



# הוט - מערכות תקשורת בע"מ

מעקב | מאי 2015

1

## אנשי קשר:

אביטל כהן, רו"ח, אנליסטית  
[avitalc@midroog.co.il](mailto:avitalc@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש צוות  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## הוט - מערכות תקשורת בע"מ

דירוג סדרות	A1	אופק דירוג: יציב
-------------	----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק יציב לאגרות חוב (סדרות א' ו- ב') שהנפיקה הוט - מערכות תקשורת בע"מ ("הוט" או "החברה").

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/03/2015 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	1123256	03/2011	3.9%	מדד	640	2015-2018
ב'	1123264	03/2011	6.9%	שקלי	507	2015-2018

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי גבוה בענף התקשורת בישראל, עם פיזור קווי עסקים על פני הסגמנטים השונים של הענף, תוך החזקה בנתחי שוק מהותיים ברוב הסגמנטים. לחברה פריסה של תשתית תקשורת רחבה בישראל, המקנה לה יתרון טכנולוגי וגמישות עסקית במגזרי הטלויזיה והטלקום. תמהיל הפעילות המגוון מאפשר לחברה להציע חבילות משולבות (בעיקר טריפל) ומקנה לה יתרונות תחרותיים יחסיים כנגד מתחרותיה העיקריות. בשנים האחרונות, פועלת החברה לחיזוק המותג ובידול, הן באמצעות תוכן- הפקות מקור, והן בהיבטי תשתית- שיפור רשת הכבלים ומהירויות הגלישה. בנוסף, פועלת החברה לטפל בנושא שירות ותמיכה בלקוחות לאחר מעבר למודל של מיקור חוץ, שפגם בתפיסת המותג של החברה.

מיצובה העסקי הטוב של החברה תומך בפרופיל פיננסי, ההולם לדירוג ומתבטא ברווחיות גבוהה ויכולת ייצור תזרימי מזומנים חזקים. המינוף המאזני של החברה גבוה יחסית, כפי שמתבטא בכריות הון נמוכות יחסית לדירוג, אולם אלה מקוזזות ע"י יחסי כיסוי מהירים וטובים ביחס לדירוג - הצפויים להישמר בטווח הזמן הקצר והבינוני.

סיכון הענף הינו בינוני, יחסית לממוצע הכלל משקי, נוכח תחרות אינטנסיבית ורגולציה כבדה, המעודדת תחרות והפועלת להקטנת חסמי הכניסה בכל הסגמנטים של ענף התקשורת, אשר מקזזת ביקושים קשיחים יחסית למחזוריות הכלכלית. רמת התחרות במגזר הנייח (תשתית אינטרנט וטלפוניה) צפויה אף היא להתגבר, נוכח כפיית הרגולטור לכינונו של שוק סיטונאי בטווח הזמן הקצר, הקובע רמת תימחור ותיק שירות לשימוש בתשתית. נציין, שנכון למועד הדוח, טרם נקבע עבור החברה תמחור רגולטורי לשימוש בתשתיות החברה (בשונה מבזק). להערכת מידרוג, יישום רפורמת השוק הסיטונאי בטווח הקצר וכניסת מתחרים, המציעים חבילות משולבות זולות (כולל תוכן), תיצור עלייה ברמת התחרות (בעיקר בהיבטי מחיר) ובאי הודאות בענף ותוביל לשחיקה מסוימת בבסיס הלקוחות (בכל המוצרים למעט חבילת הטריפל), ב-ARPU ובהכנסות החברה במגזר הכבלים בטווח הזמן הקצר, כאשר בטווח הבינוני, ולאחר יישומה המלא של הרפורמה צפויה התחרות עוד להתגבר, נוכח יכולת בזק (לקראת סוף שנת 2016) להציע הצעת ערך כוללת בגין ביטול הפרדה מבנית.

במגזר הנייד, להערכתנו, חוסר היציבות יימשך בטווח הזמן הקצר תוך שאיננו צופים שינוי בקריטריון ההחלטה העיקרי של הצרכן- כלומר תחרות המחירים תימשך ושיעורי הנטישה ימשיכו להיות גבוהים, כאשר פוטנציאל ההתייעלות של החברות בענף מוגבל. נציין כי המגזר הנייד הסב לחברה הפסדים תפעוליים בשנים האחרונות, שהצטמצמו עם המעבר לרכיבה על רשת פרטנר. להערכתנו ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו צופים כי המגזר הנייד יוסיף להיות הפסדי בטווח הקצר, אולם יתאזן בטווח הזמן הבינוני-ארוך, נוכח הסכם שיתוף הרשתות עם פרטנר וצפוי לתרום להמשך ביסוסה

של החברה כקבוצת תקשורת וליצירת סינרגיה עם תחומי הפעילות האחרים, תוך הורדת שיעור הנטישה (Churn Rate) וחזקת המותג. לאור האתגרים שצוינו והמשך הגידול באי הודאות בסביבה העסקית, מידרוג מניחה בתרחיש הבסיס שלה שחיקה בהכנסות החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני בהיקף מצטבר של בין 6% ל- 10% ושחיקה מסוימת ברווחיות החברה בטווח זמן זה. להערכתנו, שיעור ה- EBITDA של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 40% ל- 43% בטווח הזמן הקצר והבינוני, אשר למרות השחיקה בו הינו גבוה וכולט לטובה ביחס לדירוג וביחס לענף. יחסי הכיסוי חוב מתואם ל- EBITDA וחוב מתואם ל- FFO צפויים להערכתנו להיוותר מהירים וטובים ביחס לדירוג ולנוע בטווחים שבין 1.8- 2.2 ו- 2.1-2.5, בהתאמה.

נזילות וגמישות החברה הולמות לדירוג ונשענות בעיקר על תזרים מזומנים חופשי יחסית, לוח סילוקין נוח בשנים הקרובות ומסגרות אשראי בהיקפים משמעותיים, זאת למרות שהחברה אינה נוטה לשמר נכסים נזילים בשיעור מהותי יחסית להיקף החוב.

אופק הדירוג היציב, משקף את הערכתנו, לשמירת מיצובה העסקי והפיננסי של החברה, שיתבטא ביכולת ייצור תזרימים טובה, תוך שמירה על יחסי כיסוי נאותים.

#### הוט - נתונים פיננסיים עיקריים -מיליוני ₪ :

2012	2013	2014	Q1/2014	Q1/2015	
4,192	4,228	4,054	1,020	996	הכנסות
376	427	597	170	110	רווח תפעולי
79	(62)	216	43	29	רווח נקי
1,479	1,605	1,809	462	431	EBITDA
35.3%	38.0%	44.6%	45.3%	43.3%	% EBITDA
1,217	1,380	1,453	408	387	*FFO
1,129	998	672	155	188	CAPEX
(549)	(54)	(61)	(15)	(15)	דיבידנדים, דמי ניהול, ורכישה עצמית של מניות
3,421	3,257	2,960	3,228	2,891	חוב פיננסי
1,445	1,393	1,598	1,435	1,618	הון עצמי
7,151	6,688	6,397	6,655	6,386	סך הנכסים במאזן
20.2%	20.8%	25.0%	21.6%	25.3%	הון עצמי למאזן
2.3	2.0	1.6	1.9	1.6	חוב פיננסי / EBITDA
2.8	2.4	2.0	2.3	2.0	חוב פיננסי / *FFO
2.8	2.4	1.9	2.2	1.9	חוב פיננסי מתואם* / EBITDA
3.5	2.7	2.3	2.6	2.3	חוב פיננסי מתואם* / *FFO

\* בנטרול הוצ' / הכנסות אחרות חד פעמיות

\*\* חוב פיננסי מתואם כולל יתרת ספקים כנגד רכוש קבוע, חבות בגין רכישת מירס והתחייבות בגין חכירות מימוניות.

#### פירוט גורמי מפתח בדירוג

##### סיכון ענפי בינוני, נוכח תחרות אינטנסיבית ורגולציה כבדה המעודדת תחרות

סיכון ענף התקשורת הינו בינוני, יחסית לממוצע הכלל משקי, כאשר רמת אי הוודאות בענף גדלה במהלך השנים האחרונות וזאת בעיקר נוכח רגולציה כבדה ומעודדת תחרות, הפועלת להקטנת חסמי הכניסה בכל הסגמנטים של הענף. ביטוי לתחרות, לשחיקת המחירים והרווחיות, כאמור, ניתן לראות בשחיקה מתמשכת ביכולת ייצור התזרימים המצרפית של הענף, כאשר בשנים אלה חל גידול משמעותי ברמת המינוף של ענף התקשורת ועם מגמה זו עלייה בסיכון הענפי (כמפורט בגרף מטה).

המגזר הנייד, המהווה עדיין חלק מהותי מענף התקשורת (כ- 46% מהכנסות הענף לסוף שנת 2014), ספג מספר תמורות רגולטוריות בשנים האחרונות, שהעצימו את התחרות וערערו את שיווי המשקל בענף. להערכתנו, חוסר היציבות במגזר הנייד יימשך בטווח הזמן הקצר, כאשר לא יחול שינוי בקריטריון ההחלטה העיקרי של הצרכן- כלומר תחרות המחירים תימשך ושיעורי הנטישה ימשיכו להיות גבוהים, כאשר פוטנציאל ההתייעלות של החברות בענף מוגבל (ללא פגיעה במיצובן העסקי), נוכח מהלכי התייעלות שכבר בוצעו. אנו מעריכים כי בטווח הזמן הבינוני יבוצעו מהלכי קונסולידציה, נוכח רמות המחירים הנמוכות ובחלק מהחברות אף מחירי הפסד, בהינתן הסביבה העסקית המתגרת, בנוסף לפניית חלק מהחברות לגיוון הכנסות ולשיפור מיצובן העסקי ע"י הצעת חבילות משולבות.

רמת התחרות במגזר הנייח (תשתית אינטרנט וטלפוניה) צפויה אף היא להתגבר, נוכח כפיית הרגולטור לכינונו של שוק סיטונאי בטווח הזמן הקצר. נציין כי במגזר זה עלתה רמת הוודאות, עם קבלת מענה רגולטורי חלקי לשאלה המרכזית, שנתרה פתוחה- רמת התמחור ותיק השירות בנוגע לשימוש בתשתיות (לאחר התערבות הרגולטור). במסגרת הרפורמה קבע הרגולטור מחיר סיטונאי לחבילת ADSL<sup>1</sup> (עדיין אין מחיר סיטונאי רגולטורי לחבילה מבוססת תשתית כבלים), הכוללת מחיר לקו גישה ותשלום עבור נפח גלישה. נציין, כי קצב הגלישה צמח בשנים האחרונות משמעותית ומספק מעבר לצרכים הנוכחיים של הלקוח הפרטי.

להערכתנו, רפורמת השוק הסיטונאי תתבסס בשלב הראשוני על בסיס לקוחות ה- VOB וה- DTT, אולם בהמשך תחול הסטת ביקושים נוספת כתלות במיקומם על ציר הזמן של המתחרים על עקומת ההיצע (מחיר / נתח שוק). להערכתנו וכנגד מכפיית המחירים הרגולטורית, אשר תומכת חלקית בעידוד התחרות במגזר ע"י הצעת ערך זולה יותר ומקיפה יותר, נוכח מבנה עלויות נוח יותר לחלק מהשחקניות בסגמנט, תחול בטווח הזמן הקצר והבינוני שחיקה מסוימת ב- ARPL<sup>2</sup> ועצירת מגמת השיפור ב- ARPU של תשתית האינטרנט ובהמשך אף שחיקה מסוימת בו.

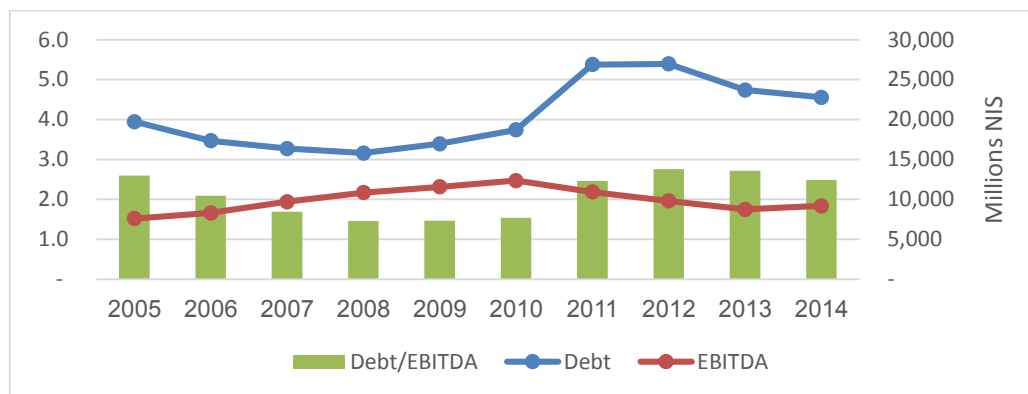
לגבי מגזר הטלוויזיה הרב ערוצית, אנו צופים גידול בתחרות לצד חדירה של טכנולוגיות חדשות וירידה ב- ARPU במהלך טווח הזמן הקצר והבינוני בעיקר, נוכח הנמכת חסמי הכניסה (דרך הקמת שוק סיטונאי) וכניסת מפעילות סלולאריות לטלוויזיה על גבי האינטרנט (IPTV) ולחבילות תקשורת משולבות, VOD אינטרנטי ומאמצי הרגולטור לייצר תחרות בשוק זה. נציין כי, להערכתנו, עלויות התוכן יהוו גורם מכריע, שיקשה על כניסת תחרות לסגמנט ויצמצם הסטת ביקושים, אולם אי הודאות לגבי התנהגות השחקניות וקהל הלקוחות גדלה, נוכח השקת חבילות משולבות בתמחור זול בזמן האחרון. להערכתנו, למיזם הסיבים האופטיים של חברת החשמל, אשר אמור להתפתח בשנים הקרובות לא צפויה השפעה על מבנה התחרות בטווח הזמן הקצר והבינוני, כאשר עיקר ההשפעה בטווח הקרוב הינה הקדמת השקעות ושדרוג תשתיות רוחב פס ע"י חברות התשתית הקיימות, לצורך יצירת יתרונות יחסיים וחדירה מוקדמת לשוק עם תשתית של סיבים אופטיים. נוסף על האמור לעיל, מאופיין ענף התקשורת בעתירות הון ובחשיפה לחדשנות טכנולוגית, אשר יוצרים יתרונות יחסיים זמניים ואי ודאות לגבי כניסה ופיתוח מוצרים חדשים או תחליפיים.

מנגד נציין כי הענף מאופיין ביתרונות לגודל, בפיזור עסקי, בשיעורי חדירה גבוהים, בביקושים יציבים וגוברים (בחלק מהסגמנטים), תוך חשיפה מועטה יחסית למחזוריות כלכלית. להערכת מידרוג ובהמשך להערכותינו הקודמות, יתכנס ענף התקשורת, בטווח הזמן הבינוני למספר קבוצות תקשורת, שיספקו את מכלול השירותים בענף. השקעות הוניות גבוהות ימשיכו ללוות את הענף (הן במגזר הנייח והן במגזר הנייד) בשנים הקרובות לשימור הקיים וליצירת הזדמנויות צמיחה חדשות, תוך המשך ניסיון לאיחוד ושיתוף רשתות בכדי לחסוך בהשקעות ובעלויות ובדומה למגמה בעולם המערבי. הרגולציה תוסיף להוות גורם סיכון מרכזי בענף.

<sup>1</sup> Asymmetric digital subscriber line

<sup>2</sup> הכנסה חודשית ממוצעת לקו.

התפתחות יחס הכיסוי חוב ל- EBITDA בענף התקשורת<sup>3</sup> בשנים 2005-2014



**פרופיל עסקי טוב, התומך בשימור הפרופיל הפיננסי של החברה, למרות השפעות אקסוגניות שליליות ועליית רמת אי הודאות בענף**

הוט חולשת על מרבית מגזרי התקשורת, עם נתחי שוק מהותיים בכל תחומי הפעילות. פיזור הקווים העסקיים של החברה מקטין את החשיפה האינהרנטית לסיכון ומפצה על שינויים בהעדפות צרכנים ובתנאי השוק על פני זמן לסגמנטים השונים של ענף התקשורת. לחברה בעלות על תשתית תקשורת ניחת, הפרוסה בכל רחבי ישראל, המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום השידורים בכבלים ותשתית האינטרנט.

החברה נהנית מתמחיל הפעילות המגוון, המאפשר לה להציע הצעת ערך כוללת (חבילת טריפל<sup>4</sup>), שמהווה מוצר אסטרטגי ומקנה לה יתרון תחרותי מול המתחרות העיקריות (שחלקן מנועות רגולטורית מלהציע חבילה שאינה פריקה ולאחרות אין את מכלול השירותים כולל בהיבטי תוכן) ומקטין משמעותית את שיעורי הנטישה בסגמנט זה. בנוסף, פיזור הפעילות מאפשר לחברה לספוג תמורות אקסוגניות - בעיקר בנושאי רגולציה, תחרות ושינויים טכנולוגיים.

בשנים האחרונות פועלת החברה לחיזוק המותג ובידול, הן באמצעות תוכן- הפקות מקור, והן בהיבטי תשתית- שיפור רשת הכבלים ומהירות הגלישה. בנוסף, פועלת החברה לטפל בנושא שירות ותמיכה בלקוחות לאחר מעבר למודל של מיקור חוץ, שפגם בתפיסת המותג של החברה. אסטרטגיית החברה למנף את יתרונה בהצעת ערך כוללת ללקוח, כמשתקף במגמת הצמיחה בלקוחות הטרפיל, נתקלה לאחרונה בתחרות מצד שחקניות חדשות (דוגמת סלקום). להערכתנו, גברה האי וודאות בענף לגבי האסטרטגיה של כל אחת מהשחקניות ולגבי התנהגות קהל הלקוחות בשני וקטורים עיקריים- איכות התוכן וערך החבילה ומחירה.

להערכת מידרוג, יישום רפורמת השוק הסיטונאי בטווח הקצר וכניסת מתחרים, המציעים חבילות משולבות זולות (כולל תוכן), תיצור עלייה ברמת התחרות (בעיקר בהיבטי מחיר) ותוביל לשחיקה מסוימת בבסיס הלקוחות (בכל המוצרים למעט חבילת הטרפיל), ב-ARPU ובהכנסות החברה במגזר הכבלים בטווח הזמן הקצר, כאשר בטווח הבינוני, ולאחר יישומה המלא של הרפורמה צפויה התחרות עוד להתגבר, נוכח יכולת בזק (לקראת סוף שנת 2016) להציע הצעת ערך כוללת בגין ביטול הפרדה מבנית. להערכת מידרוג, מגזר הסלולר של החברה, בטווח הזמן הבינוני, ולאחר כיסוי מלא של הרשת (בשיתוף פעולה עם פרטנר), צפוי לתרום להמשך ביסוסה של החברה כקבוצת תקשורת וליצירת סינרגיה עם תחומי הפעילות האחרים, תוך הורדת ה- Churn Rate וחיזוק המותג.

<sup>3</sup> חברות טלקום וסלולר ציבוריות וחברת הטלוויזיה הרב ערוצית - די.בי.אס (YES).

<sup>4</sup> שירותי טלפוניה, שידורים ותשתית אינטרנט.

נוכח אי הוודאות שאף התגברה לאחרונה והמאפיינת את הסביבה העסקית בשוק התקשורת ערכה מידרוג מספר תרחישים ומצבי עולם בהסתברויות שונות לצורך תחזית הפעילות של הוט בטווח הזמן הקצר והבינוני. בתרחיש הבסיס של מידרוג, הונחו ההנחות המרכזיות הבאות: 1. יישום רפורמת השוק הסיטונאי במחצית השנייה של שנת 2015.

2. חבילות טריפל מתחרות יושקו במחצית שנייה של 2015, תוך הגברת התחרות שתתמקד במחיר, עם שמירת יתרון יחסי לספקיות התוכן המסורתיות. 3. שחיקה בבסיס הלקוחות בכל המוצרים, שאינם טריפל וצמיחה מתונה בבסיס לקוחות הטריפל, כך שיחול המשך גידול בממוצע המוצרים ללקוח.

4. עלייה בתחרות המחירים במגזר הכבלים (לא הונחה תחרות מחירים מאוד אגרסיבית במגזר הכבלים, בדומה למה שהתחולל ועדיין מתחולל במגזר הסלולר). 5. המשך השקעה משמעותית בתשתיות כולל השקעה ושיתוף רשתות אקטיבי עם פרטנר, במגזר הנייד. 6. אסטרטגית נתח שוק במגזר הנייד והמשך תחרות מחירים בטווח הקצר. ביטול הפרדה מבנית ובאנדל כולל סלולר אינה בטווח התחזית.

מיצובה העסקי של החברה, למרות האמור לעיל, מבוצר יחסית, נתמך בקצב השקעות גבוה ומתבטא בתזרימי מזומנים חזקים וברווחיות גבוהה יחסית. שיעורי ה-EBITDA של החברה נעו בטווח שבין 35% ל-45% בשלוש השנים האחרונות, כאשר מגזר הכבלים מהווה את החלק הארי בתרומה ל-EBITDA.

בשלוש השנים האחרונות, החברה ביצעה צעדי התייעלות הן בצד ההוצאות והן במיקוד תמהיל ההכנסות (טריפל), הניכרים בשיפור בשולי הרווח שלה. בשנת 2014, ניכרה השפעת סיום הסכם הרכיבה על רשת פלאפון ומעבר לפרטנר, שמתבטאת בחיסכון בעלויות הנדידה, אשר צפוי לתמוך ביכולתה של החברה לשפר את תוצאות המגזר הנייד בטווח הזמן הבינוני, למרות המשך תחרות המחירים.

לאור האמור לעיל, אנו צופים המשך שחיקה בהכנסות החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני בהיקף מצטבר של בין 6% ל-10% ושחיקה מסוימת ברווחיות החברה בפרק זמן זה, כאשר פוטנציאל ההתייעלות התפעולית קטן, נוכח מהלכים שכבר בוצעו ומתוך הנחה שהחברה לא תפגע במיצובה העסקי. להערכתנו, שיעור ה-EBITDA של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 40% ל-43% בטווח הזמן הקצר והבינוני, אשר למרות השחיקה בו הינו גבוה ובוולט לטובה ביחס לדירוג וביחס לענף. נציין כי, נראות ההכנסות ויציבות הרווחיות קטנה להערכתנו, כאמור בטווח הזמן הקצר והבינוני.

#### מינוף מאזני גבוה יחסית לדירוג, המקוזז ע"י יחסי כיסוי טובים ביחס לדירוג ואשר צפויים להישמר בטווח אופק הדירוג

החברה פועלת בשלוש השנים האחרונות להורדת מינוף והקטינה את היקף החוב הפיננסי במידה מהותית יחסית. למרות זאת, החברה עדיין מאופיינת במינוף מאזני גבוה ביחס לדירוג, אשר פוגם ביכולתה להתמודד עם אתגרים חיצוניים לא צפויים, אם כי יש לציין כי מינופה נמוך ביחס למתחרים בענף התקשורת. יחס ההון למאזן של החברה, ליום ה-31.03.2015 עמד על כ-25%. להערכתנו ובהתאם לתרחיש הבסיס, צפוי שיפור מסוים במינוף ובכריות ההון, נוכח יצירת וצבירת רווחים חיוביים, הנחתנו להיעדר חלוקת דיבידנד מהותית, היקף השקעות (המשך פריסת תשתית כבלים ותשתית סלולארית) של כ-1 מיליארד ₪ בשנה ותזרימי חופשי חיובי.

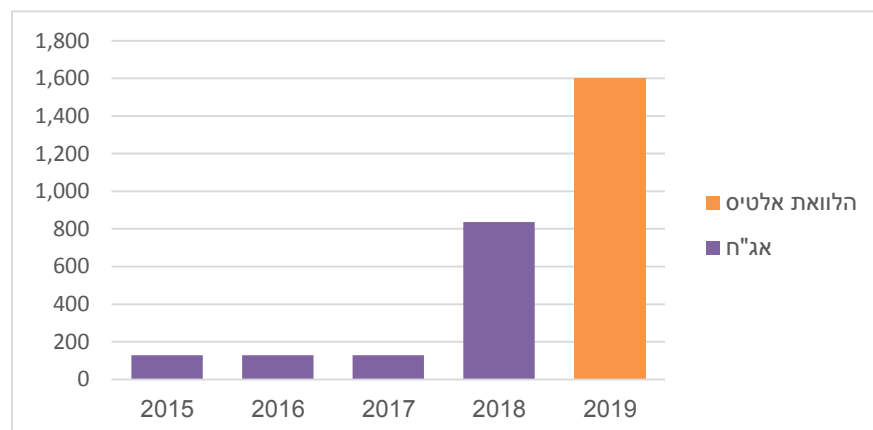
היקפי הדיבידנדים שהחברה תחלק תלויים גם בצרכי שירות החוב של החברה האם ומידרוג מצפה, כי החברה לא תרד מיחס (FFO-DIV) לחוב מתואם, הנמוך מ-25%, אשר עלול להוביל לפעולת דירוג שלילית. מנגד, נציין כי לחברה יכולת השבת רווחים גבוהה יחסית, אשר תומכת בתזרימי מזומנים חזקים במהלך השנים האחרונות והיא צפויה להמשיך ולהציג תזרימים חזקים בשנים הקרובות, למרות אתגרי התחרות והרגולציה ובעיקר נוכח שליטה במבנה ההוצאות ופיזור הכנסות. להערכתנו, למרות שחיקה בנראות העתידית של תזרים החברה, זו נותרה טובה יחסית והיא צפויה להמשיך ולהציג תזרימים חזקים בטווח הזמן הקצר והבינוני. התזרים החזק תומך ביחסי כיסוי מהירים וטובים ביחס לדירוג. החברה הציגה יחסי כיסוי חוב מותאם ל-EBITDA וחוב מותאם ל-FFO שנעו בטווח של 1.9-2.8 ו-2.3-3.5, בהתאמה, בשלוש

השנים האחרונות. להערכת מידרוג, כפי שנלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס שלנו, יחסי הכיסוי חוב מתואם ל- EBITDA וחוב מתואם ל- FFO, צפויים להיוותר בקצה התחתון (היותר מהירים) של הטווחים ומהווים, כאמור נקודה חיובית בדירוג. נציין עוד כי יחסי כיסוי המימון של החברה טובים ותומכים בגמישותה הפיננסית (נעו בטווח שבין 4.9 ל- 6.2 בשלוש השנים האחרונות).

#### נזילות וגמישות פיננסית הולמות ביחס לדירוג, הנתמכות בתזרים חופשי ובמסגרות אשראי פנויות

נזילות החברה נתמכת בתזרים חופשי (FCF) משמעותי יחסית בשנתיים האחרונות ולהערכתנו, החברה תמשיך לייצר תזרים חופשי חיובי בשנתיים הקרובות, למרות Capex גבוה, כאמור ולאחר תשלום דמי ניהול (עפ"י ההסכם אשר חתמה עם חברת האם- אלטיס המהווים כ- 1.5% מהכנסות החברה). החברה שומרת על יתרות נזילות זניחות ומחזיקה ב- 0.9% מהון המניות של פרטנר, בהיקף של כ- 14 מ' ₪ לפי שווי ספרים, ליום ה- 31.03.2015. הנכסים הנזילים של החברה מהווים שיעור זניח מהיקף החוב. גמישותה של החברה נתמכת בפריסת לוח סילוקין נוחה יחסית בשנים הקרובות, מסגרות אשראי פנויות בהיקף מהותי, נגישות טובה לגורמים המממנים ומרווח מספק מהקובננטים. מנגד, נציין כי כל נכסי החברה משועבדים לחוב לחברת האם.

הוט: לוח סילוקין של החוב הפיננסי לז"א ליום 31.03.2015, במיליוני ש"ח



## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- יציבות לאורך זמן ביכולת יצור ההכנסות ובכריות הרווחיות למרות הסביבה העסקית המתגרת
- התייצבות יחס הכיסוי חוב מתואם ל- EBITDA מתחת לרמה של 2.0 לאורך זמן

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

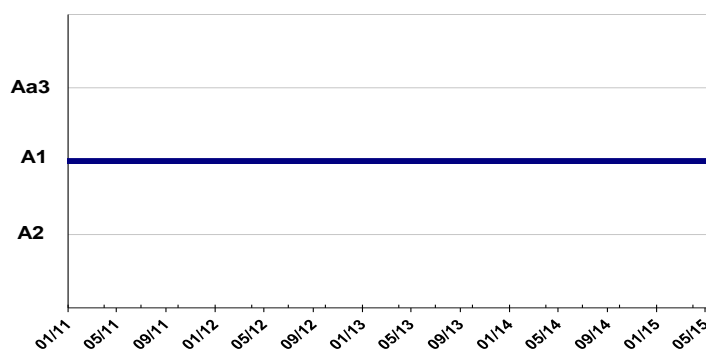
- שינויים במפת התחרות, או רגולציה שיפגעו במיצובה של החברה
- שחיקה משמעותית בנתח השוק של החברה
- חלוקת דיבידנד, באופן שהתזרים הפרמננטי (FFO), בניכוי הדיבידנד (ו/או סכומים המוכרזים כדיבידנד לחלוקה), לחוב הפיננסי המתואם, יהיה נמוך מ- 25%

## אודות החברה

חברת הוט פועלת בעצמה ובאמצעות תאגידים מוחזקים, בכל תחומי פעילות התקשורת העיקריים: שידורי טלוויזיה רב ערוצית בכבלים, שירותי פס רחב, שירותי טלפוניה קווית מקומית ובינלאומית, שירותי ISP וסלולר. החברה מוחזקת בשיעור של 100% ע"י קבוצת אלטיס, הנשלטת ע"י איש העסקים מר פטריק דרהי, לאחר שהתקבלה הצעת רכש מלאה לחברה בנובמבר 2012.

בפברואר 2014 ביצעה החברה האם אלטיס הנפקת מניות בבורסת Euronext Amsterdam לפי שווי של כ-5.7 מיליארד אירו.

## היסטוריית דירוג



8

## דוחות קשורים

- [ענף התקשורת מתודולוגיית דירוג \(יוני 2011\)](#)
- [הוט - דוח מעקב \(פברואר 2014\)](#)

תאריך דוח: 20.05.2015



## מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו- 3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa ועד Caa. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.