

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

מעקב | אפריל 2019

אנשי קשר:

קובי רחמני
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
kobir@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Aa2.il	דירוג סדרות
-------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il לאגרות החוב (סדרות 6, 7, 9 ו-10) שהנפיקה "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (להלן: "בזק" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

אגרות החוב במחזור המדרוג על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01/12/2022	שלילי	Aa2.il	2300143	6
01/12/2022	שלילי	Aa2.il	2300150	7
01/12/2025	שלילי	Aa2.il	2300176	9
01/12/2025	שלילי	Aa2.il	2300184	10

שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת אופק הדירוג השלילי משקפת את הערכתנו כי בזק ממוקמת במידה חלשה בדירוגה הנוכחי, בהשוואה לעבר, בשל הכירסום המתמשך במעמדה העסקי במרבית מגזרי הפעילות ובשל ההרעה בפרופיל הפיננסי של החברה, המקבלת ביטוי ביחסי כסוי החוב. לצד זאת, אישור הדירוג מחדש משקף את הערכתנו 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. בד בבד, שחרור החברה מנטל הדיבידנדים לפחות בשנתיים הקרובות, תורם לשיפור גמישותה העסקית והפיננסית, אם כי אנו מעריכים כי בטווח הקצר חלק ניכר מהתזרים החופשי יופנה לצמצום כוח אדם. אנו רואים כסיכון את אי הוודאות לגבי בעל השליטה העתידי בבזק, וסבורים כי מצב זה משית איום על המשכיות מדיניות החברה להקטנת החוב, להתייעלות ולשינויים מבניים, שתרמו לאישור הדירוג מחדש.

מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון העסקי בשוק התקשורת בישראל עלתה והיא צפויה להתעצם בטווח הקצר והבינוני. התפתחויות טכנולוגיות בקצב העברת הנתונים וחדירתם של שירותי תקשורת על גבי האינטרנט Over The Top ללא לקשר למיקומו הפיסי של הצרכן, משנות את שרשרת הערך בענף הטלקום, ותורמות לשחיקתם של חסמי כניסה מסורתיים בשווקי תקשורת מקומיים. כניסתן של שחקניות טכנולוגיה בינלאומיות לענף הטלקום מאיימת על שיווי המשקל בענף בטווח הבינוני והארוך. חוזקו של ענף התקשורת בהשוואה לענפים צרכניים ועסקיים אחרים, נובע מהגידול העקבי בביקושים לשירותי תקשורת ומהיותו חסין יחסית למחזוריות כלכלית ולמשברים פיננסיים. מידרוג מעריכה כי ענף התקשורת מאופיין ביתרונות לגודל, בהיותו ענף תשתית, וביתרון למפעילות תקשורת בעלות מספר קווי עסקים, המציעות חבילות משולבות.

עם היקף הכנסות משמעותי של כ-9.3 מיליארד ₪ בשנת 2018, מחזיקה בזק בנתחי שוק משמעותיים בכל מגזרי התקשורת בישראל, אולם החברה צפויה להערכתנו לאבד 5-6% מהכנסותיה במצטבר בשנתיים הקרובות, בשל שחיקה בנתחי השוק במגזר הפס הרחב ובמגזר הטלוויזיה, לצד לחצי מחירים בכל המגזרים והמשך ירידה טבעית במגזר הטלפוניה הנייחת. זאת, לאחר שסך הכנסותיה ירדו במצטבר בשיעור של כ-8% בשנתיים האחרונות. התמתנות השחיקה בהכנסות מוערכת על ידינו בעיקר מצד מהלכי די.בי.אס להאטת הנטישות וברוח גבית של צמיחת השוק בכל המגזרים.

קיימת מידה לא מבוטלת של אי וודאות באשר לשינויים המבניים הצפויים במגזר הפס הרחב עם העלייה בקצב ההשקעות בתשתית הסיבים האופטיים, ובדגש על אי הוודאות הרגולטורית. אנו סבורים כי אי וודאות זו תתבהר בטווח זמן הקצר עד בינוני, כאשר משרד התקשורת פועל לקביעת נקודת איזון חדשה בין קידום התחרות על ידי הגדלת מספר השחקנים ואסדרת תעריפים, לבין עידוד השקעה בתשתיות, שתבטיח קצב פריסה ואיכות תשתית מותאמים לסטנדרטים העולמיים. מידרוג סבורה כי קיים בסיס להניח שמעמדה העסקי של בזק בתחום תשתית הפס הרחב יוותר דומיננטי גם במעבר לתשתית הסיבים האופטיים, לאור היתרונות הטכנולוגיים, העסקיים והפיננסיים של החברה ביחס למתחרות, אולם הנחה זו דורשת בחינה מתמשכת.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי רווחיות החברה תוסיף להישחק בשנת 2019 הן בשל הירידה בהכנסות והן בשל המשך הוצאות לפרישת עובדים, אולם עוצמת השחיקה תיבלם בשנת 2020 נוכח ההאטה שאנו צופים בירידה בהכנסות ותחילת ההנבה של מהלכי ההתייעלות. הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA¹) צפוי להסתכם ב 2.9 - 3.2 מיליארד ₪ (32%-36% מההכנסות) בשנות התחזית (בשנת 2018: כ-2.9 מיליארד ₪ וכ-3.5 מיליארד ₪ בניטרול ההוצאה לפרישת עובדים), טווח הכולל את הערכתנו לתוכניות פרישת עובדים נוספות בהיקף של 200 - 300 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2019 ו-2020. הרווח הנקי בתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי להסתכם בשנת 2019 בכ-600 - 700 מיליון ₪ וצפוי להשתפר בשנת 2020 לכ-700 - 800 מיליון ₪. שיעור התשואה התפעולית על הנכסים הממוצעים צפוי לעמוד בטווח שבין 8% - 9% וזאת בהשוואה לכ-8% בשנת 2018 בנטרול הפחתות לירידת ערך. השקעות נטו² ברכוש קבוע צפויים להסתכם בטווח שבין 1.6 - 1.7 מיליארד ₪ בכל אחת מהשנים 2019 - 2020. טווח ההשקעות ההוניות מביא בחשבון השקעות בחיבור תשתית הסיבים באופן הדרגתי על פני מספר שנים, תוך תחלופה מסוימת מול ההשקעות בתשתית הנייחת הקיימת. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג צפויה החברה לייצר תזרים חופשי (FCF) בשנת 2019 בטווח שבין 0 - 300 מיליון ₪ ובשנת 2020 בטווח שבין 500 - 800 מיליון ₪, אשר ייועד לקיטון בחוב הפיננסי נטו של החברה.

לחברה מינוף מאזני גבוה המהווה משקולת לדירוג. מידרוג צופה כי החוב הפיננסי המותאם נטו יקטן בהיקף כולל של 500 - 1,100 מיליון ₪ במצטבר בשנים אלו, ובעיקר בשנת 2020. יחסי הכיסוי של החברה איטיים לרמת הדירוג אך צפויים להשתפר בהתאם להערכתנו לקיטון בחוב הפיננסי. יחס חוב נטו מותאם ל-EBITDA וחוב נטו מותאם ל-FFO צפויים להישחק ביחס להערכתנו הקודמת ולעמוד בשנות התחזית 2019 - 2020 בטווח שבין 2.5 - 3.1 ו-3.4 - 4.3 בהתאמה³. יחסים אלו הינם איטיים לרמת הדירוג גם אם הם צפויים להשתפר במידה מה במהלך השנתיים הקרובות.

החברה מאופיינת בגמישות פיננסית טובה, הנתמכת בפרופיל העסקי הגבוה והיעדר מגבלות מימוניות. אי חלוקת דבידנדים צפויה לתמוך בשיפור הגמישות הפיננסית. לחברה מדיניות יציבה לשמירת נזילות מהותית למול פרעונות החוב, והיקף הנכסים הנזילים ליום 31.12.2018 הסתכם בכ-2.3 מיליארד ₪, אל מול פרעונות צפויים 12 חודשים קדימה בהיקף של כ-1.5 מיליארד ₪. לוח הסילוקין הנוכחי גוזר לחברה היקף פירעונות של כ-1.5 מיליארד ₪ מדי שנה בשנים הקרובות, והינו גבוה ביחס לתזרים החופשי הצפוי של החברה. אנו מעריכים כי החברה תפעל בקרוב להארכת מח"מ ההתחייבויות במטרה לשפר את לוח הסילוקין כך שיהלום את קצב ייצור המזומנים של החברה.

יישום תקן חכירות IFRS 16 ("תקן 16") בדוחות הכספיים של בזק החל מיום 01.01.2018 היה נייטרלי בהשפעתו על קביעת הדירוג. על בסיס המתודולוגיה של מידרוג: "התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך" מחדש יולי 2018, מידרוג מנטרלת את השפעות תקן 16 בבחינת היחסים הפיננסיים של בזק. כאמור בדוח המתודולוגי לעיל, מידרוג צפויה לבצע עדכון מתודולוגי עם אימוץ תקן 16 על ידי כלל המנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, אולם מידרוג מעריכה כי גם לעדכון המתודולוגי הצפוי לא תהיה השפעה על הדירוג של בזק.

הנתונים הפיננסיים בדוח זה לעיל ולהלן מוצגים בניטרול השפעת תקן 16, אלא כאשר צוין במפורש אחרת.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי משקף מידה של אי וודאות לגבי הנחות הבסיס של מידרוג בתרחיש ההכנסות והרווחיות, וחשש כי תזרימי החברה יורעו במידה מהירה יותר מהערכותינו, בשל הדינמיקה המבנית, התחרותית והרגולטורית בשוק התקשורת המקומי. דירוג החברה עלול לרדת ככל שהפגיעה בתזרימי המזומנים התפעוליים של החברה תהיה חזקה מהערכותינו לעיל, ובאופן בו יחסי הכיסוי יואטו מעבר להערכותינו לעיל. כמו כן אופק הדירוג השלילי משקף אי הוודאות לגבי בעל השליטה העתידי בחברה, והסיכון לשינוי מדיניות החברה בעקבות זאת.

¹ EBITDA – מנוטרל השפעות תקן IFRS 16 וכולל הוצאות/הכנסות אחרות, ללא הפסד מירידת ערך.

² השקעות נטו ברכוש קבוע מביאות בחשבון גם תקבולים בגין מכירת רכוש קבוע.

³ היחסים חוב ל EBITDA וחוב ל FFO חושבו בנטרול השפעת תקן 16. היחסים הכוללים את השפעת תקן 16 הנם כדלקמן: חוב פיננסי מותאם נטו ל-EBITDA צפוי לעמוד בטווח של 2.7-3.2 בשנים 2019-2020 וחוב פיננסי מותאם נטו ל-FFO צפוי לעמוד באותן שנים בטווח של 3.4-4.2.

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (במיליוני ₪):

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018*	FY 2018	
9,055	9,985	10,084	9,789	9,321	9,321	הכנסות
43.3%	42.6%	40.3%	40.0%	31.3%	35.6%	שיעור EBITDA [1]
17.4%	16.1%	14.2%	13.4%	7.1%	6.8%	EBIT לנכסים ממוצעים
74%	88%	88%	88%	109%	107%	חוב נטו מותאם ל-CAP נטו
1.6	2.3	2.4	2.4	3.0	3.1	חוב נטו מותאם ל-EBITDA [2]
2.4	3.0	3.1	3.1	4.3	4.3	חוב נטו מותאם ל-FFO
7.7	7.3	7.7	8.2	5.8	6.7	FFO + ריבית ששולמה / ריבית ששולמה

* הנתונים לשנת 2018 בעמודה השמאלית מוצגים בניטרול השפעות תקן 16 שאומץ על ידי החברה החל ביום 01.01.2018 וזאת לצורכי השוואה לנתוני העבר. הנתונים לשנת 2018 בעמודה הימנית מוצגים על פי דיווח החברה בפועל לאחר אימוץ התקן.

[1] שיעור EBITDA כולל "הוצאות/הכנסות אחרות" למעט הפסדים בגין ירידת ערך. בניטרול "הוצאות/הכנסות אחרות" עמד שיעור ה-EBITDA להכנסות בשנת 2018 על כ- 38.1% (כ- 42.4% כולל השפעת תקן 16).

[2] בניטרול "הכנסות/הוצאות אחרות" יחס חוב נטו מותאם ל-EBITDA עמד בשנת 2018 על כ-2.5 (כ-2.6 כולל השפעת תקן 16).

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים על מגזרי הפעילות (במיליוני ₪):

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	
4,317	4,407	4,383	4,244	4,196	הכנסות תקשורת פנים ארצית ניחת
3,419	2,890	2,630	2,546	2,443	תקשורת סלולארית
1,504	1,578	1,548	1,537	1,391	תקשורת בינלאומית, שירותי אינטרנט ונס"ר
1,724	1,774	1,745	1,650	1,473	טלויזיה רב-ערוצית
					רווח מגזרי (תפעולי)
1,980	2,148	2,076	1,971	1,224	תקשורת פנים ארצית ניחת
449	157	32	72	(2)	תקשורת סלולארית
232	240	176	174	116	תקשורת בינלאומית, שירותי אינטרנט ונס"ר
216	279	265	163	(1,156)	טלויזיה רב-ערוצית

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שינויים טכנולוגיים בתחום קצב העברת הנתונים שוחקים חסמי כניסה לשוק התקשורת המקומי, משנים את הרגלי הצריכה ומעלים את רמת הסיכון בענף

התפתחויות טכנולוגיות שהובילו לגידול בקצב העברת הנתונים וחדירתם של שירותי תקשורת על גבי האינטרנט Over The Top ללא קשר למיקומו הפיסי של הצרכן, משנות את שרשרת הערך בענף הטלוקום, ותורמות לשחיקתם של חסמי כניסה מסורתיים בשוקי תקשורת מקומיים. התפתחויות אלו הכניסו לענף שחקניות חדשות גלובאליות, הנהנות מיתרונות מובהקים לגודל, ומציעות שירותי תקשורת ויישומים (Business Cloud, WhatsApp, Skype, IPTV) המהווים תחליף לשירותי התקשורת המסורתיים (כגון שיחות קוליות ומסרים מקומיים ובינלאומיים, שירותי תקשורת לעסקים, שידורי טלויזיה). תמורות אלו הן בעלות חשיבות רבה להתפתחויות טכנולוגיות שונות ולרווחת הצרכנים, אולם הן מעלות את רמת התחרות ואי הוודאות בענף התקשורת, ובאופן כללי משליכות לשלילה על יציבות הסביבה התפעולית עבור חברות הטלוקום המסורתיות. בשנים האחרונות, מגמות אלו הובילו לקונסולידציה של קבוצות תקשורת אשר בליבת פעילותן תשתית פיזית לאספקת נתונים ניחת או סלולארית, תחום בו עדיין קיימים כיום חסמי כניסה מהותיים ואשר צפוי להוות את ליבת פעילות קבוצות אלו בטווח זמן הבינוני עד הארוך. חוזקו של ענף התקשורת בהשוואה לענפים צרכניים ועסקיים אחרים, נובע מהגידול העקבי בביקושים לשירותי תקשורת ומהיותם של הביקושים חסינים יחסית למחזוריות כלכלית ולמשברים פיננסיים. מידרוג מעריכה כי ענף התקשורת מאופיין ביתרונות לגודל, בהיותו ענף תשתיתי, וביתרון למפעילות תקשורת בעלות מספר קווי עסקים, המציעות חבילות משולבות.

מאפייני הענף משיתים על מפעילות התקשורת אסדרה אינטנסיבית המאופיינת בישראל באי וודאות גבוהה, המעיבה על הסביבה התפעולית. בשנים הקרובות צפוי שוק התקשורת הישראלי להתמודד עם האתגרים של שידרוג תשתיות הן בתחום תשתית אספקת האינטרנט הנייחת, שבעיקרו מעבר של לקוחות פרטיים לתשתית מבוססת סיבים אופטיים ובהמשך גם שידרוג תשתית הסלולר הקיימת לטכנולוגיית דור 5 אשר ידרשו מהחברות בענף השקעות קפיטליות מהותיות. התמורות הטכנולוגיות לצד ההשקעות הכבדות הנדרשות בהתאמת התשתית מציבים אתגרים לרגולטורים, הנדרשים לפעול בשיתוף פעולה עם השחקניות בשוק על מנת לקבוע נקודת איזון חדשה בין קידום התחרות על ידי הגדלת מספר השחקנים ואסדרת תעריפים, לבין עידוד השקעה בתשתיות הדורשת החזר השקעה, שתבטיח קצב פריסה ואיכות תשתית מותאמים לסטנדרטים העולמיים. ההתמודדות עם הסוגיות המוזכרות לעיל, תעצב במידה רבה את פני שוק התקשורת בישראל ואת המבנה התחרותי העתידי בענף.

מגזר התקשורת הנייחת בישראל נשלט באופן מובהק ע"י בזק בתחומי האינטרנט והטלפונים הקווית. עם זאת, העמקת השפעות השוק הסיטונאי, התחלת פריסת הסיבים של סלקום ופרטנר והתגברות התחרות מצד הוט בתחום לקוחות "סינגל" (צרכני אינטרנט בלבד) צפויים בטווח התחזית לשחוק מהדומיננטיות של בזק בתחום. תחום הטלפוניה הקווית בו מהווה בזק שחקן עיקרי סובל בעיקר משחיקה מתמשכת עקב פגיעה ברלוונטיות המוצר ביחס לתקשורת הטלפונית הסלולרית. התמורות הטכנולוגיות בהרגלי הצריכה בכל תחומי החיים (קניות, בידור, תשלומים, רפואה ועוד) מעלות צורך במעבר לתשתית אולטרה רחבת-פס נייחת המבוססת על רשת סיבים אופטיים.

מגזר הסלולר מאופיין בגידול מתמיד בקצב תעבורת הנתונים לאור היצע יישומים גדל והולך, אולם הקומודיזציה של רוחב הפס, לצד עלויות שקועות בתשתית בפריסה רחבה, מובילים להוזלת השירותים הסלולריים וללחצים תחרותיים. מפעילות הסלולר הוותיקות הגבירו את דריסת הרגל בתחום שירותי התקשורת על גבי האינטרנט מאז פתיחת השוק הסיטונאי, כשהן משווקות בעיקר חבילות תקשורת הכוללות גם תשתית פס רחב ושירותי טלוויזיה רב ערוצית, ואלו מהוות נתח הולך וגדל מהכנסותיהן. להערכת מידרוג, ריבוי השחקנים, לצד בידול נמוך והטיית מחיר חזקה של הלקוחות יותירו את רמת התחרות הגבוהה בענף הסלולר, אולם מידרוג אינה מוציאה מכלל חשבון אפשרות להתמתנות בתחרות במידת מה בעתיד הנראה לעין, בשל הלחצים התזרימיים בפרט לאור ההיערכות של משרד התקשורת והמפעילות להשקעות העתידיות בדור 5. הנחת הבסיס של מידרוג הינה כי השקעות מהותיות בדור 5 יחלו רק בטווח הבינוני-ארוך ולא לפני התפתחותם של מודלים עסקיים שיבססו את נראות ההכנסות והתשואה על השקעות אלו.

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית חווה חרפה משמעותית ברמת התחרות נוכח העלייה בקצב העברת הנתונים התומך בהספקת שידורים ושירותי תוכן על גבי האינטרנט (IPTV / OTT) ומאפשר לשחקני תוכן אשר אינם בעלי תשתית נייחת לספק תוכן ישירות לצרכנים. בשלב זה קצב העברת הנתונים עדיין סובל מנחיתות טכנולוגית בכול הקשור לנפחי העברת הנתונים (העברת שידורים למספר טלוויזיות באותו הבית), נחיתות אשר צפויה להצטמצם עם העלייה הצפויה בקצב העברת הנתונים ומעבר לשימוש ברשת הסיבים האופטיים. כמו כן רשתות IPTV ו-OTT מאפשרות אינטראקציה דו כיוונית עם הלקוח אשר יאפשרו למפעילות מתן חוויות משתמש מותאמת אישית מתקדמת. השחקניות הדומיננטיות, אשר עד לאחורונה נמנעו ממלחמות מחירים, נקטו בשנה האחרונה במהלכים אסטרטגיים מהותיים בדמות הורדת מחיר של חבילות הבסיס וכן השקות של מוצרי סטרימינג מוזלים וצרי תוכן (Sting ו-NEXT TV) במטרה לשמר לקוחות גם במחיר של שחיקה משמעותית ב ARPU.

בזק תיוותר שחקנית מובילה בכל מגזרי התקשורת בטווח הקצר והבינוני, אולם מעמדה הופך פגיע יותר והיא תמשיך להישחק בהכנסות וברווחיות בטווח הקצר

בזק הינה החברה המובילה בענף התקשורת בישראל, החולשת על נתחי שוק מהותיים במרבית מגזרי התקשורת בישראל, עם נתח שוק של 69% בתשתית האינטרנט, נתח שוק של 21% בתחום הסלולר ונתח שוק של 34% בתחום הטלוויזיה הרב ערוצית. כמו כן לחברה נתחי שוק מהותיים בתחום שירותי תקשורת ונתונים למגזר העסקי. לחברה בעלות על תשתית תקשורת נייחת, הפרוסה בכל רחבי ישראל, המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייח. נוסף על כך, נהנית החברה

⁴ IPTV (Internet Protocol Television) - OTT (Over the Top) - שיטות להעברת שידורי טלוויזיה ותוכן על גבי רשת האינטרנט.

מהחזקה של תשתית סלולרית בפריסה ארצית באמצעות חברת פלאפון. לצד זאת, ניכרת שחיקה ברווחיות של בזק בכל מגזרי פעילותה, כפועל יוצא של השינויים המבניים בענף הטלקום, ובראשם החלת השוק הסיטונאי וכניסתן של המתחרות לשיווק חבילות תקשורת משולבות על גבי תשתית בזק, לצד לחצי מחיר כבדים במגזרי הטלוויזיה והסלולר. מגמה זו החריפה בשנה האחרונה עם ההאטה בקצב הגידול במנוי תשתית האינטרנט של בזק (גידול של 1.5% בלבד בשנת 2018 לעומת כ-5.1% בממוצע בשנים 2017-2016), כאשר ברבעון האחרון לשנת 2018 נרשמה אף ירידה במספר המנויים. כמו כן מגזר הטלוויזיה סובל מירידה חדה בהכנסות כתוצאה מהורדת תעריפים והמשך ירידה במספר המנויים ועלייה בשיעורי הנטישה.

לחברה היקף פעילות משמעותי עם מחזור הכנסות שנתי של כ-9.3 מיליארד ₪ בשנת 2018, ירידה של כ-4.8% בהשוואה לשנת 2017, ובהמשך ירידה של כ-2.9% בשנת 2016. מידרוג מעריכה כי בשנות התחזית 2019 - 2020 צפויות הכנסות החברה להמשיך ולהישחק בטווח שבין 400 - 500 מיליון ₪ על פני שנתיים, על בסיס ההנחות העיקריות הבאות: (1) המשך שחיקה בהכנסות הטלפוניה הנייחת בקצב דומה לשנים קודמות (כ-10% לשנה) וכן שחיקה איטית בהכנסות מתשתית האינטרנט כתוצאה מירידה בנתח השוק שתקוזז באופן חלקי בצד גידול טבעי בשוק. להערכתנו קיימת אי וודאות בשלב זה לגבי קצב אובדן נתח השוק למול שחקניות הסיבים, וכתלות גם בכניסתה של בזק לחיבור הסיבים והרגולציה שתשרור בתחום זה; (2) ירידה בהכנסות במגזר הסלולר בשל ירידה בהכנסה הממוצעת למנוי כתוצאה מלחצים תחרותיים, לצד גידול במספר המנויים בהיקף מתון תוך שמירה על נתח השוק; (3) המשך שחיקה חדה יחסית בהכנסות במגזר הטלוויזיה, בשיעור של 5%-10% לשנה (ירידה של כ-10% בשנת 2018) נוכח ירידה בשיעור של 3%-5% במספר מנוי YES אשר תקוזז באופן חלקי עם גידול במנוי Sting TV תוך שתחלופת המנויים תוסיף לשחוק את ההכנסה למנוי.

למרות המגמות השליליות המתוארות לעיל, מעמדה העסקי החזק ויתרונותיה המובהקים ביחס לחברות המתחרות בענף אשר סבלו בשנים האחרונות משחיקה ברווחיותן וכנגזרת מכך בחוסן הפיננסי. כמו כן פריסתה המוקדמת של תשתית הסיבים, מציבים את החברה בעמדה של יתרון יחסי לשמירת מעמדה הדומיננטי גם בתשתית הסיבים. מנגד, מדיניות הרגולטור לעודד את התחרות בתחום התשתית הנייחת ע"י הכנסה של שחקנים נוספים, צפויה לשחוק את היתרונות היחסיים של החברה, כפי שגם בשנים האחרונות. מידרוג מעריכה כי לרגולטור צפוי אתגר בעידוד כניסה של שחקנים נוספים בתחום הסיבים האופטיים לאזורים בהם הכדאיות הכלכלית בפריסת הסיבים נמוכה.

בדומה לחברות טלקום אחרות, החלק הארי של הוצאות החברה הינו קבוע ועל כן חלק משמעותי מהירידה בהכנסות החברה מחלחל באופן ישיר לרווח התפעולי והנקי, כאשר ביכולתה של החברה לצמצם את הפגיעה ברווח הנקי ע"י התייעלות בצד ההוצאות. מידרוג מעריכה כי לחברה יכולת לצמצום ההוצאות, בעיקר בתחום הוצאות השכר, מהלך אשר החל בעוצמה בשנת 2018, ולהערכתנו צפוי להימשך גם בשנים 2019 - 2020 בהיקפים מתונים יותר.

צמצום כוח העבודה בבזק יגבה מהחברה עלויות תזרימיות כבדות במהלך שנת 2019, ולהערכת מידרוג, אלו צפויות להימשך (אם כי בהיקף מתון יותר) גם בשנים הקרובות ולהכביד על רווחיות החברה. להערכת מידרוג. תקופת ההחזר על הוצאות הפרישה מרצון בבזק קווי ובחברות הבנות (למעט התוכנית בגין "העובדים המועברים"), הינה קצרה יחסית והיחסית בהוצאות השוטפות יקבל ביטוי החל בשנת 2020. אנו צופים כי רווחיות החברה תוסיף להישחק בשנה הנוכחית, אולם מקנים סבירות לכך כי מהלכי התייעלות ייבלמו את המשך השחיקה בשנה שלאחר מכן.

פרויקט המיגרציה נושא אי וודאות גבוהה ומהווה סיכון עסקי, אף שהחברה רואה בו הכרח. לצד זאת, מהלכי התייעלות ימתנו את השחיקה ברווח בטווח הקצר-הבינוני

במהלך השנים 2017 ו-2018, בצל "פרשת החקירות" ומשבר השליטה בחברה, נקטה בזק במספר מהלכים משמעותיים אשר נועדו להערכת החברה לשפר את הממשל התאגידי בחברה ובד בבד להתאים את אסטרטגיית החברה לתמורות המתהוות בשוק התקשורת. בשלהי שנת 2017, ולאור התמשכות ביטול ההפרדה המבנית, החלה החברה בתכנית להעמקת הסינרגיות בין החברות הבנות (יס, פלאפון ובזק בינלאומי) הכוללת איחוד הנהלות וצמצום מטות בשלב הראשון וכן יצירת סינרגיה תפעולית ושיווקית אשר נועדה לתמוך בשיווק חבילות פריקות ושימור הלקוחות. במהלך שנת 2018 החלה החברה ביישום התייעלות רחבת היקף בחברת בזק קווי ובחברות הבנות בעיקר באמצעות צמצום עובדים, לרבות מהלך פרישה מוקדמת של כלל "העובדים המועברים". כמו כן החברה

הכריזה על שורת מהלכים אסטרטגיים משמעותיים בחברה הבת די. בי.אס, ובעיקר השקת "Yes Ultimate" שהובילה להפחתת גורפת של מחירי החבילות במטרה להתמודד עם המתחרים, בעיקר סלקום ופרטנר. בד בבד, הושק המותג "Sting TV" כפלטפורמת OTT במטרה לתת מענה למוצרי "לואו-קוסט" של המתחרים. שילוב שני מהלכים אלו לא מנע את המשך הירידה במספר המנויים בשנת 2018 (כ-2.2%) אולם מיתן את קצב הירידה. להערכת מידרוג, די. בי.אס נדרשת לשמור על YES כמותג פרימיום איכותי והדבר יקשה עליה לבצע הורדות מחירים נוספות. המשך הצלחת בלימת הנטישות טמונה בהעמקה מוצלחת יותר מבעבר, של המותג "Sting TV". המגבלות החלות על בזק בשיווק חבילות תקשורת מחלישות את אסטרטגיית שימור הלקוחות של די. בי.אס ומהווה אתגר עבורה. לצד זאת, מהלכי של די. בי.אס נתמכים במותג תוכן ושירותים חזק יחסית ואיכותי. לאחרונה הכריזה די. בי.אס על תכנית מיגרציה הדרגתית מטכנולוגיית הלוויין לשידורים בטכנולוגיית OTT. הפרויקט נושא פוטנציאל לשיפור מבנה העלויות בדי. בי.אס והסינרגיות עם יתר חברות הקבוצה ויכולת התמודדות טובה יותר עם השינויים הטכנולוגיים והנגשת התוכן. מדובר בפרויקט רב שנתי מורכב, שצפוי להשקעות כבדות, ולהערכתנו מלווה באי וודאויות באשר להשלכותיו, אשר תלויות בין היתר בהתפתחות קצב העברת הנתונים בתשתית האינטרנט בישראל וכן בהמשך התפתחות הדינמיקה התחרותית והטכנולוגית בשוק הטלוויזיה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי הכנסות החברה יעמדו בטווח שבין 8.9 - 9.1 מיליארד ₪ בשנת 2019 ו- 8.8 - 9.0 בשנת 2020. הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) צפוי להסתכם ב 2.9 - 3.1 מיליארד ₪ בשנת 2019 (שיעור של 32%-34% מההכנסות) ו- 3.0 - 3.2 מיליארד ₪ בשנת 2020 (34%-36%)⁵, וזאת בהשוואה לכ-2.9 מיליארד ₪ בשנת 2018 וכ-3.5 מיליארד ₪ בניטרול "הוצאות אחרות"⁶ (31.2% מההכנסות כולל הוצאות הפרישה וכ-38% בניטרול הוצאות הפרישה). הערכתנו להתמתנות השחיקה ב-EBITDA בשנת 2020 (ירידה של 100-200 מיליון ₪) לעומת שנת 2019 (ירידה של 200-300 מיליון ₪) נובעת מהנחתנו להנבה חלקית של תכנית פרישת העובדים. הערכת הרווח לעיל כוללת הנחה להמשך הוצאות בגין פרישת עובדים בבזק קווי ובחברות הבנות, אולם בהיקף מתון לעומת 2018. בשונה מהערכותינו הקודמות אשר צפו רווח נקי שבין 900 - 1,000 מיליון ₪ ולא כללו תכנית פרישה בגין עובדים, הרווח הנקי בתרחיש הבסיס העדכני של מידרוג בנטרול הפרשות לירידת ערך ככול שיהיו, צפוי להסתכם בכ- 600 - 700 מיליון ₪ בשנת 2019 וצפוי להשתפר בשנת 2020 לכ- 700 - 800 מיליון ₪.

אי וודאות לגבי עתיד השליטה בחברה מעיבה על המשכיות אסטרטגיית החברה

הטלטה בקבוצת בזק וקבוצת החברות המחזיקות בשליטה בבזק, שפרצה במהלך חודש יוני 2017, בעקבות הגילוי על פרשיות החקירה בקשר עם בעל השליטה הקודם בחברה, מר שאול אלוביץ' ובכירים לשעבר בקבוצת בזק, הותירה חותם כבד על בעלות השליטה בבזק, החברות יורוקום, אינטרנט זהב ובי-קומיוניקיישנס - שלושתן מצויות בשלבים שונים של חדלות פרעון או מהלכים להסדר חוב. החל משנת 2017 ועד בסמוך למועד דו"ח זה ירד השווי הסחיר של מניות בזק בכ- 60%, מה שהיווה גורם משמעותי במערבולת הפיננסית אליה נקלעו החברות במעלה הקבוצה, לצד גם צמצום מדיניות הדיבידנד של בזק, ולאחרונה ביטולה לחלוטין. בתקופה זו התחלפה הנהלת החברה והתחלפו גם מרבית מהדירקטורים ויו"ר הדירקטוריון. 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 של החברה בהורדת רמת המינוף הפיננסי. אי הוודאות לגבי עתיד השליטה בבזק ברקע אירועים אלו, מהווה גורם סיכון באשר להמשכיות של תכניות 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.

⁵ שיעורי ה-EBITDA החזויים לשנים 2019 ו-2020 כולל השפעת תקן 16 הינם 38% ו-40%, בהתאמה, זאת בהשוואה לשיעור של 42% בשנת 2018 (כולל תקן 16 ובנטרול "הוצאות/ הכנסות אחרות").

⁶ "הוצאות אחרות" בשנת 2018 כללו בעיקר כ- 559 מיליון ₪ בגין פרישת עובדים וכ- 91 מיליון ₪ בגין הפרשה לתביעות.

אי חלוקת דבידנדים תתמוך בשיפור משמעותי בתזרים החופשי, אולם בשנים הקרובות יופנו עודפי התזרים בחלקם הגדול למימון עלויות הפרישה, ובמידה פחותה להורדת החוב. יחסי הכיסוי צפויים להיותר איטיים ביחס לרמת הדירוג

התזרים החופשי (FCF) של החברה צפוי להערכתנו לעמוד בשנת 2019 בטווח שבין 0 - 300 מיליון ₪ ובשנת 2020 בטווח שבין 500 - 800 מיליון ₪, זאת לאחר תשלומים כבדים בגין פרישת עובדים. אנו מעריכים כי התזרים החופשי יופנה להקטנת החוב בשנים אלו, בשל אי הוודאות לא הבאנו בחשבון את תמורת מכירת סקיייה (כ-260 מיליון ₪ נטו לאחר היטלים) בתחשיב התזרים החופשי לעיל, במסגרת תרחיש הבסיס, אולם אנו מעריכים כי לו עסקת סקיייה תושלם, אף היא תשמש להקטנת חוב פיננסי.

להלן אומדן המקורות ושימושים של החברה לשנים 2019 ו-2020 בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג:

מקורות מפעולות (FFO) צפויים להסתכם בטווח שבין 2.1 - 2.3 מיליארד ₪ בכל אחת מהשנים 2019 ו-2020; הוצאות בגין פרישה עובדים צפויות להסתכם בטווח של 500-600 מיליון ₪ בשנת 2019 (הסכום הנ"ל כולל תשלומים בפועל בגין הפרשות שנרשמו בשנת 2018 וכן תשלומים בפועל בגין המשך הפרשות) וכ-200 מיליון ₪ בשנת 2020; השקעות נטו ברכוש קבוע ורכוש אחר צפויות להסתכם בטווח שבין 1.6 - 1.7 מיליארד ₪, בכל אחת מהשנים 2019 - 2020. טווח ההשקעות ההוניות מביא בחשבון השקעות בחיבור תשתית הסיבים באופן הדרגתי על פני מספר שנים, תוך תחלופה מסויימת מול ההשקעות בתשתית הנייחת הקיימת. בהתאם לכך, מידרוג צופה כי החוב הפיננסי המותאם נטו, יקטן בסך של 500 - 1,100 מיליון ₪ בשנים 2019 - 2020 במצטבר. יחסי הכיסוי של החברה חוב נטו מותאם ל-EBITDA וחוב נטו מותאם ל-FFO צפויים להישחק ביחס להערכתנו הקודמת, ולעמוד בשנת 2019 בטווח שבין 2.8 - 3.1 ו-3.8 - 4.3, בהתאמה. יחסים אלו הינם איטיים לרמת הדירוג אך צפויים להשתפר בהתאם להערכתנו לקיטון בחוב הפיננסי של החברה בשנת 2020 ולעמוד על 2.5 - 2.8 ו-3.4 - 3.9, בהתאמה. יחס כיסוי הריבית (FFO + הוצאות מימון / הוצאות מימון) צפוי להישמר בטווח שבין 6.5 - 7.0 - יחס מהיר אשר הולם את הדירוג.

הגמישות הפיננסית נשחקה, עם העלייה במינוף וההפסד הכבד שנרשם השנה, לצד גם השחיקה החדה בשווי השוק של החברה, אולם היא נותרה בולטת לטובה על בסיס נזילות חזקה והיעדר מגבלות מימוניות

לחברה במסגרת הסכמי המימון שיעבוד שלילי על כלל נכסיה. לחברה פרופיל נזילות טוב, שהתאפיין בשמירת כרית נזילות משמעותית כנגד השימושים הצפויים וצרכי הון חוזר. ליום ה-31.12.2018 לחברה היקף נכסים נזילים משמעותי בסך 2.3 מיליארד ₪ אל מול פרעונות צפויים 12 חודשים קדימה בהיקף של 1.5 מיליארד ₪. מנגד, לחברה אין מסגרות אשראי חתומות. קצב הפרעונות האמור לעיל נמשך גם בשנים הקרובות, והינו גבוה ביחס לתזרים החופשי הצפוי של החברה. אנו מעריכים כי החברה תפעל בטווח הקצר להארכת מח"מ ההתחייבויות במטרה לשפר את לוח הסילוקין כך שיהלום את קצב ייצור המזומנים של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

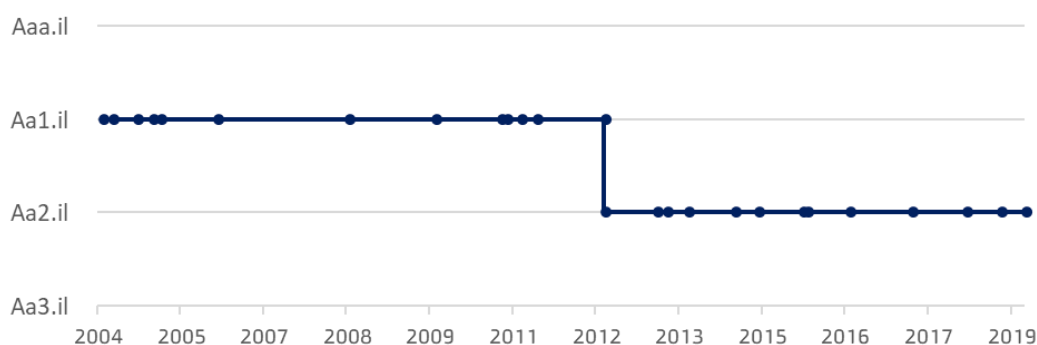
- שחיקה בתזרימי המזומנים התפעוליים וביחסי הכיסוי מעבר להערכותינו
- רגולציה שיהיה בה לפגוע במידה משמעותית במעמדה העסקי של החברה, מעבר להערכותינו
- אובדן משמעותי של נתחי שוק בסגמנטים השונים עם התגברות התחרות

⁷ תרחיש המקורות והשימושים לעיל מוצג בנטרול תקן 16.

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 ולינטרנט, 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 ביקום. בעלי השליטה באינטרנט זהב הינם שלושה בעלי תפקידים שמונו לחברה ע"י בית המשפט כנציגי הנושים של יורקום תקשורת בע"מ ("יורקום"), לרבות הבנקים המחזיקים באמצעות יורקום החזקה אפקטיבית בכ- 54.67% מהון המניות של אינטרנט זהב.

היסטוריית דירוג



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](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

08.04.2019	תאריך דוח הדירוג:
18.11.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
01.06.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ	שם יוזם הדירוג:
"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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>