

הוט – מערכות תקשורת בע"מ

מעקב | דצמבר 2012

1

מחברים:

טל טוטנאור, אנליסט
talt@midroog.co.il

אבי בן-נון, אנליסט בכיר
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

הוט – מערכות תקשורת בע"מ

דירוג סדרה	A1	אופק דירוג: יציב
------------	----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק יציב לאגרות חוב שהנפיקה הוט – מערכות תקשורת בע"מ ("הוט" או "החברה").

הדירוג חל על סדרות האג"ח כדלקמן:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 30.09.12 מיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	1123256	04/2011	3.9%	מדד	814	2013-2018
ב'	1123264	04/2011	6.9%	שקלי	642	2013-2018

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

החברה מאופיינת במיצוב עסקי גבוה, עם פיזור לקוחות וקווי עסקים, תוך החזקה בנתחי שוק מהותיים ברוב הסגמנטים של ענף התקשורת. לחברה פריסה של תשתית תקשורת ניחת רחבה בישראל, המקנה לה יתרון טכנולוגי וגמישות עסקית בתחומי הטלוויזיה בכבלים והטלקום. תמהיל הפעילות המגוון מאפשר לחברה להציע חבילות משולבות (בעיקר טריפל) ומקנה לה יתרון תחרותי על המתחרות ומקטין משמעותית את שיעורי הנטישה. בשנה האחרונה נכנסה הוט לתחומי ה-ISP ובעיקר לסגמנט הסלולר, אשר, להערכת מידרוג, יתרמו בטווח הזמן הבינוני, ולאחר כיסוי מלא של רשת הסלולר, להמשך ביסוסה של החברה כקבוצת תקשורת וליצירת סינרגיה עם תחומי הפעילות האחרים, תוך הורדת ה-Churn Rate וחיזוק המותג. בשנים האחרונות פועלת החברה לחיזוק ערך המותג, תוך שיפור מערך השירות, צמצום התקלות ובידול באמצעות הפקות מקור.

מיצובה העסקי של החברה מתבטא בתזרימי מזומנים חזקים וברווחיות גבוהה יחסית. שיעור ה-EBITDA של החברה נעו בטווח שבין 35% ל-41% בשלוש השנים האחרונות, כאשר מגזר הטלקום מהווה את החלק הארי בתרומה ל-EBITDA. להערכתנו, החברה תמשיך להציג צמיחה מתונה בהכנסות ושחיקה בשיעורי הרווחיות, בטווח הזמן הקצר והבינוני, בשל התחרות החריפה בכל הסגמנטים של ענף התקשורת והחדירה למגזר הסלולר, הדורש השקעות בתשתית והוצאות בעבור נדידה בהיעדר כיסוי מלא של הרשת הסלולרית.

ענף התקשורת חווה עלייה בסיכון הענפי בשנתיים האחרונות, נוכח מאמצי הרגולטור לעודד תחרות וכן נוכח תחרות מחירים אגרסיבית מצד מתחרים קיימים וחדשים. אי הוודאות בענף צפויה להימשך גם בטווח הזמן הקצר.

החברה מציגה שיפור ביחסי כיסוי לאורך השנים האחרונות ואלה מהירים יחסית לדירוג. להערכתנו, יחסי הכיסוי צפויים להישחק מעט בטווח הזמן הקצר, מעבר לשחיקה שחלה בתשעת החודשים הראשונים של 2012, בשל המשך גידול מתון בהיקף החוב, אולם אלו עדיין בטווח הדירוג.

מינוף החברה עלה במידה ניכרת בארבעת הרבעונים האחרונים, אם כי, יש לציין, שרמת המינוף עדיין נמוכה ביחס לשאר קבוצות התקשורת בישראל.

במאי 2012 השיקה החברה את המותג 'הוט מובייל' במטרה לחדור למגזר הפרטי של שוק הסלולר, מה שתורם לעלייה בהכנסות ופיזורן. פעילות זו עדיין בשלב ההקמה וגבתה הפסד תפעולי במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2012 וככל הנראה תמשיך להפסיד בטווח הזמן הקצר. יתר המגזרים צפויים לשמור על יציבות יחסית, כאשר, להערכתנו, צפויה עלייה בהכנסות מגזר האינטרנט, בעיקר כתוצאה מעלייה במהירויות הגלישה, שעתידיה לפצות בגין שחיקה בהכנסות מטלוויזיה רב ערוצית, כתוצאה מירידה ב-ARPU בעקבות השקת 'חבילה צרה' ובהמשך התפתחות השוק הסיטונאי שיביא לתחרות חדשה.

בחודשים האחרונים פועל בעל השליטה בהוט מר פטריק דרהי באמצעות קול החזקות בע"מ ("קול") לרכישת המיעוט בהוט והחזקת בבעלות מלאה בחברה. להערכתנו, פעולה זו כרוכה בין השאר בהגדלת המינוף של בעל השליטה, אם כי יש לציין החוב החדש צפוי להיפרע כבולט בשנת 2019. אנו מצפים כי החברה תשמור לאורך זמן על RCF¹ לחוב מותאם שלא יפחת מ-25% (היחס לארבעת הרבעונים שעד 30.9.2012 עמד על 28%) על מנת לעמוד ברמת מינוף ראויה לדירוג הקיים. נזילות החברה מוערכת על ידינו כסבירה ונשענת בעיקר על תזרימי המזומנים החזקים מפעילות. בארבעת הרבעונים האחרונים הציגה החברה תזרים חופשי שלילי נוכח העלייה בהשקעות ההוניות וחלוקת הדיבידנד. אנו מעריכים התמתנות התזרים השלילי בטווח הזמן הקצר והבינוני עם התמתנות קצב ההשקעות ותוך הנחת חלוקת דיבידנדים בגובה שלא יעלה על הרווח הנקי. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו להמשך ייצור תזרימים חזקים ויציבים מהחברה, שמירה על יחסי כיסוי נאותים ביחס לדירוג החברה וגמישות פיננסית טובה.

3

הוט - נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ₪:

2008	2009	2010	2011	30.9.2011	30.9.2012	
2,972	3,129	3,254	3,374	2,482	3,126	הכנסות
272	236	445	537	435	322	רווח תפעולי
93	85	106	341	216	65	רווח נקי
1,039	1,106	1,240	1,388	1,056	1,125	EBITDA
34%	35%	38%	41%	43%	36%	% EBITDA
835	961	1,059	1,282	974	882	* FFO
515	683	648	991	345	752	CAPEX
-	-	-	-	-	549	דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות
5585	5,473	5,389	6,645	5,144	7,028	סך הנכסים במאזן
1,311	1,411	1,521	1,931	1,803	1,451	הון עצמי
3,162	3,022	2,511	2,500	1,919	3,112	חוב פיננסי
3,041	2,850	2,389	2,484	1,799	3,105	חוב פיננסי, נטו

¹ RCF - תזרים מפעולות FFO בניכוי דיבידנד ששולם לבעלי המניות/רכישה עצמית של מניות החברה.

2008	2009	2010	2011	30.9.2011	30.9.2012	
23%	26%	28%	29%	35%	21%	הון עצמי למאזן
70%	68%	62%	54%	51%	64%	חוב ל-CAP
3.0	2.7	2.0	1.8	1.4	2.1	חוב פיננסי / EBITDA
3.8	3.1	2.4	1.9	1.6	2.6	חוב פיננסי / *FFO
3.3	2.9	2.5	2.4	1.8	2.7	חוב פיננסי מותאם / **LTM EBITDA
4.1	3.4	2.9	2.6	2.0	3.3	חוב פיננסי מותאם / **LTM FFO

* FFO מתוקנן: נוטל סעיף הפרשה להוצאות משפטיות.

** חוב פיננסי מותאם, כולל חוב פיננסי (תאגידים בנקאיים, אג"ח), בתוספת התחייבויות נוספות הכוללות יתרת ספקים כנגד רכוש קבוע, חבות בגין רכישת מירס, והתחייבות תלויה הנובעת ממחלוקת בין החברה ובין רשות המיסים.

התפתחויות עסקיות ופיננסיות עיקריות

בחודש נובמבר 2011 מיזגה החברה לתוכה את מירס (פועלת בטכנולוגיית IDEN, הפונה בעיקר לשוק העסקי ובעלת בסיס לקוחות של כחצי מיליון ערב הרכישה) - כדי שתהווה פלטפורמת חדירה למגזר הסלולר. תמורת רכישת מירס שילמה הוט כ-480 מיליון ₪. תשלום של סכום נוסף בסך כ-450 מיליון ₪ המותנה, כמחציתו בעמידתה של הוט בהשגת נתח שוק וכמחציתו בהגעה ליעד EBITDA שנקבע בהסכם. בחודש אפריל 2011 זכתה החברה במכרז הסלולר ברישיון הפעלה ממשרד התקשורת ובמאי 2012 השיקה את המותג 'הוט מובייל' בטכנולוגיית UMTS, במטרה לחדור לשוק הפרטי. ליום 30.9.2012 היו לקבוצה כ-687 אלף מנויים, מהם כ-316 אלף מנויי UMTS.

החברה הציגה מגמת צמיחה בהכנסות לאורך השנים האחרונות, תוך שיפור בשיעורי הרווחיות והתייצבות שיעור ה-EBITDA על 41% בסוף שנת 2011, נוכח הגידול בנתח השוק בתחום הטלפון ועלייה ב-ARPU בסגמנט הפס הרחב, לצד ירידה של כ-100 מיליון ₪ בהוצאות דמי הקישוריות ושמירה על יציבות בהוצאות התפעוליות. איחוד מירס לתוך הוט בשלהי 2011 וכניסתה לפעילות הסלולרית לשוק הפרטי תרמו לשורת ההכנסות של הקבוצה כ-619 מיליון ₪ בשלושת הרבעונים הראשונים של 2012, אולם פגעו ברווח התפעולי. מגזר הנייד רשם הפסד תפעולי של כ-128 מיליון ₪ בתקופה זו (מכך כ-83 מיליון ₪ ברביע השלישי לבדו), תוך שחיקה מהותית בשיעור הרווח התפעולי של הקבוצה (10% בתשעת החודשים הראשונים של 2012 מול 18% בתקופה המקבילה אשתקד). שיעור ה-EBITDA ירד ל-36% בתשעת החודשים הראשונים של 2012 מול 43% בתקופה המקבילה אשתקד.

בתשעת החודשים הראשונים של 2012 חילקה החברה דיבידנד בסך 365 מיליון ₪, בגין רווחי 2011 וביצעה רכישות עצמיות של מניות בסך של 184 מיליון ₪.

בחודש אוגוסט 2012 הציע בעל השליטה לרכוש את מניות המיעוט ובכך להגדיל את אחזקתו בחברה ל-100%. ההצעה התקבלה בקרב בעלי מניות המיעוט בחודש נובמבר 2012 - המיזוג יעשה בצורה של משולש הופכי, במחיר מניה של 42 ₪ המשקף פרמיה של 24% על מחיר השוק ליום פרסום ההודעה 23.08.12.

בנובמבר 2012 פרסמה החברה הודעה על כוונה לבצע מימון מחדש של חובה הבנקאי. על פי תוכניות החברה, החוב הבנקאי הקיים, בהיקף של כ-1.65 מיליארד ש"ח, יוחלף באג"ח פרטית בהיקף של 1.9 מיליארד ש"ח, שישולם כבולט בשנת 2019. להערכת מידרוג, פריסה חדשה זו יוצרת לוח סילוקין נוח יותר לאורך תקופת הפדיון של האג"ח הקיימות, הקטנת החזרי החוב השוטפים ושיפור התזרים הפנוי לשירות האג"ח.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

עליית מדרגה בסיכון הענפי, נוכח תחרות אינטנסיבית ורגולציה כבדה המעודדת תחרות

ענף התקשורת ספג עלייה ברמת הסיכון במהלך השנה האחרונה וזאת לאחר מספר שנים בהן אופיין בדפנסיביות ובסיכון ענפי נמוך יחסית. סיכון הענף כיום הינו בינוני, יחסית לממוצע הכלל משקי, כאשר רמת אי הוודאות בענף גדלה במהלך השנתיים האחרונות וזאת בעיקר נוכח רגולציה כבדה ומעודדת תחרות, הפועלת להקטנת חסמי הכניסה בכל הסגמנטים של ענף התקשורת. הסגמנט הנייד, המהווה חלק מהותי מענף התקשורת, אופיין בריכוזיות ונשלט ע"י שלוש שחקניות עיקריות. הסגמנט היה שרירי בשיווי משקל בשנים האחרונות, אולם ספג מספר תמורות רגולטוריות בשנתיים האחרונות ובהן הקטנת חסמי הכניסה - בדמות הפחתת דמי הקישוריות, ביטול קנסות היציאה וניוד מספרים. רמת אי הוודאות בסגמנט זה הובילה את השחקניות הקיימות להעמיק את התחרות בין לבין עצמן במהלך שנת 2011, מהלך שהוביל לשחיקה בהכנסות וברווחיות שלהן. בנוסף, כניסת מפעילות חדשות במהלך השנה הנוכחית ובעיקר הוט מובייל וגולן טלקום, תוך חדירה דרך נקיטת אסטרטגיית מחיר אגרסיבית, הוציאה את הענף משיווי משקל וצפויה להמשיך ולשחוק את ה-ARPU ובמידה מסוימת גם את נתחי השוק של המפעילות הקיימות.

רמת התחרות במגזר הנייח צפויה אף היא להתגבר, נוכח המלצות ועדת חייק בדבר הסדרת שוק סיטונאי, תהליך שיוביל, להערכתנו, לשחיקה מסוימת ב-ARPL² ולהסטת ביקושים חלקית בטווח הזמן הבינוני. נציין כי במגזר זה רמת הוודאות גבוהה יותר, כאשר השאלה המרכזית שנותרה פתוחה היא רמת התמחור וההסכמות שיגיעו אליהן בעלות התשתית וחברות הסלולר, בנוגע לשימוש בתשתיות. להערכת מידרוג, ה-ARPU והרווחיות ממנוי אינטרנט צפויים לגדול בטווח הזמן הקצר וזאת - נוכח גידול בקצבי השימוש והמשך מגמה של מעבר לקוחות לשימוש ברשתות מתקדמות. במגזר הטלוויזיה הרב ערוצית, אנו צופים גידול בתחרות לצד חדירה של טכנולוגיות חדשות וירידה ב-ARPU בטווח הזמן הבינוני בעיקר, נוכח הנמכת חסמי הכניסה (דרך הקמת שוק סיטונאי) וכניסת מפעילות סלולריות לטלוויזיה על גבי האינטרנט (IPTV), VOD אינטרנטי וכן נוכח מאמצי הרגולטור לייצר תחרות בשוק זה (חבילה צרה). להערכתנו, עלויות התוכן יהוו גורם מכריע שיקשה על כניסת תחרות לסגמנט ויצמצם הסטת ביקושים, כאשר העוגנים העיקריים של השחקניות הקיימות בטווח הארוך הם השידורים הישירים בתחום הספורט, החדשות והריאליטי.

² הכנסה חודשית ממוצעת לקו.

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 בפיזור עסקי, בשיעורי חדירה גבוהים, בביקושים יציבים וגוברים, תוך חשיפה מועטה יחסית למחזוריות כלכלית. להערכת מידרוג, בטווח הזמן הבינוני יתכנס ענף התקשורת למספר קבוצות תקשורת שיספקו את מכלול השירותים בענף.

מיצוב עסקי גבוה - תמהיל פעילות מגוון ונתחי שוק משמעותיים, תוך המשך אתגרי רגולציה

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 על פני זמן, לסגמנטים השונים של ענף התקשורת. לחברה בעלות על תשתית תקשורת נייחת, הפרוסה בכל רחבי ישראל המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי בתחומי הטלוויזיה בכבלים והמגזר הנייח. תמהיל הפעילות המגוון מאפשר לחברה להציע חבילות משולבות (בעיקר טריפל), מקנה לה יתרון תחרותי מול המתחרות העיקריות (שחלקן מנועות רגולטורית להציע באנדל ולאחרות אין את מכלול השירותים) ומקטין משמעותית את שיעורי הנטישה. בנוסף, פיזור הפעילות מאפשר לחברה לספוג תמורות אקסוגניות - בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים. בשנה האחרונה נכנסה הוט לתחומי ה-ISP ובעיקר לסגמנט הסלולר, אשר, להערכת מידרוג, יתרמו בטווח הזמן הבינוני ולאחר כיסוי מלא של רשת הסלולר, להמשך ביסוסה של החברה כקבוצת תקשורת וליצירת סינרגיה עם תחומי הפעילות האחרים, תוך הורדת ה-Churn Rate וחיזוק המותג. להערכתנו הכנסות החברה יצמחו בטווח הזמן הקצר והבינוני כתוצאה מכניסה לסגמנט הסלולר, תוך המשך שחיקה ברווחיות, והשקעות מהותיות וזאת עד לכיסוי מלא של רשת הסלולר, הצפוי לקראת תחילת שנת 2014. נציין עוד, כי החברה פועלת בשנים האחרונות לחיזוק ערך המותג, תוך שיפור מערך השירות, צמצום התקלות ובידול באמצעות הפקות מקור.

מיצובה העסקי של החברה מתבטא בתזרימי מזומנים חזקים וברווחיות גבוהה יחסית. שיעורי ה-EBITDA של החברה נעו בטווח שבין 35% ל-41% בשלוש השנים האחרונות, כאשר מגזר הטלקום מהווה את החלק הארי בתרומה ל-EBITDA. התחרות הגוברת בענף התקשורת, בשילוב עם רפורמות רגולטוריות בכלל הסגמנטים, ובעיקר חדירה לתחום הסלולר, מהווים אתגר עבור החברה להמשיך ולשמר רווחיות גבוהה. על החברה חלות מגבלות שונות, המגבילות חלקית את יכולת התחרות שלה מול מתחרותיה, ובעיקרן חובת ההפרדה המבנית בחלק מהחברות. עם זאת, מסקנות ועדת חייק להסדרת השוק הסיטונאי מסדירות ומסירות חלק מחסמים רגולטוריים אלה. להערכת מידרוג, למסקנות הוועדה עשויות להיות השפעות צולבות על תוצאות החברה - מחד, צפי להתגברות התחרות במגזר הנייח והטלוויזיה הרב ערוצית, תוך שחיקה ב-ARPU ובהכנסות והסטה חלקית של ביקושים בטווח הזמן הבינוני. מאידך, הסדרת השוק הסיטונאי טומנת בחובה תמריץ מסוים לחברה בדמות ביטול ההפרדה המבנית, תוך פוטנציאל התייעלות במבנה הארגוני ובמבנה ההוצאות. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים המשך צמיחה בהכנסות החברה בטווח הזמן הבינוני, בשל הכניסה

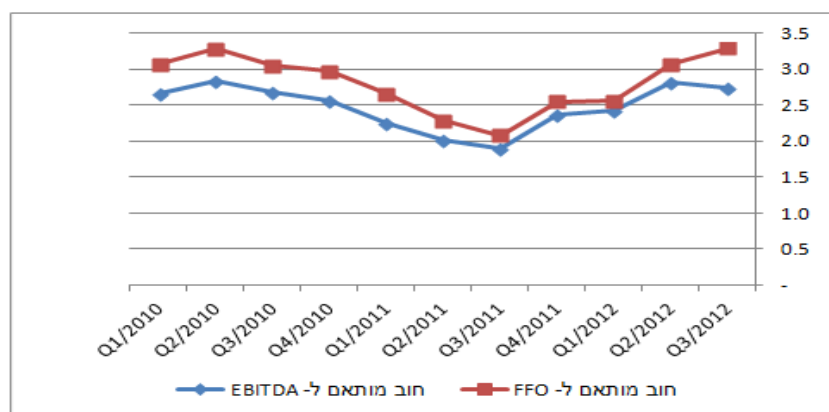
למגזר הנייד ויכולת החברה להציע חבילות משולבות. להערכתנו, הכנסות החברה ממגזרי הסלולר והאינטרנט ימשיכו לצמוח בטווח הזמן הקצר והבינוני ויקוזזו ע"י שחיקה בהכנסות מטלוויזיה הרב ערוצית. בנוסף, להערכתנו, רווחיות סגמנט הטלוויזיה רב ערוצית והתשתית הנייחת תמשיך להשתפר בשוליים ותתייצב בטווח הזמן הבינוני, נוכח שיפורים טכנולוגיים, שמצמצמים את קצב התקלות ברשת ובציוד הקצה, התייעלות בנושא עלויות התוכן, שירותי ערך מוסף וביקושים גוברים לתעבורת DATA ולמהירויות גלישה גבוהות. המגזר הנייד ימשיך להוות משקולת על רווחיות החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני, על אף התרומה להכנסות, נוכח עלויות ההשקעה והוצאות בגין נידוד עד להשלמת הרשת.

עליה במינוף והאטה ביחסי הכיסוי כתוצאה מעלייה בהיקף החוב וההשקעות, אם כי אלו עדיין מהירים

החוב הפיננסי של הוט צמח מ-2.5 מיליארד ₪ ל-3.1 מיליארד ₪ בשנה האחרונה, נוכח העלייה בהשקעות, חלוקת הדיבידנד ורכישת המניות במהלך החציון הראשון של 2012, והביא לעלייה במינוף, כפי שמתבטא ביחס הון העצמי למאזן שנשחק לרמה של 21% ליום 30.09.12 מרמה של 35% לתקופה המקבילה אשתקד.

החברה מציגה בשנים האחרונות מגמת צמיחה ב-EBITDA וב-FFO, לרמה של כ-1.38 מיליארד ₪ ו-1.28 מיליארד ₪ בשנת 2011, בהתאמה, כאשר בשנת 2010 הם עמדו על כ-1.23 מיליארד ₪ וכ-1.06 מיליארד ₪, בהתאמה. בשנת 2012, על אף הכניסה לסלולר, אנו מצפים לעלייה מתונה בלבד, שכן מגזר הסלולר אינו צפוי לתרום ל-EBITDA זאת כאשר הגידול בחוב צפוי להוסיף ולשחוק במידת מה את ה-FFO. כתוצאה מהשיפור האמור בתזרימים הואצו יחסי הכיסוי חוב מותאם ל-EBITDA ול-FFO וירדו לרמות של 1.9 ו-2.1, בהתאמה, בסוף רבעון שלישי 2011. כנזכר לעיל, במהלך שנת 2012 חל גידול בחוב, שהביא לשחיקה ביחסי הכיסוי לרמה של 2.7, כפי שניתן לראות בגרף. להערכתנו, בטווח הזמן הבינוני, היקף החוב ימשיך לגדול בקצב מתון ויחסי הכיסוי חוב מותאם ל-EBITDA וחוב מותאם ל-FFO ינועו ברמה של 2.7-3.0 ו-3.0-3.4, בהתאמה. טווחים אלו עדיין הולמים את דירוגה הנוכחי של הוט.

יחסי כיסוי הוט - חוב מותאם ל-EBITDA וחוב מותאם ל-FFO



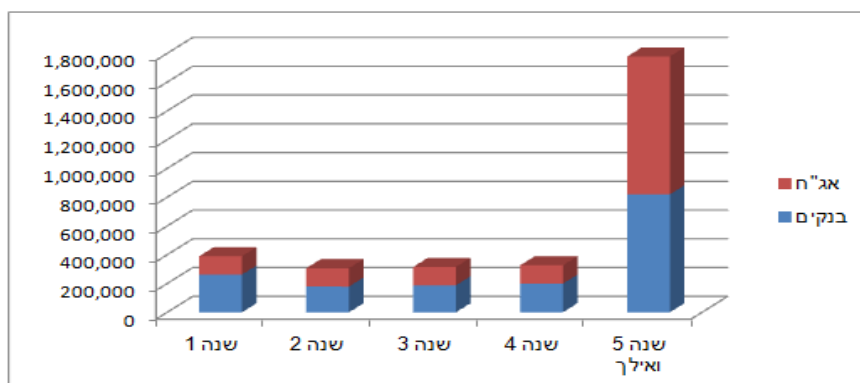
יחס כיסוי נוסף שהואט הוא Ebitda-Capex/Gross Int. Exp, אשר בוחן את התזרים, בניכוי השקעות, מול תשלומי הריבית. יחס זה עמד על 4.8 ב-2010 ועלה ל-8.0 ב-2011. ההשקעות הגדולות בהקמת תשתית הסלולר והגדלת החוב בשנה האחרונה שחקו מהותית יחס זה, אשר הואט לרמה של 2.5 בשלושת הרבעונים הראשונים של 2012, ולהערכתנו, יותר ברמות אלו בטווח הזמן הקצר.

נזילות וגמישות פיננסית נתמכות בתזרים חופשי ובמסגרות אשראי פנויות

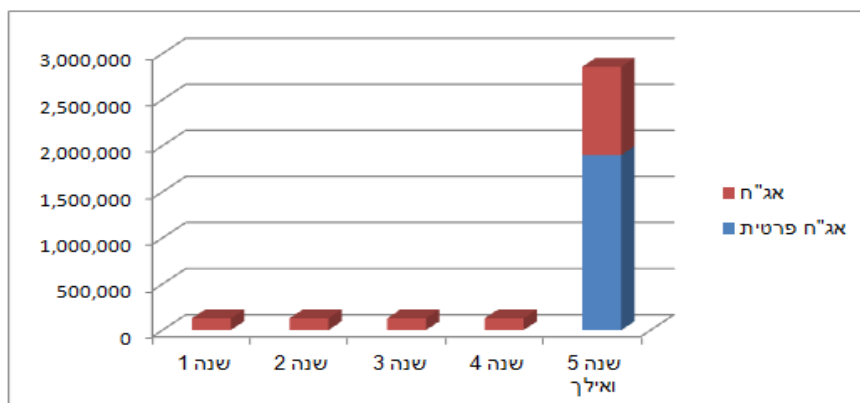
נזילות החברה נתמכת בתזרים חופשי (FCF) משמעותי יחסית בשנים האחרונות, כאשר היא שומרת על יתרות מזומנים זניחות בלבד וזאת מול עומס פירעונות נוח יחסית בשנים הקרובות. בנוסף, החברה מחזיקה ב-0.9% מהון המניות של חברת פרטנר, בהיקף של כ-27 מיליון ₪ (שווי שוק כ-35 מיליון ₪ ליום ה-29.11.12). גמישות החברה נתמכת במסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ-1.76 מיליארד ₪. כל נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים המממנים. החברה צריכה לעמוד באמות מידה פיננסיות לגורמים המממנים, בצורת יחסי כיסוי חוב (DSCR) הגבוהים מ-1.1, ולהערכת מידרוג עומדת בהם במרווח מספק.

לחברה אין מדיניות דיבידנד והיא אינה נוהגת לחלק דיבידנד בקביעות. בשנת 2011 חילקה החברה דיבידנד בהיקף של כ-365 מיליון ₪, בדומה לרווח הנקי לאותה שנה. מידרוג מצפה, כי החברה תמשיך לעמוד ביחס של FFO-Div/ DEBT הגבוה מ-25%, גם בתצורת השליטה החדשה בחברה.

לוח סילוקין נוכחי



לוח סילוקין לאחר מימון מחדש



אופק הדירוג

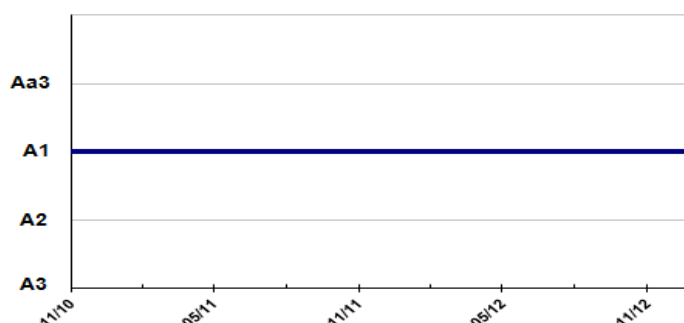
גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור האחיזה בשוק התקשורת (נתח שוק, גיוון סל השירותים), אשר ישתקף בתוצאות כספיות משופרות ויכולת שירות חוב גבוהה
- שיפור יחס הכיסוי חוב מותאם ל-EBITDA מתחת לרמה של 2.0 לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שינויים במפת התחרות, שיפגעו במיצובה של החברה
- סטייה מהותית מתרחיש הבסיס שלנו באשר לפעילות הסלולר, ובפרט באשר לעצירה בגידול נתח השוק או החרפת ההפסד התפעולי
- שינוי בהיקפי חלוקת הדיבידנד, באופן שהתזרים הפרמננטי (FFO), בניכוי הדיבידנד (ו/או סכומים המוכרזים כדיבידנד לחלוקה), לחוב פיננסי מותאם מאוחד, יהיה נמוך מ- 25%
- שינויים בהסכמי המימון באופן שיפגע בגמישות הפיננסית

היסטוריית הדירוג



9

אודות החברה

חברת הוט פועלת בעצמה ובאמצעות תאגידים מוחזקים, בכל תחומי פעילות התקשורת העיקריים: שידורי טלוויזיה רב ערוצית בכבלים, שירותי פס רחב, שירותי תקשורת פנים ארצית נייחת ולאחרונה נכנסה לתחום הסלולר, באמצעות רכישת חברת מירס. החברה מוחזקת בשיעור של 100% ע"י חברת קול החזקה בע"מ, הנשלטת ע"י איש העסקים מר פטריק דרהי, לאחר שהתקבלה הצעת רכש מלאה לחברה בנובמבר 2012.

דוחות קשורים

- [הוט – Issuer comment, ספטמבר 2012](#)
- [הוט – פעולת דירוג, ספטמבר 2011](#)

תאריך דוח: 09.12.2012

מונחים פיננסיים עיקריים

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

סולם דירוג התחייבויות

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

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 שאליה 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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011

מסמך זה, לרבות פסקה 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. 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 לסיכוני 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd). (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.