



"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2014

מחבר:

אביטל כהן, רו"ח אנליסטית
avitalc@midroog.co.il

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות
avib@midroog.co.il
סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il



”בזק” החברה הישראלית לתקשורת בע”מ

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

מידרוג מודיעה על דירוג Aa2 באופק יציב לאג”ח סדרות 6 ו-7 שמתכוונת להנפיק בזק החברה הישראלית לתקשורת בע”מ (”בזק” ו/או ”החברה”) בסך של עד 1.0 מיליארד ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת סדרות. תמורת ההנפקה מיועדת לשימושיה השוטפים של החברה. הדירוג ואופק הדירוג חלים על כלל אגרות החוב במחזור של החברה, כמפורט להלן.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 13.08.14. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

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 30/6/2014 (מ’ ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג”ח
*5	2300069	06/2004	5.3%	מדד	642	2015-2016
6	2300143	06/2011	3.7%	מדד	2,071	2018-2022
7	2300150	06/2011	מק”מ לשנה + 1.4%	שקלי משתנה	616	2018-2022
8	2300168	06/2011	5.7%	שקלי	1,336	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 ומתמהיל 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. תמהיל 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 הנייה. 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 הגבוהה של החברה, אשר אינה בולטת לטובה יחסית לדירוג, בין השאר, לאור 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. הרגולציה בענף הסלולר הוכיחה את נחישותה בהנמכת חסמי הכניסה לענף ובעידוד התחרות, במידה שהובילה להגברת אי הוודאות בענף. התחרות החזקה בענף הסלולר נמשכת גם בשנת 2014 ולהערכתנו היא צפויה להיות חזקה גם ברבעונים הקרובים, תוך המשך שחיקת ה-ARPU, הרווחיות והתזרימים של השחקניות בסגמנט ובהן פלאפון. מידרוג צופה כי חוסר היציבות בענף הסלולר ימשך בטווח הזמן הקצר, תוך המשך שחיקה בתוצאות הפיננסיות של מגזר הסלולר, שמהווה חלק מהותי בהכנסות ובתזרימים של החברה, אשר יקוזז חלקית ע”י התייעלות תפעולית וצמצום נוסף במבנה ההוצאות.



המהלכים לכינון שוק סיטונאי במגזר הנייח האטו בחודשים האחרונים ואנו מעריכים כי תוצאותיהם לא ישפיעו על תוצאותיה של בזק בטווח הקצר. בטווח הבינוני צפויים השפעות מוגדות על תוצאות החברה - מחד, צפי להתגברות התחרות במגזר הנייח והטלוויזיה הרב ערוצית, תוך שחיקה ב-ARPL¹, ב-ARPU ובהכנסות והסטה חלקית של ביקושים בטווח הזמן הבינוני. מאידך, השפעה חיובית שתנבע מהסדרת השוק הסיטונאי ותאפשר ביטול ההפרדה המבנית ויכולת הצעת ערך תחרותית של חבילות משולבות מצידה של בזק, תוך פוטנציאל התייעלות משמעותי במבנה הארגוני של החברה, ניהול רשת התקשורת ומבנה ההוצאות. בתרחיש הבסיס מניחה מידרוג המשך שחיקה בהכנסות וברווחיות החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני, בעיקר כתוצאה ממגזר הנייד כנזכר לעיל, תוך שחיקה מסוימת בתזרימים (EBITDA ו-FFO) ובנראות שלהם בטווח הזמן הקצר והבינוני, אם כי היקפם צפוי להישאר משמעותי. בנוסף, נציין כי החברה צפויה להמשיך השקעות מהותיות ברכוש קבוע לצורך שמירה על יתרונה היחסי ומעמדה בענף, אם כי בקצב מתון יותר יחסית לשנים האחרונות נוכח סיומם של מספר פרויקטים מהותיים. למרות איומי הרגולציה והתחרות האינטנסיבית, מידרוג צופה, כי החברה תוסיף לייצר תזרימים גבוהים ויחסי כיסוי מהירים יחסית, הצפויים, להערכתנו, להישמר בטווח הדירוג. להערכתנו, החברה תקטין את רמת החוב נטו במהלך שנת 2014 לעומת סוף שנת 2013, לאחר שנסיימה חלוקת הדיבידנד המיוחד² ובגובה התזרימים החופשי שצפוי להיות חיובי, בחלקו גם בשל השפעה חיובית של צרכי ההון החוזר. בשנת 2015 איננו מניחים ירידה נוספת בחוב נטו, בעיקר בשל גידול בהשקעות ברכוש קבוע ובהון החוזר. 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 הקצר והבינוני והם יעמדו סביב 2.0X ו-2.5X בהתאמה, ובדומה להערכתנו הקודמת.

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. יתר על כן, מיצובה העסקי הגבוה של החברה, המתבטא בכריות רווחיות גבוהות ופוטנציאל התייעלות 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, לצרכי 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. להערכתנו, לחברה נגישות טובה למערכת הפיננסית (בנקאית וחוף בנקאית) לצורך מחזור חובותיה.

¹ הכנסה חודשית ממוצעת לקו.

² הסתיימה בשנת 2013 עם חלוקת מנה בהיקף 500 מיליון ₪.

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

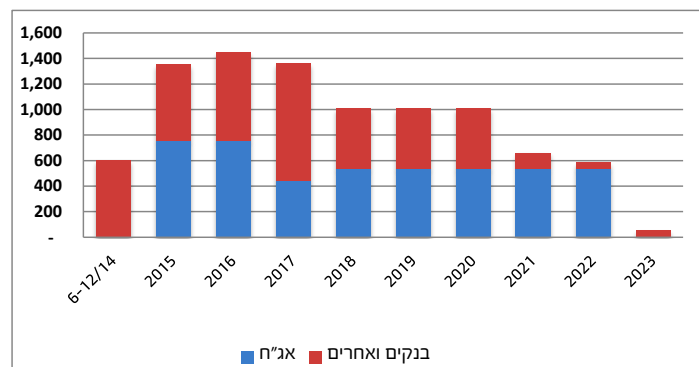
2009	2010	2011	2012	2013	1-6/13	1-6/14	
11,519	11,987	11,373	10,278	9,563	4,756	4,561	הכנסות
3,173	3,528	3,381	2,907	2,804	1,415	1,346	רווח תפעולי **
3,541	2,442	2,061	1,864	1,771	1,347	1,267	רווח נקי
27.5%	29.4%	29.7%	28.3%	29.3%	29.8%	29.5%	%רווח תפעולי **
4,658	4,937	4,776	4,343	4,115	2,069	1,979	**EBITDA
40.4%	41.2%	42.0%	42.3%	43.0%	43.5%	43.4%	% EBITDA
3,639	4,056	3,698	3,409	3,033	1,679	1,457	FFO
(1,622)	(1,491)	(1,673)	(1,235)	(916)	(424)	(563)	NET CAPEX
(1,941)	(3,733)	(3,155)	(3,071)	(2,830)	(1,361)	(802)	DIV
734	372	2,298	1,547	1,742	2,007	2,398	יתרות נזילות
3,402	5,345	9,175	8,968	8,085	8,422	6,951	חוב פיננסי נטו מתואם***
13,941	14,238	17,331	15,766	15,022	15,778	15,040	סך נכסים במאזן
46.9%	37.4%	15.5%	15.6%	16.1%	16.3%	19.2%	הון עצמי למאזן
0.7	1.1	1.9	2.1	2.0	2.1	1.8	חוב פיננסי נטו מתואם / EBITDA
0.9	1.3	2.5	2.6	2.7	2.6	2.5	חוב פיננסי נטו מתואם / FFO
1.1	1.6	3.0	2.9	2.5	2.6	1.8	חוב פיננסי נטו מתואם / EBITDA-CAPEX

* החל מאוגוסט 2009 הפסיקה בזק לאחד את תוצאותיה של דיביאס ("יס") והיא מוצגת כחברה כלולה. על פי כללי ה-IFRS בשנת 2009 רשמה החברה רווח חשבונאי בסך של כ-1.5 מיליארד ₪, נוכח שערור שווה של האחזקה בים, לאור הפסקת האיחוד.

** בנטרול הכנסות/הוצאות אחרות

*** כולל דיבידנד לשלם מיוחד ושוטף (ז"ק וז"א) ובניכוי נכסים נזילים.

בזק (מאוחד) : לוח סילוקין ליום 30.6.2014, במיליוני ש"ח



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה בהיקף החוב ושיפור פרמננטי ביחסי הכיסוי, לרבות באמצעות התזרים החופשי
- אימוץ מדיניות דיבידנד, אשר תאפשר שיפור ביחסי הכיסוי ותזרים חופשי משמעותי

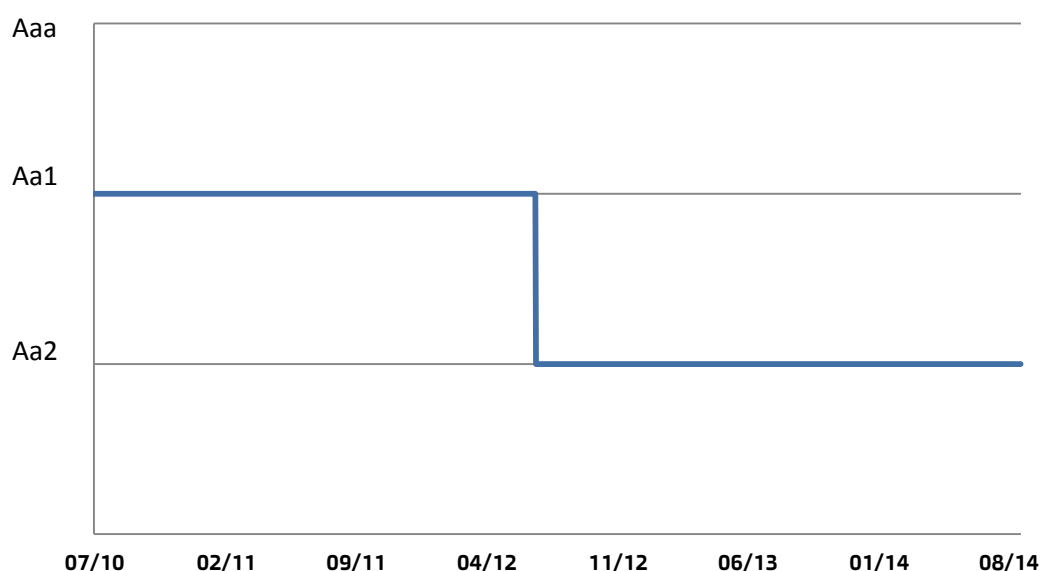
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שחיקה משמעותית ביחסי הכיסוי וביחסים פיננסיים אחרים, מעבר להערכתנו, שיש בה להשפיע על רמת הדירוג
- רגולציה שיהיה בה לפגוע במידה משמעותית במעמדה 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. בעלי המניות העיקריים בחברה הם: בי קומיוניקיישנס (30.97%) בשליטתו של מר שאול אלוביץ והציבור (68.89%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [ענף התקשורת מתודולוגיית דירוג \(יוני 2011\)](#)
- [בזק - דוח מעקב \(יולי 2012\)](#)
- [בזק - פעולת דירוג \(נובמבר 2013\)](#)

תאריך דוח: 13.08.2014

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 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 הוניות - 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 מסוימים.
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
© 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. 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 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 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.