

די.בי.אס שרותי לוויין (1998) בע"מ

הערכת שווי לצרכי בחינת ירידת ערך, ל-31.12.2020

מרץ 2021

בהתאם להצעת ההתקשרות מיום 27 בדצמבר 2020 ואשר נחתמה ביום 14 בינואר 2021, פרומתאוס ייעוץ כלכלי בע"מ ("פרומתאוס" או "הפירמה") נתבקשה על ידי רו"ח עמית קורלנד חשב ומנהל חשבות בבזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק" או "הלקוח") לבצע הערכת שווי לפעילות די.בי.אס שרותי לוויין (1998) בע"מ ("yes" או "החברה"), לצרכי בחינת ירידת ערך ליום 31.12.2020 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 אינו 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 ופוטנציאליים 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, יצוין 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 או ברשלנות רבתי) 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 יחזיר זכאי לקבל מאתנו כל סכום בגין הנזק, בין על פי חוזה או בנדיקין, 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 או ברשלנות רבתי.

יצוין 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 ל-yes של בזק ל-31.12.2020. להלן השוואה בין הערכת השווי של המגזר ופרמטרים מרכזיים בה (עבודה זו) במרוצת הזמן:

פירוט עבודה	שווי פעילות (מיליוני ₪)	שיעור היוון (אחרי מס)	צמיחה פרמננטית	שווי שימוש (מיליוני ₪)
בחינת ירידת ערך yes ל-31.12.2017 (שווי שימוש)	1,346	8.5%	1.0%	1,346
בחינת ירידת ערך yes ל-31.12.2018 (ערך מימוש נטו)	(229)	8.5%	0%	(871)
בחינת ירידת ערך yes ל-31.3.2019 (ערך מימוש נטו)	(232)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך yes ל-30.6.2019 (ערך מימוש נטו)	(199)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך yes ל-30.9.2019 (ערך מימוש נטו)	(148)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך yes ל-31.12.2019 (ערך מימוש נטו)	(153)	8.5%	0%	(581)
בחינת ירידת ערך yes ל-31.3.2020 (ערך מימוש נטו)	(139)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך yes ל-30.6.2020 (ערך מימוש נטו)	(113)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך yes ל-30.9.2020 (ערך מימוש נטו)	(118)	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.
בחינת ירידת ערך yes ל-31.12.2020 (ערך מימוש נטו)	(134)	8.5%	0%	(145)

מקורות המידע העיקריים ששימשו בהכנת העבודה מפורטים להלן:

- דוחות כספיים מבוקרים של yes לשנים 2018-2019 וטיוטת דו"ח כספי ל-31.12.2020.
- תחזית רב שנתית שהוכנה על ידי הנהלת החברה לשנים 2021-2026.
- הערכות שווי החברה לשנים 2015-2019.
- הערכות שווי החברה רבעוניות לשנים 2019-2020.
- 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 גדעון פלץ ורו"ח אנאבל סער. הפירמה מייצעת 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 24.03.2021

ע"י גדעון פלץ

ef

עמוד	פרק
	הערכת שווי לצרכי בחינת ירידת ערך – 31.12.2020
7	תמצית מנהלים
15	פרק א – תיאור עסקי החברה
19	פרק ב – שוק שירותי הטלוויזיה
27	פרק ג – ניתוח דוחות כספיים
33	פרק ד – הערכת השווי
	נספחים
53	נספח א – שווי הוגן ממירי אולטרה
54	נספח ב – שווי הוגן סטרימרים מסוג 1
55	נספח ג – שווי הוגן סטרימרים מסוג 2
56	נספח ד – שווי הוגן סטרימרים מסוג 3
57	נספח ג – WACC
59	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 2020 נתח השוק¹ של yes נשאר יציב על כ-32%.

חברת הוט מחזיקה בנתח השוק הגבוה ביותר בשוק הטלוויזיה הרב-ערוצית, כ-141% נכון לרבעון השלישי של 2020, ויחד עם חברת סלקום ופרטנר אשר מחזיקות בכ-27% הן מהוות המתחרות העיקריות של yes בשוק זה.

1. מתבסס על דו"ס של בזק, פרטנר, וסלקום לרבעון 3 2020. החל מהרבעון השני 2018 נתוני הפעילות של הוט אינם מפורטים בדוחות אלטיס. מספרים המתייחסים להוט מבוססים 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 במתכונת OTT, הכולל את רוב ערוצי הטלוויזיה ליניאריים הכלולים בטלוויזיה הרב ערוצית, וכן תכני VOD וממשק טכנולוגי מתקדם.

Sting TV – שירות טלוויזיה מסוג OTT הכולל שירותים ליניאריים ו-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 במסגרת שירותי הלוויין שירות MultiRoom, אשר מאפשר לצפות בתכנים שהוקלטו באחד הממירים המקליטים, בממירים שאינם תומכים בהקלטה, באמצעות הרשת הביתית. כמו כן, מתאפשר ללקוחותיה שימוש חינוכי באפליקציית yesGo, שירותי Start Over ו-Primetime בממירים תומכים.

VOD - yes מציעה ללקוחותיה שירותי צפייה בתכני וידאו לפי דרישה באמצעות ממירים וסטרימרים 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	(220)
שווי פעילות שנובע מהשנה המייצגת	58
שווי הפסדים מועברים	17
סך שווי פעילות	(145)

שווי פעילות החברה בהתאם למודל DCF ל-31.12.2020 הוא שלילי בסך של כ-145 מיליוני ₪ והשווי הפנקסני של החברה ל-31.12.2020 עמד על שווי שלילי של כ-27 מיליוני ₪, לאחר ירידת הערך של ה-30.9.2020.

לאור שווי הפעילות השלילי, נדרש בהתאם לתקן החשבונאי לבחון גם את השווי הנכסי של yes.

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, ועד אשר 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 134 מיליון ש"ח.

תוצאות הערכת שווי לפי שיטת שווי נכסי (NAV) ל-31.12.2020:

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

פירוט/ מיליוני ₪	ערך מאזני ליום 31.12.2020 ירידות ערך ל-Q1-Q4/2020	מחיקה	ערך מימוש	הקצאה לפי שווי נכסי
מזומנים ושווי מזומנים	58	-	58	-
לקוחות	115	-	115	115
חייבים אחרים	3	-	3	3
זכויות שידור	237	(170)	67	67
רכוש קבוע	216	(112)	104	104
נכסים בלתי מוחשיים	30	(29)	1	1
הוצאות נדחות	13	(13)	-	-
זכויות שימוש נכסי נדל"ן	61	-	61	61
זכויות שימוש חכירה רכבים *	15	-	15	15
סך נכסים	748	(324)	424	366
אשראי מבנקים	-	-	-	-
חלויות שוטפות בגין אג"ח	-	-	-	-
ספקים ונותני שירותים	(346)	-	(346)	(346)
זכאים אחרים והטבות לעובדים ז"ק	(67)	-	(67)	(67)
הפרשות	(2)	-	(2)	(2)
הלוואות מבנקים	-	-	-	-
התחייבויות אחרות	(2)	-	(2)	(2)
הטבות לעובדים	(5)	-	(5)	-
התחייבות לחכירה נכסי נדל"ן	(73)	-	(73)	(73)
התחייבות לחכירה רכבים	(10)	-	(10)	(10)
סך התחייבויות	(505)	-	(505)	(500)
הון עצמי	243	(324)	(81)	(134)

* 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 134 מיליון ש"ח.

תוצאות הערכת שווי לפי שיטת שווי נכסי (NAV) ל-31.12.2020:

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

פירוט/ מיליוני ₪	ערך מאזני ליום 31.12.2020 לפני ירידת ערך Q4/2020	מחיקה	ערך מימוש	הקצאה לפי שווי נכסי
מזומנים ושווי מזומנים	58	-	58	-
לקוחות	115	-	115	115
חייבים אחרים	3	-	3	3
זכויות שידור	115	(48)	67	67
רכוש קבוע	152	(48)	104	104
נכסים בלתי מוחשיים *	4	(3)	1	1
הוצאות נדחות *	8	(8)	-	-
זכויות שימוש נכסי נדל"ן	61	-	61	61
זכויות שימוש חכירה רכבים **	15	-	15	15
סך נכסים	531	(107)	424	366
אשראי מבנקים	-	-	-	-
חלויות שוטפות בגין אג"ח	-	-	-	-
ספקים ונותני שירותים	(346)	-	(346)	(346)
זכאים אחרים והטבות לעובדים ז"ק	(67)	-	(67)	(67)
הפרשות	(2)	-	(2)	(2)
הלוואות מבנקים	-	-	-	-
התחייבויות אחרות	(2)	-	(2)	(2)
הטבות לעובדים	(5)	-	(5)	-
התחייבות לחכירה נכסי נדל"ן	(73)	-	(73)	(73)
התחייבות לחכירה רכבים	(10)	-	(10)	(10)
סך התחייבויות	(505)	-	(505)	(500)
הון עצמי	26	(107)	(81)	(134)

* בעקבות שינוי סיווג בין סעיף הוצאות נכסים בלתי מוחשיים לבין הוצאות נדחות בדוחות הכספיים של ה-31.12.2020, מוצגות יתרות פרפורמה של הסעיפים לסוף הרבעון השלישי של 2020.

** 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 31.12.2017	1,346	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 28.3.2018
% שינוי	(24%)	
הערכת שווי yes ליום 31.12.2018	(229)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 18.3.2019
% שינוי	(117%)	
הערכת שווי yes ליום 31.3.2019	(232)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 13.5.2019
% שינוי	(7%)	
הערכת שווי yes ליום 30.6.2019	(199)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 25.8.2019
% שינוי	14%	
הערכת שווי yes ליום 30.9.2019	(148)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 10.11.2019
% שינוי	36%	
הערכת שווי yes ליום 31.12.2019	(153)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 9.3.2020
% שינוי	(3%)	
הערכת שווי yes ליום 31.3.2020	(139)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 12.5.2020
% שינוי	9%	
הערכת שווי yes ליום 30.6.2020	(113)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 12.8.2020
% שינוי	19%	
הערכת שווי yes ליום 30.9.2020	(118)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 4.11.2020
% שינוי	(4%)	
הערכת שווי yes ליום 31.12.2020	(134)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 24.03.2021
% שינוי	(14%)	

הסבר: החברה מאופיינת בהוצאות קשיחות גבוהות בקטגוריית התוכן וכן בהשקעות גבוהות בקטגוריית הציוד 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 לשווי השלילי של החברה במרוצת השנים.

תחזית ל-2026 ששימשה להערכת השווי ל-31.12.2019 מול תחזית מעודכנת ל-2026

מימין מוצגת תחזית הנהלת yes ל-2026 אשר שימשה להערכת השווי ליום 31.12.2019, מול התחזית המעודכנת אשר שימשה להערכת השווי ליום 31.12.2020.

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:** החברה צופה התגברות שיעור השחיקה במחירים ובכמויות מנויי הפרמיום. עם זאת, צופה החברה עלייה במנויי הדיסקאונט, וכתוצאה מכך עלייה במצבת המנויים הכוללת. סך השינויים מוביל לשחיקה בהכנסות של כ-13 מ' ש'.

פירוט / מיליוני ₪	תחזית 2026 (תחזית נוכחית)	תחזית 2026 (31.12.2019) *	הפרש
סך הכנסות	1,104	1,116	(13)
סה"כ הוצאות תפעול **	1,145	1,150	(5)
שיעור מההכנסות	104%	103%	
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו	(1)	(1)	-
רווח תפעולי	(42)	(35)	(7)
שיעור מההכנסות	(4%)	(3%)	
פחת והפחתות	204	188	16
רווח EBITDA	161	153	9
שיעור מההכנסות	15%	14%	
השקעות הוניות (CAPEX)	151	160	(9)
שיעור מההכנסות	14%	14%	
EBITDA-CAPEX	10	(7)	17
שיעור מההכנסות	1%	(1%)	

* בהתאם לתחזית הנהלת yes אשר שימשה להערכת השווי ליום 31.12.19
** כולל תשלומים בגין חכירות

תחזית ל-2026 ששימשה להערכת השווי ל-31.12.2019 מול תחזית מעודכנת ל-2026

- **הוצאות התפעול:** הוצאות התפעול בתחזית המעודכנת נמוכות בכ-5 מיליוני ₪ מהתחזית הקודמת אך גבוהות יותר בכאחוז מההכנסות. השפעה אחת היא הירידה בהוצאות התוכן. ירידה זו נובעת בעיקר מצפי להתייעלות ערוצים קנויים והפקות מקור. השפעה מהותית נוספת היא הקטנת עלויות התעבורה, הנובעות משיפור ביכולת הדחיסה בשנים קדימה והורדת מחירי התעבורה מספקי החברה.
- **EBITDA:** רווח ה-EBITDA עלה ב-9 מיליון ₪ (סטייה של כ-5.9%), כתוצאה מהירידה בהוצאות התזרימיות, בעיקר בהוצאות התעבורה ובהוצאות התוכן.
- **CAPEX:** מעבר החברה לממירים זולים יותר וכן ציפיות החברה לעידוד התקנה עצמית ע"י הלקוח מובילים לחסכון בהשקעות הוניות של כ-9 מיליון ₪.
- **תזרים תפעולי:** התזרים התפעולי (לפני שינויים בהון החוזר התפעולי והוצאות מיסים), כפי שהוא מתבטא ב-EBITDA פחות CAPEX, עלה בכ-17 מיליון ₪ לאור הירידה שתוארה בהוצאות התפעול ובהשקעות.

פרש	תחזית 2026 (תחזית נוכחית)	תחזית 2026 * (31.12.2019)	פירוט / מיליוני ₪
(13)	1,104	1,116	סך הכנסות
(5)	1,145	1,150	סה"כ הוצאות תפעול **
	104%	103%	שיעור מההכנסות
-	(1)	(1)	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
(7)	(42)	(35)	רווח תפעולי
	(4%)	(3%)	שיעור מההכנסות
16	204	188	פחת והפחתות
9	161	153	רווח EBITDA
	15%	14%	שיעור מההכנסות
(9)	151	160	השקעות הוניות (CAPEX)
	14%	14%	שיעור מההכנסות
17	10	(7)	EBITDA-CAPEX
	1%	(1%)	שיעור מההכנסות

* בהתאם לתחזית הנהלת yes אשר שימשה להערכת השווי ליום 31.12.19
 ** כולל תשלומים בגין חכירות

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 2020 נתח השוק¹ של yes נשאר יציב על כ-32%.

חברת הוט מחזיקה בנתח השוק הגבוה ביותר בשוק הטלוויזיה הרב-ערוצית, כ-41%¹ נכון לרבעון השלישי של 2020, ויחד עם חברת סלקום ופרטנר אשר מחזיקות בכ-27% 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, וכ-30 ערוצי HD (High Definition). בנוסף מציעה yes 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 ₪ 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 לשנת 2019. החל מהרבעון השני 2018 נתוני הפעילות של הוט אינם מפורטים בדוחות אלטיס. מספרים המתייחסים להוט מבוססים על בחינת התפתחות השוק והערכת החברה.

להלן נתונים תפעוליים עיקריים אודות פעילות yes (KPIs):

מיצג 1: KPIs – yes

נתון	ביאור	2018	2019	2020
מספר מנויים (אלפים)	1	574	555	557
% שינוי		(7%)	(3%)	0%
ARPU	2	207	197	190
% שינוי		(11%)	(5%)	(4%)

1. ניסיונות התמודדות הממשלה עם מגפת הקורונה, שכללו הטלת הגבלות תנועה ומסחר על הציבור, הובילו לעלייה בצריכת שירותי תקשורת בכלל וצריכת תוכן מוגברת בפרט. השחיקה בבסיס המנויים בעקבות התחרות העזה, שאפיינה שנים קודמות, התמתנה עם עליית השימוש.
2. ה-ARPU במגמת שחיקה לאור החרפת התחרות בשוק, שבעקבותיה החליטה החברה להפחית את מחיריה (לדוגמה מהלך ה-Ultimate של החברה שכלל הורדת מחירים). בנוסף, ברבעון השני של השנה ה-ARPU נשחק כתוצאה מירידה בהכנסות משידורי ספורט (בעקבות ביטול אירועי ספורט כתוצאה ממשבר הקורונה).

* ב-Q1/2020 החברה שינתה את שיטת המדידה של ה-ARPU, הנתונים ההיסטוריים עודכנו גם הם, לצורך בחינת ההתפתחות.

- **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 במסגרת שירותי הלוויין 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 Primetime ו-Start Over (בממירים תומכים).
- **VOD** - yes מציעה ללקוחותיה שירותי צפייה בתכני וידאו לפי דרישה באמצעות ממירים וסטרימרים המחוברים לתשתית האינטרנט.
- **yes+** - שירות טלוויזיה נוסף מסוג OTT, הכולל את רוב ערוצי הטלוויזיה ליניאריים 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 מתחרה 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, עד להשלמת השינוי במודל הטכנולוגי והעסקי של החברה. נכון למועד הערכת השווי, כ- 23% ממצבת הלקוחות עברו באופן מלא או חלקי לשידור בתשתית ה-IP.
- **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 40 מיליון ₪, 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, UHD, שירותי VOD והצעת ממירים מתקדמים, וזאת לנוכח הביקוש לאספקת שירותי טלוויזיה מתקדמים ופרסונאליים.

הוט וספקי OTT

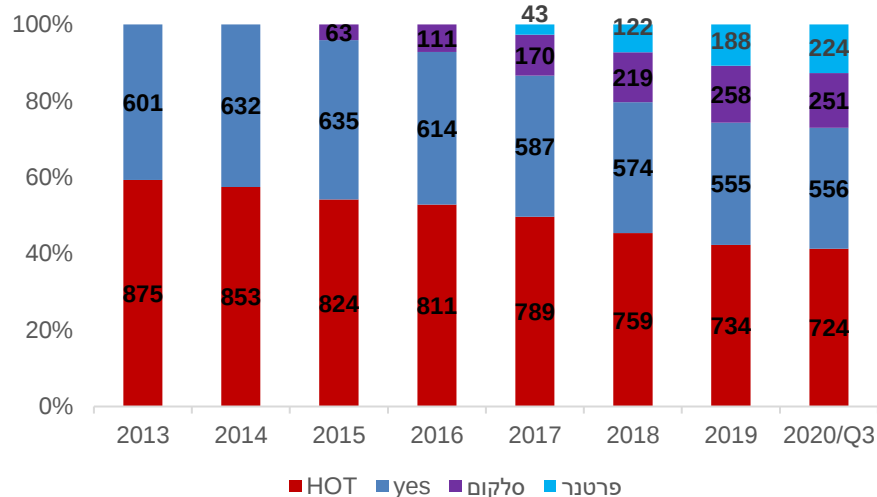
שתי החברות העיקריות בענף הן yes והוט. בשנים האחרונות, נתח השוק של הוט נמצא במגמת ירידה, למרות היצע חבילות הבאנדל. כמו כן, נתח השוק של yes אשר היה במגמת עליה עד לשנת 2015, נשחק עד לשנת 2019, בעיקר עקב כניסת סלקום TV. כמו כן, ביוני 2017 פרטנר החלה להציע שירותי טלוויזיה על גבי רשת האינטרנט תחת המותג Partner TV.

שירותי סטרימינג – שירותים מקומיים

- yes+: שירות טלוויזיה מסוג OTT 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 2020. החל מהרבעון השני 2018 נתוני הפעילות של הוט אינם מפורטים בדוחות אלטיס. מספרים המתייחסים להוט המבוססים על בחינת התפתחות השוק והערכת החברה.

מיצג 2: מנויי שירותי הטלוויזיה²



כפי שניתן לראות בתרשים לעיל, השנים האחרונות מאופיינות בשחיקה מתמדת של בסיס המנויים של המפעילות המסורתיות, כתוצאה מהתחרות המוגברת מצידן של פרטנר וסלקום וכן התפתחות אלטרנטיבות נוספות. עם זאת, בשנת 2020 בלמה החברה את מגמת השחיקה במנויים וגייסה כאלף משתמשים בתשעת החודשים הראשונים של השנה.

* סלקום מחקה 14 א' מנויים לא פעילים ברבעון ראשון 2020.

▪ Amazon Prime Video: הוא שירות סטרימינג של חברת אמאזון. 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. שירותי הסטרימינג של אולפני הסרטים קיבלו תמריץ נוסף לאחר שהפכו להיות ערוצי ההפצה הבלעדיים לסרטים חדשים כתוצאה מסגירתם של בתי הקולנוע במגפה. מהלך זה איפשר לדיסני לגייס 94.9 מיליון מנויים מהשקת השירות דיסני+ בנובמבר 2019 ועד ה-31.12.20. 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, והיא משתמשת 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. למועד העבודה, לכל בעלות הרשיון קיימים הסכמי שיתוף פעולה עם נטפליקס.

3. מחיר מוצע באתר - <https://www.netflix.com/il-en/>, נכון למועד העבודה.

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: בחודש דצמבר 2020 החליטה המועצה לדחות לשנת 2022 את כניסתה לתוקף של החלטה קודמת שלה, לפיה שיעור חובת ההשקעה בהפקות מקומיות יעלה ויעמוד על 9%. עוד קבעה המועצה כי במהלך 2021 ובהתאם להתפתחויות, תקיים המועצה דיון נוסף לבחינת המצב החקיקתי הנוגה ומצבם הכלכלי של בעלי הרישיונות, לרבות נוסחת גידור שנקבעה בהחלטה הקודמת של המועצה ותיתן הוראות ככל שתמצא לנכון. 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 2020	
מספר מנויי הטלוויזיה הרב ערוצית בארה"ב	82,610,487
שינוי ביחס לרבעון המקביל ב-2019	(945,000)

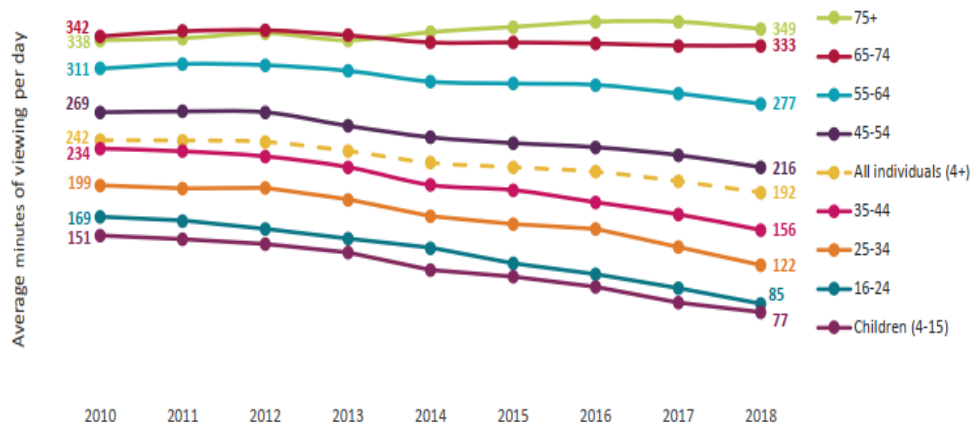
מיצג 4: ARPU של החברות המובילות בארה"ב (דולר)⁶

2020/Q3	2019/Q3	שינוי YoY	ARPU, דולר
91.79	85.29	7.6%	DISH
130.55	121.35	7.6%	AT&T Cablevision
99.98	103.84	(3.7%)	(Optimum) Charter
86.66	89.44	(3.1%)	(Residential)
89.93	90.45	(0.6%)	Comcast
99.78	98.07	1.6%	מומצע

5. מקור: Leichtman Research Group

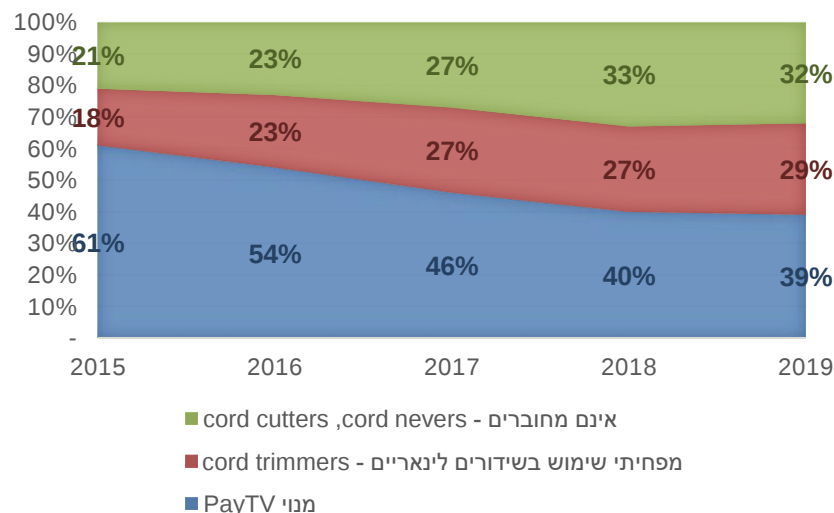
6. מקור: דוחות שנתיים של החברות

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.

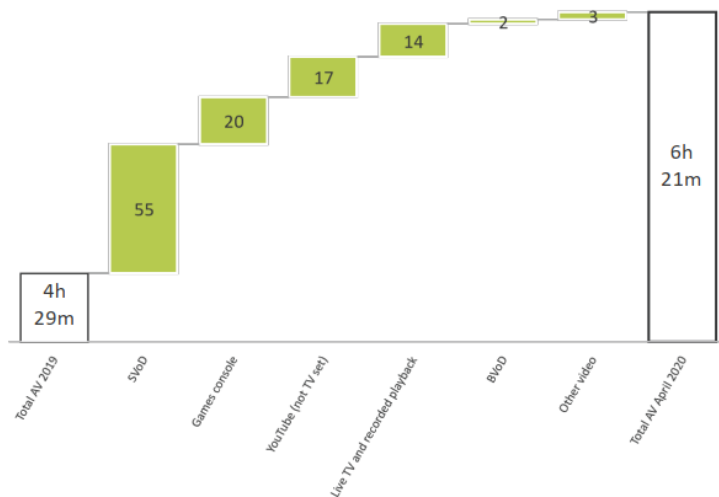
- אופן צריכת התכנים משתנה בקרב קהל הלקוחות בארה"ב. יותר לקוחות מנויים לשירותי סטרימינג על חשבון שידורים לינאריים ושירותי שידור מסורתיים.
- מחקר של eMarketer מצא כי שיעור משקי הבית שמחזיק במנוי ל-Pay-TV ירד מ-83% ב-2013 ל-68% ב-2019.⁸

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.

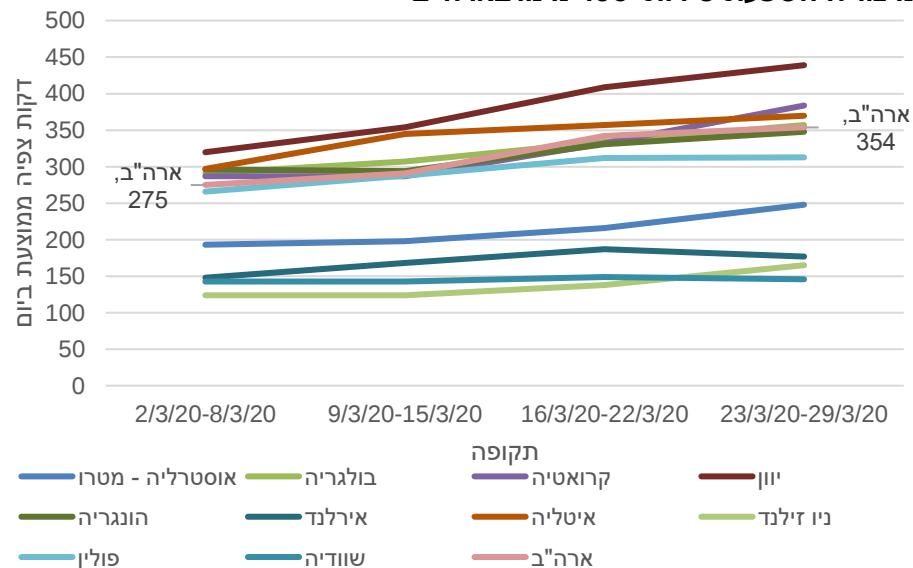
מיצג 8: ממוצע דקות אמצעי בידור, לקבוצת גיל 18-34 במהלך חודש אפריל באנגליה¹¹



- בהמשך למיצג 6, ניתן לראות שבדמוגרפיה של ה-18-34 ההעדפות לשירותי בידור אחרים נשמרות גם בתקופת הקורונה. אומנם הייתה עלייה בשימוש בשירותי BVOD ושידורים לינאריים, אבל העלייה הגדולה נרשמה בשירותי SVoD (55 דק') וקונסולות משחקים (20 דק').

השפעת הקורונה על צריכת שירותי טלוויזיה

מיצג 7: השפעת שירותי סטרימינג בארה"ב¹⁰



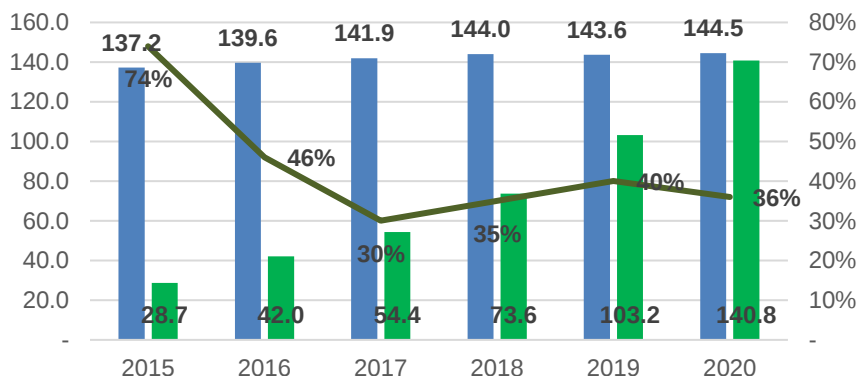
- מגפת הקורונה גרמה לעלייה בדקות הצפייה הממוצעות ליום. לאורך מרץ נרשמה עלייה ממוצעת של כ-25% בדקות הצפייה היומיות במדינות לעיל.

10. נילסן - COVID-19: KEY QUESTIONS ALL MARKETERS SHOULD BE ASKING

11. Ofcom – Media Nations UK 2020

נתח שוק הסטרימינג, אירופה

מיצג 8: מנויים לשירותי סטרימינג ושידורים לינאריים, האיחוד האירופאי¹¹

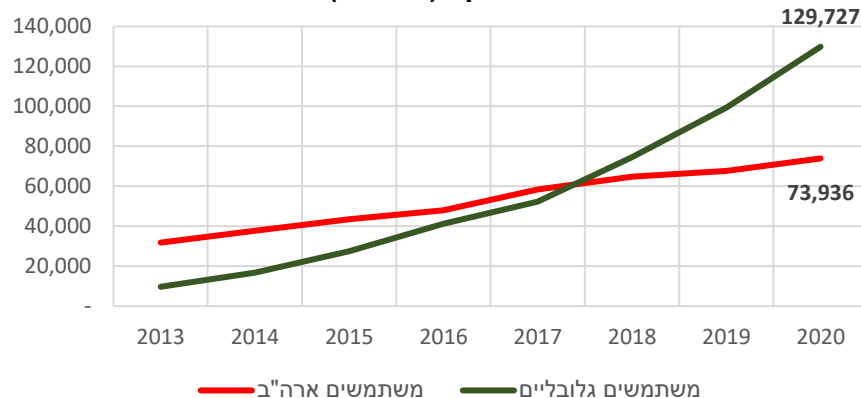


Pay TV מנויי OTT-SVOD מנויי שיעור גידול במנויי ה-OTT

- ניתן לראות שבעוד ששירותי הסטרימינג מצליחים לגדול במעל ל-30% בשנה, באיחוד האירופאי הגידול בבסיס המנויים בסטרימינג אינו בהכרח בא על חשבון מפעילות השידורים הלינאריים.

תחרות הסטרימינג בארה"ב ובעולם

מיצג 7: מנויים משלמים של נטפליקס (באלפים)¹⁰



- נטפליקס החלה לשווק שירותי סטרימינג ב-2007 בארה"ב. נכון לסוף 2020, הצליחה החברה לגייס 204 מיליון משתמשים ברחבי העולם, מתוכם 74 מיליון בארה"ב בלבד. בין השנים 2018-2020 החברה כמעט הכפילה את בסיס לקוחותיה באזור אירופה והמזרח תיכון (EMEA), מ-74 מיליון לקוחות לכ-129 מיליון.
- נטפליקס מספקת שידורי OTT VOD. החברה רוכשת או מפיקה הפקות מקור בעלות כוללת של כ-12 מיליארד דולר נכון ל-2020.

11. European Audio-Visual Observatory – Trends in the VOD market in the EU28, ינואר 2021.

10. מקור: דוחות כספיים נטפליקס

פרק ג - ניתוח דוחות כספיים

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) וסטרימרים ועלויות התקנה שהונו, ובנוסף מצידוד שידור וקליטה, ריהוט וצידוד 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'.

להלן יוצגו נתונים מבוקרים של yes לשנים 2017-2019 ונתונים מתוך טיוטת

הדוחות הכספיים ל-31.12.2020:

מיליוני ₪	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20
	מבוקר	מבוקר	מבוקר	טיוטא*
נכסים				
נכסים שוטפים				
מזומנים ושווי מזומנים	112	80	73	58
פקדונות	-	-	-	-
לקוחות	142	132	124	115
חייבים אחרים	6	8	6	3
מלאי	9	-	-	-
	269	220	203	176
נכסים שאינם שוטפים				
זכויות שידור	448	60	59	115
רכוש קבוע	644	113	122	152
הרכשת מנויים, נטו	18	-	-	-
נכסים בלתי מוחשיים	123	1	2	12
מיסים נדחים	-	-	-	-
זכויות שימוש בנכסים חכורים	-	112	85	76
	1,233	286	268	355
סך נכסים	1,502	506	471	531

* נתוני 2020 הם בהתאם לטיוטת הדוחות לפני ביצוע מחיקה ל-04/2020.

התחייבויות והון - ניתוח סעיפים עיקריים

ספקים: הירידה ביתרת הספקים בשנת 2020 נבעה בעיקרה מירידה בהיקף השקעות בממירים וכן השפעת מגפת הקורונה על הוצאות החברה.

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 ₪	31.12.20	31.12.19	31.12.18	31.12.17
התחייבויות + הון	טיוטא*	מבוקר	מבוקר	מבוקר
התחייבויות שוטפות				
אשראי	-	7	14	14
חלויות שוטפות - אג"ח	-	-	8	216
ספקים ונותני שירות	346	373	440	479
זכאים אחרים	67	77	64	90
ריבית - אג"ח והלוואות	-	-	-	-
הפרשות	2	6	19	5
התחייבות בגין הסכמי חכירה	21	22	30	-
	436	485	575	804
התחייבויות שאינן שוטפות				
הלוואות מבנקים	-	-	7	20
אג"ח	-	-	-	218
הלוואות מבעלי מניות	-	-	-	95
התחייבויות אחרות לזמן ארוך	2	3	10	14
הטבות לעובדים	5	18	4	3
התחייבות בגין הסכמי חכירה	62	70	91	-
	69	91	112	350
הון עצמי	26	(105)	(181)	348
סך התחייבויות והון	531	471	506	1,502

* נתוני 2020 הם בהתאם לטיטות הדוחות לפני ביצוע מחיקה ל-Q4/2020.

רווח והפסד (פרופורמה) - פעילות הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes)

מיליוני ₪	2020	2019	2018	2017	ניתוח סעיפים עיקריים
	מבוקר *	מבוקר	מבוקר	טייטא**	
הכנסות	1,650	1,473	1,345	1,287	הכנסות
שינוי מול התקופה המקבילה		(10.7%)	(8.7%)	(4.3%)	
הוצאות הפעלה, כלליות ושכר	1,201	1,236	1,176	1,045	ההכנסות קטנו בשנת 2020 (ירידה של כ-4.3%) בעיקר משינוי תמהיל המנויים
אחוז מההכנסות	72.8%	83.9%	87.5%	81.2%	וכתוצאה מירידה בהכנסות משידורי ספורט, שהופסקו בעקבות מגפת הקורונה
פחת והפחתות	286	293	306	286	למרביית התקופה הנסקרת.
אחוז מההכנסות	17.3%	19.9%	22.8%	22.2%	
סה"כ הוצאות תפעול	1,487	1,530	1,482	1,331	
רווח תפעולי	163	(57)	(137)	(44)	
אחוז מההכנסות	9.9%	(3.8%)	(10.2%)	(3.4%)	הוצאות
פחת והפחתות	286	293	306	286	הוצאות השכר קטנו בשנת 2020 כחלק מתוכנית התייעלות שמבצעת החברה, וכן
רווח EBITDA מתואם	448	237	169	242	הוצאות עובדים לחל"ת בעקבות משבר הקורונה.
אחוז מההכנסות	27.2%	16.1%	12.5%	18.8%	הקטון בהוצאות ההפעלה ב-2020 נובע בעיקרו מחסכונות במהלך תקופת
השקעות הוניות (CAPEX)	233	297	256	176	הקורונה.
אחוז מההכנסות	14.1%	20.2%	19.0%	13.6%	
EBITDA - CAPEX	215	(60)	(87)	66	
אחוז מההכנסות	13.0%	(4.1%)	(6.5%)	5.2%	

* נתוני 2018-2020 כוללים תשלומים בגין חכירה.

** נתוני 2020 בהתאם לטייטת הדוחות לפני ביצוע מחיקה.

המשך ניתוח סעיפים עיקריים

EBITDA, CAPEX, ותזרים תפעולי

ה-EBITDA עלה הן מבחינת היקף והן כשיעור מההכנסות, מכ-169 מיליוני ש"ח ב-2019 (כ-12.5% מההכנסות) לכ-242 מיליוני ש"ח (כ-18.8% מההכנסות) ב-2020. העלייה ב-EBITDA נבעה מקיטון בהוצאות הפעילות. **ההשקעות ההוניות** ירדו בכ-80 מיליוני ש"ח, פער שנובע מהשקעות גבוהות בשנת 2019, וכן קיטון ברכש מפענחים ובהנדסה. מבחינת התזרים התפעולי לפני הוצאות מס ולפני שינויים בהון החוזר התפעולי, כפי שהוא מתבטא במדד ה-EBITDA פחות CAPEX, ניתן לראות עלייה של 154 מיליוני ש"ח ב-2020 ביחס ל-2019, מתזרים שלילי של כ-87 מיליוני ש"ח (6.5% מההכנסות) לתזרים חיובי של כ-66 מיליוני ש"ח (5.2% מההכנסות).

מימין מוצגת תחזית החברה לשנת 2020 שנערכה בסוף 2019, מול התוצאות בפועל, אשר מבוססות על נתונים ידועים של סוף התקופה, וטיטות דוחות כספיים לשנה זו.

הכנסות: הכנסותיה של הפעילות היו גבוהות בכ-14 מיליוני ₪ מתחזית החברה לשנה זו, בעיקר עקב עלייה בצפייה בתכני VOD, ואספקת ממירים נוספים מעבר לחבילת הבסיס. להערכת החברה, עיקר ההשפעה נבעה מהגבלות התנועה שהוטלו במהלך משבר הקורונה.

הוצאות: סך הוצאות החברה היו נמוכות בכ-93 מיליוני ₪ ביחס לתחזית החברה. הוצאות השכר קטנו בשנת 2020 כתוצאה מהוצאות עובדים לחל"ת במהלך מגפת הקורונה. כמו כן נמדד קיטון בהוצאות ההפעלה כתוצאה מחסכונות במהלך תקופת הקורונה.

ה-EBITDA המתואם והרווח התפעולי עלו ביחס לתחזית, לאור התנועה המתואמת בהכנסות ובהוצאות.

ההשקעות קטנו בכ-50 מיליון ₪ עקב פערי עיתוי.

מבחינת התזרים התפעולי (לפני שינויים בהון החוזר התפעולי והוצאות מיסים), כפי שהוא מתבטא ב-EBITDA פחות CAPEX נמדד פער חיובי של כ-154 מיליוני ש"ח ביחס לתחזית החברה, לאור הפערים שתוארו לעיל.

מיליוני ₪	תחזית*	ביצוע	הפרש
סך הכנסות	1,273	1,287	14
סך הוצאות (מתואם)	(1,424)	(1,331)	93
אחוז מההכנסות	112%	103%	
רווח תפעולי מתואם	(151)	(44)	107
אחוז מההכנסות	(12%)	(3%)	
פחת והפחתות	(289)	(286)	3
EBITDA מתואם	138	242	104
אחוז מההכנסות	11%	19%	
השקעות הוניות (CAPEX)	(225)	(176)	50
אחוז מההכנסות	18%	14%	
EBITDA-CAPEX	(88)	66	154
אחוז מההכנסות	(7%)	5%	

* בהתאם לתחזית החברה ששימשה את הערכת השווי ל-31.12.2019.

ההוצאות כוללות הוצאות תזרימית בגין חכירות.

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 חיובי נמוך על סף איזון. לאור האמור תחזית הערכת השווי היא לשנים 2021-2026 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 24-25). 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 המחיר, 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 2019-2025 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

- מנויים: הונח כי מצבת החברה הכוללת תגדל לאורך זמן מכ-557 אלפי מנויים נכון לסוף שנת 2020 לכ-616 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 נמוך נכון לסוף שנת 2020 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: השחיקה בהכנסה החודשית למנוי נובעת משני תהליכים:
 - א. הקטנת ההכנסה ללקוח כתוצאה מהתגברות התחרות בשוק המביאה לשחיקה ב-ARPU פרימיום.
 - 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.

בהתאם לתחזית הנהלת yes 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 2025. 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. יתר על כן, היצע ערוצי הספורט בחבילה תומך באטרקטיביות ההצעה ללקוח.
- לסיכום, הכנסות החברה יצטמצמו בהדרגה מכ-1,287 מיליוני ₪ ב-2020 לכ-1,104 מיליוני ₪ ב-2026 כאשר הכנסות הפרימיום ימשיכו להישחק כנגד פיצוי חלקי בגידול ההכנסות משירותי הדיסקאונט.

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית (yes) - הנחות מרכזיות

KPIs והכנסות

שנה	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
מנויים (אלפים)							
מנויים, סוף תקופה	557	561	571	584	596	609	616
% שינוי	0.5%	0.7%	1.8%	2.2%	2.1%	2.1%	1.1%
ARPU (₪ לחודש)							
ARPU משוקלל	190	183	176	168	160	153	147
% שינוי	(3.7%)	(3.2%)	(4.0%)	(4.7%)	(4.6%)	(4.4%)	(3.8%)
הכנסות (מיליוני ₪)							
הכנסות	1,287	1,247	1,224	1,183	1,154	1,128	1,104
% שינוי	(4.3%)	(3.1%)	(1.8%)	(3.4%)	(2.4%)	(2.3%)	(2.1%)

הוצאות תפעול

להלן תחזית החברה להוצאות התפעוליות התזרימיות של הפעילות בשנים 2020-2026:

שנה	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
הוצאות תזרימיות*	1,045	1,087	1,062	1,042	1,040	1,024	942

* 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. 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, ומעבר מלא לשידורי 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 ₪	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
רווח EBITDA מתואם	242	160	162	140	114	104	161
אחוז מההכנסות	18.8%	12.8%	13.2%	11.9%	9.9%	9.2%	14.6%

ה-EBITDA המתואם יגדל בשלוש השנים הקרובות, כאשר הוא יגיע לכ-162 מיליוני ₪ בשנת 2021 (כ-13.2% מההכנסות). משנת 2023 הגידול במנויי הדיסקאונט בתמהיל המנויים, וכן שחיקה מואצת בהכנסה למנוי פרמיום לאור התגברות התחרות והמעבר לשידורי IP מוביל לשחיקה ב-EBITDA. בשנת 2026, עם הפסקת התשלומים בגין מקטעי לוויין, רווח ה-EBITDA עולה ל-161 מיליוני ₪ (כ-14.6% מההכנסות).

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 ₪	2026E	2025E	2024E	2023E	2022E	2021E	2020A
סך השקעות הוניות נטו	151	207	223	209	220	205	176
אחוז מההכנסות	13.7%	18.3%	19.3%	17.6%	18.0%	16.5%	13.6%

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

להערכת החברה, ההשקעות ההוניות בשנים 2021-2025 ישארו דומות לאור ההשקעות הכרוכות בקידום המעבר לשידורי IP. 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.

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-7.5% (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%.

פרק ד - הערכת השווי

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

מיליוני ₪	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TY
הכנסות	1,650	1,473	1,345	1,287	1,247	1,224	1,183	1,154	1,128	1,104	1,104
אחוז שינוי ביחס לתקופה מקבילה		(11%)	(9%)	(4%)	(3%)	(2%)	(3%)	(2%)	(2%)	(2%)	0%
סך הוצאות תפעול (בניטרול פחת והפחתות)	(1,201)	(1,236)	(1,176)	(1,045)	(1,087)	(1,062)	(1,042)	(1,040)	(1,024)	(942)	
אחוז מהכנסות	72.8%	83.9%	87.5%	81.2%	87.2%	86.8%	88.1%	90.1%	90.8%	85.4%	
רווח EBITDA, מתואם	448	237	169	242	160	162	140	114	104	161	161
אחוז מהכנסות	27%	16%	13%	19%	12%	13%	12%	10%	9%	15%	15%
סך פחת והפחתות	(286)	(293)	(306)	(286)	(285)	(270)	(263)	(254)	(241)	(204)	(151)
רווח תפעולי	163	(57)	(137)	(44)	(125)	(108)	(123)	(141)	(137)	(42)	10
אחוז מהכנסות	10%	(4%)	(10%)	(3%)	(10%)	(9%)	(10%)	(12%)	(12%)	(4%)	1%
הכנסות (הוצאות) מס					-	-	-	-	-	-	(2)
שיעור מס					0%	0%	0%	0%	0%	0%	23%
השקעות הוניות					(205)	(220)	(209)	(223)	(207)	(151)	(151)
אחוז מהכנסות					16%	18%	18%	19%	18%	14%	14%
תזרים חיובי (שלילי) משינוי בהון החוזר					(21)	16	28	36	29	20	-
תזרים מזומנים					(66)	(42)	(40)	(73)	(73)	30	8
תקופה להיוון					0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	5.5
תזרים מזומנים מהוון					(64)	(37)	(33)	(55)	(51)	19	58

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

סיכום הערכת השווי

תוצאות הערכת השווי	מיליוני ש"ח
שווי פעילות שנובע משנות המודל	(220)
שווי פעילות שנובע מהשנה המייצגת	58
שווי הפסדים מועברים	17
סך שווי פעילות	(145)

לסיכום, שווי פעילות מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית לפי ההנחות לעיל ל- 31.12.2020 הוא כ-(145) מיליוני ₪ והשווי הפנקסני של החברה בספרים ל-31.12.2020 עמד על כ-(27) 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%		
(178)	(178)	(178)	(177)	(175)	(1.0%)	
(168)	(166)	(162)	(157)	(150)	(0.5%)	
(156)	(152)	(145)	(136)	(122)	-	
(146)	(139)	(130)	(116)	(97)	0.5%	
(138)	(130)	(119)	(103)	(81)	1.0%	

לסיכום

גידול (קיטון) של 1% בשיעור ההיוון מביא לקיטון (גידול) בשווי הפעילות של yes בטווח שבין כ-14 מיליוני ₪ לכ-5 מיליוני ₪. גידול (קיטון) של 0.5% בצמיחה הפרמננטית מביא לגידול (קיטון) בשווי הפעילות בטווח שבין כ-11 מיליוני ₪ לכ-16 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					שווי פעילות (מיליוני ₪)
10	5	-	(5)	(10)	
734	294	(145)	(585)	(1,024)	

לסיכום

גידול (קיטון) של 5 ש"ח ב-ARPU מביא לגידול (קיטון) בשווי הפעילות של yes בסך של כ-439 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)	
491	173	(145)	(463)	(782)	

לסיכום

גידול (קיטון) של 20 אלף מנויים* בשנה המייצגת מביא לקיטון (גידול) בשווי הפעילות של yes בכ-318 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 2020, סך נכסיה של החברה הסתכמו ב-531 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 31.12.20 היא כ-152 מיליוני ₪. להלן השווי ההוגן של הרכוש הקבוע:

רכוש קבוע / מיליוני ₪	שווי מאזני ל-31.12.2020*	שווי הוגן
ציד שידור וקליטה	22	17
עלויות התקנה	16	1
ממירי Ultra**	102	50
סטרימרים**		31
ממירים אחרים		-
ריהוט וציוד משרדי	12	5
שיפורים במושכר	-	-
סך השווי	152	104

מסקנה: סך השווי ההוגן של הר"ק בהתאם לבחינתנו הוא כ-104 מיליון ₪.

*לפני ירידת ערך Q4/2020

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

* בניכוי הפחתות שבוצעו ל-31.12.20.

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 וסטרימרים נוספים אשר יכולים לשמש לכלל המפעילים ולאדם פרטי. להרחבה ר' נספחים א'-ד'.

סעיף סטרימרים (streamers) ברכוש הקבוע של yes, מורכב לפי סדר עולה מבחינה טכנולוגית ממירי סטינג, שיאומי (Xiaomi), AppleTV דור 5 ואנדרואיד. בבחינת השווי ההוגן של ממירים נלקחו בחשבון עלויות האיסוף של הממירים מבית הלקוח. החברה מצויה במעבר מממירים מסוג סטינג לממירים מתקדמים יותר. להרחבה ר' נספחים ב'-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-104 מיליון ₪.

השינוי בשווי נכסים בלתי מוחשיים בספרי yes

יתרת הנכסים הבלתי מוחשיים של yes ליום 31.12.2020 היא כ-4 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-0.6 מיליוני ₪.

השינוי בהוצאות הנדחות בספרי yes

יתרת ההוצאות הנדחות של yes ליום 31.12.2020 היא כ-8 מיליוני ₪, המורכבת בעיקרה מהוצאות פיתוח והתאמה למערכות ה-CRM של yes ומשמשים אותה בפעילותה השוטפת. לא ניתן לייחס לנכסים אלו ערך במכירה. סעיף זה נכלל בעבר בנכסים הבלתי מוחשיים.

לסיכום

השווי ההוגן בגין נכסים בלתי מוחשיים של yes עומד על 0 ₪.

זכויות שידור

יתרת זכויות השידור של yes ליום 31.12.2020 היא כ-115 מיליוני ₪. נכס זה, מורכב ממחיר העלות של זכויות השידור בניכוי הזכויות שנוצלו וההפחתות שבוצעו ביום 30.9.2020. 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-67 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-34 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-33 מיליוני ₪**.

זכויות שידור

מסקנה: בין השנים 2018-2020 יתרת הזכויות בהפקות המקור הייתה בטווח שבין כ-340 מיליון ₪ לכ-400 מיליון ₪. בתקופה זו ההכנסות ממכירת תכנים היוו בין 2.5% ל-5.5% מיתרת הזכויות בהפקות המקור. השווי ההוגן של הפקות המקור הוערך בסך של כ-67 מיליון ₪, שמהווים כ-17.1% מסך הזכויות בהפקות המקור ליום 31.12.2020*. 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-17.1% מהעלות בספרים (סכום השווה לכ-3.2 שנים מהסכומים שהתקבלו בעבר) היא סבירה.

תחשיב בדיקת הסבירות מבוצעת באופן שונה מעבודות קודמות. להלן חישוב פרופורמה:

2020	2019	2018	
17.1%	16.3%	17.2%	שיעור השווי ההוגן ביחס ליתרת הפקות המקור

* שיעור ההסתברות להחזרת מלוא ההשקעה במכירה נטו.

** יתרה מהוונת בהתאם להנחות החברה באשר לקצב מימוש הפקות המקור.

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 31.12.2020 והן עומדות על כ-76 מיליוני ₪ למול התחייבות של כ-83 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

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 31.12.2020 ירידות ערך ל-Q1-Q4/2020	מחיקה	ערך מימוש	הקצאה לפי שווי נכסי
מזומנים ושוי מזומנים	58	-	58	-
לקוחות	115	-	115	115
חייבים אחרים	3	-	3	3
זכויות שידור	237	(170)	67	67
רכוש קבוע	216	(112)	104	104
נכסים בלתי מוחשיים	30	(29)	1	1
הוצאות נדחות	13	(13)	-	-
זכויות שימוש נכסי נדל"ן	61	-	61	61
זכויות שימוש חכירה רכבים *	15	-	15	15
סך נכסים	748	(324)	424	366
אשראי מבנקים	-	-	-	-
חלויות שוטפות בגין אג"ח	-	-	-	-
ספקים ונותני שירותים	(346)	-	(346)	(346)
זכאים אחרים והטבות לעובדים	(67)	-	(67)	(67)
ז"ק	(2)	-	(2)	(2)
הפרשות	-	-	-	-
הלוואות מבנקים	(2)	-	(2)	(2)
התחייבויות אחרות	(5)	-	(5)	-
הטבות לעובדים	(73)	-	(73)	(73)
התחייבות לחכירה נכסי נדל"ן	(10)	-	(10)	(10)
התחייבות לחכירה רכבים	(505)	-	(505)	(500)
סך התחייבויות	243	(324)	(81)	(134)

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

פריטי המאזן אשר שוערכו מחדש לפי דרישות IAS36, הוא מינוס 134

מיליון ש"ח.

* אופן ההצגה של הנכס נמסר ע"י החברה.

סיכום הערכה לפי שיטת ערך מימוש נטו - המשך

בחינה ביחס ל-30.9.2020:

פירוט/ מיליוני ₪	ערך מאזני ליום 31.12.2020 ירידת ערך Q4/2020	מחיקה	ערך מימוש	הקצאה לפי שווי נכסי
מזומנים ושוי מזומנים	58	-	58	-
לקוחות	115	-	115	115
חייבים אחרים	3	-	3	3
זכויות שידור	115	(48)	67	67
רכוש קבוע	152	(48)	104	104
נכסים בלתי מוחשיים *	4	(3)	1	1
הוצאות נדחות *	8	(8)	-	-
זכויות שימוש נכסי נדל"ן	61	-	61	61
זכויות שימוש חכירה רכבים **	15	-	15	15
סך נכסים	531	(107)	424	366
אשראי מבנקים	-	-	-	-
חלויות שוטפות בגין אג"ח	-	-	-	-
ספקים ונותני שירותים	(346)	-	(346)	(346)
זכאים אחרים והטבות לעובדים ז"ק	(67)	-	(67)	(67)
הפרשות	(2)	-	(2)	(2)
הלוואות מבנקים	-	-	-	-
התחייבויות אחרות	(2)	-	(2)	(2)
הטבות לעובדים	(5)	-	(5)	-
התחייבות לחכירה נכסי נדל"ן	(73)	-	(73)	(73)
התחייבות לחכירה רכבים	(10)	-	(10)	(10)
סך התחייבויות	(505)	-	(505)	(500)
הון עצמי	26	(107)	(81)	(134)

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

פריטי המאזן אשר שוערכו מחדש לפי דרישות IAS36, הוא מינוס 134

מיליון ש"ח.

* בעקבות שינוי סיווג בין סעיף הוצאות נכסים בלתי מוחשיים לבין הוצאות נדחות בדוחות הכספיים של ה-31.12.2020, מוצגות יתרות פרפורמה של הסעיפים לסוף הרבעון השלישי של 2020.

** אופן ההצגה של הנכס נמסר ע"י החברה.

שווי החברה הוא הגבוה מבין השווי הנגזר מתחזיות החברה בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF) לבין הערך מימוש נטו (NAV). לאור זאת, לא עלה צורך באתגור תחזיות החברה וסביר כי איתגורן, בשים לב לרמת ה-ARPU ו/או מספר המנויים, היה מעמיק את הפער בין שתי שיטות ההערכה.

סיכום הערכה לפי שיטת ערך מימוש נטו

להלן מוצג התפתחות שווי חברת yes במרוצת הזמן:

פירוט	מיליוני ₪	פירוט
הערכת שווי yes ליום 31.12.2017	1,346	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 28.3.2018
% שינוי	(24%)	
הערכת שווי yes ליום 31.12.2018	(229)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 18.3.2019
% שינוי	(117%)	
הערכת שווי yes ליום 31.3.2019	(232)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 13.5.2019
% שינוי	(7%)	
הערכת שווי yes ליום 30.6.2019	(199)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 25.8.2019
% שינוי	14%	
הערכת שווי yes ליום 30.9.2019	(148)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום 10.11.2019
% שינוי	36%	
הערכת שווי yes ליום 31.12.2019	(153)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 9.3.2020
% שינוי	(3%)	
הערכת שווי yes ליום 31.3.2020	(139)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 12.5.2020
% שינוי	9%	
הערכת שווי yes ליום 30.6.2020	(113)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 12.8.2020
% שינוי	19%	
הערכת שווי yes ליום 30.9.2020	(118)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 4.11.2020
% שינוי	(4%)	
הערכת שווי yes ליום 31.12.2020	(134)	הערכת שווי פרומתאוס (ערך מימוש נטו) מיום – 24.03.2021
% שינוי	(14%)	

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 ייחסו עלויות בגין איסוף ממירים וכן עלויות בגין תיקון ממירים.

איסוף ממירים: בהתאם להנהלת החברה כמות הממירים המותקנים בבית הלקוח ונדרשים לעלויות איסוף היא 116.5 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 ספרים (\$)	שווי מופחת פרומתאוס	ייחוס גרעית ממירים (\$)	ייחוס עלויות התאמה (\$)	ייחוס עלויות איסוף (\$)	שווי מופחת פרומתאוס לאחר עלויות התאמה ואיסוף	שווי להערכת שווי
ממירים 2016	1,857	578	337	(3)	(52)	(47)	235	235
ממירים 2017	14,122	4,392	3,783	(36)	(422)	(443)	2,881	2,881
ממירים 2018	28,856	8,975	7,077	(68)	(547)	(629)	5,832	5,832
ממירים 2019	30,960	9,630	7,890	(76)	(479)	(601)	6,734	6,734
סה"כ	75,794	23,575	19,087	(184)	(1,500)	(1,721)	15,682	15,682

*שכבה – הממירים משויכים לשכבה בהתאם לשנת הרכישה שלהם.

הערות:

- מספר ממירי ה-ULTRA לפיו חושב השווי הוא כ-165 אלף ממירים.

- עלות ממיר ULTRA לצרכי שווי הוגן היא 212 דולר.

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

- הונח מקדם איסוף של 0.95.

שווי רכוש קבוע

להלן שווי ממירי ULTRA ב-₪:

רכוש קבוע ממירים

15,682	שווי להערכת שווי (אלפי \$)
(15.35)	הפחתה צפויה בגין עלות תיקון ממירים (אלפי \$)
15,666	סך שווי ממירים (אלפי \$)
3.22	שער חליפין לשקל ביום 31.12.20
50,367	סך שווי ממירים (אלפי ₪)

מסקנה: שווי ממירי האולטרה הוא כ-50,367 אלפי ₪.

שווי הוגן סטרימרים מסוג 1

הונח כי yes תמכור את סטרימרים מסוג 1 במחיר מופחת בשל היותם משומשים. להלן חישוב שווי הוגן בלבד¹:

רכוש קבוע סטרימרים		
שווי סטרימרים לפני עלויות נוספות (אלפי \$)	4,357	ביאור 1
עלויות איסוף (אלפי \$)	119	ביאור 2
סך שווי סטרימרים (אלפי \$)	4,238	
שער חליפין לשקל ביום 31.12.20	3.22	
סך שווי סטרימרים (אלפי ₪)	13,625	

ביאורים:

ביאור 1

רכוש קבוע סטרימרים	
כמות סטרימרים (אלפים)	26.7
עלות סטרימרים (\$, ליח')	163.0
מחיר מכירה (\$)	163.0
סך שווי סטרימרים לפני עלויות נוספות (אלפי \$)	4,357

¹ העלות המופחתת היא כ-9 מיליון ₪. בהתאם ל-36 IAS השווי הוא הנמוך מבין עלות מופחתת לבין שווי הוגן.

² 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 סטרימרים מותקנים (אלפים)	9.41
עלויות איסוף ליחידה (₪)	50
מקדם איסוף	81%
סך עלויות איסוף (אלפי ₪)	381
שער חליפין לשקל ביום 31.12.20	3.22
סך עלויות איסוף (אלפי \$)	118.6

הונח מקדם איסוף של 81% בהתאם לממוצע של סטרימרים ללקוח כפי שנמסר מהנהלת החברה.

שווי הוגן סטרימרים מסוג 2

הונח כי yes תמכור את סטרימרים מסוג 2 במחיר מופחת בשל היותם משומשים. להלן חישוב שווי הוגן בלבד¹:

רכוש קבוע סטרימרים		
שווי סטרימרים לפני עלויות נוספות (אלפי \$)	1,591	ביאור 1
עלויות איסוף (אלפי \$)	227	ביאור 2
סך שווי סטרימרים (אלפי \$)	1,365	
שער חליפין לשקל ביום 31.12.20	3.22	
סך שווי סטרימרים (אלפי ₪)	4,387	

ביאורים:

ביאור 1

רכוש קבוע סטרימרים	
כמות סטרימרים (אלפים)	35.37
עלות סטרימרים (\$, ליח')	70.0
מחיר מכירה (\$)	45.0
סך שווי סטרימרים לפני עלויות נוספות (אלפי \$)	1,591

¹ העלות המופחתת היא כ-4 מיליון ₪. בהתאם ל-36 IAS השווי הוא הנמוך מבין עלות מופחתת לבין שווי הוגן.

² 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 סטרימרים מותקנים (אלפים)	27.53
עלויות איסוף ליחידה (₪)	50
מקדם איסוף	53%
סך עלויות איסוף (אלפי ₪)	730
שער חליפין לשקל ביום 31.12.20	3.22
סך עלויות איסוף (אלפי \$)	227

הונח מקדם איסוף של 53% בהתאם לממוצע של סטרימרים ללקוח כפי שנמסר מהנהלת החברה.

שווי הוגן סטרימרים מסוג 3

הונח כי yes תמכור את סטרימרים מסוג 3 במחיר מופחת בשל היותם משומשים. להלן חישוב שווי הוגן בלבד¹:

רכוש קבוע סטרימרים		
שווי סטרימרים לפני עלויות נוספות (אלפי \$)	6,275	ביאור 1
עלויות איסוף (אלפי \$)	853	ביאור 2
סך שווי סטרימרים (אלפי \$)	5,422	
שער חליפין לשקל ביום 31.12.20	3.22	
סך שווי סטרימרים (אלפי ₪)	17,431	

ביאורים:

ביאור 1

רכוש קבוע סטרימרים	
כמות סטרימרים (אלפים)	139.45
עלות סטרימרים (\$ ליח')	55.0
מחיר מכירה (\$)	45.0
סך שווי סטרימרים לפני עלויות נוספות (אלפי \$)	6,275

¹ העלות המופחתת היא כ-19 מיליון ₪. בהתאם ל-36 IAS השווי הוא הנמוך מבין עלות מופחתת לבין שווי הוגן.

² 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 סטרימרים מותקנים (אלפים)	103.53
עלויות איסוף ליחידה (₪)	50
מקדם איסוף	53%
סך עלויות איסוף (אלפי ₪)	2,744
שער חליפין לשקל ביום 31.12.20	3.22
סך עלויות איסוף (אלפי \$)	853

הונח מקדם איסוף של 53% בהתאם לממוצע של סטרימרים ללקוח כפי שנמסר מהנהלת החברה.

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

מידע נוסף אודות חברות השוואה:

חברה	בטא לא ממונפת	D/V
DISH Network Corporation	0.85	39.5%
Liberty Global plc	0.63	30.8%
חציון	0.74	35.1%

חישוב שיעור ההיוון – פעילות yes

סימון	פרמטר	ערך	הערות
D/V	יחס חוב לשווי נכסים	35.1%	על בסיס חציון חברות השוואה
E/V	יחס הון עצמי לשווי נכסים	64.9%	$(D/V) = 1 - (E/V)$
D/E	יחס חוב להון עצמי	54.2%	$(D/E) = (D/V) / (E/V)$
β_{UL}	בטא לא ממונפת של חברות השוואה	0.74	בכדי לאמוד את הבטא, בחנו קבוצה של חברות ציבוריות דומות. מכיוון שלא קיימות חברות נסחרות הזהות לנשוא עבודה זו, בחרנו חברות הדומות בחלק ממאפייניהן לאלו של נשוא עבודה זו אולם שונות זו מזו וזאת בכדי ליצור תמהיל אשר יבטא באופן הטוב ביותר את המאפיינים הרלוונטיים. הבתא מחושבת על בסיס שבועי לתקופה של 5 שנים.
Tax	שיעור מס - טווח ארוך של החברה	23.0%	שיעור המס לטווח ארוך של החברה המוערכת
β_L	בטא ממונפת של החברה	1.05	$\beta_L = \beta_{UL} * \{1 + (1 - Tax) * (D/E)\}$
Rf	ריבית חסרת סיכון	1.4%	תשואה ריאלית/נומינלית לפדיון הרב שנתי של אג"ח ממשלתי צמוד/שקלי, לתקופה של 15 שנים ל-31.12.2020 בהתאם ללוחות בנק ישראל.
MRP	פרמיית השוק	5.4%	פרמיית הסיכון בשוק הישראלי מתבססת על נתוני דמודרן (Damodaran) המעודכנים לשנת 2020.
SRP	פרמיית סיכון ספציפית	3.2%	פרמיה לגודל בהתאם לנתוני Duff and Phelps לשנת 2019, לחברות בינוניות בהתאמה לשוק הישראלי שבוצעה על ידינו.
Re	מחיר ההון העצמי	10.2%	$RE = Rf + \beta_L * MRP + SRP$
Rd	מחיר החוב של החברה	3.3%	מחיר החוב של החברה לזמן ארוך
WACC	מחיר ההון המשוקלל	7.5%	$WACC = Re * (E/V) + Rd * (D/V) * (1 - TAX)$

הטבלה לעיל מפרטת את חישוב שיעור ההיוון של הפעילות ל-31.12.2020.

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.

**נספח ו' – ריכוז השינויים העיקריים בהנחות העבודה המרכזיות אשר
שימשו בהערכת השווי ליום 31.12.2020 לבין הערכת השווי ליום
31.12.2019**

שינויים ביחס לבחינה לירידת ערך יס במודל תזרימי, ל-31.12.2020

פירוט	מיליוני ₪
הערכת שווי יס ליום 31.12.2019	(581)
הערכת שווי יס ליום 31.12.2020	(145)
% שינוי	75.0%

להלן ריכוז השינויים העיקריים בהנחות העבודה המרכזיות אשר שימשו בהערכת השווי ליום 31.12.2019 לבין הערכת השווי ליום 31.12.2020:

הכנסות

- **מנויים** – על פי התחזית ליום 31.12.2020 צפויה עלייה של כ-16 אלף מנויים בשנת 2026 לעומת התחזית מיום 31.12.2019. הסיבה לעלייה נובעת בעיקר כתוצאה מהגדלת מצבת מנויי הדיסקאונט, לאור התוצאות בשנת 2020. עם זאת, מצבת מנוי הפרמיום צפויה לרדת, כך שחלקם בתמהיל המנויים קטן בשנה המייצגת, ביחס לתחזית מיום ה-31.12.19.
- **ARPU** – ההכנסה החודשית הממוצעת למנוי (ARPU) עודכנה כלפי מטה בתחזית הנוכחית לעומת ההתחזית ששימשה ל-31.12.2019, וזאת נוכח הציפייה לשחיקה מוגברת בהכנסות הנובעות ממנויי הפרמיום, ומשינוי תמהיל המנויים.

כתוצאה מהשינויים בשני הפרמטרים שהוזכרו, הכנסות התחזית ששימשה ל-31.12.2020 נמוכות ב-2026 מהתחזית ששימשה ב-31.12.2019, אך גבוהות במצטבר במעל 100 מיליוני ₪ ביתר שנות התחזית.

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 31.12.2019 (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, כתוצאה מהתייעלות בהוצאות התוכן.
- **תעבורה** – הונחה ירידה, בעיקר כתוצאה מירידה במחירי התעבורה שמסופקים לחברה. כמו כן הונח שיפור בצריכת התעבורה למנוי לאור יעדים טכנולוגיים שהושגו ב-2020.