווח של 150-250 מיליון ₪ בשנת 2018 בעיקר באמצעות שיפור ההון החוזר על ידי הגדלת ניכיון לקוחות ופקטורינג, אשר תקזז את הירידה במקורות מפעולות (FFO), שצפויים לעמוד בטווח של 1.0-1.2 מיליארד ₪ בכל אחת מהשנים 2018-2019 (לעומת ממוצע של כ-1.3 מיליארד ₪ בשנים 2015-2017). בשנת 2019 החברה עשויה להגדיל חזרה את רמת החוב לזו הנוכחית ובסך הכל מידרוג צופה יציבות ברמת החוב בטווח של שנתיים.

החברה הציגה יחסי כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA וחוב פיננסי ל-FFO שגנו בטווח של 1.5-1.8 ו-1.8-2.5, בהתאמה, בשלוש השנים האחרונות. כנגזר מתרחיש הבסיס של מידרוג כפי שתואר לעיל, השחיקה בהכנסות וברווחיות צפויה לשחוק את היקף התזרימים בשנתיים הקרובות ולהאט בשוליים את יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב פיננסי מותאם ל-FFO אשר צפויים לנוע בטווח שבין 1.8-2.0 ו-2.0-2.5, בהתאמה בשנים 2018-2019. יחסי שירות הריבית (FFO + מימון נטו/מימון נטו) מהירים אף הם ביחס לדירוג ותומכים בגמישותה הפיננסית של החברה וצפויים להערכתנו לנוע בטווח של 6.0-7.0 בשנות התחזית.

הנזילות נסמכת בחלקה על מסגרת אשראי מבעלת המניות, אך גם על נגישות טובה למקורות מימון מגוונים

החברה ייצרה תזרים חופשי חיובי (FCF) מצטבר בשלוש השנים האחרונות שסייע בהקטנת המינוף, ולהערכתנו, היא צפויה להמשיך להציג תזרים חופשי חיובי נמוך עד אפסי במצטבר בשנתיים הקרובות, למרות השחיקה ב-FFO הצפויה בתרחיש הבסיס והשקעות הוניות משמעותיות, ונוכח מקורות מהקטנת צורכי הון חוזר.

בשנים 2018 ו-2019 נדרשת החברה למחזור התחייבויות (באופן מלא או חלקי) בהיקף משמעותי נוכח פירעונות קרן חוב גבוהים בהיקף של כ-830 מיליון ₪ (ספטמבר 2018) וכ-1,247 מיליון ₪ (דצמבר 2019). יתרות המזומנים של החברה ליום 31.03.2018 מסתכמות בכ-114 מיליון ₪ בלבד והיקף מסגרות האשראי הפנויות של החברה מהווה כ-80% משירות הקרן הצפויה בשנת 2018. החברה מאופיינת להערכתנו בנגישות גבוהה למקורות מימון, הנשענת על יחסי כיסוי ושירות חוב טובים. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית, בפער מספק מקובלנטיים. מנגד, נציין כי כל נכסי החברה משועבדים לטובת החוב לחברת האם ולבנקים.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור לאורך זמן ביכולת יצור ההכנסות ובכריות הרווחיות על אף הסביבה העסקית המאתגרת
- התייצבות יחס הכיסוי חוב מתואם ל-EBITDA מתחת לרמה של 2.0 לאורך זמן

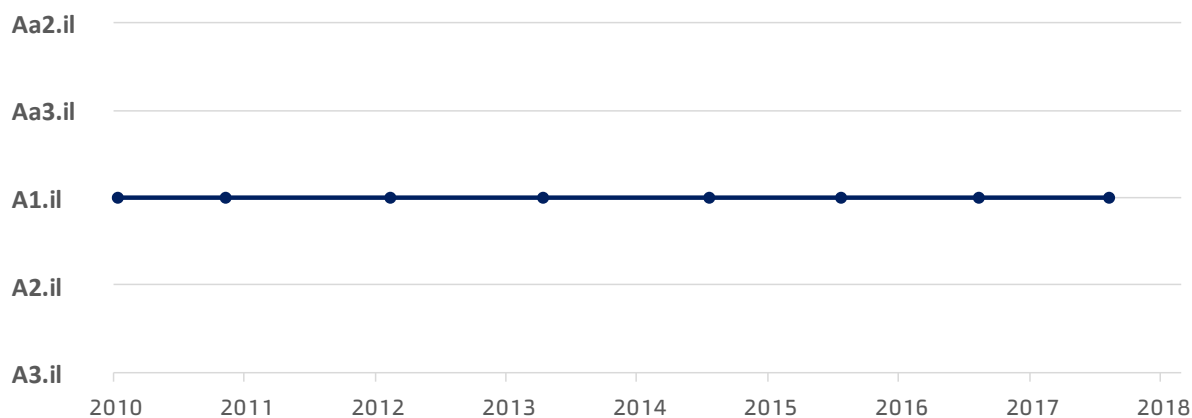
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינויים במפת התחרות או רגולציה שיפגעו במיצובה של החברה
- שחיקה משמעותית בנתח השוק של החברה
- חלוקת דיבידנד, באופן שהמקורות מפעולות (FFO) בניכוי הדיבידנד לחוב הפיננסי יהיה נמוך מ-40%

אודות החברה

חברת הוט פועלת בעצמה ובאמצעות תאגידים מוחזקים, בכל תחומי פעילות התקשורת העיקריים: שידורי טלוויזיה רב ערוצית בכבלים, שירותי פס רחב, שירותי טלפוניה קוויית מקומית ובינלאומית, שירותי ISP וסלולר. החברה מוחזקת בשיעור של 100% ע"י קבוצת אלטיס, הנשלטת ע"י מר פטריק דרהי. אלטיס נסחרת בבורסת Euronext Amsterdam.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[הוט מערכות תקשורת בע"מ - דוח מעקב, יוני 2017](#)

[דירוג חברות תקשורת, דו"ח מתודולוגי - מרץ 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

04.06.2018	תאריך דוח הדירוג:
01.06.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
31.10.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
הוט - מערכות תקשורת בע"מ	שם יוזם הדירוג:
הוט - מערכות תקשורת בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: **"המידע"**), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.