

די.בי.אס שירותי לווין (1998) בע"מ

אומדן שווי הוגן (Fair Value) של אחזקות בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ בדי.בי.אס שירותי לווין (1998) בע"מ (Yes) נכון ליום 23 במרץ 2015

מאי 2015

הגדרות ומונחים

פירוט	מונח
חברת די.בי.אס שרותי לוויין (1998) בע"מ	החברה או Yes
חברת בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ	בזק
חברת יורוקום די.בי.אס בע"מ	יורוקום
חברת הוט מערכות תקשורת בע"מ	הוט או Hot
חברת סלקום ישראל בע"מ	סלקום
חברת פרטנר תקשורת בע"מ	פרטנר
חברת חלל תקשורת בע"מ	חלל
מערך להפצה קרקעית של שידורי רדיו המכונה DTT (Digital Terrestrial Television) או עידן+ המופעל ע"י הרשות השנייה לטלוויזיה ולרדיו ובאמצעותו מופצים לציבור ערוצים מסוימים ללא תשלום	DTT או עידן+
דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2013 ו- 2014 ודוחות כספיים לא מבוקרים לרבעון הראשון של שנת 2015	דוחות כספיים
הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה	הלמ"ס
Over The Top - טכנולוגיה המשתמשת בתשתית אינטרנט ציבורי כדי לספק שירותי טלוויזיה ווידאו על פי דרישה	OTT
Video on demand - שירות אינטראקטיבי של Yes המאפשר גישה לתכנים כגון סרטים, סדרות, תכניות טלוויזיה, הפקות מקור ותכני ילדים בממירי טלוויזיה מתקדמים. באמצעות שירות זה יכולים המשתמשים לצפות בתוכן טלוויזיוני לפי הזמנה אישית. לצורך שירות זה נדרש חיבור אינטרנט אלחוטי במהירות של 2.5 MB	VOD
ממיר מקליט של Yes המאפשר צפייה ברמת איכות HD, שירות VOD, שירות YesStreamer (המאפשר צפייה בתכני מחשב במסך הטלוויזיה) ושירות YesMultiroom	YesMax Total
ממיר מקליט של Yes	YesMax

הגדרות ומונחים

פירוט	מונח
ממיר לא מקליט של Yes בעל רמת שידור ברזולוציה גבוהה- ברמת איכות HD	YesHD
שירות של Yes באמצעותו ניתן לצפות בתכנים מוקלטים ברשת הביתית	YesMultiroom
החברה השיקה בשנת 2014 אפליקציה המכונה YesGO המאפשרת למנויים צפייה באמצעות מגוון מכשירי קצה (סמארטפונים, מחשבי טאבלטים ומחשבים) בחלק מהערוצים המשודרים ע"י החברה אותם רכש המנוי במסגרת שידורי הטלוויזיה בביתו וכן בתכני VOD	YesGO
Pay Per View - ערוצי וידאו של החברה הניתנים לצפייה בתשלום	PPV
מפענחי Personal Video Recorder המשמשים לצורך ממירים מקליטים של החברה ומהווים ממשק אל לוח השידורים האלקטרוני של החברה על מנת לאפשר קבלת שירותים כגון הזמנת הקלטות מראש, הקלטת סדרות והשהיית שידור חי	PVR
מפענחים המאפשרים קליטת שידורי טלוויזיה ברמת איכות HD עבור ממיר לא מקליט YesHD המאפשר הוספת שירות VOD אליו בתשלום	HD ZAPPER
מפענחים המשמשים עבור ממיר מקליט ברמת HD, קרי YesMax Total	HD PVR
Average Revenue Per User - מדד הכנסה ממוצעת לחודש פר מנוי/לקוח	ARPU
כהגדרתם בתקן חשבונאות בינלאומי, גילויים בקשר לצד קשור (IAS 24)	צדדים קשורים
רווח תפעולי לפני מימון, מיסים בתוספת פחת והפחתות	EBITDA

תוכן עניינים

פרק	עמוד
1. כללי	5
2. מבנה הפעילות והסביבה העסקית	11
3. סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים	18
4. ניתוח דוחות כספיים	28
5. מתודולוגיה	36
6. פירוט ההנחות ששימשו לבניית תזרים המזומנים	39

1. כללי

כללי

מטרת הערכת השווי

נתבקשנו על ידי הנהלת בזק (להלן: "מזמין העבודה") לאמוד את שווי השקעת בזק ב- Yes במניות, אופציות למניות ובהלוואות הבעלים לסוגיהן. הערכת השווי בוצעה נכון ליום 31 במרץ 2015 (להלן: "מועד הערכת השווי"). מועד ההתקשרות בינינו לבין הנהלת בזק לביצוע עבודה זו הינו מחודש מרץ 2015.

אודות Yes

חברת Yes נוסדה בשנת 1998 והחלה את שידוריה לראשונה בחודש יולי 2000. Yes היא החברה היחידה בארץ המספקת שירותי טלוויזיה רב ערוציים למנויים באמצעות לווין. Yes היא גם החברה הראשונה שסיפקה שידורים דיגיטליים ושירותי טלוויזיה אינטראקטיביים.

מאז הקמתה, החברה צברה כ- 630 אלף לקוחות, המהווים כ- 42% משוק הטלוויזיה הרב-ערוצית בישראל. החברה מעסיקה כ- 2,300 עובדים.

שיטת הערכת השווי

לצורך הערכת שווי פעילות יישמנו את גישת ההכנסות (Income Approach), במסגרתה יושמה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). שיטת ההערכה של החברה התבצעה על סמך ניתוח פעילויותיה של Yes, בהתבסס על בחינת המצב הקיים וצפי התפתחות עתידית.

מתוך שווי הפעילות ניכינו את שווי החוב הפיננסי, נטו ללא הלוואות בעלים. הקצאת השווי שהתקבל (קרי, שווי פעילות בניכוי התחייבויות פיננסיות, נטו אך ללא חוב בעלים) בין הלוואות הבעלים, הון המניות והאופציה בוצעה עפ"י סדר קדימות פירעון הלוואות הבעלים כפי שנקבע בהסדר בין בעלי המניות לחברה מיום 30 בדצמבר 2002, בו הוחלט כי ההלוואות שהועמדו על ידי חלק מבעלי המניות לחברה החל מיום 10 ביולי 2002 הינן עדיפות על הלוואות הבעלים הישנות.

מקורות המידע

בביצוע העבודה הסתמכנו, בין היתר, על הנתונים הבאים:

נתונים שהתקבלו ממזמין העבודה:

- תקציב החברה לשנת 2015.
- מצגת דוחות כספיים לרבעון הראשון של שנת 2015.
- טיוטת הדוחות הכספיים של החברה ליום 31 במרץ 2015.
- תחזית פיננסית מפורטת של החברה לשנים 2015 - 2018, תחת ההנחה שהחברה תמשיך לפעול ברמת Stand Alone (קרי, ללא הבאה בחשבון של הסנגריות בין בזק ל- Yes שינבעו מהמיזוג).
- מצגת למשקיעים המפרטת את הפעילות העסקית של Yes.
- דוחות בחינת אינדיקציה לפגימה בערך ההשקעה ב- Yes בספרי בזק מיום 10.3.2013 ומיום 4.3.2014 שנערך על ידי יצחק סוארי בע"מ.
- דוח בחינת עודפי העלות שנוקפו בספרי בזק בגין Yes מחודש מרץ 2013 שנערך על ידי יצחק סוארי בע"מ.
- אומדן הנהלת החברה ליתרת ההפסד הצפוי לצורכי מס נכון ליום 31 בדצמבר 2015.
- הערכה קודמת לאומדן שוויה של Yes ליום 30 בספטמבר 2014, אשר בוצעה על ידינו.
- נתונים שהוצגו ע"י החברה בחדר המידע הווירטואלי.
- מידע נוסף שנאסף על ידינו ממקורות גלויים, לרבות דיווחי החברה לציבור, דוחות דירוג ומידע פומבי אחר.
- מידע נוסף שנתקבל בפגישות, שיחות ומיילים מהנהלת החברה.

נתונים הזמינים לציבור הרחב:

- דוחות כספיים מבוקרים של החברה ושל בזק לימים 31.12.2014, 31.12.2013 ו- 31.12.2012.
- נתונים פיננסיים ואחרים של חברות ציבוריות, המחזיקות בפעילויות דומות לפעילות המוערכת.
- מידע משלים שנאסף על ידינו ממקורות גלויים.

סיכום אומדן שווי השקעת בזק ב- Yes

להלן סיכום אומדן שווי הון המניות וחוב הבעלים של Yes (במיליון ש"ח):

סה"כ	אומדון שווי הון המניות והלוואות הבעלים במיליוני ש"ח
2,496	אומדן שווי הפעילות
(1,769)	בניכוי התחייבויות פיננסיות, נטו (ללא חוב בעלים)
532	שווי הפסדים לצורכי מס
1,259	שווי הון המניות + חוב בעלים

להלן סיכום אומדן שווי השקעת בזק ב- Yes (במיליון ש"ח), בחלוקה להלוואות הבעלים לסוגיהן:

פירוט שווי הון מניות והלוואות בעלים מיליוני ש"ח	סה"כ	שיעור חלקה של בזק	שווי חלקה של בזק	שווי חלקה של יורקום
שווי הלוואות בעלים חדשות (11%)	1,013	88.0%	892	122
שווי הלוואות בעלים חדשות (5.5%)	246	75.2%	185	61
שווי הון המניות + חוב בעלים	1,259		1,076	183
כ- % מהשווי הכולל	100%		86%	14%

בהתאם להערכות והפרמטרים כמפורט לעיל ולהלן בעבודה זו ולאור הנתונים שקיבלנו ובדיקות שביצענו, השווי ההוגן (Fair Value) לצרכים חשבונאיים של הון המניות והלוואות הבעלים ב- Yes נכון ליום 31 במרץ 2015 נאמד בכ- **1,259 מיליון ש"ח**. שווי השקעת בזק ב- Yes מוערך בכ- **1,076 מיליון ש"ח**, כ- **86%** מהשווי הכולל, בהתאם לחלקה בהלוואות הבעלים, ובהתחשב בקדימות פירעון הלוואות הבעלים השונות.

המסגרת החשבונאית של שווי הוגן (Fair Value)

מן המקורות עולה בבירור כי משתתף שוק אינו בהכרח הישות שעשויה לנצל באופן מיטבי את הסינרגיות ואת יכולת השימוש בפריט אשר נבחן שוויו ההוגן.

- כמו כן, אין כל ספקות לשאלת קיומם/אי קיומם דה-פקטו של רצון או יכולת מכירה במועד המדידה וכי מדידת שוויה ההוגן של Yes מנקודת המבט של 'משתתף בשוק' צריכה להיעשות לפי שוויה ההוגן גם אם בזק כאמור לא הייתה מוכנה לבצע עסקה למכירת או לרכישת האחזקות ב-Yes בתנאים כאלה או אחרים.
- לאור האמור לעיל, נראה כי במקרה של חברת Yes ניתן להרחיב את ההגדרה של משתתף שוק לשחקנים בשוק המקומי או בינלאומי, להם קיימת זיקה לתחום התקשורת והם בעלי האמצעים הנדרשים לצורך ביצוע השקעה ב-Yes. לפיכך, שוויה ההוגן של Yes נבחן במסגרת עבודה זו מנקודת מבט של משתתף שוק שאינו בהכרח חברת בזק, כלומר בהתעלם מהסינרגיות הספציפיות המיוחסות למיזוג בין בזק לבין Yes, אך בהתייחס לסינרגיות קיימות בראייה כללית של משתתף שוק כלשהו שהינו צד בלתי קשור/תלוי בעסקה.

להלן סקירת היבטים חשבונאיים עיקריים המתייחסים לסוגיית "משתתף שוק" (Market Participant) בהתאם לתקן דיווח כספי בינלאומי מס' 13, מדידת שווי הוגן (IFRS 13) (להלן - "התקן").

- התקן מגדיר את המונח "שווי הוגן" כמחיר יציאה (exit price) דהיינו, כמחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או מחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה. כפי שעולה מסעיף 2 לתקן, מדידת שווי הוגן צריכה להיות **אובייקטיבית, בתנאי שוק ולא** מדידה סובייקטיבית.
- על פי סעיף 23 לתקן, ישות אינה צריכה לזהות משתתפים ספציפיים בשוק. הישות תזהה מאפיינים שמייחדים באופן כללי משתתפים בשוק, תוך הבאה בחשבון של גורמים ספציפיים הקשורים לפריט המוערך ולשוק העיקרי (וכן למשתתפים בשוק שהישות תתקשר איתם בעסקה באותו שוק).
- בהתאם לתקן, על משתתף שוק להיות בעל הידע המתאים בענף בו פועלת החברה. כיום פעילותה העיקרית של Yes הינה הספקת שירותי טלוויזיה רב ערוצים למנויים באמצעות לווין. אולם עפ"י מידע שנמסר לנו, לולא אחזקתה הישירה של בזק ב-Yes, הייתה עשויה בזק לפנות לענפי תקשורת נוספים לרבות מתן שירותי טלפון נייד, שירותי אינטרנט ועוד. לפיכך, נראה כי הענף הרלוונטי הינו **ענף התקשורת בכללותו, לרבות עולם תוכן טלוויזיוני**.
- בהתאם לתקן, מדידת שווי הוגן אינה ערך ספציפי לחברה וכן השווי ההוגן אינו ערך ספציפי לאחד מאותם 'משתתפי שוק' אשר יסכים לדוגמה לשלם מחיר גבוה יותר מאשר יתר משתתפי השוק לאור הערכת סיכונים ו/או קיומן של סינרגיות ספציפיות מנקודת מבטו שלו.

תנאים מגבילים

עבודה זו מהווה הערכת שווי הוגן (Fair Value) של השקעת בזק ב- Yes והיא נערכה לצרכים חשבונאיים בלבד. עבודה זו אינה מהווה בהכרח אינדיקציה לשווי הכלכלי הפנימי (Intrinsic Value) של השקעת בזק ב- Yes ובפרט אינה מביאה בחשבון את הסינרגיות הספציפיות (כדוגמת ניצול הפסדים לצורכי מס, חסכון בעלויות ועוד) שניתן לייחס למיזוג מלא אפשרי בין בזק ל- Yes.

העבודה מיועדת עבור הנהלת בזק ולא תהיה לנו כל מחויבות כלפי כל צד שלישי, אלא אם אישרנו בכתב את ההסתמכות של הצד השלישי על ממצאי עבודה זו. אין לתת לעבודה זו או לכל חלק ממנה, תמצית או סיכום שלה, פומביות דרך ערוצי מדיה פומביים (או פרטיים), ללא הסכמתנו מראש ובכתב. עם זאת, בכפוף להסכמתה של החברה ושל בזק, אין לנו התנגדות כי עבודה זו תצורף לדוחות הכספיים של בזק ו/או לדיווחים מידיים שלה.

עבודה זו מתבססת, בין היתר, על נתונים שנלקחו מחדר מידע ונתונים שנמסרו לנו על ידי הנהלת בזק. האחריות לגבי אמינות המידע, הנתונים, המצגים וההסברים השונים שנמסרו לנו, בקשר עם ביצוע עבודתנו זו, הינה על ספקי מידע זה ואין אנו יכולים לאשר את דייקנותם, שלמותם והגינותם של הנתונים. יודגש כי עבודה זו אינה מהווה בדיקת נאותות (Due-Diligence) ואינה כוללת בדיקה ואימות של הנתונים האמורים, לפיכך עבודתנו זו לא תיחשב ולא תהיה אישור לנכונותם, שלמותם ודיוקם של הנתונים שהועברו אלינו.

בשום מקרה לא נהיה אחראיים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממשעי הונאה, מצג שוא, הטעייה, מסירת מידע שאינו נכון או מניעת מידע מאיתנו.

ייתכן והגענו לנתונים פיננסיים היסטוריים מסוימים, אשר בהם השתמשנו לעבודה זו, מתוך נתונים פיננסיים לא מבוקרים כפי שהופיעו בחדר מידע וירטואלי, אשר הינם באחריות הנהלת החברה. אנו לא בדקנו עצמאית את הנכונות או השלמות של הנתונים עליהם הסתמכנו (לרבות השוואתם לנתונים המופיעים בדוחות הכספיים המבוקרים של החברה) ואיננו חווים דעה או נותנים הבטחה מכל סוג שהוא לגבי הנתונים בהם השתמשנו או לגבי הדוחות הכספיים של החברה.

למטרת העבודה, הנחנו שהנתונים שנמסרו לנו הינם מדויקים, שלמים והוגנים ולא בא לידיעתנו דבר העלול להצביע על חוסר סבירותם של הנתונים בהם השתמשנו. אם יתברר אחרת, תשתנה הערכתנו בהתאם. לפיכך, הננו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולעדכן עבודה זו אם יובאו בפנינו נתונים חדשים שלא הובאו בפנינו קודם למתן אומדן השווי שבעבודה זו. כמו כן, אין לראות בעבודה זו משום המלצה לרכישה או מכירה של מניות החברה, לאור ממצאי העבודה.

אין בעבודה זו משום ייעוץ משפטי או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי חוות דעת כלכלית זו. המידע המופיע בעבודתנו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד להעריך את שווי החברה למשקיע אחר, היות ולמשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים וכן שיטות בדיקה, על בסיס הנחות אחרות. בהתאם, אומדן הערך הכלכלי אשר על בסיסו עשויים גורמים שונים לבצע פעולות כלכליות, עשוי להיות שונה.

ככל הערכה כלכלית, אף הערכת שווי הוגן זו, אמורה לשקף באופן סביר והוגן מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות למסגרת החשבונאית, להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה. שינויים במשתנים העיקריים ו/או מידע נוסף, עשויים לשנות את בסיס הנחות היסוד ובהתאם לכך גם את המסקנות שגובשו ומוצגות להלן. עבודתנו לא כללה בדיקה או סקירה משפטית בנוגע להיבטים משפטיים הקשורים לחברה וכן לא ביקשנו ולא קיבלנו כל יעוץ משפטי.

תנאים מגבילים (המשך)

כמו כן, שינויים בתנאי השוק יכולים לגרום להערכות שווי שונות במהותן מאלו המצוינות בתאריך הערכת השווי. אין אנו נוטלים על עצמו אחריות כלשהי לשינויים בתנאי השוק לאחר תאריך הערכת השווי ואין אנו מחויבים לעדכן את עבודתנו, ניתוחנו, מסקנותינו או מסמכים אחרים הנוגעים לשירותים שלנו לאחר תאריך הערכת השווי, מכל סיבה שהיא.

ברצוננו לציין כי אין לנו עניין אישי במניות החברה או במניות בזק. בנוסף נדגיש, כי עבודתנו אינה כוללת עמדה ו/או המלצה אם לבצע עסקה כלשהי במניות החברה, ואין בחוות דעתנו המלצה לבעלי המניות ולבעלי החוב של חברות המשתתפות בביצוע עסקה כלשהי כיצד להצביע באסיפה הכללית או בכל הצבעה אחרת בקשר לרכישת או למכירת המניות, האופציות וחוב הבעלים של החברה.

בעבודה זו התייחסנו גם למידע צופה פני עתיד שנמסר לנו על ידי הנהלת החברה המשקף את הערכתנו לגבי פרמטרים שונים ובהתבסס על המידע שהיה בפנינו. אם הערכות אלה לא תתממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות שהערכנו.

ההערכות של הנתונים לגבי תזרימי המזומנים כלולות במסמך זה אך ורק לצורך קבלת אינדיקציה לשווי הוגן של השקעת בזק ב- Yes ולא נועדו לשמש כתחזיות מסוג Forecasts או מסוג Projections לביצועים עתידיים. זאת ועוד, מאחר ולעיתים קרובות אירועים ונסיבות אינם מתרחשים כפי שצפוי, על פי רוב ישנם הבדלים בין הערכת תוצאות ותוצאות בפועל והבדלים אלו יכולים להיות מהותיים.

מוסכם כי אתם ואחרים שעבורם יסופקו השירותים עפ"י הסכם ההתקשרות (לרבות צדדים שלישיים כלשהם), אינכם רשאים לקבל מאיתנו בין עפ"י חוזה או בנזיקין, לפי חוק או אחרת, פיצוי בגין נזקים והפסדים מצטברים בסכום העולה על פי 2 משכר הטרחה ששולם עבור השירותים שגרמו ישירות לנזק או להפסד בקשר עם תביעות הנובעות מהסכם זה או הקשורות באופן אחר למתן השירותים.

מוסכם כי אינכם רשאים להגיש תביעה או ליזום הליכים משפטיים בקשר עם השירותים או אחרת לפי הסכם זה כנגד בעלי המנהלים, הדירקטורים, המנהלים או העובדים שלנו למעט אם בוצעה פעולה בזדון או הונאה ע"י מי מהם.

מוסכם כי העבודה מיועדת לכם בלבד לא תהיה לנו כל מחויבות כלפי כל צד שלישי אלא אם אישרנו את ההסתמכות של הצד השלישי על הדו"ח בכתב.

מובהר בזאת, כי מסקנות עבודתנו זו ככל שהן מועברות ללקוח במסגרת העברת המידע אינן אלא בגדר הבעת דעה וכי כל החלטה בקשר עם השירותים המוענקים בין אם כללה את הנחות ומסקנות עבודתנו זו, ובין אם לאו, תיעשה בידי הלקוח בלבד והיא באחריותו הבלעדית.

בשל ביצוע החישובים בגיליונות אלקטרוניים, ייתכנו הפרשי עיגול.

על הקורא לעיין בכל ההנחות אשר הונחו במהלך ההערכה.

בכבוד רב,

פאהן קנה יועצים בע"מ

19 במאי 2015

2. מבנה הפעילות והסביבה העסקית

אודות החברה

תיאור החברה ומבנה ההחזקות של החברה¹

- חברת Yes נוסדה בשנת 1998 והחלה את שידוריה לראשונה בחודש יולי 2000. Yes היא החברה היחידה בארץ המספקת שירותי טלוויזיה רב ערוציים למנויים באמצעות לוויין. כמו כן, Yes היא גם החברה הראשונה שסיפקה שידורים דיגיטאליים ושירותי טלוויזיה אינטראקטיביים.
- מאז הקמתה, החברה צברה כ- 630 אלף לקוחות, המהווים כ- 42% משוק הטלוויזיה הרב-ערוצית.
- החברה מעסיקה מעל ל- 2,000 עובדים. היקף הכנסותיה של החברה בשנת 2014 הסתכם לסך של כ- 1,724 מיליון ש"ח וצפוי להסתכם בשנת 2015 בכ- 1,749 מיליון ש"ח.
- החברה משדרת למעלה מ- 150 ערוצים (וידאו, רדיו, מוזיקה, משחקים וערוצי מידע), ביניהם ערוצי HD (High Definition), ממשק לוח שידורים אלקטרוני (EPG - Electronic Program Guide), ממירים חכמים מקליטים (גם בטכנולוגיית HD), שירותי VOD (Video On Demand) וטכנולוגיית Streaming המאפשרת צפייה בקבצי וידאו, אודיו ותמונות בפורמטים שונים מהמחשב הביתי על גבי הטלוויזיה וגישה לתכני אינטרנט שונים.
- החברה מחזיקה בשיעור של 20% מחברת זיר"ה (זכויות יוצרים ברשת האינטרנט בע"מ), חברה ישראלית בבעלות 11 גופי מדיה שהוקמה במטרה להיאבק בהפרת זכויות יוצרים שנגרמת מהורדות פיראטיות ברשת. החברה מייצגת בין היתר את תאגידי התוכן רשת, קשת, ערוץ 10, הוט, יונייטד קינג ואחרים.

בעלי עניין

- מניות החברה מוחזקות ע"י בזק בשיעור של 58.36%. יתרת המניות מוחזקות בידי יורוקום, חברה בשליטתו של מר שאול אלוביץ'. מניות אלה מוחזקות באמצעות נאמן, בכדי לעמוד בדרישת הרשות להגבלים עסקיים שלא להחזיק באופן פעיל במניות Yes במקביל לאחזקת השליטה בבזק.
- ביום 26 למרץ 2014 אישר הממונה על ההגבלים העסקיים את המיזוג בין Yes לבין בזק.
- עיקר השקעות הבעלים ב- Yes בוצעו לאורך השנים בדרך של הלוואות בעלים. ההשקעות הושפעו מקשיים בקבלת מימון בנקאי, מהשתתפות חלקית או העדר השתתפות בעלי המניות האחרים בסבב הגיוס ומהגבלות רגולטוריות על הגדלת השקעת בזק ב- Yes, מחשש לפגיעה בתחרות השוק הטלוויזיה הרב-ערוצית.
- ההגבלות הרגולטוריות התבטאו בהגבלת שיעור החזקה של בזק ל- 50% לכל היותר, וכן, בחלק מהתקופה, בהגבלות על השקעה במזומן בשיעור העולה על חלקה של בזק במניות. בזק ערערה על תוקף הגבלות אלה במסגרות משפטיות שונות. ביום 20 לאוגוסט 2009 פסק בית המשפט העליון כי המיזוג בין בזק ל- Yes לא יאושר.
- בחודש נובמבר 2001 הגיעו בעלי המניות בחברה להסכם שקבע את מנגנון דילול האחזקות, שכן לא כל בעלי המניות משקיעים בחברה על פי שיעורי האחזקה המקוריים. בשנים 2001-2006 הזרימה בזק הלוואות בעלים בהיקפים העולים על חלקה היחסי במניות החברה, בתמורה למניות ולאופציות למניות, אשר ניתנות למימוש ללא תמורה, אשר מימושן, הגדיל החזקות בזק בחברה לכ- 58.36%.

¹ מקורות: אתר החברה, מצגת הנהלה ודוחות כספיים של בזק לשנים 2013-2014.

אודות החברה

• בהסדר בין בעלי המניות לחברה מיום 30 בדצמבר 2002 הוחלט כי ההלוואות שהועמדו על ידי חלק מבעלי המניות לחברה החל מיום 10 ביולי 2002 (להלן: "הלוואות הבעלים החדשות") הינן עדיפות על הלוואות הבעלים הישנות. כלומר, הלוואות אשר התקבלו החל מיום 10.7.2002 ועד ליום 27.4.2003, הנושאות ריבית שנתית של 5.5% והלוואות אשר התקבלו מיום 27.4.2003 ואילך, הנושאות ריבית שנתית של 11% ותהיינה ראשונות בקדימותן.

• בהתאם להסכם, תהיינה הלוואות הבעלים החדשות זכאיות להיפרע במלואן על ידי החברה לפני כל חלוקת דיבידנדים על ידי החברה ו/או החזר הלוואות הבעלים הישנות שהועמדו לחברה על ידי בעלי המניות וזאת בכפוף לתזרים המזומנים של החברה ולהתחייבויותיה על פי הסכמים עם התאגידים הבנקאיים וחלק ממחזיקי האג"ח.

• כמו כן, השקעות בעלי המניות בהלוואות בעלים חדשות מקנות את הזכות לבחור בין הקצאת מניות לבין אופציות למניות כנגזר מהשקעתם. זכות זו, מקנה לבזק את האפשרות להמשיך ולהשקיע ב- Yes מבלי לממש את זכותה לקבלת מניות נוספות בחברה שיביאו אותה להחזקה שעולה על שיעור ההחזקה הנוכחי במניות החברה.

• להלן התפלגות הלוואות הבעלים, כולן צמודות מדד, לפי קדימויותיהן וחלק בזק בהן, נכון ליום 31 במרץ 2015 (במיליון ש"ח):

פירוט יתרות הלוואות בעלים על פי תנאיהן הנקובים מיליוני ש"ח	שיעור ריבית	יתרה ליום 31.3.2015	מתוכן השקעות בזק של בזק	% חלקה
הלוואות בעלים ישמת הלוואות בעלים חדשות:	0%	2,345	1,193	50.9%
הלוואות שניתנו עד ליום 27.4.2003	5.5%	497	374	75.2%
הלוואות שניתנו לאחר ה-27.4.2003	11%	2,052	1,806	88.0%
סה"כ הלוואות חדשות		2,549	2,180	85.5%
סה"כ		4,894	3,372	68.9%

אישור המיזוג עם בזק

• ביום 10 בפברואר 2015 אישרו ועדת המשנה, ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה את התקשרותה של בזק בעסקה עם יורוקום, אשר במסגרתה תרכוש בזק את מלוא החזקותיה של יורוקום ב- Yes, אשר היוו נכון לאותה עת 50.22% מהון המניות המונפק של Yes (41.62% בדילול מלא) וכן את כל הלוואות הבעלים אשר יורוקום העמידה ל- Yes (כ- 1,522 מיליון ש"ח נכון ליום 31.3.15).

• כן הוחלט, כי קודם לעסקת הרכישה יקבלו בזק ו- Yes את תנאי המיזוג וכן תממש בזק את האופציה המוקנית לה ללא תשלום להקצאת מניות ב- Yes בשיעור של כ- 8.6% מההון המונפק של Yes.

• באסיפת בעלי המניות של בזק אשר התכנסה ביום 23 במרץ 2015 החליטה האסיפה לאשר את קבלת התנאים שקבע הממונה על ההגבלים העסקיים, בהחלטת אישור מיזוג שניתנה על ידו ביום 26.3.2014 והודיעה על מימוש האופציה הקיימת להקצאת 6,221 מניות Yes, המהוות כ- 8.6% ממניות Yes, ללא תמורה. בנוסף התקבלה החלטה לאשר את ההתקשרות בהסכם הרכישה עם יורוקום. השלמת עסקת הרכישה כפופה לקבלת אישור שר התקשורת אשר נכון למועד חתימת העבודה, טרם התקבל. על הקורא להתעדכן בדיווחי החברה בבורסה.

אודות החברה (המשך)

אישור המיזוג עם בזק (המשך)

- ב- 29 לאפריל 2014 העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של Yes לדירוג 'ilA' מדירוג קודם של 'ilA' ובו זמנית הכניסה את הדירוג ל- CreditWatch עם השלכות חיוביות. הכנסת הדירוג לרשימת מעקב עם השלכות חיוביות מבטאת את ההערכות לגבי הפוטנציאל החיובי הטמון בביצוע המיזוג עבור החברה. זאת בשל היתרון הגלום לחברה באפשרות לקבל תמיכה פיננסית מבזק (ככל שתהא חברה אם) במידת הצורך, באפשרות להגדלת בסיס הלקוחות, בחסכון הצפוי בעלויות ובסופו של דבר בביטול ההפרדה המבנית.
- בחודש ינואר 2015 אישרה Standard & Poor's Maalot את דירוג אגרות החוב של Yes כאמור לעיל.
- יצוין, כי הנחת עבודה מרכזית במסגרת עבודה זו הינה כי משתתף שוק (כהגדרתו ב- IFRS13) הינו שחקן בשוק המקומי או בינלאומי, לו קיימת זיקה לתחום התקשורת ולא בהכרח חברת בזק. בהתאם לזאת, שוויה ההוגן של Yes נבחן בעבודה זו בהתעלם מהסינרגיות הספציפיות המיוחסות למיזוג עתידי אפשרי בינה לבין בזק, אך בהתייחס לסינרגיות קיימות בראייה כללית של משתתף שוק כלשהו שהינו צד בלתי קשור/תלוי בעסקה.

אודות החברה (המשך)

מוצרים ושירותים

• **ערוצים** - שידורי Yes כוללים מגוון רחב של ערוצים: כ- 150 ערוצי וידאו שונים (מתוכם כ- 5 ערוצי וידאו לצפייה לפי תשלום (Pay Per View PPV) וכ- 20 ערוצי HD (High Definition) ובנוסף ערוצי רדיו, מוסיקה ושירותים אינטראקטיביים.

• **חבילות ערוצים** - בהתאם לרישיון השידורים של Yes והחלטות המועצה, השידורים כוללים חבילת בסיס או איזו מחבילות היסוד אותן נדרש לרכוש כל מנוי וכן ערוצים נוספים אותם יכול המנוי לרכוש לפי בחירתו, בין כחבילות ובין כערוצים בדידים וערוצי PPV.

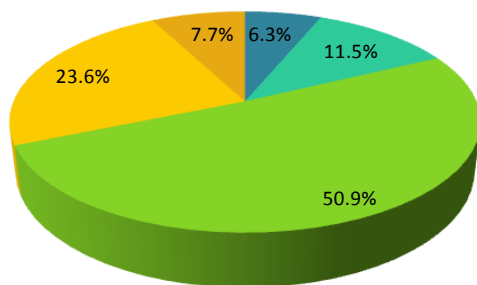
• **שירותים מתקדמים** - Yes משווקת מפענחי PVR שהינם ממשק אל לוח השידורים האלקטרוני של Yes ומאפשרים קבלת שירותים מיוחדים ובכלל זה הזמנת הקלטות מראש, הקלטת סדרות והשהיית שידור חי. כמו כן, מאפשרים מפענחי ה-PVR צפייה בתכנים אותם מעבירה Yes מעת לעת לזכרון המפענח (Push Video).

Yes מספקת שידורי טלוויזיה ברזולוציית HD, הניתנים לקליטה באמצעות מפענחי HD ZAPPER. שידורים אלו מאפשרים איכות צפייה גבוהה. כמו כן, משווקת Yes מפענחי HDPVR קרי, ממיר מקליט YesMax Total-HD המאפשרים הן אספקת שידורי HD והן אספקת שירותי PVR. בנוסף, מאפשרים מפענחים אלה את שירות ה-MultiRoom HD, באמצעותו ניתן, דרך הרשת הביתית, לצפות בתכנים המוקלטים במפענחים אלה גם באמצעות מפענחים נוספים (מסוג HD ZAPPER או HDPVR) בבית המנוי.

- מרבית מנויי Yes משתמשים במפענחים מתקדמים (PVR או HD ZAPPER). להערכת די.בי.אס, הגדלת שיעור מנויי Yes המשתמשים במפענחים כאמור, תתרום לגידול בהכנסותיה ממנויים אלה ולשימורם כמנוייה, אך מחייבת השקעה כספית מהותית.
- **שירותי VOD** - Yes מספקת למנוייה שירותי VOD באמצעות רשת האינטרנט, המאפשרים צפייה בתכנים לפי בחירת המנוי. השירותים ניתנים בתמורה לדמי מנוי לשירות, כאשר חלק מהתכנים ניתנים בתשלום נוסף. התחברות לשירות דורשת שימוש בסוגי מפענחים מסוימים וכן חיבור לרשת האינטרנט ברוחב פס מתאים. בשנים האחרונות חל גידול מהותי במספר מנויי Yes המחוברים לשירותי VOD ובצריכת שירותי ה-VOD, בין היתר, לנוכח הגדלת היצע התכנים הזמינים בשירות זה, הגידול ברוחב הפס הזמין בבתי המנויים והעלייה המשמעותית בשימוש במפענחים מתקדמים.

התרשים שלהלן מציג את הפילוח הפנימי של הכנסות החברה משירותים מתקדמים נכון לרבעון הראשון של שנת 2015:

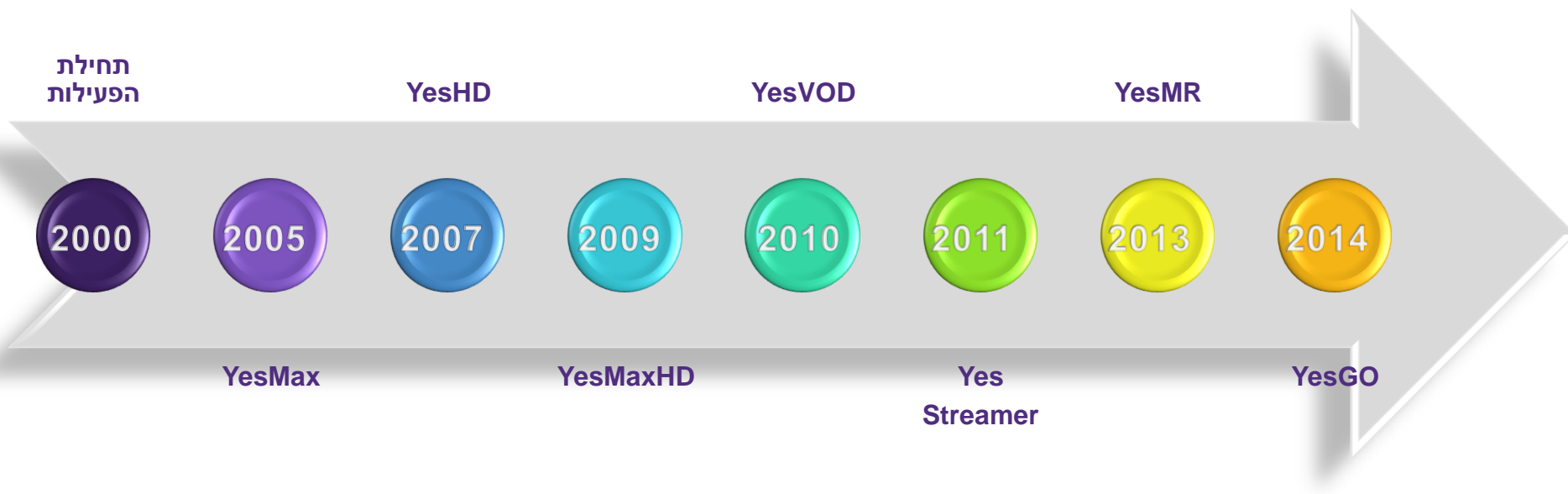
התפלגות הכנסות משירותים מתקדמים Q1/2015



■ yesMax ■ HD ■ MaxTotal ■ VOD ■ אחרות מלקוחות

אודות החברה (המשך)

החברה השיקה בשנת 2014 אפליקציה המכונה YesGO, המאפשרת למנויים צפייה באמצעות מגוון מכשירי קצה (סמארטפונים, מחשבי טאבלטים ומחשבים) בחלק מהערוצים המשודרים ע"י החברה אותם רכש המנוי במסגרת שידורי הטלוויזיה בביתו וכן בתכני VOD. התרשים שלהלן מציג את התפתחות המוצרים והשירותים עיקריים שהושקו לציבור ע"י החברה על פני הזמן:

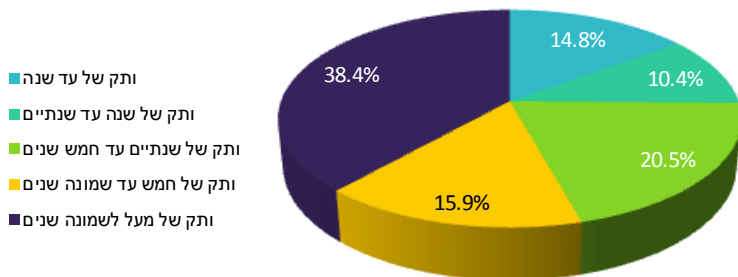


כפי שניתן להבחין בתרשים לעיל, נראה כי בכל שנה-שנתיים החברה משיקה מוצר חדש ללקוחותיה.

בחודש יולי 2015 החברה צפויה להשיק את ממיר Yesmaxtotal3 אשר יאפשר הקלטת שני ערוצים בו זמנית באופן רטרואקטיבי גם לתוכניות אשר שודרו עד שבעה ימים טרם מועד ההקלטה.

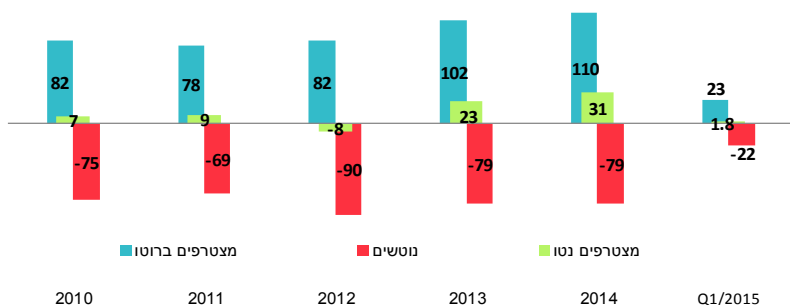
אודות החברה (המשך)

פילוח מנויים לפי ותק, נכון לשנת 2014



מנויים מצטרפים לעומת נוטשים – ברבעון הראשון של שנת 2015 מספר המצטרפים עלה על מספר הנוטשים ומספר המצטרפים נטו הסתכם לסך של כ- 1.8 אלפים לעומת כ- 31 אלפים בשנת 2014 וכ- 23 אלפים בשנת 2013. שיעור הנוטשים ברבעון הראשון של שנת 2015 עמד על כ- 3.4%, קרי, קצב נטישה של 13.6% במונחים שנתיים. זאת לעומת 12.8% בשנת 2014 ו- 13.5% בשנת 2013. ממוצע הנוטשים בשנים 2011-2014 הינו כ- 80 אלפי לקוחות בשנה וממוצע המצטרפים בשנים 2011-2014 הינו כ- 93 אלפי לקוחות.

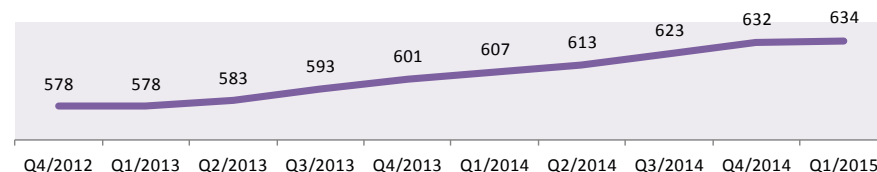
התרשים שלהלן מציג את כמות המנויים המצטרפים והנוטשים לשנים 2010-2014 ולרבעון הראשון של שנת 2015 (באלפי לקוחות):



מנויים

מספר המנויים ברבעון הראשון של שנת 2015 עמד על כ- 634 אלפי מנויים, המציג עלייה קלה לעומת מספר המנויים בשנת 2014. בשנת 2014 עלה מספר המנויים בשיעור של כ- 5% לעומת שנת 2013 (מספר המנויים בסוף שנת 2014 עמד על כ- 632 אלפי מנויים לעומת כ- 601 אלפי מנויים בסוף שנת 2012). מספר המנויים של החברה הראה מגמת גידול בשיעור 4% בין השנים 2012 ל- 2013 (מספר המנויים עמד בסוף שנת 2013 על כ- 601 אלפי מנויים לעומת כ- 578 אלפי מנויים בסוף שנת 2012).

מספר מנויים לסוף תקופה (אלפים)



ותק המנויים – נכון לסוף שנת 2014 מספר המנויים של החברה בעלי ותק של למעלה מ- 8 שנים הינו בשיעור של כ- 38% מסך המנויים של החברה. יחד עם זאת, לקוחות החברה בעלי הותק הנמוך יותר מהווים במצטבר חלק ניכר מסך המנויים של החברה (קרי, שיעור של כ- 62% מסך המנויים בחברה).

3. סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים

סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים

רגולציה

על Yes מוטלת החובה להודיע ליו"ר המועצה על כל שינוי במחירון שאושר על-ידי המועצה מיד עם פרסומו והיו"ר רשאי במקרים מסוימים לאסור על שינוי המחירון. יו"ר המועצה אף רשאי להתערב במבצעים או הנחות שמציעה Yes, אם מצא שיש בהם כדי להטעות את הציבור או להפלות בין מנויים.

מכוח סעיף 6 מט לחוק התקשורת, ניתן לקבוע ברישיון מחירים מרביים שבהם ניתן לחייב מנוי. נכון למועד דוח זה לא נקבעו מחירים כאמור. בנוסף, מכח סעיף 6א 2 לחוק התקשורת השר רשאי לקבוע מחיר לחבילות היסוד.

- **חובת השקעה בהפקות מקומיות** - בהתאם לדרישות רישיון השידורים והחלטות המועצה, בגין שנת 2013 היה על Yes להשקיע סכום שלא יפחת מ- 8% מהכנסותיה מדמי מנוי בהפקות מקומיות. במהלך שנת 2014 השלימה Yes חוסרי השקעה שנקבעו לה בעבר על ידי המועצה בקטגוריות מסוימות. חובת ההשקעה בהפקות מקומיות לשנת 2015 הועמדה אף היא על 8%, כאמור.

- **תוכן השידורים וחובות ביחס למנוי** - רישיון השידורים קובע הוראות הנוגעות לתוכן שידורי Yes וביניהן חובת אישור הערוצים המשודרים ב- Yes על ידי המועצה. חוק התקשורת אוסר על בעלי רישיונות לשידורים לשדר תשדירי פרסומת, בכפוף למספר חריגים. כמו כן, רישיון השידורים כולל תנאים בדבר תנאי השירותים למנויים לרבות איסור הפליה ביניהם.

- **כללי** - תחום פעילותה של Yes מוסדר במערכת דינים ענפה החלה על תחום השידורים, הכוללת חקיקה ראשית (ובפרט את חוק התקשורת ותקנות שהותקנו לפיו), חקיקת משנה וכן הוראות מינהל והחלטות מועצה לשידורים מסחריים. בנוסף, כפופה פעילותה של Yes להוראות רישיונותיה ובראשם רישיון השידורים. בחודש יולי 2013 פורסמה הצעת חוק התקשורת (בזק ושידורים, תיקון מס' 57, הרשות והמועצה לשידורים מסחריים, התשע"ג 2013), על פיה תוקם הרשות לשידורים מסחריים, שתהווה גוף רגולטורי שירכז את סמכויות האסדרה המצויות כיום בידי הרשות השנייה, מועצת הרשות השנייה והמועצה ועוסק באסדרת תחום השידורים המסחריים בישראל.

- **תנאי כשירות לבעל רישיון לשידורי לוויין מגבלות על בעלויות צולבות** - תקנות רישיון לשידורי לוויין קובעות מגבלות שונות על בעל רישיון, ובין השאר, תנאי כשירות, המתייחסים לאחזקותיו של בעל הרישיון ובעלי ענין בו, במישרין ובעקיפין, בבעלי זכויות לשידורי כבלים, בבעלי זכויות לפי חוק הרשות השנייה ובעיתונים בעלי תפוצה יומית.

- **פיקוח על תעריפים** - רישיון השידורים קובע הוראות בדבר סוגי תשלומים שרשאי בעל הרישיון לגבות ממנויו בגין שירותים הניתנים מכוח הרישיון ואלו נקבעים במחירון Yes. חלק הארי של המנויים מצטרפים למבצעים המציעים את שירותי Yes, לרבות הרכבים שונים של חבילות תוכן, שירותים נלווים וכן קבלת ציוד הקצה והתקנתו, במחירים הנמוכים ממחירי המחירון.

סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים (המשך)

רגולציה (המשך)

• **מגבלות בדבר דמי יציאה** - Yes אינה רשאית לגבות דמי יציאה בגין ביטול ההסכם על ידי המנוי ממנויים שסכום ממוצע החשבונות החודשיים שלהם נמוך מ- 5,000 ש"ח שהתקשרו עמם בהסכם החל מיום 8.8.2011, וביחס למנויים כאמור שהתקשרו עמם בהסכם קודם ליום 8.8.2011, מוגבל התשלום בגין ביטול ההתקשרות ל- 8% מממוצע החשבון החודשי של המנוי עד למועד הביטול, כשהוא מוכפל במספר החודשים שנותרו עד תום תקופת ההתחייבות.

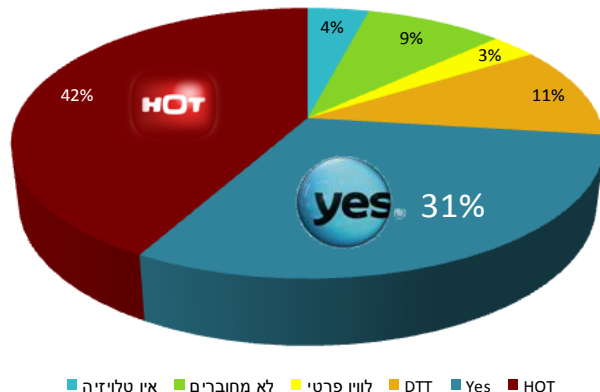
בנוסף, נאסר על שלילת הטבה מהמנוי שאותה היה מקבל אלמלא סיים את ההתקשרות, וכן על העמדה לפירעון מיידי של יתרת התשלומים בעבור ציוד הקצה במקרה של ביטול ההתקשרות. תיקוני חקיקה אלה הביאו, להערכת החברה, להגדלת היקף שיעורי הנטישה של מנויים. ביום 15.10.2013 העביר משרד התקשורת לתגובת החברה דוח פיקוח ראשוני ולפיו החברה מונעת מלקוחות אשר מבטלים התקשרות עם החברה את המשך קבלת הזיכוי החודשי עבור ציוד קצה (נתבים), לכאורה בניגוד לאיסורים המתוארים לעיל. עמדת החברה היא כי פעילותה נעשית כדין ותגובתה הועברה למשרד התקשורת.

תחרות בענף

לפי נתונים שנתקבלו מהחברה, השחקנים העיקריים המחזיקים בנתח שוק מהותי בענף הטלוויזיה בישראל הם החברה ומתחרתה העיקרית **הוט**.

להלן התפלגות שוק הטלוויזיה בישראל לפי הערכות החברה לשנת 2014:

שוק הטלוויזיה בישראל



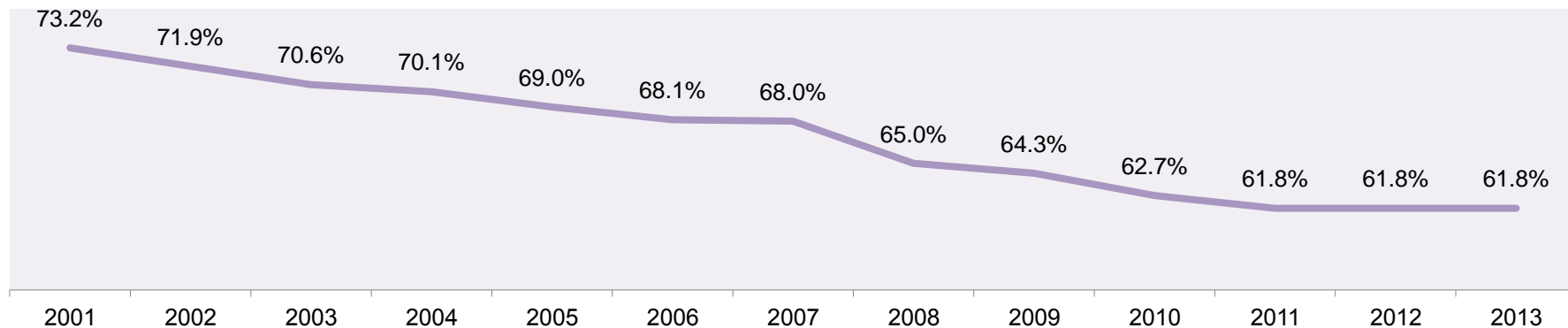
בחודש דצמבר 2014 השיקה סלקום שירות המאפשר צפייה בתכני וידאו במתכונת OTT באמצעות רשת האינטרנט וכן תכני מערך ה-DTT. למיטב ידיעת החברה גורמים נוספים שוקלים השקת שירותים דומים. ביסוסם והתפתחותם של שירותים כאמור עלולים להשפיע מהותית על התחרות בתחום השידורים, המבוססת כיום על תשתיות ייעודיות.

סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים (המשך)

הרגלי הצריכה של משקי הבית בישראל

- על פי סקר של הלמ"ס, ההתפתחויות המואצות בשני העשורים האחרונים בטכנולוגיות תקשורת חדשות גרמו לשינויים בהרגלי הצריכה של משקי הבית בישראל. לאורך השנים חלה עליה מתמדת בשיעור ההוצאות על תקשורת וכן באחוז הבעלות על מוצרי תקשורת.
- על פי נתוני הלמ"ס לשנת 2013 עולה כי לשיעור של כ- 61.8% ממשקי הבית יש מנוי לטלוויזיה בכבלים או בלווין, לכ- 16.8% ממשקי הבית יש צלחת לווין ולכ- 14.1% יש ממיר דיגיטלי.
- בהשוואה לפי עשירוני הכנסה, נראה כי ככל שעשירון ההכנסה גבוה יותר, כך אחוז הבעלות על מנוי לטלוויזיה בכבלים או בלווין עולה.
- יחד עם זאת, בין השנים 2001 עד 2013 חלה ירידה מתמשכת בשיעור המנויים על טלוויזיה בכבלים או בלווין, לרוב בעקבות השימוש במדיה חליפית כגון אינטרנט, צלחת לווין וממיר דיגיטלי. הירידה בשיעור המנויים בכבלים או בלווין שהחלה משנת 2001 נעצרה בשנת 2011 ונשמרה דומה בשנים 2012-2013. בשנת 2001 שיעור של כ- 73.2% ממשקי הבית היו מנויים לכבלים או בלווין לעומת שיעור של כ-61.8% בשנים 2011-2013.
- אחת הסיבות העיקריות לירידה זו היא כאמור השימוש הגובר במדיה חליפית כגון צלחות לווין וממיר דיגיטלי, כמו גם השימוש ההולך וגובר באינטרנט לצפייה בסרטים ובתוכניות.

שיעור המנויים בטלוויזיה הרב ערוצית

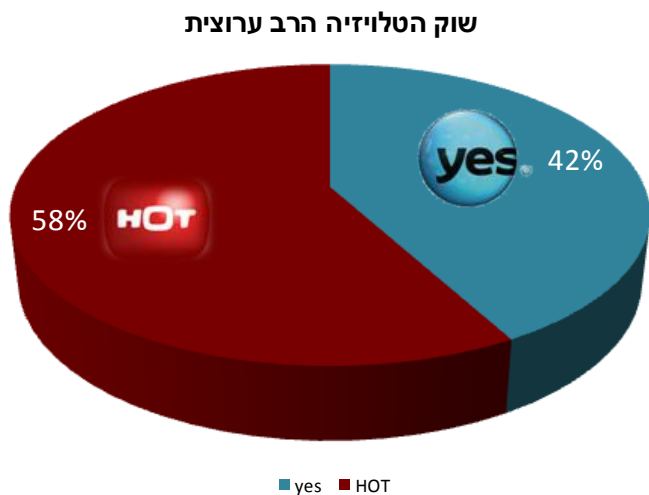


¹סקר של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מיום 29.10.2014 בנושא "ממצאים ראשוניים מסקר הוצאות משק הבית 2013 נתוני הכנסות, הוצאות ובעלות על מוצרים של משקי הבית בישראל".

סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים (המשך)

שוק הטלוויזיה הרב ערוצית

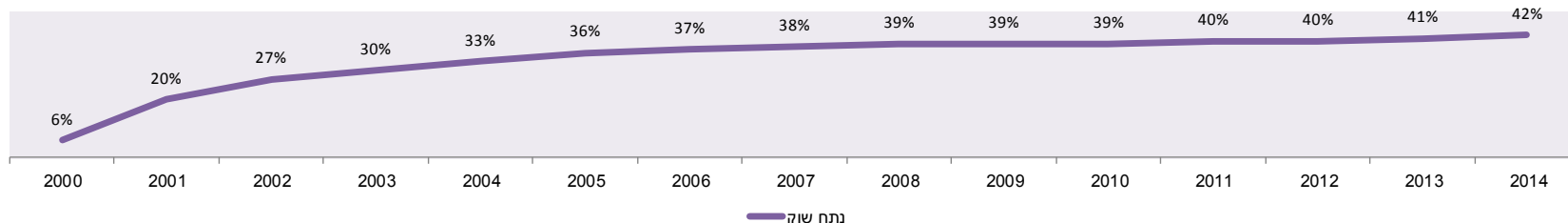
להלן תרשים המציג את התפלגות שוק הטלוויזיה הרב ערוצית של שנת 2014:



- לפי נתונים שהתקבלו מהחברה, שוק הטלוויזיה הרב ערוצית מוערך בכ- 4 מיליארד שקלים בשנה ובישראל כיום כ- 1.5 מיליון מנויים לשידורי טלוויזיה רב ערוצית.
- לפי נתוני החברה, עולה כי שיעור החדירה של חברות שידורי הטלוויזיה הרב ערוצית מוערכת כיום בכ- 62% בלבד מכלל בתי האב בישראל. כיום שוק הטלוויזיה הרב ערוצית כולל רק את Yes ואת המתחרה העיקרית שלה - הוט. הוט מחזיקה בנתח שוק של כ- 58% ולעומתה Yes מחזיקה ביתרת השוק, כלומר, בשיעור של כ- 42% (זאת, לעומת סוף שנת 2008 שבה נתח השוק של החברה היה כ- 38%).
- חלוקת נתחי השוק בין החברות המתחרות הללו נשמרת יציבה, לעומת השנים שקדמו שבהן נצפתה עלייה מתונה בשיעור החדירה של החברה במקביל לירידה מתונה בנתח שוק של הוט.
- נראה כי על מנת לשמר את שיעור החדירה הקיים, החברה תצטרך להמשיך לגייס מנויים חדשים כמו גם לשמר לקוחות קיימים.

להלן גרף המציג את שיעורי החדירה של החברה לשוק הטלוויזיה הרב ערוצית בין השנים 2000 עד 2014, לפי נתוני החברה:

חדירת yes לשוק הטלוויזיה הרב ערוצית



סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים (המשך)

פיתוחים טכנולוגיים

- שיפורים טכנולוגיים ופיתוח טכנולוגיות חדשות עלולים להפוך את הטכנולוגיה הקיימת לנחותה ולחייב את החברה לבצע השקעות כספיות גדולות על מנת לשמר את מעמדה התחרותי.
- שיפורים ופיתוחים כאמור, עלולים להגדיל את הנגישות לתכני וידאו ולאפשר לגורמים נוספים להציע שירותי צפייה בתכנים ללא צורך בהשקעות רבות, באופן שעלול להקשות על החברה בגיוס מנויים, שימורם ובהצעת שירותיה.
- הרחבת ה- DTT (Digital Terrestrial Television), המהווה תשתית חלופית לשידורים רב ערוציים, עלולה לפגוע בתוצאותיה הכספיות של החברה. בפברואר 2008 התקבל בכנסת תיקון לחוק, שמאפשר שידורי DTT. חוק זה מסמיך את הרשות השנייה לטלוויזיה ולרדיו כגוף האחראי על שידורים אלה בישראל. שם המיזם הוא עידן+ (ערוצים ישראלים דיגיטאליים נגישים). קליטת השידורים היא בחינם, אך עצם החזקת מקלט הטלוויזיה מחייבת תשלום אגרת הרדיו והטלוויזיה לרשות השידור (אגרה המוטלת גם על לקוחות הטלוויזיה הרב ערוצית). ה- DTT כולל 6 ערוצים (ערוץ 1, 2, 10, 23, 33 ו-99). על מנת לצפות בערוצים המשדרים יש צורך בקנייה חד פעמית של ממיר דיגיטלי, כאשר מחיר הממיר נע בין 250 ל-450 שקלים.
- קיימים משתמשים טכנולוגיים מתקדמים שאינם זקוקים לשירותי Yes ו/או הוט מכיוון, שהם מורידים תכנים מהאינטרנט באמצעים שונים (הורדת תכנים באמצעות טורנטים, צפייה בתכנים המשודרים באתרי סטרימינג ואחרים, אפליקציות המשדרות קישורי טורנטים בסטרימינג ואחרים).
- התכנים הנצפים באמצעות האינטרנט זמינים לצפייה מיידית, בדרך כלל, זמן משמעותי לפני הצגתם בחברות הטלוויזיה הרב ערוצית.
- שני פיתוחים אלה (ה- DTT והאינטרנט) הנמצאים בשני צדי הסקאלה הטכנולוגית, יכולים להוות תחליף לשירותי הטלוויזיה הרב ערוצית, יחד עם זאת, הקהל המשתמש בפיתוחים אלה כיום הוא יחסית מצומצם.
- יצוין כי, הוספת ערוצים ל- DTT ומגמת העלייה ברוחב הפס באינטרנט עלולים להפוך את השירותים המסופקים באינטרנט לאטרקטיביים יותר.
- בנוסף, קיימת טכנולוגיה חדשה שמאפשרת שידורים על גבי האינטרנט (OTT) שבה עושה גם החברה שימוש כיום במסגרת שירותי ה- VOD. נראה כי טכנולוגיה זו עשויה לאפשר למתחרים חדשים וקיימים לספק שירותים חלופיים לשירותי טלוויזיה רב ערוצית.
- יצוין כי מלבד סלקום, שנכנסה לשוק באמצעות שירות "סלקום TV", ייתכן כי גולן טלקום (שהודיעה לאחרונה על כוונתה להיכנס לשוק זה) ופרטנר צפויות להיכנס לשוק זה. נראה כי, היכולת של שחקנים אלו להסתמך על פלטפורמה זו ולהרחיב אותה לערוצים נוספים בתשלום עלולה להיות גורם מפתח לחדירה מוצלחת שלהן לשוק. יחד עם זאת, במסגרת המגבלות הטכנולוגיות ה- OTT עשוי שלא להיות מסוגל לספק שידורים חיים באיכות משביעת רצון (כדוגמת שידורי ספורט).
- **כמו כן, ספק אם שחקנים אלו יוכלו להציע ללקוחותיהם תוכן נרחב ומגוון כפי שמוצע כיום על ידי Yes ו- Hot.**

סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים (המשך)

שיווק חבילות צרות

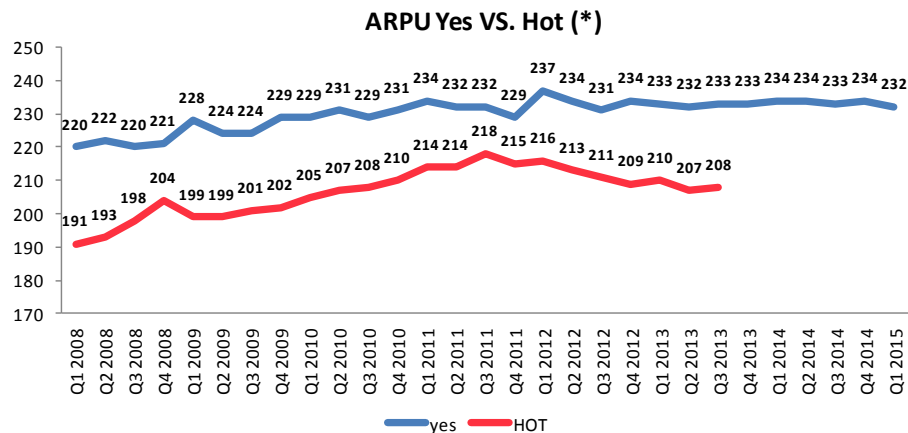
- כיום חברות Yes ו-Hot מחויבות להציע ללקוחותיהן "חבילה צרה" - חבילות עם מספר ערוצים קטן יחסית (כ- 25 ערוצים) במחיר נמוך יותר, הנע בין 99 ל-130 ש"ח.
- נראה כי החבילות הצרות כיום אינן שכיחות ומהוות רק כ- 1% מסך המנויים של Yes ו-Yes Hot מתמחרות את החבילות הצרות בכ- 120 ש"ח לחודש.
- יחד עם זאת, צפוי כי כניסת מתחרים נוספים לתחום (כדוגמת פרטנר וסלקום) שצפויים לתמחר את החבילות בפחות מ-100 ש"ח, עלול לגרום להורדת מחירי החבילות הצרות של Yes ו-Hot ולהגדיל את נתח המנויים שירצו לעבור לחבילות הצרות.
- בתאריך 29.12.2014 הודיעה סלקום על השקת שירות בשם "סלקום TV", המסתמך בעיקרו על האינטרנט. השירות החדש כולל שידור ערוצי טלוויזיה ו-VOD והוא משלב בין ערוצי עידן פלוס (DTT), שנקלטים מהאוויר דרך הממיר של סלקום, לבין ספריית VOD באינטרנט עם סרטים וסדרות לצפייה בכל עת. השירות, שניתן במחיר של 99 ש"ח לחודש, כולל ממיר אחד בלבד. יחד עם זאת, לשירות זה, שנמצא "בחיתוליו" ישנם סימני שאלה רבים ובהם מהו גודל הפס, האם הוא מותאם לכלל גווני האוכלוסייה הישראלית, האם התחרות היא מול ספקי הסלולר או מול שוק הטלוויזיה הרב ערוצית (Yes ו-Hot) וכן הלאה. לאור האמור, המחיר עלול לגרום להחרפת התחרות הקיימת ולירידת מחירים (במידה ובעוצמה שכרגע אינן ניתנות להערכה) ולהשפעה על התוצאות הכספיות של החברה.

סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים (המשך)

תחרות מול Hot

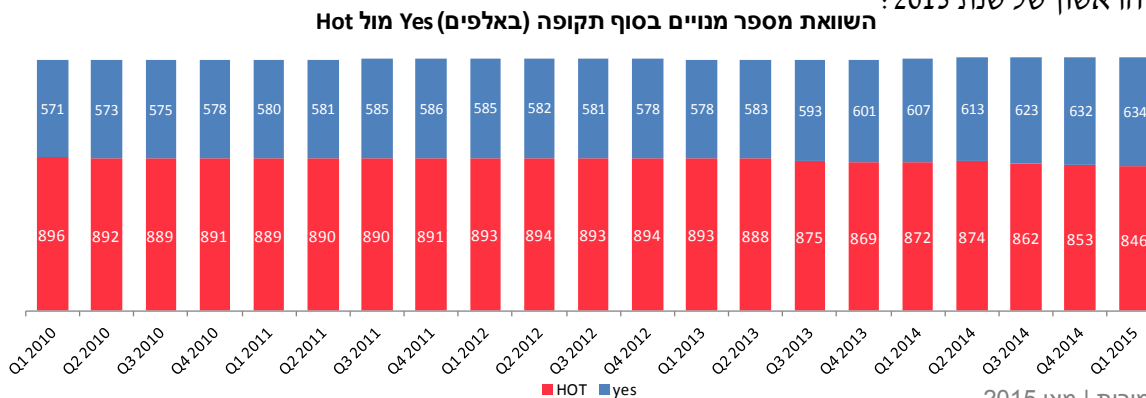
- יצוין כי הוט חולשת על נתח שוק גדול יותר מזה של החברה, על כן מספר המנויים שלה גבוה יותר מזה של החברה. יחד עם זאת, כפי שניתן לראות, ה-ARPU של Yes הינו גבוה יותר מזה של הוט.
- נמסר לנו מהחברה כי היכולת שלה לגבות פרמיה עודפת לעומת המתחרה העיקרית הוט, הינה, בין היתר, בזכות:
 - השירות האיכותי שהיא מעניקה ללקוחותיה לעומת המתחרה שמתמשת בשירותי מיקור חוץ על מנת להוזיל עלויות.
 - יצירת חווית משתמש עדיפה, מבחינה טכנולוגית ומבחינת התוכן האיכותי והמגוון יותר שהחברה מעניקה ללקוחותיה לעומת הוט.

התרשים שלהלן מציג את התפתחות ה-ARPU של Yes לעומת Hot (בהתאם לנתוני Hot הזמינים) במהלך השנים 2008-2014 ונכון לרבעון הראשון של שנת 2015:



* נתוני ה-ARPU של Hot מוצגים עפ"י עיבודי בזק ופאהן קנה יועצים.

התרשים שלהלן מציג את השוואת מספר מנויים של Yes אל מול Hot (בהתאם לנתוני Hot הזמינים) במהלך השנים 2010-2014 ונכון לרבעון הראשון של שנת 2015:



סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים (המשך)

להלן מיפוי ענף התקשורת בארץ, בחלוקה לקבוצות אחזקה ולשירותים המוצעים על ידי חברות התקשורת:

- בעוד שבעבר התרכזה התחרות בשוק התקשורת בתחרות בין ספקי תקשורת עצמאיים בכל מגזר פעילות בנפרד, בשנים האחרונות ניכרת מגמה של מעבר לתחרות בין קבוצות תקשורת הפועלות במקביל במספר מגזרים של שוק התקשורת.
- בשנים האחרונות קיים גידול בצריכת "סלי שירותים" (חבילות הכוללות ציורים שונים של מספר שירותי תקשורת שונים). קבוצות התקשורת משווקות, או עשויות לשווק בעתיד, סלי שירותים "משותפים" המורכבים משירותי תקשורת שונים של תאגידי כל קבוצה.
- ככלל, שיווק הסל המשותף מאפשר לקבוצת התקשורת להציע ללקוח תעריפים אטרקטיביים עבור הלקוח על פני תעריף רכישת כל שירות בנפרד (במקרים מסוימים תוך "סבסוד צולב" בין הרכיבים הכלולים בסל) וכן, פתרון כולל המייתר את הצורך להתקשר במקביל עם מספר ספקים שונים.
- על קבוצת בזק חלות מגבלות נוקשות יותר בשיווק סלי שירותים משותפים מאשר על הקבוצות האחרות. כך, כפופה בזק למספר מגבלות רגולטוריות בהקשר של יצירת שיתופי פעולה בין חברות הקבוצה, אשר העיקריות מביניהן הינן כדלקמן:

שחקנים נוספים	IDB IDB GROUP IDB קבוצת IDB	orange	HOT	בזק	קבוצה*
?	018 netvision	012 smile orange	HOT	בזק	טלפוניה קווית
unLIMITED חברת החשמל	Wholesale	Wholesale	HOT	בזק	תשתית אינטרנט
צפייה ישירה באתרי אינטרנט	סלקום	IPTV עיתידי	HOT	yes	שידורים
golan telecom רמי לוי תקשורת	סלקום	012 smile orange	HOT	פלאפון	סלולר
golan telecom	018 אקסון	012 smile orange	mobile	בזק בינלאומי	מב"ל
Triple Cloud הכל על הענן סילי	018 אקסון	012 smile orange	HOT net.	בזק בינלאומי	ISP

*נוכח תהליכי הרגולציה ושינויי השוק המתמשכים, מפת התקשורת המוצגת לעיל הינה אינדיקטיבית בלבד ועשויה להשתנות

1. חובת הפרדה מבנית - על החברה לקיים הפרדה מבנית בינה לבין חברות הבת שלה (לרבות הפרדה מלאה בין הנהלות החברות). עם זאת, בעקבות ירידת נתח השוק של החברה אל מתחת ל- 85%, הותר לחברה בחודש מאי 2010 להציע למנויים פרטיים סלי שירותים משותפים עם החברות הבנות ובחודש יולי 2012 להציע למנויים עסקיים סלי שירותים משותפים והכל בכפוף לאישורם על ידי משרד התקשורת ובכפוף למספר תנאים הקבועים ברישיון המפ"א.
2. מגבלות נוספות על מתן הטבות לחברות הקבוצה ושיתופי פעולה ביניהן- לרבות (אך לא רק), מגבלת הממונה על הגבלים עסקיים באישורי מיזוג בין החברה לבין חברות בקבוצה.
3. מגבלות בנוגע לשליטה ב- Yes.

סביבה כלכלית וגורמי סיכון עיקריים (המשך)

סקירה עולמית- ניתוח השפעת שירותי ה- OTT על שירותי הטלוויזיה המסורתיים במערב אירופה

מהגרף הבא ניתן לראות כי OTT כתחליף לשירותי הטלוויזיה הרב ערוצית צפוי להוות נישא בלבד (כ- 3% ממשקי הבית), בעוד שעבור הרוב המכריע של משקי הבית שירותי ה- OTT ישמשו כשימוש משני ו/או משלים (Secondary) לטלוויזיה בכבלים או בלוויין.

מהנתונים המוצגים בגרף להלן, ניתן לראות כי היקף שירותי הטלוויזיה בתשלום במערב אירופה צפוי לצמוח בכ- 24% (צמיחה ממוצעת של 4% בין השנים 2013-2018 ולהגיע להיקף שירותים של כ- 141 מיליון. מנוע הצמיחה העיקרי של הענף צפוי להיות סקטור ה- OTT video, אשר עתיד להכפיל עצמו כמעט פי 7 ולהגיע להיקף שירותים של כ- 26 מיליון משקי בית. זאת, בהשוואה לשירותי הטלוויזיה בתשלום המסורתיים אשר עתידים להתאפיין בצמיחה של כ- 4.2% בלבד במהלך השנים 2013-2018 (צמיחה שנתית ממוצעת של 0.8%). כלומר, עפ"י נתונים אלו לא צפויה דעיכה בסקטור שירותי הטלוויזיה המסורתיים במהלך השנים הנסקרות.

Figure 15: OTT video services to the TV set, by primary and secondary, Western Europe, 2013–2018 [Source: Analysys Mason, 2013]

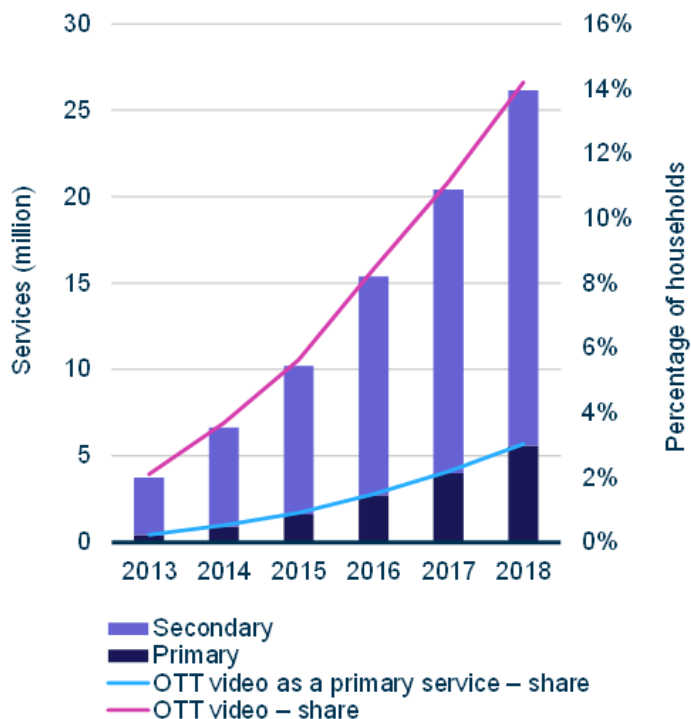
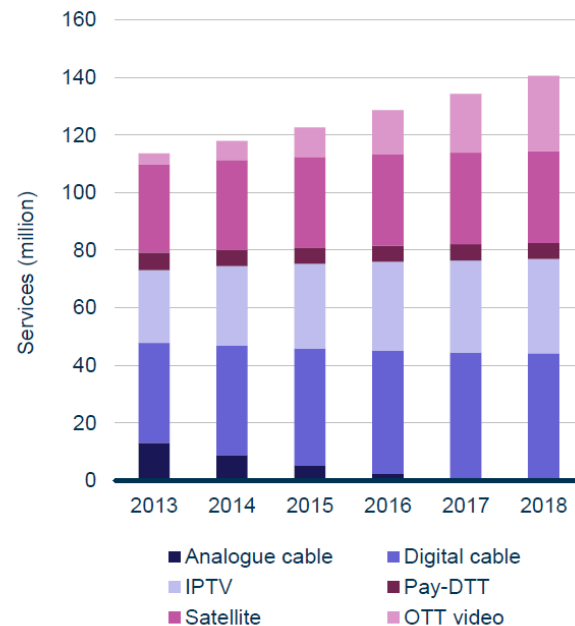


Figure 9: Pay-TV services, by platform, Western Europe, 2013–2018 [Source: Analysys Mason, 2013]



4. ניתוח דוחות כספיים

מאזן

מאזן				
אלפי ש"ח	31.3.2015	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
נכסים שוטפים				
מזומנים ושוי מזומנים	298,649	239,146	125,263	-
לקוחות	172,865	178,017	164,277	163,043
חייבים ויתרות חובה	9,330	16,404	1,615	1,674
סה"כ נכסים שוטפים	480,844	433,567	291,155	164,717
שיעור הנכסים השוטפים מסך המאזן	25.6%	23.8%	18.0%	11.9%
נכסים לא שוטפים				
ר"ק נטו	800,912	797,696	775,131	745,365
נכסים בלתי מוחשיים	147,507	146,805	133,728	99,864
זכויות שידור בניכוי זכויות שנוצלו	449,303	441,813	416,598	377,349
סה"כ נכסים לא שוטפים	1,397,722	1,386,314	1,325,457	1,222,578
שיעור הנכסים הלא שוטפים מסך המאזן	74.4%	76.2%	82.0%	88.1%
סה"כ נכסים	1,878,566	1,819,881	1,616,612	1,387,295
התחייבויות שוטפות				
אשראי מתאגידים בנקאיים	14,837	14,837	35,785	69,322
חלויות שטפות בגין אג"ח	371,363	377,388	292,168	174,305
ספקים ונתני שירותים	450,470	429,572	467,929	403,104
זכאים אחרים	159,763	148,783	161,318	147,746
הפרשות	9,491	9,673	12,360	6,200
סה"כ התחייבויות שוטפות	1,005,924	980,253	969,560	800,677
שיעור התחייבויות שוטפות מסך המאזן	53.5%	53.9%	60.0%	57.7%
התחייבויות לא שוטפות				
הלוואות מתאגידים בנקאיים	63,765	64,065	-	-
אג"ח	1,337,220	1,361,557	1,387,616	1,364,840
הלוואות מבעלי מניות	4,117,543	4,054,456	3,571,900	3,085,742
ספקים והתחייבויות אחרות לזמן ארוך	16,321	18,588	24,931	92,033
הטבות לעובדים	5,031	5,216	5,779	5,837
סה"כ התחייבויות לא שוטפות	5,539,880	5,503,882	4,990,226	4,548,452
שיעור התחייבויות לא שוטפות מסך המאזן	294.9%	302.4%	308.7%	327.9%
סה"כ התחייבויות	6,545,804	6,484,135	5,959,786	5,349,129
הון עצמי				
הון מניות	29	29	29	29
פרמיה על מניות	85,557	85,557	85,557	85,557
כתבי אופציה	48,219	48,219	48,219	48,219
קרנות הון	1,537,271	1,537,271	1,537,271	1,537,271
קרן הון בגין תשלומים מבוססי מניות	10,280	10,280	10,280	10,280
יתרת הפסד	(6,348,594)	(6,345,610)	(6,024,530)	(5,643,190)
סה"כ הון עצמי	(4,667,238)	(4,664,254)	(4,343,174)	(3,961,834)
שיעור גרעון בהון עצמי מסך המאזן	-248.4%	-256.3%	-268.7%	-285.6%
התחייבויות והון עצמי	1,878,566	1,819,881	1,616,612	1,387,295

להלן יתרות מאזניות של החברה לפי מספרים מדווחים, ליום 31 בדצמבר של השנים 2012-2014 ולפי טיוטת הדוחות הרבעוניים ליום 31 במרץ 2015 (באלפי ש"ח):

מזומנים ושוי מזומנים

ליום 31 במרץ 2015 הסתכמה יתרת המזומנים ושוי המזומנים של החברה לסך של כ- 299 מיליון ש"ח, כ- 62% מסך הנכסים השוטפים של החברה, לעומת סוף שנת 2014 בה הסתכמה יתרת מזומנים ושוי מזומנים לסך של כ- 239 מיליון ש"ח, כ- 55% מסך הנכסים השוטפים של החברה וסך של כ- 125 מיליון ש"ח, כ- 43% מסך הנכסים השוטפים של החברה בשנת 2013.

לקוחות

החברה מתקשרת עם כל מנוייה בהסכם מנוי המסדיר את מערך הזכויות וההתחייבויות של המנויים ביחסיהם עם החברה. החברה לא נוהגת לבצע עסקאות פקטורינג ולהקדים הכנסות מלקוחות. קרי, התשלום מבוצע בתחילת החודש לגבי לקוחות המשלמים בכרטיסי אשראי. שאר לקוחות החברה, בהתאם לתנאי אשראי (בדרך כלל שוטף פלוס 30 או 60 ימים).

יחס ימי הלקוחות של החברה שמר על יציבות יחסית לאורך שלוש השנים ומייצג, בקירוב, יתרה של לקוחות פרטיים בגין חודש אחד (שוטף), ויתרה של לקוחות עסקיים בגין תקופה ארוכה יותר.

חייבים אחרים

הגידול ביתרת החייבים במהלך שנת 2014 נובע הן מגידול בסעיף הוצאות מראש והן מגידול בחייבים אחרים, בעיקר עקב השינוי בשוי עסקאות הגנה.

מאזן (המשך)

זכויות שידור – בניכוי זכויות שנוצלו

החברה בעלת זכויות שידור בתכני וידאו (סרטים וסדרות) משני סוגים:

1. זכויות שידור שנרכשות מצדדים שלישיים - כוללות תכנים בדידים וערוצים.

2. זכויות שידור בגין הפקות מקור אשר החברה משקיעה בהפקתם (באופן מלא או חלקי), כאשר בנוסף לעצם הזכות לשדר את התוכן במסגרת שידוריה, לחברה על פי רוב זכויות באותם תכנים, בשיעורים הקבועים בהסכמים עם המפיקים.

על פי רוב, החברה זכאית אף להעביר הרשאות לשימוש בזכויות ולהשתתף בהכנסות הנובעות משימושים נוספים בתכנים מעבר לשידורים אצל החברה, בכפוף להסכמים עם הספקים.

• זכויות השידור מוצגות במאזן של החברה לפי עלות בניכוי זכויות שנוצלו.

• במהלך הרבעון הראשון לשנת 2015 חל גידול ביתרת זכויות השידור בשיעור של כ- 1.6%, בשנת 2014 חל גידול ביתרת זכויות השידור בשיעור של כ- 6% בהשוואה לשנת 2013. בשנים 2013 ו-2012 חל גידול ביתרת זכויות השידור בשיעור של כ- 10% ושל כ- 14%, בהתאמה. הסיבות העיקריות לעלייה זו הן כדלקמן:

- גידול בהיקף ההשקעה בהפקות מקור בהתאם להחלטת המועצה לשידורי כבלים ולווין. סכום ההשקעה בהפקות מקור נגזר בעבר רק כשיעור מסוים מהכנסות התוכן. המועצה קבעה כי החל משנת 2012 שיעור ההשקעה בהפקות מקור ייגזר מהכנסות מתוכן יחד עם ההכנסות מדמי התקנה, מכירה או השאלת ציוד. בנוסף, ניתנה הקלה לפיה את ההשקעה בגין שנת 2012 תוכל החברה לפרוס לשלוש שנים באופן שווה.

- שינוי במדיניות הפחתת הזכויות לשיטת הקו הישר במהלך שנת 2011, דבר שהביא לגידול באורך החיים השימושיים של נכס זה.
- תנודות בשער החליפין של הדולר.
- מגמת העלייה במחירים של התכנים הנרכשים והתחלת היוון עלויות תרגום לזכויות השידור.

רכוש קבוע

• סעיף הרכוש הקבוע מהווה יתרה משמעותית במצבת הנכסים של החברה ומסתכם בכ- 801 מיליון ש"ח ובכ- 798 מיליון ש"ח לימים 31 במרץ 2015 ו- 31 בדצמבר 2014, בהתאמה (כ- 43% וכ- 44% מסך הדוח על המצב הכספי, בהתאמה). סעיף זה כולל במסגרתו שתי יתרות בעלות היקף משמעותי:

1. מפענחי לווין דיגיטאליים בסך של כ- 490 מיליון ש"ח וכ- 486 מיליון ש"ח לימים 31 במרץ 2015 ו- 31 בדצמבר 2014, בהתאמה. אומדן אורך החיים השימושי של ציוד זה נע בטווח של בין 4-8 שנים.
2. עלויות התקנה שהונו בסך של כ- 225 מיליון ש"ח וכ- 229 מיליון ש"ח לימים 31 במרץ 2015 ו- 31 בדצמבר 2014, בהתאמה. אומדן אורך החיים השימושי של עלויות התקנה נחלק כלהלן: טווח של בין 13-15 שנים (בגין תשתיות בבניינים) וטווח של בין 3-1 שנים (בגין תשתיות בדירות).
- נציין כי ביתרת הרכוש הקבוע קיימות יתרות נוספות, אך בהיקפים כספיים נמוכים הרבה יותר ובהם יתרת ציוד שידור וקליטה אשר עלותה המופחתת הסתכמה לימים 31 במרץ 2015 ו- 31 בדצמבר 2014 בסך של כ- 36 מיליון ש"ח וכ- 34 מיליון ש"ח, בהתאמה.

מאזן (המשך)

נכסים בלתי מוחשיים

סעיף נכסים בלתי מוחשיים בנוי משני מרכיבים עיקריים:

1. **עלויות הרכשת מנויים** - בשנת 2011 נכנס לתוקף חוק אשר אסר על החברה לחייב את הלקוחות שנוטשים אותה בקנס יציאה, החברה עברה למודל של חוזה ללא תקופת התחייבות. כתוצאה מכך, החברה איבדה את ההכנסה המובטחת שלה מאותו לקוח שכנגדה עד אז היא הייתה מהוונת את עלויות הרכשת לקוח. לאור שינויי החקיקה והמודל העסקי, בחרה החברה לנקוט במדיניות חשבונאית ולהפסיק את היוון עלויות הרכשת לקוח וזאת, על אף קיומן של פרשנויות חשבונאיות שמתירות במקרים מסוימים להמשיך ולהוון עלויות הרכשת לקוח גם במקרים בהם לא קיימת תקופת התחייבות מול הלקוח. לאור זאת, החל ממועד כניסת החוק לתוקף, החברה אינה מהוונת עוד את עלויות הרכשת המנויים כנכס בהתאם ל- IAS38.

2. **תוכנות ורישיונות** - עיקר הגידול בנכסים בלתי מוחשיים בשנת 2013 לעומת שנת 2012 נובע משני פרויקטים:

א- פרויקט TRIO - שדרוג מערכות הניהול בחברה אשר כולל הליכי פיתוח של שלוש מערכות:

- מערכת ניהול לקוחות ממוחשבת חדשה (RBM (Billing).

- מערכת CRM.

- הכנסת תחום ניהול הלקוחות והגביה לתוך ה- SAP.

ב- פרויקט TVE - פיתוח טכנולוגיית צפייה מהטלפון הנייד.

מסים נדחים, נטו

- ביאור 25 לדוחות הכספיים לשנת 2014 מבהיר, כי על אף שלחברה הפסדים ניכרים לצורכי מס וניכוי בשל אינפלציה הניתנים להעברה ללא מגבלת זמן על ניצולם (סך של כ- 5.4 מיליארד ש"ח), החברה אינה מכירה בנכסי מסים נדחים, כיוון שאין זה צפוי שתהיה לה בעתיד הנראה לעין הכנסה חייבת אשר כנגדה ההפסדים להעברה כאמור, ינוצלו.
- טיפול חשבונאי כאמור, עולה בקנה אחד עם עקרונות תקן חשבונאות בינלאומי 12, מסים על ההכנסה (IAS 12).
- מתוך ההפסד שנצבר בסך של כ- 5.4 מיליארד ש"ח, סך של 2.3 מיליארד ש"ח נובע מהוצאות מימון על הלוואות מבעלי מניות (בזק כ- 1.8 מיליארד ש"ח וקבוצת יורקום כ- 0.5 מיליארד ש"ח).

דוח רווח והפסד

להלן תמצית נתוני רווח והפסד לשנים 2011-2014 (מבוקרים) ולרבעון הראשון לשנת 2015 (טיוטת דוח כספי שהתקבלה) (באלפי ש"ח):

טיוטא Q1 2015	סוקר Q1 2014	מבוקר 2014	מבוקר 2013	מבוקר 2012	מבוקר 2011	דוחות רווח והפסד - די.בי.אס שירותי לווין 1981 בע"מ אלפי ש"ח
440,174	423,724	1,723,938	1,635,216	1,635,994	1,618,809	הכנסות
3.9%		5.4%	-0.05%	1.1%		צמיחה
295,096	268,750	1,110,450	1,051,618	1,067,087	1,028,168	עלות ההכנסות
145,078	154,974	613,488	583,598	568,907	590,641	רווח גולמי
33.0%	36.6%	35.6%	35.7%	34.8%	36.5%	שיעור הרווח הגולמי
35,663	39,614	153,624	153,712	166,274	152,737	הוצאות מכירה ושיווק
50,376	42,478	187,284	162,372	149,884	143,036	הוצאות הנהלה וכלליות
59,039	72,882	272,580	267,514	252,749	294,868	רווח (הפסד) תפעולי
13.4%	17.2%	15.8%	16.4%	15.4%	18.2%	שיעור הרווח התפעולי
40,587	33,463	136,669	167,677	155,431	168,991	הוצאות מימון
(41,992)	(15,912)	(26,056)	(6,979)	(1,859)	(23,163)	הכנסות מימון
63,087	88,906	482,556	486,158	407,826	377,529	הוצאות מימון בגין הלואות מבעלי מניות
(2,643)	(33,575)	(320,589)	(379,342)	(308,649)	(228,489)	רווח (הפסד) לפני מס
341	186	1,106	1,352	1,668	1,128	מסים על ההכנסה
0	0	0	(646)	(1,235)	(80)	רווחים (הפסדים) אקטואריים מתוכנית להטבה מוגדרת *
76,411	69,731	297,554	262,735	248,250	276,393	פחת והפחתות
135,450	142,613	570,134	530,249	500,999	571,261	EBITDA
30.8%	33.7%	33.1%	32.4%	30.6%	35.3%	שיעור EBITDA

(*) לא כולל רווחים (הפסדים) אקטואריים מתוכנית להטבה מוגדרת בערכים לא מהותיים, כמפורט בדוחות הכספיים של החברה.

דוח רווח והפסד

הכנסות

סך ההכנסות של החברה הסתכמו ברבעון הראשון של שנת 2015 לסך של כ- 440 מיליון ש"ח, ההכנסות בשנת 2014 הסתכמו לסך של כ- 1,724 מיליון ש"ח.

הכנסות החברה נחלקות ל - 3 סוגים עיקריים:

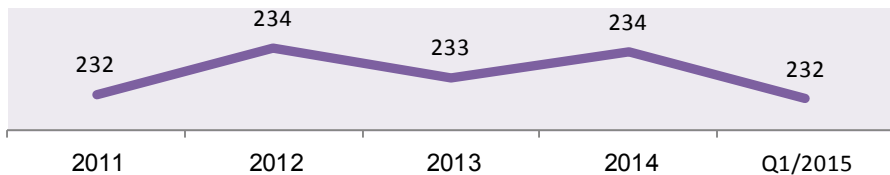
- **הכנסות משרותי בסיס ללקוחות** - כוללות הכנסות בגין שירותי תוכן וציוד בסיסיים, השכרת ממירים רגילים ושידורים בערוצי בסיס במחירים חודשיים קבועים.
- **הכנסות משירותים מתקדמים ללקוחות** - כוללות הכנסות בגין שירותים טכניים ודמי התקנה, הכנסות בגין שירותים מתקדמים ע"י אספקת ממירים מתקדמים כגון: YesMax Total, YesMax ו- YesHD ואספקת שירותי YesMultiroom, באמצעותם ניתן לצפות בתכנים מוקלטים ברשת הביתית ו/או שירותי VOD בגינם הלקוח משלם דמי שימוש חודשיים קבועים.
- **הכנסות שלא מלקוחות** - כוללות בעיקר הכנסות מערוצים והכנסות ממכירת תכנים בהתאם להסכמים ספציפיים של החברה מול ספקים למכירת תכנים הנרכשים ע"י החברה.

ניתוח ARPU

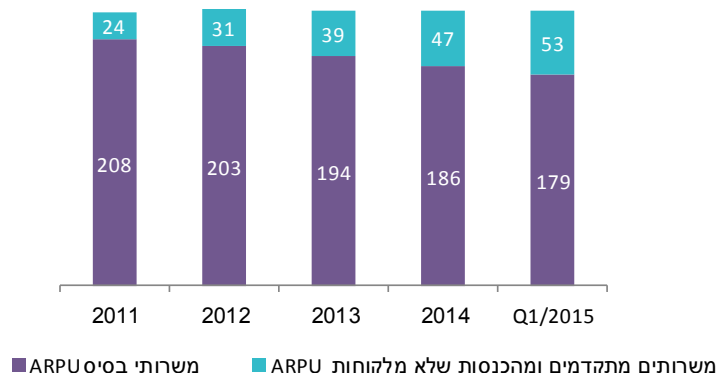
המונח ARPU על גרסאותיו השונות, הוא מונח מפתח בענף התקשורת. חברות סלולר, ספקיות שירותי אינטרנט וחברות טלוויזיה בכבלים מודדות את עצמן במונחי ה- ARPU (Average Revenue Per User).

- מהנתונים עולה כי ברבעון הראשון של שנת 2015 עמד ה- ARPU בחברה על כ- 232 ש"ח, לעומת 234 ש"ח בסוף שנת 2014 המהווה קיטון של כ- 1%. במהלך שנת 2014 לא חל שינוי מהותי ב- ARPU. במהלך שנת 2013 חל קיטון של כ- 1% ב- ARPU לכ- 233 ש"ח (בהשוואה לכ- 234 ש"ח בשנת 2012).

הכנסה חודשית ממוצעת למנוי (ש"ח) ARPU



חלוקת ה- ARPU בין שירותי בסיס לשירותים מתקדמים



דוח רווח והפסד

עלות ההכנסות

עיקר הוצאות עלות ההכנסות מורכבות מעלויות תוכן, זכויות שידור שנוצלו ופחת והפחתות. סך עלות ההכנסות הסתכמו בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2015 לסך של כ- 295 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 67% מסך ההכנסות), גידול בשיעור של כ- 6.3% בגילום שנתי לעומת שנת 2014. בשנת 2014 הסתכמו סך עלות ההכנסות של החברה לסך של כ- 1,110 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 64% מסך ההכנסות) לעומת לסך של כ- 1,052 מיליון ש"ח בשנת 2013 (שיעור של כ- 64% מסך ההכנסות) המהווה גידול של כ- 6%. הגידול נבע בעיקר מעליה בהוצאות הפחת, זכויות שידור שנוצלו ועלויות תוכן.

הוצאות מכירה ושיווק

עיקר הוצאות מכירה ושיווק מורכבות משכר ומשכורות והוצאות פרסום. סך הוצאות מכירה ושיווק הסתכמו ברבעון הראשון של שנת 2015 לסך של כ- 35.6 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 10% מסך ההכנסות לרבעון זה), לעומת סך של כ- 39.6 מיליון ש"ח ברבעון הראשון של שנת 2014 המהווה קיטון של כ- 9.3% בהשוואה לרבעון אשתקד.

בשנים 2013 ו- 2014 חלה עליה בהוצאות מכירה אשר קוזה בירידה בהוצאות פרסום והוצאות הפחת. סך הוצאות מכירה ושיווק של החברה הסתכמו בשנים 2013-2014 לסך של כ- 154 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 9% ו- 9.3% מסך ההכנסות, בהתאמה), לעומת כ- 166 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 10% מסך ההכנסות) בשנת 2012.

בין השנים 2012 ל- 2013 חל קיטון בשיעור של כ- 7.6% בסך הוצאות המכירה והשיווק, הנובע בעיקר מקיטון בהוצאות פחת והפחתות בעקבות הפסקת היוון עלויות הרכשת מנויים (קרי, עמלות מכירה ששולמו למשווקים ולאנשי מכירות) החל מסוף שנת 2011.

הוצאות הנהלה וכלליות

עיקר הוצאות הנהלה וכלליות מורכבות משכר ומשכורות ופחת והפחתות. הוצאות הנהלה וכלליות הסתכמו ברבעון הראשון של שנת 2015 לסך של כ- 50 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 11% מסך ההכנסות), לעומת סך של כ- 42 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2014 המהווה גידול של כ- 19%.

בשנת 2014 הוצאות הנהלה וכלליות של החברה הסתכמו לסך של כ- 187 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 11% מסך ההכנסות), לעומת לסך של כ- 162 בשנת 2013 (שיעור של כ- 10% מסך ההכנסות) ולעומת לסך של כ- 150 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 9% מסך ההכנסות) בשנת 2012.

בשנת 2014 חל גידול בשיעור של כ- 15% בסך הוצאות הנהלה וכלליות לעומת גידול של כ- 8% ו- 5% בהוצאות אלו בשנים 2013 ו- 2014 בהתאמה.

דוח רווח והפסד

הוצאות מימון, נטו

עיקר הוצאות המימון נובעות בגין הלוואות בעלי המניות והוצאות ריבית בגין התחייבויות פיננסיות. הוצאות המימון, נטו הסתכמו בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2015 לסך של כ- 62 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 14% מסך ההכנסות), לעומת שנת 2014 שבה הוצאות המימון, נטו הסתכמו לסך של כ- 593 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 34% מסך ההכנסות), ולעומת שנת 2013 שבה הוצאות המימון, נטו הסתכמו לסך של כ- 647 מיליון ש"ח (שיעור של כ- 40% מסך ההכנסות). הקיטון בהוצאות המימון, נטו בשנת 2014 ובשלושת החודשים הראשונים של שנת 2015 נובע בעיקר בשל הכנסות מרווחים עקב שינוי בשווי הוגן של נכסים פיננסיים, בשווי הוגן דרך רווח והפסד והשפעת מדד המחירים לצרכן.

מיסים על ההכנסה

לפי נתונים שהתקבלו מהחברה ועיון בדוח ההתאמה למס לשנת 2013, לחברה הפסדים לצורכי מס וניכוי בשל אינפלציה המועברים לשנים הבאות ומסתכמים לימים 31.12.2014 ו- 31.12.2013 לסך של כ- 5.4 וכ- 5.3 מיליארד ש"ח בהתאמה.

נמסר לנו, כי מתוך ההפסד הנצבר לצורכי מס ליום 31 בדצמבר 2014 של כ- 5.4 מיליארד ש"ח, סך של 2.3 מיליון ש"ח נובעים מהוצאות מימון על הלוואות מבעלי מניות (בזק כ- 1.8 מיליון ש"ח וקבוצת יורוקום כ- 0.5 מיליארד ש"ח).

בדוחות רווח והפסד של החברה נרשמו בשנים 2014 ו- 2013 הוצאות המס בסך של כ- 1,106 אלפי ש"ח ו- 1,352 אלפי ש"ח, בהתאמה.

5. מתודולוגיה

שיטות להערכת השווי

סקירת שיטות עיקריות להערכת שווי

קיימות מספר גישות/שיטות אנליטיות להערכת שווי כלכלי אשר עשויות להניב תוצאות שונות. לכל אחת מהשיטות יתרונות וחסרונות. בחירת שיטה מתאימה קשורה לאופי הנכס המוערך, למטרות ההערכה וכן לגורמים נוספים אחרים. להלן יפורטו שלוש גישות עיקריות להערכת שווי כלכלי:

גישת ההכנסות (Income Approach)

על פי גישת ההכנסות, שווי של נכס נגזר מערכם הנוכחי של זרמי המזומנים אשר צפויים לנבוע ממנו לאורך יתרת חייו הכלכליים. ביישום גישה זו, יש לאמוד תחילה את תזרימי המזומנים אשר הנכס צפוי לייצר בעתיד, כלומר עמידה של התקבולים והתשלומים העתידיים, בהתבסס, בין היתר, על ניתוח מידע פיננסי ותפעולי.

בשלב השני יש להביא את תזרימי המזומנים העתידיים לערכים נוכחיים על ידי היוונם למועד הערכת השווי (Discounted Cash Flow), או בקיצור: DCF). תהליך היוון תזרימי המזומנים עושה שימוש בשיעור תשואה, אשר אמור לשקף את ערך הזמן של הכסף ואת הסיכון העסקי. השווי ההוגן הינו למעשה הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים ובכלל זה ערך הגרט, באם קיים, בסוף תקופת התחזית.

יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לנכס הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בנכס נשוא ההערכה. חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את תזרימי המזומנים העתידיים ובכלל זה את ערך הגרט, באם קיים, בסוף תקופת התחזית.

בית המשפט העליון רואה בגישת היוון תזרימי המזומנים (DCF) כגישה המתאימה ביותר להערכת שווי כלכלי פנימי של הנכס.

גישת השווי הנכסי (NAV- Net Asset Value)

בגישת השווי הנכסי יש להעריך את שווי הנכס הראשי עפ"י ערכם הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות המרכיבים אותם.

לצורך ביצוע הערכת השווי עפ"י גישה זו, יש לקחת את יתרת הנכסים וההתחייבויות במרכיבים את הישות המוערכת ולבצע אומדן לערכם הכלכלי. כלומר, בשונה מ"השווי בספרים", הערך "הנכסי" מתייחס לערכי המימוש נטו (Exit Value) של הנכסים וההתחייבויות. ההפרש בין הערך הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות אמור לבטא את הערך הכלכלי של הישות המוערכת.

גישת השוק/המכפיל (Market Approach)

בגישה זו מוערכת הישות על בסיס השוואה בינה לבין נתוני ישויות דומות וזאת על בסיס ההנחה שחברות באותו ענף מאופיינות במכפילים וביחסים פיננסיים דומים.

השוואה נעשית על בסיס היחס המחושב בין שווי השוק או שווי הפעילות של הנכס המוערך לבין מדד נבחר של ביצוע, בדרך כלל מדד חשבונאי. יחס זה נקרא "מכפיל". גישות המתבססות על מכפילים השוואתיים מניחות, כי ניתן להעריך את השווי לבעלי המניות, על בסיס מכפלה של מספר מסוים, היתה לחברות בעלות מאפיינים דומים בפרמטרים הייחודיים לחברה המוערכת. במקרה זה נבדקים הפרמטרים הייחודיים לחברה הנבנת כגון היקף המכירות שלה, הרווח הנקי, ההון העצמי וכדומה. דוגמאות ל"מכפילים" הינם: מכפיל מכירות, מכפיל רווח תפעולי, מכפיל EBITDA, מכפיל הון עצמי ומכפיל רווח נקי.

שיטות להערכת השווי

שיטת הערכה שנבחרה

במסגרת העבודה אמדנו את שווי הפעילות של חברת Yes תוך שימוש בטכניקת הערכה מקובלת כאשר בעיקרה עומדת גישת ההכנסות, במסגרתה יושמה שיטת היוון תזרימי המזומנים (Discounted Cash – DCF) (Flow).

הנחת היסוד בשיטת היוון תזרימי המזומנים כאמור, הינה כי שווי של נכס הינו הערך הנוכחי של זרמי המזומנים אשר צפויים לנבוע ממנו לאורך יתרת חייו הכלכליים, כך שהשווי ההוגן הינו למעשה הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים ובכלל זה ערך הגרט, באם קיים, בסוף תקופת התחזית.

מתוך שווי הפעילות ניכינו את שווי החוב הפיננסי, נטו ללא הלוואות בעלים. הקצאת השווי שהתקבל (קרי, שווי פעילות בניכוי התחייבויות פיננסיות, נטו אך ללא חוב בעלים) בין הלוואות הבעלים, הון המניות והאופציה בוצעה עפ"י סדר קדימות פירעון הלוואות הבעלים כפי שנקבע בהסדר בין בעלי המניות לחברה מיום 30 בדצמבר 2002, בו הוחלט כי ההלוואות שהועמדו על ידי חלק מבעלי המניות לחברה החל מיום 10 ביולי 2002 הינן עדיפות על הלוואות הבעלים הישנות.

מועד הערכת השווי

- ביום 23 במרץ 2015 החליטה האסיפה לאשר את קבלת התנאים שקבע הממונה על ההגבלים העסקים בהחלטת אישור מיזוג שניתנה על ידו ביום 26.3.2014 והודיעה על מימוש האופציה הקיימת להקצאת 6,221 מניות Yes, המהוות כ- 8.6% ממניות Yes, ללא תמורה. בנוסף התקבלה החלטה לאשר את ההתקשרות בהסכם הרכישה עם יורוקום.

לפיכך נמסר לנו כי מועד העסקה לצרכים חשבונאיים נקבע ליום ה- 23 במרץ 2015. לצורך עבודה זו הונח כי עקב חוסר מהותיות בין מועד העסקה ליום ה- 31 במרץ 2015 מועד הערכת השווי יהיה 31 במרץ 2015.

תקופת התחזית

בביצוע הערכת שווי הפעילות, חולקה התחזית לשתי תקופות.

תקופת התחזית הראשונה מורכבת משלושת הרבעונים האחרונים של שנת 2015 ושלושת השנים העוקבות (2016-2018).

התקופה השנייה מכילה את שנת 2019, אשר ממנה נגזר התזרים המייצג (שנה פרמננטית).

תזרים המזומנים הצפוי של החברה נאמד בהתבסס על תחזיות הנהלת בזק בדבר תוצאותיה העסקיות של Yes וכן, הנחות נוספות לגבי תחזית הפעילות שנתקבלו לידינו.

לצורכי עבודה זו אנו מניחים כי היתרות עליהן הסתמכנו הינן יתרות נכונות ואנו שומרים לעצמו את הזכות לבוא ולעדכן עבודה זו ככל שיובאו בפנינו נתונים שונים מהותית מהנתונים ששימשו לצורכי עבודה זו.

6. פירוט ההנחות ששימשו לבניית התחזית

הנחות המודל - הכנסות

כללי

נתח השוק של Yes בטלוויזיה הרב ערוצית

בשנת 2014 הוט מחזיקה בנתח שוק של כ- 58% לעומת החברה מחזיקה ביתרת השוק של הטלוויזיה הרב ערוצית בשיעור של כ- 42%. זאת, לעומת סוף שנת 2008 שבה נתח השוק של הוט היה כ- 62% ושל החברה כ- 38%.

חלוקת נתחי השוק בין Yes ל- Hot נשמרת יציבה יחסית בכ- 5 השנים האחרונות תוך מגמת שיפור קלה לטובת Yes. זאת לעומת השנים שקדמו לשנת 2008 שבהן נצפתה עלייה מתונה בשיעור החדירה של החברה (הן במספר מנויים והן בנתח שוק) במקביל לירידה מתונה בנתח שוק של הוט (עלייה מ- 30% ל- 39% בנתח שוק במהלך השנים 2003-2008 לעומת עלייה מ- 39% ל- 42% בנתח שוק במהלך השנים 2008-2014).

מנתונים אלו עולה, כי על מנת לשמר את שיעור החדירה הקיים, החברה תצטרך להמשיך לגייס מנויים חדשים כמו גם לשמר לקוחות קיימים.

בהתאם לזאת, הונח לצורך התחזית כי נתח השוק של Yes צפוי לשמור על יציבות לאורך כל שנות התחזית ויהווה כ- 42%-43% מסך שוק הטלוויזיה הרב ערוצית, בדומה לנתח השוק של החברה בשנת 2014.

תחזית תזרימי המזומנים נבנתה על בסיס תחזית הפעילות העסקית של Yes כפי שנערכה על ידי הנהלת בזק. התחזית הוכנה על ידי הנהלת בזק בשנת 2014 ולהערכתה לא חל בה שינוי מהותי כלשהו במהלך התקופה שחלפה ממועד עריכתה ועד נכון למועד הערכת השווי. נמצא כי תחזית זו הינה שמרנית יותר במרבית הפרמטרים העיקריים (כדוגמת הכנסות, ARPU, רווחיות תפעולית ותזרים השוטף החזוי) מאשר תחזית תזרימי המזומנים עפ"י הנהלת Yes.

נתח המנויים לטלוויזיה הרב ערוצית מסך משקי הבית

בשנת 2014 כ- 63% מסך משקי הבית בישראל היו מנויים לשירותי הטלוויזיה של Yes או Hot.

שיפורים טכנולוגיים כגון DTT, אינטרנט ו-OTT, עלולים להגדיל את הנגישות של המנויים לתכני וידאו ולאפשר לגורמים נוספים להציע שירותי צפייה בתכנים ללא צורך בהשקעות רבות, באופן שעלול להקשות על Yes ועל Hot בגיוס מנויים, שימורם ובהצעת שירותיה.

על אף שטכנולוגיית ה-OTT עשויה לאפשר למתחרים חדשים וקיימים לספק שירותים חלופיים לשירותי טלוויזיה רב ערוצית, נראה כי עבור מרבית משקי הבית מדובר במוצר משלים ולא מוצר תחליפי לשירותי הטלוויזיה הרב ערוצית (מחקר השוק המציג את המגמות הצפויות בשוק האירופאי שהוצג לעיל תומך בטענה זו). כמו כן, Yes עושה כבר היום שימוש בטכנולוגיית ה-OTT וזאת במסגרת שירותי ה-VOD.

בהתאם לזאת, הונח כי לא צפויה ירידה משמעותית בשיעור משקי הבית המנויים על שירותי הטלוויזיה הרב ערוצית ושיעור זה ישמור על יציבות יחסית ויעמוד על כ- 62% לאורך שנות התחזית (בהשוואה ל- 63% בשנת 2014).

כמו כן, הונח גידול של האוכלוסייה בשיעור שנתי של 1.7%, בהתאם לנתוני הלמ"ס.

2019	2018	2017	2016	2015	2014	
2,545	2,502	2,459	2,418	2,377	2,337	סך משקי בית (אלפים)
1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%		% צמיחה
1,585	1,558	1,532	1,506	1,481	1,476	סך מנויי הטלוויזיה של Hoti Yes
62.3%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%	63.1%	% מנויי טלוויזיה מסך משקי הבית
666	654	651	648	641	632	סך מנויי הטלוויזיה של Yes
42.0%	42.0%	42.5%	43.0%	43.3%	42.8%	% נתח שוק Yes מסך מנויי הטלוויזיה

הנחות המודל - הכנסות

הכנסה ממוצעת למנוי (ARPU)

ברבעון הראשון של שנת 2015 הסתכם ה-ARPU בכ- 232 ש"ח לעומת 234 ש"ח בשנת 2014 כ- 233 ש"ח בשנת 2013, כ- 234 ש"ח בשנת 2012 וכ- 232 ש"ח בשנת 2011.

מתוך ה-ARPU הכולל, ניכרת מגמת גידול בהכנסות משירותים מתקדמים (מ- 38.1 ש"ח למנוי ברבעון הראשון של שנת 2014 ל- 47.1 ש"ח למנוי במהלך הרבעון הראשון של שנת 2015) לעומת קיטון בהכנסות משירותי בסיס (מ- 193.3 ש"ח למנוי ברבעון הראשון של שנת 2014 ל- 182.9 ש"ח למנוי במהלך הרבעון הראשון של שנת 2015).

בשנים הקרובות צפויה הקטנת החדרת ממירי YesMax ו- YesMaxTotal ובמקומם צפויה הגדלת החדרת ממירי ה-YesHD. לצורכי העבודה הונח כי שיעור ממירי YesHD יצמח מכ- 32% בשנת 2014 לכ- 50% בשנת 2018.

כמו כן, הונח כי תחול עלייה בשיעור המנויים המחוברים לשירותי ה-VOD (מכ- 39% בשנת 2014 לכ- 50% בשנת 2018) לצד גידול בשיעור משלמי דמי השימוש בקרב מנויים אלו (מכ- 80% בשנת 2014 לכ- 84% בשנת 2018).

סה"כ הצמיחה בהכנסות משירותים מתקדמים צפויה להסתכם בשנת 2015 בכ- 18% בהשוואה לשנת 2014 ולהתמתן בהדרגה עד לכ- 4% בשנת 2018.

מאידך, הונחה שחיקה בהכנסה הממוצעת משירותים בסיסיים. ההכנסות משירותי בסיס צפויות להתמתן במהלך שנות התחזית, בין היתר לאור התחרות מול שירותי ה-DTT ו-OTT.

כמו כן, כיום Yes מחויבת להציע "חבילה צרה" במחיר נמוך יותר, בין 99 ל- 130 ש"ח (כולל מע"מ). על אף שהחבילות הצרות כיום אינן שכיחות ומתמחרות ע"י Yes ו- Hot בכ- 120 ש"ח לחודש (כולל מע"מ), צפוי כי כניסת מתחרים נוספים לתחום (כדוגמת סלקום) שצפויים לתמחר את החבילות הצרות בפחות מ- 100 ש"ח (כולל מע"מ), עלול לגרום להורדת מחירי החבילות ולהגדלת נתח החבילות הצרות מסך לקוחות החברה, דבר שיביא לשחיקה ב-ARPU. הונח כי אחוז המנויים לחבילה צרה (מסך המנויים של Yes) יגדל בהדרגה מכ- 1% בשנת 2014 לכ- 4% בשנת 2018.

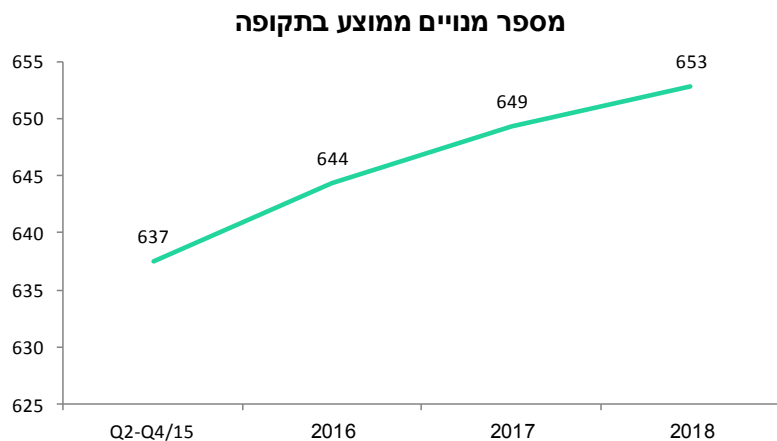
בהתאם למכלול הנחות והפרמטרים שהונחו כמפורט לעיל, צפויה שחיקה הדרגתית ב-ARPU של החברה בטווח הקצר והבינוני מ-ARPU של 234 ש"ח בשנת 2014 לכ- 229 ש"ח בשנת 2015 (כ- 228 לשלושת הרבעונים האחרונים של שנת 2015), 228 ש"ח בשנת 2016, 223 ש"ח בשנת 2017 ו- 221 ש"ח בשנת 2018. הונח כי השחיקה תימשך עד שנת 2018, בעוד שמשנת 2019 ואילך צפויה שמירה על ה-ARPU הנומינלי של 221 ש"ח.

הנחות המודל - הכנסות

2018	2017	2016	Q2-Q4/15	Q1/15	2015	2014	2013	
654	651	648	641	634	641	632	601	סך מנויי הטלוויזיה של Yes
0.5%	0.5%	1.0%	1.1%	-1.1%	1.4%	5.2%		% צמיחה
653	649	644	637	633	637	615		מספר מנויים ממוצע בתקופה
0.5%	0.8%	1.2%	0.7%	-0.6%	3.5%			% צמיחה
221	223	228	228	232	229	233		ARPU
-0.9%	-2.4%	-0.3%	-1.5%	1.1%	-1.9%	0.4%		% צמיחה
1,731	1,737	1,765	1,309	440	1,749	1,723		הכנסות צפויות (מיליוני ש"ח)
-0.3%	-1.6%	0.9%	-0.8%	0.5%	1.5%			% צמיחה

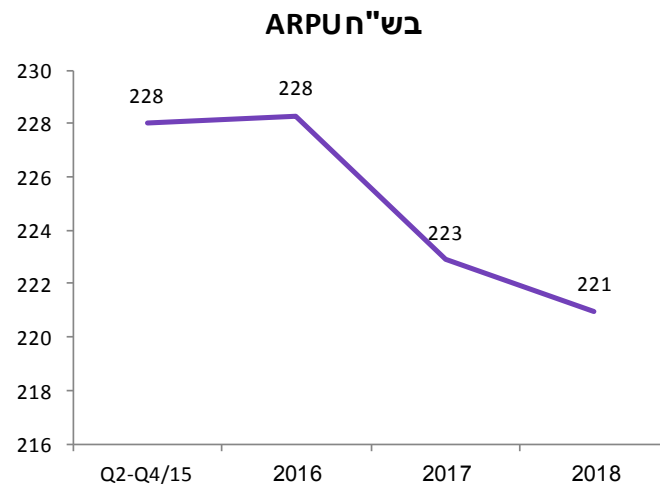
מספר מנויי Yes

לצורך חישוב ה-ARPU, נערכה תחזית למספר המנויים הצפוי בכל שנה, מתוך ממוצע המנויים לכל שנה.



הכנסה ממוצעת למנוי (ARPU)

התרשים שלהלן מציג את התחזית למדד ה-ARPU לשנים 2015-2019, אשר צפוי להיות מושפע, בין היתר, מהתגברות התחרות בשוק:



הנחות המודל

עלות המכר

עלות המכר מורכבת מהסעיפים הבאים :

צריכת מקטעי חלל - החברה עושה שימוש במקטעי חלל לצורך שידוריה בלוויין. נכון לשנת 2014 החברה מנצלת את מקטעי החלל כמעט במלואם. כתוצאה מהגדלת מספר הערוצים המשודרים על ידי החברה ובפרט הגדלת מספר ערוצי ה-HD המשודרים על ידה ואשר מצריכים רוחב פס גדול יותר, החברה עושה שימוש במערכות דחיסה לניצול יעיל של מקטעי החלל. הונח כי, מערכות דחיסה יאפשרו שימוש ב-12 מקטעי חלל לאורך כל שנות התחזית (בדומה לשימוש בפועל כיום). כמו כן, הונח גידול בהוצאה זו מכ-77 מיליון ש"ח בשנת 2014 לכ-84 מיליון ש"ח בשנת 2015 לאור עליה בשער החליפין של הדולר. משנת 2016 ואילך הונח גידול מתון של כ-1%-2% בהוצאה זו.

• **תמיכה טכנית** - הונח כי, עלויות התמיכה הטכנית יגדלו בשנת 2015 בכ-5% בהשוואה לשנת 2014. זאת בעיקר בשל עדכוני שכר שבוצעו במהלך שנת 2014. הונח כי הוצאות אלו ישמרו על שיעור צמיחה מתון של 1% לאורך יתר שנות התחזית. עלויות התמיכה הטכנית מהוות כ-6.7% מסך עלות המכר בשנת 2014 ולאורך שאר שנות התחזית.

• **שירות לקוחות** - סך ההוצאות בגין שירות הלקוחות צפויות להתמתן במהלך שנות התחזית, בדומה למגמת קיטון בסעיף הוצאה זה במהלך השנים האחרונות. קיטון זה נובע בעיקר מצמצום הצפוי בהיקף הפניות למוקד שירות הלקוחות. כך, בין השנים 2011-2014 הוצאות אלו קטנו מכ-206 מיליון ש"ח לכ-189 מיליון ש"ח. הונח כי הוצאות אלו יסתכמו בכ-187 מיליון ש"ח בשנת 2015 ויקטנו בהדרגה לכ-169 מיליון ש"ח בשנת 2018. בשנת 2019, קרי, השנה הפרמננטית, יסתכמו הוצאות שירות הלקוחות בכ-171 מיליון ש"ח.

• **תוכן וזכויות שידור** - הוצאות תוכן מורכבות בעיקר מעלויות בגין צריכת ערוצים קנויים, רכישת סרטים וסדרות, הפקות מקור, תשלום בגין זכויות יוצרים ותשלום בגין תרגומים. החברה פועלת לרכישה, הפקה ושידור תוכן איכותי, חדשני ומגוון תוך יצירת בידול לתכנים המשודרים על ידה.

העלויות בגין התוכן המשודר ע"י החברה מסווגות בחלקן לעלויות תוכן, המוצגות כהוצאה שוטפת דרך רווח והפסד ואינן מהוונות כלל וחלק מהתכנים הנרכשים מסווגים לזכויות שידור אשר מוכרות ככס בדוחות הכספיים של החברה ומופחתות דרך רווח והפסד (קרי, מוצגות בעלות מופחתת).

הונח כי, עלויות התוכן וזכויות השידור, המהוות כ-30% מסך ההכנסות בשנת 2014, יצמחו בכ-3% בשנת 2015, כאשר בשנים הבאות הונח כי תחול צמיחה מתונה ועלויות תוכן וזכויות שידור יהוו כ-33% מסך ההכנסות בשנה המייצגת. לצד עלויות אלו, צפוי גידול ביתרה המאזנית של יתרת זכויות שידור (ראה להלן).

הנחות המודל (המשך)

רווח גולמי

בהתבסס על תחזיות החברה, שיעור הרווח הגולמי צפוי לקטון בשלושת הרבעונים האחרונים של שנת 2015 לכ- 35.3% בהשוואה לכ- 35.6% בשנת 2014. זאת בעיקר בשל גידול בהוצאה בגין רכישת זכויות שידור וכן בגין גידול בהוצאות פחת. בשנת 2016 צפוי שיעור הרווח הגולמי של החברה להסתכם בכ- 35% מסך ההכנסות ולקטון בצורה הדרגתית עד לכ- 34% בשנת 2018. משנת 2019 ואילך צפוי שיעור הרווח הגולמי להסתכם בכ- 33.8% מסך ההכנסות.

הוצאות מכירה ושיווק

בין השנים 2012 ל- 2013 חל קיטון בשיעור של כ- 8% בסך הוצאות המכירה והשיווק. זאת עקב קיטון בהוצאות פחת והפחתות בעקבות הפסקת היוון עלויות הרכשת מנויים (קרי, עמלות מכירה ששולמו למשווקים ולאנשי מכירות) החל מסוף שנת 2011.

שיעור הוצאות מכירה ושיווק בשנת 2014 עומד על כ- 9% מסך ההכנסות. מאחר וההוצאות מגלמות מרכיב בעל אופי קבוע (כגון פרסום, אחזקת רכב) ומאחר שבשנים האחרונות הוצאות אלו הושפעו מהפסקת היוון הרכשת המנויים וכן בהתבסס על הנחות החברה, הונח כי, צפויה ירידה הדרגתית בהוצאות אלו, והן יסתכמו בכ- 151 מיליון ש"ח בשנת 2015 (116 מיליון ש"ח בשלושת הרבעונים האחרונים של שנת 2015), כ- 145 מיליון ש"ח בשנת 2016, כ- 139 מיליון ש"ח בשנת 2017 וכ- 136 מיליון ש"ח בשנת 2018. שיעור הוצאות מכירה ושיווק כאחוז מהכנסות צפוי לקטון בהדרגתיות לאורך התחזית עד לכ- 8% בשנה המייצגת. בשנת 2019, קרי, השנה הפרמננטית, יסתכמו הוצאות מכירה ושיווק בכ- 137 מיליון ש"ח.

הוצאות הנהלה וכלליות

בשנים האחרונות הוצאות הנהלה וכלליות (שכמחציתן הינן הוצאות שכר) היו בעלות אופי קבוע.

הונח כי גם במהלך שנות התחזית הוצאות הנהלה וכלליות יהיו בעלות אופי קבוע ויסתכמו בכ- 140 מיליון ש"ח לשנה (כ- 103 מיליון ש"ח במהלך שלושת הרבעונים האחרונים של שנת 2015).

השקעות ברכוש קבוע והוצאות הפחת

סך ההשקעה הממוצעת ברכוש קבוע בין השנים 2011 – 2013 עמדה על כ- 303 מיליון ש"ח. בשנת 2014 סך ההשקעה ברכוש קבוע הסתכמה בכ- 340 מיליון ש"ח. הגידול בהיקפי ההשקעה בשנת 2014 נובע, בין היתר, משדרוג מערכות הניהול בחברה.

בהתאם לתקציב החברה, בשנת 2015 צפויות ההשקעות התזרימיות ברכוש קבוע להסתכם בכ- **330 מיליון ש"ח** (מתוכן כ- 266 מיליון ש"ח במהלך שלושת הרבעונים האחרונים של 2015). כ- 108 מיליון ש"ח מתוך השקעות אלו נועדו להתקנות, כ- 133 מיליון ש"ח נועדו להשקעות בממירים וכ- 89 מיליון ש"ח נועדו לצורך השקעות בטכנולוגיה ובהנדסה. הונח, כי ההשקעות יפחתו בהדרגה בטווח הארוך לרמה של כ- 312-305 מיליון ש"ח במהלך השנים 2016-2018. להערכת החברה, סך ההשקעות ברכוש קבוע צפויות להסתכם בכ- 293 מיליון ש"ח בטווח הארוך, המהוות כ- 17% מסך ההכנסות הצפויות בשנה המייצגת.

בהתאם לתקציב החברה, עלויות הפחת בשנת 2015 צפויות להסתכם בכ- 316 מיליון ש"ח (מתוכן כ- 239 מיליון ש"ח במהלך שלושת הרבעונים האחרונים של 2015), בהשוואה לכ- 298 מיליון ש"ח בשנת 2014. במהלך השנים 2016-2018 צפויות הוצאות פחת של כ- 311 – 315 מיליון ש"ח.

הנחות המודל (המשך)

השקעה בהון חוזר תפעולי

לחברה גרעון בהון חוזר תפעולי. הונח, כי בשנת 2015 יחול צמצום בימי האשראי לספקים, דבר שיביא להשקעה של כ- 41 מיליון ש"ח בהון חוזר תפעולי במהלך שלושת הרבעונים האחרונים של שנת 2015. ביתר שנות התחזית לא צפויות השקעות הון חוזר משמעותיות (מיליוני ש"ח בודדים בכל שנה).

שינוי ביתרת זכויות שידור

שינוי ביתרת זכויות שידור הינו הוצאה תזרימית ומהווה למעשה הוצאה תזרימית נוספת לזו שהונחה במסגרת סעיף עלות המכר.

מסים על ההכנסה

לחברה הפסדים לצורכי מס וניכוי בשל אינפלציה המועברים לשנים הבאות ומסתכמים לימים 31.12.2013 ו- 31.12.2012 לסך של כ- 5.3 וכ- 5 מיליארד ש"ח בהתאמה. ההפסד הנצבר לצורכי מס ליום 31.12.2014 מסתכם לכ- 5.4 מיליארד ש"ח, מתוכם סך של 2.3 מיליארד ש"ח נובעים מהוצאות מימון על הלוואות מבעלי מניות (בזק כ- 1.8 מיליארד ש"ח וקבוצת יורקום כ- 0.5 מיליארד ש"ח).

צמיחה פרמננטית

הונח, כי לולא ההפסדים העסקיים, הכנסות החברה היו ממוסות לפי שיעור מס החברות בישראל - 26.5%. לצורך חישוב שווי ההפסדים לצורכי מס הונח ניצול של ההפסדים העסקיים (ללא הפסדי מימון) בסך של כ- 3.1 מיליארד ש"ח במהלך 12 שנות התחזית הראשונות, ושווי נאמד באמצעות היוון החיסכון במס על פני תקופה זו על פי שיעור ההיוון המשוקלל.

יש לציין, כי שיעור הצמיחה הפרמננטית מושפע, בין היתר, מהאחזקות של בזק בחברה. לצורך עבודה זו נלקח שיעור צמיחה פרמננטית בראיית "משתתף שוק" של 1%. זאת, בין היתר, בהתחשב גם בשיעורי החדירה הגבוהים בענף. שיעור זה משקף להערכתנו את פוטנציאל הצמיחה כתוצאה מהגידול באוכלוסייה ואת פוטנציאל הצמיחה כתוצאה מהרחבת התכנים והשירותים המוצעים, אך מאידך, את השפעת התחרות הגוברת כתוצאה מהתפתחות טכנולוגיות חדשות כדוגמת OTT.

שיעור ההיוון (WACC)

אמדנו את שיעור ההיוון הנומינלי של החברה בראיית "משתתף שוק" בכ- 8.5%, בהתבסס על הפרמטרים הבאים:

- **שיעור ריבית חסרת סיכון (Rf)** - אמדנו את שיעור זה בכ- 2.01% עפ"י תשואה לפדיון של אג"ח לא צמודה של ממשלת ישראל לתקופה של 12 שנים.

- **ביטא (β)** - בהתאם לביטאות של חברות דומות המוצגות בטבלה שלהלן, אמדנו את הביטא הממונפת של החברה בכ- 0.87.

- **פרמיית הסיכון של השוק הישראלי (Rm-Rf)** - בהתאם לנתוני Damodaran, אמדנו את פרמיית הסיכון של השוק ב- 6.80%.

- **פרמיית סיכון נוספת (ARP)** - בהתאם למחקר Duff&Phelps Valuation Handbook 2014, אמדנו את פרמיית הסיכון הנוספת של החברה בכ- 2.81%.

- **ריבית על החוב (Rd)** - הריבית על חוב החברה (לפני מס) נאמדה בכ- 4.51%, בהתאם לתשואה לפדיון של אגרות החוב בעלות רמת סיכון דומה לזו של התחייבויותיה של החברה, למח"מ של 12 שנים.

- **שיעור המינוף (D/D+E)** - בהתבסס על ממוצע רמות החוב של חברות דומות, נלקח שיעור מינוף של 30%.

- **שיעור מס** - נלקח שיעור מס חברות סטטוטורי בישראל של 26.5%.

שיעור ריבית חסרת סיכון (Rf)	
ריבית חסרת סיכון	2.01%
ריבית אג"ח חסר סיכון לא צמוד ל- 12 שנים	

ביטא (β)	
ביטא לא ממונפת	0.67

ביטא ממונפת לצורך התחשיב	0.87
בהתאם לשיעור המינוף של חברות דומות בענף	

תשואה על הון (Re)	
--------------------------	--

Rf	2.01%
Rm-Rf	6.80%
Beta	0.87
ARP (גודל)	2.81%
Re	10.75%
פרמיית סיכון של ישראל עפ"י דמודוראן	
בהתאם לנתוני חברות דומות Bloomberg	
Duff&Phelps Valuation Handbook 2014	

ריבית על החוב (Rd)	
---------------------------	--

Rd	4.51%
Tax	26.5%
Rd*(1-Tax)	3.32%
תשואת אג"ח שיקלי ל- 12 שנים בדירוג A	
מס חברות בישראל	

שיעור ההיוון (WACC)	
----------------------------	--

Re	10.75%
E/D+E	70%
Rd*(1-Tax)	3.32%
D/D+E	30%

WACC	8.5%
-------------	-------------

שם החברה	ביטא מתואמת	R ²	שווי שוק	חוב נטו	D/E	מדינה לתשלום מס	שיעור לא ממונפת	ביטא
Sky PLC	0.683	11%	18,050	6,545	0.36	בריטניה	21%	0.53
DISH Network Corp	0.974	19%	32,236	4,901	0.15	ארה"ב	40%	0.89
SKY Network Television Ltd	0.546	3%	2,300	336	0.15	ניו-זילנד	28%	0.49
Liberty Global PLC	0.943	22%	44,497	45,001	1.01	ארה"ב	40%	0.59
DIRECTV	0.802	18%	43,794	16,177	0.37	ארה"ב	40%	0.66
Bezeq The Israeli Telecommunication Corp Ltd	0.712	3%	20,674	7,204	0.35	ישראל	27%	0.57

ממוצע משוקלל (לפי R²)	0.854	17%	34,735	19,292	0.49	36%	0.666	30%
ממוצע פשוט	0.777	13%	26,925	13,361	0.40	33%	0.621	26%

הנחות המודל

חוב פיננסי נטו

להלן יתרות חוב פיננסי נטו של החברה ליום 31 במרץ 2015 (באלפי ש"ח):

- החוב הפיננסי החיצוני, נטו (ללא הלוואות בעלים) ליום 31 במרץ 2015 נאמד בכ- **1,769 מיליון ש"ח**.
- לחברה 3 סדרות אג"ח אשר לפי דיווחי החברה, שוויין ההוגן ליום 31 במרץ 2015 הינו כ- 1,908 מיליון ש"ח (בהשוואה לכ- 1,927 מיליון ש"ח ליום 31 בדצמבר 2014).
- יתרת האג"ח והריבית לשלם בגינם בספרי Yes נכון ליום 31 במרץ 2015 הינה כ- 1,748 מיליון ש"ח. קרי, קיים פער של כ- 159 מיליון ש"ח לעומת ערכן של אגרות החוב בספרים.
- ההפרשה בפועל בספרי החברה בגין תביעות משפטיות ליום 31 במרץ 2015 הסתכמה לסך של כ- 9,491 אלפי ש"ח. לצורכי עבודה זו הונח כי יש להגדיל בכ- 10 מיליון ש"ח את ההפרשה המוצגת בספרי Yes.

31.03.2015	חוב פיננסי, נטו באלפי ₪
298,649	מזומנים ושווי מזומנים
(14,837)	אשראי מתאידיים בנקאיים לז"ק + חלויות שוטפות
(63,765)	אשראי מתאידיים בנקאיים לז"א
(9,491)	הפרשות בגין משפטיות
(5,031)	הטבות לעובדים
(13,797)	הפרשה לדמי חופשה והבראה
(42,879)	התחייבויות אחרות לזמן ארוך - חובות פתוחים לצדדים קשורים
(1,337,220)	אג"ח
(371,363)	חלויות שוטפות בגין אג"ח
(39,821)	ריבית לשלם בגין אג"ח
(4,117,543)	הלוואות מבעלי מניות
(5,717,098)	סה"כ חוב פיננסי, נטו
<u>4,117,543</u>	בניכוי הלוואות בעלים
(1,599,555)	סה"כ חוב פיננסי, נטו ללא חוב בעלים
(1,907,838)	שווי הוגן של אג"ח
<u>(1,748,404)</u>	יתרה בספרים של אג"ח
(159,434)	הפרש בין שווי הוגן ליתרה בספרים
(10,000)	הפרשה נוספת בגין התחייבויות תלויות
(1,768,989)	אומדן שווי הוגן של חוב פיננסי, נטו ללא חוב בעלים

ייחוס השווי ההוגן של השקעת בזק

כללי

התבקשנו להקצות לצרכים חשבונאיים את שווי השקעת בזק ב- Yes בכללותה לסוגי מכשירי ההשקעה השונים - הלוואות הבעלים לסוגיהן, הון המניות והאופציות, כאשר ההקצאה בוצעה על פי סדר קדימות פירעון הלוואות הבעלים, כפי שנקבע בהסדר בין בעלי המניות לחברה מיום 30 בדצמבר 2002, בו הוחלט כי ההלוואות שהועמדו על ידי חלק מבעלי המניות לחברה החל מיום 10 ביולי 2002 הינן עדיפות על הלוואות הבעלים הישנות.

להלן התפלגות הלוואות הבעלים, כולן צמודות מדד, לפי קדימותיהן, וחלק בזק בהן, נכון ליום 31 במרץ 2015 (במיליון ש"ח):

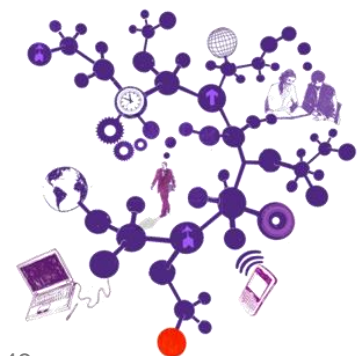
פירוט יתרות הלוואות בעלים על פי תנאיהן הנקובים	שיעור ריבית	יתרה ליום 31.3.2015	מתוכן	% חלקה
הלוואות בעלים ישנות	0%	2,345	1,193	50.9%
הלוואות בעלים חדשות:				
הלוואות שניתנו עד ליום 27.4.2003	5.5%	497	374	75.2%
הלוואות שניתנו לאחר ה-27.4.2003	11%	2,052	1,806	88.0%
סה"כ הלוואות חדשות		2,549	2,180	85.5%
סה"כ		4,894	3,372	68.9%

לצורך ביצוע הקצאת השווי ובהתאם לדירוג סדר קדימות פירעון הלוואות הבעלים, מלוא שווי הון המניות וחוב הבעלים הוקצה לבעלי ההלוואות החדשות בלבד ועפ"י היקף השקעה שבוצעה ע"י בעלי המניות עד ולאחר יום 27.4.2003. לאחר ייחוס מלוא השווי הכולל לשני סוגים של הלוואות הבעלים החדשות, הוקצה סך השווי שיוחס בכל אחת משתי הלוואות הבעלים החדשות בין בזק לקבוצת יורקום, לפי יחס השקעתן.

יצוין כי ייחוס מלוא השווי להלוואות הבעלים החדשות בלבד נעשה היות ועפ"י תזרים המזומנים החוזי של הפעילות, לא צפוי פירעון מלוא יתרות הלוואות הבעלים החדשות (יתרת הלוואות הבעלים החדשות ליום 31 במרץ 2015 הסתכמה לסך של כ- 2,549 מיליון ש"ח, בעוד שווי הון המניות וחוב הבעלים להקצאה הינו כ- 1,259 מיליון ש"ח בלבד).

להלן הצגה של ההפרש בין יתרת הלוואות הבעלים החדשות לשווי הוגן שיוחס להן במסגרת עבודה זו:

אומדן שווי הון המניות והלוואות הבעלים במיליוני ש"ח	סה"כ
אומדן שווי הפעילות	2,496
בניכוי התחייבויות פיננסיות, נטו (ללא חוב בעלים)	(1,769)
שווי הפסדים שינוצלו לאחר שנת 2018	532
שווי הון המניות + חוב בעלים	1,259
יתרת הלוואות חדשות ליום 31.3.15	2,549
הפרש בין שווי הון מניות וחוב בעלים ליתרת הלוואות החדשות	(1,291)



ייחוס השווי ההוגן של השקעת בזק (המשך)

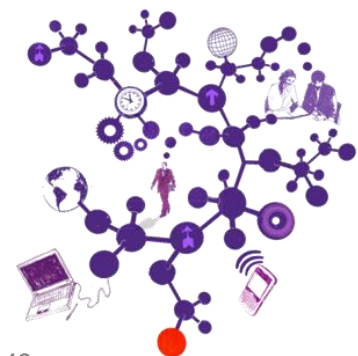
להלן פירוט הקצאת שווי הון מניות וחוב הבעלים עפ"י סדר קדימות פירעון הלוואות הבעלים החדשות, ובהתאם להיקף השקעות הבעלים:

סיכום הקצאת שווי הון מניות וחוב בעלים לבזק			
מיליוני ₪	עד ה- 27.4.2003 (5.5%)	הלוואות שנתנו לאחר ה- 27.4.2003 (11%)	סה"כ
הלוואות בעלים חדשות			
בזק	374	1,806	2,180
קב' יורקום	123	246	370
סה"כ הלוואות בעלים חדשות	497	2,052	2,549
% התפלגות לפי הלוואה	19.5%	80.5%	100.0%
הקצאת שווי הון מניות וחוב בעלים לפי הלוואה			
שווי להקצאה	1,259	1,259	1,259
הקצאה לפי הלוואה	19.5%	80.5%	100.0%
סה"כ שווי מוקצה	246	1,013	1,259
הקצאת שווי הון מניות וחוב בעלים לבזק עפ"י חלק יחסי מההלוואה בכל תקופה			
שווי חלק בזק	185	892	1,076
% שווי חלק בזק	75.2%	88.0%	85.5%
שווי חלק יורקום	61	122	183
% שווי חלק יורקום	24.8%	12.0%	14.5%

להלן סיכום אומדן שווי השקעת בזק ב- Yes (במיליון ש"ח), בחלוקה להלוואות הבעלים לסוגיהן:

מיליוני ש"ח	פירוט שווי הון מניות והלוואות בעלים	סה"כ	שיעור חלקה של בזק	שווי חלקה של בזק	שווי חלקה של יורקום
	שווי הלוואות בעלים חדשות (11%)	1,013	88.0%	892	122
	שווי הלוואות בעלים חדשות (5.5%)	246	75.2%	185	61
	שווי הון המניות + חוב בעלים	1,259		1,076	183
	כ- % מהשווי הכולל	100%		86%	14%

שווי הוגן של השקעת בזק ב- Yes מוערך נכון ליום 31 במרץ 2015 בכ- 1,076 מיליון ש"ח, כ- 86% מהשווי הכולל, בהתאם לחלקה בהלוואות הבעלים, ובהתחשב בקדימות פירעון הלוואות הבעלים השונות.



סיכום

בהתאם להנחות ולפרמטרים כמפורט לעיל, להלן תזרים מזומנים חזוי של החברה :

פרמנטית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	בפועל	בפועל	בפועל	בפועל	בפועל	מיליוני ש"ח
2019	2018	2017	2016	2015	Q2-Q4/15	Q1/2015	2014	2013	2012	2011	
1,748	1,731	1,737	1,765	1,749	1,309	440	1,724	1,635	1,636	1,619	הכנסות
1.0%	-0.3%	-1.6%	0.9%	1.5%			5.4%	0.0%	1.1%		שיעור צמיחת ההכנסות
1,157	1,140	1,146	1,148	1,142	847	295	1,110	1,052	1,067	1,028	עלות המכר
592	591	591	617	607	462	145	613	584	569	591	רווח גולמי
33.8%	34.1%	34.0%	34.9%	34.7%	35.3%	33.0%	35.6%	35.7%	34.8%	36.5%	שיעור רווח גולמי
325	325	329	336	344	258	86	341	316	316	296	הוצאות תפעוליות
266	265	261	281	263	204	59	273	268	253	295	רווח תפעולי
15.2%	15.3%	15.1%	15.9%	15.1%	15.6%	13.4%	15.8%	16.4%	15.4%	18.2%	שיעור רווח תפעולי
293	311	314	315	316	239	76	298	263	248	276	פחת
559	576	575	596	579	444	135	570	530	501	571	EBITDA
32.0%	33.3%	33.1%	33.7%	33.1%	33.9%	30.8%	33.1%	32.4%	30.6%	35.3%	שיעור EBITDA
71	70	69	74	70	54	17					מס על הרווח התפעולי
196	195	192	206	194	150						רווח תפעולי לאחר מסים
11.2%	11.3%	11.1%	11.7%		11%						שיעור רווח תפעולי לאחר מסים
293	311	314	315		239						החזר פחת והפחתות
(293)	(305)	(304)	(312)		(266)						השקעות הוניות
(1)	(1)	1	(2)		(41)						השקעה בהון חוזר תפעולי
	(23)	(24)	(25)		(29)						שינוי ביתרת זכויות שידור
195	178	179	183		55						תזרים תפעולי נקי
	3.25	2.25	1.25		0.38						תקופה להיוון
	1.30	1.20	1.11		1.03						מחלק היוון
1,993	136	149	165		53						תזרים מהוון

2,496 **אומדן שווי פעילות**

(1,769) התחייבויות פיננסיות, נטו

532 שווי הפסדים לצורכי מס

1,259 **שווי הון המניות+חוב בעלים**

סיכום

להלן ניתוח רגישות לשווי הון המניות והלוואות הבעלים כתלות בשיעור ההיוון, שיעור הצמיחה הפרמננטית וההשקעה ברכוש קבוע בשנה המייצגת:

שיעור צמיחה פרמננטי						אוויר לזימה
2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	0.0%		
2,102	1,868	1,669	1,499	1,352	7.5%	
1,813	1,617	1,450	1,305	1,178	8.0%	
1,567	1,402	1,259	1,133	1,023	8.5%	
1,355	1,214	1,090	981	884	9.0%	
1,170	1,048	941	845	759	9.5%	

שיעור צמיחה פרמננטי						הזמנת ל"ג השקעה תוצאה
2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	0.0%		
1,924	1,735	1,570	1,426	1,299	253	
1,746	1,569	1,415	1,280	1,161	273	
1,567	1,402	1,259	1,133	1,023	293	
1,387	1,234	1,102	986	883	313	
1,206	1,066	944	837	743	333	

אומדן אינדיקטיבי בשיטת המכפיל

כאינדיקציה נוספת וכתמיכה לשווי המתקבל בשיטת היוון תזרימי המזומנים, להלן סיכום תמציתי של הערכת השווי על בסיס מכפיל שווי פעילות לתזרים תפעולי נקי (EV/OpFCF). לצורך גזירת המכפיל הרלוונטי נעשה שימוש בנתוני חברות ציבוריות אשר שימשו לאומדן הביטא של החברה, כדלקמן:

מכפילי EV to Training 12M free cashflow של חברות כבלים ולוויין בישראל ובעולם				
שם החברה	30/09/2014	31/12/2014	31/03/2015	מוצע
Sky PLC	13	13	13	15
DISH Network Corp	29	33	47	40
SKY Network Television Ltd	14	13	13	13
Liberty Global PLC	26	30	34	32
DIRECTV	18	19	17	18
Bezeq The Israeli Telecommunication Corp Ltd	9	12	16	14
מוצע	18	20	23	20

להלן סיכום אומדן שווי הון המניות וחוב הבעלים של Yes בשיטת מכפיל התזרים הנקי (במיליון ש"ח):

השווי האינדיקטיבי של הון המניות והלוואות הבעלים של Yes שהתקבל בשיטת מכפיל שווי פעילות לתזרים תפעולי נקי (EV/OpFCF), נכון ליום 31 במרץ 2015, הינו כ- 1,391 מיליון ש"ח.

אומדן שווי הון המניות והלוואות הבעלים בשיטת המכפיל	
מכפיל ענפי מייצג	20
תזרים תפעולי נקי LTM 31/3/15 (*)	158
אומדן שווי פעילות	3,160
התחייבויות פיננסיות, נטו	-1,769
שווי הון המניות+חוב בעלים	1,391

(*) לאחר נטרול השפעה חריגה של תנודות הון חוזר ב-Q1/2015.

פרטי עורך חוות הדעת

פאהן קנה יועצים הנה חברת הבת של משרד פאהן, קנה ושות', רואי חשבון, הנמנה על ששת המשרדים הגדולים בישראל. פאהן קנה יועצים הנה חברה מובילה בתחום הייעוץ הכלכלי, החשבונאי והעסקי ובמתן שירותי ניהול ובקרה פיננסית וחשבונאית לגופים וחברות.

פאהן קנה יועצים הינה חברת בת של פאהן קנה ושות', החבר ברשת (GTIL) Grant Thornton International Ltd., מהווה את זרוע ה-Special advisory services של רשת Grant Thornton העולמית, המתמחה בהובלת עסקאות בינלאומיות, ביצוע הערכות שווי וייעוץ בביצוע עסקאות, הנפקת חברות בבורסות בעולם וייעוץ ניהולי ומימון פרויקטים. לפירמה כ- 4,000 יועצים הממוקמים בכל המרכזים הפיננסיים הגלובליים, כאשר מרכז התמיכה הגלובלי ממוקם בלונדון. פאהן קנה יועצים, זרוע של Grant Thornton Advisory Services בישראל, עובד בשיתוף עם משרדי הפירמה ברחבי העולם על פרויקטים בינלאומיים מגוונים.

רו"ח שלומי ברטוב

שותף ומנכ"ל פאהן קנה יועצים, בעל תואר שני במנהל עסקים (MBA) ובעל תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות, שניהם מאוניברסיטת ת"א. מר ברטוב הינו בעל ניסיון עשיר בליווי ויעוץ לחברות מהגדולות במשק.

רו"ח רומן פלק

דירקטור בפאהן קנה יועצים, בעל תואר ראשון בהצטיינות בכלכלה וחשבונאות מאוניברסיטת ת"א.