Maalot
S&P Global Ratings

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ
פלאפון תקשורת בע"מ
די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ

.....

12 במאי, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

תום דר, 972-3-7539722 tom.dar@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 5
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 9
חלויות חוב 9
התאמות לדירוג 9
ניתוח שיקום חוב 9
שיקולים עיקריים 9
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 10

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 10
התאמות לדיווח הכספי 11
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....12
רשימת דירוגים 13

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ
פלאפון תקשורת בע"מ
די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA-/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מעמד תחרותי גבוה בשוק התקשורת בישראל. • תמהיל פעילות מגוון בתחומי התקשורת השונים. • יכולת יצירת ערך וניהול מקצועי שלדעתנו יישמרו גם בשנים הקרובות.	• חשיפה לשינויים רגולטוריים. • תחרות גבוהה בתחומי הפעילות. • מגמת שחיקה בהכנסות.

ב-2020 חלה ירידה של כ-2% בהכנסותיה של בזק, בהמשך למגמה בשנים קודמות. עיקר הירידה חלה בהכנסות ממגזרי הסלולר, שירותי טלוויזיה והטלפוניה הקווית, והיא התקזזה ברובה אל מול שיפור במגזרי תשתית האינטרנט, תקשורת הנתונים ושירותי ענן ודיגיטל. נציין כי מגפת הקורונה השפיעה באופן משמעותי על פלאפון משום שהמשבר בענף התעופה הביא לירידה חדה בהכנסות משירותי נדידה (Roaming), כמו אצל החברות האחרות בתחום הסלולר.

באוקטובר 2020 פרסם משרד התקשורת שימוע לבחינת ההפרדה בין שירות תשתית רחבת-פס לבין שירות גישה לאינטרנט (ISP) ולאחד את שירות האינטרנט הקמעונאי לכדי מוצר אחוד. בפברואר 2021 פורסם שימוע משני הכולל תיקונים מהותיים למתווה. להערכתנו, יש בשינוי כדי לפגוע משמעותית במצבת הלקוחות של חברת הבת בזק בינלאומי ובתוצאותיה. בתרחיש הבסיס אנו מניחים שהטמעת ההחלטה לא תתבצע לפני סוף 2021 וכן שחלק משמעותי מלקוחות בזק בינלאומי וחלק מהלקוחות של ספקיות האינטרנט האחרות יעברו לבזק עצמה.

בדצמבר 2020 פרסם משרד התקשורת שימוע בעניין קביעת תעריפים מרביים לשירותי הטלפוניה הקמעונאיים ("קווים נייחים") של החברה. הצעת משרד התקשורת לעדכון התעריפים, אם תתקבל במלואה, צפויה להביא לירידה כוללת של עד 330 מיליון ₪ בהכנסות בזק משירותי טלפוניה. להערכתנו, החלטה סופית תתקבל כשתוקם ממשלה ויסתיים השימוע, על כן לא ניתן להעריך במועד זה את היקף וקצב ההפחתה. עם זאת, לדעתנו, על אף ההשפעה המשמעותית של אירוע זה על הכנסות החברה, לבזק יש גמישות מסוימת בהיקף ההשקעות להן היא נדרשת, כך שאף אם תתקבל הצעת עדכון התעריפים הקיימת, אנו מעריכים כי החברה תציג יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי.

במרץ 2021 הודיעה בזק על השקת שירותי אינטרנט ללקוחות פרטיים על גבי רשת הסיבים האופטיים שלה ובכך היא מצטרפת ל-IBC בה שותפות סלקום ישראל (ilA/Negative) והוט-מערכות תקשורת בע"מ ולפרטנר תקשורת (ilA+/Stable), שלכל אחת מהן כ-100-150 אלף מנויים על רשת הסיבים על פי דיווחיהן. אנו מעריכים שלאור היתרונות לגודל של בזק ואיתנותה הפיננסית, ביכולתה לפרוס את רשת הסיבים במהירות ולהדביק את הפער ממתחרותיה עד סוף 2022. נכון לסוף מרץ 2021 מכסה רשת הסיבים של בזק כרבע מיליון ממשקי בית ברחבי הארץ ובכוונת החברה לכסות כמיליון משקי בית עד סוף 2021.

ברבעון השלישי של 2020 התגלו פערים בין הנכסים וההתחייבויות הרשומים בספרי בזק בינלאומי אשר התייחסו בעיקר לשנים 2001-2003 ו-2018-2019. בעקבות כך מינתה בזק בודק חיצוני עצמאי ובלתי תלוי לבחינת הנושא. במסגרת דוח הבדיקה, אשר תקצירו פורסם לציבור, פורטו הכשלים במערכת הבקרה של בזק בינלאומי וכן המלצות לתיקונם. אנו סבורים שלכשלים אלה בממשל התאגידי אין השפעה שלילית על הדירוג, בשל החלטת דירקטוריון החברה לאמץ את ההמלצות, ליישמן ולעקוב אחר ביצוען.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שב-12 החודשים הקרובים תשמור בזק על מעמדה התחרותי בשוק התקשורת, על אף המשך שחיקה בביצועים התפעוליים כמשתקף בהיקף ההכנסות וב-EBITDA. תחזית הדירוג משקפת גם את הערכתנו שבזק תמשיך לבצע השקעות נרחבות, בעיקר בתחום הסיבים ובדור 5, על מנת לשמור על מעמדה המוביל בשוק התקשורת ולתת מענה לצורכי השוק המשתנים. אנו מעריכים שעל אף השחיקה בפרמטרים התפעוליים, בזק תשמור על יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי, קרי יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3.0x-4.0x.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול שחיקה משמעותית ומתמשכת בביצועים התפעוליים של בזק וברווחיות שלה או פגיעה במעמדה התחרותי. גם שחיקה מהותית לאורך זמן בביצועים הפיננסיים עשויה להוביל לפעולת דירוג שלילית. תרחיש זה ייתכן כתוצאה משינויים רגולטוריים או התגברות התחרות בתחומי הטלוויזיה והאינטרנט, לצד המשך תחרות עזה בשוק הסלולר. נשקול הורדת דירוג גם אם ניווכח שתהליכי קבלת

ההחלטות או המדיניות הפיננסית השתנו לרעה, כמתבטא למשל בחלוקת דיבידנד אגרסיבית או אימוץ מדיניות כזו, או אם תחול היחלשות משמעותית בפרופיל הנזילות של החברה.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג שיפור בפרמטרים התפעוליים שלה תוך חיזוק מעמדה התחרותי ושמירה על יחס מתואם חוב ל-EBITDA הנמוך מ-3.0x לאורך זמן. בהינתן הסביבה התחרותית העזה ובהינתן סביבה רגולטורית שאינה תומכת, אנו רואים תרחיש זה כלא סביר בטווח הקצר.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- המשך ירידה בהכנסות וב-EBITDA במגזר הטלפוניה הקווית ובמגזר הטלוויזיה.
- עלייה מתונה בהכנסות מתחום הסלולר בעקבות התאוששות בהכנסות מנדידה ומכירת ציוד קצה.
- השקעות בהיקף של 1.6-1.8 מיליארד ₪ בכל אחת מן השנים 2021 ו-2022, בעיקר לצורך פריסת רשת הסיבים ורשת דור 5 של הסלולר.
- עדכון תעריפי הטלפוניה שיביא לירידה של עד 330 מיליון ₪ בהכנסות וב-EBITDA, בכפוף להחלטה סופית. במסגרת זו, בחנו מספר תרחישי עדכון תעריפים מתונים יותר ואת השפעתם על החברה.
- אי ביטול חובת ההפרדה המבנית.
- אי חלוקת דיבידנדים ב-2021.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2020A	2021E	2022E
שיעור EBITDA	39.1%	39%-35%	39%-35%
חוב/EBITDA	2.7x	3.0x-2.8x	3.1x-2.8x
FFO/חוב	30.6%	32%-26%	32%-26%

A-בפועל. E-צפוי. FFO – funds from operations.

תחזיות תרחיש הבסיס

ירידה בהכנסות וב-EBITDA מטלפוניה קווית ושירותי טלוויזיה

אנו מעריכים שהירידה בהכנסות וב-EBITDA מטלפוניה קווית תימשך בשנים הקרובות. ירידה זו צפויה לקרות הן בשל המגמה המתמשכת של ירידה בשימוש בטלפוניה נייחת והן כתוצאה מהערכתנו שמשרד התקשורת יאמץ מתווה בו יופחתו משמעותית תעריפי הטלפוניה.

במגזר הטלוויזיה אנו סבורים שלא יחול שינוי משמעותי בכמות המנויים, אך שתמהיל המנויים בין שירות הפרימיום של יס לבין השירות המוזל של סטינג TV ישתנה ויוביל לירידה בהכנסות במגזר זה. בסיכומו של דבר, אנו צופים כי בשנת 2021 הכנסותיה של בזק ירדו בשיעור של 2%-4%.

עלייה מתונה בהכנסות מתחום הסלולר

אנו מעריכים שהעלייה בהכנסות בתחום הסלולר תנבע מהתאוששות בהכנסות מנדידה עם הגידול בנפח הטיסות וכן מעלייה במכירות ציוד קצה כתוצאה מהשקות של מכשירים חדשים ועלייה במכירות בסיטונאות.

תיאור החברה

בזק היא מפעילת שירותי התקשורת המובילה בישראל עם פעילות בכל תחומי התקשורת המרכזיים. בזק פועלת בארבעה תחומים עיקריים: פעילות קווית, פעילות סלולר באמצעות חברת הבת פלאפון תקשורת בע"מ (בעלות מלאה), מתן שירותי אינטרנט ותקשורת בינלאומית באמצעות חברת הבת בזק בינלאומי בע"מ (בעלות מלאה), ופעילות טלוויזיה באמצעות חברת הבת די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ (בעלות מלאה). הפעילות הקווית של החברה, הכוללת גם אספקת שירותי תשתית אינטרנט, מייצרת את חלק הארי של הכנסות החברה וה-EBITDA שלה. נכון למועד הדוח, בזק מספקת שירותים לכ-1.6 מיליון מנויי טלפון קווי, לכ-1.6 מיליון מנויי תשתית אינטרנט קמעונאיים (כ-1 מיליון לקוחות) וסיטונאיים (כ-0.6 מיליון לקוחות), לכ-2.4 מיליון מנויי טלפון נייד ולכ-560 אלף מנויי טלוויזיה (במותגים "Yes" ו"סטינג TV"). החברה נמצאת בבעלות הציבור (73.19%) וחברת בי קומיוניקיישנס בע"מ אשר נשלטת על ידי קרן ההשקעות הפרטית סרצ'לייט (כ-60%) ותאגיד בבעלות משפחת פורר (כ-11.5%).

הפרופיל העסקי

פרופיל הסיכון העסקי של הקבוצה נתמך במעמדה המבוסס של בזק כקבוצה המובילה והמגוונת ביותר בתחום התקשורת בישראל, על אף התמורות השליליות שעברה החברה בשוק בשנים האחרונות. פיזור הפעילות תורם לגמישותה ומאפשר לה ליצור סינרגיה מסוימת בין תחומי הפעילות אשר ממתנת במידת מה את השחיקה ברווחיות. דוגמה לסינרגיה זו באה לידי ביטוי בפרויקט אלפא אשר איחד את הנהלות פלאפון, די.בי.אס ובזק בינלאומי והביא להתייעלות בכוח האדם. יישום הפרויקט צפוי להמשיך להעמיק את האינטגרציה בין החברות הבנות בשנים הקרובות, וזאת על אף חובת ההפרדה המבנית המוטלת על הקבוצה, אשר מקטינה את גמישותה של בזק במתן הצעות אטרקטיביות ללקוחות. אנו סבורים שהשקת רשת הסיבים במרץ 2021 ותוכניות החברה לכסות כ-40% מכלל משקי הבית עד סוף 2021 תומכות בפרופיל העסקי של החברה וצפויות לשמר את מעמדה של בזק בשוק התקשורת.

מנגד, שוק התקשורת על כל ענפיו נמצא תחת רגולציה מוגברת. מלבד פתיחת השוק למתחרים חדשים שהובילה לתחרות אינטנסיבית ומתמשכת בשוק, הרגולציה כוללת גם את חובת ההפרדה המבנית המוטלת על

בזק ומגבילה אותה באפשרויות חבילות "טריפל" בעוד שלמתחרותיה אין מגבלה על החבילות המוצעות. אנו סבורים שמגבלה זו תורמת לשחיקה בנתח השוק, בהכנסות וברווחיות של פעילויות החברה השונות על פני זמן. כמו כן, נמשכת הירידה בהכנסות מתחום הטלפוניה, ונכון ל-2020 כ-50% ממשקי הבית החזיקו בקו נייח בהשוואה לכ-53% ב-2019 וכ-56% ב-2018. הירידה בהכנסות מתחום זה צפויה להימשך גם בעתיד, הן לאור המשך הקיטון במספר משקי הבית המחזיקים בקו נייח והן לאור השימוע שמקיים משרד התקשורת בימים אלה בנוגע למבנה התעריפים בתחום.

על אף השחיקה ברווחיות התפעולית (EBITDA margin) בשנים האחרונות, שומרת בזק על רווחיות תפעולית גבוהה ממתחרותיה. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שחיקה מתונה ברווחיות התפעולית אשר תיוותר גבוהה כמתבטא בשיעור EBITDA מתואם של כ- 37%-39% בשנת 2021 לעומת כ-39% בשנת 2020 וכ-36.5% בשנת 2019.

הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מאופיין בשחיקה הדרגתית בהכנסות וב-EBITDA. עם זאת, הודות למהלכים שבזק ביצעה להורדת עומס החוב חל שיפור ביחסי הכיסוי של החברה. בשנת 2020 עלה ה-EBITDA המתואם של החברה בכ-4% לכ-3.4 מיליארד ₪ לעומת כ-3.3 מיליארד ₪ ב-2019. זאת, כתוצאה מהירידה בהוצאות לפרישה מוקדמת. במקביל, הורידה החברה את החוב המתואם לכ-9.3 מיליארד ₪ ב-2020 לעומת כ-9.9 מיליארד ₪ ב-2019. כתוצאה, הציגה החברה יחס מתואם של חוב ל-EBITDA של כ-2.7x בשנת 2020 לעומת כ-3.0x בשנת 2019.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים המשך ירידה בהכנסות וב-EBITDA בשנים הקרובות, בעיקר בתחומי הטלפוניה הקווית והטלוויזיה בשל שינוי טעמי הצרכנים ותחרות עזה. אנו מעריכים כי ה-EBITDA המתואם יעמוד ב-2021 על כ-3.1-3.3 מיליארד ₪. במקביל, החברה צפויה להמשיך במתווה הורדת החוב כך שהחוב המתואם יעמוד להערכתנו בשנת 2021 על 8.8-9.0 מיליארד ₪. כתוצאה מכך, אנו מעריכים שהחברה צפויה להציג ב-2021 יחס מתואם חוב ל-EBITDA לכ-2.8x-3.0x אשר הולם את רמת הדירוג הנוכחית.

אנו סבורים שלחברה נגישות גבוהה למקורות מימון המקלה על מחזור החוב והתאמתו לתזרים המזומנים שלה. בשנים האחרונות הציגה החברה ירידה בתזרים המזומנים המתואם מפעילות שוטפת, בדומה למתחרותיה, אולם בשנת 2020 הציגה עלייה בתזרים המתואם מפעילות שוטפת לכ-2.8 מיליארד ₪ לעומת 2.5 מיליארד ₪ ב-2019. אנו צופים שחיקה בתזרים השוטף ב-2021 לכ-2.3-2.4 מיליארד ₪ .כמו כן, כתוצאה מהשקעות גבוהות בשנים הקרובות, בעיקר לצורך הרחבת תשתית הסיבים והשקעה בדור 5, אנו מעריכים שבזק תציג תזרים מזומנים חופשי מתואם נמוך של כ-0.7-0.9 מיליארד ₪ ב-2021 בהשוואה לכ-1.4 מיליארד ₪ ב-2020.

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ
פלאפון תקשורת בע"מ
די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ

בתרחיש הבסיס שלנו איננו מניחים חלוקת דיבידנד ב-2021, אולם בהיעדר מדיניות פיננסית מוצהרת ובהתחשב בצורכי הבעלים, ייתכנו חלוקות דיבידנד בשנים 2022 ואילך. עם זאת, אנו סבורים שהמדיניות הפיננסית הנוכחית של החברה תומכת ביחס כיסוי מתואם חוב ל-EBITDA התואם את הדירוג הנוכחי, בטווח של 3.0x-4.0x.

Table 1.
Bezeq - Israel Telecommunication Corp. Ltd. -- Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Diversified Telecom

	2020	2019	2018	2017	2016
Revenue	8,723.0	8,929.0	9,321.0	9,789.0	10,084.0
EBITDA	3,409.0	3,271.0	3,151.0	4,153.6	4,272.9
Funds from operations (FFO)	2,852.0	2,554.0	2,263.0	3,196.1	3,256.0
Interest expense	303.0	378.0	396.0	483.6	556.9
Cash interest paid	314.0	392.0	421.0	511.6	561.9
Cash flow from operations	2,779.3	2,536.0	2,948.0	3,353.1	3,296.5
Capital expenditure	1,362.0	1,347.0	1,442.0	1,530.0	1,416.0
Free operating cash flow (FOCF)	1,417.3	1,189.0	1,506.0	1,823.1	1,880.5
Dividends paid	0.0	0.0	686.0	1,286.0	1,441.0
Discretionary cash flow (DCF)	1,417.3	1,189.0	820.0	537.1	439.5
Cash and short-term investments	1,264.0	1,295.0	1,994.0	2,170.0	934.0
Debt	9,324.3	9,918.8	11,086.1	11,303.2	11,813.2
Equity	(150.0)	(932.0)	434.0	2,144.0	2,203.0
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	(2.3)	(4.2)	(4.8)	(2.9)	1.0
EBITDA margin (%)	39.1	36.6	33.8	42.4	42.4
Return on capital (%)	16.5	8.8	(4.2)	16.6	16.6
EBITDA interest coverage (x)	11.3	8.7	8.0	8.6	7.7
FFO cash interest coverage (x)	10.1	7.5	6.4	7.2	6.8
Debt/EBITDA (x)	2.7	3.0	3.5	2.7	2.8
FFO/debt (%)	30.6	25.7	20.4	28.3	27.6
Cash flow from operations/debt (%)	29.8	25.6	26.6	29.7	27.9
FOCF/debt (%)	15.2	12.0	13.6	16.1	15.9
DCF/debt (%)	15.2	12.0	7.4	4.8	3.7
Debt/debt and equity (%)	101.6	110.4	96.2	84.1	84.3

יחסי כיסוי החוב עד שנת 2018 אינם בני השוואה ליחסים מ-1 בינואר, 2019, ואילך. בתחילת 2019 עברה החברה ליישום תקן IFRS16 שבעקבותיו גדלו התחייבויות החכירה לעומת ההתאמות שביצענו טרום היישום ונוצר גידול בחוב הפיננסי המתואם ביחס לשנים טרום היישום בהן ביצענו התאמות ספציפיות לעניין החכירות. עיקר השוני עם יישום התקן נבע משימוש בשיעור היוון נמוך יותר ומהכללת תקופות אופציות בחוזי השכירות – לעומת ההתאמות לשכירות של S&P מעלות לפני יישום התקן. הנתונים לשנת 2018 הם טרום ההצגה מחדש שהחברה ביצעה.

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של בזק כחזקה, ונתמכת בתזרים מזומנים חופשי חזק יחסית, בנגישות טובה למקורות מימון מגוונים ובעובדה כי אין לחברה התניות פיננסיות כלפי בעלי החוב. עם זאת, אנו סבורים כי קיימת תלות במחזור החוב, במיוחד במצבי קיצון בשוק. אנו מעריכים כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה ב-12 החודשים הקרובים יעלה על 1.5x. הנחה זו מתבססת על היקף המזומן הגבוה בקופה ותזרים מפעילות שוטפת מחד, ועל השקעות הוניות וחלויות חוב שוטפות מאידך.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-1.9 מיליארד ₪. • FFO (funds from operation) תזרימי של כ-2.2 מיליארד ₪. • הלוואה עתידית בהיקף של 300 מיליון ₪.	• חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ואג"ח של כ-0.75 מיליארד ₪. • השקעות הוניות של כ-1.7 מיליארד ₪.

חלויות חוב

שנה	2021	2022	2023	2024	2025 ואילך*
חלויות (מיליון ₪)	754	939	991	1,239	4,721

*כולל פירעון הלוואה עתידית בהיקף של 300 מיליון ₪.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA-', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של בזק (סדרות 6, 7, 9, 10, 11, 12). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.

- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת לטווח של 50%-70% על אף המוצג במפל התשלומים, בשל הערכתנו כי במסלול ההתדרדרות החברה תחליף חוב לא מובטח בחוב מובטח או בכיר.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- מיתון עמוק יוביל לירידה בצריכה, לקיטון בהכנסות בחלק מתחומי הפעילויות המסורתיים ולהתגברות התחרות במרבית תחומי הפעילות, אשר יפעילו לחץ שלילי על תזרים המזומנים והנזילות של החברה, כך שלא תוכל לעמוד בתשלומי שירות החוב שלה.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, בשל היותה בין מובילות השוק בתחום התקשורת בישראל, ותעבור ארגון מחדש.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- EBITDA בנקודת היציאה מכשל הפירעון: כ-885 מיליון ₪
- מכפיל EBITDA ענפי: 6.5x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי מכפיל EBITDA: כ-5.75 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ- 5.45 מיליארד ₪
- סך חוב לא מובטח: כ-6.3 מיליארד ₪
- הערכת שיקום חוב מדורג בלתי מובטח: 50%-70%.
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 3 (מוגבל כמצוין לעיל)

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	+3 נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	+2 נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	+1 נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	-1 נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	-2 נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ לשנת 2020:

- היוון עלויות הרכשת לקוחות בהיקף של כ-137 מיליון ₪ והפחתתן מה-EBITDA, מתזרים המזומנים השוטף ומההשקעות ההוניות.
- התאמות פנסיה של כ-180 מיליון ₪ לחוב הפיננסי.
- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪.

Table 2.

Bezeq - Israel Telecommunication Corp. Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2020

Bezeq - Israel Telecommunication Corp. Ltd. reported amount

	Debt	EBITDA	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported	8,400.0	3,585.0	3,409.0	3,220.0	1,499.0
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	(243.0)	--	--
Cash interest paid	--	--	(314.0)	--	--
Reported lease liabilities	1,907.0	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	180.2	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(1,264.0)	--	--	--	--
Capitalized development costs	--	(137.0)	--	(137.0)	(137.0)
Asset-retirement obligations	43.1	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	(303.7)	--
Debt: Litigation	113.0	--	--	--	--
Debt: Fair value adjustments	(55.0)	--	--	--	--
EBITDA: Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	(39.0)	--	--	--
EBIT: Other	--	--	--	--	--
Total adjustments	**924.3**	**(176.0)**	**(557.0)**	**(440.7)**	**(137.0)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	EBITDA	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	**9,324.3**	**3,409.0**	**2,852.0**	**2,779.3**	**1,362.0**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים , 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות טלקומוניקציה, 23 ביוני, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

בזק החברה הישראלית לתקשורת בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA-\Stable	01/02/1995	04/05/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה 10,9	ilAA-	21/04/2015	04/05/2020
סדרה 6,7	ilAA-	04/07/2012	04/05/2020
סדרה 11	ilAA-	25/06/2019	04/05/2020
סדרה 12	ilAA-	25/06/2019	04/05/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מאי 04, 2020	ilAA-\Stable		
אוגוסט 11, 2019	ilAA-\Negative		
אפריל 26, 2018	ilAA\Negative		
מרץ 01, 2018	ilAA\Watch Neg		
פברואר 21, 2013	ilAA\Stable		
פברואר 06, 2011	ilAA+\Negative		
דצמבר 22, 2010	ilAA+\Watch Neg		
מאי 27, 2010	ilAA+\Stable		
אוקטובר 28, 2009	ilAA+\Watch Neg		
אוגוסט 25, 2008	ilAA+\Stable		
פברואר 01, 1995	ilAA		

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ
פלאפון תקשורת בע"מ
די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ

פלאפון תקשורת בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA-\Stable	05/05/2004	04/05/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מאי 04, 2020	ilAA-\Stable		
אוגוסט 11, 2019	ilAA-\Negative		
אפריל 26, 2018	ilAA\Negative		
מרץ 01, 2018	ilAA\Watch Neg		
פברואר 26, 2013	ilAA\Stable		
פברואר 06, 2011	ilAA+\Negative		
דצמבר 22, 2010	ilAA+\Watch Neg		
מאי 27, 2010	ilAA+\Stable		
אוקטובר 28, 2009	ilAA+\Watch Neg		
יולי 09, 2009	ilAA+\Stable		
מרץ 24, 2009	ilAA-\Watch Pos		
דצמבר 06, 2006	ilAA-\Stable		
מאי 05, 2004	ilAA-		

די.בי.אס. שירותי לוויין (1998) בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA-\Stable	05/07/2007	04/05/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מאי 04, 2020	ilAA-\Stable		
אוגוסט 11, 2019	ilAA-\Negative		
אפריל 26, 2018	ilAA\Negative		
מרץ 01, 2018	ilAA\Watch Neg		
אוקטובר 22, 2015	ilAA\Stable		
אפריל 30, 2014	ilA\Watch Pos		
אוקטובר 31, 2010	ilA-\Stable		
אוקטובר 13, 2010	ilBBB+\Watch Pos		
יוני 07, 2010	ilBBB+\Positive		
אפריל 13, 2010	ilBBB\Watch Pos		
פברואר 20, 2008	ilBBB-\Stable		
אוקטובר 11, 2007	ilBBB-		
יולי 05, 2007	ilBBB-\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	09:10 12/05/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	09:10 12/05/2021		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ
פלאפון תקשורת בע"מ
די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.