

# "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

פעולת דירוג | יוני 2011

1

**מחבר:**

אבי בן-נון, אנליסט

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

**אנשי קשר:**

פבל יופה, ראש צוות

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

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



## ”בזק” החברה הישראלית לתקשורת בע”מ

אופק דירוג: שלילי	Aa1	דירוג סדרות
-------------------	-----	-------------

מידרוג מאשרת ומודיעה על מתן דירוג Aa1, אופק שלילי, לגיוס חוב בסך של עד 1.5 מיליארד ש.ע.ג. (סדרות חדשות), של בזק החברה הישראלית לתקשורת בע”מ (“בזק” או “החברה”). בנוסף, חל הדירוג על אגרות החוב, שבמחזור.

### סדרות האג”ח המדורגות ע”י מידרוג:

שנת פירעון האג”ח	יתרה בספרים ליום 31/03/2011	ערך נקוב (מיליוני ש.)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר נייר	סדרת אג”ח
2011-2016	*2,815	*2,387	מדד	5.3%	06/2004	2300069	5

\* מתוך יתרה זו, כ- 1,038 מיליון ש.ע.ג. נמצאים בידי חברה בת, בבעלות מלאה של החברה.

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בחוסן הפרופיל העסקי של החברה, הנובע מחוזק המותג ומתמחיל הפעילות. החברה החולשת 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 הניח ומנוכחות דומיננטית בתחום הסלולר. תמחיל הפעילות המגוון וגודלה של החברה מאפשרים לה לספוג תמורות אקסוגניות- בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים. יש לציין, כי מעמדה העסקי של החברה מתבטא ברווחיות גבוהה, אשר נמצאת במגמת שיפור לאורך השנים האחרונות, ומתורגמת 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 הניח. יש לציין כי להערכת מידרוג למסקנות ועדת חייק, עשויות להיות השפעות מקזזות על תוצאות החברה ובהן יכולת התייעלות משמעותית במבנה הארגוני של החברה כתוצאה מביטול ההפרדה המבנית. המגזר הניח, אשר היווה מנוע צמיחה עבור החברה בשנים האחרונות, עומד מול אתגרים מצד התחרות והרגולציה, אשר צפויים לפגוע במגמת השיפור בתוצאות הכספיות ובעיקר- בתחום השירותים ולהחרפת רמת התחרות.

הצבת האופק השלילי לדירוג מבטאת עליה בהיקף החוב הפיננסי והאטה ביחסי כיסוי החוב, עקב יישום תוכנית חלוקת הדיבידנד המיוחד, בהיקף של 3 מיליארד ש.ע.ג. בשנים 2011-2013. נציין כי החברה נוקטת במדיניות דיבידנד מרחיבה ומחלקת את מלוא רווחיה כדיבידנד לבעלי המניות.

בנוסף, בחלוקת הדיבידנד כנגד עליית החוב, נוצרת העדפה מסוימת לבעלי המניות לעומת בעלי החוב, כמשתמע מהמתודולוגיה של Moody's. החברה מאופיינת ביכולת ייצור תזרימי מזומנים גבוהים לאורך השנים, המאופיינים ברמת נראות גבוהה. לצד זאת, התזרים החופשי לאחר השקעות ובהתחשב במדיניות החברה לחלוקת מלוא הרווח הנקי כדיבידנד, לא מותרת תזרים חופשי (FCF) ומוביל למימון חלוקת הדיבידנד באמצעות עליה בהיקף החוב הפיננסי.

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

31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.3.2010	31.3.2011	
11,136	11,015	11,519	11,987	2,915	2,913	<b>הכנסות</b>
2,360	2,736	3,173	3,528	849	915	<b>רווח (הפסד) תפעולי בנטרול הכנסות/ הוצאות אחרות</b>
1,361	1,521	3,541	2,442	642	406	<b>רווח (הפסד) נקי</b>
1.5%	-1.1%	4.6%	4.1%	4.4%	-0.1%	<b>שינוי במכירות %</b>
21.2%	24.8%	27.5%	29.4%	29.1%	31.4%	<b>%רווח תפעולי- בנטרול הכנסות/ הוצאות אחרות</b>
3,869	4,194	4,658	4,937	1,192	1,250	<b>EBITDA - בנטרול הכנסות/ הוצאות אחרות</b>
34.7%	38.1%	40.4%	41.2%	40.9%	42.9%	<b>% EBITDA - בנטרול הכנסות/ הוצאות אחרות</b>
3,137	3,413	3,639	4,056	1,036	802	<b>FFO</b>
815	1,384	1,440	1,491	354	313	<b>NET CAPEX</b>
2,860	1,514	1,941	3,733	--	--	<b>** DIV</b>
(1,335)	105	78	(1,756)	397	433	<b>תזרים חופשי - FCF</b>
1,203	786	580	365	944	681	<b>יתרות נזילות</b>
5,065	4,405	4,136	5,717	3,880	6,622	<b>חוב פיננסי ברוטו מתואם</b>
15,159	14,314	13,941	14,238	14,234	15,133	<b>סך נכסים במאזן</b>
27.5%	29.6%	46.9%	37.7%	50.6%	19.9%	<b>הון עצמי למאזן</b>
1.3	1.1	0.9	1.2	0.8	1.3	<b>חוב פיננסי ל-LTM EBITDA מנוטרל הכנסות/ הוצאות אחרות</b>
1.6	1.3	1.1	1.4	0.9	1.7	<b>חוב פיננסי ל-LTM FFO</b>
1.7	1.6	1.3	1.7	1.2	1.9	<b>חוב פיננסי / LTM EBITDA-CAPEX</b>

\* החל מאוגוסט 2009 הפסיקה בזק לאחד את תוצאותיה של דיביאס ("יס") והיא מוצגת כחברה כלולה. על פי כללי ה-IFRS נתוני הרווח והפסד לשנים 2007-2008 הוצגו מחדש כדי לשקף את הפסקת האיחוד בעוד שהמאזן ותזרים המזומנים נותרו ללא שינוי וכוללים בתוכם את איחוד דיביאס. מידרוג ביצעה התאמות לחוב ולתזרים כך, שהינם משקפים את הירידה מאיחוד. שאר הנתונים המאזניים נותרו באיחוד י"ס. בשנת 2009 רשמה החברה רווח חשבונאי בסך של כ-1.5 מיליארד ש"ח, נוכח שערך שווה 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 דיביאס בדוחותיה הכספיים.

**אופק הדירוג**

**גורמים אשר עשויים להוביל לייצוב אופק הדירוג:**

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

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- שחיקה ביחסי הכיסוי וביחסים פיננסיים אחרים, שיש בה כדי להשפיע על רמת הדירוג
- רגולציה, שיהיה בה לאיים במידה משמעותית על מעמדה העסקי של החברה
- אובדן משמעותי של נתחי שוק בתחום התקשורת הנייחת והניידת עם התגברות התחרות

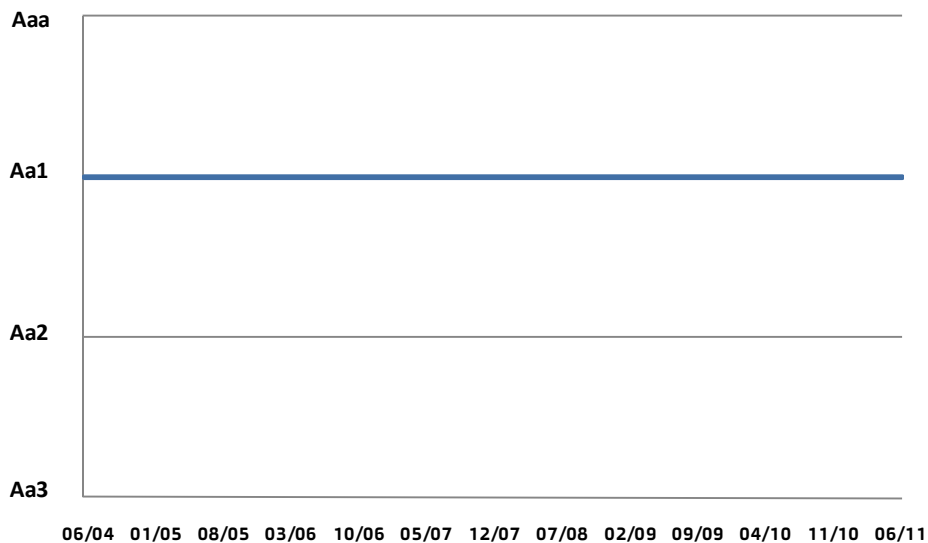
## אודות החברה

חברת בזק, יחד עם החברות הבנות והכלולות שלה, הינה הספקית המובילה 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 הבנות 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 (31.23%) והציבור (68.77%).

ביום 2.12.2010 הודיעה החברה, כי מר שאול אלוביץ מונה ליו"ר הדירקטוריון.

## היסטוריית דירוג



**מונחים פיננסיים עיקריים**

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

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") 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.

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 במישורין 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 ביעוץ 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.