



"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

דוח מעקב שנתי | דצמבר 2010

1

מחברים:

אבי בן-נון, אנליסט

avib@midroog.co.il

לינה קנטרוביץ, אנליסטית

linak@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

| | | |
|------------------|-----|-------------|
| אופק דירוג: יציב | Aa1 | דירוג סדרות |
|------------------|-----|-------------|

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1 לאג"ח (סדרות 4 ו-5) שהנפיקה בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק" או "החברה"), תוך השארת אופק הדירוג יציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

| שנת פירעון האג"ח | יתרה בספרים ליום 30/09/2010 | ערך נקוב (מיליוני ₪) | הצמדה | שיעור ריבית שנתית | מועד הנפקה | מספר נייר | סדרת אג"ח |
|------------------|-----------------------------|----------------------|-------|-------------------|------------|-----------|-----------|
| 2008-2011 | 354 | 300 | מדד | 4.8% | 05/2004 | 2300051 | 4 |
| 2011-2016 | *2,822 | *2,387 | מדד | 5.3% | 05/2004 | 2300063 | 5 |

* מתוך יתרה זו, כ- 1,040 מיליון ₪ (880 מיליון ₪ ע.ג.) נמצאים בידי חברת בת, בבעלות מלאה של החברה.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בחוסן הפרופיל העסקי של החברה הנובע מתמהיל פעילות החולש על מרבית תחומי התקשורת בישראל, עם נתחי שוק מהותיים בכל תחומי הפעילות, מבעלות על תשתית תקשורת ניחת בכל רחבי ישראל המקנה לה מעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייח ומנוכחות דומיננטית בתחום הסלולר המהווה מנוע צמיחה עבור החברה ורושם שיפור מתמשך בביצועים. יש לציין, כי המגזר הנייד עומד מול אתגרים מצד התחרות והרגולציה, אשר צפויים לפגוע במגמת השיפור בתוצאות הכספיות ולהחרפת התחרות. מעמדה העסקי של החברה מתבטא ברווחיות טובה לאורך השנים, המתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים ויחסי כיסוי מהירים.

לצד היותו של ענף התקשורת דפנסיבי ובעל ביקושים יציבים, הענף מאופיין ברמת רגולציה כבדה החותרת להרחיב את מידת התחרות, ובפרט מגבילה את יכולת הפיתוח העסקי של בזק, נוכח מעמדה המונופוליסטי בשוק הנייח.

החברה נדרשת להשקעות גבוהות ברכוש קבוע- שברובן הן השקעות בצמיחה ובחדשנות הנדרשות לצורך שמירה על מעמדה של הקבוצה. מאפיין זה, לצד מדיניות החברה לחלוקת מלוא הרווח הנקי כדיבידנד, בין השאר לשירות ההתחייבויות בקבוצת ביקום ואינטרנט זהב, פוגעים בתזרים החופשי, אשר הינו נמוך. יש לציין לצד זאת את הנזילות והגמישות הפיננסית החזקות של החברה הנסמכות על יכולת ייצור המזומנים העצמית ועל הנגישות הטובה למקורות המימון. אנו מציינים כסיכון גם את תיאבון הדיבידנד של בעלי המניות על רקע חלוקת דיבידנד מיוחד שבוצעה ב- 2007. בנוסף, במאי 2010 החברה חילקה דיבידנד על בסיס רווח חד פעמי של כ- 1.5 מיליארד ש"ח שנבע מהפסקת האיחוד של יס ברבעון השלישי של 2009. הותרת אופק דירוג יציב נתמכת בהמשך יציבות בתוצאות הכספיות ועמידת החברה ביחסי כיסוי מהירים.

בשנת 2009 הכנסות החברה¹ גדלו בכ- 4.6% לעומת התקופה המקבילה. עיקר הגידול בהכנסות נבע מגידול בתחום הנייד (18.1%), לעומת יציבות בשאר תחומי הפעילות. מגמת הגידול בהכנסות נמשכה גם בתשעת החודשים הראשונים של 2010 בהם נרשם גידול של כ-4.0% לעומת התקופה המקבילה. במהלך השנים האחרונות מאופיינת הרווחיות התפעולית (לפני הכנסות/הוצאות אחרות) של החברה במגמת שיפור מרמה של כ-21.2% בשנת 2007 לרמה של כ-30.1% בתשעה החודשים הראשונים של 2010. השיפור ברווחיות נבע מהתייעלות תפעולית, מירידה בהוצאות התמלוגים ומקיטון בהוצאות הפחת, נוכח הפסקת איחוד פעילות די.בי.אס ושינוי בערכי הגרט של תשתיות החברה². יש לציין, כי לשיפור ברווח תרמה הסבתם של חלק מעובדי בזק לטובת פריסת רשת ה-NGN באופן שהוביל להיוון עלויות שכר כחלק מההשקעה ברשת.

1 הנתונים הפיננסיים מתייחסים לחברה במאוחד עם חברות הבנות, אלא אם צוין אחרת.

2 בנוסף לגורמים, שמנינו לשיפור הרווחיות, שיפור נוסף חל מקיטון בהוצאות דמי הקישוריות במגזר הנייח לרשתות סלולאריות במקביל לירידה בהכנסה מדמי קישוריות.

בזק (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים ימיליוני ש"ח* :

| 31.12.06 | 31.12.07 | 31.12.08 | 31.12.09 | 30.09.09 | 30.09.10 | |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--|
| 12,232 | 11,136 | 11,015 | 11,519 | 8,587 | 8,929 | הכנסות |
| 1,815 | 2,360 | 2,736 | 3,173 | 2,438 | 2,689 | רווח (הפסד) תפעולי לפני הכנסות/ הוצאות אחרות |
| 750 | 1,361 | 1,521 | 3,541 | 3,174 | 1,868 | רווח (הפסד) נקי |
| 2.6% | -9.0% | -1.1% | 4.6% | -8.1% | 4.0% | שינוי במכירות % |
| 14.8% | 21.2% | 24.8% | 27.5% | 28.4% | 30.1% | רווח תפעולי % |
| 3,448 | 4,090 | 4,343 | 4,603 | 3,747 | 3,884 | EBITDA |
| 28.2% | 36.7% | 39.4% | 40.0% | 43.6% | 43.5% | EBITDA % |
| 3,131 | 3,137 | 3,413 | 3,639 | 3,119 | 3,123 | FFO |
| 1,115 | 1,069 | 1,622 | 1,622 | 1,270 | 1,052 | CAPEX |
| 1,600 | 2,860 | 1,514 | 1,941 | 792 | 2,453 | ** DIV |
| 468 | (1,252) | 113 | 34 | 855 | (740) | תזרים חופשי - FCF |
| 2,632 | 1,203 | 786 | 580 | 1,278 | 1,346 | יתרות נזילות |
| 6,194 | 5,065 | 4,405 | 4,136 | 4,166 | 5,727 | חוב פיננסי ברוטו |
| 17,545 | 15,159 | 14,314 | 13,941 | 14,535 | 15,252 | סך נכסים במאזן |
| 29.6% | 27.5% | 29.6% | 46.9% | 42.6% | 31.2% | הון עצמי למאזן |
| 1.79 | 1.23 | 1.01 | 0.89 | 1.01 | 1.18 | חוב פיננסי ל-EBITDA |
| 1.97 | 1.61 | 1.29 | 1.13 | 1.21 | 1.48 | חוב פיננסי ל-FFO |
| 2.65 | 1.68 | 1.62 | 1.39 | 1.52 | 1.67 | חוב פיננסי / EBITDA-CAPEX |

* החל משנת 2009 הפסיקה בזק לאחד את תוצאותיה של דיביאס ("ס") והיא מוצגת כחברה כלולה. הנתונים לשנים 2007-2008 הוצגו מחדש לשקף את הירידה מאיחוד. בשנת 2009 רשמה החברה רווח חשבונאי בסך של כ-1.5 מיליארד ש"ח נוכח שערך שוויה של האחזקה ביס לאור הירידה מאיחוד.

** סכום הדיבידנד לשנת 2007 כולל דיבידנד מיוחד בסך 1.8 מיליארד ש"ח בעקבות הפחתת הון ולשנת 2010 דיבידנד מיוחד בסך של 1.5 מיליארד ש"ח, בשל רווח חד פעמי מהפסקת איחוד די.בי.אס בדוחותיה הכספיים.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

ענף יציב ודפנסיבי לצד צמיחה מתונה ורגולציה כבדה

ענף התקשורת מאופיין בסיכון עסקי נמוך יחסית לממוצע הכלל משקי. הענף מאופיין ברווייה ובשיעורי חדירה גבוהים, בביקושים יציבים, תוך חשיפה מועטה יחסית למחזוריות כלכלית, בפיזור עסקי וברמת תחרות משתנה בין הסגמנטים השונים (תחרות מתונה בסלולר ותחרות חזקה במגזר הנייח ובאינטרנט). מנגד, הענף מאופיין בעתירות הון, בחשיפה לחדשנות טכנולוגית וברגולציה רחבה, אשר יוצרים אי ודאות לגבי כניסה של מתחרים חדשים לענף, מבנה התעריפים ופיתוח מוצרים חדשים, או תחליפיים. פעילות הרגולציה לעידוד תחרותיות במגזר הסלולר, ע"י הנמכת חסמי הכניסה ובעיקר הפחתת דמי הקישוריות ומתן רישיונות למפעילים וירטואליים (MVNO), עלולה לפגוע בנתחי השוק של המפעילים הקיימים וברווחיותם. יש לציין, כי להפחתת דמי הקישוריות צפויה להיות השפעה מקזזת על החברה - פגיעה בתוצאות המגזר הנייד לעומת שיפור בתוצאות המגזר הנייח, נוכח גידול אפשרי בביקושים וירידה בעלויות המגזר הנייח.

פרופיל עסקי חזק המבוסס על תמהיל פעילות מגוון, נתחי שוק משמעותיים ובעלות על תשתיות לצד מגבלות על יכולת התחרות

בזק הינה החברה המובילה בתחום התקשורת בישראל, הפועלת בכל ענפי התקשורת בישראל לרבות טלפוניה נייחת, תקשורת סלולארית, שירותי גישה לאינטרנט, שיחות בינ"ל וטלויזיה רב ערוצית. לחברה נתחי שוק מובילים בכל תחומי פעילותה כאשר בתחום התקשורת הנייחת החברה הינה מונופול. תחום זה היווה כ-44% ממחזור המכירות המאוחד וכ-55% מה-EBITDA ברבעון השלישי 2010. יש לציין שהפעילות בתחום הנייח מאופיינת במגמת שחיקה במהלך השנים האחרונות כתוצאה מחדירת מפעילים קויים נוספים וכתוצאה מהתגברות השימוש בטלפוניה סלולארית. על אף השחיקה המתמשכת בהכנסות ובנתח השוק של המגזר הנייח, רווחיותו גבוהה והוא מהווה את העוגן בפעילות הקבוצה (שיעור EBITDA ללא הכנסות/ הוצאות אחרות של 52.4% בתשעת החודשים הראשונים של 2010 לעומת 50.9% בתקופה המקבילה אשתקד).

בעלות החברה על תשתיות בפריסה ארצית מעניקה לה יתרון תחרותי ומאפשרת לחברה גמישות עסקית³. החברה ממשיכה להרחיב ולשדרג את התשתיות העומדות לרשותה על-מנת לשמר את היתרון היחסי שלה (הקמת רשת ה-NGN). התחרות הגוברת בענף התקשורת בשילוב עם שינויים רגולטוריים מחמירים מהווים אתגר עבור החברה להמשיך להציג צמיחה בהכנסות ושמירה על שולי רווח גבוהים. על החברה חלות מגבלות שונות הפוגעות ביכולת התחרות שלה אל מול מתחרותיה, ובעיקרן חוסר היכולת להציע חבילות משולבות מסובסדות בניגוד להוט⁴, היעדר גמישות בתעריפים, שמונע ממנה להציע תעריפים דיפרנציאליים והנחות על שירותים, חובת הפרדה מבנית וחובת מתן שירות לכלל הציבור בישראל בניגוד לרישיונות ייחודיים, שניתנו למתחרים, אשר מאפשרים להם לספק שירותים על פי העדפת רווחיות. להערכת מידרוג, בטווח הזמן הבינוני עשויה החברה לקבל אישור לשווק חבילות מסובסדות (לא פריקות), נוכח מגמת השחיקה בנתח השוק שלה. קבלת האישור תשפר את מעמדה התחרותי בענף.

תחום הסלולר היווה מנוע לשיפור בהכנסות וברווחיות בשנים האחרונות על רקע השחיקה בהכנסות המגזר הנייח - השנתיים הקרובות צפויות להיות מאתגרות עבור כל הענף ופלאפון בתוכו

פיזור הקויים העסקיים של החברה מקטין את החשיפה האינהרנטית לסיכון ומפצה על שינויים בהעדפות צרכנים על פני זמן לסגמנטים השונים של ענף התקשורת. ביטוי לכך ניתן לראות בשחיקה בתרומת המגזר הנייח לסך ההכנסות לעומת גידול בתרומת המגזר הנייד, שמבטא בחלקו גם את השינויים בביקושים ובטעמי הצרכן הישראלי. תחום הסלולר

³ בנוסף לחברה רק להוט יש בעלות על תשתית תקשורת בפריסה ארצית.

⁴ החברה יכולה לספק "חבילה משולבת פריקה" ללא יכולת סבסוד - רכישת כל שרות בנפרד בתנאים זהים לאלו המוצעים בסל. אישור חבילה מסובסדת תלוי ירידה בנתח שוק ובחינה מחודשת ע"י משרד התקשורת.



מידרוג

מהווה מנוע צמיחה עבור החברה, למרות האתגרים הרגולטורים, נוכח יכולת השבת רווחים גבוהה, הנשענת על בסיס לקוחות רחב ומפוזר וטכנולוגיה מתקדמת. במהלך השנתיים האחרונות הצליחה פלאפון לשפר את ביצועיה בתחום התקשורת הסלולארית לאחר מעבר לטכנולוגיית ה-HSPA/UMTS. מעבר זה אפשר לה להגדיל את בסיס הלקוחות, אשר ברובו Post Paid ולשפר משמעותית את תוצאותיה העסקיות, נוכח שירותי ערך מוסף, הרחבת שירותי הנדידה וגיוון ציוד הקצה המתאפשרים בשל הקמת הרשת. בתחום הסלולר החברה הציגה צמיחה בהכנסות של כ-5.1% לעומת רבעון מקביל ב-2009; צמיחה של כ-2.4% בממוצע דקות שימוש למנוי בחודש ושיפור קל בהכנסה החודשית הממוצעת למנוי. תחום התקשורת הסלולארית מהווה כ-47% מהכנסות החברה וכ-38% מה-EBITDA. יש לציין, כי על אף השיפור בשיעור ה-EBITDA הוא נותר נמוך יחסית למתחרותיה.

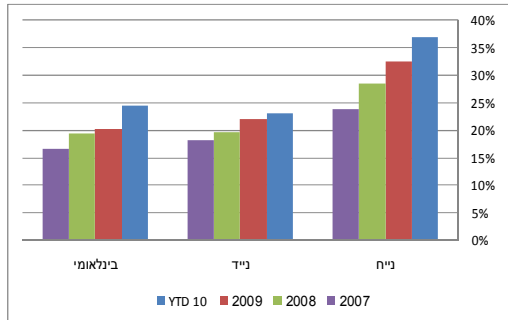
להערכת מידרוג, הפחתת דמי הקישוריות צפויה להנמיך את חסמי הכניסה לענף ולעודד כניסת מתחרים חדשים - על בסיס התשתיות הקיימות, לשחוק את הרווחיות ולפגוע בתזרימי המזומנים של המפעילות הקיימות בטווח הזמן הקצר (חברות הסלולר פרטנר וסלקום מעריכות פגיעה חודשית של 30-40 מיליון ₪ ב-EBITDA). בנוסף, מתן רישיונות למפעילים וירטואליים (MVNO), כמו גם למפעיל חמישי, צפויים גם הם להגביר את התחרות בטווח הזמן הבינוני, להגדיל את שיעור המעבר בין החברות (CHURN) ולפגוע בנתחי השוק של הספקים הקיימים. לאור זאת אנו צופים שחיקה ברווחיות של פלאפון בשנה הקרובה כאשר ההשפעה של כניסת המתחרים תוך שנה עד שנתיים עדיין אינה וודאית בעוצמתה. יש לציין כי המקורות העיקריים הצפויים לקזז חלק מהפגיעה בהכנסות וברווח של פלאפון הינם הגדלת ההכנסות משירותי קול ע"י שדרוג תוכניות התעריפים וצמיחה בשירותי ערך מוסף, נוכח המעבר לטכנולוגיית UMTS.

השוואה ענפית ענף הסלולר

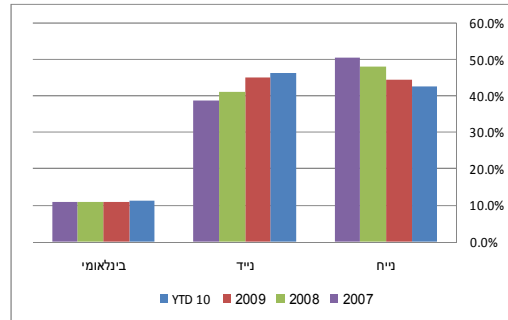
| ARPU הכנסה חודשית ממוצעת למנוי בש"ח | | | | | |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Q32010 | |
| 158 | 158 | 159 | 151 | 151 | פרטנר |
| 149 | 149 | 149 | 144 | 146 | סלקום |
| 138 | 131 | 126 | 132 | 137 | פלאפון |
| MOU ממוצע דקות שימוש למנוי בדקות | | | | | |
| 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Q32010 | |
| 311 | 336 | 365 | 364 | 361 | פרטנר |
| 333 | 348 | 329 | 331 | 334 | סלקום |
| 349 | 354 | 352 | 333 | 347 | פלאפון |
| מכירות במיליוני ₪ | | | | | |
| 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Q32010 | |
| 5,607 | 6,114 | 6,302 | 6,079 | 1,650 | פרטנר |
| 5,620 | 6,050 | 6,417 | 6,483 | 1,729 | סלקום |
| 4,444 | 4,684 | 4,713 | 5,376 | 1,442 | פלאפון |
| EBITDA % | | | | | |
| 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Q32010 | |
| 36.0% | 37.1% | 36.5% | 37.8% | 38.8% | פרטנר |
| 33.2% | 35.0% | 37.5% | 39.0% | 41.4% | סלקום |
| 28.9% | 27.4% | 30.9% | 33.4% | 35.0% | פלאפון |

מגזר האינטרנט והשירות הבינ"ל הציג המשך גידול בהכנסות של כ-4.5% לעומת התקופה המקבילה ושיעור EBITDA של כ-27% ללא שינוי מהותי. מגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית הציג במהלך השנה גידול בהכנסות של כ-3.8% וגידול של כ-2.2% ב-ARPU עקב גידול בשימוש בערוצי הפרימיום ועלייה בצריכת מוצרים מתקדמים.

תרומת המגזרים העיקריים לרווח תפעולי



תרומת המגזרים העיקריים להכנסות



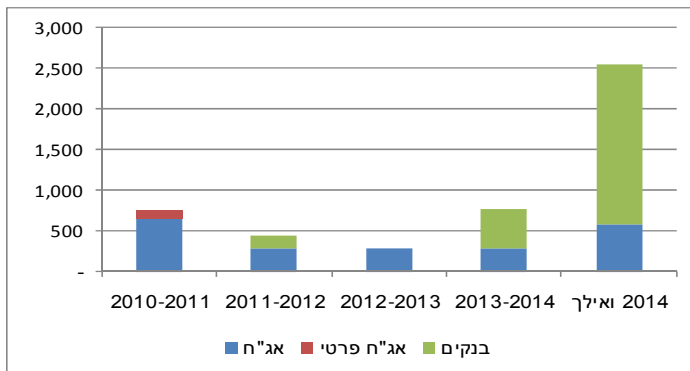
איתנות פיננסית טובה הנתמכת ביחסי כיסוי מהירים, נוכח תזרימי מזומנים חזקים מפעילות

היקף החוב הפיננסי של החברה ליום 30.9.2010 הסתכם ב-5.7 מיליארד ש"ח, ברובו חוב לזמן ארוך. במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2010 נטלה החברה הלוואות לזמן ארוך בהיקף של 2.6 מיליארד ש"ח חלקן למחזור חוב קיים. החברה שומרת על רמת מינוף מתונה יחסית בהשוואה לחברות אחרות בענף, אולם לדעת מידרוג, תאבון הסיכון שלה גדל, כפי שמתבטא ביחס הון עצמי למאזן ליום 30.9.2010 (31.2%) יחסית לסוף שנת 2009 (46.9%). לחברה יכולת השבת רווחים גבוהה, אשר תומכת בתזרימי מזומנים חזקים ויציבים במהלך השנים האחרונות. כפועל יוצא, לחברה יחסי כיסוי חוב מהירים התומכים בדירוג הקיים. יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO עומדים על ממוצע של 1.1 ו-1.4 בהתאמה בשלוש השנים האחרונות וצפויים להיותר ברמה התומכת בדירוג הנוכחי בזמן הקצר.

מדיניות דיבידנדים אגרסיבית והשקעות ברכוש קבוע מובילים לתזרים חופשי (FCF) בהיקף נמוך

לחברה מדיניות לחלוקה של 100% מהרווח הנקי השוטף כדיבידנד לבעלי המניות (בארבעת הרבעונים האחרונים חילקה 100% מהרווח הנקי, כולל רווח חד פעמי של 1.5 מיליארד ש"ח, שנבע מהפסקת איחוד יס ברבעון השלישי של 2009). קצב ההשקעות של החברה ברכוש קבוע עלה מדרגה בשנתיים וחצי האחרונות ועומד בממוצע על 1.6 מיליארד ש"ח לשנה וצפוי להימשך גם אל תוך 2011, נוכח השקעות ברשת ה-NGN (פריסה של מעל ל-80% מבתי האב במדינה צפויה ב-2012) ובטכנולוגיית ה-HSPA/UMTS. להערכת מידרוג, ב-2012 ההשקעה ברכוש קבוע צפויה לקטון, נוכח סיום פריסת רשת ה-NGN. מדיניות הדיבידנדים, כמו גם קצב ההשקעות ברכוש קבוע מובילים לתזרים חופשי (FCF) בהיקף שאינו מהותי ואף שלילי בשנים האחרונות ופוגעים בגמישות החברה. סיכון זה מקוזז בחלקו מצד מידת הגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה, אשר בעצמה נסמכת על יכולת ייצור המזומנים הגבוהה של החברה, היעדר קובננטים המגבילים את פעילותה מצד המערכת הפיננסית ועיקר נכסיה, אשר פנויים משעבוד. לחברה נגישות טובה למערכת הפיננסית בישראל לצורך מחזור חובתיה והיא הוכיחה זאת בתקופה האחרונה. לחברה רמת נזילות סבירה ביחס לעומס הפירעונות בשנים הקרובות.

בזק (מאוחד) לוח סילוקין של החוב הפיננסי לז"א ליום 30.9.2010, במיליוני ש"ח



אופק הדירוג

איננו רואים גורמים שיכולים להוביל לשיפור הדירוג בהתחשב ברמת המינוף הנוכחית ובמדיניות הדיבידנד וקצב ההשקעות הצפוי של החברה בטווח אופק הדירוג.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה ביחסי הכיסוי של החברה תוך עלייה ביחס החוב הפיננסי ל-EBITDA אל מעל 2.0
- רגולציה שיהיה בה לאיים במידה משמעותית על מעמדה העסקי של החברה
- אובדן משמעותי של נתחי שוק בתחום התקשורת הנייחת והניידת עם התגברות התחרות

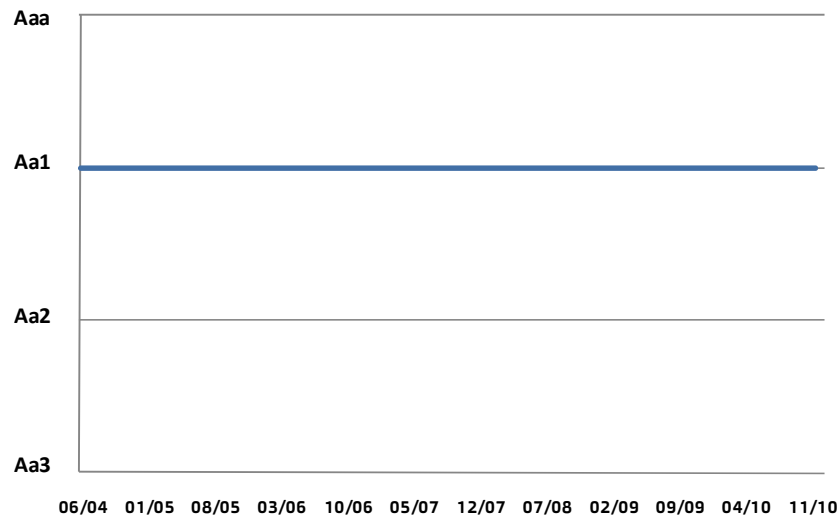
אודות החברה

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 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.

ביום 14.4.2010 הושלמה עסקת מכירת גרעין השליטה (30.44%) בבזק מאפ.סב.אר החזקות בע"מ לבי קומיוניקיישנס בע"מ. בעלי המניות העיקריים בחברה הם: בי קומיוניקיישנס (30.35%), מוסדיים (5.17%) והציבור (64.48%).

ביום 2.12.2010 הודיעה החברה, כי יו"ר הדירקטוריון מר שלמה רודב יסיים את תפקידו ביום ה-31.12.2010 ואת מקומו יתפוס מר שאול אלוביץ.

היסטוריית דירוג



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 שכירות + 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

| | | |
|--|-----|-----------------------|
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי. | Aaa | דרגת השקעה |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 לפדיין של קרן וריבית. | Ca | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיין קרן או ריבית. | C | |

מידרוג משתמשת במושגים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.



דו"ח מספר: CCB061210000M

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") 2010.

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.

11

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. 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 במישורן 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 צריכה 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להתייעץ 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 שהמטודולוגיות 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.