



"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

פעולת דירוג | מאי 2013

1

מחבר:

אבי בן-נון, ראש צוות

avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il



”בזק” החברה הישראלית לתקשורת בע”מ

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

מידרוג מאשרת דירוג Aa2 באופק יציב למסגרת גיוס אגרות חוב בסך של עד 1.0 מיליארד ₪ ע.ג., שעתידיה להנפיק בזק החברה הישראלית לתקשורת בע”מ (”בזק” ו/או ”החברה”), באמצעות הרחבת סדרות 6 ו-7. הדירוג מבוסס על ההנחה כי היקף החוב הפיננסי של החברה אינו צפוי להשתנות כתוצאה מההנפקה.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 22.05.13. 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 31/03/2013 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קן האג”ח
*5	2300069	06/2004	5.3%	מדד	1,222	2013-2016
6	2300143	06/2011	3.7%	מדד	976	2018-2022
7	2300150	06/2011	מק”מ לשנה + 1.4%	שקלי משתנה	425	2018-2022
8	2300168	06/2011	5.7%	שקלי	1,329	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. לחברה בעלות על תשתית תקשורת ניחת הפרוסה בכל רחבי ישראל המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייה. בנוסף, הנהיית החברה מנוכחות דומיננטית בתחום הסלולר, ה-ISP והטלוויזיה הרב ערוצית. תמחיל הפעילות המגוון וגודלה של החברה מאפשרים לה לספוג תמורות אקסוגניות- בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים. 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 כתוצאה מחלוקת הדיבידנד המיוחדת, בנוסף למדיניות החברה לחלק מידי שנה את מלוא רווחיה כדיבידנד לבעלי המניות. בנוסף נציין, כי עליית הסיכון הענפי והתממשות הסיכונים העיקריים בענף התקשורת מצד התחרות והרגולציה, מהווים משקלות לחוסנו של הפרופיל הפיננסי של החברה.

הרגולציה בענף התקשורת הוכיחה את נחישותה בהנמכת חסמי הכניסה לענף ובעידוד התחרות, במידה שהובילה להגברת האי ודאות בענף. על כך נוסף את התחרות האגרסיבית, שהחלה בשנת 2011, בסגמנט הסלולר בין המפעילות הוותיקות, שנמשכה אל תוך 2012 עם כניסת שתי המפעילות החדשות ויצאת הענף משיווי משקל, תוך שחיקת ה-ARPU, הרווחיות והתזרימים של השחקניות בסגמנט ובהן פלאפון עם שחיקה מהותית בהכנסות וברווחיות. מידרוג צופה, כי חוסר היציבות בענף 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 מבנה ההוצאות. נוסף על כך, נציין את המשיך המאמצים לכינון שוק סיטונאי במגזר הנייח שלו השפעות מנוגדות על תוצאות החברה- מחד, צפי להתגברות התחרות במגזר הנייח והטלוויזיה הרב ערוצית, תוך שחיקה 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 המשיך שחיקה בהכנסות וברווחיות החברה בטווח הזמן הקצר ושיפור והתייצבות הרווחיות בטווח הזמן הבינוני, תוך שחיקה מסוימת בתזרימים 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 זה צפוי להתמתן בטווח הזמן הקצר והבינוני, 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 תוכל להקטין את רמת המינוף במהלך שנת 2014, לאחר סיום חלוקת המנה האחרונה של הדיבידנד המיוחד ובגובה התזרים החופשי שצפוי להיות חיובי. 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 וינעו בטווחים שבין 1.9 ל- 2.1 ו- 2.5 ל- 2.7, בהתאמה ובדומה להערכתנו הקודמת. אנו מעריכים כי תמורת הגיוס הנוכחי תופנה לאפיק סולידי מאוד, באופן שלא יוביל להגדלת החוב הפיננסי נטו המתואם.

אופק הדירוג היציב משקף את פיזור הפעילות וגודלה של החברה, המאפשרים לה לספוג המשיך 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 המשיך הרעה בסביבה העסקית.

לצד זאת נציין את הנזילות והגמישות הפיננסית הטובות של החברה, הנסמכות על יתרות מזומנים בהיקפים מהותיים יחסית לצורכי שירות החוב 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 וחוף בנקאית) לצורך מחזור חובותיה.

בזק (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים ימיליוני ₪* :

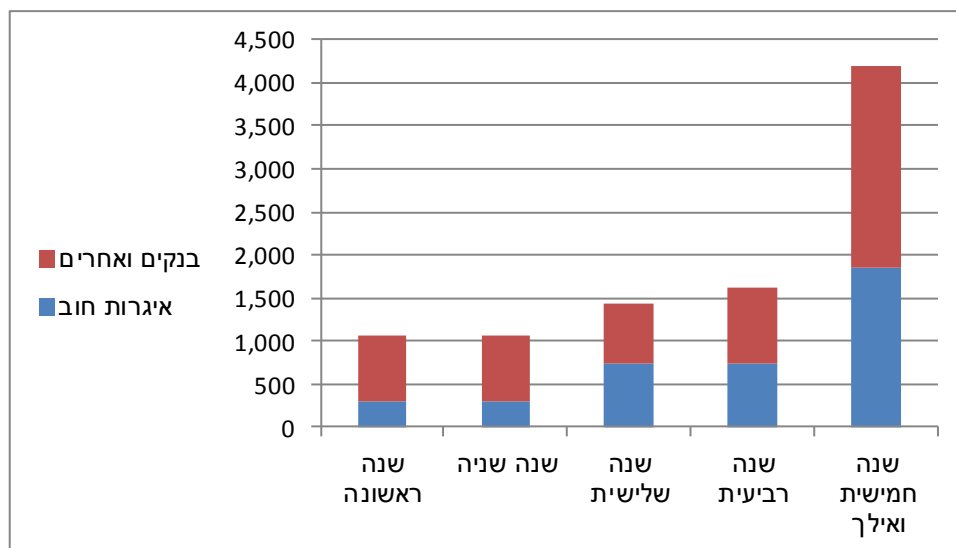
2009	2010	2011	2012	31.3.2012	31.3.2013	
11,519	11,987	11,373	10,278	2,740	2,405	הכנסות
3,173	3,528	3,381	2,907	827	689	רווח תפעולי **
3,541	2,442	2,061	1,864	591	497	רווח נקי
27.5%	29.4%	29.7%	28.3%	30.2%	28.6%	% רווח תפעולי **
4,658	4,937	4,776	4,343	1,185	1,017	EBITDA**
40.4%	41.2%	42.0%	42.3%	43.2%	42.3%	EBITDA %
3,639	4,056	3,698	3,409	1,077	1,054	FFO
1,440	1,491	1,673	1,235	413	246	NET CAPEX
1,941	3,733	3,155	3,071	--	--	DIV
580	365	2,298	1,547	2,770	2,085	יתרות נזילות
3,402	5,345	9,175	8,968	8,563	8,284	חוב פיננסי נטו מתואם***
13,941	14,238	17,331	15,766	17,921	16,093	סך נכסים במאזן
46.9%	37.7%	15.5%	15.6%	18.4%	18.4%	הון עצמי למאזן
0.7	1.1	1.9	2.1	1.8	2.0	חוב פיננסי ל-LTM EBITDA
0.9	1.3	2.5	2.6	2.2	2.5	חוב פיננסי ל-LTM FFO
1.1	1.6	3.0	2.9	2.9	2.7	חוב פיננסי ל-LTM 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 שערורן שוויה 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 של החוב הפיננסי לז"א ליום 31.03.2013, במיליוני ש"ח



גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

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

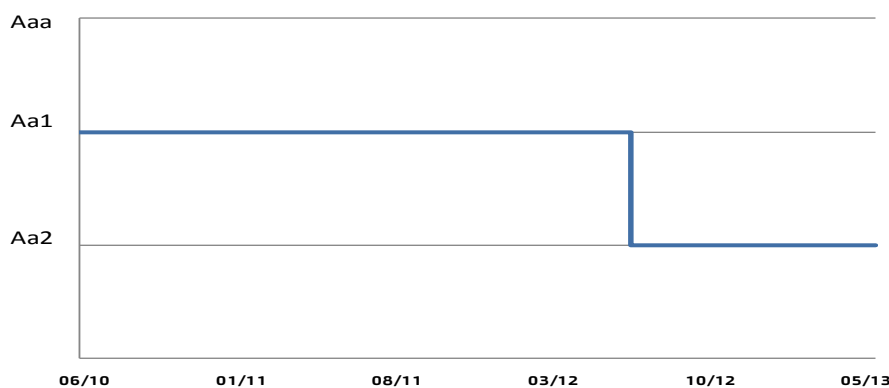
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שחיקה משמעותית ביחסי הכיסוי וביחסים פיננסיים אחרים, מעבר להערכתנו, שיש בה כדי 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%) והציבור (68.88%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

תאריך דוח: 22.05.2013

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.



דו"ח מספר: CCB0605131000M

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") 2013.

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 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 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.