

מאי 2021

TASC Insights

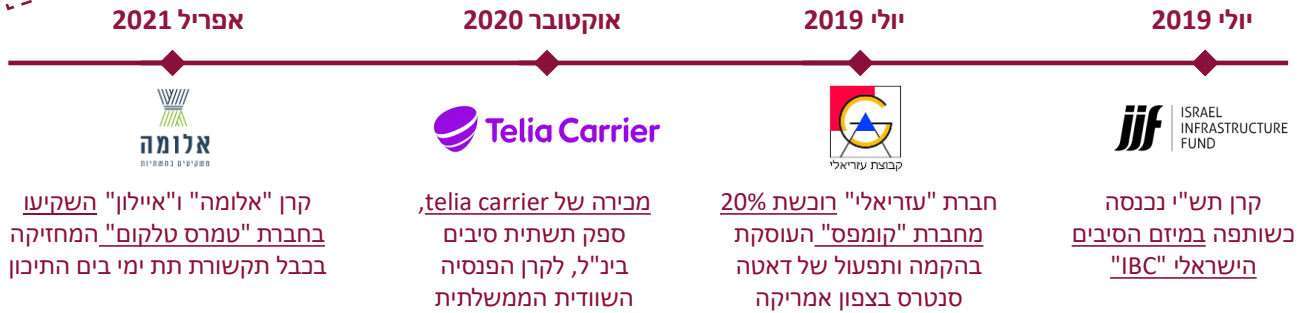
משקיעים בתשתיות התקשורת

עולם ההשקעות בתשתיות תקשורת צובר תאוצה



בשנים האחרונות משקיעים מעולמות התשתית והנדל"ן המסחרי בוחרים להשקיע בתשתיות תקשורת כגון סיבים אופטיים, רשתות סלולר, Data Centers ועוד. במקביל, חברות תקשורת בארץ ובחו"ל מחפשות לשלב משקיעים מסוג זה בהשקעותיהן בפריסת תשתיות תקשורת כגון:

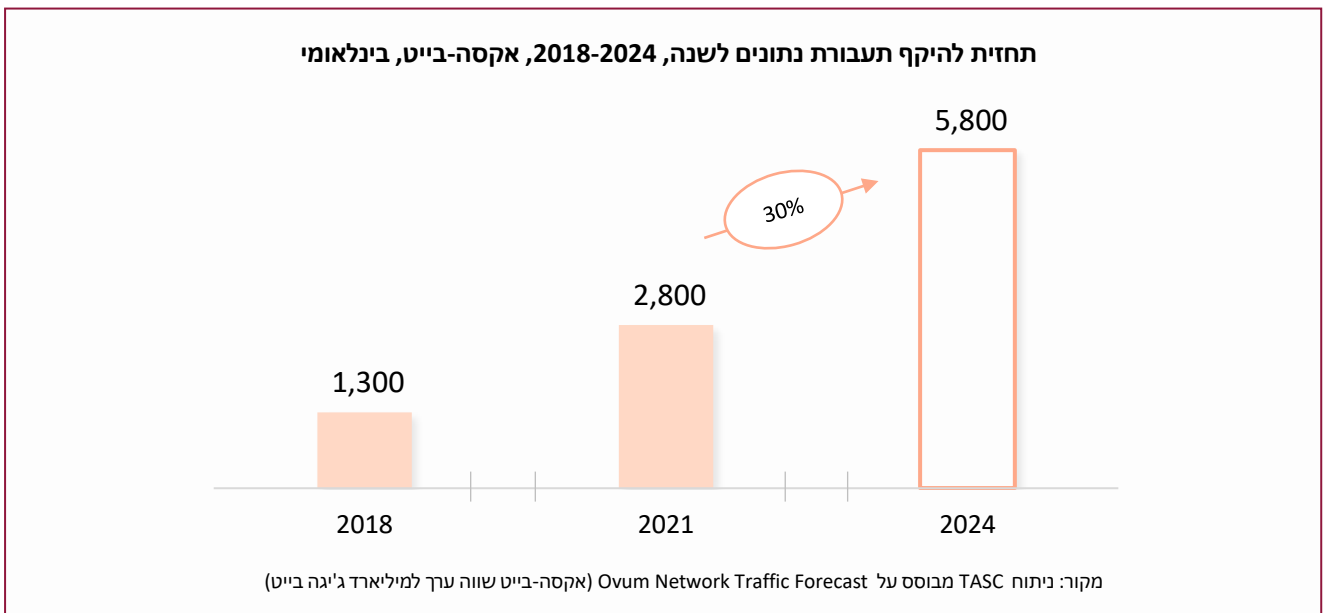
רשימה חלקית



אנו סבורים שמגמת הכניסה של הון פרטי לתשתיות תקשורת ומחשוב תימשך ותתגבר בשנים הבאות ממספר סיבות:

1. הצורך בתשתיות תקשורת צומח במהירות אדירה

בעשורים האחרונים טכנולוגיות מידע הופכות לגורם מרכזי בכלל היבטי החיים וטרנספורמציה דיגיטלית במגוון תהליכים עסקיים מביאה לצורך גדל והולך בתשתיות תקשורת ותשתיות מחשוב. כוח המחשוב הנדרש ותעבורת הנתונים גדלים בקצב של עשרות אחוזים בשנה, ועל כן נדרש להשקיע בפיתוח תשתיות הכוללות סיבים אופטיים בין יבשתיים, סיבים אופטיים בין עירוניים ועירוניים, רשתות סלולר בדורות מתקדמים ועוד. בנוסף, נדרשות השקעות בתשתיות מחשוב הכוללות מרכזי נתונים (data centers) ומחשוב ענן¹. אינדיקטור לקצב הצמיחה הוא קצב הגידול בתעבורת הנתונים ב-3 שנים האחרונות אשר עמד על כ-30% כאשר צפוי קצב גידול דומה גם בשנים הבאות:



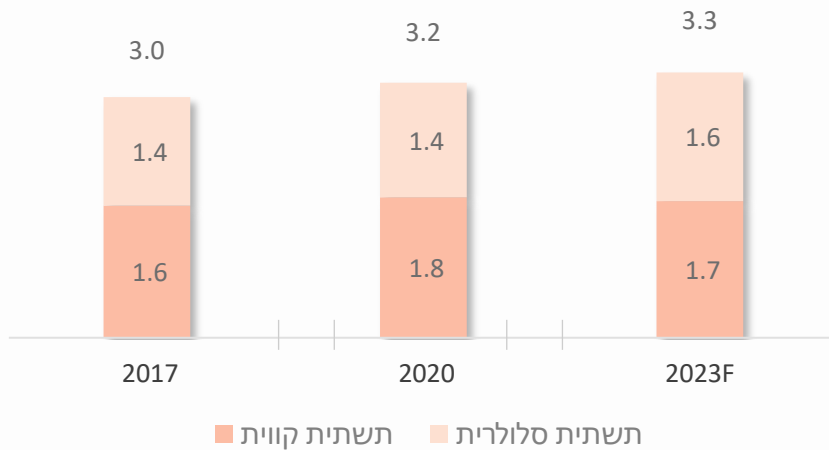
¹¹ השקעה בתשתיות מחשוב ענן מתבססת על פי רוב על IP יקר ערך הקיים בעיקר בידי ענקיות טכנולוגיה (Amazon, Microsoft, Google מובילות את התחום) אשר אינן נוהגות להכניס משקיעים חיצוניים, ועל כן לא נרחיב על מאפייני ההשקעה במחשוב ענן

2. השקעה בתשתיות תקשורת דורשת היקפי הון גבוהים בהשקעה ארוכת טווח

תשתיות תקשורת, כמו מרבית סוגי התשתיות, דורשות השקעות הוניות משמעותיות על מנת לעמוד בצרכי הביקוש ההולכים וגדלים כאשר אופק ההחזר על ההשקעה הינו בעל מאפיינים תשתיתיים ומאופיין בתקופת החזר בינונית/ארוכה עם אופק תזרימי ארוך. בניגוד לעבר, כאשר השקעות תקשורת בוצעו ע"י הסקטור הציבורי, כיום מרבית ההשקעה בתשתיות תקשורת הינה על בסיס הון פרטי². זאת ועוד, תשתיות התקשורת הפכו לחלק חיוני מהחיים כיום, וישנה וודאות גדולה יותר ביחס לעבר בנוגע להיקפי הביקוש, תזרימי ההכנסות והמודל העסקי של השקעה בתשתיות אלו, כך שתשתיות תקשורת הופכות להיות קרובות יותר לנכסי Fixed Income Assets.

היקף ה-CAPEX של חברות התקשורת עומד על כ-3.5-3 מיליארד ש"ח בשנה³:

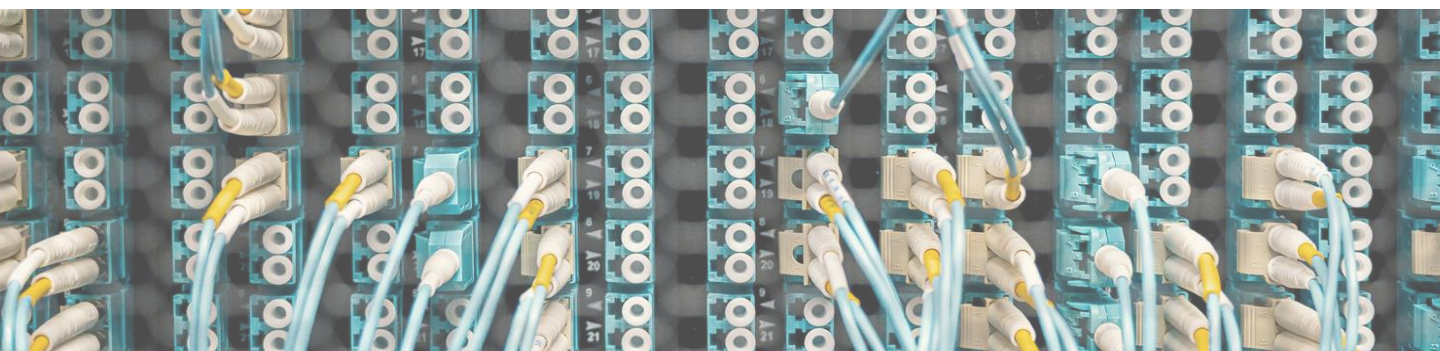
תחזית להיקף CAPEX של חברות התקשורת, 2017-2023, מיליארדי ש"ח, ישראל



מקור: Ovum Communications Provider Revenue & Capex Forecast

מאפיינים אלו מביאים משקיעים מתחומי תשתיות מסורתיים, כגון תחבורה, נדל"ן, אנרגיה וכו' לצרף לפורטפוליו שלהם השקעות בתשתיות תקשורת שונות.

^[2] על אף שישנם חריגים שונים לכלל זה – לדוגמא במדינות רבות פריסת סיבים אופטיים באזורי הפריפריה זוכה להשתתפות ממשלתית. גם בישראל משרד התקשורת מתכנן להטיל מס ייחודי על חברות התקשורת אשר יופנה למרכזים ייעודיים לפריסת סיבים באזורים ושכונות בהן "בזק" לא מעוניינת לפרוס ^[3] CAPEX של חברות התקשורת בלבד, לא כולל השקעות בתשתיות מחשוב ו-Data Centers



3. לחברות תקשורת בעלות מאפיינים קמעונאיים יש יתרונות בשילוב משקיע בהשקעות התשתית:

1 | שיקול פיננסי

חברות התקשורת הן חברות בעלות אינטרגציה אנכית אשר הגורם המאפיין אותן הוא פעילותן התפעולית ובהתאם הן מתומחרות במכפיל EV/EBITDA נמוך ואינן נהנות מהערך הגלום בבבעלות על נכסי התשתית. בעוד חברות התקשורת מתומחרות כיום במכפילים EV/EBITDA בטווח ה-5-6 (ואף פחות), חברות ההשקעה הממוקדות בתשתיות מתומחרות במכפילים גבוהים פי 4 ויותר. בנוסף, חברות התקשורת פועלות על פי רוב ביחס מינוף נמוך (המתאים לחברה תפעולית) בהשוואה לרמת המינוף המקובלת בעולמות התשתיות – הצורך לשמר רמת מינוף נמוכה גם בהשקעות התשתית שלהן מונעת מהחברות לממש את מלוא התשואה להון האפשרית בהשקעות אלו.

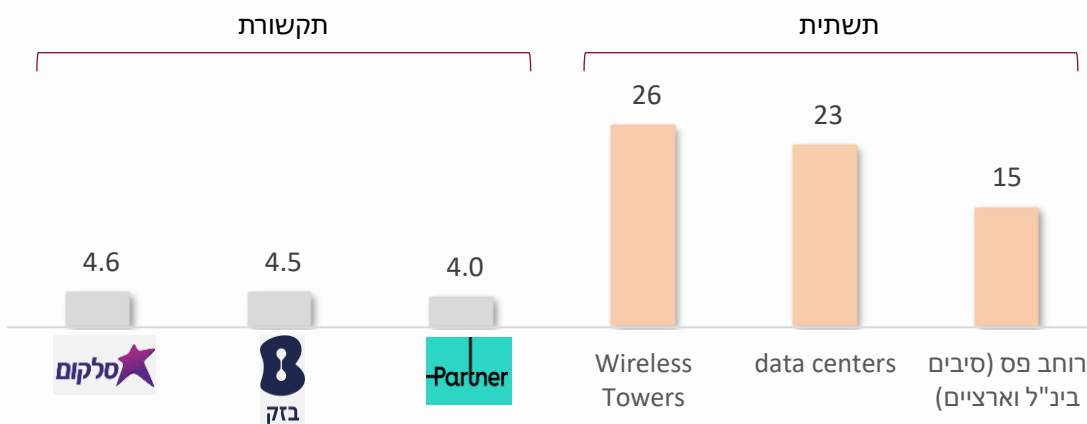
2 | הרחבת השימוש ברשת ללקוחות נוספים

החזר ההשקעה בתשתית תלוי ביתרונות לגודל. על-כן, כדאיות הפריסה עולה ככל שחברות תקשורת נוספו ישתמשו ברשת. הכנסת שותף חיצוני (שאינו מפעיל תקשורת) לבעלות על הרשת מעודדת מפעילים נוספים להשתמש בתשתית דרך מנגנוני השוק הסיטונאי. זאת מכיוון שמשקיע חיצוני ישקיע מאמץ לעידוד חברות נוספות להשתמש ברשת.

3 | חלוקה בסיכונים

הכנסת שותף, כתלות במנגנון ההשקעה, מקטינה את הסיכונים בפריסת התשתית עבור חברת התקשורת. לדוגמא, שותף עשוי לחלוק בסיכונים כגון עלויות בלתי צפויות בהקמה, קשיים במימון או גיוס לקוחות נמוך מהצפוי

מכפיל EV/EBITDA, חברות התקשורת בהשוואה לבנצ'מרק חברות בתחום תשתיות התקשורת,⁴



^[4] נתונים פיננסיים לחברות התקשורת בישראל בהתאם לנתוני 2020, ושוי שוק נכון ל-02.05.2021; נתונים עבור חברות בתחום התשתיות הינם עבור צפי 2021 EV/EBITDA על פי צפי JPMorgan Equity research, עבור חברות נסחרות בתחום תשתיות התקשורת:

Wireless towers - American Tower Corporation, Crown Castle International Corp; Data centers – Equinix, Digital Realty, CyrusOne, QTS Realty; רוחב פס - Cogent Communications Holdings, Zayo Group Holdings

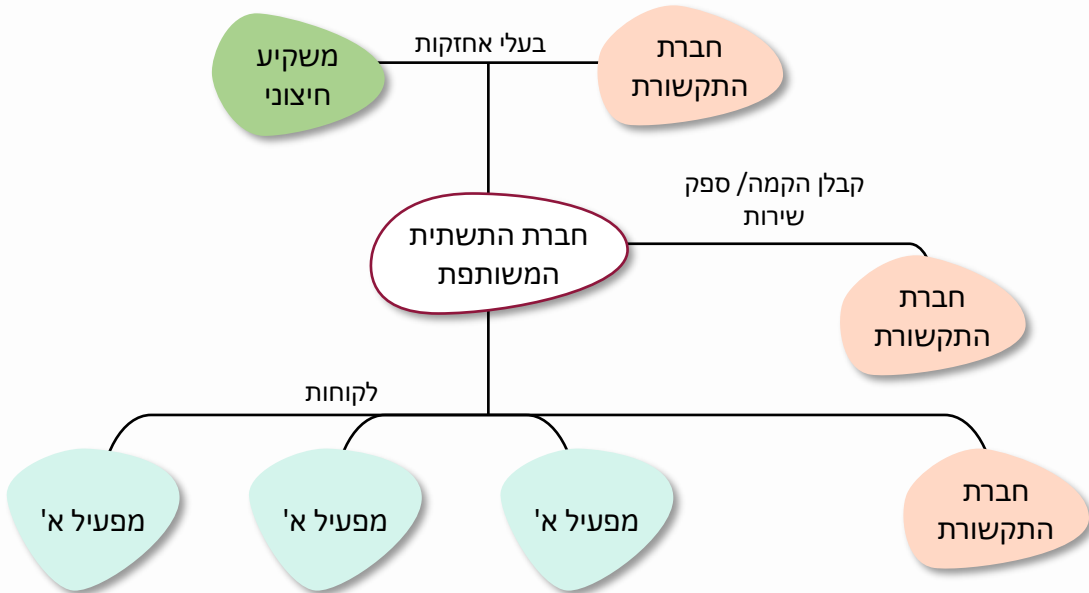


4. נקודות מרכזיות לבחינת השקעה בתחום

לשווקי תקשורת קיימים מספר מאפיינים ייחודים בהשוואה לתחומי תשתיות אחרים. לדוגמא, קיומו של שחקן דומיננטי השולט בחלק ניכר מהשוק (דוגמת "בזק" בשוק הישראלי), כמו כן התחום מאופיין במידה נמוכה יותר של וודאות ביחס לצפי הביקוש והמחירים בהשוואה לתשתיות מסורתיות (כגון תחום תשתיות התחבורה הנסמך על התקשרות ארוכת טווח עם המדינה). מכאן שכניסה למיזם תשתיות בתחום התקשורת דורש בחינה של השאלות הייחודיות בתחום זה.

מיזם תשתיות תקשורת כולל לרוב חברת תקשורת המובילה את הפרויקט. חברה זו על פי רוב הינה לא רק שותפה בהון של המיזם אלא גם מהווה לקוח עוגן (להבטחת היקף ביקוש מספק) ויכולה גם לשמש כקבלן המבצע את הפריסה של התשתית בפועל:

מבנה עסקה לדוגמה – הכנסת משקיע חיצוני לבעלות על תשתית סיבים



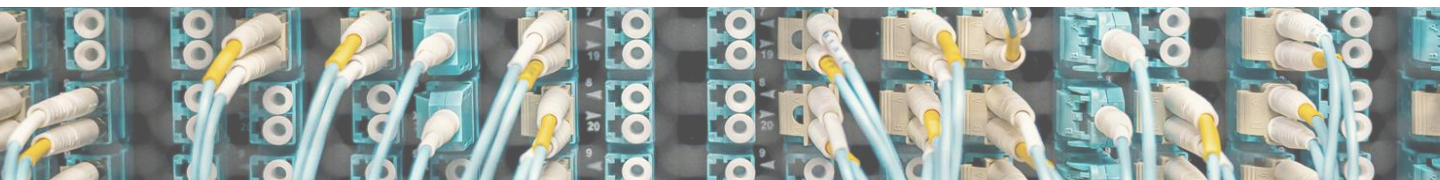
לקוחות שוק סיטונאי נוספים

- מכירה על בסיס שוק סיטונאי
- היקף הרכישה הצפוי מלקוחות שוק סיטונאי תלוי בשאלה האם תהיה תשתית מתחרה באותו תא שטח

לקוח עוגן

- התחייבות לרכש כמות מינימלית מהבתים המחוברים לרשת במחיר מובטח
- היקף הרכש תלוי בהיקף הפרישה המתוכנן⁵

⁵ עלות הפריסה הממוצעת למשק בית הינה גבוהה יותר ככל שהיקף הפריסה גדול יותר (לדוג' פריסה בבניינים רבי קומות הינה זולה לאין שיעור מפריסה בשכונות פרבריות). ועל כן היקף פריסה נרחב דורש הבטחת off-take בשיעור גבוה יותר על מנת להגיע להחזר סביר על ההשקעה על בסיס לקוח העוגן



לאור מאפיינים אלו של כניסה כמשקיע במיזם בתחום תשתיות התקשורת, על המשקיע לבחון את ההיתכנות העסקית של המיזם, הסיכונים המגולמים בו, ובפרט הבטחת האינטרסים של המשקיע אל מול האינטרסים של חברת התקשורת. לדוגמא:

רשימה חלקית

תוכניות הפריסה של רשתות מתחרות <

התחרות הצפויה מול רשתות בטכנולוגיות קיימות (קווי טלפון, כבלים) <

קיומו של פיקוח מחירים על מכירה סיטונאית <

רמת התחרות (היקפי נטישה, מחירים וכו') <



**הסביבה
התחרותית**

קיומם של תמריצים לחברת התקשורת להעביר לקוחות לרשת החדשה <
והתחייבות על היקף לקוחות (Take or Pay)

המחיר שנגזר פר לקוח לחברת התקשורת <

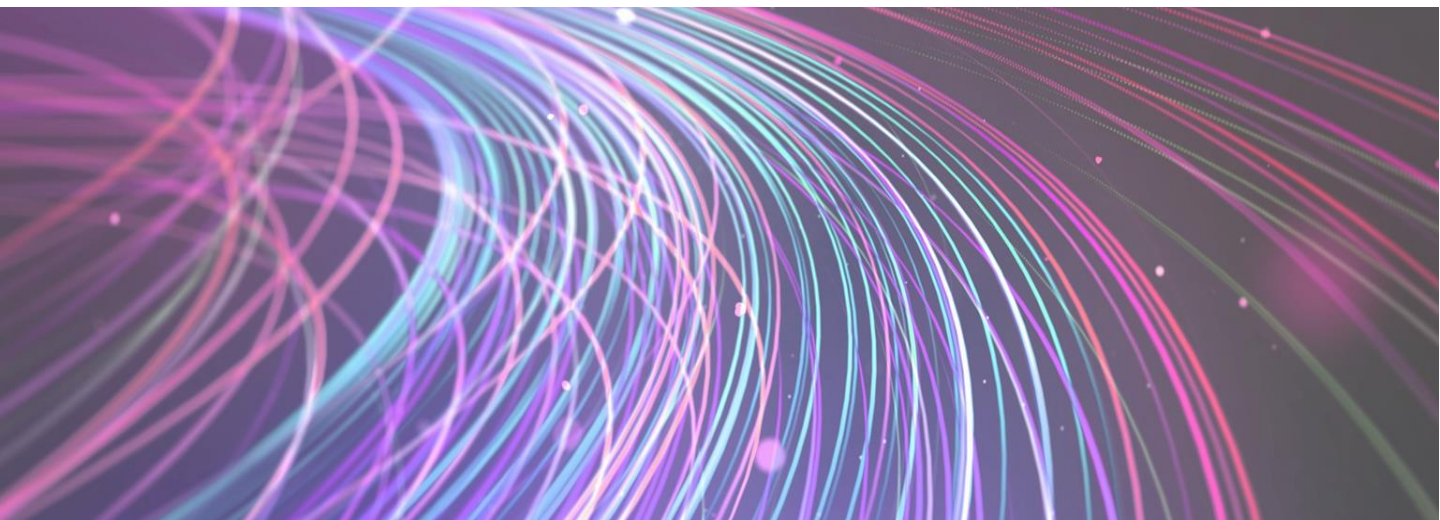
התשלום לחברת התקשורת עבור ביצוע הפריסה וחלוקת הסיכונים במקרה של <
התארכות הפריסה והתחייבות פריסה במחיר קבוע

קיומו של מנגנון לעידוד מכירה סיטונאית למפעילי תקשורת נוספים <



**מערכת היחסים בין
חברת התקשורת
למשקיע חיצוני**

לסיכום, היקף הכספים הקיימים בשווקים, שחיקת הבידול בתחום התשתיות והתגברות הצורך בהתייעלות (תשתית אחת למספר ספקים) דוחפים את השוק לשילוב כוחות בין חברות תקשורת וקרנות השקעה.



חברת הייעוץ TASC הייתה מעורבת במספר מיזמים להקמה והשקעה בתשתיות תקשורת, ובפרט ליוותה משקיעים אשר בחנו השקעה בתשתיות סיבים, דאטה סנטרס ועוד. TASC תשמח להמשיך ולסייע למשקיעים ישראלים בבואם להיכנס להשקעה במיזם השקעה בתחום התקשורת והמחשוב, הן בישראל והן בשווקים בינ"ל אחרים

אילן שחורי - מנכ"ל חברת TASC ומוביל תחום הטלקום
Ilan.Schory@tasc-consulting.com



תום מוריס - שותף ומוביל המחלקה הפיננסית ב-TASC
Tom.Maurice@tasc-consulting.com

