

הוט - מערכות תקשורת בע"מ

אוקטובר 2010

דוח דירוג ראשוני

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

A1

אג"ח סדרה א'

הדירוג ניתן לאגרות חוב, שהוט - מערכות תקשורת בע"מ ("הוט" או "החברה") שוקלת להנפיק, בסך של עד 1,000 מיליון ₪ ע.נ. תמורת ההנפקה מיועדת להחלפת חוב בנקאי בסכום זהה.

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%. בהתאם לנתוני המחצית הראשונה של 2010, עומד היחס על כ- 30%.

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.

פרופיל החברה

הוט - מערכות תקשורת בע"מ (להלן: "הוט" או "החברה") 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 מסורת ותקשורת נתונים.

פעילות החברה, במתכונתה הנוכחית, החלה בשנת 2006. זאת לאחר רכישת חברות הכבלים האחרות שפעלו בישראל (קבוצת תבל, קבוצת ערוצי זהב) ע"י החברה (מת"ב בשמה הקודם) ומיזוגן במהלך שנת 2006. במקביל להשלמת עסקת המיזוג, נחתם הסכם מימון עם קונסורציום הבנקים, שמטרתו להסדיר את החוב הבנקאי הקיים ואת מקורות המימון שיועמדו לחברה לצורך מימון הפעילות השוטפת ופעילות ההשקעות.

החברה הינה חברת תשתיות הפועלת בתחום התקשורת והינה החברה השנייה בישראל, בנוסף לבזק, שבבעלותה תשתית תקשורת נייחת בפריסה ארצית רחבה. החברה פועלת בענפים עתירי השקעה בתשתית ובטכנולוגיה, אשר משתנה בקצב מהיר יחסית, תוך יצירת מוצרים ותחליפים חדשים. כמו כן, הסביבה בה פועלת החברה, מוגדרת במידה ניכרת ע"י הרגולציה ומדיניות הענקת רישיונות. שינויים רגולטורים, גם הם גורמים להגברת התחרות ולשינויים במפת המתחרים ומוצרים ותחליפים.

תשתית הכבלים של החברה הוקמה בשנות ה- 90 ע"י חברות הכבלים לצורך אספקת שידורי טלוויזיה רב ערוצית. בעקבות פתיחת שוק התקשורת לתחרות, התאפשר לחברות הכבלים לספק גם שירותי תקשורת פנים ארציים נייחים אותם החלה לספק בשנת 2002. תחילה סיפקה החברה שירותי גישה (הולכה) לאינטרנט מהיר רחב פס והחל משנת 2004 מספקת חברה שירותי טלפוניה.

במהלך שנת 2009 רכש מר פטריק דרהי² באופן הדרגתי 44.76% מהון המניות של החברה, חלקן נרכשו ממספר בנקים ישראלים, אשר היו בעבר בעלי עניין בחברה, וחלקן בדרך של הצעת רכש לבעלי המניות של החברה.

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 היוצרים, והתחייבויות תלויה הנובעת ממחלוקת בין החברה ובין רשות המיסים. בגין כל הסכומים אלה הוסיפה מידרוג לחוב הפיננסי סך של כ- 700 מיליון ₪. בנוסף, ביצעה מידרוג התאמה ל- FFO - תוספת של כ- 165 מיליון ₪, בגין ההפרשה לזכויות יוצרים כהפרשי עיתוי.

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

2007	2008	2009	H1/09	H1/10	
נתונים תוצאתיים עיקריים					
2,627	2,972	3,129	1,544	1,610	הכנסות
53	92	77	56	7	רווח נקי
864	1,011	1,084	532	607	EBITDA
581	597	677	348	359	CAPEX
283	529	407	184	248	EBITDA-CAPEX
נתונים מאזניים עיקריים					
5,662	5,585	5,464	5,447	5,301	סך הנכסים
62%	60%	59%	61%	61%	מזה רכוש קבוע
1,241	1,311	1,402	1,372	1,403	הון עצמי
3,267	3,041	2,850	2,970	2,681	חוב פיננסי
איתנות פיננסית					
23%	23%	26%	25%	26%	הון עצמי למאזן
72%	70%	68%	68%	66%	חוב ל-CAP
יחסי כיסוי					
33%	34%	35%	34%	38%	EBITDA/הכנסות
3.8	3.0	2.6	2.8	2.2	חוב פיננסי/LTM EBITDA
4.7	3.4	3.2	3.2	2.6	חוב פיננסי/LTM FFO
2.1	3.0	3.0	3.7	4.3	LTM EBITDA-CAPEX/הוצ' מימון

בעלות וניהול

הוט הינה חברה ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה בת"א. בעל המניות העיקרי בחברה הוא מר פטריק דרהי, המחזיק 44.76%³ ממניות החברה. המניות נרכשו באמצעות חברה פרטית שבבעלותו המלאה - קול החזקות בע"מ ("קול"). בעלי המניות העיקריים האחרים בחברה הם משפחת פישמן⁴ ומשפחת מוזס⁵.

בין כמה מבעלי המניות העיקריים והבנקים המממנים, וכן בין כמה מבעלי המניות העיקריים בינם לבין עצמם, קיימים הסכמי בעלי מניות הכוללים, בין היתר, זכות סירוב ראשונה הדדית (ובמקרים מסוימים זכות הצעה ראשונית לקול).

השדרה הניהולית בחברה מורכבת בחלקה ממנהלים חדשים, אם כי בעלי ידע וניסיון בתחום אחרותם. לחלק מאנשי המפתח ניסיון בינ"ל בתחום התקשורת בכלל ובתחום תשתיות התקשורת בפרט. שדרת הניהול מתמקדת בחיזוק היעילות התפעולית והאינטגרציה בתוך החברה. להערכת מידרוג, לפיתוח העסקי יסייע הניסיון הקודם של חלק מהמנהלים בקידום ופיתוח פעילויות דומות באירופה.

³ ביום 26.10.10 נחתמו הסכמים בין קול לבין בעלי המניות העיקריים האחרים. לפי ההסכם עם קבוצת פישמן, תרכוש קול כ- 6% נוספים ממניות החברה. בהתאם להסכם עם ידיעות תקשורת, העניקה קול לידיעות תקשורת אופציית PUT לרכישת 13.2% ממניות החברה ואילו ידיעות תקשורת העניקה לקול אופציית Call לרכוש מידיעות תקשורת את מניות האופציה באותו מחיר מימוש. האופציה תהיה ניתנת למימוש במהלך חודש יוני 2011. ההסכמים מכילים מספר תנאים מתלים להשלמתם. לפרטים נוספים, דיווח החברה לבורסה מיום 27.10.10

⁴ באמצעות: נכסי משפחת פישמן בע"מ (6.56%), מוניטין עיתונות אחזקות (1985) בע"מ (3.46%), נכסי משפחת פישמן ניהול (1988) בע"מ (2.59%)

⁵ באמצעות ידיעות תקשורת בע"מ (16.79%)

ענף התקשורת, בכללותו, מוערך ע"י מידרוג כענף בעל סיכון בינוני - נמוך, וזאת בעיקר בשל אופיו הקמעונאי וביקוש יציב. מנגד, הפעילים בענף חשופים לשינויים טכנולוגיים תכופים ורגולציה, אשר יוצרים מידה של אי ודאות לגבי כניסתם של מתחרים חדשים לענף, מבנה תעריפים ופיתוח מוצרים חדשים/תחליפיים.

לענף חסמי כניסה ויציאה גבוהים יחסית הכוללים את הצורך בקבלת רישיונות, בהשקעות פיננסיות גבוהות בתשתית שידורים בצידוד הקצה, בידע נצבר רב, הן בתחום התשתיות והטכנולוגיה והן ברכש (ציוד ותוכן כאחד). עם זאת, חסמים אלה פחתו באופן משמעותי באמצעות חקיקה אשר אפשרה, בין היתר, נייודות המספרים, אשר הפחיתה חסמי כניסה לשוק, וחיזקה את התחרות בתחום.

החברות הפועלות בענף מתבססות על רישיונות, שמנפיק משרד התקשורת. הרישיונות קובעים תנאים והגבלות ביחס לאופן אספקת שירותים ללקוחות, במגוון רחב של היבטים כולל הדרישות והמפרטים טכניים.

חקיקה ענפה מסדירה את פעילות שוק התקשורת בישראל וזו כפופה לפיקוח של משרד התקשורת ושל המועצה לשידורי כבלים ולווין. הנושאים המפוקחים הינם, בין היתר, מחירי השירותים, הסכמים עם מנויים, העלאתם והורדתם של ערוצים חדשים לשידור. החברה הוכרזה כמונופול בתחום שידורי הטלוויזיה הרב ערוצית ובהתאם רשאי הממונה על הגבלים עסקיים ליתן לחברה הוראות על פי חוק ההגבלים העסקיים. הפעילות כפופה גם לחקיקה הצרכנית, תחום שגם הוא נתון לשינויים רבים.

תחום הטלוויזיה הרב ערוצית - שוק רווי המאופיין בתחרות מתונה יחסית ומתמקד בהשאת הרווח באמצעות שיווק מוצרים בעלי ערך מוסף וחסכון בעלויות

בסוף שנת 2009, שוק הטלוויזיה הרב ערוצית מונה כ- 1.5 מיליון בתי אב מנויים, מהווים כ- 72% מבתי האב בישראל. נתח השוק של החברה נותר יציב יחסית ועומד על כ- 61%, כאשר על יתר נתח השוק חולשת די.בי.אס. שירותי לוויין (1998) בע"מ ("יס"), המתחרה העיקרית. המתחרים הנוספים הינם: הערוץ הראשון, הערוצים המסחריים 10 ו- 22, ערוצים לוויניים, מערך ה DTT, ערוצים ותכנים המוצעים באמצעות פלטפורמות רחבות פס ורשת האינטרנט והפצת שידורים ותכנים באינטרנט ובסלולר.

שוק הטלוויזיה הרב ערוצית עבר שינויים משמעותיים בשנים האחרונות. עד שנת 2006, שנה בה הושלם מיזוג חברות הכבלים ונוצרה הוט, פעלו בתחום מספר חברות כבלים אזוריות וחברת יס, אשר החלה את שידוריה בשנת 2000. בשנים הראשונות לפעילות של יס אופיין המגזר בתחרות עזה, אשר התמקדה בנתחי שוק, עד כדי התערערות היציבות הפיננסית והעסקית של חלק מהחברות שפעלו בתחום זה. בסמוך למיזוג בין חברות הכבלים, הוסטה האסטרטגיה העסקית לחיזוק האיתנות הפיננסית ושיפור הרווחיות באמצעות התייעלות ובהיתן בסיס לקוחות יציב יחסית. רמת התחרות הבאה לידי ביטוי במחירי החבילה ללקוחות ובהוצאה עבור התוכן, נחלשה באופן משמעותי.

למרות האמור לעיל, גם שמירה על המיצוב הנוכחי, דורשת משתי החברות השקעה פרמננטית משמעותית בתוכן, ציוד ופיתוח פלטפורמות חדשות, כגון: ממשק משתמש, תמהיל ערוצים, טכנולוגיות חדשות ועוד.

להערכת מידרוג, אין יתרון תחרותי מובהק לאחת משתי השחקניות העיקריות בשוק הטלוויזיה הרב ערוצית. זאת לאחר השקת שירותי ספריית ווידאו (VOD) ע"י חברת יס. אולם, היתרון הבולט כיום של חברת הוט, הוא היכולת לספק חבילה משולשת, הכוללת, בנוסף לשידורי טלוויזיה, את שירותי טלפוניה ניידת ואינטרנט, כאשר הצפי לאספקת חבילה לא פריקה (במחיר כולל נמוך ממחירי מוצרים נרכשים בנפרד) ע"י יס ובזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק") צפוי לצמצם יתרון זה כבר בשנה הקרובה.



כאמור, הענף חשוף להתפתחויות טכנולוגיות ורגולציה, שהופכים את השינויים בענף תכופים יותר. השינויים כוללים כניסת מתחרים חדשים ומוצרים תחליפיים כאחד. להתפתחויות אלה יכולה להיות השפעה שלילית על תוצאות החברה: שידורים באמצעות אינטרנט, אספקת סל שירותים בסיסי, DTT⁶ ועוד.

תמהיל ההכנסות של החברה מהתחום מורכב בעיקר מתשלומי דמי מנוי חודשיים קבועים של המנויים בגין חבילת שידור שונות (חבילת בסיס אנלוגי וחבילת בסיס דיגיטלי, ערוצים בודדים וגישה לספריית וידאו (VOD), וכן בגין ציוד קצה).

תחום התקשורת מאופיין ברמת תחרות גבוהה יחסית, בעיקר בתחום הטלפוניה הנייחת, אשר נובעת מריבוי המתחרים ומוצרים תחליפיים.

בנוסף לפעילות החברה בתחום הטלוויזיה הרב ערוצית בכבלים, סל השירותים הנוספים כולל: שירותי טלפוניה נייחת; הולכה - שירותי גישה לאינטרנט לספקי האינטרנט (ISP) ברוחבי פס גבוהים; שירותי תמסורת ותקשורת נתונים (חיבור על גבי סיבים אופטיים ללקוחות עסקיים גדולים), ועוד. בנוסף, נותנת החברה שירותי תמסורת וידאו למפיקי ערוצים.

בתחום הטלפוניה פועלת החברה בשוק רווי הנשלט ע"י בזק (כ- 82% מתחום הטלפוניה) ובו פועלים מספר שחקנים נוספים. שירותי הטלפון הקווי מתאפיינים לאורך זמן ברמת תחרות גבוהה, ירידה ברמת הביקושים, על רקע תחליפים, בעיקר טלפוניה ניידת וירידה בהכנסות.

התחרות בתחום עוד צפויה להתחזק, בעיקר בשל כניסה לתחום של מתחרים חדשים כגון חברות בת של חברות הסלולר (מקבוצת פרטנר וסלקום) וחברות ISP (כגון 012), שקיבלו רישיון מפ"א (מפעיל פנים ארצי) ככלי ייחודי. רישיון כזה אינו מחייב אספקת שירותים לכל הציבור בכל חלקי הארץ ואינו מחייב בעלות על רשת עצמאית. עד כה ניתנו רישיונות מפ"א ייחודיים לחמש חברות.⁷

שוק האינטרנט המהיר ושירותי תמסורת נמצא ברוויה, שבאה לידי ביטוי בהאטה בגיוס לקוחות. גם בתחום זה, המתחרה העיקרית של החברה הינה בזק המספקת שירותי גישה לאינטרנט מהיר בטכנולוגיה ADSL. עם השלמת פריסת רשת NGN ע"י בזק, התחרות צפויה להתחזק.

בתחום שירותי התמסורת קיימים ספקים נוספים בעלי רשתות עצמאיות שהעיקריים בהן הן בזק, סלקום ופרטנר. ניכרת התפתחות בתחום הגלישה הסלולרית בפס רחב עליהן באמצעות מכשירי סלולרי והן באמצעות מחשב. בשני תת שווקים קיימת שחיקה נמשכת במחיר השירותים, עקב התחרות השוררת בתחום. יחד עם זאת, באינטרנט מהיר קיימת מגמה של גידול בביקוש לרוחבי פס במהירויות גבוהות.

⁶ מחודש אוגוסט 2009 החלה הפעלה מסחרית של תחנות השידור הספרתיות לקליטה והפצה בציבור באופן חופשי של שידורי טלוויזיה (של רשות השידור - ערוצים 1 ו-33, של ערוצים מסחריים - ערוצים 2 ו-10 וערוץ הכנסת). ללקוחות ישנה אפשרות לצפות בשידורי הערוצים האמורים, באמצעות רכישה חד פעמית של ציוד לקליטת השידורים, ללא תשלום תקופתי נוסף.

⁷ 012 טלקום בע"מ, ועידן פתרונות קונפרנסניג שותפות מוגבלת, סלקום תקשורת קוויית שותפות מוגבלת, פרטנר פתרונות תקשורת נייחים שותפות מוגבלת, בי איי פי פתרונות תקשורת שותפות מוגבלת.

יעד החברה הינו למנף את התשתית שבבעלותה, הכוללת רשת כבלים בפריסה ארצית, לאספקת סל מגוון של שירותי תקשורת, בנוסף לפעילותה בתחום הטלוויזיה הרב-ערוצית, בו מושם הדגש על שיפור היעילות והאינטגרציה הפנימית. על מנת להתמודד עם האתגרים הנובעים מהתפתחות טכנולוגית ושינויים רגולטוריים, החברה פועלת לשיפור איכות ומגוון השירותים. לשם כך, החברה מבצעת השקעות בתשתיות (כגון פריסת רשת UFI - אינטרנט מהיר) וטכנולוגיות חדשות (שדרוג הרשת בטכנולוגיית Docsis 3 המאפשרת את הגדלת קצבי מהירות על בסיס הרשת הקיימת)

בנוסף, מרחיבה החברה את קווי המוצרים על מנת לשפר את סל המוצרים המוצע ללקוחותיה מחד (דוגמת כניסה לתחום הטלפוניה והאינטרנט), ומאידך נערכת להרחיב את סל המוצרים לחלק מהמוצרים התחליפיים למוצרי החברה הקיימים היום, כגון: כניסה לתחום אספקת שירותי אינטרנט וכניסה לתחום תקשורת סלולארית באמצעות שירותי MVNO ו/או באמצעות חברת מירס.

מעבר לכך, פועלת החברה להגדלת נפח הפעילות מול הלקוחות הקיימים, ע"י העמקת הפעילות בכל אחד מתחומי הפעילות (תכנים נוספים, ערוצים נוספים, אפליקציות אינטראקטיביות ומוצרים מתקדמים בתחום הטלוויזיה; שירותים מתקדמים ומהירויות בתחום התקשורת; שילוב מוצרים בסלי מוצרים כדי לספק ללקוחות יתרונות תקשורת כוללת ולהגדיל את היקף הפעילות מולם).

שיקולים עיקריים לדירוג

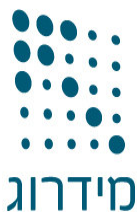
החברה נהנית מפיזור קווי עסקים בין טלוויזיה רב ערוצית, אינטרנט וטלפוניה, תוך נוכחות משמעותית בשווקים בהם היא פועלת. בנוסף, בבעלות החברה תשתית כבלים בפריסה המקנה לה יתרון בולט.

למרות קשיים שנבעו מעסקת המיזוג ושינויים תדירים בסביבה העסקית, הציגה החברה בשנים האחרונות יכולת טובה בהתמודדות עם האתגרים, ושיפור בתוצאות העסקיות, אשר תרמו ליכולת ייצור תזרימי מזומנים גבוהים ויחסי כיסוי סבירים, התואמים את רמת הדירוג;

מנגד, בשנים הקרובות על החברה לבצע השקעות משמעותיות, אשר מצמצמות את הגמישות הפיננסית ואת יכולתה להגן על מיצובה הנוכחי, במקרה שיחולו שינויים מהותיים במפת התחרות; בנוסף, קיימים גורמי סיכון פוטנציאליים, כגון הסרת מגבלות על קבוצת בזק, אשר יכולה להתממש בזמן קצר והקמת רשת כבלים שלישית ע"י חברת חשמל, אשר יכולה להתממש בטווח הארוך, תוך שינוי במפת התחרות ופוטנציאל פגיעה בפעילות החברה.

שני תהליכים מנוגדים מאפיינים את גורם הבעלות והניהול בחברה. מחד, החלפת הבעלות וכך גם חלק מאנשי המפתח, בשילוב עם האתגרים העומדים בפני החברה, מהווים נקודת חולשה בטווח הקצר. מאידך, הידע והיכרות עם ענף התקשורת מחוץ לישראל של הבעלים החדשים וחלק מהמינויים החדשים, עשויים להקנות נקודת חוזקה. גורם הבעלות וההנהלה קיבל ציון נייטרלי בדירוג.

מידרוג מעריכה כי במקביל להתבססות החברה תיושם מדיניות חלוקת דיבידנד, ואולם אמות המידה הפיננסיות שהוגדרו באופן הדירוג, צפויים להותיר בחברה תזרים מזומנים חופשי מפעילות, לרבות לאחר השקעות וחלוקת דיבידנד לבעלי המניות. 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).

בשלב זה, האפשרות של שילוב בפעילות החברה של חברת מירס, הנמצאת בשליטת פטריק דרהי, בעל השליטה בחברה, נכללה בשיקולים לדירוג כגורם אסטרטגי - איכותי, שעשוי לתת מענה לחלק מהאיומים, אולם לא קיבלה ביטוי כמותי.

חוזקות

בעלות על תשתית מקנה לחברה יתרון תחרותי בר-קיימא

בניגוד למרבית ספקיות שירותי תקשורת בישראל, לחברה בעלות על תשתית תקשורת, הכוללת רשת כבלים בפרשה ארצית. רשת החברה מגיעה לכ- 93% מבתי האב בארץ. המתחרה היחידה בתחום זה הינה חברת בזק. להערכת מידרוג, הבעלות על תשתיות מהווה יתרון תחרותי משמעותי והינה בעלת השפעה חיובית מהותית על הדירוג. עיקר תשתית החברה מהווה רשת כבלים, אשר הינה רשת דיגיטלית דו-כוונית, המאפשרת אספקת שירותי שידורי טלוויזיה, אינטרנט וטלפוניה על גבי אותה תשתית. בנוסף, מאפשרת התשתית מתן שירותי VOD ושירותים אינטראקטיביים. מעבר לרשת הכבלים, לחברה מוקדי שידור וציוד קצה (ממירים ומודמים).

מערכת כבלי תקשורת מורכבת ממערכות תמסורת וסיבים אופטיים המשמשים לחיבור אזורי רישיון למוקדי השידור הראשיים ומערכות של צירי כבלים תת קרקעיים המשמשים לחיבור בניינים באזורי הרישיון.

חלק מרשת הכבלים (כ-30%), אשר הופעלה בעבר ע"י כמה מחברות הכבלים שמוזגו בקבוצה, מתבסס על תשתיות של בזק. לחברה הסכם לקבלת שירותים מחברת בזק, לרבות תחזוקה בהקשר למקטע זה. הוראות ההסכם כוללות, בין היתר, גם אפשרות להרחבתה של הרשת למתחמים נוספים, חיבור בתים חדשים ועוד. התשלום לבזק נקבע בהתאם לאורך הכבלים וסוגי התשתיות שנפרשו וכולל, בנוסף, תשלומים חד פעמיים בגין פעולות מסוימות. בשנת 2009, הסתכמו תשלומי הוט לבזק בכ- 42 מיליון ₪ (40 מיליון ₪ בשנת 2008). ההסכם אינו ניתן לביטול חד צדדי ע"י בזק, אלא בעקבות הפרתו ע"י הוט ובתנאי שההפרה לא תוקנה במהלך שישה חודשים.

היסטוריית ביצועים מוכחת

כאמור, פעילותה של החברה החלה בשנת 2006, עם מיזוג חברות הכבלים. החברה הממוזגת החלה את דרכה עם תוצאות עסקיות חלשות ואתגרים רבים.

מאז המיזוג ועד היום, התאפיינה פעילות החברה בשיפור מתמשך בתוצאות, שבא לידי ביטוי בעליה בהכנסות, גידול בתזרימים החופשיים ושיפור יחסי הכיסוי. עיקר השיפור נבע מהרחבת הפעילות בתחום התקשורת - טלפוניה, אינטרנט ותמסורת נתונים. עם זאת, הצמיחה נבעה בעיקר מכניסה והרחבה של תחומי פעילות חדשים (טלפוניה ניחת ואינטרנט), שנפתחו בפני החברה עם הסרת המגבלות הרגולטוריות. להערכת מידרוג, שיעורי הצמיחה הגבוהים אינם צפויים לחזור על עצמם.

בתחום הטלוויזיה, מנועי הצמיחה היו עליה במספר הלקוחות הדיגיטליים והעמקת שימוש במוצרים מתקדמים, שהביאו לעליית ARPU.

מגזר הטלפוניה הנייחת ואינטרנט התאפיין בעליה משמעותית במספר הלקוחות. עם זאת, בתחום הטלפוניה העלייה במספר הלקוחות ובהכנסות קוזה בשחיקה בתעריפים (ועל אף העלייה בדקות שיחה). בתחום האינטרנט, לעומת זאת, גדלה הכנסה ממוצעת למנוי, בעיקר בשל העלייה בביקוש למהירויות גלישה גבוהות יותר.

להערכת מידרוג, מגמות אלו, צפויות לאפיין את פעילות החברה בתקופות הבאות, אם כי קצב הצמיחה בהיקף המנויים בכל תחומי הפעילות צפוי להיות מתון יותר, בהשוואה לעבר.

להלן תמצית התוצאות הכספיות בשנים מאז המיזוג בין חברות הכבלים:

הסכומים במיליוני ₪	H1/10	2009	2008	2007 (2)	2006 (1) (2)	2005 (1) (2)
הכנסות	1,610	3,129	2,972	2,627	2,395	2,164
EBITDA / הכנסות	38%	35%	35%	33%	17%	19%
חוב פיננסי ל- LTM EBITDA	2.2	2.6	3.0	3.8	8.2	7.5

(1) פרפורמה טרם מיזוג

(2) GAAP

פיזור קווים עסקיים ונתח שוק משמעותי במגזרים בהם פעילה החברה

כאמור, החברה פועלת במספר תתי ענפים של ענף התקשורת - טלוויזיה רב ערוצית, טלפוניה ניחת ואינטרנט ותמסורת נתונים. פיזור הקווים העסקיים מהווה נקודת חוזקה עם השפעה חיובית משמעותית על הדירוג. להלן התפלגות ההכנסות ונתח השוק של החברה לפי תחומי הפעילות, נתוני Q2/10:

הכנסות	נתח שוק **
טלוויזיה *	62%
אינטרנט	18%
טלפוניה	20%

* הכנסות טלוויזיה בניכוי עלות התוכן

** במונחי מספר לקוחות

החברה מייצרת תזרים מזומנים גבוה, יציב ובעל יכולת חיזוי גבוהה יחסית. יחסי כיסוי סבירים, התואמים את רמת הדירוג. האופי הקמעונאי של פעילות החברה, התבססות על חוזי התקשרות ארוכים יחסית וההכנסה, שעיקרה דמי מנויי חודשיים, הינם הגורמים העיקריים ליכולת החברה לייצר תזרים מזומנים יציב עם יכולת חיזוי גבוהה יחסית בטווח קצר עד בינוני.

להלן נתוני התזרים העיקריים ויחסי הכיסוי:

H1/10	2009	2008	2007
EBITDA	607	1,011	864
FFO	* 557	918	699
LTM EBITDA / חוב פיננסי	2.2	3.0	3.8
LTM FFO / חוב פיננסי	2.6	3.4	4.7

* מיליון ₪, בגין ההפרשה לזכויות יוצרים נרשמו כהפרשי עיתוי. לפיכך, הוספנו סכום זה לתזרים הפרמננטי, כפי שדווח בדוח תזרים מזומנים. ההפרשה הנ"ל אינה נכללת בחישוב ה-EBITDA.

סיכונים פיננסיים ועסקיים

הסרת מגבלות על בזק עלולה לסמן את החרפת התחרות

חברת בזק פועלת תחת מספר מגבלות משמעותיות הנובעות מהיותה בעלת מעמד של מונופול מוכרז במספר תחומים. פתיחת שוק התקשורת לתחרות וחדירת מתחרים לשוק מובילה לירידת נתח השוק של בזק בתחום הטלפוניה הפנים ארצית הנייחת. על רקע זה, תוקן רישיונה הכללי של בזק וכיום היא רשאית לשווק למנוי פרטי סל שירותים משותף, הכולל גם את שירותי בזק ואת שירותי החברות הבנות. ליכולת החברות מקבוצת בזק לשווק סלי שירותים תהיה השפעה על מבנה תחרות בתחום - צפויה להחריף ולהשפיע השפעה שלילית על החברה.

חברת חשמל - איום מהותי בטווח ארוך

בחודש ינואר 2010 הודיע משרד התקשורת, כי בכוונתו להעניק לחברת החשמל לישראל בע"מ ("חח"י") רישיון לאספקת שירותי תקשורת שונים, ובין היתר, שירותי תמסורת ושירותי אינטרנט פס רחב למנויים. מטרת המהלך היא להגביר את התחרות בתחום הטלפוניה והאינטרנט בפס הרחב. במקרה שחח"י תחדור לאספקת שירותי תקשורת, מפת התחרות בענף עלולה להשתנות באופן קיצוני, תוך הגברת התחרות ושחיקת היתרון האסטרטגי של החברה בתחום הנובע מבעלותה על התשתית.

המשך שדרוג הרשת בשנים הקרובות והשקעות בציוד קצה

הפעילות מלווה בהשקעות משמעותיות בתשתית ובציוד הקצה. להערכת מידרוג, רמת ההשקעות הגבוהה צפויה להימשך גם בשנים הקרובות. מגמות אלו מגבילות את הגמישות הפיננסית, בפרט בהגנה על המיצוב העסקי אם יתרחש שינוי מהותי במפת התחרות, אשר יחייב את החברה לבצע השקעות נוספות.

2007	2008	2009	H1/10	
864	1,011	1,084	607	EBITDA
699	918	941	* 557	FFO
-581	-597	-677	-359	CAPEX
283	414	407	248	EBITDA-CAPEX

התזרים (FFO) שהונח בחישוב היחסים הפיננסיים עומד על כ- 1,058 מיליון ₪. לפיכך, יחס החוב המותאם לתזרים לאחר CAPEX בגובה של 730 מיליון ₪, עומד על כ- 10.3 והוא משקף את החשיפה של החברה לגידול בלתי צפוי בצרכי ההשקעה.

9

אופק הדירוג

גורמים שעשויים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים שעלולים להוביל להורדת הדירוג:

- 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%.

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 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.	

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 מאוד.	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 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 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"). 2010

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 אמינותו 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 במישורין 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 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 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.

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