

די.בי.אס שרותי לוויין (1998) בע"מ

הערכת שווי לצרכי בחינת ירידת ערך, ל-31.12.2019

מרץ 2020

בהתאם להצעת ההתקשרות מיום 15 בדצמבר 2019 ואשר נחתמה ביום 22 בדצמבר 2019, פרומתאוס ייעוץ כלכלי בע"מ ("פרומתאוס" או "הפירמה") נתבקשה על ידי ר"ח עמית קורלנד חשב ומנהל האגף החשבות בבזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק" או "הלקוח") לבצע הערכת שווי לפעילות די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ ("yes" או "החברה") לצרכי בחינת ירידת ערך, ליום 31.12.2019 בהתאם לדרישות תקן IAS36 ("העבודה"). חוות הדעת מיועדת לשימוש של הלקוח בלבד ולצורך צירופה והצגתה בדיווח הכספי. אין לעשות בחוות דעת זו כל שימוש אחר, ללא קבלת אישור הפירמה מראש ובכתב.

עבודות כלכליות נועדות לשקף באופן סביר והוגן מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד, אומדנים ותחזיות ובכלל זה מידע צופה פני עתיד (כהגדרתו בחוק ני"ע התשכ"ח-1968), שהתממשותו אינה ודאית. בהתאם, עבודה זו תקפה למועד חתימתה בלבד, והיא מבוססת על מידע מהחברה ו/או ממי מטעמה וממקורות נוספים ובכלל זה היא עשויה לכלול דוחות כספיים, הערכות, תחזיות ושומות (להלן: "המידע"). העבודה מתארת את עיקרי המידע, הניתוחים ונהלי הבדיקה שבוצעו אך התיאור איננו בהכרח מלא או מפורט. יודגש כי הפירמה אינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע והיא מניחה שהמידע הינו מהימן. לפיכך, העבודה אינה מהווה אימות לנכונות, לשלמות ולדיוק המידע והיא אינה כוללת ביקורת לגבי התאמתו לכללי החשבונאות. הפירמה אינה אחראית להשלכות צורת ההצגה (חשבונאית או אחרת) של המידע במידה וקיימות. המידע מבוסס בחלקו על ידע קיים למועד העבודה, וכן על הנחות וציפיות שונות הנוגעות הן לחברה והן לגורמים חיצוניים רבים, לרבות מצב השוק, מתחרים קיימים ופוטנציאלים ומצב המשק בכללותו. היה והמידע אינו שלם, מדויק או מהימן, תוצאות העבודה עשויות להשתנות, לכן הפירמה שומרת לעצמה את הזכות לעדכן את העבודה ככל שיתקבל מידע חדש. עם זאת, יצויין כי לא בא לידיעת הפירמה דבר העלול להצביע על חוסר סבירות המידע.

מוצהר בזאת כי אין לפירמה תלות או עניין אישי בעבודה, בחברה ובבעלי השליטה בחברה, למעט העובדה שהפירמה מקבלת שכר טרחה עבור עבודה זו, וכי שכר הטרחה אינו מותנה בתוצאות העבודה.

העבודה אינה מהווה בדיקת נאותות ואינה באה במקומה. כמו כן, העבודה איננה מיועדת לקבוע שווי עבור משקיע ספציפי ואין בה משום ייעוץ או חו"ד משפטית. למען הסר ספק מובהר, כי אין עבודה זו מהווה הצעה או המלצה או חוות דעת ביחס לכדאיות רכישת/מכירת ניירות ערך או ביצוע עסקה מכל סוג.

הפירמה, כל חברה הנשלטת על ידה וכן כל בעל שליטה, וכל נושא משרה במי מהן, אינם אחראים (למעט אם פעלו בזדון) לכל נזק, אובדן מוניטין, הפסד, אובדן רווחים, והוצאה מכל סוג, בין אם כל אלה הינם ישירים או עקיפים (להלן: "הנזק") שייגרמו למסתמך על עבודה זו כולה או חלקה בין אם הנזק נצפה או לא. הלקוח לא יאה זכאי לקבל מאתנו כל סכום בגין הנזק, בין על פי חוזה או בנזיקין, לפי חוק או אחרת, או כפיצוי עונשי או מיוחד, או בקשר עם תביעות הנובעות או הקשורות באופן אחר עם עבודה זו. בנוסף ומבלי לפגוע בכלליות האמור לעיל, ככל שנחויב (בהליך משפטי או אחר) לשלם סכום כלשהו לצד ג' בקשר עם ביצוע עבודה זו, מתחייב הלקוח לשפותנו מיד עם דרישתנו הראשונה בגין כל סכום כאמור העולה על פי שלושה משכר טרחתנו, למעט אם פעלנו בזדון.

יצויין כי עקב עיגול ספרות, עשויה להיות סטיה לא מהותית בעת סכימה/הכפלה של המספרים המוצגים בעבודה זו.

עבודות כלכליות קודמות שבוצעו:

הפירמה ביצעה בחינת ירידת ערך למגזר הטלויזיה הרב ערוצית של בזק ל-31.12.2019. להלן השוואה בין הערכת השווי של המגזר ופרמטרים מרכזיים בה (עבודה זו) במרוצת הזמן:

פירוט עבודה	שווי פעילות (מיליוני ש"ח)	שיעור היוון (אחרי מס)	צמיחה פרמננטית	שווי שימוש (מיליוני ש"ח)
בחינת ירידת ערך מגזר טלויזיה רב ערוצית ל-31.12.2017 (לפי שווי שימוש)	1,346	8.5%	1.0%	1,346
בחינת ירידת ערך מגזר טלויזיה רב ערוצית ל-31.12.2018 (ערך מימוש נטו)	(229)	8.5%	0%	(871)
בחינת ירידת ערך מגזר טלויזיה רב ערוצית ל-31.3.2019 (ערך מימוש נטו)	(232)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך מגזר טלויזיה רב ערוצית ל-30.6.2019 (ערך מימוש נטו)	(199)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך מגזר טלויזיה רב ערוצית ל-30.9.2019 (ערך מימוש נטו)	(148)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך מגזר טלויזיה רב ערוצית ל-31.12.2019 (ערך מימוש נטו)	(153)	8.5%	0%	(581)

מקורות המידע העיקריים ששימשו בהכנת העבודה מפורטים להלן:

- דוחות כספיים מבוקרים של yes לשנים 2016-2018 וטיוטת דו"ח כספי ל-31.12.2019.
- תחזית רב שנתית שהוכנה על ידי הנהלת החברה לשנים 2020-2026.
- הערכת שווי החברה ל-31.12.2015
- הערכת שווי החברה ל-31.12.2016
- הערכת שווי החברה ל-30.6.2017, ל-30.9.2017, ל-31.12.2017, ל-31.12.2018, ל-31.3.2019, ל-30.6.2019 ול-30.9.2019.
- הקצאת עלות צירוף העסקים (PPA) ל-yes ל-23.3.2015
- נתונים כספיים נוספים והבהרות שונות בע"פ שהועברו לנו לבקשתנו
- חומר רקע ונתוני שוק, מתוך מידע גלוי המתפרסם באתרי אינטרנט, כתבות בעיתונות או מקורות פומביים אחרים
- נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ובנק ישראל
- מערכת Capital IQ
- דיונים ופגישות עם בעלי תפקידים בחברה

פרומתאוס ייעוץ כלכלי

פרומתאוס ייעוץ כלכלי הינה חברת ייעוץ כלכלי ופיננסי בלתי תלויה בהובלתם של רו"ח יובל זילברשטיין, אייל שבח (B.Sc, MBA) רו"ח אלי מלכה, רו"ח בן אוריון ורו"ח גדעון פלץ. הפירמה מייעצת ללקוחותיה בעסקאות מיזוגים ורכישות (M&A) כמו גם בפרויקטים כלכליים משמעותיים במגוון ענפי משק.

העבודה בוצעה על ידי צוות בראשות רו"ח גדעון פלץ, בוגר החוג לחשבונאות וכלכלה באוניברסיטת תל אביב. רו"ח פלץ בעל ניסיון רב בביצוע הערכות שווי, ניתוח דוחות כספיים, הכנת חוות דעת מומחה וביצוע עבודות ייעוץ כלכלי מסוגים שונים עבור חברות ועסקים.

בברכה,

פרומתאוס ייעוץ כלכלי

פרומתאוס ייעוץ כלכלי בע"מ

נחתם בתאריך 9.3.2020

ע"י גדעון פלץ

גפ

עמוד	פרק
	הערכת שווי לצרכי בחינת ירידת ערך – 31.12.2019
7	תמצית מנהלים
15	פרק א – תיאור עסקי החברה
19	פרק ב – שוק שירותי הטלויזיה
27	פרק ג – ניתוח דוחות כספיים
32	פרק ד – הערכת השווי
	נספחים
52	נספח א – שווי הוגן ממירי אולטרה
53	נספח ב – שווי הוגן סטרימרים מסוג א'
54	נספח ג – WACC
56	נספח ד – גילויים נדרשים לפי תקנה 8ב'

תמצית מנהלים

כללי

די.בי.אס. שרותי לוויין (1998) בע"מ ("yes" או "פעילות הטלוויזיה הרב-ערוצית"), התאגדה בישראל בשנת 1998. yes מחזיקה ברישיון ממשרד התקשורת לשידורי טלוויזיה באמצעות לוויין.

עד ליום 25.3.2015 החזיקה בזק בכ-49.78% מהונה המונפק של yes וכן כתבי אופציה לכ-8.6% נוספים. יתרת מניות yes הוחזקו על-ידי יורקום די.בי.אס בע"מ. ב-25.3.2015 מימשה בזק את כתבי האופציה שהוקנו לה, ללא תשלום, וביום 24.6.2015 היא רכשה את מלוא החזקות יורקום די.בי.אס ב-yes, וכן את כל הלוואות הבעלים אשר יורקום תקשורת בע"מ (בעלת השליטה בבזק) העמידה ל-yes.

נכון לסוף הרבעון השלישי של 2019 חל קיטון בנתח השוק¹ של yes לכ-32%, ביחס לכ-34% נכון לסוף שנת 2018, אשר מיוחס בעיקרו לכניסה של מתחרים חדשים לתחום במודל OTT - סלקום, פרטנר, נטפליקס, ומתחרים נוספים.

חברת הוט היא החברה אשר מחזיקה בנתח השוק הגבוה ביותר בשוק הטלוויזיה הרב-ערוצית, כ-42% נכון לרבעון השלישי של 2019, ויחד עם חברת סלקום ופרטנר אשר מחזיקות בכ-26% הן מהוות המתחרות העיקריות של yes בשוק זה.

1. מתבסס על דו"ס של בזק, פרטנר, וסלקום לרבעון 3 2019. החל מהרבעון השני 2018 נתוני הפעילות של הוט אינם מפורטים בדוחות אלטיס. מספרים המתייחסים להוט המבוססים על בחינת התפתחות השוק והערכת החברה.

הכנסותיה של yes נובעות מהשירותים הבאים:

טלוויזיה רב-ערוצית - yes מציעה ללקוחותיה מגוון רחב הכולל כ-150 ערוצים שונים הכוללים כ-30 ערוצי HD (High Definition), ערוצי רדיו ושירותים אינטראקטיביים.

yes+ - שירות טלוויזיה נוסף באמצעות האינטרנט, הכולל את כל ערוצי הטלוויזיה ליניאריים הכלולים בטלוויזיה הרב ערוצית, וכן תכני VOD וממשק טכנולוגי מתקדם.

Sting TV – שירות טלוויזיה מסוג OTT הכולל מגוון חבילות לבחירה ושירות VOD, כאשר ההתחברות היא באמצעות סטרימר. שירות הסטינג מתחרה בטווח המחירים הזולים.

שירותים מתקדמים - yes מציעה ללקוחותיה ממירים מתקדמים שונים לצורך העברת השידורים מהלוויין, אשר מאפשרים, בין היתר, הקלטה מראש של תכנים, שידור ברזולוציה גבוהה.

בנוסף, yes מספקת שירות MultiRoom, אשר מאפשר לצפות בתכנים שהוקלטו באחד הממירים המקליטים, בממירים שאינם תומכים בהקלטה, באמצעות הרשת הביתית. כמו כן, מתאפשר ללקוחותיה שימוש חנימי באפליקציית yesGo, שירותי Primetime ו-Start Over בממירים תומכים.

VOD - yes מציעה ללקוחותיה שירותי צפייה בתכני וידאו לפי דרישה באמצעות ממירים המחוברים לתשתית האינטרנט.



תוצאות הערכת השווי לפי מודל DCF

עם סיום ההגירה מהלוויין ל-IP יוחלפו הוצאותיה של יס בין מקטעי לוויין בהוצאות תעבורה בתוך הקבוצה כך שברמת הקבוצה התזרים יהיה גבוה יותר ביחס לחלופה של המשך השענות על תשתית לוויין. ולכן ברמת הדוחות המאוחדים בזק רואה ערך ביס מעבר לשווי מניותיה כ-Stand alone.

תוצאות הערכת השווי	מיליוני ש"ח
שווי פעילות שנובע משנות המודל	(530)
שווי פעילות שנובע מהשנה המייצגת	(51)
סך שווי פעילות	(581)

שווי פעילות החברה בהתאם למודל DCF ל-31.12.2019 הוא שלילי בסך של כ-581 מיליוני ש"ח והשווי הפנקסני של החברה ל-31.12.2019 עמד על כ-(28) מיליוני ש"ח, לאחר ירידת הערך של ה-30.9.2019.

לאור שווי הפעילות השלילי, נדרש בהתאם לתקן החשבונאי להעריך את yes בהתאם לשיטת השווי הנכסי.

הנחה מרכזית בבסיס התחזית היא כי הטכנולוגיה העתידית הרלוונטית תהיה אינטראקטיבית ודו סטרית* וכי מוצר לווייני אינו יכול להתחרות במוצר IP לאורך זמן בשל הפער המתרחב בחוויית הלקוח. כפועל יוצא, משקפת התחזית הרב שנתית תהליך הגירה הדרגתי (משידור לווייני להפצת שידורים על בסיס רשת האינטרנט) ובהתאם, הונחה אף החלפה הדרגתית של ממירי הלוויין בממירי IP, שדרוג תשתיות השידור, בניית מערך תומך בשירות הלקוחות והתאמת חוזי התוכן לשידורי OTT. נסיבות אלה, לצד צפי להמשך רמת תחרות גבוהה לאורך כל תקופת התחזית ומבנה הוצאות קשיח יחסית, גזרו צפי להפסדים תפעוליים ותזרימים שליליים משמעותיים בשנים הבאות, קודם וככל שלא יושלם השינוי במודל הטכנולוגי והעסקי של החברה.

* שירותים המותאמים לצופה באופן פרטני ומאפשרים מענה מיידי לצרכיו, על-בסיס השירות עצמו וכן על-בסיס אינטגרציה עם שירותים נוספים.

לפיכך, שווי הפעילות של yes, המתקבל כתוצאה מהצגה לפי שווי הוגן של פריטי המאזן אשר שוערכו מחדש לפי דרישות IAS36, הוא מינוס 153 מיליון ש"ח.

תוצאות הערכת שווי לפי שיטת שווי נכסי (NAV):

לפי שיטה זו, הוערכו נכסי החברה בבחינת ערך מימוש נטו כדלקמן:

פירוט/ מיליוני ₪	ערך מאזני ליום 31.12.2019 לפי ירידות ערך עד ל- 31.12.2019	מחיקה	ערך מימוש	שווי פעילות נכסי
מזומנים ושווי מזומנים	73	-	73	-
לקוחות	124	-	124	124
חייבים אחרים	6	-	6	6
זכויות שידור	261	(202)	59	59
רכוש קבוע	239	(117)	122	122
נכסים בלתי מוחשיים	46	(44)	2	2
הרכשת מנויים	-	-	-	-
זכויות שימוש נכסי נדל"ן	72	-	72	72
זכויות שימוש חכירה רכבים*	12	1	13	13
סך נכסים	833	(362)	471	398
אשראי מבנקים	(7)	-	(7)	-
חלויות שוטפות בגין אג"ח	-	-	-	-
ספקים ונותני שירותים	(373)	-	(373)	(373)
זכאים אחרים	(53)	-	(53)	(53)
הפרשות	(6)	-	(6)	(6)
הלוואות מבנקים	-	-	-	-
התחייבויות אחרות	(3)	-	(3)	(3)
הטבות לעובדים, ז"ק	(24)	-	(24)	(24)
הטבות לעובדים, ז"א	(18)	-	(18)	-
התחייבות לחכירה נכסי נדל"ן	(74)	-	(74)	(74)
התחייבות לחכירה רכבים	(18)	-	(18)	(18)
סך התחייבויות	(576)	-	(576)	(551)
הון עצמי	257	(362)	(105)	(153)

*אופן ההצגה של הנכס נמסר ע"י החברה.

לפיכך, שווי הפעילות של yes, המתקבל כתוצאה מהצגה לפי שווי הוגן של פריטי המאזן אשר שוערכו מחדש לפי דרישות IAS36, הוא מינוס 153 מיליון ש"ח.

תוצאות הערכת שווי לפי שיטת שווי נכסי (NAV):

לפי שיטה זו, הוערכו נכסי החברה בבחינת ערך מימוש נטו כדלקמן:

פירוט / מיליוני ₪	ערך מאזני ליום 31.12.2019 לפני ירידת ערך Q4/2019	מחיקה	ערך מימוש	שווי פעילות נכסי
מזומנים ושווי מזומנים	73	-	73	-
לקוחות	124	-	124	124
חייבים אחרים	6	-	6	6
זכויות שידור	107	(48)	59	59
רכוש קבוע	143	(21)	122	122
נכסים בלתי מוחשיים	10	(8)	2	2
הרכשת מנויים	-	-	-	-
זכויות שימוש נכסי נדל"ן	72	-	72	72
זכויות שימוש חכירה רכבים*	13	-	13	13
סך נכסים	548	(77)	471	398
אשראי מבנקים	(7)	-	(7)	-
חלויות שוטפות בגין אג"ח	-	-	-	-
ספקים ונותני שירותים	(373)	-	(373)	(373)
זכאים אחרים	(77)	-	(77)	(77)
הפרשות	(6)	-	(6)	(6)
הלוואות מבנקים	-	-	-	-
התחייבויות אחרות	(3)	-	(3)	(3)
הטבות לעובדים	(18)	-	(18)	-
התחייבות לחכירה נכסי נדל"ן	(74)	-	(74)	(74)
התחייבות לחכירה רכבים	(18)	-	(18)	(18)
סך התחייבויות	(576)	-	(576)	(551)
הון עצמי	(28)	(77)	(105)	(153)

*אופן ההצגה של הנכס נמסר ע"י החברה.

התפתחות שווי yes

להלן התפתחות שווי חברת yes במרוצת הזמן:

פירוט	מיליוני ₪	פירוט
הערכת שווי yes ליום 31.12.17	1,346	הערכת שווי פרומתאוס (שווי שימוש) מיום 28.3.2018
% שינוי	(24%)	
הערכת שווי yes ליום 31.12.18	(229)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 18.3.2019
% שינוי	(117%)	
הערכת שווי yes ליום 31.3.19	(232)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 13.5.2019
% שינוי	(7%)	
הערכת שווי yes ליום 30.6.19	(199)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 25.8.2019
% שינוי	14%	
הערכת שווי yes ליום 30.9.19	(148)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 10.11.2019
% שינוי	36%	
הערכת שווי yes ליום 31.12.19	(153)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 9.3.2020
% שינוי	(3%)	

הסבר: החברה מאופיינת בהוצאות קשיחות גבוהות ומאמירות בקטגוריית התוכן וכן בהשקעות גבוהות בקטגוריית הצידוד הקבוע (בעיקר התקנות ממירים וסטרימרים). החברה לא הצליחה להתאים את העלויות לסביבת השוק המשתנה וכתוצאה מכך, הירידה במצבת המנויים והשחיקה ב-ARPU יחד עם רמת השקעות גבוהה והוצאות תוכן משמעותיות, מתורגמות לתזרים שלילי ומובילות לירידת ערך מתמשכת בשווי החברה.

תחזית ל-2026 משנת 2019 מול תחזית מעודכנת ל-2026 פעילות yes

מימין מוצגת תחזית הנהלת yes ל-2026 אשר שימשה להערכת השווי ליום 31.12.2018, מול התחזית המעודכנת אשר שימשה להערכת השווי ליום 31.12.2019.

השינוי בתחזית נבע בעיקר מהתחזקות התחרות בשוק המקומי ומעבר של לקוחות פרמיום לשירותי OTT מוזלים. התחזית מניחה מתווה של מיגרציה הדרגתית ל-IP אשר צפויה להסתיים בסוף שנת 2025. יישום המתווה דורש החלפה של מרבית ממירי החברה כמו גם המשך הוצאות שוטפות בתקופת המעבר בעבור שימוש בשתי טכנולוגיות שידור (לוויין ו-IP).

להלן ניתוח הפערים בתחזיות:

- **הכנסות:** למרות הגידול החזוי בהכנסות מסטינג התגברות התחרות והשימוש בשירותי הסטרימינג כשירות משלים לשירותי הדיסקאונט, הובילו לקיטון של כ-67 אלף במצבת המנויים וירידה בהכנסה למנוי. בהתאם, הכנסות החברה בתחזית המעודכנת נמוכות מהתחזית הקודמת, כאשר הפער עומד על כ-153 מיליוני ₪ (סטייה של כ-12%).

פירוט / מיליוני ₪	תחזית *2026 (31.12.2018)	תחזית 2026 (תחזית נוכחית)	הפרש
סך הכנסות	1,270	1,116	(153)
סה"כ הוצאות תפעול	1,338	1,150	(188)
שיעור מההכנסות	105%	103%	
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו	-	(1)	(1)
רווח תפעולי	(68)	(35)	33
שיעור מההכנסות	(5%)	(3%)	
פחת והפחתות	225	188	(38)
רווח EBITDA	157	153	(4)
שיעור מההכנסות	12%	14%	
השקעות הוניות (CAPEX)	178	160	(17)
שיעור מההכנסות	14%	14%	
EBITDA-CAPEX	(20)	(7)	13
שיעור מההכנסות	(2%)	(1%)	

* בהתאם לתחזית הנהלת yes אשר שימשה להערכת השווי ליום 31.12.18

תחזית ל-2026 משנת 2019 מול תחזית מעודכנת ל-2026 פעילות yes

- הוצאות התפעול:** הוצאות התפעול בתחזית המעודכנת נמוכות בכ-188 מיליוני ₪ מהתחזית הקודמת (סטייה של כ-14%). השפעה אחת היא הירידה בהוצאות התוכן. ירידה זו נובעת בעיקר מצפי להתייעלות ברכש תוכן ובעלויות הערוצים הקנויים. השפעה מהותית נוספת היא הקטנת עלויות התעבורה, הנובעות מהקיטון במצבת המנויים, מצפי לשיפור ביכולת הדחיסה בשנים קדימה וכן שקלול השפעת תקנות משרד התקשורת מיום 19.2.2020.
- EBITDA:** רווח ה-EBITDA של נשחק ב-4 מיליון ₪ (סטייה של כ-2.5%), כאשר הירידה בהכנסות קטנה מהירידה בהוצאות התפעול.
- CAPEX:** מעבר החברה לממירים זולים יותר וכן הוזלה בעלויות הנדסה מובילות לחסכון בהשקעות הוניות של כ-17 מיליון ₪.
- תזרים תפעולי:** התזרים התפעולי (לפני שינויים בהון החוזר התפעולי והוצאות מיסים), כפי שהוא מתבטא ב-EBITDA פחות CAPEX, עלה בכ-13 מיליון ₪ לאור הירידה שתוארה בהוצאות התפעול ובהשקעות.

פירוט / מיליוני ₪	תחזית *2026 (31.12.2018)	תחזית 2026 (תחזית נוכחית)	הפרש
סך הכנסות	1,270	1,116	(153)
סה"כ הוצאות תפעול	1,338	1,150	(188)
שיעור מההכנסות	105%	103%	
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו	-	(1)	(1)
רווח תפעולי	(68)	(35)	33
שיעור מההכנסות	(5%)	(3%)	
פחת והפחתות	225	188	(38)
רווח EBITDA	157	153	(4)
שיעור מההכנסות	12%	14%	
השקעות הוניות (CAPEX)	178	160	(17)
שיעור מההכנסות	14%	14%	
EBITDA-CAPEX	(20)	(7)	13
שיעור מההכנסות	(2%)	(1%)	

* בהתאם לתחזית הנהלת yes אשר שימשה להערכת השווי ליום 31.12.18

פרק א - תיאור עסקי החברה

כללי

די.בי.אס. שרותי לוויין (1998) בע"מ ("yes" או "פעילות הטלוויזיה הרב-ערוצית"), התאגדה בישראל בשנת 1998. yes מחזיקה ברישיון ממשרד התקשורת לשידורי טלוויזיה באמצעות לוויין.

עד ליום 25.3.2015 החזיקה בזק בכ-49.78% מהונה המונפק של yes וכן כתבי אופציה לכ-8.6% נוספים. יתרת מניות yes הוחזקו על-ידי יורקום די.בי.אס בע"מ. ב-25.3.2015 מימשה בזק את כתבי האופציה שהוקנו לה, ללא תשלום, וביום 24.6.2015 היא רכשה את מלוא החזקות יורקום די.בי.אס ב-yes, וכן את כל הלוואות הבעלים אשר יורקום תקשורת בע"מ (בעלת השליטה בבזק) העמידה ל-yes.

נכון לסוף הרבעון השלישי של 2019 חל קיטון בנתח השוק¹ של yes לכ-32%, ביחס לכ-34% נכון לסוף שנת 2018, אשר מיוחס בעיקרו לכניסה של מתחרים חדשים לתחום במודל OTT - סלקום, פרטנר, נטפליקס, ומתחרים נוספים.

חברת הוט היא החברה אשר מחזיקה בנתח השוק הגבוה ביותר בשוק הטלוויזיה הרב-ערוצית, כ-142% נכון לרבעון השלישי של 2019, ויחד עם חברת סלקום ופרטנר אשר מחזיקות בכ-26% הן מהוות המתחרות העיקריות של yes בשוק זה.

הכנסותיה של yes נובעות מהשירותים הבאים:

- **טלוויזיה רב-ערוצית** - yes מציעה ללקוחותיה מגוון רחב הכולל כ-150 ערוצים שונים כגון: ערוצי ספורט, ערוצי טבע, מדע והיסטוריה, ערוצי סרטים, סדרות, ילדים ונוער, מוסיקה, פנאי וסגנון חיים, ערוצים בשפות שונות, ועוד. בנוסף, מציעה yes כ-30 ערוצי HD (High Definition), ערוצי רדיו ושירותים אינטראקטיביים. חלק מן הערוצים נכללים בחבילות בסיס וחלקם נרכשים על ידי הלקוחות באופן פרטני בנוסף לחבילות הבסיס. בינואר 2018 פתחה yes במבצע חדש – yes Ultimate, חבילה הכוללת את מרבית ערוצי התוכן, ערוצי פרימיום, ממיר מתקדם, VOD ושירותים נוספים, במחיר של 199 ש"ח בחודש כולל מע"מ. יצוין כי במסגרת ההצעות העדכניות של yes, נגבה סכום נוסף מעבר למחיר החבילה הבסיסי עבור ממירים נוספים בבית לקוח, וכן עבור ערוצים נוספים אשר אינם כלולים בחבילה.

1. מתבסס על דו"ס של בזק, פרטנר, וסלקום לרבעון 3 2019. החל מהרבעון השני 2018 נתוני הפעילות של הוט אינם מפורטים בדוחות אלטיס. מספרים המתייחסים להוט המבוססים על בחינת התפתחות השוק והערכת החברה.

- **Sting TV** – שירות טלוויזיה מסוג OTT הכולל שירותים לינאריים ו-VOD, כאשר ההתחברות היא באמצעות סטרימר. שירות הסטינג מתחבר בטווח המחירים הזולים והוא המענה של החברה לשירותי סטרימינג אחרים.

להלן נתונים תפעוליים עיקריים אודות פעילות yes (KPIs):

מיצג 1: yes – KPIs

נתון	ביאור	2017	2018	2019
מספר מנויים (אלפים)	1	587	574	555
% שינוי		(4.4%)	(2.3%)	(3.3%)
ARPU	2	228	211	199
% שינוי		(2.2%)	(7.5%)	(5.9%)

1. מספר מנויי הטלוויזיה הרב-ערוצית של yes נמצא במגמת ירידה, כתוצאה מכניסתם של מתחרים ושירותים תחליפיים כגון סלקום TV, פרטנר TV, תחרות מסורתית על-ידי הוט, תחרות משירותי סטרימינג (נטפליקס ואחרים) ותוכן פיראטי.
2. ה-ARPU במגמת שחיקה לאור החרפת התחרות בשוק, שבעקבותיה החליטה החברה להפחית את מחירה (לדוגמה מהלך ה-Ultimate של החברה שכלל הורדת מחירים).

- **שירותים מתקדמים** - yes מציעה ללקוחותיה ממירי PVR שונים לצורך העברת השידורים מהלוויין, אשר מאפשרים הקלטה מראש של תכנים. כמו כן, yes מציעה ממירי HD Zapper (yesHD) המאפשרים שידור ברזולוציה גבוהה, ממירי HDPVR המאפשרים הן הקלטה והן שידור ברזולוציית HD, וכן ממירי 4K (yes Ultra) המאפשרים הן הקלטה והן שידור ברזולוציית 4K. בנוסף, yes מספקת שירות MultiRoom, אשר מאפשר לצפות בתכנים שהוקלטו באחד הממירים המקליטים, בממירים שאינם תומכים בהקלטה, באמצעות הרשת הביתית. כמו כן, מתאפשר לחלק מלקוחותיה שימוש חנימי באפליקציית yesGo שבאמצעותה ניתן לצפות במגוון ערוצי טלוויזיה באמצעות סמארטפונים, טאבלטים ומחשבים שונים. בנוסף, מציעה yes שירותי Start Over-ו-Primetime (בממירים תומכים).

- **VOD** - yes מציעה ללקוחותיה שירותי צפייה בתכני וידאו לפי דרישה באמצעות ממירים המחוברים לתשתית האינטרנט.
- **yes+** - שירות טלוויזיה נוסף באמצעות האינטרנט, הכולל את כל ערוצי הטלוויזיה לינאריים הכלולים בטלוויזיה הרב ערוצית, וכן תכני VOD וממשק טכנולוגי מתקדם.
- **Sting TV** – שירות טלוויזיה מסוג OTT הכולל שירותים לינאריים ו-VOD, כאשר ההתחברות היא באמצעות סטרימר. שירות הסטינג מתחבר בטווח המחירים הזולים והוא המענה של החברה לשירותי סטרימינג אחרים.

- **העמקת התחרות – התבססות ספקי טלוויזיה מקומיים ובינלאומיים**
הפועלים באמצעות האינטרנט, ללא צורך בהקמת מערך תשתיות ייעודי וכן נכון למועד הערכת השווי גם ללא פיקוח רגולטורי, מגבירה את התחרות בענף. להערכת הנהלת yes, להמשך מגמת התעצמות התחרות האמורה, עלולה להיות השפעה מהותית לרעה על פעילותה ותוצאותיה.
- **מעבר לטכנולוגיית OTT – yes** הודיעה על מעבר הדרגתי לטכנולוגיית OTT. מדובר בטכנולוגיה אינטראקטיבית ודו סטרית. זאת, לאור העובדה כי מוצר לווייני לא יכול להתחרות במוצר IP לאורך זמן, בשל הפער המתרחב בחוויית הלקוח. תהליך ההגירה יהיה הדרגתי (ובהתאם, צפויה אף החלפה הדרגתית של ממירי הלווין בממירי IP, שדרוג תשתיות השידור, בניית מערך תומך בשירות הלקוחות והתאמת חוזי התוכן לשידורים). נסיבות אלה, לצד צפי להמשך רמת תחרות גבוהה לאורך כל תקופת התחזית ומבנה הוצאות קשיח יחסית, גזרו צפי להפסדים תפעוליים ותזרימים שליליים משמעותיים בשנים הבאות, קודם וככל שלא יושלם השינוי במודל הטכנולוגי והעסקי של החברה.
- **שיווק טריפל -** בחודש יולי 2019 החלה די.בי.אס לשווק חבילות פריקות הכוללות את שירותי התוכן שלה (שירותי טלוויזיה בלווין או STING TV) יחד עם שירותי גישה לאינטרנט וקו טלפון ביתי של בזק בינלאומי.
- **הסכם התייעלות וסינרגיה -** ביום 14.3.2019 חתמה החברה על הסדר קיבוצי בינה לבין ההסתדרות הלאומית ונציגות העובדים, בקשר עם הליכי התייעלות וסינרגיה החל מיום 1.6.2019 ועד ליום 31.12.2021 ("ההסדר"). בהסדר נקבע, בין היתר, כי החברה תהיה רשאית לסיים את העסקתם של עד 325 עובדים במהלך שנות ההסדר וכי ינתן מענק חד פעמי לעובדים אשר לא יכללו בתכנית הפרישה. בנוסף, נקבע בהסדר כי החברה רשאית להתייעל גם באמצעות אי גיוס עובדים במקום עובדים שסיימו את העסקתם. כתוצאה מחתימה על ההסדר ותקשור פרטי מתווה תוכנית התייעלות לנציגי העובדים, החברה הכירה בהוצאות, שעיקרן הטבות בגין סיום העסקה, בסך 45 מיליון ש"ח, במסגרת הוצאות תפעוליות אחרות של החברה.

פרק ב - שוק שירותי הטלוויזיה

שוק שירותי הטלוויזיה - כללי

תחום הטלוויזיה עבר טלטלות בשנים האחרונות במספר מישורים. שתי החברות הגדולות והוותיקות בשוק הן yes, המספקת שירותי טלוויזיה באמצעות לוויין, והוט, המספקת שירותי טלוויזיה באמצעות תשתית כבלים.

למעט חברות אלה, הרשות השנייה לטלוויזיה ולרדיו מפעילה מערך DTT (עידן+) באמצעותו מופצים לציבור ערוצים בסיסיים ללא תשלום, למעט רכישת ממיר שתומך בשירות.

הגידול ברוחבי הפס של תשתיות התקשורת בישראל, לצד השיפור הטכנולוגי באפשרות העברת תכני וידאו על גבי רשת האינטרנט והרשתות הסלולריות וכן השיפור ביכולות הדחיסה, מאפשרים שימוש נרחב יותר בתשתיות אלה לשם העברת תכני וידאו.

השינויים הטכנולוגיים הללו אפשרו לחברות תקשורת אחרות - סלקום ופרטנר, לחדור לשוק זה ולהציע שירותי טלוויזיה ללא הקמת מערך תשתית כמו yes והוט. בנוסף לחברות הישראליות, קיימות חברות בינלאומיות המציעות שירותי VOD באמצעות סטרימינג על גבי תשתית האינטרנט, כמו נטפליקס ואמזון פריים. חברות אלה, מהוות גם הן תחרות שהולכת ומתגברת. כמו כן, השימוש בתוכן פיראטי נרחב וטרם נמצא לו פתרון אכיפתי אפקטיבי.

תחרות והתפתחויות אחרונות

התחרות בתחום השידורים מתמקדת בתוכן השידורים, במחיר השירותים, באיכות השירות וכן בהצעת שירותים נוספים, ובהם שידורי HD, שירותי VOD והצעת ממירים מתקדמים, וזאת לנוכח הביקוש לאספקת שירותי טלוויזיה מתקדמים ופרסונאליים.

הוט וספקי OTT

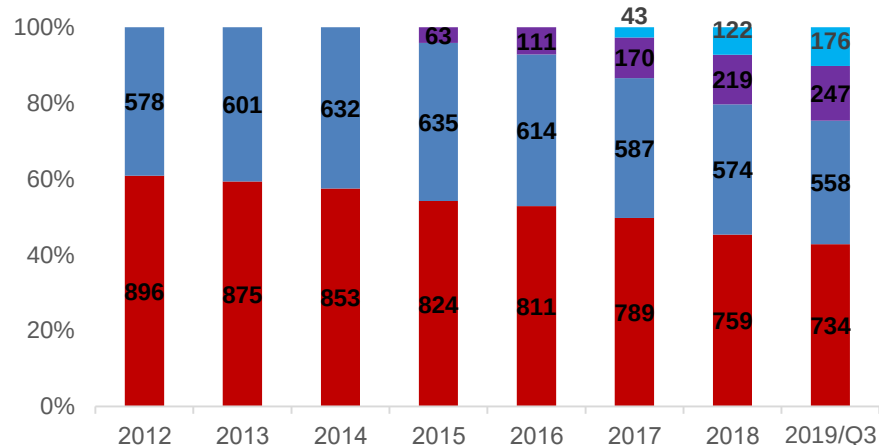
שתי החברות העיקריות בענף הן yes והוט. בשנים האחרונות, נתח השוק של הוט נמצא במגמת ירידה, למרות היצע חבילות הבאנדל. כמו כן, נתח השוק של yes אשר היה במגמת עליה עד לשנת 2015, נשחק בשנים האחרונות, בעיקר עקב כניסת סלקום TV. כמו כן, ביוני 2017 פרטנר החלה להציע שירותי טלוויזיה על גבי רשת האינטרנט תחת המותג Partner TV. בינואר 2020 הגישה הוט הצעה לרכישת מלוא המניות של חברת פרטנר.

שירותי סטרימינג – שירותים מקומיים

- Yes+: שירות טלוויזיה באמצעות האינטרנט שהושק באוקטובר 2019, הכולל ערוצי טלוויזיה ליניאריים, וכן תכני VOD וממשק טכנולוגי מתקדם.
- סטינג: Sting TV הוא שירות טלוויזיה OTT של yes שהושק בנובמבר 2017. השירות כולל מגוון חבילות לבחירה ושירות VOD, כאשר ההתחברות היא באמצעות סטרימר. שירות סטינג מתחרה בטווח המחירים הזולים והוא המענה של החברה לשירותי OTT וסטרימינג אחרים.
- NEXT TV: שירות הסטרימינג של הוט שהושק באוגוסט 2017 כמענה לתחרות הגוברת וכהצעה משלימה ללקוחות שמעוניינים בשירות Low-Cost בסיסי.
- Cellcom TV: סלקום TV הוא שירות טלוויזיה OTT שהושק על-ידי חברת סלקום מדצמבר 2014. השירות מאפשר גישה לספריית התכנים בשיטת SVoD, וכן ערוצים בשידור לינארי, באמצעות ממירים וכן מכשירי קצה כגון מכשירים ניידים, טלוויזיות חכמות, וכד'.

2. מתבסס על דו"ס של בזק, פרטנר, וסלקום לרבעון 3 2019. החל מהרבעון השני 2018 נתוני הפעילות של הוט אינם מפורטים בדוחות אלטיס. מספרים המתייחסים להוט המבוססים על בחינת התפתחות השוק והערכת החברה.

מיצג 2: מנני שירותי הטלוויזיה²



כפי שניתן לראות בתרשים לעיל, המתחרים בתחום והשינויים בשוק הטלוויזיה גרמו לירידה במספר המנויים הן של הוט והן של yes, מכ-574 אלפי מנויים של yes בשנת 2018 וכ-759 אלף מנויים של הוט באותה שנה, לכ-558 אלפי מנויים ל-yes ברבעון השלישי של 2019 ו-734 אלף מנויים להוט באותו רבעון. מחירי חבילות התוכן של סלקום ופרטנר נמוכות באופן משמעותי ביחס למחירי yes והוט, בין השאר עקב השקעה נמוכה יותר בתשתיות (פעילות במודל OTT) ובתוכן. כמו כן, באפשרות סלקום ופרטנר להציע חבילות שכוללות שירות תקשורת מלא (קוואד) אשר אין באפשרות yes והוט להציע מסיבות רגולטוריות. בנוסף, ל-yes נחיתות מול הוט ויתר המתחרות בהיעדר יכולת לשווק חבילות טריפל שאינן פריקות, מתוקף מגבלה רגולטורית.

▪ Amazon Prime Video: הוא שירות סטרימינג של חברת אמאזון, ומחזיק בכ-47% מנתח שידורי ה-OTT בארה"ב לשנת 2019, שני רק לנטפליקס (כ-77%)⁴. החברה מפיקה תכנים מקוריים מינואר 2015, וזוכה להערכה מצד מבקרים, עם מספר זכיות ומועמדויות לפרסי ה-Emmy. בדצמבר 2016 הודיעה החברה כי השירות ניתן במעל ל-200 מדינות, כולל ישראל. מחיר השירות בארץ הוא \$5.99 לחודש.

▪ ספקי סטרימינג נוספים: התחרות בשוק הסטרימינג גוברת, כאשר יצרניות תוכן וחברות טכנולוגיה מובילות השיקו שירותים סטרימינג עצמאיים, וביניהם דיסני, אפל, גוגל, CBS, ו-HBO. כל אלה מהווים איום פוטנציאלי לשוק המקומי, ומסמנים על שינוי קרב בהרגלי הצפייה של הלקוחות.

▪ Partner TV: חברת פרטנר השיקה את פרטנר TV ביוני 2017. שירות דיסקאונט המאפשר גישה לשירות ממגוון מכשירי קצה, וכן בממירים מסוג Android שמספקת החברה. לפרטנר שיתופי פעולה עם נטפליקס ואמאזון פריים, ומשתמשת בהן כערך מוסף להצעת התוכן של השירות.

שירותי סטרימינג – שירותים בינלאומיים

▪ נטפליקס: בתחילת שנת 2016, החלה נטפליקס, ספקית תכני הווידאו המובילה בארה"ב, לאפשר גם ללקוחות ישראלים להירשם לשירותיה והובילה לשינוי בטעמי הלקוחות. מחיר חבילת הבסיס³ בארץ הוא 32.90 ₪ לחודש.

▪ נטפליקס היא פלטפורמת VOD המאפשרת גישה לתכנים על גבי מחשבים, מכשירים סלולריים, טלוויזיות חכמות וטאבלטים, ללא צורך בממיר.

▪ שירות נטפליקס משתפר ביכולתו לספק תוכן ללקוחות ישראלים והאיום שלו על ספקי התוכן המסורתיים מתגבר עם הזמן, עם זאת, לרוב הוא משמש כמוצר משלים ולא תחליפי נכון להיום. שיתופי פעולה של המתחרות חדשות, פרטנר וסלקום, עם נטפליקס, מסייע להן בלקיחת נתח שוק מהמפעילות הוותיקות. נכון ל-31.1.2020, לכל בעלות הרשיון קיימים הסכמי שיתוף פעולה עם נטפליקס.

3. אתר החברה, נכון ל-24/2/2019

4. Emarketer – OTT Video Viewers

רגולציה

תחום הטלוויזיה הרב-ערוצית באמצעות לוויין וכבלים כפוף לחוק התקשורת והתקנות והכללים מכוחו, בנוסף להוראות רישיון השידורים והחלטות המועצה לשידורי כבלים ושידורי לוויין. בתוך כך, התחום כפוף למספר מגבלות רגולטוריות, הכוללות בין היתר:

- איסור פרסום: בישראל, הפרסום בערוצי הכבלים והלוויין אסור וזאת בניגוד למקובל בעולם.

- השקעה בהפקות מקור: בהתאם להחלטת המועצה מנובמבר 2019, הסכום המינימאלי להשקעה בהפקות מקור ישראליות יעלה בשנת 2021 משיעור של 8% מהכנסותיהן השנתיות מדמי מנוי ל-9%. יצוין כי ביוני 2016 המליצה ועדת פילבר כי בשנים הקרובות תפחת בהדרגה מחויבות ההשקעה בהפקות מקור של yes והוט לכ-6.5% מההכנסות. ביולי 2018 פרסם משרד התקשורת תזכיר לשינוי חוק התקשורת (בזק ושידורים) (אסדרת ספקי תכנים) שבו מוצע להחיל את חובת הפקות מקור גם על מפעילי OTT בעלי הכנסות הגבוהות מ-350 מיליון ש"ח.

- ביטול קנסות היציאה בסיום מוקדם של התקשרות עם ספק השידורים: חל איסור על בעלי הרישיונות להתקשר עם הצרכנים בהסכמים ארוכי טווח אשר הפרתם כרוכה בתשלום קנסות.
- פיקוח על תעריפים: חלה חובת דיווח למועצה על שינוי בתמחיר שאושר על ידה, כאשר ליו"ר המועצה שמורה הזכות לאסור על שינוי זה בהתאם לנסיבות הקבועות ברישיון.

נתונים עיקריים אודות שוק ה-Pay TV בארה"ב⁵

מיצג 3: שינוי במספר המנויים החברות המובילות בארה"ב

Q3 2019

84,842,018	מספר מנויי הטלוויזיה הרב ערוצית בארה"ב
(5,482,703)	שינוי ביחס לרבעון המקביל ב-2018

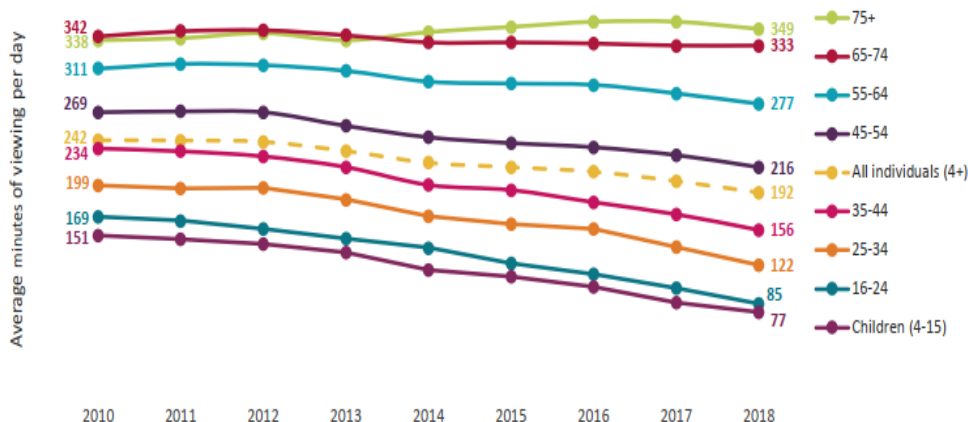
מיצג 4: ARPU של החברות המובילות בארה"ב (דולר)⁶

2019/Q3	2018	שינוי YoY	דולר, ARPU
86.29	85.46	1.0%	DISH
121.35	121.76	(0.3%)	AT&T
102.20	104.43	(2.1%)	Cablevision (Optimum)
92.17	89.77	2.7%	Charter (Residential)
90.45	85.11	6.3%	Comcast
98.49	97.31	1.5%	ממוצע

5. מקור: Leichtman Research Group

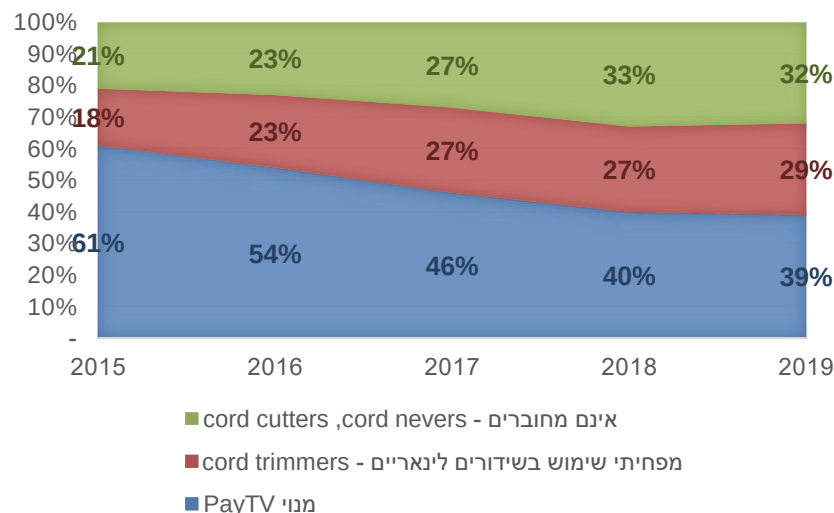
6. מקור: דוחות שנתיים של החברות

מיצג 6: ממוצע דקות צפייה ביום בשידורים מסורתיים לאדם, לפי קבוצת גיל⁹



הסטרימינג בארה"ב ובעולם

מיצג 5: השפעת שירותי סטרימינג בארה"ב⁷



- בקרב קהל הלקוחות בבריטניה קיימת שחיקה מתמדת בדקות הצפייה בשידורים לינאריים, במיוחד בקבוצות הגיל הצעירות.
- לפי אותו מקור, כמות דקות הצפייה בשירותי סטרימינג עלה מ-2017 בכ-7 דקות ביום, ל-52 דקות בממוצע. צפייה באתר Youtube עלתה בכ-6 דקות ביום, לכ-64 דקות בממוצע.

- אופן צריכת התכנים משתנה בקרב קהל הלקוחות בארה"ב. יותר לקוחות מנויים לשירותי סטרימינג על חשבון שידורים לינאריים ושירותי שידור מסורתיים.
- מחקר של eMarketer מצא כי שיעור משקי הבית שמחזיק במנוי ל-Pay-TV ירד מ-83% ב-2013 ל-68% ב-2019.⁸

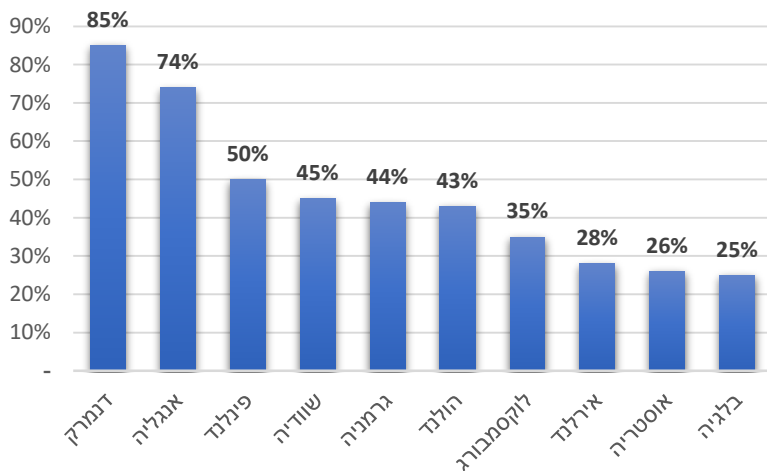
⁸ eMarketer - Cable Operators' Shift to Profit Mode Accelerates Cord-Cutting

⁹ מקור: Ofcom – Media Nations UK 2019, לפי מידע של BARB

⁷ PwC – The streaming shake-up, 2020, עמדות לקוחות ביחס לשירותי צפייה בארה"ב.

נתח שוק הסטרימינג, אירופה

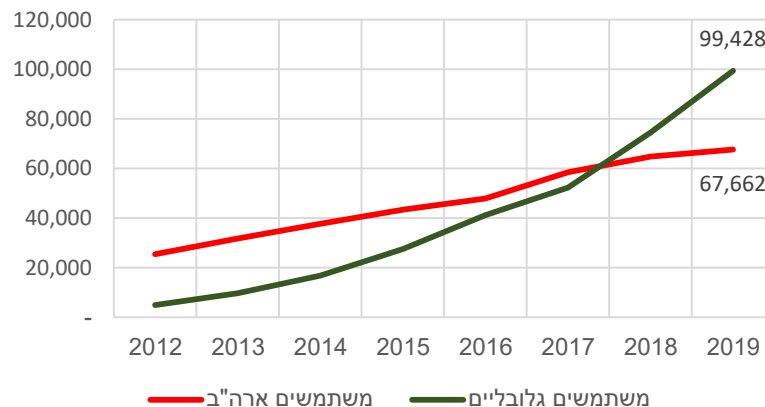
מיצג 8: נתח שוק שירותי SVOD ממשקי בית בעלי טלוויזיה, האיחוד האירופאי¹¹



- המעבר לשירותי סטרימינג חוצה גבולות. נתח השוק כאחוז ממשקי הבית משמעותי, במיוחד בהתחשב בכך שנטפליקס החלה לפעול רק ב-2012, וגם אז רק במדינות נבחרות.

תחרות הסטרימינג בארה"ב ובעולם

מיצג 7: מנויים משלמים של נטפליקס (באלפים)¹⁰

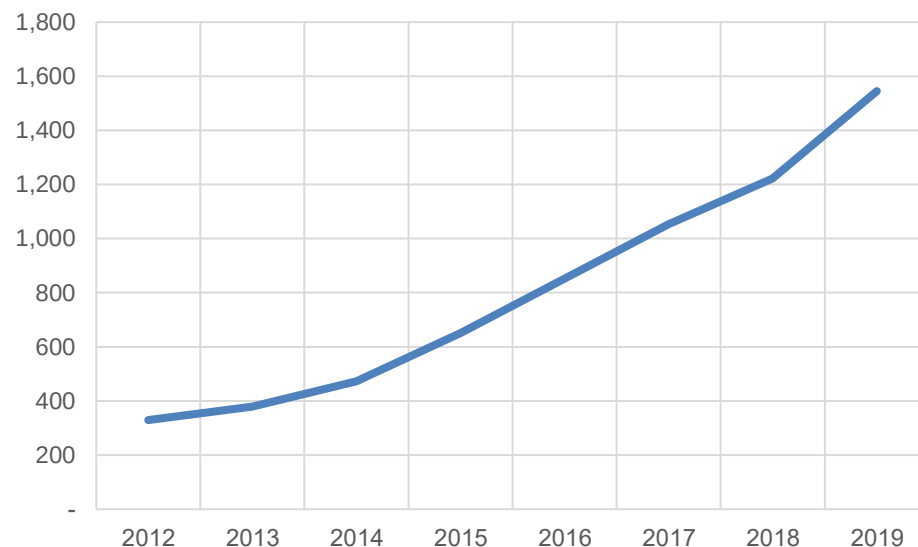


- נטפליקס החלה לשווק שירותי סטרימינג ב-2007 בארה"ב. נכון לסוף 2019, הצליחה החברה לגייס 167 מיליון משתמשים ברחבי העולם, מתוכם 67 מיליון בארה"ב בלבד, המשקפים 79.7% משוק המנויים בארה"ב. בין השנים 2017-2019 החברה כמעט הכפילה את בסיס לקוחותיה באזור אירופה והמזרח תיכון (EMEA), מ-26 מיליון לקוחות לכ-52 מיליון.
- נטפליקס מספקת שידורי OTT VOD. החברה רוכשת או מפיקה הפקות מקור בעלות כוללת של כ-13 מיליארד דולר נכון ל-2019.

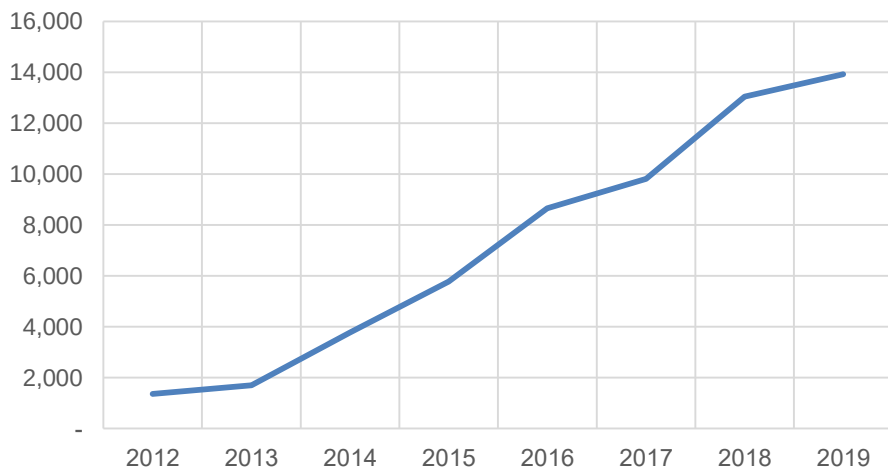
11. European Audio-Visual Observatory - Update on VOD markets & catalogs, פברואר 2019.

10. מקור: דוחות כספיים נטפליקס

השקעה בטכנולוגיה ותוכן

מיצג 9: הוצאות נטפליקס על טכנולוגיה (מיליוני דולר)¹²

ניתן לראות כי הוצאות הטכנולוגיה של נטפליקס במגמת עלייה בשנים האחרונות. כך למשל, ההוצאה על טכנולוגיה צמחה בין השנים 2018-2019 בכ-323 מיליוני דולר, ומשקפת עלייה של כ-26% משנה שעברה (כ-8% מההכנסות, בכל שנה).

מיצג 10: הוצאות נטפליקס על תכנים (מיליוני דולר)¹³

ניתן לראות כי בין השנים 2012-2019 חל גידול בהוצאות התוכן של נטפליקס מכ-1,368 מיליוני דולר לכ-13,917 מיליוני דולר, המשקף עלייה של פי 10 בהוצאות התוכן תוך 7 שנים. נטפליקס מוציאה בממוצע 78% מכלל הכנסותיה על תוכן. לאחרונה הגדילו מתחרותיה של נטפליקס את ההוצאה על תכנים. אמאזון דיווחה כי השקיעה 5.8 מיליארד דולר בתכנים בשנת 2019, גידול של 53% ביחס לשנה קודמת.

הוצאות אלו, תואמות את משנתה של נטפליקס בכך שהיתרונות התחרותיים שלה תלויים ביכולת לספק חווית משתמש שתבדל אותה מהמתחרים בשוק, בשל כך ניתן לראות גידול בהוצאות התוכן, והוצאות הטכנולוגיה.



פרק ג - ניתוח דוחות כספיים

להלן יוצגו נתונים מבוקרים של yes לשנים 2016-2018 ונתונים מתוך טיוטת הדוחות הכספיים ל-31.12.2019:

מיליוני ₪	31.12.19	31.12.18	31.12.17	31.12.16
נכסים	טיוטא*	מבוקר	מבוקר	מבוקר
נכסים שוטפים				
מזומנים ושווי מזומנים	73	80	112	142
פקדונות	-	-	-	-
לקוחות	124	132	142	155
חייבים אחרים	6	8	6	143
מלאי	-	-	9	-
	203	220	269	440
נכסים שאינם שוטפים				
זכויות שידור	107	60	448	421
רכוש קבוע	143	113	644	707
נכסים בלתי מוחשיים	10	1	123	127
מיסים נדחים	-	-	-	331
זכויות שימוש בנכסים חכורים	85	112	-	-
הרכשת מנויים	-	-	18	-
	345	286	1,233	1,586
סך נכסים	548	506	1,502	2,026

* נתוני 2019 הם בהתאם לטיטות הדוחות לפני ביצוע מחיקה.

נכסים - ניתוח סעיפים עיקריים

נכסים שאינם שוטפים

- השפעת ירידת ערך ל-31.12.18: הקיטון בנכסי החברה בשנת 2018, בסעיפי זכויות השידור, הרכוש הקבוע והנכסים הבלתי מוחשיים נובע בעיקרו מהערכת שווי הנכסים בהתאם לשווים ההוגן.
- זכויות שידור: זכויות השידור נחלקות לשני סוגים:
 1. זכויות שידור שנרכשו מספקי תוכן (סרטים וסדרות). השווי ההוגן של זכויות אלו מוערך ב-0, מאחר שאין ניתנות להעברה.
 2. זכויות שידור בגין הפקות מקור אשר בהן החברה משקיעה באופן ישיר.*
 3. רכוש קבוע: הרכוש הקבוע של yes מורכב בעיקר ממפענחי לוויין (ממירים) ועלויות התקנה שהונו, ובנוסף מצויד שידור וקליטה, ריהוט וציוד משרדי ושיפורים במושכר. יתרת הרכוש הקבוע של yes גדלה בשנת 2019 בעיקר עקב השקעה בממירים וסטרימרים.
- זכויות שימוש בנכסים חכורים: בשנת 2018 יושם לראשונה תקן חשבונאי IFRS16, דבר שהוביל לגידול בסעיף זה בשנה זו.

* לדיון בדבר השווי ההוגן ראה עמוד 46-47 בפרק ד'.

התחייבויות והון - ניתוח סעיפים עיקריים

ספקים: הירידה ביתרת הספקים בשנת 2019 נבעה בעיקרה מירידה בהשקעות בממירים. כמו כן, החברה ביצעה תשלום של כ-10 מיליון ₪ לסגירת חובת ספקי תוכן.

אג"ח: בשנת 2017, מרבית האג"ח (כ-96%) הוחזק על ידי בזק ובמהלך 2018, המירה בזק את יתרת האג"ח שברשותה (כ-96%) להון. יתרת החוב שולמה בשנת 2019.

הלוואות מבעלי מניות: יתרת ההלוואות ל-yes שהועמדו על-ידי בזק הומרו להון ב-2018.

מיליוני ₪	31.12.19	31.12.18	31.12.17	31.12.16
	טייטא*	מבוקר	מבוקר	מבוקר
התחייבויות + הון				
התחייבויות שוטפות				
אשראי	7	14	14	15
חלויות שוטפות - אג"ח	-	8	216	383
ספקים ונותני שירות	373	440	479	463
זכאים אחרים	77	64	90	83
ריבית - אג"ח והלוואות	-	-	-	-
הפרשות	6	19	5	6
התחייבות בגין הסכמי חכירה	22	30	-	-
	485	575	804	950
התחייבויות שאינן שוטפות				
הלוואות מבנקים	-	7	20	34
אג"ח	-	-	218	435
הלוואות מבעלי מניות	-	-	95	-
התחייבויות אחרות לזמן ארוך	3	10	14	12
הטבות לעובדים	18	4	3	3
התחייבות בגין הסכמי חכירה	70	91	-	-
	91	112	350	484
הון עצמי	(28)	(181)	348	592
סך התחייבויות והון	548	506	1,502	2,026

* נתוני 2019 הם בהתאם לטיטות הדוחות לפני ביצוע מחיקה.

רווח והפסד - פעילות הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes)

מיליוני ₪	2019	2018	2017	2016	
הכנסות	מבוקר	מבוקר	מבוקר	מבוקר	שינוי מול התקופה המקבילה
1,345	1,473	1,650	1,746		הוצאות הפעלה, כלליות ושכר
(8.7%)	(10.7%)	(5.5%)			אחוז מההכנסות
1,176	1,236	1,201	1,186		פחת והפחתות
87.4%	83.9%	72.8%	67.9%		אחוז מההכנסות
306	293	286	296		סה"כ הוצאות תפעול
22.8%	19.9%	17.3%	17.0%		הכנסות (הוצאות) אחרות
1,482	1,530	1,487	1,482		רווח תפעולי
-	-	-	-		אחוז מההכנסות
(137)	(57)	163	263		פחת והפחתות
(10.2%)	(3.8%)	9.9%	15.1%		רווח EBITDA מתואם
306	293	286	296		אחוז מההכנסות
169	237	448	560		השקעות הוניות (CAPEX)
12.6%	16.1%	27.2%	32.1%		אחוז מההכנסות
260	297	233	208		EBITDA - CAPEX
19.3%	20.2%	14.1%	11.9%		אחוז מההכנסות
(91)	(60)	215	352		
(6.8%)	(4.1%)	13.0%	20.2%		

ניתוח סעיפים עיקריים

הכנסות

ההכנסות קטנו בשנת 2019 (ירידה של כ-8.7%) כפועל יוצא של המשך השחיקה ב-ARPU והירידה בבסיס המנויים.

הוצאות

הוצאות השכר קטנו בשנת 2019 כחלק מתוכנית התייעלות שמבצעת החברה שתימשך גם בשנים הקרובות.

הקיטון בהוצאות ההפעלה ב-2019 נובע בעיקרו מהתייעלות תפעולית ושינוי הסכמים עם ספקים, לצד קיטון במצבת הפרימיום.

* נתוני 2018 ו-2019 מוצגים לאחר התאמת הוצאות חכירה לפי IFRS16.

** נתוני 2019 בהתאם לטיטות הדוחות לפני ביצוע מחיקה.

המשך ניתוח סעיפים עיקריים

EBITDA, CAPEX, ותזרים תפעולי

ה-EBITDA ירד הן מבחינת היקף והן כשיעור מההכנסות, מכ-237 מיליוני ש"ח ב-2018 (כ-16.1% מההכנסות) לכ-169 מיליוני ש"ח (כ-12.6% מההכנסות) ב-2019. הירידה ב-EBITDA נבעה בעיקר כתוצאה מירידה בהכנסות הפעילות שתורגמה כמעט במלואה לירידה ברווח לאור הקשיחות במבנה ההוצאות וההשקעות. **ההשקעות ההוניות** קטנו בכ-37 מיליוני ש"ח, פער שנובע בירידה בכמות ממירי הלווין שנרכשו וירידה במצבת המנויים. מבחינת התזרים התפעולי לפני הוצאות מס ולפני שינויים בהון החוזר התפעולי, כפי שהוא מתבטא במדד ה-EBITDA פחות CAPEX, ניתן לראות ירידה של כ-31 מיליוני ש"ח ב-2019 ביחס ל-2018, מתזרים שלילי של כ-60 מיליוני ש"ח (4.1% מההכנסות) לתזרים שלילי של כ-91 מיליוני ש"ח.

פרק ד - הערכת השווי

מתודולוגיית הערכת השווי- מגזר הטלוויזיה הרב הערוצית (yes)

כללי

הנחה מרכזית

לאור השינויים המבניים בשוק, התגברות התחרות והשינוי הנרחב במודל הטכנולוגי החברה צפויה לספוג הפסדים תפעוליים ותזרימים שליליים עד לסיום המעבר ל-IP. בשנת 2026, עם סיום ההגירה לרשת החדשה, החברה צופה תזרים שלילי נמוך על סף איזון. לאור האמור תחזית הערכת השווי היא לשנים 2019-2026 כאשר השנה המייצגת בתחזית היא לאחר השלמת החלפת הטכנולוגיה והפסקת התשלומים בגין מקטעי חלל.

מהפכת ה-OTT גרמה להורדת רף הכניסה לשוק, לכניסתן של סלקום ופרטנר עם הצעות תוכן מוזלות. כמו כן, כניסתן של ענקיות סטרימינג תוך שבירת שרשרת הערך המסורתית בענף גרמה להחרפת התחרות (כנסקר בפרק ב' בעמודים 24-26). שינויים אלו, הובילו לירידה במצבת הלקוחות של yes וכדי לעצור את השטף החליטה yes לבצע הפחתה משמעותית במחיר ההצעה ללקוחות וזאת מבלי שביכולתה לקצץ משמעותית בהוצאות, ומאחר שהחברה ממונפת תפעולית, הירידה בהכנסות מתורגמת ברובה לרווח. כתוצאה מהירידה במספר הלקוחות והורדת מחיר, הכנסות החברה קטנו, ובמקביל עלויות התוכן עלו, כך שנגרמו ל-yes הפסדים תפעוליים ותזרימים שליליים.

שדרוג תשתית טכנולוגית

לצד כל אלו, הנהלת החברה סבורה כי לאורך זמן התשתית הטכנולוגית הקיימת לא תוכל לתת מענה ראוי לצרכי הלקוחות למול האלטרנטיבות בשוק. לאור הצורך בשדרוג התשתית, החברה מאמינה כי התשתית שתוכל למקסם את צרכי הלקוחות ואת המדדים העסקיים של החברה היא תשתית IP. המעבר בין התשתיות יהיה הדרגתי בין השנים 2019-2026 ויוביל לתוספת עלויות תעבורה משמעותיות בטווח הקצר והבינוני. עם סיום ההגירה מהלוויין ל-IP יוחלפו הוצאותיה של yes בגין מקטעי לוויין בהוצאות תעבורה בתוך קבוצת בזק כך שהתזרים המאוחד יהיה גבוה יותר ביחס לחלופה של המשך השענות על תשתית לוויין.

הכנסות

בהתאם לתחזית הנהלת yes שנבחנה ונמצאה סבירה להלן הנחות העבודה לגבי ה-ARPU:

א. **ARPU פרימיום** - המשך התחרות בשוק תביא לשחיקה נוספת ב-ARPU לאורך השנים.

ב. **ARPU דיסקאונט** - ה-ARPU יצמח בהדרגה עד לשנת 2024. נציין כי הנחה זו נמצאה סבירה, לאור הערכותינו כי רמות המחיר הנוכחיות בשוק הדיסקאונט אינן סטטביליות לאורך זמן וכן לאור מכוונות החברה לחבילות תכנים רחבות יותר תוך עיבוי תכנים וביצוע מכירה משודרגת. יתר על כן, היצע ערוצי הספורט בחבילה תומך באטרקטיביות ההצעה ללקוח.

לסיכום, הכנסות החברה יצטמצמו בהדרגה מכ-1,345 מיליוני ₪ ב-2019 לכ-1,116 מיליוני ₪ ב-2026 כאשר הכנסות הפרימיום ימשיכו להישחק כנגד פיצוי חלקי בגידול ההכנסות משירות הדיסקאונט.

• מנויים: הונח כי מצבת החברה הכוללת תגדל לאורך זמן מכ-555 אלפי מנויים נכון לסוף שנת 2019 לכ-600 אלפי מנויים בסוף שנת 2026. עם זאת, יחול שינוי משמעותי בהתפלגות הלקוחות בין מצבת הפרימיום לבין מצבת הדיסקאונט. תמהיל מצבת הדיסקאונט מסך מצבת החברה ילך ויגדל לאורך השנים מנתח זניח נכון לסוף שנת 2019 לנתח משמעותי ביותר בסוף שנת 2026. יצוין כי התחזיות לוקחות בחשבון את נטייתם של מרבית הצרכנים להשתמש בשירותי סטרימינג בינלאומיים כשירותים משלימים לשירותי טלוויזיה בתשלום מסורתיים ולא כשירות תחליפי. מדובר בהנחה שיש לבחון מחדש מעת לעת על פי התפתחות העדפות הצרכנים.

• ARPU: התחרות בשוק הטלוויזיה הובילה את החברה לשני מהלכים עיקריים אשר תרמו כל אחד לשחיקת ה-ARPU במהלך שנת 2019: א. השקת חבילת האולטימייט בשנת 2018 – חבילת האולטימייט התבססה כחבילה המובילה במחיר נמוך ביחס לחבילות הוותיקות.

ב. שינוי תמהיל המנויים – המשך מגמת שינוי תמהיל הלקוחות והגידול במצבת המנויים לשירותי Sting, הזול משמעותית. מגמה זו צפויה להמשיך עם התגברות התחרות מצד המפעילות החדשות.

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes) - הנחות מרכזיות

KPIs והכנסות

שנה	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
מנויים (אלפים)	555	547	552	565	580	590	600	600
מנויים, סוף תקופה	(3.3%)	(1.3%)	0.9%	2.4%	2.7%	1.7%	1.7%	-
% שינוי								
ARPU (ש"ח לחודש)	199	193	183	176	169	163	157	155
ARPU משוקלל	(5.9%)	(3.0%)	(5.0%)	(4.1%)	(3.8%)	(3.6%)	(3.4%)	(1.5%)
% שינוי								
הכנסות (מיליוני ש"ח)	1,345	1,273	1,208	1,178	1,162	1,145	1,124	1,116
הכנסות	(8.7%)	(5.4%)	(5.1%)	(2.5%)	(1.4%)	(1.4%)	(1.8%)	(0.7%)
% שינוי								

הוצאות תפעול

להלן תחזית החברה להוצאות התפעוליות התזרימיות של הפעילות בשנים 2019-2026:

שנה	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
הוצאות תזרימיות*	1,176	1,135	1,126	1,091	1,062	1,051	1,044	964

* הוצאות התפעול כוללות תשלומים בגין חכירות

ההוצאות התזרימיות של החברה מורכבות מהוצאות שכר, הוצאות תוכן, הוצאת בגין מקטעי חלל וכן הוצאות נוספות כגון תעבורת מידע, פרסום ושיווק, טכנולוגיה ועוד. הירידה בהוצאות נובעת בעיקר מצמצום הוצאות שכר בטווח הקצר בינוני בעקבות הירידה במצבת כוח האדם כחלק מתוכנית התייעלות שנחתמה מול ועד עובדי yes וההסתדרות הלאומית, ותימשך עד 2021. נציין כי הגידול בהוצאות ההפעלה האחרות לשנים 2020-2025 נובע בשל גידול בעלויות תעבורת הרשת כחלק מהמעבר ל-IP. הירידה בשנת 2026 נובעת מהפסקת התשלומים למקטעי החלל, הנובעת ממעבר מלא ל-IP. נוספת על כך ירידה לאורך שנות התחזית בהוצאות תוכן, בעיקר מצפי להתייעלות ברכש תוכן ובעלויות הערוצים הקנויים.

EBITDA

להלן התחזית ל-EBITDA המתואם (כולל תשלומים בגין חכירות), כפי שהיא נגזרת מההנחות לגבי ההכנסות וההוצאות לעיל:

מיליוני ₪	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
רווח EBITDA מתואם	169	138	82	86	100	94	80	153
אחוז מההכנסות	12.6%	10.8%	6.8%	7.3%	8.6%	8.2%	7.1%	13.7%

ה-EBITDA המתואם יקטן בשלוש השנים הקרובות, כאשר הוא יגיע לכ-82 מיליוני ש"ח בשנת 2021 (כ-6.8% מההכנסות). משנת 2022 מונחת התאוששות, כאשר ב-2022 ה-EBITDA יעמוד על כ-86 מיליוני ש"ח (7.3% מההכנסות), לאחר מכן בין השנים 2024-2025, הונחה ירידה נוספת ב-EBITDA בשל האצת המעבר ל-IP עד להתאוששות בשנת 2026 עם הפסקת התשלומים בגין מקטעי לוויין.

הוצאות מס

הונח שיעור מס חברות של 23%, בהתאם לשיעור המס הסטטוטורי הנוכחי בישראל. מאחר שהחברה תפסיד בשנים הקרובות, אין היא צפויה לשלם מס לאורך שנות התחזית וכן לא צפוי רווח בעתיד הנראה לעין ולכן לא נוצר מגן מס בגין ההפסדים.

השקעות הוניות (CAPEX)

להלן תחזית החברה להשקעות ההוניות של הפעילות כפי שאומצה:

מיליוני ₪	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
סך השקעות הוניות נטו	260	225	235	230	213	190	172	160
אחוז מההכנסות	19.3%	17.7%	19.4%	19.5%	18.3%	16.6%	15.3%	14.4%

השקעותיה ההוניות של החברה כוללות רכש מפענחים וסטרימרים, עלויות התקנה (קבלנים וחומרים), השקעות ברשת ובטכנולוגיה, היווני שכר ואחרות.

להערכת החברה, הירידה בהוצאות ההוניות בשנים 2022-2024 נובעת בעיקרה מהירידה בכמות שידרוגי הממירים, לאור מאמצי החברה לקדם את המעבר לשידורי IP. כמו כן בשנים אלו מסתיימת ההשקעה בתשתיות הנדסה. לאחר המעבר לפלטפורמת שידור אחת ישנה ירידה נוספת בהשקעות בשנים 2025-2026. הסיבות לכך הן הירידה ברכש הסטרימרים, לאחר שדרוג מרבית הציוד בבית הלקוח, וכן הירידה בהשקעות ההנדסה הדרושות. כמו כן בשנים אלו ישנה ירידה בהשקעות IT עקב סיום בניית ה-CRM.

הון חוזר תפעולי

השינויים בהון החוזר התפעולי של הפעילות שהונחו הם בהתאם לצפי החברה.

שיעור הון וצמיחה פרמננטית

בהתאם למודל ה-CAPM שיעור ההון המתאים לפעילות yes הוא כ-7.2% (לפירוט נוסף ר' נספח א'). מאחר שלהערכתנו, הסיכון בתחום פעילות זה לא ירד ביחס לשנת 2018, נעשה שימוש בשיעור הון של כ-8.5% בדומה לשיעור ההון ששימש בהערכת השווי הקודמת של מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית.

שיעור הצמיחה הפרמננטית שהונח הוא 0%*.

* לאור העובדה שהתזרים של החברה הוא שלילי, ההנחה היא שלחברה עם תזרים שלילי אין תוחלת להגדלת התזרים השלילי.

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes) - תחזית תזרימי המזומנים

מיליוני ₪	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TY
הכנסות	1,746	1,650	1,473	1,345	1,273	1,208	1,178	1,162	1,145	1,124	1,116	1,116
אחוז שינוי ביחס לתקופה מקבילה		(5%)	(11%)	(9%)	(5%)	(5%)	(3%)	(1%)	(1%)	(2%)	(1%)	-
סך הוצאות תפעול (בניטרול פחת והפחתות)	(1,186)	(1,201)	(1,236)	(1,176)	(1,135)	(1,126)	(1,091)	(1,062)	(1,051)	(1,044)	(964)	
אחוז מהכנסות	68%	73%	84%	87%	89%	93%	93%	91%	92%	93%	86%	
רווח EBITDA מתואם	560	448	237	169	138	82	86	100	94	80	153	153
אחוז מהכנסות	32%	27%	16%	13%	11%	7%	7%	9%	8%	7%	14%	14%
סך פחת והפחתות	(296)	(286)	(293)	(306)	(289)	(279)	(282)	(277)	(266)	(238)	(188)	(160)
רווח תפעולי מתואם	263	163	(57)	(137)	(151)	(196)	(196)	(178)	(172)	(158)	(35)	(7)
אחוז מהכנסות	15%	10%	(4%)	(10%)	(12%)	(16%)	(17%)	(15%)	(15%)	(14%)	(3%)	(1%)
הכנסות (הוצאות) מס					-	-	-	-	-	-	-	-
שיעור מס					-	-	-	-	-	-	-	-
השקעות הוניות	(296)	(286)	(293)	(306)	(289)	(279)	(282)	(277)	(266)	(238)	(188)	(160)
אחוז מהכנסות					18%	19%	19%	18%	17%	15%	14%	14%
תזרים חיובי (שלילי) משינוי בהון החוזר				(34)	(22)	21	29	26	18	8		
תזרים מזומנים	(121)	(175)	(122)	(85)	(70)	(74)	0	(7)				
תקופה להיוון	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	6.5				
תזרים מזומנים מהוון	(117)	(155)	(100)	(64)	(48)	(47)	0	(51)				

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes) - תוצאות הערכת השווי

סיכום הערכת השווי

תוצאות הערכת השווי	מיליוני ש"ח
שווי פעילות שנובע משנות המודל	(530)
שווי פעילות שנובע מהשנה המייצגת	(51)
סך שווי פעילות	(581)

לסיכום, שווי פעילות מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית לפי ההנחות לעיל ל- 31.12.2019 הוא כ- (581) מיליוני ₪ והשווי הפנקסני של החברה בספרים ל-31.12.2019 עמד על כ- (28) מיליוני ₪.

ניתוח רגישות לשיעורי ההיוון והצמיחה הפרמננטית

להלן ניתוח רגישות שווי פעילות מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית ביחס לשינויים בשיעור ההיוון ובשיעור הצמיחה הפרמננטית :

שיעור ההיוון						צמיחה פרמננטית
10.5%	9.5%	8.5%	7.5%	6.5%		
(566)	(586)	(609)	(635)	(666)	(1.0%)	
(556)	(575)	(596)	(620)	(649)	(0.5%)	
(545)	(562)	(581)	(604)	(630)	-	
(533)	(548)	(565)	(585)	(607)	0.5%	
(520)	(533)	(547)	(563)	(580)	1.0%	

לסיכום

גידול (קיטון) של 1% בשיעור ההיוון מביא לקיטון (גידול) בשווי הפעילות של yes בטווח שבין כ-26 מיליוני ₪ לכ-17 מיליוני ₪. גידול (קיטון) של 0.5% בצמיחה הפרמננטית מביא לגידול (קיטון) בשווי הפעילות בטווח שבין כ-13 מיליוני ₪ לכ-18 מיליוני ₪.

ניתוח רגישות לשינויים ב-ARPU

להלן ניתוח רגישות שווי פעילות מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית ביחס לשינויים ב-ARPU:

רגישות שווי הפעילות לשינויים ב-ARPU, בשקלים	10	5	-	(5)	(10)	שווי פעילות (מיליוני ₪)
	278	(152)	(581)	(1,011)	(1,441)	

לסיכום

גידול (קיטון) של 5 ש"ח ב-ARPU מביא לגידול (קיטון) בשווי הפעילות של yes בסך של כ-430 מיליוני ₪.

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes) - תוצאות הערכת השווי

ניתוח רגישות למספר המנויים

להלן ניתוח רגישות שווי פעילות מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית ביחס לשינויים במספר המנויים, בשנה המייצגת:

רגישות שווי הפעילות לשינויים במספר המנויים, באלפים					שווי פעילות (מיליוני ₪)
40	20	-	(20)	(40)	
63	(259)	(581)	(904)	(1,226)	

לסיכום

גידול (קיטון) של 20 אלף מנויים* בשנה המייצגת מביא לקיטון (גידול) בשווי הפעילות של yes בכ-322 מיליון ₪.

* בהתאם לתמהיל המנויים בשנות התחזית.

התייחסות לבחינת השווי ההוגן של נכסי yes

על פי דרישות התקן החשבונאי לבחינת ירידת ערך, הסכום בר ההשבה של yes הוא הגבוה מבין שווי השימוש שלה ושוויה ההוגן. מכיוון ששווי הפעילות של yes הוא שלילי, בחנו את השווי ההוגן של נכסיה.

בשנת 2019, סך נכסיה של החברה הסתכמו ב-548 מיליוני ₪. הנכסים מורכבים בין היתר מזכויות שידור, רכוש קבוע, ונכסים בלתי מוחשיים.

השינוי בשווי נכסי רכוש קבוע בספרי yes

יתרת הרכוש הקבוע של yes ליום 31.12.2019 היא כ-143 מיליוני ₪. להלן השווי ההוגן של הרכוש הקבוע:

רכוש קבוע / מיליוני ₪	שווי מאזני ל-31.12.2019*	שווי הוגן
ציוד שידור וקליטה	26	22
עלויות התקנה	13	1
ממירי Ultra**	99	89
סטרימרים מסוג א' **		8
סטרימרים אחרים **		1
ריהוט וציוד משרדי	4	1
שיפורים במושכר	1	-
סך השווי	143	122

מסקנה: סך השווי ההוגן של הר"ק בהתאם לבחינתנו הוא כ-122 מיליון ₪.

*לפני ירידת ערך 2019/Q4

**בהתאם ל-IAS 36 ולהתייעצות עם הנהלת החברה, כנמוך מבין עלות מופחתת לבין שווי הוגן.

השינוי בשווי נכסי רכוש קבוע בספרי yes

סעיף הממירים ברכוש הקבוע של yes, מורכב לפי סדר עולה מבחינה טכנולוגית מממירי SD, ממירי מקס, ממירי HD, ממירי טוטאל, ממירי קוואטרו וממירי ULTRA. מהנהלת החברה נמסר כי ממירים אלו עברו התאמה מיוחדת לטכנולוגיה המיושמת בחברת yes. לכן, בבחינת השווי ההוגן של ממירי חברת yes עולה כי בשל העובדה שמדובר בממירי יד שניה וכן בשל עלויות התאמה גבוהות, עלויות איסוף והתיישנות טכנולוגית של מרבית הממירים, אין ערך מימוש לממירים למעט ממירי ULTRA שהוכנסו לשוק במהלך 2017 וכן לממירי סטינג אשר יכולים לשמש לכלל המפעילים ולאדם פרטי. להרחבה ר' נספחים א' ו-ב'.

סעיף סטרימרים (streamers) ברכוש הקבוע של yes, מורכב לפי סדר עולה מבחינה טכנולוגית ממירי סטינג, שיאומי (Xiaomi) ו-AppleTV דור 5. בבחינת השווי ההוגן של ממירים נלקחו בחשבון עלויות האיסוף של הממירים מבית הלקוח. החברה מצויה במעבר מממירים מסוג סטינג לממירים מתקדמים יותר, וכן משנה את המודל עסקי להשכרה של ממירים במקום מכירתם. כתוצאה מכך גורעת החברה ממירי סטינג במחסנים ממאזן החברה. להרחבה ר' נספחים ג' ו-ד'.

בחנו את סעיפי הרכוש הקבוע הנוספים ומצאנו כי ניתן לייחס לחלקם ערך נוסף כצידוד יד שניה כפי שמוצג בטבלה, לעיל.

לסיכום

השווי ההוגן של הרכוש הקבוע המוצג בטבלה לעיל עומד על כ-122 מיליון ₪.

השינוי בשווי נכסים בלתי מוחשיים בספרי yes

יתרת הנכסים הבלתי מוחשיים של yes ליום 31.12.2019 היא כ-10 מיליוני ₪, המורכבת בעיקרה מרישיונות ותוכנות אשר חלקם הותאם באופן ייחודי ל-yes ומשמשים אותה בפעילותה השוטפת. בשל כך, לנכסים אלו אין ערך בשווי הוגן כמוצר יד שניה. יתרת הנכסים הבלתי מוחשיים כוללת את שדרוג מערכת האחסון והגיבוי של החברה אשר בבחינה שביצענו מצאנו כי ניתן לייחס לו ערך.

לסיכום

השווי ההוגן בגין נכסים בלתי מוחשיים של yes עומד על כ-2 מיליוני ₪.

זכויות שידור

יתרת זכויות השידור של yes ליום 31.12.2019 היא כ-107 מיליוני ₪. נכס זה, מורכב ממחיר העלות של זכויות השידור בניכוי הזכויות שנוצלו וההפחתות שבוצעו ביום 30.9.19. חלק מהזכויות לא ניתנות למכירה בשוק משני בשל תניות חוזיות הנובעות ממבנה ההסכם הנגזר ממגבלות רגולטוריות (בשל המגבלה על רכש בבלעדיות, חוזי הרכש אינם מתירים מכירת זכויות בשוק המשני). יחד עם זאת, מהנהלת החברה נמסר כי ניתן יהיה למכור את זכויותיה בהפקות המקור אותן היא מפיקה, בשווי הוגן של כ-59 מיליוני ₪. פירוט חישוב זכויות השידור מובא להלן:

רכש סרטים וסדרות

בהתאם להבהרות שהתקבלו מהנהלת החברה, לא ניתן לייחס שווי לסרטים ולסדרות לאור העובדה שזכויות השידור לא ניתנות להעברה (למעט אפשרות להמחאת זכויות במקרה של מיזוג עם בזק) לכן להערכתנו השווי ההוגן של yes בגין זכויותיה בסרטים וסדרות הוא 0 ₪.

הפקות מקור ששודרו

בחנו את ההסתברות למכירה ואת אחוז ההשבה הצפוי ממכירה* של הפקות המקור ששודרו בהתאם לשנה בה נוצרו. השווי ההוגן בגין זכויותיה של yes בהפקות מקור ששודרו עומד על כ-32 מיליוני ₪.

הפקות מקור שטרם שודרו

בחנו את ההסתברות למכירה ואת אחוז ההשבה הצפוי ממכירה* של הפקות המקור שטרם שודרו בהתאם לשלב בו הן נמצאות (כתיבה, צילומים, הפקות מוכנות לשידור). השווי ההוגן בגין זכויותיה של yes בהפקות מקור שטרם שודרו עומד על כ-27 מיליוני ₪.

זכויות שידור

מסקנה: בין השנים 2016-2018 יתרת זכויות השידור בניכוי זכויות שנוצלו הייתה בטווח שבין כ-420 מיליון ₪ לכ-460 מיליון ₪. בתקופה זו ההכנסות ממכירת תכנים היוו בין 0.5% ל-3% מיתרת זכויות השידור בניכוי זכויות שנוצלו. השווי ההוגן של זכויות השידור הוערך בסך של כ-59 מיליון ₪ שמהווים כ-12% מסך הזכויות ליום 31.12.2019*. כלומר, השווי ההוגן של זכויות השידור ליום הערכת השווי נמצא סביר גם ביחס לבחינת המכירות בפועל בשנים קודמות וזאת מאחר שהערכת השווי עוסקת במימוש הנכסים האלה ללא כוונה להמשיך לפתחם. לכן אנו מאמינים שקבלת תמורה בגינם, המהווה כ-12% מהעלות בספרים (סכום השווה לכ-4 שנים מהסכומים שהתקבלו בעבר) היא סבירה.

* שיעור ההסתברות להחזרת מלוא ההשקעה במכירה נטו.

* לפי שווי בספרים לפני הפחתה

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes) - תוצאות הערכת השווי

שינוי בשווי זכויות נדל"ן בספרי yes

בדקנו את זכויותיה של החברה בנכסי נדל"ן לטווח ארוך ליום 31.12.2019 והן עומדות על כ-72 מיליוני ₪ למול התחייבות של כ-74 מיליוני ש"ח. מכיוון שתנאיה המסחריים של yes הם במחיר השוק וקיימת לה האפשרות להשכירם במסגרת שכירות משנה נוצרים נכסים או התחייבויות זניחים בשווי הוגן בגין נדל"ן שלא נכללו.

לסיכום

השווי ההוגן בגין זכויותיה וחובותיה של yes בנדל"ן נשאר בהתאם לסכום בספרים.

השינוי בשווי חכירת רכבים בספרי yes

מכיוון שהיתרה לא בתחולת IAS 36, אופן ההצגה של הנכס נמסר ע"י החברה.

סיכום הערכה לפי שיטת ערך מימוש נטו

לפי שיטה זו, הוערכו נכסי החברה בבחינת ערך מימוש נטו, כאשר הנכסים

הוערכו בהתאם לשוויים ההוגן שהוצג קודם.

פירוט/ מיליוני ₪	ערך מאזני ליום 31.12.2019 ירידות ערך - Q1- Q4/2019	מחיקה	ערך מימוש	שווי פעילות נכסי
מזומנים ושווי מזומנים	73	-	73	-
לקוחות	124	-	124	124
חייבים אחרים	6	-	6	6
זכויות שידור	261	(202)	59	59
רכוש קבוע	239	(117)	122	122
נכסים בלתי מוחשיים	46	(44)	2	2
הרכשת מנויים	-	-	-	-
זכויות שימוש נכסי נדל"ן	72	-	72	72
זכויות שימוש חכירה רכבים*	12	1	13	13
סך נכסים	833	(362)	471	398
אשראי מבנקים	(7)	-	(7)	-
חלויות שוטפות בגין אג"ח	-	-	-	-
ספקים ונותני שירותים	(373)	-	(373)	(373)
זכאים אחרים	(77)	-	(77)	(77)
הפרשות	(6)	-	(6)	(6)
הלוואות מבנקים	-	-	-	-
התחייבויות אחרות	(3)	-	(3)	(3)
הטבות לעובדים	(18)	-	(18)	(18)
התחייבות לחכירה נכסי נדל"ן	(74)	-	(74)	(74)
התחייבות לחכירה רכבים	(18)	-	(18)	(18)
סך התחייבויות	(576)	-	(576)	(551)
הון עצמי	257	(362)	(105)	(153)

לפיכך, ההון העצמי של yes, המתקבל כתוצאה מהעמדה לפי שווי הוגן של

פריטי המאזן אשר שוערכו מחדש לפי דרישות IAS36, הוא מינוס 153

מיליון ש"ח.

סיכום הערכה לפי שיטת ערך מימוש נטו

בחינה ביחס ל-30.9.2019:

פירוט/ מיליוני ₪	ערך מאזני ליום 31.12.2019 ירידת ערך Q4/2019	מחיקה	ערך מימוש	שווי פעילות נכסי
מזומנים ושווי מזומנים	73	-	73	-
לקוחות	124	-	124	124
חייבים אחרים	6	-	6	6
זכויות שידור	107	(48)	59	59
רכוש קבוע	143	(21)	122	122
נכסים בלתי מוחשיים	10	(8)	2	2
הרכשת מנויים	-	-	-	-
זכויות שימוש נכסי נדל"ן	72	-	72	72
זכויות שימוש חכירה רכבים*	13	-	13	13
סך נכסים	548	(77)	471	398
אשראי מבנקים	(7)	-	(7)	-
חלויות שוטפות בגין אג"ח	-	-	-	-
ספקים ונותני שירותים	(373)	-	(373)	(373)
זכאים אחרים	(77)	-	(77)	(77)
הפרשות	(6)	-	(6)	(6)
הלוואות מבנקים	-	-	-	-
התחייבויות אחרות	(3)	-	(3)	(3)
הטבות לעובדים	(18)	-	(18)	(18)
התחייבות לחכירה נכסי נדל"ן	(74)	-	(74)	(74)
התחייבות לחכירה רכבים	(18)	-	(18)	(18)
סך התחייבויות	(576)	-	(576)	(551)
הון עצמי	(28)	(77)	(105)	(153)

לפיכך, ההון העצמי של yes, המתקבל כתוצאה מהעמדה לפי שווי הוגן של

פריטי המאזן אשר שוערכו מחדש לפי דרישות IAS36, הוא מינוס 153

מיליון ש"ח.

סיכום הערכה לפי שיטת ערך מימוש נטו

להלן מוצג התפתחות שווי חברת yes במרוצת הזמן:

פירוט	מיליוני ₪	פירוט
הערכת שווי yes ליום 23.3.2015	2,496	הערכת שווי פאהן קנה (שווי שימוש) מיום 19.05.2015
הערכת שווי yes ליום 31.12.15	2,620	הערכת שווי גיזה (שווי שימוש) מיום 9.3.2016
% שינוי	5%	
הערכת שווי yes ליום 31.12.16	2,551	הערכת שווי גיזה (שווי שימוש) מיום 28.3.2017
% שינוי	(3%)	
הערכת שווי yes ליום 30.06.17	1,947	הערכת שווי גיזה (שווי שימוש) מיום 23.8.2017
% שינוי	(24%)	
הערכת שווי yes ליום 30.09.17	1,761	הערכת שווי גיזה (שווי שימוש) מיום 27.11.2017
% שינוי	(10%)	
הערכת שווי yes ליום 31.12.17	1,346	הערכת שווי פרומתאוס (שווי שימוש) מיום 28.3.2018
% שינוי	(24%)	
הערכת שווי yes ליום 31.12.18	(229)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 18.3.2019
% שינוי	(117%)	
הערכת שווי yes ליום 31.3.19	(232)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 13.5.2019
% שינוי	(7%)	
הערכת שווי yes ליום 30.6.19	(199)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 25.8.2019
% שינוי	14%	
הערכת שווי yes ליום 30.9.19	(148)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 10.11.2019
% שינוי	26%	
הערכת שווי yes ליום 30.12.19	(153)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 9.3.2020
% שינוי	(3%)	

נספחים

שווי הוגן ממירים

שווי הוגן ממירי ULTRA

הונח כי yes תמכור את ממירי ה-ULTRA במחיר מופחת בשל היותם משומשים וכן כי בעת המכירה פגה תקופת האחריות. בנוסף ייחסנו עלויות בגין איסוף ממירים וכן עלויות בגין תיקון ממירים.

איסוף ממירים: בהתאם להנהלת החברה כמות הממירים המותקנים בבית הלקוח ונדרשים לעלויות איסוף היא 106.5 אלף. עלויות האיסוף ליחידה הם כ-50 ₪.

כמו כן, בהתאם ל-36 IAS ולהתייעצות עם הנהלת החברה, השווי יהיה כנמוך מבין עלות מופחתת לבין שווי הוגן של כל שכבה*

שכבה	שווי מופחת ספרים (₪)	שווי מופחת מופחת ספרים (\$)	שווי מופחת פרומתאוס	ייחוס גריעת ממירים (\$)	ייחוס עלויות התאמה (\$)	ייחוס עלויות איסוף (\$)	שווי מופחת פרומתאוס לאחר עלויות התאמה ואיסוף	שווי להערכת שווי
ממירים 2016	2,403	695	720	(2)	(52)	(56)	610	610
ממירים 2017	19,559	5,660	6,833	(20)	(422)	(499)	5,891	5,660
ממירים 2018	35,808	10,361	10,916	(33)	(547)	(643)	9,693	9,693
ממירים 2019	39,044	11,298	10,605	(32)	(479)	(297)	9,797	9,797
סה"כ	96,815	28,014	29,073	(87)	(1,500)	(1,495)	25,991	25,760

*שכבה – הממירים משויכים לשכבה בהתאם לשנת הרכישה שלהם.

הערות:

- מספר ממירי ה-ULTRA לפיו חושב השווי הוא כ-166 אלף ממירים.

- עלות ממיר ULTRA לצרכי שווי הוגן היא 235 דולר (\$190 בגין רכיב הממיר ו-\$45 בגין רכיב ההארד-דיסק).

- ממירים שנגרעו ממצבת הממירים ללא שיוך לשכבה נגרעו בהתאם לגודל היחסי של השכבה.

- הונח מקדם האיסוף של 0.97.

שווי רכוש קבוע

להלן שווי ממירי ULTRA בש"ח:

רכוש קבוע ממירים	
שווי להערכת שווי (אלפי \$)	25,760
הפחתה צפויה בגין עלות תיקון ממירים (אלפי \$)	(14.38)
סך שווי ממירים (אלפי \$)	25,746
שער חליפין לשקל ביום 31.12.19	3.46
סך שווי ממירים (אלפי ₪)	88,978

מסקנה: שווי ממירי האולטרה הוא כ-88,978 אלפי ₪.

שווי הוגן ממירים

שווי הוגן סטרימרים מסוג א'

הונח כי yes תמכור את סטרימרים מסוג א' במחיר מופחת בשל היותם משומשים. להלן חישוב שווי הוגן בלבד¹:

רכוש קבוע ממירי א'		
שווי ממירים לפני עלויות נוספות (אלפי \$)	2,744	ביאור 1
עלויות איסוף (אלפי \$)	32	ביאור 2
סך שווי סטרימרים (אלפי \$)	2,711	
שער חליפין לשקל ביום 31.12.19	3.46	
סך שווי סטרימרים (אלפי ₪)	9,371	

ביאורים:

ביאור 1

רכוש קבוע ממירים	
כמות סטרימרים מסוג א' (אלפים)	16.8
עלות סטרימרים מסוג א' (\$)	163.0
מחיר מכירה (\$)	163.0
סך שווי סטרימרים לפני עלויות נוספות (אלפי \$)	2,744

מחיר המכירה של סטרימרים הוא בהתאם לנמסר מהנהלת החברה. בנוסף, ביצענו בדיקת סבירות למחירי המכירה בהתאם לדגמים שנמסרו על ידי ההנהלה.

ביאור 2

רכוש קבוע סטרימרים	
כמות ממירים מותקנים (אלפים)	3.11
עלויות איסוף ליחידה (₪)	50
מקדם איסוף	72%
סך עלויות איסוף (אלפי ₪)	112
שער חליפין לשקל ביום 31.12.19	3.46
סך עלויות איסוף (אלפי \$)	32.3

הונח מקדם איסוף של 72% בהתאם לממוצע של 1.4 סטרימרים ללקוח בהתאם לנמסר מהנהלת החברה.

■ העלות המופחתת היא 7.5 מיליון ₪. בהתאם ל-36 IAS השווי הוא הנמוך מבין עלות מופחתת לבין שווי הוגן.

מחיר הון – WACC – מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes)

מידע נוסף אודות חברות השוואה:

חברה	בטא לא ממוגפת	D/V
DISH NETWORK	0.81	0.40
LIBERTY GLOBAL	0.38	0.60
חציון	0.60	0.50

חישוב שיעור ההיוון – פעילות yes

סימון	פרמטר	ערך	הערות
D/V	יחס חוב לשווי נכסים	0.50	על בסיס חציון חברות השוואה (ראו טבלה מימין).
E/V	יחס הון עצמי לשווי נכסים	0.49	$(D/V) = 1 - (E/V)$
D/E	יחס חוב להון עצמי	1.03	$(D/E) = (D/V) / (E/V)$
β_{UL}	בטא לא ממוגפת של חברות השוואה	0.60	בכדי לאמוד את הבטא של הפעילות בחנו קבוצה של חברות דומות. על פי בדיקתנו, לא קיימות חברות נסחרות הזוהות בפעילותן לפעילות המוערכת ולכן בחרנו חברות הדומות בחלק ממאפייניהן לאלו של הפעילות, אולם שונות זו מזו וזאת בכדי ליצור תמהיל אשר יבטא באופן הטוב ביותר את מאפייניה. הבטא מחושבת על בסיס שבועי לתקופה של 5 שנים.
Tax	שיעור מס - טווח ארוך של הפעילות	23.0%	שיעור המס לטווח ארוך של הפעילות המוערכת.
β_L	בטא ממוגפת של הפעילות	1.07	$\beta_L = \beta_{UL} * \{1 + (1 - \text{Tax}) * (D/E)\}$
Rf	ריבית חסרת סיכון	1.4%	תשואה נומינלית לפדיון הרב שנתי של אג"ח ממשלתי שקלי, לתקופה של 15 שנים ל-31 בדצמבר 2019.
MRP	פרמיית השוק	6.9%	פרמיית הסיכון בשוק הישראלי מתבססת על נתוני דמודרן (Damodaran) המעודכנים לשנת 2019.
SRP	פרמיית סיכון ספציפית	3.4%	פרמיה לגודל בהתאם לנתוני Duff and Phelps לשנת 2019, לחברות בינוניות.
Re	מחיר ההון העצמי	12.2%	$RE = Rf + \beta_L * MRP + SRP$
Rd	מחיר החוב של החברה	3.1%	מחיר החוב של הפעילות לזמן ארוך - מבוסס על התשואה לפדיון ליום ההערכה של האג"ח הנסחר של בזק
WACC	מחיר ההון המשוקלל	7.2%	$WACC = Re * (E/V) + Rd * (D/V) * (1 - \text{TAX})$

הטבלה לעיל מפרטת את חישוב שיעור ההיוון של הפעילות ל-31.12.2019.

מאחר שלהערכתנו, הסיכון בתחום פעילות זה לא ירד ביחס לשנת 2017, נעשה שימוש בשיעור היוון של כ-8.5% בדומה לשיעור ההיוון ששימש בהערכות השווי למגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית שנעשו החל משנת 2017. להסבר מפורט נפנה לעמוד הבא.

מחיר הון – WACC – מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes)

שיעור ההיוון

שיעור ההיוון על פי החישוב המקובל – WACC נמוך מהותית משיעור ההיוון אותו אימצנו.

שיעור ההיוון התחשיבי של ה-WACC ירד באופן מהותי ביחס לשנה שעברה בעיקר כתוצאה מירידת תשואה חסרת סיכון של אג"ח ממשלתיות ישראליות.

מסקירה של פרסומים מקצועיים פומביים שונים ושיחות עם גורמים מקצועיים בתחום המקרו, עולה כי הירידה בתשואת האג"ח הממשלתיות נובעת מסיבות מקרו כלכליות ובהן (רשום בתמצית):

- הורדת שיעור הריבית בארה"ב.
 - כניסה צפויה של ישראל למדד אג"ח עולמי (WBGi) אשר צפויה להזרים ביקושים לאג"ח ולהוריד תשואה.
 - גורמים נוספים כגון רמת האינפלציה הנמוכה בישראל, והשימוש שנגידי הבנקים המרכזיים עושים בכלי הריבית (הורדה של הריבית), לאור אי הוודאות בעולם.
 - במילים אחרות, הירידה הנ"ל בתשואת האג"ח הממשלתיות והקיטון הנגזר בשיעור ה-WACC אינה מבטאת בהכרח, במקרה פרטני זה, ירידה של רמת הסיכון הכלכלית במשק.
 - לאור זאת, על פי תפיסתנו, במקרה הספציפי של שוק התקשורת הישראלי, ירידת ה-WACC התחשיבי אינה מבטאת ירידה בסיכון הענפי ובתשואה הראויה מנקודת המבט של משקיע בענף.
- בהתאם, אימצנו את שיעור ההיוון בו נעשה שימוש בהערכות השווי לשנים 2017 ו-2018.

**נספח ד' – ריכוז השינויים העיקריים בהנחות העבודה המרכזיות אשר
שימשו בהערכת השווי ליום 31.12.19 לבין הערכת השווי ליום 31.12.18**

שינויים ביחס לבחינה לירידת ערך יס במודל תזרימי, ל-31.12.18

פירוט	מיליוני ₪
הערכת שווי יס ליום 31.12.2018	(871)
הערכת שווי יס ליום 31.12.2019	(581)
% שינוי	33.3%

כתוצאה מהשינויים בשני הפרמטרים שהוזכרו, הכנסות התחזית ששימשה ל-31.12.2019 נמוכות מהתחזית ששימשה ב-31.12.2018.

הוצאות תפעול

במסגרת הערכת השווי סעיף הוצאות תפעול של יס מורכב מכלל ההוצאות התזרימיות של החברה. אימצנו את תחזית ההנהלה לפיה יס תוכל להקטין את ההוצאות התפעוליות, ביחס לתחזית מיום 31.12.2018 (הוצאות תוכן, מקטעי חלל, שיווק ופרסום, עלות התקנות וכד'). להלן עיקרי הנחות העבודה אשר שימשו לביסוס הוצאות אלה בעתיד:

- **תוכן** – הונחה ירידה בהוצאות לאורך שנות התחזית, בהלימה לירידה במספר המנויים, וכן בצמצום רכש תוכן וערוצים.
- **מקטעי חלל** – הונחה ירידה בהוצאות בהלימה לירידה במקטעי חלל, ובדרישות התעבורה.
- **תעבורה** – הונחה ירידה, בהלימה לירידה במספר המנויים, וכן הונח שיפור בצריכת התעבורה למנוי, לאור התפתחויות טכנולוגיות הנחזות בשוק. כמו כן נשקלה השפעת תקנות משרד התקשורת מיום 19.2.2020.
- **שיווק ופרסום** – הונחה ירידה בהוצאות השיווק והפרסום, כחלק ממהלכי שיווק בשיתוף חברות נוספות בקבוצת בזק.

להלן ריכוז השינויים העיקריים בהנחות העבודה המרכזיות אשר שימשו בהערכת השווי ליום 31.12.2019 לבין הערכת השווי ליום 31.12.2019:

הכנסות

- **מנויים** – על פי התחזית ליום 31.12.2019 צפויה ירידה של כ-66 אלף מנויים בשנת 2026 לעומת התחזית מיום 31.12.2018. הסיבה לירידה נובעת בעיקר כתוצאה מהתגברות התחרות בשוק וכן מכמות המנויים בפועל בשנת 2019,
- **ARPU** – ההכנסה החודשית הממוצעת למנוי (ARPU) עודכנה כלפי מטה בתחזית הנוכחית לעומת ההתחזית ששימשה ל-31.12.2018, וזאת נוכח התחזקות התחרות בשוק והגידול בשירותים האלטרנטיביים. מרכיב משמעותי הוא הירידה במחירי הדיסקאונט לנוכח התוצאות בפועל בשנת 2019.

שינויים ביחס לבחינה לירידת ערך יס, מודל תזרימי, ל-31.12.18 (המשך)

השקעות הוניות (CAPEX)

קיבלנו את תחזית החברה כי תוכל להקטין את השקעותיה לאורך שנות התחזית. החסכון בסעיף זה, ביחס לתחזית ששימשה ב-31.12.2018, נובע בעיקרו מהירידה בכמות הלקוחות ובכמות הפעילות, וכן התייעלות בהשקעות הטכנולוגיות הדרושות למעבר לשידורי IP.