



# "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

מעקב | דצמבר 2014

## מחברים:

אביטל כהן, רו"ח, אנליסטית

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

אבי בן-נון, ראש צוות

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

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות

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

## "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2	דירוג סדרות
------------------	-----	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa2 באופק יציב לאג"ח (סדרות 5 עד 8) שהנפיקה בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק" ו/או "החברה").

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30/09/2014 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
*5	2300069	06/2004	5.3%	מדד	644	2014-2016
6	2300143	06/2011	3.7%	מדד	3,216	2018-2022
7	2300150	06/2011	מק"מ לשנה + 1.4%	שקלי משתנה	735	2018-2022
8	2300168	06/2011	5.7%	שקלי	1,355	2015-2017

\*ללא אג"ח בבעלות בזק זהב- חברה בת בבעלות מלאה.

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בחוסן הפרופיל העסקי של החברה, הנובע מחוזק המותג ומתמחיל הפעילות המגוון. בזק הינה החברה המובילה בענף התקשורת בישראל וחולשת על מרבית מגזרי התקשורת, עם נתחי שוק מהותיים בכל תחומי הפעילות. פיזור הקווים העסקיים של החברה מקטין את החשיפה האינהרנטית לסיכון ומפצה על שינויים בתנאי השוק על פני זמן בסגמנטים השונים של הענף. תמחיל הפעילות המגוון וגודלה של החברה מאפשרים לה לספוג תמורות אקסוגניות- בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים. לחברה בעלות על תשתית תקשורת ניחת הפרוסה בכל רחבי ישראל המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייח. בנוסף, נהנית החברה מנוכחות דומיננטית בתחום הסלולר, ה-ISP והטלוויזיה הרב ערוצית. מיצובה העסקי הגבוה של החברה מתבטא ברווחיות גבוהה, המתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים ויחסי כיסוי ההולמים את הדירוג. מנגד, נציין את רמת המינוף המאזני הגבוהה של החברה, אשר אינה בולטת לטובה יחסית לדירוג ואינה צפויה להשתנות מהותית, גם נוכח מדיניות החברה לחלק מדי שנה את מלוא רווחיה כדיבידנד לבעלי המניות.

עליית הסיכון הענפי והתממשות הסיכונים העיקריים בענף התקשורת מצד התחרות והרגולציה, מהווים משקולת לחוסנו של הפרופיל הפיננסי של החברה

לאחרונה אישר הרגולטור את כינונו של שוק סיטונאי במגזר הנייח בטווח הזמן הקצר. להערכת מידרוג, ליישום רפורמת השוק הסיטונאי צפויות השפעות מקצות על תוצאות החברה- מחד, צפי להתגברות התחרות במגזר הנייח והטלוויזיה הרב ערוצית, תוך שחיקה ב-ARPL<sup>1</sup>, ב-ARPU ובהכנסות והסטה חלקית של ביקושים הזמן הקצר והבינוני. מאידך, הסדרת השוק הסיטונאי טומנת בחובה תמריץ משמעותי לחברה בדמות ביטול חובת ההפרדה המבנית ויכולת הצעת ערך תחרותית של חבילות משולבות שאינן פריקות, תוך פוטנציאל התייעלות משמעותי במבנה הארגוני של החברה, ניהול רשת התקשורת ומבנה ההוצאות. להערכתנו, חוסר היציבות במגזר הנייח יימשך בטווח הזמן הקצר כאשר לא יחול שינוי בקריטריון ההחלטה העיקרי של הצרכן- כלומר תחרות המחירים תימשך ושיעורי הנטישה ימשיכו להיות גבוהים, כאשר פוטנציאל התייעלות של החברות בענף מוגבל.

<sup>1</sup> הכנסה חודשית ממוצעת לקו.



בתרחיש הבסיס מניחה מידרוג המשך שחיקה בהכנסות וברווחיות החברה בטווח הזמן הקצר ושיפור הרווחיות בטווח הזמן הבינוני. בנוסף, נציין כי החברה צפויה להמשיך השקעות מהותיות ברכוש קבוע לצורך שמירה על יתרונה היחסי ומעמדה בענף, נוכח פרויקטים מהותיים במגזר הנייד והנייח (LTE ופריסת סיבים אופטיים). להערכתנו, שיעור ה-EBITDA המותאם של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 41% ל-45% בטווח הזמן הקצר והבינוני, אשר הינו גבוה וכולט לטובה. מידרוג מעריכה, כי החברה תוסיף לייצר תזרימים חזקים, אם כי הנראות שלהם פחתה, ויחסי כיסוי ההולמים לדירוג, הצפויים, להערכתנו, להישמר בטווח הדירוג.

להערכתנו, החברה תוכל להקטין את רמת המינוף בשוליים בגובה התזרים החופשי המצטבר, שצפוי להיות חיובי בשנתיים הקרובות. להערכת מידרוג, כפי שנלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב המתואם נטו ל-EBITDA והחוב המתואם נטו ל-FFO, אינם צפויים להשתנות מהותית בטווח הזמן הבינוני וינעו בטווחים שבין 1.6 ל-1.8 ו-2.0 ל-2.5, בהתאמה.

להערכתנו, יס מהווה החזקת ליבה של בזק ונדבך מהותי באסטרטגיה העסקית שלה. בנוסף ליתרונות העסקיים בטווח הבינוני והארוך (ובראשם הצעת הערך הכוללת) ברכישת יתרת האחזקות ב-יס, ככל שזו תצא אל הפועל, עסקת הרכישה יכולה להוביל לגידול מסוים ברמת המינוף של בזק ושחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי. אין לדעת בשלב זה את גובה ההשפעה, אם בכלל, שכן מבנה העסקה ועלותה טרם נקבעו. נושא זה יבחן על ידינו עם היוודע מבנה העסקה ותנאיה. אופק הדירוג היציב משקף את פיזור הפעילות וגודלה של החברה, המאפשרים לה לספוג המשך תמורות אקסוגניות-בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים, ותומכים בדירוג הנוכחי, למרות הסביבה העסקית המשתנה והמאתגרת. יתר על כן, מיצובה העסקי הגבוה של החברה, המתבטא בכריות רווחיות גבוהות ופוטנציאל ההתייעלות המהותי, מהווים כרית ביטחון נוספת כנגד המשך הרעה בסביבה העסקית.

לצד זאת נציין את הנזילות ההולמת והגמישות הפיננסית הטובה של החברה, הנסמכות על יתרות מזומנים בהיקפים מהותיים יחסית, לצורכי שירות החוב והדיבידנד ב-12 החודשים הקרובים, יכולת ייצור המזומנים העצמית (כאשר מדיניות הדיבידנד והיקפי ה-CAPEX ברי שינוי), היעדר קובננטים המגבילים את פעילותה מצד המערכת הפיננסית והיעדר שעבודים על עיקר נכסיה. בנוסף, לחברה נגישות טובה למערכת הפיננסית בישראל (בנקאית וחץ בנקאית) לצורך מחזור חובותיה.

**בזק (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים –מיליוני ₪ :**

2010	2011	2012	2013	1-9/13	1-9/14	
11,987	11,373	10,278	9,563	7,154	6,793	הכנסות
3,528	3,381	2,907	2,804	2,130	1,992	רווח תפעולי *
2,442	2,061	1,864	1,771	1,419	1,695	רווח נקי
29.4%	29.7%	28.3%	29.3%	29.8%	29.3%	% רווח תפעולי *
4,937	4,776	4,343	4,115	3,113	2,952	*EBITDA
41.2%	42.0%	42.3%	43.0%	43.5%	43.5%	* EBITDA %
4,056	3,698	3,409	3,033	2,572	2,270	FFO
(1,491)	(1,673)	(1,235)	(916)	(691)	(813)	CAPEX NET
(3,733)	(3,155)	(3,071)	(2,830)	(2,830)	(802)	DIV
372	2,298	1,547	1,742	1,256	4,094	יתרות נזילות
5,345	9,175	8,968	8,085	8,582	7,536	חוב פיננסי מתואם נטו
14,238	17,331	15,766	15,022	14,789	16,539	סך נכסים במאזן
37.4%	15.5%	15.6%	16.1%	13.9%	12.2%	הון עצמי למאזן
1.1	1.9	2.1	2.0	2.1	1.9	חוב פיננסי מתואם נטו*** / EBITDA***
1.3	2.5	2.6	2.7	2.7	2.4	חוב פיננסי מתואם נטו*** / FFO***
1.6	3.0	2.9	2.5	2.6	2.6	חוב פיננסי מתואם נטו*** / EBITDA-CAPEX***

\* בנטרול הכנסות/הוצאות אחרות  
 \*\* כולל דיבידנד לשלם ובניכוי נכסים נזילים.  
 \*\*\* LTM

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**סיכון ענפי בינוני, נוכח תחרות אינטנסיבית ורגולציה כבדה המעודדת תחרות**

סיכון הענף הינו בינוני, יחסית לממוצע הכלל משקי, כאשר רמת אי הוודאות בענף גדלה במהלך השנים האחרונות וזאת בעיקר נוכח רגולציה כבדה ומעודדת תחרות, הפועלת להקטנת חסמי הכניסה בכל הסגמנטים של ענף התקשורת. המגזר הנייד, המהווה חלק מהותי מענף התקשורת (כ- 47% מהכנסות הענף לסוף שנת 2013), ספג מספר תמורות רגולטוריות בשלוש השנים האחרונות, שהוציאו אותו משיווי משקל והעצימו את התחרות. ביטוי לתחרות, לשחיקת המחירים והרווחיות, כאמור, ניתן לראות בשחיקה מתמשכת ביכולת ייצור התזרימים המצרפית של הענף, כאשר בשנים אלה חל גידול משמעותי ברמת המינוף של ענף התקשורת ועם מגמה זו עלייה בסיכון הענפי (כמפורט בגרף מטה). להערכתנו, חוסר היציבות במגזר הנייד ימשך בטווח הזמן הקצר כאשר לא יחול שינוי בקריטריון ההחלטה העיקרי של הצרכן- כלומר תחרות המחירים תימשך ושיעורי הנטישה ימשיכו להיות גבוהים, כאשר פוטנציאל ההתייעלות של החברות בענף מוגבל (ללא פגיעה במיצובן העסקי), נוכח מהלכי התייעלות שכבר בוצעו. אנו מעריכים כי בטווח הזמן הבינוני יבוצעו מהלכי קונסולידציה בענף, נוכח רמות המחירים הנמוכות ובחלק מהחברות אף מחירי הפסד, בהינתן הסביבה העסקית המאתגרת.

רמת התחרות במגזר הנייד צפויה אף היא להתגבר, נוכח כפיית הרגולטור לכינונו של שוק סיטונאי בטווח הזמן הקצר. נציין כי במגזר זה רמת הוודאות גבוהה יותר ביחס לעבר, כאשר ניתן מענה רגולטורי לשאלה המרכזית, שנתרה פתוחה- רמת התמחור ותיק השירות בנוגע לשימוש בתשתיות (לאחר התערבות הרגולטור). במסגרת הרפורמה קבע הרגולטור מחיר סיטונאי לחבילת ADSL<sup>2</sup> הכוללת נפח גלישה ממוצע בדומה לקצב הגלישה בשנת 2014, כאשר קצב הגלישה צמח בשנים האחרונות משמעותית ומספק מעבר לצרכים הנוכחיים של הלקוח הפרטי.

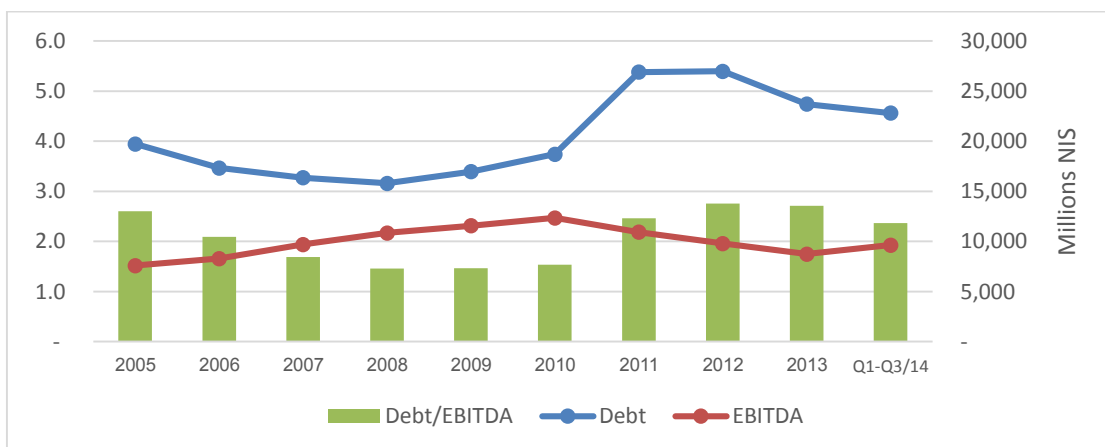
<sup>2</sup> Asymmetric digital subscriber line

להערכתנו, רפורמת השוק הסיטונאי תתבסס בשלב הראשוני על בסיס לקוחות ה- VOB וה- DTT, אולם בהמשך תחול הסטת ביקושים נוספת כתלות במיקומם על ציר הזמן של המתחרים על עקומת ההיצע (מחיר / נתח שוק). להערכתנו וכנגזר מכפיית המחירים הרגולטורית, אשר תומכת חלקית בעידוד התחרות במגזר ע"י הצעת ערך זולה יותר ומקיפה יותר, נוכח מבנה עלויות נוח יותר לחלק מהשחקניות בסגמנט, תחול בטווח הזמן הקצר והבינוני שחיקה מסוימת ב- ARPL<sup>3</sup> ועצירת מגמת השיפור ב- ARPU של תשתית האינטרנט ובהמשך אף שחיקה מסוימת בו.

לגבי מגזר הטלוויזיה הרב ערוצית, אנו צופים גידול בתחרות לצד חדירה של טכנולוגיות חדשות וירידה ב- ARPU במהלך טווח הזמן הבינוני בעיקר, נוכח הנמכת חסמי הכניסה (דרך הקמת שוק סיטונאי) וכניסת מפעילות סלולאריות לטלוויזיה על גבי האינטרנט (IPTV), VOD אינטרנטי ומאמצי הרגולטור לייצר תחרות בשוק זה (חבילה צרה). נציין כי, להערכתנו, עלויות התוכן יהוו גורם מכריע שיקשה על כניסת תחרות לסגמנט ויצמצם הסטת ביקושים. להערכתנו, למיזם הסיבים האופטיים של חברת החשמל, אשר אמור להתפתח בשנים הקרובות לא צפויה השפעה על מבנה התחרות בטווח הזמן הקצר והבינוני, כאשר עיקר ההשפעה בטווח הקרוב הינה הקדמת השקעות ושרדוג תשתיות רחב פס ע"י חברות התשתית הקיימות, לצורך יצירת יתרונות יחסיים וחדירה מוקדמת לשוק עם תשתית של סיבים אופטיים. נוסף על האמור לעיל, מאופיין ענף התקשורת בעתירות הון ובחשיפה לחדשנות טכנולוגית, אשר יוצרים יתרונות יחסיים זמניים ואי ודאות לגבי כניסה ופיתוח מוצרים חדשים או תחליפיים.

מנגד נציין כי הענף מאופיין ביתרונות לגודל, בפיזור עסקי, בשיעורי חדירה גבוהים, בביקושים יציבים וגוברים (בחלק מהסגמנטים), תוך חשיפה מועטה יחסית למחזוריות כלכלית. להערכת מידרוג ובהמשך להערכותינו הקודמות, יתכנס ענף התקשורת, בטווח הזמן הבינוני למספר קבוצות תקשורת (שתיים קיימות ושתי חברות סלולר, שיתהוו לקבוצות תקשורת) שיספקו את מכלול השירותים בענף. השקעות הוניות גבוהות ימשיכו ללוות את הענף (הן במגזר הנייח והן במגזר הנייד) בשנים הקרובות לשימור הקיים וליצירת הזדמנויות צמיחה חדשות, תוך המשך ניסיון לאיחוד ושיתוף רשתות בכדי לחסוך בהשקעות ובעלויות ובדומה למגמה בעולם המערבי. הרגולציה תוסיף להוות גורם סיכון מרכזי בענף.

התפתחות יחס הכיסוי חוב ל- EBITDA בענף התקשורת<sup>4</sup> בשנים 2005-2014



<sup>3</sup> הכנסה חודשית ממוצעת לקו.

<sup>4</sup> חברות טלקום וסלולר ציבוריות וחברת הטלוויזיה הרב ערוצית - די.בי.אס (YES).



## פרופיל עסקי ופיננסי חזקים, הנתמכים במותג חזק וכריות רווחיות בולטות לטובה יחסית לדירוג

בזק הינה החברה המובילה בענף התקשורת בישראל, נתמכת במותג חזק וחולשת על מרבית מגזרי התקשורת, עם נתחי שוק מהותיים בכל תחומי הפעילות. פיזור הקווים העסקיים של החברה מקטין את החשיפה האינהרנטית לסיכון ומפצה על שינויים בהעדפות צרכנים ובתנאי השוק על פני זמן לסגמנטים השונים של ענף התקשורת. לחברה בעלות על תשתית תקשורת נייחת, הפרוסה בכל רחבי ישראל, המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייח. בנוסף, נהנית החברה מנוכחות דומיננטית בתחום הסלולר, ה-ISP והטלוויזיה הרב ערוצית. תמהיל הפעילות המגוון וגודלה של החברה מאפשרים לה לספוג תמורות אקסוגניות- בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים. מיצובה העסקי של החברה מתבטא ברווחיות גבוהה, המהווה כרית ביטחון ראשונה כנגד אי הוודאות בסביבה העסקית ומתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים.

שיעורי ה-EBITDA של החברה נעו בטווח שבין 42% ל-43% בשלוש השנים האחרונות, כאשר המגזר הנייח מהווה החלק הארי בתרומה ל-EBITDA. התחרות הגוברת בענף התקשורת, בשילוב עם רפורמות רגולטוריות בכלל הסגמנטים והשחיקה המתמשכת בהכנסות, מהווים אתגר עבור החברה להמשיך ולשמר רווחיות גבוהה. על החברה חלות מגבלות שונות, הפוגעות ביכולת התחרות שלה מול מתחרותיה, ובעיקרן חובת ההפרדה המבנית, חוסר היכולת להציע חבילות משולבות שאינן פריקות (בניגוד להוט), היעדר גמישות תעריפים וחובת מתן שירות לכלל הציבור בישראל. עם זאת, הסדרת השוק הסיטונאי צפויה בהמשך להסיר חלק מחסמים רגולטוריים אלה.

להערכת מידרוג, ליישום רפורמת השוק הסיטונאי צפויות השפעות מקדמות על תוצאות החברה- מחד, צפי להתגברות התחרות במגזר הנייח והטלוויזיה הרב ערוצית, תוך שחיקה ב-ARPU ובהכנסות והסטה חלקית של ביקושים בטווח הזמן הקצר והבינוני. מאידך, הסדרת השוק הסיטונאי תומנת בחובה תמריץ משמעותי לחברה בדמות ביטול חובת ההפרדה המבנית ויכולת הצעת ערך תחרותית של חבילות משולבות שאינן פריקות, תוך פוטנציאל התייעלות משמעותי במבנה הארגוני של החברה, ניהול רשת התקשורת ומבנה ההוצאות.

נוכח אי הוודאות המאפיינת את הסביבה העסקית בשוק התקשורת ערכה מידרוג מספר תרחישים ומצבי עולם בהסתברויות שונות לצורך תחזית הפעילות של בזק בטווח הזמן הבינוני. בתרחיש הבסיס של מידרוג, הונחו ההנחות המרכזיות הבאות: 1. יישום רפורמת השוק הסיטונאי במחצית השנייה של שנת 2015. 2. ביטול חלקי של ההפרדה המבנית במחצית השנייה של שנת 2016- השפעה נלקחה רק בצד ההוצאות. 3. לא הונחה השפעה חיובית של הצעת ערך משולבת (באנדל) בטווח התחזית. 4. המשך השקעה בפריסת סיבים אופטיים עד לבניין בשנתיים הקרובות. 5. פרישה של כ-100 עובדים במגזר הנייח. 6. המשך מכירת נכסי נדל"ן וסיום מכירת כבלי נחושת. 7. אסטרטגית נתח שוק במגזר הנייד והמשך תחרות מחירים. 8. שיתוף רשתות פאסיבי בלבד במגזר הנייד. 9. השקעה ברשת LTE בשנתיים הקרובות. 10. איבוד הכנסות Roaming בגין הוט מובייל החל מינואר 2015. 11. הדירוג לא לוקח בחשבון את ההשפעות בגין עסקת YES, אלה יבחנו לקראת התבהרות תנאי העסקה.

לאור האמור לעיל, אנו צופים המשך שחיקה בהכנסות החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני ושחיקה ברווחיות החברה בטווח הזמן הקצר והתייצבות ואף שיפור ברווחיות בטווח הזמן הבינוני. להערכתנו, שיעור ה-EBITDA המותאם של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 41% ל-45% בטווח הזמן הקצר והבינוני, אשר הינו גבוה ובוולט לטובה.

## מינוף מאזני גבוה המקוזז ע"י צפי להמשך ייצור תזרימי מזומנים חזקים ויחסי כיסוי ההולמים את

### רמת הדירוג

לחברה יכולת השבת רווחים גבוהה, אשר תמכה בתזרימי מזומנים תפעוליים חזקים במהלך השנים האחרונות והיא צפויה להמשיך ולהציג תזרימים תפעוליים חזקים בשנים הקרובות, למרות מגמת השחיקה בהם. להערכתנו, נראות התזרים פחתה ובטווח הזמן הקצר צפויה המשך שחיקה בהיקפו והתייצבות בטווח הזמן הבינוני. נציין כי, היקף התזרים עדיין תומך ביחסי כיסוי מהירים יחסית, ההולמים את הדירוג. ליום ה- 30.09.2014 עמדו יחסי הכיסוי חוב מתואם נטו ל- EBITDA וחוב מתואם נטו ל- FFO על כ- 1.9-2.4. בהתאמה. להערכת מידרוג, כפי שנלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב המתואם נטו ל- EBITDA והחוב המתואם נטו ל- FFO, אינם צפויים להשתנות מהותית בטווח הזמן הבינוני וינועו בטווחים שבין 1.6 ל- 1.8 ו- 2.0 ל- 2.5, בהתאמה.

לחברה השקעה שנתית מהותית ברכוש קבוע, לצורך שימור יתרונה הטכנולוגי ותחזוקת הרשתות. קצב ההשקעות של החברה ברכוש קבוע עמד בממוצע על 1.3 מיליארד ש"ח לשנה, בשנים 2012-2014. בטווח הזמן הקצר והבינוני אנו מניחים היקף השקעה שנתי (נטו), שינוע בטווח שבין 1.1 ל- 1.3 מיליארד ש"ח לשנה (המשך השקעה בפריסת סיבים, LTE ותחזוקה שוטפת). בנוסף, לחברה מדיניות חלוקה של 100% מהרווח הנקי השוטף כדיבדנד לבעלי המניות.

החברה מאופיינת בשנים האחרונות ברמת מינוף גבוהה. החוב פיננסי המתואם נטו ליום ה- 30.09.2014 הסתכם ב- 7.5 מיליארד ש"ח ולהערכתנו צפוי לקטון בשוליים בטווח הזמן הבינוני כתוצאה מ- FCF מצטבר חיובי נמוך.

המינוף המאזני של החברה גבוה ומהווה משקולת לדירוג, כפי שמשקף ביחסי ההון למאזן והון עצמי מוחשי למאזן (112%-1.5%, בהתאמה ליום ה- 30.09.2014) להערכתנו, יחס ההון למאזן לא צפוי לסטות משמעותית מטווח שבין 14% ל- 16% כתלות בפערי עיתוי בגין חלוקת דיבידנדים ובשל מדיניות דיבידנדים רחבה של 100% מהרווח הנקי.

הערכה זו אינה כוללת את גילום ההשפעה של עסקה אפשרית לרכישת יתרת מניות יס המוחזקות על ידי יורוקום תקשורת, חברה קשורה ובעלת השליטה המשורשרת בבזק. הרכישה, ככל שזו תצא אל הפועל, יכולה לצד היתרונות העסקיים בטווח הבינוני והארוך (ובראשם הצעת הערך הכוללת), להוביל לגידול מסוים ברמת המינוף של בזק ושחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי. אין לדעת בשלב זה את גובה ההשפעה.

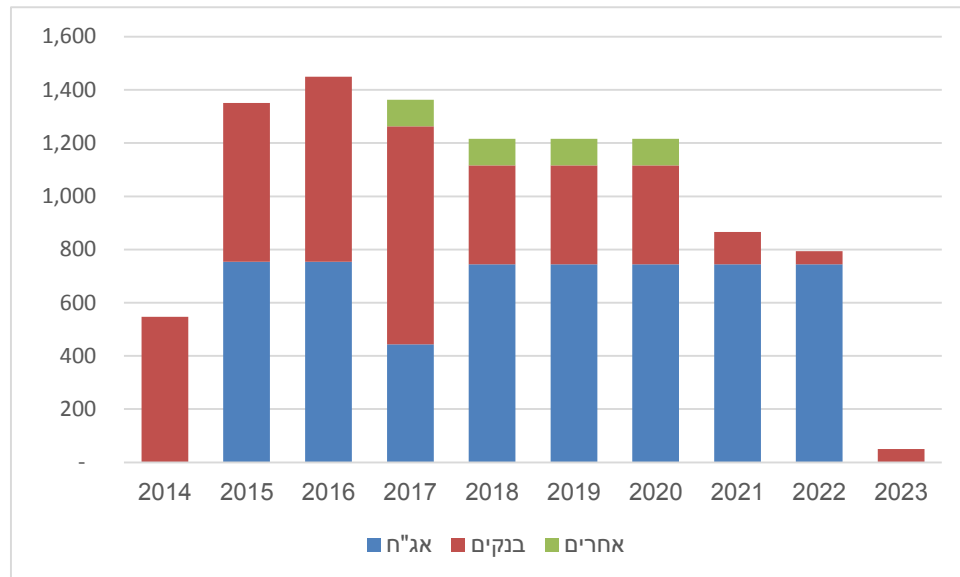
### נזילות וגמישות פיננסית הולמות ביחס לפרופיל הסיכון

נזילות החברה טובה יחסית ונתמכת בהיקף נכסים נזילים משמעותי, המהווה כ- 148% מסך החלויות השוטפות (כולל דיבידנד לשלם) וכ- 35% מסך החוב, נכון ליום ה- 30.09.2014.

מדיניות הדיבידנדים, כמו גם קצב ההשקעות ברכוש קבוע, הובילו לתזרים חופשי (FCF), כהגדרתנו, בהיקף שאינו מהותי ואף שלילי בשנים האחרונות (גם כתלות בהון חוזר), למרות יכולת ייצור המזומנים הגבוהה. בשנים 2015-2016 אנו מניחים תזרים חופשי חיובי מצטבר, אולם שיעורו מתוך החוב הינו פחות מהולם את רמת הדירוג. יש לציין שיחסי כיסוי הריבית של החברה בולטים לטובה ותומכים גם כן בנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה.

על אף הסיכון הטכנולוגי ומדיניות הדיבידנד האמורים לעיל, לחברה גמישות פיננסית טובה- היעדר קובננטים המגבילים את פעילותה מצד המערכת הפיננסית והיעדר שעבודים על עיקר נכסיה. בנוסף, לחברה נגישות טובה למערכת הפיננסית בישראל (בנקאית וחץ בנקאית) לצורך מחזור חובותיה, גם בתקופות בהן היצע האשראי מוגבל, כפי שמשקף גם בפרמיית סיכון נמוכה.

בזק (מאוחד) לוח סילוקין של החוב הפיננסי לז"א ליום 30.09.2014, במיליוני ש"ח



## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

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

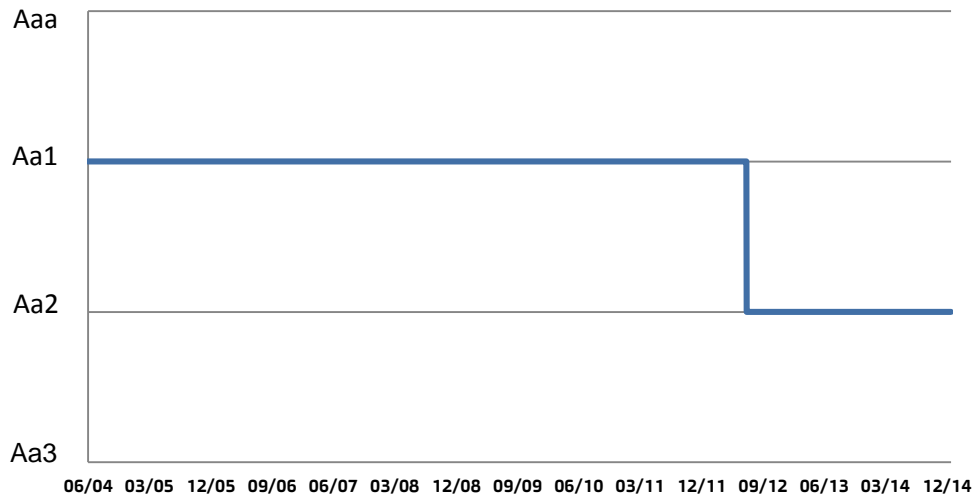
### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שחיקה משמעותית ביחסי הכיסוי
- רגולציה שיהיה בה לפגוע במידה משמעותית במעמדה העסקי של החברה מעבר להערכותינו
- אובדן משמעותי של נתחי שוק בתחום התקשורת הנייחת והניידת עם התגברות התחרות אודות החברה

## אודות החברה

חברת בזק, יחד עם החברות הבנות הכלולות שלה, הינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל, שירותים הכוללים בעיקר בעלות ותחזוקה של תשתית קווית כלל ארצית לטלפוניה ולאינטרנט, שירותי טלפוניה פנים-ארצית ובינלאומית, שירותי טלפוניה סלולארית ניידת, שירותי תקשורת נתונים, שירותי תוכן באינטרנט ושירותי טלוויזיה רב-ערוצית באמצעות שידורי לוויין. החברה מחזיקה בבעלות מלאה בחברות הבת בזק בינלאומי ופלאפון. כמו כן מחזיקה החברה בכ- 49.8% מחברת הבת די.בי.אס. בעלי המניות העיקריים בחברה הם: בי קומיוניקיישנס (30.97%) בשליטתו בשרשרת של מר שאול אלוביץ (דרך מספר קומות ובהן אינטרנט זהב ויורוקם תקשורת) והציבור (68.89%).





דוחות קשורים

- [ענף התקשורת מתודולוגיית דירוג \(יוני 2011\)](#)
- [בזק- דוח מעקב \(יולי 2013\)](#)

תאריך דוח: 28.12.2014

**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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

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

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה 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 ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.