

הוט - מערכות תקשורת בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2011

1

מחברים:

אבי בן-נון, אנליסט

avib@midroog.co.il

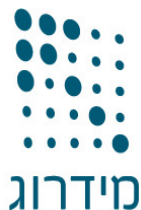
פבל יופה, ראש צוות

pavel@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר - דיין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il



הוט - מערכות תקשורת בע"מ

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

הדירוג ניתן לאגרות חוב, שחברת הוט - מערכות תקשורת בע"מ ("הוט" או "החברה") שוקלת להנפיק, בסך של עד 1,000 מיליון ש"ח. מח"מ הסדרה 4.5-5 שנים.

לתמורת ההנפקה טרם נקבע ייעוד ספציפי והוט שוקלת אפשרויות שונות, ובלבד שיחס חוב מותאם ל-EBITDA לא יעלה על 3. נציין כי החברה לא חילקה דיבידנד בשנים האחרונות, אולם, להערכת מידרוג, צפויה לאמץ נהג של חלוקת דיבידנד. למועד זה, טרם התקבלה בחברה החלטה בדבר מדיניות חלוקת דיבידנד. הדירוג מתבסס על הנחת מידרוג, כי לא תבוצע חלוקת דיבידנדים אם היחס בין התזרים הפרמננטי (FFO), בניכוי הדיבידנד (ו/או סכומים המוכרזים כדיבידנד לחלוקה), לחוב פיננסי מותאם¹, יהיה נמוך מ-25%.

מבנה ומועד ההנפקה טרם נקבעו. רק לאחר שיומץ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בפרופיל העסקי של החברה, הכולל תמהיל פעילות, החולש על מרבית תחומי התקשורת, עם נתחי שוק מהותיים בתחומי הפעילות, מבעלות על תשתית תקשורת נייחת ("כבלים"), המקנה לה מעמד אסטרטגי בתחומי הפעילות. החברה נהנית ממיצוב פיננסי גבוה יחסית, הנתמך בצמיחה מתמשכת בהכנסות, תוך שיפור ברווחיות בשנת 2010. לחברה יכולת השבת רווחים גבוהה ובסיס לקוחות רחב וכפועל יוצא - תזרימי מזומנים חזקים ויציבים בשנים האחרונות, בעלי נראות גבוהה יחסית, בטווח הזמן הקצר והבינוני. לחברה איתנות פיננסית טובה, הנתמכת ביחסי כיסוי מהירים יחסית, נוכח קיטון בחוב ושיפור תזרימי המזומנים. יחסי הכיסוי תואמים את הדירוג ובעלי פוטנציאל שיפור, באמצעות תהליכי התייעלות פנימית בעיקר והרחבת פעילות במגזר העסקי, נתח משמעותי יותר של לקוחות הצורכים מוצרים מתקדמים וחבילות המוצרים ושינוי בתמהיל בסיס הלקוחות בטלוויזיה רב ערוצית (עליה במספר ובמשקל בבסיס הלקוחות של לקוחות דיגיטליים) תוך שיפור ההכנסה הממוצעת ממנו (ARPU). רמת המינוף של החברה נמוכה יחסית לחברות בענף התקשורת.

לצד היותו של ענף התקשורת דפנסיבי ובעל ביקושים יציבים, הענף מאופיין ברמת רגולציה כבדה, החותרת להרחיב את מידת התחרות ויוצרת אתגר עבור החברה לגבי המשך מגמת השיפור בתוצאות הכספיות. בנוסף, החברה מאופיינת בקצב השקעות הוניות גבוה יחסית וצפי להתחלת חלוקת דיבידנדים, המהווה חלק מהסכם המימון המתגבש מול הבנקים, אשר צפויים לשחוק את התזרים החופשי (FCF) של החברה. נציין לחברה נקבעו אמות מידה פיננסיות עדכניות במסגרת הסכם המימון הבנקאי, אשר נחתם עם מספר תאגידים בנקאיים ועולה כי החברה עומדת במרווח מספק באמות מידה אלו.

¹ היחס חושב לאחר התאמות לחוב ו-FFO (12 חודשים אחרונים). חוב פיננסי מותאם כולל חוב פיננסי (תאגידים בנקאיים, אג"ח) בתוספת התחייבויות נוספות, חלקן חוץ מאזניות מסוג יתרת ספקים כנגד רכוש קבוע, התחייבויות לממשלה בגין רשת הכבלים, התחייבויות בגין תמלוגים לזכויות יוצרים, והתחייבויות תלויה הנובעת ממחלוקת בין החברה ובין רשות המיסים. בגין כל הסכומים אלה הוסיפה מידרוג לחוב הפיננסי סך של כ-600 מיליון ש"ח. בנוסף, ביצעה מידרוג התאמה ל-FFO - תוספת של כ-200 מיליון ש"ח, בגין הפרשה לזכויות יוצרים כהפרשי עיתוי.

אופק הדירוג היציב נתמך בנזילות טובה יחסית, בנגישות של החברה למקורות מימון אשר נמצאת במגמת שיפור וביכולת ייצור פנימית של תזרימי מזומנים טובה ויציבה יחסית.

הוט (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים - מיליוני ₪ :

2007	2008	2009	2010	
נתונים תוצאתיים עיקריים				
2,627	2,972	3,129	3,254	הכנסות
53	93	85	106	רווח נקי
864	1,011	1,084	1,223	EBITDA
581	597	677	648	CAPEX
283	529	407	580	EBITDA-CAPEX
נתונים מאזניים עיקריים				
5,662	5,586	5,473	5,389	סך הנכסים
62%	60%	59%	60.5%	מזה רכוש קבוע
1,241	1,312	1,411	1,521	הון עצמי
3,267	3,044	2,852	2,424	חוב פיננסי בניכוי מזומן מיועד
איתנות פיננסית				
22%	23%	26%	28%	הון עצמי למאזן
72%	70%	68%	62%	חוב ל-CAP
יחסי כיסוי				
33%	34%	35%	38%	EBITDA/הכנסות
3.8	3.0	2.6	2.1	חוב פיננסי ברוטו/ LTM EBITDA
4.7	3.4	3.2	2.8	חוב פיננסי ברוטו/ LTM FFO
2.1	3.0	3.0	4.8	LTM EBITDA-CAPEX / הוצ' מימון
יחסי כיסוי מתואמים				
NA	NA	NA	2.6	חוב פיננסי מתואם*/ LTM EBITDA
NA	NA	NA	2.8	חוב פיננסי מתואם**/ LTM FFO
יחס שהוגדר בדירוג				
NA	NA	NA	35%	חוב FFO-DIV***

* חוב פיננסי מותאם כולל חוב פיננסי (תאגידים בנקאיים, אג"ח) בתוספת התחייבויות נוספות, חלקן חוץ מאזניות מסוג יתרת ספקים כנגד רכוש קבוע, התחייבויות לממשלה בגין רשת הכבלים, התחייבויות בגין תמלוגים לזכויות יוצרים, והתחייבויות תלויה הנובעת ממחלוקת בין החברה ובין רשות המיסים. בגין כל הסכומים אלה הוסיפה מידרוג לחוב הפיננסי סך של כ-600 מיליון ₪ ב-2010 ו-700 מיליון ₪ ב-2009.

** מידרוג ביצעה התאמה ל-FFO - תוספת של כ-200 מיליון ₪, בגין הפרשה לזכויות יוצרים כהפרשי עיתוי בשנת 2010.

*** החברה טרם החליטה על חלוקת דיבידנד, לפיכך היחס בעצם הינו היחס של FFO מותאם לחוב מותאם.

למידע נוסף - ראה דוח מעקב שנתי, שפורסם בחודש נובמבר 2010.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מהותי במיצוב (נתח השוק בתקשורת), אשר ישתקף בתוצאות הכספיות וביחסי הכיסוי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שינויים במפת התחרות, שיפגעו במיצובה של החברה
- הרעה בתוצאות הכספיות, בין היתר, עליה ביחס חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA ל- 3 ומעלה
- חלוקת דיבידנדים, כאשר התזרים הפרמננטי (FFO), בניכוי הדיבידנד (ו/או סכומים המוכרזים כדיבידנד לחלוקה), לחוב פיננסי מותאם, יהיה נמוך מ- 25%

אודות החברה

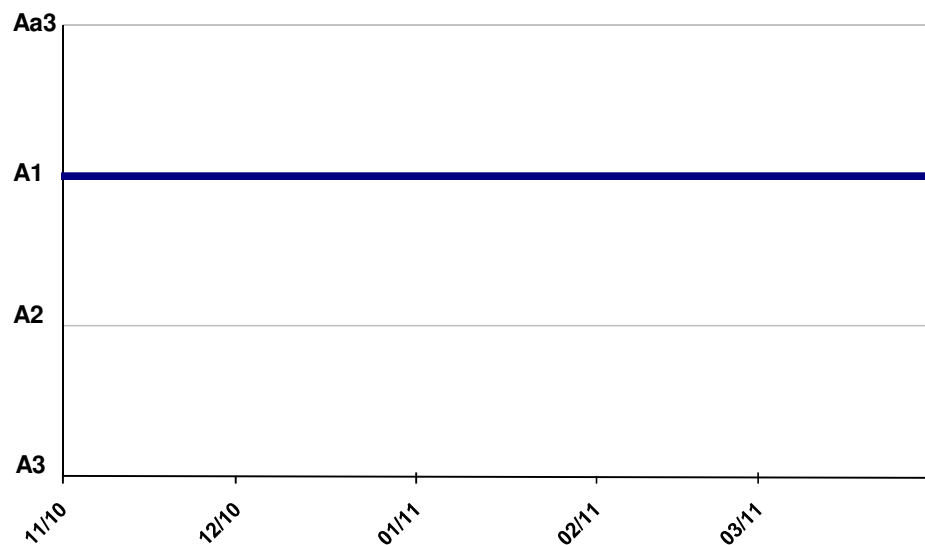
הוט - מערכות תקשורת בע"מ הינה חברה ציבורית, הפועלת באופן עצמאי ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים: שידורי טלוויזיה רב ערוצית למנויים ושידורי בזק פנים ארציים נייחים, הכוללים, בין היתר, גישה לספקי אינטרנט, שירותי טלפוניה נייחת ושירותי תמסורת ותקשורת נתונים.

החברה הינה חברת תשתיות הפועלת בתחום התקשורת והינה החברה השנייה בישראל, בנוסף לבזק, שבבעלותה תשתית תקשורת נייחת בפריסה ארצית רחבה.

תחומי הפעילות העיקריים של החברה הינם: שידורי טלוויזיה רב ערוצית למנויים ושירותי בזק פנים ארציים (בעיקר שירותי גישה לאינטרנט וטלפוניה קווית)

בעל השליטה בחברה הינו מר פטריק דרהי, המחזיק² בכ- 51.7% ממניות החברה.

² באמצעות חברה פרטית, בשליטתו המלאה- קול החזקות בע"מ ("קול").



מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאין 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 פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + 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 הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * 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

© 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 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 צריכה 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 בייעוץ 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.