

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

מידרוג מסירה את דירוג בזק מרשימת מעקב (Watch list) ומותירה אותו על Aa1. יחד עם זאת החליטה מידרוג להוריד את אופק הדירוג של החברה מיציב לשלילי על מנת לשקף אפשרות כי שינוי הבעלות בחברה ישפיע על הפרופיל העסקי והפיננסי העתידי

בחודש מאי 2005 הודיעה מידרוג על העברת דירוג החוב הקיים ודירוג מסגרת לגיוס חוב נוסף בסך של 2,350 מיליון ש"ח העומד על Aa1 לרשימת מעקב (watch list) לצורך בדיקה של אפשרות להורדת דירוג. הודעה זו נשקלה בעקבות הודעת מנהל רשות החברות הממשלתיות מיום 9.5.2005 על בחירת אפ.סב.אר החזקות בע"מ ("אפ.סב.אר"), כמציע מועדף בהליך למכירת גרעין השליטה בבזק. ביום 11 אוקטובר, 2005 הושלמה עסקת המכירה, במסגרתה רכשה אפ.סב.אר מהמדינה 30% ממניות בזק וכן אופציות לרכישת 10.66% נוספים ממניותיה בתמורה לסך של כ- 4,246 מיליון ש"ח, בחלקו במימון חוב.

ערב ביצוע העסקה, העריכה מידרוג את הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה כחזק, בין היתר, על בסיס מגוון קווי עסקיה בשוק התקשורת המקומי, בין במישרין ובין באמצעות חברות מוחזקות, יכולתה לייצר תזרימי מזומנים חזקים לשירות ההתחייבויות הפיננסיות וכן יתרות המזומן הגבוהות.

להלן נתונים כספיים ויחסים פיננסיים של החברה (במאוחד) ליום 31 בדצמבר, 2005 במיליוני ש"ח:

31.12.05		31.12.05		נתונים פיננסיים (במש"ח):
בפועל	דיבידנד	פרופורמה ¹	דיבידנד	
4,557	-1,200	3,357		מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
8,920		8,920		חוב פיננסי
4,363	1,200	5,563		חוב פיננסי נטו
8,058	-1,200	6,858		הון עצמי בתוספת זכויות מיעוט
20,666	-1,200	19,466		סך מאזן
16,978	-1,200	15,778		CAP
3,648		3,648		EBITDA
2,775		2,775		FFO
1,025		1,025		FCF
				יחסי איתנות פיננסית ויחסי כיסוי:
39%		35%		הון עצמי בתוספת זכויות מיעוט לסך מאזן
35%		45%		חוב נטו ל- CAP נטו
64%		50%		FFO לחוב נטו
23%		18%		FCF לחוב נטו
1.2		1.5		חוב נטו ל- EBITDA

¹ נכון ליום 31.12.2005 כולל סעיף ההון העצמי דיבידנד מוצע לתשלום לאחר תאריך המאזן בסך 1.2 מיליארד ש"ח.

מקור: דוחות כספיים ועיבודי מידרוג

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

אנשי קשר:
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

להערכת מידרוג תתכן השפעה רוחבית ומקיפה של השינויים בגרעין השליטה בבזק על פעילות החברה. מחד הגישה הניהולית צפויה להתמקד ביישום מהלכי התייעלות והשבחת ערך; מאידך תיתכן הרעה בפרופיל הפיננסי של החברה בהתחשב בצורך של קבוצת השליטה לשרת את ההלוואות אשר נלקחו לצורך מימון הרכישה באמצעות חלוקת דיבידנד שוטפת מתוך הרווחים השוטפים ושימוש ביתרות המזומן של בזק. בשלב זה הוכרז על חלוקת דיבידנד בסך של 1.2 מיליארד ש"ח בגין ריווחי שנת 2005 ו-2004 המשקף את כל הרווח הניתן לחלוקה בחברה לסוף שנת 2005. חלוקת דיבידנד נוספת, אשר להערכת מידרוג, לא תעלה על 2 מיליארד ש"ח, עשויה להתבצע רק במידה ובית המשפט יאשר הפחתת הון לחברה.

מידרוג סבורה כי מהלכים אלו יביאו לירידה ברמת הניזולות הגבוהה אשר אפיינה את החברה בשנים האחרונות, לירידה ביחסי האיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי התזרימיים. מידרוג תעקוב ותבחן את עוצמת הירידה בפרופיל הפיננסי ותפעל לכך שהדירוג החוב אותו מנפיקה בזק יותאם לפרופיל הפיננסי המתגבש.

התפתחויות עסקיות מהותיות בשנת 2005

שנת 2005 הינה שנה מלאה ראשונה בה מאוחדים נתוני פלאפון ודי.בי.אס בדוחות בזק ולפיכך ניכר גידול בהיקף הפעילות הכולל של הקבוצה. בנטרול השפעת האיחוד בדוחות, ניכר המשך במגמת בשחיקה בפעילות הקבוצה בתחום התקשורת הפנים ארצית הנייחת, יציבות בתחומי הרט"ן, התקשורת הבינלאומית והאינטרנט וכן צמיחה בתחום הטלוויזיה הרב ערוצית.

נציין כי השיפור בתוצאות כספיות שמציגה בזק (במאוחד) לשנת 2005 מושפע מאוד מהיותה שנת איחוד מלאה ראשונה של התוצאות הכספיות של פלאפון ודי.בי.אס בדוחות החברה ("איחוד לראשונה"). בנטרול השפעת האיחוד לראשונה על סעיפי ההכנסות וההוצאות בדוח הרווח"פ המאוחד של החברה עולה כי שנת 2005 משקפת המשך מגמת שחיקה בפעילות החברה בתחום התקשורת הפנים ארצית הנייחת, יציבות בתחום התקשורת הניידת ובתחום התקשורת הבינלאומית ושירותי האינטרנט וצמיחה בתחום הטלוויזיה הרב ערוצית.

בזק (מאוחד): התפלגות ההכנסות והרווח התפעולי לפי מגזרי פעילות עיקריים (במיליוני ש"ח)									
רווח תפעולי (%)			רווח תפעולי			הכנסות			
2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	
17%	20%	18%	907	971	851	5,231	4,960	4,724	תקשורת פנים ארצית נייחת
5%	13%	11%	96	379	466	2,027	2,975	4,428	רדיו טלפון נייד ¹
13%	14%	12%	90	118	98	703	816	817	תקשורת בינלאומית ושירותי אינטרנט
	-16%	-8%		-85	-100		542	1,222	טלוויזיה רב ערוצית ²
0%	3%	0%	0	8	1	287	319	337	אחרים
0%	0%	0%	1			-267	-343	-428	התאמות למאוחד ³
35%	34%	33%	1,093	1,392	1,317	7,981	9,270	11,099	מאוחד

¹ פלאפון- איחוד מלא החל מיום 26.8.2004 (עד אותו מועד 50% איחוד יחסי).

² די.בי.אס. איחוד מלא החל מיום 21.6.2004.

³ התאמות מהוות עסקאות בין חברתיות בין תחומי הפעילות.

תקשורת פנים ארצית נייחת:

פעילות החברה במגזר התקשורת הפנים ארצית הנייחת ממשיכה להיות מקור ההכנסות המרכזי בקבוצה, גם בשנת 2005. במהלך שנת 2005 ניכר המשך שחיקה בהיקף הפעילות במגזר זה, הנובעת מתחליפיות בין מגזרית כדוגמת גידול בהיקף הפעילות של שירותי התקשורת הניידת ע"ח הנייחת ושל שירותי האינטרנט המהיר ע"ח אינטרנט בחיג (הנכלל במסגרת שירותי התקשורת הנייחת). הקבוצה מתמודדת עם תחרות ישירה בתחום המפ"א ממספר גופים, שהבולטים בהם הינם: **סלקום** - המעניקה שירותי מפ"א למגזר העסקי, בהתבסס על תשתית הסיבים האופטיים שבבעלותה. מגזר זה מתאפיין בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית; **הוט טלקום בע"מ ("הוט")** - בכפוף לרישיון מפ"א, החלה הוט בשיווק שירותי טלפוניה בנובמבר 2005, המתבסס על תשתית הכבלים שבבעלותה. שירותים אלו מצטרפים למכלול שירותי תקשורת נוספים שמשוקת הוט, בהם שירותי טלוויזיה רב ערוצית ושירותי אינטרנט מהיר. להערכת מידרוג אף כי אין מדובר עדיין במסת פעילות קריטית של הוט בתחום המפ"א, היא מהווה איום מהותי למעמדה החזק של בזק בתחום זה בטווח הבינוני והארוך. בזק מנועה כיום משיווק חבילות תקשורת כוללות דומות, מתוקף מגבלות רגולטוריות מצד משרד התקשורת.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים של החברה (סולו) בתחום המפ"א בשנים האחרונות:

בשנת 2005 ירדו הכנסות החברה מתקשורת פנים ארצית נייחת בשיעור של כ- 5%, בעיקר כתוצאה מהפחתת תעריפים מיוני 2004 ויוני 2005, מירידה בתנועת השיחות והאינטרנט בחיג, מירידה בהכנסות ממכירת ציוד למנויים ומירידה בהכנסות מתמלוגים מפלאפון. ההוצאות התפעוליות והכלליות נותרו בשנת 2005 כמעט ללא שינוי. הוצאות הפחת ירדו כתוצאה מסיום הפחתתו של רכוש קבוע וירידה בהשקעות ברכוש חדש במגזר זה.

2002	2003	2004	2005	
5,447	5,230	4,960	4,724	הכנסות (מש"ח)
980	907	971	851	רווח תפעולי (מש"ח)
3,006	2,914	2,897	2,857	מספר קווי מנוי פעילים בסוף שנה (באלפים)
36,499	28,837	23,278	21,485	סה"כ דקות שימוש בארץ (יוצא ונכנס) במש"ח
126	111	107	102	הכנסה חודשית ממוצעת לקו (ש"ח) (ARPL)

מקור: דוחות כספיים של בזק בשנים 2004-2005.

תקשורת נייחת (רט"ן או סלולר):

הכנסות הקבוצה ממתן שירותי תקשורת נייחת מבוססות על פעילות חברת הבת פלאפון תקשורת בע"מ ("פלאפון", 100%). מימוש אופציה לרכישת 50% מהון המניות של פלאפון מקבוצת שמרוק בשנת 2004 תרם לחיזוק זרוע הסלולר בקבוצה, תוך מיצובה כמנוף צמיחה מרכזי לשנים הבאות. בשנת 2005 הסתכמו הכנסות הקבוצה בשירותי תקשורת נייחת בכ- 4.4 מיליארד ₪ לעומת הכנסות בהיקף של כ- 4.7 מיליארד ₪ מפעילות התקשורת הפנים ארצית הנייחת בשנה זו. במונחי רווחיות תפעולית (EBITDA), הפער בין המגזרים האמורים משמעותי, זאת לאור עלויות גבוהות של שיווק ומיתוג, שהן פועל יוצא של התחרות החזקה בתחום זה. עפ"י הערכות החברה, נכון ליום 31.12.2005 מדורגת פלאפון שלישיית בשוק הרט"ן בישראל, עם כ- 2.3 מיליון מנויים, המהווים כ- 30% מסך השוק.

מידרוג מעריכה את פוטנציאל הצמיחה בהיקף הפעילות בתחום התקשורת הניידת בישראל כמוגבל, בעיקר נוכח שיעורי החדירה הגבוהים במיוחד, גם בהשוואה למדינות אחרות בעולם. מנועי הצמיחה העיקריים לשנים הבאות מבוססים על הגדלת משך השימוש, לצד הרחבת שירותי התוכן, המאופיינים ברמות מחירים גבוהות יחסית לשירותי הקול ובשיעורי רווחיות גבוהים יותר.

שינויים רגולטוריים מהותיים בשנת 2005:

1. הפחתת תעריפים:

בעקבות הודעת משרד התקשורת על שורה של תיקונים אפשריים בתעריפי השיחות של שירותי הרט"ן מחדש יולי 2004 והתאמתן מחדש בדצמבר 2004, חויבו חברות הרט"ן בישראל לבצע הפחתה מדורגת של תעריפי השירותים, שהבולטת ביותר הינה הפחתה הדרגתית של תעריפי השלמת השיחה החל מיום 1.3.2005 מ-0.45 ש"ח לדקת תנועה ל-0.22 ש"ח לדקת תנועה החל מיום 1.3.2008. הפחתות אלה מגלמות פגיעה מהותית בהיקף ההכנסות של חברות הרט"ן, אשר כחלק מצעדיהן לצמצום הנזק, כבר העלו את תעריפי השיחות היוצאות. התכנית האסטרטגית של פלאפון להתמודדות עם ההפחתות האמורות כוללת בנוסף גם יישום תהליכי התייעלות וגיוון תיק השירותים, בשירותים בעלי ערך מוסף גבוה, כדוגמת שירותי התוכן ועוד.

2. חקיקה בנושא קרינה:

במהלך 2005 גבר הלחץ הציבורי על משרד התקשורת להגבלת יכולתן של חברות הרט"ן להצבת אנטנות סלולריות בפריסה ארצית. בהחלטה של המועצה הארצית לתכנון ובנייה מיום 3 בינואר 2006 נקבע כי על המבקש היתר לבניית אתרי בסיס להפקיד בידי הוועדה המקומית לתכנון ובנייה כתב שיפוי בשיעור 100% בגין תשלומי פיצויים, שהוועדה תחויב בהם בתביעות. נכון ליום 31.12.2005 חברות הרט"ן בישראל אינן מכלילות הפרשה בדוחות הכספיים בגין תביעות העלויות לנבוע מהשפעות אפשריות של אתרים אלו. בדצמבר 2005 התקבל בכנסת חוק הקרינה הבלתי מייננת התשס"ו-2005 שתחילת תוקפו לעניין הסדרת רישוי הקרינה נקבע לתאריך 1.1.2007. יישום החוק יצריך את חברות הרט"ן בהערכות מתאימה. להערכת מידרוג¹, חשיפה לתביעות מהותיות לאור האמור לעיל, עלולה לפגוע במדדי איכות האשראי של חברות הרט"ן ולפיכך גם בדירוג האשראי שלהן. מכיוון שבזק מחזיקה בפלאפון בבעלות מלאה, סיכון זה תקף גם לגבי דירוג אשראי שלה.

פלאפון תקשורת בע"מ:

הגידול בהיקף הפעילות בתחום התקשורת הניידת בשנת 2005, כפי שבא לידי ביטוי בהכנסות החברה במיוחד, נובע כאמור מהאיחוד לראשונה. מעבר לכך שמרה פלאפון על יציבות בהיקף ההכנסות בשנת 2005, זאת על אף גידול במספר המנויים ובהכנסות ממכירת ציוד קצה ושירותי ציוד קצה. הסיבה המרכזית לכך הינה הפחתת תעריפי דמי הקישוריות, כאמור לעיל. הוצאות ההפעלה והכלליות בתחום הרט"ן עלו אף הם כתוצאה מהאיחוד לראשונה. אולם גם כתוצאה מגידול בעלויות ציוד קצה במקביל לעלייה בהכנסות מצידוד קצה ומגידול בעלויות הרכשת מנוי, שנבעו מזכייה במרכז החשב הכללי במשרד האוצר. הגידול קוּזו בירידה בהוצאות השיווק. בתחום הרט"ן נירשם בשנת 2005 גידול בעלויות הפחת.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים של פלאפון בשנים האחרונות:

2002	2003	2004	2005	
3,932	4,055	4,412	4,428	הכנסות (מש"ח)
885	998	1,157	1,090	EBITDA (מש"ח)
22.5%	24.6%	26.2%	24.6%	שיעור ה-EBITDA מההכנסות
-126	210	559	472	רווח (הפסד) תפעולי (מש"ח)
1,761	1,955	2,132	2,343	מספר מנויים לסוף תקופה (באלפים)
201	194	177	211	גידול במספר מנויים (באלפים)
331	325	330	341	ממוצע דקות שימוש למנוי (MOU) בחודש
176	160	153	139	הכנסה חודשית ממוצעת למנוי (ש"ח) (ARPU)

מקור: דוחות כספיים של בזק בשנים 2004-2005, נתוני החברה ועיבודי מידרוג.

¹ כפי שבאה לידי ביטוי גם באופק הדירוג של דוח הדירוג הראשוני של פרטנר ממרץ 2005.

שינויים במבנה הארגוני ובשדרת הניהול בפלאפון בשנת 2005:

בעקבות השינויים במבנה הבעלות בבזק, כמפורט לעיל, דיווחה פלאפון במהלך הרבעון האחרון לשנת 2005 על שינויים ארגוניים ושינויים בקרב השדרה הניהולית הבכירה: מנכ"ל פלאפון, מר יעקב גלברד סיים את תפקידו ומונה לתפקיד מנכ"ל קבוצת בזק; משנה למנכ"ל פלאפון, מר גיל אלון, מונה לתפקיד המנכ"ל; סמנכ"ל ציוד קצה סיים את תפקידו וחטיבת שירותי קצה אוחדה והוטמעה בחטיבת הלוגיסטיקה והתפעול.

טלויזיה רב ערוצית:

הכנסות הקבוצה ממתן שירותי טלויזיה רב ערוצית בישראל מבוססות על פעילות חברת הבת די.בי.אס. שירותי לוויין (1999) בע"מ ("די.בי.אס.", 49.77%). החלטת בזק לאחד את תוצאותיה הכספיות של די.בי.אס בדוחותיה תרמה לגידול בהיקף ההכנסות, אם כי גם לשחיקה בשיעורי הרווחיות התפעולית שלה. להערכת הקבוצה, נכון ליום 31.12.2005 מחזיקה די.בי.אס בנתח שוק של כ- 36%, זאת לעומת נתח של כ- 33% בשנת 2004. נציין כי שיווק חבילות של שירותי תקשורת ע"י הוט, לצד יכולתה להציע ללקוחותיה תשתית תקשורת דו כיוונית, יוצרת יתרון שיווקי ותחרותי על פני די.בי.אס בטווח הקצר, זאת לאור מגבלות רגולטוריות המונעות מבזק לשווק חבילות תקשורת בשיתוף פעולה עם די.בי.אס וכן שיווק שירותי VOD של די.בי.אס, על גבי תשתיות ה-DSL (דו כיוונית) של בזק.

די.בי.אס. שירותי לוויין (1999) בע"מ:

הגידול בהיקף הפעילות של הקבוצה בשנת 2005 נובע כאמור מהאיחוד לראשונה. מעבר לכך הציגה די.בי.אס שיפור בתוצאות העסקיות שלה, אשר נבע מהמשך גידול בבסיס המנויים ומעלייה בהכנסה הממוצעת למנוי (ARPU). עלייה בהוצאות ההפעלה והכלליות בשנת 2005 נבעה מעלייה בהוצאות התוכן ובהוצאות תפעוליות אחרות. יחד עם זאת, הצליחה די.בי.אס. לראשונה לייצר תזרים תפעולי חיובי (EBITDA) מספיק לכיסוי הוצאות המימון התזרימיות שלה.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים של די.בי.אס. בשנים האחרונות:

2002	2003	2004	2005	
660	842	1,028	1,222	הכנסות (מש"ח)
-409	-170	15	132	רווח (הפסד) גולמי (מש"ח)
-320	21	112	216	EBITDA (מש"ח)
-48.5%	2.5%	10.9%	17.7%	שיעור ה- EBITDA מההכנסות
-641	-364	-191	-86	רווח (הפסד) תפעולי (מש"ח)
370,516	415,053	470,848	520,671	מספר מנויים לסוף תקופה
113,508	44,537	55,795	49,823	גידול במספר מנויים
44.1%	12.0%	13.4%	10.6%	שיעור השינוי השנתי במספר מנויים (%)

מקור: דוחות כספיים של בזק בשנים 2004-2005, נתוני החברה ועיבודי מידרוג.

להערכת מידרוג, השיפור בתזרים התפעולי שהציגה די.בי.אס בשנת 2005 התאפשר באמצעות הגידול בהיקף החוב הפיננסי, שנבע ברובו מהמשך תמיכה של בזק ומהלוואות ממוסדיים כמפורט להלן:

בזק: נכון ליום 31.12.2005 השקיעה בזק בדי.בי.אס כ- 1.8 מיליארד ש"ח. עפ"י תכנית ההשקעות של החברה בדי.בי.אס, שאושרה ע"י דירקטוריון החברה במרץ 2004 הוחלט על הזרמת כ- 440 מיליון ש"ח, מתוכם הספיקה להזרים כ- 284 מיליון ש"ח ואת היתרה היא מנועה מלהזרים בהוראת משרד התקשורת (בגין הוראה זו תלוי ועומד הליך משפטי בבג"צ).

מוסדיים : במהלך שנת 2005 קיבלה די.בי.אס הלוואה משלושה גופים מוסדיים בהיקף כולל של כ- 100 מיליון ש"ח, נושאות ריבית של כ- 11%, לפירעון (קרן+ריבית) בשנת 2013. כנגד הלוואות אלה התחייבה החברה כי במידה ועד 31.12.2013 לא תפרענה ההלוואות (כולן או חלקן) או בהתקיים תנאים מסוימים אחרים, יוכלו המלווים לדרוש מהחברה לפרוע את הסכום הנמוך מבין יתרת ההלוואות ומבין סכום המחושב על בסיס שווי די.בי.אס באותו מועד. נציין כי התחייבות זו של החברה אינה עומדת בחלק מהתנאים וההגבלות שהוטלו ע"י שרי התקשורת ושבגינם פנו החברה ודי.בי.אס לערכאות משפטיות.

לאור העובדה כי תכנית העבודה הרב שנתית של די.בי.אס. מבוססת על גידול מהותי בהיקף החוב, מעריכה מידרוג כי שמירה על קצבי צמיחה חיוביים חזקים בעתיד תושפע מנגישות די.בי.אס למקורות מימון חוץ בנקאיים, שאינם קשורים לחברה.

תקשורת בינלאומית ושירותי אינטרנט:

הכנסות הקבוצה ממתן שירותי תקשורת בינלאומית ושירותי אינטרנט מבוססות על פעילות חברת הבת בזק בינלאומי בע"מ ("בזק בינלאומי", 100%). בשנת 2005 מדווחת הקבוצה על יציבות יחסית בהיקף ההכנסות מהפעילות במגזר זה. פתיחת שוק התקשורת לתחרות בשנים האחרונות, לצד התפתחות טכנולוגית המאפשרת ביצוע שיחות ע"ג שדרת האינטרנט (VOIP), הביאו לשחיקה מהותית של הכנסות הקבוצה משירותי תקשורת בינלאומיים, הן כתוצאה מאיבוד נתח שוק והן כתוצאה מירידה חדה בתעריפי השירות. נכון ליום 31.12.2005 מחזיקה בזק בינלאומי בכ- 35% מסך שוק השיחות הבינלאומיות בישראל.

בזק בינלאומי בע"מ:

גידול קל בהיקף ההכנסות מתחום פעילות זה נובע מגידול בתנועה של ניתוב שיחות בינ"ל ובהכנסות אינטרנט, שנבע מגידול במספר לקוחות הפס הרחב. גידול זה קוֹזַז ע"י קיטון בהכנסות משיחות יוצאות בגין המשך הירידה בתנועה ושחיקת תעריפים בעקבות התרחבות התחרות בשנת 2005. גידול בהוצאות הפעלה וכלליות בעיקר מגידול בהוצאות למנהלים זרים שמקורו בגידול בהכנסות משירות זה וכן מגידול בהוצאות המשויכות ללקוחות אינטרנט.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים של בזק בינלאומי בשנים האחרונות:

2002	2003	2004	2005	
679	703	816	817	הכנסות (מש"ח)
299	269	310	286	רווח גולמי (מש"ח)
108	84	118	93	רווח תפעולי (מש"ח)

מקור: דוחות כספיים של בזק בשנים 2004-2005.

ניתוח פיננסי: בזק (מאוחד):

רווה"פ:

בשנת 2005 הסתכמו הכנסות הקבוצה במאוחד בכ- 11.1 מיליארד ש"ח, לעומת כ-9.2 מיליארד ש"ח בשנת 2004. בנטרול השפעת האיחוד לראשונה של פלאפון ודי.בי.אס כאמור לעיל, חלה ירידה בסך ההכנסות הקבוצה שנובעת בעיקר מהשחיקה בהכנסות ממגזר התקשורת הפנים ארצית הנייחת.

הרווח התפעולי של הקבוצה הסתכם בשנת 2005 בכ- 1.32 מיליארד ש"ח לעומת כ- 1.39 מיליארד ש"ח בשנת 2004. הירידה נבעה משחיקת הרווחיות של מגזרי הפעילות האמורים (למעט בתחום הטלוויזיה הרב ערוצית). האיחוד המלא של התוצאות הכספיות של פלאפון תרם לגידול ברווח התפעולי שקוֹזַז בחלקו ע"י איחוד די.בי.אס.

הוצאות המימון נטו של הקבוצה הסתכמו בשנת 2005 בכ- 417 מיליון ש"ח לעומת כ- 218 מיליון ש"ח בשנת 2004. כ- 67% מהעלייה נבעה מאיחוד לראשונה והיתרה מעלייה בהיקף החוב של הקבוצה ומשינויים בשע"ח ובמדד המחירים לצרכן.

הרווח הנקי של הקבוצה הסתכם בשנת 2005 בכ- 591 מיליון ש"ח לעומת כ- 621 מיליון ש"ח בשנת 2004. הירידה נובעת בעיקר מהאיחוד לראשונה וכן משינויים ברווח התפעולי ובהוצאות המימון כאמור לעיל.

מאזן:

נכון ליום 31.12.2005 מציגה הקבוצה שיפור בחוסנה הפיננסי כפי שבא לידי ביטוי בשיפור של יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי העיקריים, זאת על רקע עלייה במצבת ההתחייבויות הפיננסיות במהלך שנת 2005.

הון עצמי: נכון ליום 31.12.2005 הסתכם ההון העצמי (כולל זכויות המיעוט) של הקבוצה בכ- 8.06 מיליארד ש"ח, המהווים כ- 39% מסך המאזן, לעומת הון עצמי (כולל זכויות מיעוט) של כ- 7.46 מיליארד ש"ח, המהווים כ- 37% מסך המאזן ליום 31.12.2004. השיפור בהון העצמי נבע מתוספת הרווח הנקי לשנת 2005 להון העצמי. בקיזוז דיבידנד מוצע בסך של 1.2 מיליארד ש"ח שישולם לאחר תאריך המאזן עומד יחס ההון העצמי (כולל זכויות המיעוט) לסך מאזן על כ- 35%.

חוב פיננסי: נכון ליום 31.12.2005 הסתכם החוב הפיננסי של הקבוצה בכ- 8.92 מיליארד ש"ח, המהווים כ- 53% מה-CAP, לעומת כ- 8.32 מיליארד ש"ח, המהווים כ- 53% מה-CAP ליום 31.12.2004. הגידול בהיקף החוב הפיננסי נבע בעיקר מהנפקת אג"ח במגזר הרט"ן ובמגזר התקשורת הפנים ארצית הנייחת, זאת לאחר קיזוז פירעון הלוואות לז"א. נציין כי מלבד החוב בפועל, מחזיקה הקבוצה, נכון ליום 31.12.2005 באגרות חוב שהונפקו לחברה בת שיכולות לאפשר גיוס אג"ח (סדרה 5) בהיקף של כ- 1.95 מיליארד ש"ח, במסגרת הדירוג Aa1.

יתרת המזומנים וההשקעות לז"ק: מניתוח יחסי האיתנות הפיננסית נטו ליום 31.12.2005 עולה כי חרף הגידול בהיקף החוב הפיננסי במהלך שנת 2005, ניכר שיפור ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי נטו, זאת לאור גידול חד ביתרות המזומנים וההשקעות לז"ק של החברה במאוחד. נכון ליום 31.12.2005 הסתכמה יתרת המזומנים בכ- 4.56 מיליארד ש"ח, לעומת כ- 2.74 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2004. לפיכך, יחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP נטו ירד מכ- 43% ליום 31.12.2004 לכ- 35% ליום 31.12.2005. יחס החוב נטו ל-EBITDA ירד מכ- 1.6 ל-1.2 בהתאמה. בקיזוז תשלום הדיבידנד המוצע מיתרות המזומן וההון העצמי, עומד יחס החוב נטו ל-CAP נטו על כ- 45% ויחס החוב נטו ל-EBITDA על כ- 1.5. במידה ויוחלט על חלוקת דיבידנד נוספת של כ- 2 מיליארד ש"ח, תתכן הרעה משמעותית ביחסי האיתנות האמורים וביחסי כיסוי, כדוגמת היחס - FCF לחוב.

תזרים:

תזרים מפעילות שוטפת: שחיקה של כ- 12% בהיקף התזרים מפעילות (FFO) בשנת 2005, בהשוואה לשנה קודמת, זאת לאור שחיקה במרווחים ועלייה בהוצאות המימון כאמור לעיל. יחד עם זאת, הקבוצה ממשיכה להציג תזרים מפעילות חזק, אשר גם בניכוי השקעות ברכוש קבוע נותר חיובי חזק.

צמצום בהוצאות בסעיפי הון חוזר, בעיקר במגזרי התקשורת הפנים ארצית והרט"ן², תרמו לצמצום השחיקה בתזרים מפעילות שוטפת (CFO). הגידול בהיקף החוב לצד השחיקה בתזרים מפעילות הרעו את יחסי הכיסוי התזרימיים של הקבוצה. יחד עם זאת, מעריכה מידרוג את חוסנה הפיננסי של הקבוצה כגבוה. יחס ה-FFO לחוב נטו ירד מכ- 64% לכ- 50% ויחס ה-FCF לחוב נטו ירד מכ- 23% לכ- 18%.

תזרים מפעילות השקעה: יציבות יחסית בהיקף השקעות הקבוצה ברכוש קבוע בשנים 2005-200, ברמה של כ- 1.67 מיליארד ש"ח. הגידול בהיקף המזומנים ששימשו לפעילות השקעה בשנת 2005 בהשוואה לשנת 2004, נבע בעיקר מהשקעות פיננסיות לז"ק בהיקף של כ- 972 מיליון ש"ח בשנת 2005, לעומת פירעון של השקעות לז"ק בהיקף של כ- 135 מיליון ש"ח בשנת 2004.

² ירידה ביתרות המלאי בפלאפון כחלק ממהלכי התייעלות.

תזרים מפעילות מימון: בשנים 2005-2005 ביצעה בזק מהלכים של החלפת חוב בנקאי בחוב למחזיקי אג"ח בהיקפים גבוהים במיוחד. בשנת 2004 הסתכם היקף גיוסי האג"ח בכ- 1.5 מיליארד ש"ח, זאת במקביל לפירעון כ- 2.6 מיליארד ש"ח מהמערכת הבנקאית ובשנת 2005 גייסה באמצעות הנפקת אג"ח כ- 1.7 מיליארד ש"ח, במקביל לפירעון חוב בנקאי בהיקף של כ- 1.4 מיליארד ש"ח. במקביל לפירעונות האמורים הגדילה הקבוצה את היקף ההתחייבויות לבנקים בכ- 315 מיליון ש"ח בשנת 2004 ובכ- 475 מיליון ש"ח בשנת 2005.

בזק (מאוחד): נתונים פיננסיים עיקריים (במ"ש"ח)

<u>31.12.03</u>	<u>31.12.04</u>	<u>31.12.05</u>	<u>31.12.05</u>	
<u>בפועל</u>	<u>בפועל</u>	<u>בפועל</u>	<u>פרופורמה¹</u>	
7,981	9,270	11,099	11,099	הכנסות
1,093	1,392	1,317	1,317	רווח תפעולי
2,160	2,092	2,331	2,331	פחת
3,253	3,484	3,648	3,648	EBITDA
158	218	417	417	הוצאות מימון
-438	621	591	591	רווח נקי
41%	38%	33%	33%	% EBITDA
14%	15%	12%	12%	% רווח תפעולי
-5%	7%	5%	5%	% רווח נקי
20.65	16.02	8.74	8.74	EBITDA להוצאות מימון
3,295	2,745	4,557	3,357	מזומן ושווי מזומן והשקעות ז"ק
5,508	8,319	8,920	8,920	חוב פיננסי
2,213	5,574	4,363	5,563	חוב פיננסי נטו
6,845	7,455	8,058	6,858	הון עצמי בתוספת זכויות מיעוט
16,089	20,172	20,666	19,466	סך מאזן
12,353	15,774	16,978	15,778	CAP
9,058	13,029	12,421	12,421	CAP נטו
43%	37%	39%	35%	הון עצמי (כולל זכויות מיעוט) לסך מאזן
45%	53%	53%	57%	חוב פיננסי ל- CAP
24%	43%	35%	45%	חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו
0.68	1.60	1.20	1.52	חוב נטו ל- EBITDA
2,531	3,171	2,775	2,775	FFO
160	-321	-57	-57	WC
2,692	2,851	2,719	2,719	CFO
1,414	1,651	1,694	1,694	CAPEX
185	0	0	0	DIV
1,093	1,200	1,025	1,025	FCF
114%	57%	64%	50%	FFO לחוב נטו
49%	22%	23%	18%	FCF לחוב נטו

מקור: דוחות החברה לשנת 2005 ועיבודי מידרוג.

אודות המנפיק

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

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

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

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמש 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 שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CCB020406

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") 2006.

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 בעינייה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן : "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו : www.midroog.co.il. 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. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. 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 של כדאיות השקעה 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.