

# B Communications Ltd.

---

30 ינואר, 2014

**דירוג חדש**

**קביעת דירוג 'ilA', תחזית הדירוג יציבה**

**אנליסט אשראי ראשי:**

תמר שטיין, 972-3-7539721, [tamar.stein@standardandpoors.com](mailto:tamar.stein@standardandpoors.com)

**אנליסט אשראי משני:**

אסנת יגר, +972-71767066-44-20, [osnat.jaeger@standardandpoors.com](mailto:osnat.jaeger@standardandpoors.com)

**תוכן עניינים**

---

תמצית

פעולת דירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מחקר קשור

רשימת דירוגים

## קביעת דירוג 'ilA', תחזית הדירוג יציבה

### תמצית

- B Communications Ltd, חברת אחזקות בתחום התקשורת, מתכננת להנפיק אגרות חוב מובטחות בסכום שווה ערך לכ-2.7 מיליארד ש"ח אשר ישמשו להחלפת חוב בנקאי ומוסדי ('העסקה'). הדירוג מתבסס על הערכתנו אודות פרופיל עסקי חזק המשולב עם רמת מינוף גבוהה.
- אנו קובעים דירוג של 'ilA' לחברת B Communications Ltd, בכפוף לקיומה של העסקה ובהתאם לתנאים אשר הובאו לבחינתנו.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי חברת הבת, בזק, תציג יציבות תפעולית במהלך הטווח הבינוני, תמשיך לחלק 100% מרווחיה כדיבידנד לבעלי מניותיה תוך כדי הקטנת החוב באמצעות תזרימי המזומנים החופשיים (לאחר דיבידנד והשקעות CAPEX).

### פעולת הדירוג

ב-30 לינואר 2014, קבעה Standard & Poor's Maalot את הדירוג 'ilA' לחברת B Communications Ltd, הפועלת כחברת אחזקות בתחום התקשורת בישראל. תחזית הדירוג יציבה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג B Communications Ltd ('בי-קום') משקף את הפרופיל הפיננסי של החברה, אשר מאופיין להערכתנו, ברמת מינוף גבוהה בד בבד עם הערכתנו לפרופיל עסקי חזק המאופיין ברמות סיכון נמוכות יחסית. בי-קום מתכננת להנפיק אגרות חוב מובטחות בסכום שווה ערך לכ-2.7 מיליארד ש"ח לצורך החלפת חוב בנקאי ומוסדי. תרחיש הבסיס שלנו מניח חשיפה מינימלית לסיכונים מטבע לאור הבנתנו כי בכוונת החברה לבצע פעולות גידור בהיקף מהותי לצורך הגנה על החשיפה העתידית לחוב שיגויס במט"ח.

לצורך ניתוח החברה אנו משתמשים במתודולוגיה הסטנדרטית לניתוח חברות לאור העובדה כי פעילותה היחידה של החברה הינה החזקתה בגרעין השליטה של בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ('ilAA/Stable'), המקנה לה את השליטה בדיסקטוריון, וכן בשל גמישותה המוגבלת של החברה למכור מניות בשל מגבלות רגולטוריות. בזק מחלקת 100% מהרווח הנקי שלה לבעלי מניותיה כדיבידנד רגיל. היות והגישה היחידה של בי-קום לתזרימי המזומנים של בזק הינה באמצעות קבלת דיבידנדים אלו, בהערכתנו, אנו בוחנים יחסים פיננסיים נוספים הקשורים לדיבידנדים מבזק.

פרופיל הסיכון העסקי החזק של בי-קום משקף את הערכתנו למיצובה העסקי החזק של בזק כחברת התקשורת המובילה בישראל. לדעתנו, לבזק שם מותג מוביל ומעמד תחרותי מוביל במרבית תחומי פעילותה, דבר המתבטא בנתח שוק העולה על 60% בשוק הטלפוניה הקווית, 27% בשוק הסלולאר וכ-40% בשוק הטלוויזיה הרב ערוצית. כמו כן, אנו רואים בעובדה כי בזק מציעה שירותים מבוססי רשת באיכות גבוהה בכל מגזרי התקשורת כיתרון תחרותי אשר יאפשר לה לשמור על נתחי שוק משמעותיים גם בטווח הבינוני. כמו כן, הפרופיל העסקי של בי-קום נתמך ברווחיות התפעולית הגבוהה מן הממוצע של בזק המתבטא ביחס של EBITDA להכנסות העולה על 40%, וצפוי, להערכתנו, להשתפר במהלך הטווח הקצר- בינוני כתוצאה מהמשך קיצוץ בעלויות.

הפרופיל העסקי מוגבל בשל מאפייני שוק התקשורת בישראל. אנו מעריכים את שוק התקשורת בישראל כשוק תחרותי מאוד, המתבטא בין היתר בתחרות עזה בשוק התקשורת הסלולרית אשר מובילה ל-ARPU (הכנסה ממוצעת למשתמש) נמוך יחסית ורמות נטישה גבוהות יחסית.

כמו כן, אנו מעריכים כי רמת התחרות בשוק הטלוויזיה בתשלום ובשוק הקווי עלולה להחריף ולהפעיל לחץ על רמות המחירים בשווקים אלה. הפרופיל העסקי מוגבל גם בשל הפיזור הגיאוגרפי הנמוך ללא פעילות מחוץ לישראל.

הפרופיל העסקי כולל, כמו כן, את הערכתנו לסיכון ענפי בינוני לשוק התקשורת והכבלים וסיכון המדינה.

אנו רואים את הסיכון הפיננסי של החברה כגבוה בהתחשב ברמת המינוף הגבוהה של בי-קום הבאה לידי ביטוי ביחס LTV גבוה העולה על 60% ויחס של חוב לדיבידנד העולה על 6.0x.

בנוסף, דירוג החברה מושפע לשלילה מהשוואה לקבוצת ייחוס, בה אנו בוחנים את מאפייני האשראי הכוללים של המנפיק, וזאת לנוכח שעור ההחזקה הנמוך יחסית של בי-קום בבזק ובשל הסתמכות בלעדית של בי-קום על דיבידנדים מבזק לצורך שירות החוב.

#### **תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:**

- צמיחה של התמ"ג בישראל בשיעור של כ- 2.9% ב- 2014 ו- 3.2% בשנת 2015.
- שיפור במגמת הירידה בהכנסות מירידה של 7% בשנת 2013 לירידה של כ- 3% בשנת 2014, לאור הערכתנו לגידול בהכנסות בתחום האינטרנט לצד שחיקה בהכנסות בתחום הסלולארי והקווי והפחתת דמי הקישוריות הקבועים.
- ירידה מוגבלת בלבד בהכנסות החברה כתוצאה מיישום הוראות השוק הסיטונאי לאור הערכתנו כי הלחץ על המחירים יקוזז ברובו על ידי תנועה מוגברת על גבי הרשת של בזק.
- המשך צמיחה במנויי הפס הרחב בטווח הקצר והתמתנות בלחץ על המחיר במגזר הסלולר לאור הערכתנו להתמתנות ברמת התחרות בטווח הבינוני.
- רווחיות תפעולית יציבה שתתבטא ביחס מתואם של EBITDA להכנסות של כ- 45% בשנים 2013 ו- 2014, ואשר עשויה אף להשתפר בשנת 2015 כתוצאה מאפשרות להסכם שיתוף רשתות אפשרי ואפשרות להסרת ההפרדה המבנית.
- הוצאות capex ללא שינוי בשנת 2014, הכוללות השקעה מלאה בפרויקט פריסת סיבים אופטיים עד הבית/הבניין (FTTB/FTTH); גידול בשנת 2015 כתוצאה מהשקעה מתוכננת ב-LTE ורכישת תדרים.
- ההנפקה המתוכננת כוללת מנגנון "lock box", הכולל רזרבה של מזומן המיועדת להבטחה תמידית של שירות החוב הכולל של החברה לששת החודשים העוקבים.

#### **תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:**

- יחס מתואם של FFO לחוב של כ- 8% בשנת 2013, הצפוי להשתפר בשנת 2014 אך עדיין להיוותר נמוך מ- 10%.
- יחס מתואם של חוב ל- EBITDA (כולל איחוד 31% מנתוני בזק) של כ- 4.5x בשנת 2013 וצפוי לרדת לכיוון 4.0x בשנת 2014.
- יחס מתואם כיסוי ריבית ל- FFO הנמוך מ- 1.5x בשנת 2014.
- יחס LTV העולה על 60% בשנת 2013 וצפוי להגיע לכ- 60% בשנת 2014.
- יחס כיסוי כולל לדיבידנד מתואם של כ- 1.5x בשנים 2013 ו- 2014.
- יחס כיסוי ריבית על ידי הדיבידנדים שיתקבלו של כ- 2.0x.

## נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה הנה "מספקת". הערכה זאת נתמכת בעיקר על ידי יתרות מזומנים משמעותיות, חלויות חוב מוגבלות בשנתיים הבאות והערכתנו להמשך קבלת דיבידנדים שוטפים מבזק. תרחיש הנזילות הבסיסי שלנו לטווח הקרוב מניח קיום עסקת הנפקת האג"ח בהתאם לנתונים שנבחנו על ידינו.

אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה במידה ניכרת מעל 1.2x בשנת 2014 (לאחר ביצוע העסקה).

בתרחיש הבסיסי שלנו, אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים הקרובים, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים (לאחר ביצוע העסקה) בהיקף של כ-700 מיליון ש"ח;
- דיבידנדים מחברת הבת בסך של 430-500 מיליון ש"ח.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה ל-12 החודשים הקרובים הן:

- תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) של כ-318 מיליון ש"ח;
- צרכי OPEX בסך של כ-5 מיליון ש"ח;
- דיבידנד אפשרי לחברה האם, אינטרנט זהב קווי זהב בע"מ, אשר ישולם מהמזומנים הנוותרים לאחר הבטחת מזומנים לחוב בהתאם לתנאי ההנפקה.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי חברת הבת-בזק תשמור על יציבות יחסית בביצועיה התפעוליים בטווח הבינוני ותוסיף לחלק 100% מהרווח הנקי שלה כדיבידנד לבעלי מניותיה תוך כדי הקטנת החוב באמצעות תזרימי המזומנים החופשיים (לאחר דיבידנד והשקעות CAPEX). כמו כן, התחזית משקפת את הערכתנו כי ב-י-קום תשמור על רמת נזילות הולמת במהלך התקופה האמורה.

### התרחיש החיובי

אנו רואים סבירות נמוכה להעלאת הדירוג בשנה הקרובה לאור הערכתנו כי יחס החוב לדיבידנד יוותר מעל 5.0x ויחס כיוסי הריבית על ידי הדיבידנד יוותר על כ-2.0x. יחד עם זאת, אנו עשויים לשקול פעולת דירוג חיובית במידה והחברה תפחית משמעותית את היקפי החוב שלה.

### התרחיש השלילי

כאמור, הדירוג הנוכחי מניח כי החברה תבצע את ההנפקה המתוכננת ושימוש בתמורה להחלפת החוב הבנקאי והמוסדי. במידה ועסקה זאת לא תבוצע או שישתנו תנאי העסקה שהובאו לפנינו על ידי החברה, אנו נבחן את ההשלכות האפשריות על דירוג המנפיק.

אנו עלולים להוריד את הדירוג במידה ותחול החלשות במעמדה התחרותי של בזק; לדוגמא, במידה ונהיה עדים לירידה משמעותית בנתח השוק הנייח שלה ולירידה ברווחיות.

כמו כן, אנו עלולים לנקוט בפעולת דירוג שלילית במידה ותחול הרעה בנזילותה של החברה כתוצאה מירידה משמעותית בהיקפי הדיבידנד מבזק ו/או במידה ובי-קום תבצע חלוקת דיבידנד מהותית לבעלי מניותיה. ירידה ביחס כיוסי דיבידנד מתואם לכיוון 1.5x עלולה גם היא, להביא לפעולת דירוג שלילית.

לבסוף, אנו עלולים לנקוט בפעולת דירוג שלילית במידה ובי-קום לא תבצע פעולת גידור משמעותית להגנה על עצמה מפעילות במטבעות זרים.

## התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה שלילית

## מחקר קשור

- למידע אודות המתודולוגיה שלנו לבחינת נזילות חברות וההשפעה על הדירוג ראה: מתודולוגיה – "הערכת רמת הנזילות למנפיק", ספטמבר 2011. [http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/haarahat\\_nezilut.pdf](http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/haarahat_nezilut.pdf)
- למידע אודות הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי ראה: מתודולוגיה – "הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי", פברואר 2013. <http://www.maalot.co.il/publications/RS20130207103905.pdf>
- למידע אודות המשמעות של דירוג אשראי ראה: מאמר - "מעלות ומגבלות של דירוג אשראי", מאי 2012. <http://www.maalot.co.il/publications/ART20120529134904.pdf>
- למידע אודות המתודולוגיה שלנו לבחינת חברות בתחום התקשורת ראה: מאמר - "Key Credit Factors For The Telecommunications And Cable Industry", דצמבר 2013. <https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rnd=otKMW&articleId=1227836>

כל המאמרים המוזכרים ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot בכתובת [www.maalot.com](http://www.maalot.com)

## רשימת דירוגים

מדיירוג קודם	דירוג נוכחי	חברת
NR	ilA/Stable	B Communications Ltd. דירוג המנפיק

התוכן 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 הנובעים 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 הנובעים 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.