

הוט - מערכות תקשורת בע"מ

מעקב | פברואר 2014

1

מחברים:

טל טוטנאור, אנליסט
talt@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

הוט - מערכות תקשורת בע"מ

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

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 30.09.13 מיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	1123256	04/2011	3.9%	מדד	754	2014-2018
ב'	1123264	04/2011	6.9%	שקלי	587	2014-2018

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 רחבה בישראל, המקנה לה יתרון טכנולוגי וגמישות עסקית במגזרי הטלוויזיה והטלקום. תמהיל הפעילות המגוון מאפשר לחברה להציע חבילות משולבות (בעיקר טריפל) ומקנה לה יתרונות תחרותיים יחסיים כנגד מתחרותיה העיקריות.

פעילות הסלולר נמצאת בשלבי הקמה מתקדמים, אולם עדיין מסבה לחברה הפסדים כתוצאה מעלויות נדידה גבוהות. בשנה האחרונה גבר שיעור הנטישה של לקוחות החברה במגזר הכבלים, כתוצאה מפגיעה בשירות הלקוחות נוכח העברת השירות למיקור חוץ. להערכתנו, החברה תמשיך למקד תשומות ניהולית לחיזוק ערך המותג ושיפור איכות השירות בטווח הזמן הקצר והבינוני.

מיצובה העסקי הטוב של החברה תומך בפרופיל פיננסי ההולם לדירוג ומתבטא ברווחיות גבוהה יחסית ויכולת ייצור תזרימי מזומנים חזקים. כריות ההון של החברה נמוכות יחסית לדירוג, אולם מקוזזות ע"י יחסי כיסוי יציבים והולמים - אלה צפויים להישמר בטווח הזמן הקצר והבינוני. נזילות וגמישות החברה הולמות לדירוג ונשענות בעיקר על תזרים מזומנים חופשי חזק יחסית, לוח סילוקין נוח בשנים הקרובות ומסגרות אשראי חתומות בהיקפים משמעותיים, זאת למרות שהחברה אינה נוטה לשמר נכסים נזילים בשיעור מהותי יחסית להיקף החוב.

ענף התקשורת מוערך על ידינו בסיכון בינוני לאחר שחוזה עלייה בסיכון הענפי בשנים האחרונות, נוכח מאמצי הרגולטור לעודד תחרות בכל תחומי הפעילות בענף, אשר הובילה לשחיקה בפרופיל הפיננסי של מפעילות התקשורת. בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים המשך שחיקה בבסיס הלקוחות במגזר הכבלים ברוב השירותים הבודדים, למעט בחבילות (באנדרל) ובעיקר בטרופל, שם אנו צופים המשך צמיחה בבסיס הלקוחות. המשך שינוי תמהיל המוצרים יתבטא, להערכתנו, בעלייה במספר המוצרים הממוצע ללקוח ובשיפור ב-ARPU¹. מגזר הסלולר ימשיך להתרחב להערכתנו, תוך גידול בבסיס הלקוחות, אולם בקצב מתון יחסית, בדומה לשנת 2013, והמשך שחיקה ב-ARPU כתוצאה משינוי בתמהיל הלקוחות (קיטון הלקוחות ה-IDEN וגידול ב-UMTS), לצד המשך התחרות במגזר בטווח הזמן הקצר. למרות זאת, אנו מעריכים כי תוצאות מגזר הסלולר ישופרו בעיקר כתוצאה מהקטנת הוצאות השלמת שיחה.

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו להמשך החזקה בנתחי שוק משמעותיים בכל מגזרי התקשורת, אשר יסבו לחברה תזרימים חזקים, תוך שמירה על יחסי כיסוי נאותים וגמישות פיננסית טובה.

¹ Average Revenue Per User

הוט - נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ₪:

2009	2010	2011	2012	30.9.2012	30.9.2013	
3,129	3,254	3,374	4,192	3,126	3,182	הכנסות
236	445	537	376	327	383	רווח תפעולי
85	106	341	79	69	117	רווח נקי
1,100	1,228	1,381	1,470	1,119	1,233	EBITDA
35%	38%	41%	35%	36%	39%	EBITDA %
956	1,059	1,282	1,165	896	1,019	* FFO
683	647	508	1,129	762	530	CAPEX
-	-	480	-	-	93	תשלום בגין רכישת מירס
-	-	-	549	549	-	דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות
5,473	5,389	6,645	7,165	7,028	6,894	סך הנכסים במאזן
1,411	1,521	1,931	1,445	1,451	1,567	הון עצמי
3,022	2,511	2,500	3,421	3,112	3,241	חוב פיננסי
26%	28%	29%	20%	21%	23%	הון עצמי למאזן
68%	62%	54%	67%	64%	64%	חוב ל-CAP
2.7	2.0	1.8	2.3	2.1	2.0	חוב פיננסי / EBITDA
3.2	2.4	1.9	2.9	2.6	2.5	חוב פיננסי / FFO
2.9	2.2	2.3	2.9	2.7	2.4	חוב פיננסי מותאם ** / EBITDA
3.3	2.6	2.5	3.6	3.3	3.0	חוב פיננסי מותאם ** / FFO

* FFO מתוקנן: בתוספת סעיף הפרשה להוצאות משפטיות ביכוי מגן מס

** חוב פיננסי מותאם כולל יתרת ספקים כנגד רכוש קבוע, חבות בגין רכישת מירס והתחייבות בגין חכירות מימוניות. בשונה מדוחות קודמים, אין אנו מתאמים בגין חבות למס הכנסה ואק"ם

3

פירוט גורמי מפתח בדירוג

סיכון ענפי בינוני, נוכח תחרות אינטנסיבית ורגולציה כבדה המעודדת תחרות

סיכון הענף 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 ענף התקשורת. המגזר הנייד, המהווה חלק מהותי מענף התקשורת (כ- 50% מהכנסות הענף לסוף שנת 2012), אופיין בריכוזיות ונשלט ע"י שלוש שחקניות עיקריות. הסגמנט היה שריו בשיווי משקל עד לשנת 2011, אולם ספג מספר מהמורות רגולטוריות בשלוש השנים האחרונות, שמטרתן עידוד תחרות ע"י הקטנת חסמי הכניסה - בדמות הפחתת דמי הקישוריות, ביטול קנסות היציאה, נידוד מספרים ומתן רישיונות למפעילים חדשים. רמת אי הוודאות בסגמנט זה הובילה את השחקניות הקיימות להעמיק את התחרות בין לבין עצמן במהלך שנת 2011, מהלך שהוביל לשחיקת המחירים והרווחיות. בנוסף, כניסת מפעילים חדשים בשנים אלה ובעיקר הוט מובייל וגולן טלקום, תוך חדירה דרך נקיטת אסטרטגיית מחיר אגרסיבית, הוציאה את הענף משיווי משקל. מידרוג צופה, כי חוסר היציבות בענף ימשך בטווח הזמן הקצר, אולם בעוצמה פחותה, כאשר מנגד, פוטנציאל ההתייעלות של החברות בענף מוגבל (ללא פגיעה במיצובן העסקי), נוכח מהלכי התייעלות שכבר בוצעו.

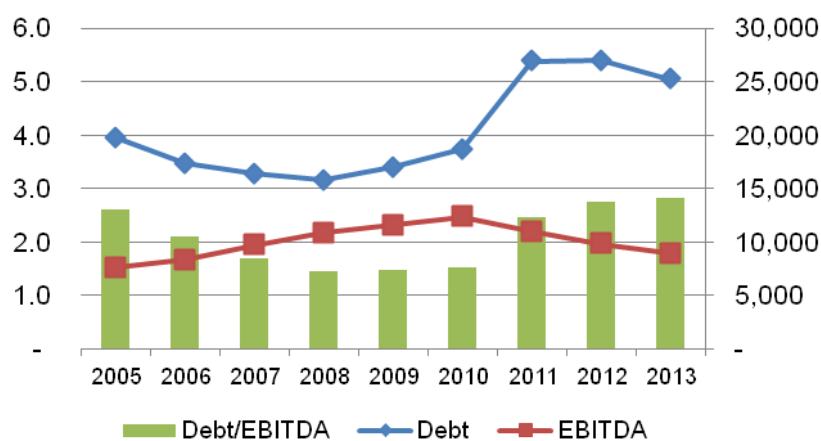
רמת התחרות במגזר הנייח צפויה אף היא להתגבר, נוכח המשך מאמצי הרגולטור לכונן שוק סיטונאי, תהליך שיוביל להערכתנו לשחיקה מסוימת ב- ARPU ולהסגת ביקושים חלקית בטווח הזמן הבינוני. נציין כי במגזר זה רמת הוודאות גבוהה יותר, כאשר השאלה המרכזית שנותרה פתוחה היא רמת התמחור וההסכמות שיגיעו אליהן בעלות התשתית וחברות הסלולר בנוגע לשימוש בתשתיות, כתלות בהחלטת הרגולטור. להערכת מידרוג, ה- ARPU והרווחיות ממני

אינטרנט צפויים לגדול בטווח הזמן הקצר וזאת נוכח גידול בקצבי השימוש והמשך מגמה של מעבר לקוחות לשימוש ברשתות מתקדמות. לגבי מגזר הטלוויזיה הרב ערוצית, אנו צופים גידול בתחרות לצד חדירה של טכנולוגיות חדשות במהלך טווח הזמן הבינוני בעיקר, נוכח הנמכת חסמי הכניסה (דרך הקמת שוק סיטונאי) וכניסת מפעילות סלולאריות לטלוויזיה על גבי האינטרנט (IPTV), VOD אינטרנטי ומאמצי הרגולטור לייצר תחרות בשוק זה (חבילה צרה). נציין כי, להערכתנו, עלויות התוכן יהיו גורם מכריע שיקשה על כניסת תחרות לסגמנט ויצמצם הסטט ביקושים.

להערכתנו, השפעת מיזם הסיבים האופטיים של חברת החשמל, אשר עדיין שרוי תחת אי וודאות להקמתו ולכדאיותו, תתבטא בטווח הזמן הקצר והבינוני בעיקר בהקדמת השקעות ושדרוג תשתיות רחב פס ע"י חברות התשתית הקיימות לצורך יצירת יתרונות יחסיים וחדירה מוקדמת לשוק עם תשתית של סיבים אופטיים. ענף התקשורת מאופיין 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 ובהמשך להערכותינו הקודמות, יתכנס ענף התקשורת, בטווח הזמן הבינוני למספר קבוצות תקשורת שיספקו את מכלול השירותים בענף. ביטוי לתחרות, לשחיקת המחירים והרווחיות, כאמור, ניתן לראות בשחיקה מתמשכת ביכולת יצור התזרימים המצרפית של הענף, כפי שמופיע בגרף מטה, כאשר בשנים אלה חל גידול משמעותי ברמת המינוף של ענף התקשורת ועם מגמה זו עלייה בסיכון הענפי, כנזכר לעיל.

התפתחות יחס הכיסוי חוב ל- EBITDA בענף התקשורת² בשנים 2005-2013



מקור: עיבודי מידרוג לדוחות הכספיים של חברות התקשורת הציבוריות: הוט, בזק, סלקום ופרטנר

מיצוב עסקי גבוה, התומך בשימור הפרופיל הפיננסי של החברה למרות השפעות אקסוגניות שליליות

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 ניחת, הפרוסה בכל רחבי ישראל ומקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי בתחומי הטלוויזיה בכבלים והמגזר הנייח. החברה פועלת בשנים האחרונות לחיזוק ערך המותג ובידול באמצעות הפקות מקור. תמהיל הפעילות המגוון מאפשר לחברה להציע חבילות משולבות (טריפל), מקנה לה יתרון תחרותי מול המתחרות העיקריות (שחלקן מנועות רגולטורית מלהציע באנדל ולאחרות אין את מכלול

² חברות טלקום וסלולר ציבוריות וחברת הטלוויזיה הרב ערוצית - די.בי.אס (YES).

השירותים) ומקטין משמעותית את שיעורי הנטישה. בנוסף, פיזור הפעילות מאפשר לחברה לספוג תמורות אקסוגניות - בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים. להערכת מידרוג, בטווח הזמן הבינוני, ולאחר כיסוי מלא של הרשת (עצמאית או בשיתוף פעולה עם פרטנר) צפוי סגמנט הסלולר לתרום להמשך ביסוסה של החברה כקבוצת תקשורת וליצירת סינרגיה עם תחומי הפעילות האחרים, תוך הורדת ה-Churn Rate וחיזוק המותג.

החברה ספגה פגיעה תדמיתית בחציון השני של 2013 בשל הוצאת מערך השירות למיקור חוץ, אשר לוה בשביתות ורעש תקשורתי וזאת לאחר תהליך ארוך של חיזוק ערך המותג של החברה. תהליך המעבר גרם לפגיעה באיכות השירות והגביר את קצב הנטישה (נטו) ל-27 אלף לקוחות כבלים ברבעון, לעומת נטישה ממוצעת של 13 אלף לרבעון בשנה האחרונה. נציין כי בחבילות הטריפל הציגה החברה גיוס חיובי כחלק מהאסטרטגיה של החברה, עובדה המהווה גורם חיובי בדירוג. מידרוג צופה כי קצב הנטישה יואט ב-2014 עם התאקלמות מערך השירות החדש. שיעור הנטישה נטו עדיין צפוי להיות גבוה ברוב השירותים למעט בשירותי הטריפל, גם בשל החרפת התחרות הצפויה ברוב הסגמנטים של ענף התקשורת, שתלווה להערכתנו בהצעת מוצרים תחליפיים טובה יותר בטווח הזמן הבינוני (IPTV, DTT מורחב, VOD אינטרנטי).

זה ילווה להערכת מידרוג, בכינונו של שוק סיטונאי שלו 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 קיטון בבסיס הלקוחות של החברה במגזר הכבלים. עם זאת, גידול בממוצע המוצרים ללקוח, שעומד היום על 2.02 לעומת 1.93 אשתקד, לצד עלייה בקצבי הגלישה, צפויים להמשיך לשפר את ה-ARPU. שוק הסלולר מצוי עדיין בתחרות חריפה על נתחי שוק אשר מביאים לירידות מחירים, אם כי קצב ירידות המחירים התמתן. להערכתנו, הוט מובייל תמשיך בגיוס הלקוחות, אם כי בקצב מתון, תוך המשך שחיקה שולית ב-ARPU גם נוכח המשך קיטון במצבת לקוחות IDEN (מירס).

התייעלות תפעולית ושיפורים טכנולוגיים הובילו לשיפור הרווחיות חרף העמקת ההפסד במגזר הנייח

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 הכבלים מהווה את החלק הארי בתרומה ל-EBITDA. החברה הציגה שיפור בשיעורי הרווחיות בשנה האחרונה, וזאת על אף העמקת ההפסדים במגזר הסלולר. פעילות הכבלים הציגה שיפור מהותי בשיעור הרווח התפעולי מ-17% ב-2012 ל-24% לתשעת החודשים הראשונים של 2013, נוכח התייעלות תפעולית (צמצום הוצאות שכר, הורדת מחירים לספקי התוכן וספקים אחרים, וירידה בהוצאות התחזוקה בשל שיפורים טכנולוגיים לצד תשתית וציוד חדישים יותר) וצפויה להיוותר טובה, נוכח המשך שיפור ושליטה במבנה ההוצאות והמשך שינוי בתמהיל חבילות השירות לטובת באנדלים. פעילות הסלולר, תמשיך, להערכתנו, להציג הפסדים בשנה הקרובה בעיקר בשל עלויות כבדות של הוצאות השלמת שיחה. היקף כיסוי האוכלוסייה ליום 30.09.13 עומד על 63%. בתרחיש הבסיס שלנו, אשר כולל שיתוף פעולה עם פרטנר בהקמת והפעלת רשת דור 4 (LTE), מגזר הסלולר יתרון רווחי לאחר סיום הסכם הנדידה הנוכחי בסוף 2014 תוך החלפת הוצאות הנדידה הגבוהות בפחת נמוך בצורה ניכרת. בתרחיש של פריסת רשת LTE עצמאית החברה תתקשה לייצר רווח מהפעילות בטווח הזמן הבינוני. שת"פ עם פרטנר (או מפעיל סלולר אחר אשר ישתתף בהוצאות) צפוי להביא לחסכון משמעותי בהשקעות ולשיפור בתזרים החופשי.

בהשוואה למתחרה הישירה בזק, בשקלול עם תוצאות די.בי.אס (יס), שיעורי הרווחיות של החברה נמוכים בצורה ניכרת, אם כי אנו מעריכים כי הפער יצטמצם חלקית לאחר התייצבות פעילות הסלולר.

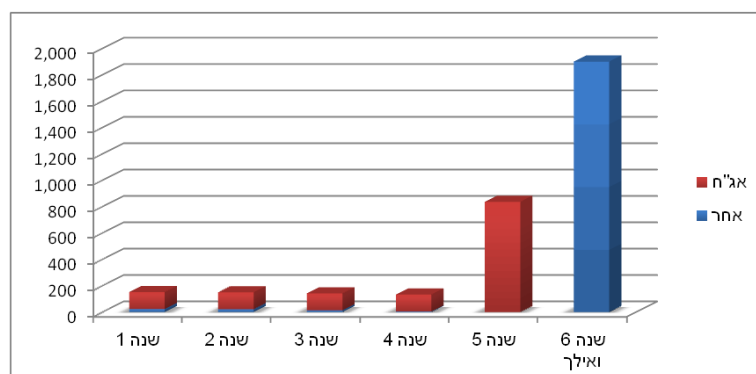
מינוף מאזני גבוה יחסית לדירוג יחסי כיסוי ההולמים את רמת הדירוג, צפויים להישמר בטווח אופק הדירוג

היקף החוב הפיננסי המותאם של החברה ליום ה- 30.09.2013 עמד על כ-3.8 מיליארד ₪ וזאת לאחר שבדצמבר 2012 ביצעה החברה החלפת חוב בנקים בחוב מחברת האם אלטיס בהיקף של 1.9 מיליארד ₪ לפירעון כבולט בשנת 2019. החברה מאופיינת במינוף מאזני גבוה יחסית לדירוג, בשיעור הון למאזן של 23% ליום 30.09.2013, אשר פוגם ביכולתה להתמודד עם אתגרים חיצוניים לא צפויים, אולם זה נמוך יחסית בהשוואה למתחריה העיקריים בענף התקשורת. להערכתנו, יחס ההון למאזן לא צפוי להשתפר משמעותית ותלוי גם בהיקפי הדיבידנדים שהחברה תחלק ובצרכי שירות החוב של החברה האם. מידרוג מצפה, כי החברה לא תרד מיחס (FFO-DIV) לחוב מותאם, 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. להערכתנו נראות התזרים של החברה נותרה טובה יחסית והיא צפויה להציג יציבות בהיקפו בטווח הזמן הקצר והבינוני. התזרים החזק תומך ביחסי כיסוי מהירים יחסית, ההולמים את הדירוג. ליום ה- 30.09.2013 עמדו יחסי הכיסוי חוב מתואם ל-EBITDA וחוב מתואם ל-FFO על כ-2.4 ו-3.0, בהתאמה. להערכת מידרוג, כפי שנלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב המתואם ל-EBITDA והחוב המתואם ל-FFO, צפויים להשתפר מעט לרמה של 2.2 ו-2.7, בהתאמה, בשנה הקרובה. יחס כיסוי הריבית EBITDA-Capex/Int. Exp, אשר בוחן את התזרים בניכוי השקעות, מול תשלומי הריבית - שופר מהותית מ-1.4 לשנת 2012 ל-3.4 לתשעת החודשים הראשונים של 2013 הודות לגידול ה-EBITDA וצמצום ההשקעות. יחס זה צפוי להישחק מעט עם הרחבת ההשקעות והקמת רשת ה-LTE.

נזילות וגמישות פיננסית הולמות, הנתמכות בתזרים חופשי ובמסגרות אשראי פנויות

נזילות החברה נתמכת בתזרים חופשי (FCF) משמעותי יחסית בשנים האחרונות, למרות FCF שלילי וחריג בשנת 2012 נוכח השקעות גבוהות, דיבידנד ורכישת מניות באוצר, אשר הביאו לתזרים חופשי שלילי של כ-739 מ' ₪. החברה שומרת על יתרות נזילות מועטות, ומחזיקה ב- 0.9% מהון המניות של פרטנר, בהיקף של כ-35 מ' ₪ לפי שווי ספרים (שווי שוק של כ-45 מ' ₪ ליום 10.02.14). הנכסים הנזילים של החברה מהווים כ-2% מהחוב. מידרוג מעריכה כי החברה צפויה לייצר RCF מהותי בטווח הזמן הקצר והבינוני (לאחר תשלום דמי ניהול עפ"י ההסכם אשר חתמה עם אלטיס המוערך בכ-60 מ' ₪ לשנה), כאשר קיימת אי ודאות לגבי היקף חלוקת הדיבידנד בטווח הזמן הבינוני. כאמור, במהלך 2012 ביצעה החברה החלפת חוב בנקאי, אשר הקטינה משמעותית את עומס הפירעונות בשנים הקרובות ותומכת ביכולת החברה לשרת את קרן האג"ח, כאשר החוב לחברה האם צפוי להיפרע לאחר פדיון סופי של קרן האג"ח. גמישות החברה נתמכת במסגרות אשראי פנויות בהיקף של כחצי מיליארד ₪. כל נכסי החברה משועבדים לחוב אלטיס. לחברה אמות מידה וביניהם חוב ל-EBITDA שלא יעלה על 6 - בהם היא עומדת במרווח מספק.

לוח סילוקין ליום 30.09.13, במיליוני ש"ח



אופק הדירוג

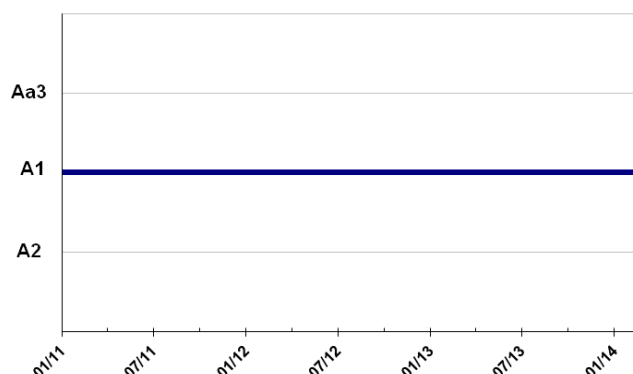
גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול בנתח השוק (בעיקר בפעילות השידורים והסלולר) אשר יתרמו לגידול בהכנסות ובשיעורי הרווחיות
- שיפור יחס הכיסוי חוב מותאם ל-EBITDA מתחת לרמה של 2.0 לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שינויים במפת התחרות או רגולציה שיפגעו במיצובה של החברה
- ירידה משמעותית בנתחי שוק, הכנסות או רווח תפעולי
- חלוקת דיבידנד, באופן שהתזרים הפרמננטי (FFO), בניכוי הדיבידנד (ו/או סכומים המוכרזים כדיבידנד לחלוקה), לחוב פיננסי מותאם, יהיה נמוך מ- 25%

היסטוריית הדירוג



7

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 - באמצעות רכישת חברת מירס. 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.

דוחות קשורים

- [הוט - פעולת דירוג, דצמבר 2012](#)
- [ענף התקשורת מתודולוגיית דירוג \(יוני 2011\)](#)

תאריך דוח: 11.02.2014

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 מימונית.	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 בציוד, 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 הונית - 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.	

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

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 שרותי 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 זמנית, המודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.