

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

מעקב | אפריל 2018

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסים - מעריך דירוג ראשי
avib@midroog.co.il

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

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

אופק דירוג: יציב	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"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01.12.2022	יציב	Aa2.il	2300143	6
01.12.2022	יציב	Aa2.il	2300150	7
01.12.2025	יציב	Aa2.il	2300176	9
01.12.2025	יציב	Aa2.il	2300184	10

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נסמך על מעמדה כקבוצת התקשורת המובילה בישראל, החולשת על כל מגזרי הענף, כפועל יוצא מבעלות על תשתית תקשורת ניידת בפריסה ארצית המקנה לחברה מעמד אסטרטיגי ומונופוליסטי בתחום הנייה, לצד יתרון טכנולוגי. אלו מתבטאים בנתחי שוק מהותיים במרבית מגזרי הפעילות בענף, במותג חזק, בפיזור פעילות רחב ובגמישות עסקית. מיצובה העסקי הגבוה מתבטא ברמת רווחיות טובה לאורך השנים, המתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים ויחסי כיסוי הולמים, אם כי איטיים בהשוואה לרמת הדירוג. המגזר הנייה אחראי על עיקר רווחי החברה ותזרימי המזומנים התפעוליים, כאשר יתר המגזרים מאופיינים בריבוי שחקנים, תחרות גבוהה יותר וכפועל יוצא ברווחיות נמוכה.

מנגד, להערכת מידרוג, התמורות המבניות בענף התקשורת בשנים האחרונות עם פתיחת השוק הסיטונאי על גבי תשתית בזק, שתרמה להתפתחות תחרות ערה בתחום חבילות התקשורת, לרבות שירותי אינטרנט וטלוויזיה על גבי האינטרנט, שינוי בטעמי הצרכנים והתפתחויות טכנולוגיות החריפו את אי היציבות בענף התקשורת, תוך הורדת חסמי הכניסה, עליה בשיעורי הנטישה ובתחרות המחירים. בתוך כך, בזק מוגבלת ביכולתה להתחרות באמצעות שיווק חבילות תקשורת ("באנדלים"), בניגוד למתחרותיה העיקריות, והדבר מהווה אתגר משמעותי ומשקולת למעמדה העסקי. להערכת מידרוג, רמת התחרות במגזר הנייה צפויה להמשיך את מגמת שחיקת ההכנסות, בעיקר נוכח לחץ על המחירים ועל בסיס הלקוחות, הנמשכת מזה מספר שנים בתחום הטלפוניה. להערכת מידרוג, ההשפעה השלילית של החרפת התחרות בשירותי הטלוויזיה הרב-ערוצית, בעיקר ע"י הצעות באנדלים שונים, "שחקני מחיר" ושינוי באופן צריכת התוכן, אשר תתבטא בהמשך נטישת לקוחות ושחיקת מחירים, תקוזז חלקית מצד מהלך הורדת המחירים שביצעה החברה והשקת מוצר תוכן צר ומוזל, אך היא תוביל לשחיקה ברווחיות ומעבר להפסד של מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית. בתחום שירותי הנייד, אשר הפך למוצר בסיסי, מידרוג מניחה המשך תחרות אינטנסיבית בשל ריבוי שחקנים, בידול נמוך והטיית מחיר חזקה של הלקוחות. למרות זאת נציין, כי פלאפון מציגה מזה מספר רבעונים מגמת גידול בבסיס הלקוחות.

לחברה פוטנציאל התייעלות תפעולית ועסקית משמעותי, ככל שיושם ביטול ההפרדה המבנית, אולם קיים קושי להעריך את העיתוי ובאיזה אופן תבוטל הפרדה זו, ועל כן הנושא אינו חלק מתרחיש הבסיס של מידרוג לשנתיים הקרובות. התפתחויות בקשר עם חקירות המשטרה ורשות ני"ע לגבי בכירים בחברה ובעל השליטה יצרו טלטלה בקרב הדירקטוריון והנהלה הבכירה בחברה וצפויים להוביל לשינויים בהנהלה ובדירקטוריון, זאת לצד השינוי הצפוי בשליטה כתוצאה מחדלות פירעון של יורוקום תקשורת, בעלת השליטה בחברה. להערכת מידרוג, כל אלו מהווים אתגר לא מבוטל עבור בזק, ברקע האתגרים העסקיים בסביבה התפעולית של החברה. להערכת מידרוג, צמצום תיאבון הסיכון, לאור המשך השחיקה בסביבה העסקית, כמתבטא בשינוי מדיניות הדיבידנד והצפי להקטנה הדרגתית בהיקף החוב מהווה גורם חיובי בדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג¹ צופה ירידה שנתית של 2%-4% בהכנסות החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני וכן שחיקה גם בכריות הרווחיות, אם כי עדיין הרווחיות תיוותר בולטת לחיוב, כמתבטא ביחס תשואה תפעולית לנכסים (ROA) שצפויות לנוע בטווח שבין

¹ בניטרול השפעות צפויות של אימוץ תקן IFRS 16

10%-12% ובשיעור ה-EBITDA בטווח שבין 36%-38%. הרווחיות הטובה גוזרת המשך ייצור מקורות מפעולות (FFO) בהיקף משמעותי, אשר צפוי גם כן להישחק בשנות התחזית להיקף של 2,800-2,600 מיליוני ש"ח, לעומת כ-3,150 מיליון ש"ח בשנת 2017. מידרוג מניחה המשך צרכי השקעות הוניות מהותיות, כ-1.6 מיליארד ש"ח בשנה, אשר נועדו לשמר את יתרונות החברה, וכוללת בעיקר השקעה בפריסה ושדרוג התשתית הנייחת והנייד, וכן חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות העדכנית אשר יותירו תזרים חופשי חיובי בינוני נמוך, אולם גבוה ביחס לשנים קודמות ויובילו בשנות התחזית לקיטון של כ-5% בחוב הפיננסי נטו לשנה, וכנגזר גם במינוף המאזני של החברה, אשר מהווה משקולת לדירוג. כך, בתרחיש הבסיסי יחסי הכיסוי חוב מתואם נטו ל-EBITDA ול-FFO, ינועו בטווח של 2.3-2.6 ו-3.2-2.8, בהתאמה. גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לטובה בעיקר נוכח נגישות גבוהה למקורות מימון, יחסי שירות ריבית מהירים ומסגרות אשראי בהיקף משמעותי, וכן פרופיל נזילות הולם ביחס לחלויותיה השוטפות של החברה בשנות התחזית. אופק הדירוג היציב נתמך בהערכת מידרוג לשמירת הפרופיל העסקי החזק של החברה, אף כי הינו נמוך מבעבר, נקיטה במדיניות להקטנת מינוף כפי כשעמד בבסיס החלטת דירקטוריון החברה לשינוי מדיניות הדיבידנד לצורך שמירה על איתנותה הפיננסית וכן הערכתנו להתפתחות היחסים הפיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיסי של מידרוג. מכיוון שיחסים אלו איטיים יחסית לרמת הדירוג, סטייה מהם עשויה להוביל את מידרוג לבחינת הדירוג מחדש.

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

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	
9,563	9,055	9,985	10,084	9,789	הכנסות
43.0%	43.3%	41.7%	40.3%	40.7%	שיעור ה-EBITDA*
18.2%	17.4%	15.5%	14.2%	13.3%	ROA (רווח תפעולי לממוצע נכסים)*
7,990	7,028	9,402	9,542	9,213	חוב פיננסי נטו מתואם**
77%	74%	88%	88%	89%	חוב מתואם נטו ל-CAP נטו
1.9	1.8	2.3	2.4	2.4	חוב נטו מתואם ל-EBITDA
2.6	2.4	3.0	3.1	3.1	חוב נטו מתואם ל-FFO
3.8	3.8	5.8	5.3	5.9	חוב פיננסי נטו ל-CAPEX-FFO
7.7	7.7	7.3	7.7	8.2	FFO + מימון / מימון

* בנטרול הכנסות/הוצאות אחרות.

** כולל דיבידנד לשלם בניכוי נכסים נזילים. משנת 2013 כולל התאמת פרמיה ועודפי עלות בגין מיזוג די.בי.אס.

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

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	הכנסות
4,478	4,317	4,407	4,383	4,244	תקשורת פנים ארצית נייחת
3,809	3,419	2,890	2,630	2,546	תקשורת סלולארית
1,433	1,504	1,578	1,548	1,537	תקשורת בינלאומית, שירותי אינטרנט ונס"ר
1,635	1,724	1,774	1,745	1,650	טלוויזיה רב-ערוצית
					רווח מגזרי
1,998	1,980	2,148	2,076	1,971	תקשורת פנים ארצית נייחת
608	449	157	32	72	תקשורת סלולארית
227	232	240	176	174	תקשורת בינלאומית, שירותי אינטרנט ונס"ר
268	273	250	264	163	טלוויזיה רב-ערוצית

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שינויים מבניים מעודדים תחרות ואי יציבות בענף, שצפויות להימשך בטווח הבינוני

ענף התקשורת מוערך על ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית. הענף מושפע לחיוב מביקוש יציב לשירותי תקשורת ובעל חשיפה מועטה למחזוריות הכלכלית, לצד חסמי כניסה בינוניים עד גבוהים, בהתאם לסגמנטים השונים. הענף מאופיין בשינויים מבניים לאורך השנים ביוזמת הרגולציה האינטנסיבית החותרת לעידוד תחרות, השקעות בתשתית ושקיפות צרכנית ומעלה את אי הוודאות העסקית ואת רמת הסיכון העסקי בענף. הענף מאופיין בעתירות הון ובהשקעות כבדות הנדרשות לתחזוקה ולהשבת התשתית ולהתאמתה למחזוריות הטכנולוגית. התמורות הטכנולוגיות בתחום תקשורת הנתונים משפיעות באופן הדרגתי על הרגלי הצריכה של שירותי התקשורת השונים וחושפות את השחקניות בענף לשינויים טכנולוגיים אלו.

התמורות המבניות בענף התקשורת בשלוש השנים האחרונות כללו בעיקר את פתיחת השוק הסיטונאי על גבי תשתית בזק, ובשילוב עם התפתחויות טכנולוגיות ושינוי בטעמי הצרכן ובאופן הצריכה של שירותי תקשורת, הובילו להתפתחות תחרות ערה בתחום חבילות התקשורת. עבור החברות הגדולות שם המשחק הופך להיות "קבוצת תקשורת מלאה", באופן המטשטש את גבולות הגזרה במודל העסקי המסורתי שבו כל סקטור עמד בפני עצמו, כאשר השחקנים הקטנים מיעדים את שירותיהם לנישות מוגדרות. להערכתנו מגמות אלו החריפו את אי היציבות בענף התקשורת בישראל, כאשר הן נושאות בשורה עבור צרכני התקשורת ובד בבד מציבות אתגרים והזדמנויות עבור השחקניות בענף. מגמות אלו מעודדות תחרות מחיר ובאות לידי ביטוי בהמשך שחיקה בהכנסות ובתזרימי המזומנים של השחקניות המובילות, כאשר מנגד פוטנציאל ההתייעלות מוגבל (ללא פגיעה במיצוב העסקי), לצד הצורך בביצוע השקעות הוניות מהותיות בתשתית הנייחת והסלולארית וכן בשירותי הטלוויזיה. אי הוודאות סביב נושא ביטול ההפרדה המבנית בבזק (בעיקר) ובהוט נותרה גבוהה, מהלך בעל השפעה מבנית על מפת התחרות בסגמנטים השונים של הענף. מחד גיסא הנימוקים המקצועיים להמשך עיכוב מהלך הביטול הולכים ופוחתים עם העמקת השפעות השוק הסיטונאי על מפת התחרות וירידה בנתחי השוק של בזק והוט, ומאידך גיסא ההתפתחויות בשנה האחרונה בקשר עם חקירות המשטרה ורשות ני"ע של גורמים בכירים בהנהלת קבוצת בזק יתכן והאטו את התקדמות המהלכים בנושא מצד משרד התקשורת ומגבירים את חוסר הוודאות. יכולתה של בזק להתמודד מול השחקניות האחרות המציעות חבילות משולבות הינה נמוכה והדבר מחליש את מעמדה התחרותי בשוק התקשורת ופוגם משמעותית בפוטנציאל ההתייעלות עם השחיקה הצפויה ביכולת יצור ההכנסות.

מגזר התקשורת הסלולרית המהווה עדיין חלק מהותי מענף התקשורת (45% מסך הכנסות ענף התקשורת במוצע לשנים 2016-2017), יוסיף להיות מאופיין בטווח הקצר-בינוני בלחצי מחיר, להערכתנו, נוכח רמת תחרות גבוהה מאוד, בשל ריבוי שחקנים, בידול נמוך והטיית מחיר חזקה של הלקוחות. אלו, ביחד עם שיעורי מעבר גבוהים של הלקוחות, צפויים להוסיף וללחוץ על רווחיות החברות בענף. מידרוג לא הניחה עליית מחירי חבילות בטווח השנים 2018-2019 אם כי בטווח הבינוני-ארוך מידרוג אינה מוציאה מכלל חשבון כי הרווחיות החלשה והלחצים התזרימיים יובילו להתמתנות התחרות במידת מה. **במגזר הנייח** רמת התחרות ממשיכה להתגבר בעיקר נוכח העמקת השפעות רפורמת השוק הסיטונאי האינטרנטי אשר תרמה לשחיקת מחירים ועלייה בשיעורי הנטישה, בקיזוז גידול בנפח ומהירות הגלישה, שצפוי להימשך להערכתנו גם כתוצאה מהגידול הצפוי במעבר תוכן על גבי תשתית זו. יכולות חלק מהשחקנים להציע באנדלים, מייצרת פוטנציאל מעבר נוסף ומכסה מגוון רחב יותר של טעמי הציבור, מעבר לשיקול המחיר, בתשתית האינטרנט. החלת השוק הסיטונאי בתחום הטלפוניה אינה צפויה להערכת מידרוג לחולל תמורה משמעותית בשוק וכמו כן בטווח הקצר-בינוני מידרוג אינה מניחה פריסת תשתית סיבים אופטיים על ידי סלקום ופרטנר (בין ע"י פריסה עצמאית ו/או שיתוף פעולה בניהן ו/או באמצעות מיזם הסיבים IBC וכדומה), אשר דורשות השקעות הוניות מהותיות. כניסתה של הוט לתחום השוק הסיטונאי מצויה באי וודאות במסגרת כלל הרגולציה בענף.

מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית חווה חרפה משמעותית ברמת התחרות בשנה האחרונה בשל תמורות מבניות וטכנולוגיות שצפויות להימשך גם בעתיד. בצד המבני, לאחר מספר שנים של מאמצי רגולציה להנמכת חסמי הכניסה וחסמי המעבר בין שתי החברות הדומיננטיות בענף, הוט ו-Yes, ניכרה השנה השפעה של שני שחקנים משמעותיים נוספים, סלקום TV ופרטנר TV - אשר נכנסו לתחום, בעיקר באמצעות הצעת באנדל, וכן שחקני מחיר נוספים וזאת לצד החדירה לישראל של שחקניות בינלאומיות המשווקות חבילות תוכן באמצעות האינטרנט, דוגמת נטפליקס ואמזון. בד בבד, התפתחויות טכנולוגיות שעיקרן פיתוח יכולות הספקת שידורים ושירותי תוכן על גבי האינטרנט (IPTV / OTT) בשילוב עם עלייה בקיבולת ומהירות תשתיות התקשורת, הרחיבו את האמצעים בהם

נצרך תוכן טלוויזיוני, זאת לצד תמורות בהרגלי הצפייה, ובעיקר ביקוש גובר לתוכן לפי דרישה וחבילות מותאמות. השחקניות הדומיננטיות, אשר עד לאחרונה נמנעו ממלחמות מחירים במטרה לשמר את מעמדם כנותני שירותי פרימיום, נקטו בשנה האחרונה במהלכים אסטרטגיים בדמות השקות מוצרי סטרימינג מוזלים וצרי תוכן (Sting TV ו-NEXT TV) במטרה לשמר לקוחות, אולם צפויים בתורם להגביר את השחיקה ב-ARPU. לכך ניתן להוסיף מהלך משמעותי שננקט על ידי Yes באמצעות הורדת המחיר לחבילה הבסיסית במטרה לבלום את קצב הנטישה. להערכת מידרוג רמת התחרות בענף תתחזק בשנה הקרובה, ותוביל להמשך לחצי מחירים. מידרוג מעריכה עם זאת כי רמת התחרות בתחום הטלוויזיה הרב-ערוצית תהיה מתונה מזו שהתפתחה במגזר הנייד, בשל עלויות התוכן הכבדות המקנות בידול, יתרונות לגודל, חשיבות ללוקליזציה, וחשיבות לניסיון ויכולות בתחום הטלוויזיה.

בעלות על תשתיות, מותג חזק ותמהיל פעילות מגוון תומכים במיצוב העסקי

בזק הינה החברה המובילה בענף התקשורת בישראל, החולשת עם נתחי שוק מהותיים על מרבית מגזרי התקשורת בישראל, ומאופיינת בהיקף פעילות משמעותי עם מחזור הכנסות שנתי של כ-9.8 מיליארד ש"ח, גורמים המחזקים את פרופיל האשראי של החברה. 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 מנוכחות דומיננטית במגזרי הסלולר, ה-ISP והטלוויזיה הרב-ערוצית. תמהיל הפעילות המגוון וגודלה של החברה מקטין הסיכון האינהרנטי ומאפשרים לה לספוג שינויים בתנאי השוק ותמורות אקסוגניות, בעיקר שינויים בהעדפות הצרכנים, שינויים טכנולוגיים והשפעות רגולציה על פני זמן בסגמנטים השונים. מיצובה העסקי של החברה מתבטא גם כן בשיעורי רווחיות גבוהים לאורך השנים, המהווה כרית ביטחון ראשונה כנגד אי הוודאות בסביבה העסקית ומתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים. יחד עם זאת, הרפורמות המבניות בשוק התקשורת בשנים האחרונות, כמצוין לעיל, בשילוב המגבלות החלות על החברה ביכולתה להתחרות באמצעות חבילות תקשורת שחוקו את הכנסותיה ורווחיותה ומגמה זו צפויה להימשך גם בשנים הקרובות.

המשבר בהנהלת החברה בעקבות אירועי החקירה דורש פתרון מהיר על מנת להתמודד עם האתגרים העסקיים

אי ודאות ברמת הקבוצה אשר נמשכת זה קרוב לשנה, החל מיוני 2017 עם פרסום חקירת הרשות לני"ע כנגד נושאי משרה בכירים ובעל השליטה, ובהמשך עם הגעת בעלת השליטה (יורוקום תקשורת בע"מ) לחדלות פירעון וכן לנוכח שינויים ברמת ההנהלה ובהרכב ומבנה הדיקטוריון. להערכת מידרוג, הצפת הכשלים בממשל התאגידי הובילה לבדק בית והוחל בשינויים חיוניים אולם השינוי נדרש להיבחן על פני הזמן. מידרוג סבורה כי התפתחויות אלו מקשות על יכולת החברה להתמודד ברמה האסטרטגית בסביבה העסקית המשתנה ופוגמות בפרופיל העסקי. מנגד, חברות הקבוצה מנוהלות באופן עצמאי ושוטף, ובנוסף החברה ביצעה מספר מהלכים אסטרטגיים (שעיקרן שינוי במודל העסקי במגזר הטלוויזיה, קידום הצעת באנדל ע"י שת"פ בין בזק בינלאומי ודי.בי.אס, שינוי מדיניות הדיבידנד וכדומה) אשר מעידים כי הינה מתמודדת עם האתגרים האמורים לצד הקטנת תיאבון הסיכון עם הקיטון בשיעור חלוקת הדיבידנד.

רווחיות בולטת לטובה יחסית לרמת הדירוג, אך צפויה להישחק לאור השינויים בענף והלחצים התחרותיים בכל הסגמנטים

הכנסות החברה מצויות במגמת שחיקה רב שנתית המשויכת לשלושת תחומי הפעילות הדומיננטים, מגזרי הנייח, הנייד והטלוויזיה הרב-ערוצית, הנובעת בעיקר משילוב של שחיקת רמת המחירים וירידה במספר המנויים. נוכח אי היציבות המאפיינת את הסביבה העסקית בשוק התקשורת, ערכה מידרוג מספר תרחישים בהסתברויות שונות לצורך תחזית הפעילות של בזק בחלוקה למגזרי הפעילות בטווח הזמן הקצר והבינוני (השנים 2018-2019). בתרחיש הבסיס של מידרוג, הונחו ההנחות המרכזיות הבאות:

1. המשך העמקת חדירת "שחקני מחיר" בתחום החבילות הכוללות, עם שמירת יתרון יחסי לספקיות המסורתיות לאור יתרונות התוכן והטכנולוגיה, אולם גם בעלות מבנה הוצאות קשיח יחסית (השקעה מנדטורית בתוכן). 2. ירידה בשיעור של כ-2% לשנה בהכנסות מגזר הנייח הנובעת מהמשך שחיקה בבסיס הלקוחות וה-ARPU בתחום הטלפוניה וגידול בהיקף הלקוחות בתשתית האינטרנט, הנובע מגידול לקוחות שוק סיטונאי, ושמירה על רמת המחירים. כמו כן, הונחה צמיחה קלה בהכנסות מתקשורת נתונים, תמסורת, שירותי ענן ודיגיטל. 3. המשך קצב איבוד לקוחות Yes בתחום הטלוויזיה רב-ערוצית, הן למתחרות והן למוצר התוכן המוזל (Sting TV) ושחיקה משמעותית ברווחיות המגזר ומעבר להפסד תפעולי, הנובעת בעיקר מהירידה הצפויה ב-ARPU (הן לאור הורדת מחירים ורובית לחבילות הטלוויזיה והן נוכח תמחור שירות Sing TV). 4. שמירה על נתח השוק של פלאפון, תוך המשך תחרות מחירים ושחיקה

מתונה ב- ARPU לצד המשך ירידה במכירות ציוד קצה (נוכח מכירת מכשירים זולים) יוסיפו להעיב על תוצאות המגזר. 5. המשך השקעה בפריסה ושדרוג הרשת הניחת לטובת אספקת שירותי פס רחב בקצבים גבוהים והשקעה ברשת LTE (דור 4) ורשת דור 4.5 בשנתיים הקרובות. 6. בתחזית לשנתיים הקרובות לא נלקח בחשבון ניצול מלוא נכס המס שבידי החברה (הנובע ממיזוג די.בי.אס). 7. עליית שכר אוטומטי בהתאם להסכמים הקיבוציים בחברות הקבוצה. 8. המשך מכירת מקרקעין ונכסי נדל"ן בהיקפים דומים לעבר (100-50 מיליוני ₪).

בהתאם לתרחיש הבסיס, מידרוג צופה שחיקה בקצב שנתי של 2%-4% בהכנסות החברה בשנתיים הקרובות (ביחס לירידה של כ-3% בשנת 2017) שתתבטא גם בשחיקה נוספת בשיעורי הרווחיות, אשר יוותרו גבוהים בהשוואה לרמת הדירוג. להערכתנו, כרית הרווח של בזק, כפי שנמדדות ע"י מידרוג כיחס התשואה התפעולית לנכסים (ROA) מהוות גורם חיובי לדירוג אך צפויות להישחק ולנוע בטווח שבין 10%-12% (לעומת כ-13% בשנת 2017) ונתמכות בשיעור EBITDA (מנוטרל הכנסות/הוצאות אחרות) אשר צפוי לנוע בשנות התחזית בטווח שבין 36%-38%² (לעומת כ-41% בשנת 2017).

צמצום הדיבידנד יתמוך בתזרים החופשי למרות צפי להמשך שחיקה בתזרימי המזומנים, כאשר יחסי הכיסוי צפויים להיותר איטיים ביחס לרמת הדירוג

לחברה השקעות שנתיות מהותיות ברכוש קבוע ובנכסים בלתי מוחשיים, אשר נועדו לשמר את יתרונה הטכנולוגי בתחומי הרשתות, תשתית, ציוד ופיתוח מוצרים ושירותים חדשים. היקף ההשקעות ההוניות של החברה בשנת 2017 הסתכם על סך של כ-1.5 מיליארד ₪, כאשר מידרוג צופה המשך היקף השקעה שנתי משמעותי בטווח הזמן הקצר-הבינוני, אשר ינוע בהיקף של כ-1.6 מיליארד ₪, שעיקרו המשך השקעה בתשתית הנייחת (בעיקר בפרויקט הסיבים האופטיים) והניידת (רשת LTE), וכן השקעות ושדרוגים שוטפים במגזרים הנוספים.

תרחיש הבסיס מניח כי החברה תחלק דיבידנד בהיקף של 70% מהרווח הנקי (בהתאם למדיניות העדכנית), כך שבנטרול שינויים בהון החוזר והכנסות/הוצאות אחרות החברה צפויה ליצר תזרים חופשי (FCF) בהיקף של 400-500 מיליון ₪ בשנה. מידרוג מעריכה כי התזרים החופשי ישמש את החברה להקטנת החוב הפיננסי נטו בשיעור של כ-5% לשנה, וזאת בהתאם לאסטרטגיית החברה להורדת רמת המינוף. להערכת מידרוג, לחברה יכולת השבת רווחים גבוהה אשר צפויה להמשיך ולתמוך בתזרימים תפעוליים חזקים בשנים הקרובות, וזאת על אף המשך מגמת השחיקה בהם כמתואר בתרחיש הבסיס. בהתאם לכך, יחסי הכיסוי צפויים להערכתנו להישחק מעט בטווח הזמן הקצר-בינוני, כך שיחס חוב מתואם נטו ל- EBITDA ול- FFO צפויים לנוע בטווח של 2.3-2.7 ו- 2.8-3.2, בהתאמה (בנטרול השפעת אימוץ תקן IFRS 16) אשר הינם איטיים ביחס לדירוג. יחס כיסוי הריבית (FFO + הוצאות מימון / הוצאות מימון) של החברה צפוי להערכתנו להישמר בטווח הנוכחי של 6.5-7.5, יחס מהיר אשר הולם לרמת הדירוג.

החברה מאופיינת במינוף מאזני גבוה אשר מהווה משקולת לדירוג, כאשר בהתאם לאמור, מידרוג צופה כי החוב הפיננסי המותאם נטו, יקטן בהיקף כולל של 700-800 מיליון ₪ בשנות התחזית. מינוף מאזני זה, כפי שמשקף ביחס החוב מותאם נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע להערכתנו סביב 80%-85% בשנים 2018-2019 (ללא תוספת להתחייבויות הנגזרת מאימוץ תקן IFRS 16). יחס זה מוטה לשלילה בעקבות נכס מס מהותי בעת מיזוג די.בי.אס (מרץ 2015). כמו כן, נציין כי עיקר הרכוש הקבוע (בעיקר מקרקעין ונכסי נדל"ן) רשום במאזן בשווי עלות ואינו בא לידי ביטוי בשיעורי המינוף אלו.

גמישות פיננסית הולמת המבוססת על פרופיל הנזילות ונגישות למקורות מימון גבוהים וכן יכולת ייצור תזרים חופשי הולם לצרכיה

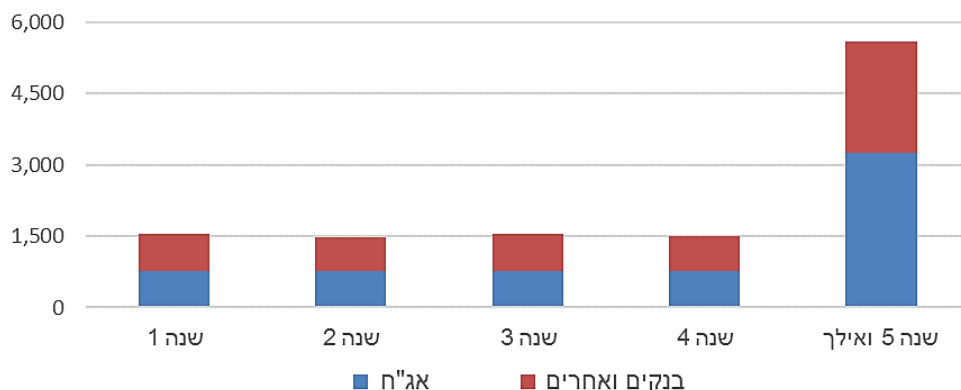
החברה מאופיינת בגמישות פיננסית טובה, הנתמכת בפרופיל העסקי הגבוה, בנגישות גבוהה למקורות מימון, ביחסי שירות ריבית טובים, מסגרות אשראי חתומות לז"א בהיקף של כ-0.6 מיליארד ₪ ליום 31.12.2017, היעדר קובננטים אפקטיביים והיעדר שעבודים על עיקר נכסיה.

החברה שמרה בשנים האחרונות על פרופיל נזילות טוב, שהתאפיין בשמירת כרית נזילות משמעותית כנגד השימושים הצפויים וצרכי הון חוזר. ליום ה- 31.12.2017 לחברה היקף נכסים נזילים משמעותי (2.5 מיליארד ₪), המהווה כ-150% מסך החלויות השוטפות וכ-21% מסך החוב ברוטו. הערכתנו הינה כאמור לתזרים חופשי (FCF) שנתי בהיקף של 400-500 מיליון ₪ אשר יופנה להקטנת החוב

² יחסי הרווחיות שהוצגו לעיל מנטרלים את השפעת אימוץ תקן חשבונאות IFRS 16

הפיננסי ומידרוג מביאה בחשבון גם קיטון מסויים ביתרות המזומנים שיופנה למטרה זו. יתרת הפרעונות שמעבר לתזרים החופשי ימומנו איפה ממחזור חוב פיננסי, מיתרות הנזילות וממסגרות אשראי.

בזק (מאוחד) - לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.12.2017 (במיליוני ₪):



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה בהיקף החוב ושיפור פרמננטי ביחס הכיסוי, לרבות באמצעות צמצום מדיניות הדיבידנד

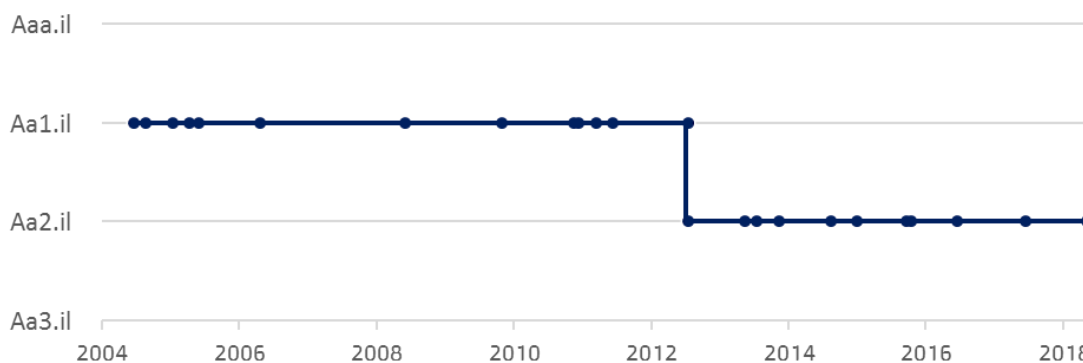
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- 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

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. החברה מחזיקה בבעלות מלאה בחברות הבת בזק בינלאומי, די.בי.אס ופלאפון. בעלת השליטה בחברה הינה בי קומיוניקיישנס (26.3%) בשליטתו בשרשור של מר שאול אלוביץ דרך האחזקה אפקטיבית של כ- 61% בהון המניות של באינטרנט זהב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

["בזק" - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, דוח מיוחד - הערת מנפיק - פברואר 2018](#)

["בזק" - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, מעקב ופעולת דירוג - מאי 2017](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

30.04.2018	תאריך דוח הדירוג:
21.05.2017	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 הגבוה 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 ולסיכונים 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 סיכונים 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים 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 בייעוץ 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>