

# "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

## דוח מיוחד - הערת מנפיק | אוגוסט 2019

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיק/ים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

### אנשי קשר:

#### קובי רחמני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

[kobir@midroog.co.il](mailto:kobir@midroog.co.il)

#### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## ”בזק” החברה הישראלית לתקשורת בע”מ

**הערכת החברה לגבי הפחתת השווי בפלאפון הינה בעלת השפעה תזרימית מצומצמת על בזק בטווח זמן הקצר עד הבינוני, אולם היא מצביעה על התרחקות מהתייצבות התחרות במגזר הסלולר ומעלה את סיכון האשראי של החברה מבלי שהדבר יוביל בשלב זה לשינוי בדירוג החברה**

בהמשך להודעת בזק החברה הישראלית לתקשורת בע”מ (”בזק” או ”החברה”, Aa2.il, אופק שלילי) כי היא צפויה למחוק בספרי החברה סכום שבין 0.8 - 1.1 מיליארד ₪ משווייה של חברת הבת פלאפון תקשורת בע”מ (”פלאפון”), אנו מעריכים כי היקף המחיקה גוזר ירידה בשווי הפעילות של פלאפון בטווח שבין 1.6 - 1.9 מיליארד ₪, וזאת בהמשך לירידה בשווי הפעילות של פלאפון בשנת 2018 בסך של כ- 2.5 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, עדכון הערכת שווי פעילות פלאפון ע”י החברה תגלם סטייה מסוימת מתרחיש הבסיס של מידרוג לגבי הכנסות פלאפון, אם כי הערכתנו כי סטייה זו תקוזז חלקית באמצעות תוכנית התייעלות הצפויה בחברות הבנות. מידרוג מעריכה כי הירידה בשווי פעילות חברת פלאפון מצביעה על היעדר אופק לשיפור בשוק הסלולר בטווח הנראה לעין, מבלי שתחולנה תמורות מבניות בשוק.

ההפסד הצפוי כתוצאה מירידת ערך פלאפון בספרי החברה גוזר ירידה בהון העצמי של החברה אשר צפוי פרופורמה למחיקה לעמוד על סכום אפסי או שלילי נמוך וזאת כתלות בהיקף ההפחתה, ברווח השוטף וטרם ההכרה ברווח הון בגין מכירת ”סקיה”, ככול ותהיה. עיקר השפעת הירידה בהון העצמי מתבטאת ביחס חוב ל-CAP<sup>1</sup> נטו אשר צפוי לעמוד בטווח שבין 110% - 115% וזאת בהשוואה לשיעור של 107% במסגרת המעקב הקודם, יחס החוב ל- CAP של החברה נותר גבוה ואינו הולם את רמת הדירוג של החברה. על אף השיעור הגבוה של יחס החוב ל- CAP של החברה מייחסת חשיבות גבוהה ליחסי הכיסוי התזרימיים. כמו כן מידרוג מביאה בחשבון כי ייתכן והחברה תבצע מחיקות נוספות בטווח זמן הקצר עד הבינוני לרבות נכס המס<sup>2</sup> הרשום בספרי החברה בהיקף של כ- 1.2 מיליארד ₪ וכן הפחתות שווי נוספות בחברות הבנות. ככול והחברה תבצע מחיקות מהותיות נוספות מידרוג תבחן את היקפן ואת הנסיבות אשר הובילו לרישום המחיקה ואת השפעתן על דירוג החברה.

בחודש אפריל מידרוג אישרה מחדש את דירוג בזק תוך שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי. אישור הדירוג נשען על הערכת מידרוג כי בזק תוסיף להיות השחקנית המובילה בענף התקשורת בישראל, בכל מגזרי הפעילות, וכי החברה עשויה להערכתנו, במידה של סבירות, לבלום את שחיקת הרווחיות בטווח הזמן הבינוני באמצעות מהלכי התייעלות בהם נוקטת החברה בבזק קווי ובחברות הבנות וזאת לצד שחרור החברה מנטל חלוקת הדיבידנדים. הערכה זו נותרת בעינה על אף החרפת התחרות במרבית השווקים בהם פועלת החברה. ככל שלחצי המחירים בשוק הטלוויזיה הרב ערוצית ובשוק הסלולר יימשכו, נוכח רגולציה מעודדת תחרות ותמורות טכנולוגיות, עשוי לגדול הפער במצבן העסקי והפיננסי של החברות בשוק התקשורת. פערים אלו מבססים את היתרונות התחרותיים הקיימים לחברה ביחס לחברות המתחרות בענף ועשויים בתורם להשפיע על עוצמת התחרות בפריסת הסיבים האופטיים. הערכתנו היא כי במצב הדברים הקיים בענף, ניתן לצפות בטווח הזמן הבינוני לשינויים מבניים בענף התקשורת בדמות קונסולידציות אשר יקטינו את מספר השחקנים בשוק וזאת בדומה למגמות בענף התקשורת העולמי. הצבת הדירוג באופק שלילי הינה נוכח הערכתנו כי החברה ממוקמת במידה חלשה יותר בדירוג הנוכחי, בהשוואה לעבר, בשל הכרסום המתמשך במצבה העסקי במרבית מגזרי הפעילות ובשל ההרעה בפרופיל הפיננסי של החברה. כמו כן מידרוג העריכה כי רמת הסיכון העסקי בשוק התקשורת בישראל עלתה והיא תוסיף להפגין עצימות גבוהה בטווח הקצר והבינוני.

לחברה מינוף מאזני גבוה המהווה משקולת לדירוג. מידרוג צופה כי החוב הפיננסי המותאם נטו יקטן בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג בהיקף כולל של 500 - 1,100 מיליוני ₪ במצטבר בשנים 2019 ו-2020. מידרוג הקנתה משקל חיובי בדירוג למהלכים האחרונים בהם נקטה הנהלת החברה שכללו מהלכי התייעלות נרחבים בבזק קווי וחברות הבנות, ביטול מדיניות הדיבידנדים של החברה והתמקדותה בהורדת רמת המינוף הפיננסי. דירוג החברה עלול לרדת ככל שהפגיעה בתזרימי המזומנים התפעוליים של החברה תהיה חזקה מהערכתנו בתרחיש הבסיס, ובאופן בו יחסי הכיסוי יואטו מעבר להערכתנו. שינוי השליטה בבזק הצפוי בעתיד הקרוב

<sup>1</sup> יחס החוב ל- CAP לגישת מידרוג מנטרל את נכס המס הרשום בספרי בזק בסך של כ- 1.2 מיליארד ₪ מההון העצמי של החברה.

<sup>2</sup> ראה הערת שוליים 1

מהווה גורם סיכון באשר להמשכיות של תוכניות החברה הנוכחיות. ככול שיחול שינוי במוטות השליטה בחברה ו/או בהנהלת החברה, תבחן מידרוג את הנחותיה ביחס לתוכניות העתידיות של החברה בקשר עם מדיניות הדיבידנדים והורדת רמת המינוף והשפעתם על דירוג החברה.

### אודות החברה

חברת בזק, יחד עם החברות הבנות הכלולות שלה, הינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל, שירותים הכוללים בעיקר בעלות ותחזוקה של תשתית קווית כלל ארצית לטלפוניה ולאינטרנט, שירותי טלפוניה פנים-ארצית ובינלאומית, שירותי טלפוניה סלולארית ניידת, שירותי תקשורת נתונים, שירותי תוכן באינטרנט ושירותי טלוויזיה רב-ערוצית באמצעות שידורי לוויין ואינטרנט. חברות הבנות העיקריות המוחזקות ע"י החברה בבעלות מלאה הינם פלאפון, די.בי.אס ובזק בינלאומי. בעלת השליטה בחברה הינה בי קומיוניקיישנס ("ביקום") (26.3%). בעלת השליטה בביקום היא אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב") המחזיקה 51.95% מהון המניות של בביקום. בעלי השליטה באינטרנט זהב הינם שלושה בעלי תפקידים שמונו לחברה ע"י בית המשפט כנציגי הנושים של יורוקום תקשורת בע"מ ("יורוקום"), לרבות הבנקים המחזיקים באמצעות יורוקום החזקה אפקטיבית בכ- 54.67% מהון המניות של אינטרנט זהב.

### דוחות קשורים

["בזק" - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ](#)

[דירוג חברות תקשורת, דוח מתודולוגי - מרץ 2016](#)

[התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך, דוח מתודולוגי - יולי 2018](#)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

תאריך הערת המנפיק: 06.08.2019

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>