

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

Aa1* (ללא שינוי)	הרחבת סדרה 5 בסך של 1.5 מיליארד ₪ וכל סדרות אג"ח הישראליות שבמחזור
------------------	---

להלן פירוט אגרות החוב הישראליות שבמחזור:

דירוג	מועד פדיון סופי	יתרה במיליון ₪ ליום 30.9.04	קופון	סדרת אג"ח
*Aa1	06.14	1,087	3.9%-6.35% צמוד מדד	אג"ח פרטי
*Aa1	02.06	109	ריבית בנק ישראל- 0.5% לא צמוד	אג"ח פרטי
*Aa1	01.09	30	Libor+0.8% צמוד אירו	אג"ח פרטי
*Aa1	06.11	803 מתוך סך הנפקה של 1.2 מיליארד ₪, היתרה מוחזקת בחברת בת	4.8% צמוד מדד	אג"ח ציבורי סדרה 4
*Aa1	06.16	50 מתוך סך הנפקה של 0.6 מיליארד ₪, היתרה מוחזקת בחברת בת	5.3% צמוד מדד	אג"ח ציבורי סדרה 5

יהודית רוזנברג-צירט
אנליסטית בכירה
j.r.cirt@midroog.co.il

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

* הדירוג תחת בחינת מחודשת (ראה הסבר להלן).

ביום ה- 31 באוקטובר 2004 ביקשה בזק את אישור הדירקטוריון, לביצוע הנפקה נוספת של אגרות חוב (סדרה 5) לחברת הבת- בזק זהב בכפוף לתנאים הבאים:

1) החברה מעוניינת להגדיל את כמות אגרות החוב המונפקות לבזק זהב ובאמצעות פעולה זו ליצור מקור אופציונאלי לגיוס חוב נוסף מהציבור בהתאם לצרכי החברה. לצורך כך, מעוניינת החברה להנפיק כמות נוספת של 1,500,000,000 אגרות חוב (סדרה 5) בנות 1 ש.ע.נ. כ"א ולרשום את אגרות החוב החדשות למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א. אגרות חוב (סדרה 5) עומדות לפירעון בשישה תשלומים שנתיים שווים ביום 1 ביוני של כל אחת מהשנים 2011 ועד 2016, צמודות (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית שנתית בשיעור של 5.3%.

2) בהתאם לחו"ד משפטית שקיבלה בזק, הצעה לתאגיד שהינו בשליטת התאגיד שמציע את ניירות הערך לא נחשבת כהצעה לציבור. יחד עם זאת, קיימות מגבלות על מכירה חוזרת של ניירות ערך שהוצעו כאמור לעיל, הכוללים: תקופת חסימה של שנה אחת, בה לא ניתן להציע כלל את ניירות הערך ותקופת חסימה נוספת של 8 רבעונים שבמהלכם ניתן להציע את ניירות הערך לציבור תחת מגבלות (כמות מוצעת בכל יום מסחר תהיה לא יותר מהממוצע היומי של המחזור של ניירות הערך בתקופה בת 8 שבועות שקדמו להצעה והשיעור מההון המונפק והנפרע של התאגיד שניירות הערך שלו מוצעים במהלך כל רבעון לא עולה על אחוז אחד).

3) משמעות האמור לעיל הינה שהחברה יכולה באופן מיידי להנפיק לחברה הבת - בזק זהב ולרשום למסחר בבורסה את אגרות החוב (סדרה 5), להתחיל לסחור בהן במגבלות שצוינו לעיל החל מעוד שנה ולסחור בהן ללא כל מגבלה החל מעוד כשלוש שנים.

4) לצורך רכישת כמות נוספת של 1,500,000,000 אגרות חוב (סדרה 5) נידרש דירקטוריון החברה, לאשר מתן הלוואות בעלים לבזק זהב.

שיקולים עיקריים לדירוג

ענף התקשורת מתאפיין בחסמי כניסה גבוהים נוכח הצורך בהשקעות כבדות בתשתיות וברישיונות; הביקוש לשירותי תקשורת נמצא במגמת עליה אם כי קיים תהליך של קניבליזציה בתוך הענף בפרט במעבר משימוש בתקשורת ניחת לתקשורת ניידת; חיזוק זרוע התקשורת הניידת בבזק, יאפשר למתן את הפגיעה בפעילות הליבה כיום – תקשורת ניחת אשר מאוימת נוכח מעבר משימוש בתקשורת ניחת לתקשורת ניידת כאמור לעיל ובשל מגמה של פתיחת שוק התקשורת הניחת לתחרות. כל זאת בהתחשב בנתח השוק של פלאפון ובהצלחתה לשפר את מעמדה ותוצאותיה הכספיות בתקופה האחרונה; מידרוג מעריכה כי בזק תמשיך להיות ספקית תקשורת עיקרית בישראל למרות הלחץ התחרותי והרגולטורי המופעל עליה; התשתית האיכותית של בזק, נוכחותה במגוון המגזרים של ענף התקשורת ומאמציה לשפר את יעילותה התפעולית, יעזרו להגביל את השפעות התחרות ולחץ המחירים. יחד עם זאת, מידרוג מזהה קושי ליישם את תוכניות ההתייעלות במלואן על רקע יחסי העבודה בחברה; תזרים המזומנים החזק שמייצרת בזק הביא לירידה בהיקף החוב בשנים האחרונות ומאפשר לה כיום השקעות בחברות מאוחדות וכלולות תוך שמירה על איתנות פיננסית גבוהה, נזילות ויחסי כיסוי טובים העולים על המקובל בענף.

מידורג מעריכה כי העמסת חוב נוסף בסך 1,500 מיליון ₪ אינה משפיעה על נתוני האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי במידה אשר מצדיקה הפחתת דירוג. מידורג מתחשבת גם בכך שהאפשרות לגייס חוב באמצעות הרחבת הסדרה הינה הדרגתית ובכך שצפויים החזרי קרן בהיקפים משמעותיים בשנים הקרובות אשר מקזזים ויותר גידול בהיקף החוב כתוצאה מהרחבת הסדרה.

בחדש יוני 2004 העניקה מידורג, דירוג Aa1 לאגרות חוב ישראליות של החברה שבמחזור ולמסגרת גיוס חוב של 2 מיליארד ₪. באוגוסט 2004 העבירה מידורג את דירוג החוב הקיים ודירוג מסגרת לגיוס חוב נוסף (בסך של 1,150 מיליון ₪), העומד על Aa1 לבחינה מחודשת (Watch List), עם אפשרות להורדת דירוג. הבחינה מחדש של הדירוג, נשקלה לאור הודעת משרד התקשורת מיום 29.7.2004 על שורה של הפחתות אפשריות בתעריפי השיחות של שירותי רט"ן שונים, בהם הפחתת תעריפי הקישוריות, הפחתת תעריפי הקישוריות של ה-SMS והקטנת יחידות זמן אוויר מינימאליות. כל ההפחתות יעשו באופן הדרגתי עד שנת 2008. מידורג בחנה את השפעתן האפשרית של הפחתות אילו על בזק, בין היתר משום שהחזיקה באותה העת ב-50% מהון המניות של חברת פלאפון תקשורת בע"מ, כזרוע הרט"ן בקבוצה. מאז מימשה החברה אופציה לרכישת יתרת המניות של פלאפון תמורת 2,100 מיליון ₪. הודעת משרד התקשורת מיום ה-18 בנובמבר 2004, על בחינה מחודשת של המלצותיו בנושא ההפחתות האמורות, משקפת גמישות מסוימת ביחס להמלצותיו הקודמות, אולם בטרם מתקבלת החלטה סופית בסוגיה מהותית זו, לא ניתן לקבוע את מידת הנזק שיגרם לחברה ולחברת הבת פלאפון. לפיכך, מידורג מותירה את הדירוג הנוכחי ואת הדירוג מסגרת חוב נוספת תחת Watch List. מידורג תעקוב אחר ההתפתחויות בנושא עד להתבהרות היקפי הפגיעה בבזק החברה והקבוצה ותשקול את הדירוג בהתאם.

אופק הדירוג

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- פגיעה מהותית בתוצאות הכספיות של פלאפון בעקבות כוונת משרד התקשורת לבצע שורה של הפחתות תעריפים אשר העיקרית הינה הורדת תעריפי הקישוריות.
- שינוי הבעלות בחברה תוך רכישת גרעין השליטה ע"י משקיעים פרטיים ומדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית, באופן שירעו את האיתנות הפיננסית, נזילות, ויחסי הכיסוי והנגישות למקורות מימון.
- ירידת מדרגה בהיקף נזילות החברה וביכולתה לשרת את חובותיה הפיננסיים, כתוצאה מהגדלת החשיפה לתחום הסלולר, הזרמות הון נוספות לחברת די.בי.אס במקביל לפתיחת שוק התקשורת הנייחת לתחרות ועוד.
- חוסר יכולת לממש את תכניות ההתייעלות ולצמצם את עלות כוח האדם בעקבות התנגדות נציגי העובדים או עיכוב ביישום תוכניות אלו, בפרט לאחר כניסת המפעיל השני התחום התקשורת הפנים-ארצית הנייחת.
- אובדן מהותי של נתחי שוק בתחום התקשורת הנייחת והניידת, עם התגברות התחרות.
- חריגה מהותית מהיקף ההשקעות המשוער, הדרוש לתמיכה בדי.בי.אס.

בזק - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (להלן: "בזק" או "החברה") וחברות הבנות והכלולות (להלן: "הקבוצה") הינה ספקית עיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל הכוללים בעיקר שירותי טלפון פנים-ארציים ובינלאומיים, שירותי רדיו-טלפון נייד (רטי"ן), שירותי תקשורת נתונים, שירותי אינטרנט ואינטרנט מהיר, שירותי טלוויזיה רב-ערוצית באמצעות לוויין וכן שירותי תשתית.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ	Net Income	הכנסות נטו
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע	Interest	הוצאות ריבית
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה	Cash Interest	הוצאות מימון תזרימיות
הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.	EBIT	רווח תפעולי
EBIT + הפחתות	EBITA	רווח תפעולי לפני הפחתות
EBIT + פחתות + הפחתות	EBITDA	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושוי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.	Capital Expenditures (Capex)	השקעות הוניות
רווח נקי+ פחתות+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.	Gross Cash Flow (GCF)	תזרים מזומנים גולמי
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operation (CFO)	תזרים מזומנים מפעילות
הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.	Funds from Operation (FFO)	מקורות מפעילות
תזרים מזומנים (GCF) –דיבידנד.	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים פנוי
תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+)ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים חופשי

סולם הדירוג

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	<p>דרגת השקעה</p>
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה הבינונית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	<p>דרגת השקעה ספקולטיבית</p>
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	Caa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	Ca	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	C	

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

דוח מספר : CCT0206042000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2004

כל הזכויות שמורות למידרוג. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.