

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ פלאפון תקשורת בע"מ

21 בפברואר, 2013

עדכון דירוג

הורדת דירוגים ל- 'ilAA' בשל אתגרים עסקיים מתמשכים
והחלשות מסוימת בפרופיל הפיננסי; תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

תמר שטיין, (03)7539721, Tamar_Stein@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

עמרי שטרן, (03)7539725, Omri_Stern@standardandpoors.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת דירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מחקר קשור

רשימת דירוגים

עדכון דירוג

הורדת דירוגים ל-'ilAA' בשל אתגרים עסקיים מתמשכים והחלשות מסוימת בפרופיל הפיננסי; תחזית הדירוג יציבה

תמצית

- בעקבות חשיפת שוק התקשורת הדינמי לתחרות ורגולציה מוגברת בתקופה האחרונה, נחלש, להערכתנו, הפרופיל העסקי של בזק החברה הישראלית לתקשורת.
- לדעתנו, הפרופיל הפיננסי של החברה ממשיך להיות מושפע לרעה מגמישות פיננסית מוגבלת כתוצאה ממדיניות דיבידנד אגרסיבית ומהערכתנו לעלייה מתונה ברמות המינוף בזמן הקצר.
- אנו מורידים את הדירוג של בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ושל חברת הבת שלה, פלאפון תקשורת בע"מ, הפועלות בתחום התקשורת, לדירוג 'ilAA' מדירוג 'ilAA+'. תחזית הדירוג יציבה.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי לא תחול החלשות נוספת בפרופיל הפיננסי ובמעמד העסקי של החברות וכי בזק תמשיך לשמור על רווחיות גבוהה ותזרימי מזומנים יציבים.

פעולת הדירוג

ב- 21 לפברואר 2013, הורידה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, המובילה בתחום התקשורת בישראל, ושל חברת הבת שלה, פלאפון תקשורת בע"מ, לדירוג 'ilAA' מדירוג 'ilAA+'. תחזית הדירוגים הנה יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוגים של בזק ופלאפון נובעת בעיקרה, מהערכתנו לרגישותן של החברות לשינויים במאפייני שוק התקשורת, העלולים להשפיע לשלילה על הפרופיל הפיננסי שלהן בטווח הארוך. נציין כי בהינתן הערכתנו שקיים קשר הדוק מאד בין חברת בזק לחברת הבת, פלאפון, אנו רואים את הדירוגים של חברת בזק ופלאפון כזהים. בשנים האחרונות סבל שוק התקשורת מתחרות אינטנסיבית במרבית התחומים, ובעיקר בתחום הסלולרי, והשינויים הרגולטוריים השונים השפיעו לשלילה על השחקנים העיקריים בשוק, כולל בזק. אנו צופים כי אי הוודאות בשוק התקשורת תימשך גם בחודשים הקרובים עד אשר תתבהר התמונה בקשר להרחבת התחרות בתחום התקשורת הנייחת ("השוק הסיטונאי"), ביטול ההפרדה המבנית, מכרז הדור הרביעי ועוד.

התחרות האינטנסיבית בשנת 2012 הובילה ללחץ על המחירים שבין היתר הוביל לקיטון של כ- 10% בהכנסות של בזק, ירידה בנתחי שוק של הפעילות הקווית והסלולארית שלה וירידה ב- EBITDA המתואם. יחד עם זאת, שיפור בשיעור הרווחיות של תחום התקשורת הקווית וכן צמצום הוצאות הפחתה לפרישה מוקדמת של עובדים, בקיזוז הירידה החדה ברווחיות תחום הסלולאר, הביאו לגידול ברווחיות המתואמת של בזק, כמתבטא ביחס מתואם של EBITDA להכנסות, לכ- 44% בשנת 2012 מ- 41% בשנת 2011. אנו מעריכים כי בטווח הזמן הקרוב, תמשיך התחרות האינטנסיבית בין הגופים השונים בשוק, אשר עשויה להוביל לירידה בנתחי השוק וברווחיות הקבוצה. יחד עם זאת, תרחיש הבסיס העתידי שלנו מניח כי לאור מעמדה המוביל בשוק ופעולותיה היזומות לשיפור הרווחיות, הקבוצה תצמצם את שיעור הירידה בהכנסות ותשמור על שיעורי רווחיות גבוהים מ- 40% בטווח הבינוני, בדומה לקבוצת הייחוס הבינלאומית באותה קבוצת הדירוג כדוגמת Koninklijke KPN N.V. (BBB-/Stable/A-3).

הפרופיל הפיננסי של הקבוצה מושפע לשלילה, להערכתנו, מגמישות פיננסית מוגבלת בהינתן חלוקת דיבידנד אגרסיבית של 100% מהרווח הנקי. להערכתנו, שעורי הדיבידנד לא צפויים להשתנות בטווח הקרוב. כמו כן, נותרו לבזק שני תשלומים אחרונים בשנת 2013 בסך כולל של 1 מיליארד ₪, בגין הפחתת ההון שהוכרזה בשנת 2010. אין אנו צופים חלוקות חריגות נוספות בשנים הקרובות.

השינויים השלייליים שהתרחשו בתקופה האחרונה בשוק התקשורת השפיעו על הפרופיל הפיננסי של הקבוצה והתבטאו ברמת מינוף גבוהת עבור הדירוג הקודם. בשנת 2012 הציגה הקבוצה יחס מתואם של חוב ל- EBITDA של 2.4x (לעומת 2.3x בשנת 2011) שהוא כ- 3.0x תוך הכללת חוב הבעלים. כמו כן, חלה ירידה ביחס FFO (funds from operations) לחוב אל מתחת ל- 35%. תרחיש הבסיס שלנו מניח המשך מכירת נחושת ומכירת ניירות ערך המוחזקים להשקעה כמקור נזילות עבור החברה. תרחיש הבסיס אינו מניח שיפור ברמות המינוף של הקבוצה בטווח הקרוב ומצביע גם על רגישות גבוהה למצב השוק אשר עלול להתבטא ברמת מינוף העולה על יחס חוב ל- EBITDA של 2.5x.

אף כי יכולת ייצור תזרימי המזומנים של הקבוצה יכולה לתמוך בדירוג הקודם, הפרופיל הפיננסי של בזק מוגבל לנוכח תזרימי מזומנים חופשיי שלילי (תזרימי שוטף בניכוי השקעות הוניות וחלוקת דיבידנד) הנובע בעיקר מחלוקת הדיבידנד המיוחד. יחד עם זאת, אנו צופים חזרה לתזרימי חופשי חיובי בשנת 2014, לאור הערכתנו לצמצום צרכי ההשקעה וסיום התשלומים בגין הפחתת ההון במהלך שנת 2013.

יצוין כי תרחיש הבסיס שלנו לא לוקח בחשבון ביטול אפשרי של ההפרדה המבנית בין הפעילות הקווית לבין פעילויות הכבלים והסלולרי, וכן לא נלקחה בחשבון היתכנותה של הרחבת התחרות בתחום התקשורת הנייחת ("השוק הסיטונאי") בשנת 2013 והשקעות מיוחדות אשר ידרשו בהקשר של מכרז דור רביעי ככל שיתבצע. להערכתנו, ההשלכות החיוביות על מיצובה הפיננסי והעסקי של הקבוצה בגין ביטול ההפרדה עשויות לקזז חלק מהירידה ברווחיות העלולה לנבוע לקבוצה כתוצאה מקיום השוק הסיטונאי, כל זאת בכפוף להסכמות בין משרד התקשורת וחברות התקשורת הרלוונטיות.

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של בזק כ"מספקת", על פי הקריטריונים שלנו, בשל תזרימי מזומנים חזק יחסית וניהול תזרימי פרואקטיבי.

על פי הקריטריונים שלנו, אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של הקבוצה לשימושים יעמוד על כ- 1.3x בחצי השנה הקרובה, כנדרש לפי המתודולוגיה שלנו לחברות ברמת הדירוג של בזק. כמו כן, לאור מדיניות הדיבידנד של החברה, אנו מעריכים כי החלשות בביצועים התפעוליים של החברה יובילו בהכרח לירידה בתשלומי הדיבידנד.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות הקבוצה נכון ליום 31 בדצמבר, 2012 לכלל שנת 2013 הינם:

- מזומן והשקעות לטווח קצר בהיקף של כ- 1.5 מיליארד ₪;
- תזרימי מזומנים שוטף והכנסות ממכירת נכסים (בעיקר נחושת) בסך כולל של 3.5-4 מיליארד ₪ עד סוף שנת 2013;

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה נכון ליום 31 בדצמבר, 2012 לכלל שנת 2013 הן:

- תשלום חלויות חוב של כ- 1.1 מיליארד ₪ בשנת 2013;
- תשלומי דיבידנד בסך כולל של 2.6 מיליארד ₪ בשנת 2013;
- והשקעות הוניות (capital expenditure) בסך של 1.3 מיליארד ₪ בשנת 2013.

כמו כן, רמת הנזילות ה"מספקת" של בזק נתמכת, להערכתנו, בנגישותה הגבוהה למקורות מימון מקומיים אשר יכולים לסייע במחזור פירעונות חוב החל משנת 2014. לבזק אין קווי אשראי חתומים ואין לה התניות פיננסיות. חברת הבת, פלאפון, עומדת בהתניות הפיננסיות שלה מול המערכת הבנקאית עם מרווח מספק.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי בזק תשמור על הפרופיל הפיננסי הנוכחי, תוך המשך ייצור מזומנים בהיקף גבוה מהפעילות השוטפת, ושמירה על הרווחיות הגבוהה ורמות המינוף הנוכחיות. אנו רואים ביחס מתואם של חוב ל-EBITDA של עד 3.0x (3.5x בהתחשב בחוב הבעלים) כהולם את רמת הדירוג הנוכחית.

החלטות נוספת של הפרופיל העסקי של הקבוצה אשר עשויה לבוא לידי ביטוי בירידה ברווחיות, החלטות מעמדה בשוק התקשורת המקומי והתגברות אי היציבות בשוק, עשויה להוביל לפעולת דירוג שלילית.

פעולת דירוג חיובית תיתכן במידה וביצועיה התפעוליים של בזק יישארו יציבים, בליווי הסרת אי הוודאות בשוק וכן במידה ותזרימי המזומנים מהפעילות השוטפת יספיקו למימון כל צרכי ההשקעה, תשלומי הדיבידנד ותשלומי הפחתת ההון של הקבוצה.

יישום ההוראות הרגולטוריות, ובמיוחד הסרת ההפרדה המבנית בין בזק לבין החברות הבנות שלה, בכפוף להשלכות על הביצועים התפעוליים, עשוי לתרום לתמיכת הדירוג בעתיד, ותיבחן בעת הצורך.

מחקר קשור

מאמר מתודולוגי: "סולם הדירוג המקומי של Standard and Poor's Maalot: מתודולוגיה לדירוגי הנפקה"
את המאמר המתודולוגי המוזכר ניתן למצוא באתר של S&P Maalot בקישור הבא: <http://www.maalot.co.il/content.asp?PagelId=300>

רשימת דירוגים

מדידירוג קודם	דירוג נוכחי	בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ
ilAA+/Negative	ilAA/Stable	סדרה 5
ilAA+	ilAA	סדרה 6
ilAA+	ilAA	סדרה 7
ilAA+	ilAA	סדרה 8
ilAA+	ilAA	הנפקות פרטיות
ilAA+/Negative	ilAA/Stable	פלאפון תקשורת בע"מ
ilAA+	ilAA	סדרה א
ilAA+	ilAA	סדרה ב
ilAA+	ilAA	סדרה ג

תוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנבעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל. מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנבעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.