

חוות דעת כלכלית באשר להפחתת הון בבזק

שמי מאיר אמיר, ת.ז. 006488100, יועץ כלכלי.
אני הבעלים של חברת ד"ר מאיר אמיר ושות' בע"מ, חברה לייעוץ כלכלי שפועלת משנת 1992.
כתובת החברה: רחוב ויזל 21 תל אביב.
נתבקשתי על ידי עו"ד שחר בן מאיר, המיצג את חברת סגל לוי יזום ונכסים בע"מ, המחזיקה
באגרות חוב של בזק, להכין חוות דעת כלכלית באשר להפחתת ההון בבזק.
כזכור, אישר בית המשפט לבזק במרץ 2011 לבצע הפחתת הון בסך 3 מיליארד ₪, הפחתת הון
בדרך של חלוקת דיבידנד שלא מרווח, שתבצע בששה תשלומים שווים חצי שנתיים, החל משנת
2011, של 500 מיליון ₪ בכל מנה.
עד עתה חולק דיבידנד שלא מרווח בהיקף של 1000 מיליון ₪, 1 מיליארד ₪, וחלוקה נוספת של
500 מיליון ₪ צפויה, אלא אם תעוכב על ידי בית המשפט, בחודש מאי 2012.
חוות הדעת שלי שתוצג להלן תעסוק בהיבטים הכלכליים של חלוקת הדיבידנד המתוכננת והיא
תישען על ניתוח הדוחות הכספיים של בזק ל 31.12.11 שפורסמו ב 14.3.12, דוחות כספיים קודמים
של החברה, דוח חברת גיזה זינגר אבן (להלן גיזה) שהגישה בזק לבית המשפט בינואר 2011, בעת
הגשת בקשתה להפחתת הון בסך 3 מיליארד ₪ וכן אבסס את חוות דעתי על סקירת ההתפתחויות
העיקריות בענף התקשורת בארץ ב 15 החודשים האחרונים, מאז הגישה גיזה את עבודתה.
חוות דעת זאת ניתנת במקום עדות בבית המשפט. ידוע לי כי דין חוות דעת זאת, החתומה על ידי,
כדין עדות בשבועה בבית משפט.

ואלה פרטי השכלתי:

1972 – תואר בוגר בכלכלה ופילוסופיה. האוניברסיטה העברית בירושלים.

1976 – תואר ד"ר בכלכלה. אוניברסיטת אילינוי ארה"ב.

ולהלן פרטי נסיוני המקצועי ותפקידים שמלאתי מאז השלמת לימודי:

1978-1982 כלכלן בכיר במשרד האוצר. מרכז צוות באגף התקציבים בנושאי תעשייה, חקלאות,

ותיירות. חבר מועצת המנהלים של מפעלי ים המלח, פוספטים בנגב, מועצות ייצור חקלאיות

והחברה הממשלתית לתיירות. תפקיד אחרון באוצר: הממונה על הסובסידיות.

1982-1984 סמנכ"ל לכלכלה ותכנון. קבוצת הביטוח הסנה.

1985 יועץ כלכלי למנהל המועצה לשיווק פרי הדר

1986-1989 סמנכ"ל לכספים וכלכלה. תה"ל מהנדסים. בין היתר אחראי על המחלקה הכלכלית שמנתה כ – 10 כלכלנים בעלי תואר שני ושלישי שעבדו בעיקר בחו"ל בפרויקטים של הבנק העולמי 1990-1992 משנה למנהל הרשות לפיתוח ירושלים. אחראי על גיוס הון, ניהול פרויקטים אורבניים, הקמת קרן הון סיכון, חממות מדע תעשיתיות ועשרות פרויקטים נוספים.

1992-2012 בעלים של חברה לייעוץ כלכלי. החברה ביצעה למעלה מ 400 פרויקטים כלכליים מיום הקמתה, כולם בוצעו אישית על ידי. החברה עוסקת בהערכות שווי, הכנת תוכניות עסקיות, ליווי פיננסי, תכניות הבראה, מתן חוות דעת לבתי משפט ומוסדות בוררות, בחינות מקרו של ענפי משק וכדאיות פרויקטים בחו"ל. רשימת פרויקטים שבוצעו בשנים האחרונות, כולל קבצי PDF של עשרות פרויקטים, ניתן למצוא באתר החברה: www.meiramir.co.il

להלן רשימה חלקית של מספר עבודות שבוצעו בשנה האחרונה:

ייעוץ למשרד האוצר – מכרז למתן שירותים גריאטרים. יחד עם ירום אריאב (לשעבר מנכ"ל משרד האוצר)

ייעוץ לאיגוד חברות ביטוח חיים. תעריפי אשפוז סיעודי. יחד עם פרופסור אביה ספיבק (לשעבר המשנה לנגיד בנק ישראל)

חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בבאר שבע לפי הזמנת השופט פרידלנדר. תביעה ייצוגית נגד קוקה קולה.

חוות דעת מומחה למוסד לפישור ע"פ הזמנת השופט בדימוס בועז אוקון. תהליך בוררות בין חברת ניטרון לחברה להשבת קולחים חדרה.

תרומת העובדים הזרים בענף הבניה. בוצע עבור התאחדות הקבלנים יחד עם פרופסור ספיבק.

הקמת מערך הדרכה בארה"ב וקנדה. בוצע עבור פרויקט תגלית.

הכנת חוות דעת מטעם התובעים בתביעה ייצוגית נגד תנובה בקשר למחיר הקוטג'.
כדאיות פיתוח תעשייה סולארית בישראל וחישוב העלות הנמנעת בייצור חשמל סולארי. יחד עם ירום אריאב.

ייעוץ כלכלי לאיגוד חברי הבורסה שאינם בנקים. יחד עם ירום אריאב.

קליטת עובדות ניקיון בקמפוסים בהעסקה ישירה. מבוצע עבור אגודת הסטודנטים וארגון הסגל הבכיר של אוניברסיטת תל אביב. (יחד עם אביה ספיבק)

ולהלן חוות דעתי.

א . הקדמה

המסמך שיוצג להלן לא נועד להיות חוות דעת נגדית למסמך גיזה.

מסמך גיזה הושלם בינואר 2011, לפני 15 חודש, והניתוח הכלכלי שהוא הציע שיקף (אולי) את תמונת המצב העסקית של בזק בפרט, ושל ענף התקשורת בישראל בכלל, כפי שהיה נכון למועד זה.

אמנם 15 חודשים היא תקופת זמן קצרה יחסית לבחינה מחדש של פרויקטים כלכליים, הערכות שווי ותוכניות עסקיות, אך במציאות של שוק התקשורת הישראלית "הרותח" זהו פרק זמן ארוך מאוד, כפי שניווכח בהמשך¹.

לכן, כאשר אני קורא את מסמך גיזה כיום, אין לי עניין לחלוק על הניתוח הכלכלי שביצעה החברה דאז ואין אני חולק על החלטת בית המשפט הכלכלי לאפשר לבזק מהלך של הפחתת הון בסך 3 מיליארד ₪, בשש פעימות של חצי מיליארד ₪ כ"א מידי חצי שנה, הגם שלדעתי מהלך הפחתת הון, כאשר "ההון" שבו מדובר הוא תחזית רווח ותזרים מזומנים עתידי מהוונים, הוא מהלך חריג שמעלה קושיות כלכליות רבות.

במקרה של בזק מדובר בחלוקת רווח עתידי שלמועד החלוקה לא היה קיים "פיסית" אלא שיקף הערכות שווי שוק ותזרים מזומנים עתידי, שבהגדרה אינו וודאי. מהלך הפחתת הון כזה אינו תואם את האינטרסים של חברת בזק ואת האינטרסים של הציבור המחזיק בכ 70% ממניות החברה (מניות "המיעוט") וכל כולו נועד לשרת את האינטרס של בעל השליטה, המחזיק בכ 30% ממניות החברה.

ועל כך נרחיב בגוף העבודה שלנו.

מה שהמסמך שלנו נועד לעשות הוא לבחון מחדש את מסמך גיזה לאור המידע שיש בידנו על ההתפתחויות הכלכליות והכספיות בבזק, כפי שהן באות לידי בטוי במאזנה לסוף שנת 2011 שפורסם ב 14.3.12, התפתחויות שאותן אנו מציגים לעומת הנחות העבודה של מסמך גיזה שהתבססו על מאזן בזק לתקופה של 15 חודש קודם לכן, 30.9.11.

כל בדיקה EX POST יש לה יתרון על בדיקה כלכלית קודמת שהרי חלק מההנחות שהונחו במסמך הקודם הפכו כבר לעובדות מוצקות, שאין לערער עליהן והבודק בדיעבד נהנה מיתרון על המערך הקודם, שהוא יכול לבקר את עבודת המערך ולהעמיד את הנחות העבודה שלה מול העובדות כפי שהן, מול הדברים כהווייתם.

זו תהיה המשימה העיקרית שלנו במסמך זה שבו נעסוק לא רק בהתפתחויות בחברת בזק המאוחדת הכוללת גם את חברת פלאפון, בזק בינלאומי, חברת יס וחברות נוספות, אלא גם נעסוק בהתפתחויות הדרמטיות, מבחינה עסקית יש לסייג, בשוק התקשורת הישראלית, שבזק היא שחקן חשוב בו, שחקן דומיננטי בעצם, ובשוק הטלפוניה הניחת היא אף בעלת מעמד מונופוליסטי.

¹ ב 30.3.12 פורסם בתקשורת כי מעריכי השווי של חברת פרטנר, אמיר ברנע ושלי תשובה, הורידו את הערכת השווי של החברה ב 16% לעומת הערכה קודמת שביצעו שלושה (!) חודשים קודם לכן.

טענתנו תהיה כי לאור ההתפתחויות בשנה ורבע האחרונה, החלטת בית המשפט, שהיתה אולי יפה וקבילה לשעתה, צריכה להיבחן מחדש, לקראת אישור מנת ההפחתה השלישית בסך חצי מיליארד ₪ המיועדת לחודש מאי 2012 ואף נמשיך ונטען כי יש להשעות את המהלך לטובת נושי בזק, לטובת בעלי המניות שלה שאינם בעלי שליטה, הציבור הרחב שמחזיק קרוב ל 70% ממניות בזק, לטובת עובדי בזק ובעצם לטובת המשק הלאומי בכללו שבזק היא אחת מחברות התשתית הלאומית החשובות שלו.

בפרק הבא של מסמך זה, **פרק ב**, יוצג ניתוח ההתפתחויות העיקריות בשוק התקשורת ב 15 החודשים האחרונים. התפתחויות אלו הן שהביאו למצב עניינים שונה לגמרי ממצב העניינים בשוק התקשורת לפני 15 חודש ולכן יש לעסוק בהן בהרחבת ייתר, תוך הסבר על מבנה הענף, הסגמנטים השונים שלו, הליכי הרגולציה, התפתחויות בתחום הצרכנות, מבנה התחרות, ההגבלות שהטיל הרגולטור על בזק, כניסת מתחרים חדשים, שנויים טכנולוגיים, תחזיות לגבי מבנה הענף והתחרות בשנים הקרובות ועוד סוגיות נוספות שיש להן השלכה על מעמדה העסקי של בזק, על הרווחיות הצפויה שלה, תזרים המזומנים העתידי שלה, יכולתה לשרת את החוב הנוכחי, למחזר את החוב הקיים ולגייס הון נוסף ומדובר במיליארדי ₪ נוספים שהיא תיאלץ לגייס, כפי שנראה בהמשך.

בפרק ג נעבור לעסוק בניתוח מצבה הכספי של בזק נכון לעכשיו, על בסיס הדוחות הכספיים שהתפרסמו במחצית מרץ 2012 ועל בסיס ארועים משמעותיים שקרו בשנה האחרונה בענף התקשורת שהשפיעו בצורה משמעותית על בזק ועל מתחרותיה ומשליכים על עתיד התחרות בענף התקשורת.

בפרק ד, על בסיס המידע והניתוח שהוצג בשני הפרקים הקודמים, נעבור לתחזית שלנו באשר לתוצאות העסקיות של בזק לשנים 2012-2015 ומהן נגזור את תזרים המזומנים הצפוי לה בכל שנה, בשנים אלו, את מבנה המאזן, את היחסים הפיננסיים העיקריים, את צורכי ההון של החברה ואת יכולתה להתמודד עם האתגרים שצופה לה השוק. הערכות כלכליות, כידוע, אינן מדע טהור והן משתנות לבקרים ומושפעות, באופן מודע או לא, מזהות מזמין העבודה, והדברים ידועים. בפרק ד נשתדל להציג דברים בצורה מתונה ומבוקרת, על יסוד שיקול דעת מושכל, על פי המקובל בניתוחים פיננסיים ומבלי להגרר לתסריטים קיצוניים. נראה לנו כי כדי להציג את התזה העיקרית העומדת בבסיס מסמך זה, אין צורך להניח הנחות מפליגות ולצבוע את העתיד בצבעים שחורים עזים. די לנו באימוץ הנחות סבירות כדי להוכיח, לדעתנו לפחות, כי אל לו לבית המשפט להתיר את המשך חלוקת הדיבידנדים שלא מרווח בחברת בזק. אין מקום "לעסקים כרגיל" שכן המצב הוא לא רגיל ועל החברה להכין את עצמה לקראת המצב החדש שנתגבש בשנה האחרונה והדבר האחרון שהיא יכולה להרשות לעצמה הוא לחלק דיבידנדים על יסוד רווחים שלא התממשו ואולי לא יתממשו בעצם, וכל זאת מעבר לחלוקה של 100% של הרווחים השוטפים, כפי שנוהגת החברה מאז העברת השליטה לבעלים הנוכחיים.

בפרק ה נסכם את ממצאינו ונרחיב מעט את יריעת הדיון הכלכלי כאשר נסקור את סוגיית הפחתת ההון, אותה הפחתה מתוקף סעיף 303 לחוק החברות המאפשר, באישור בית המשפט, הפחתת הון, חלוקת דיבידנד שלא מרווח, אם עמדה החברה במבחן הפרעון, יכולתה לפרוע את כל חובותיה. נראה לנו, לפחות מנקודת ראות כלכלית, שיש להרחיב את הדיון בסוגיה זאת ולתת בו סימנים: להבחין בין הפחתת הון אחת לחברתה ולהקיש מכך מהי הפחתת הון לגיטימית ומהי הפחתת הון שאין לאשר אותה, כל זאת במונחים של ניתוח כלכלי שאינו מתיימר לטעון טענות משפטיות. לסיום הדיון נייחד מספר מלים לגבי ניגוד העניינים בין בעל השליטה בחברה הציבורית, כפי שקיים בבזק, לבין בעלי המניות האחרים, שכאמור מחזיקים במרבית המניות של בזק. נבחן אם בהחלטה על הפחתת הון מקיימות מועצת המנהלים של החברה והאספה הכללית של בעלי המניות שלה את חובתן לדאוג לטובת החברה, לעתידה כישות כלכלית עצמאית, ואת חובתן לעובדי החברה, לציבור הלקוחות ולמשק הישראלי בכללו.

ב. מבנה ענף התקשורת בישראל וניתוח ההתפתחויות בשנה האחרונה

כללי

ענף התקשורת בישראל, נוסף על האתגרים התמידיים המלווים אותו הכוללים אתגר טכנולוגי ויכולת התאמה לשינויים, נתקל בשנים האחרונות ברגולציה מוגברת המובילה לפגיעה ברווחיות החברות בענף והגברת התחרות. כתוצאה מכך גברה רמת אי הודאות בענף. להלן פירוט קצר של חלק מהאתגרים השונים העומדים בפני חברות התקשורת:

טכנולוגיה

התמורות המהותיות שחלו בענף בעשורים האחרונים בארץ ובעולם באו לידי ביטוי בטכנולוגיה משתנה ודינמית, הדורשת השקעה מתמדת בתשתיות ובמו"פ והתאמה מהירה לצרכי השוק המשתנים.

תמורות רבות חלות במהירות רבה באופן שקשה לחזותן ונראה שגם בעתיד יהיה קשה לחזות מראש את ההתפתחויות, ויש לכך כמובן השפעה ישירה על הערכות חברות התקשורת לקראת עתיד של אי וודאות. על מגמות אלה ניתן למנות:

- מעבר מטלפונים ניידים לטלפונים ניידים ומשם לסמארטפונים וטאבלטים.
 - מעבר משידורי טלוויזיה אנלוגיים לטלוויזיה רב ערוצית, שירותים מתקדמים הכוללים מכשירים מקליטים (PVR), שידורי HD, שידורי VOD, וכן שידורים באמצעות האינטרנט, הכוללים IPTV, צפייה ישירה (Streaming) וכן הורדת קבצים, סרטים וכיו"ב.
 - רשת האינטרנט הפכה לכלי הכרחי לתחומים רבים בחיי היום יום בהם גישה למידע, מסחר מקוון, שירותי תשלום ומסחר וני"ע, תקשורת בין אישית וחברתית ועוד ועוד.
 - קפיצה דרמטית במהירויות הגלישה ובביקושים לפס רחב לרמות של עשרות ומאות MB באינטרנט הביתי והעסקי.
- ניכר כי היכולת לחזות ולהעריך את השינויים הטכנולוגיים העתידיים ואת המוצרים הנלווים לכך הולכת ונעשית קשה יותר, וכן גדל הצורך בהשקעת משאבים רבים בניסיון לעמוד בקצב ההתפתחות הטכנולוגית.

מגמה זו מעלה את רמת אי הודאות לחברות בענף, ולצד מתן הזדמנויות לצמיחה מהירה של חברות קטנות ונישתיות, עשויה להפוך חברות איתנות ורווחיות ללא רלוונטיות תוך זמן קצר.

דוח חייק שהתפרסם באוקטובר 2011 קבע כי "היקף ההשקעות בכל תחומי התקשורת נמצא במגמת ירידה בעשור האחרון... ניתן להסיק כי השינוי משקף ברובו הקטנה ממשית בהשקעות". כמו כן מצוין בדוח כי ע"פ מחקר מטעם הבנק העולמי: "תרומת הפס הרחב לתל"ג היא הגבוהה ביותר בהשוואה לתחומי טכנולוגיות מידע ותקשורת אחרים". תרומה נוספת של הפס הרחב

מיוחסת ע"פ המחקר ל: "גידול במקומות העבודה, עלייה בפריון ושיפור ביעילות המשק, וכן "שדרוג היכולת התחרותית של עסקים קטנים ובינוניים וחיזוק יכולת העבודה בסביבה הגלובלית".

הדוח קובע כי "ישראל סובלת ממהירות גלישה נמוכה ואחוז הגולשים במהירויות גבוהות נמוך מאוד בהשוואה למדינות אחרות בעולם. רמת התשתיות הנמוכה בהשוואה למדינות המפותחות מצביעה על היעדר תחרות מספקת בין שני השחקנים בשוק התשתית הנייחת בישראל. בעולם תחרותי, לשני השחקנים קיים תמריץ לפתח ולשדרג את הרשתות בקצב מהיר על מנת שיוכלו לאפשר טכנולוגיה משופרת ללקוחותיהם ובכך ליצור יתרון תחרותי. כאמור, מצב זה אינו מתקיים בישראל".

האמירות לעיל מציגות את חשיבותן של ההשקעות בענף התקשורת. הדבר נכון הן מבחינת שימור היכולת התחרותית של החברות ומיצובן העסקי, והן מבחינת התרומה המשקית והעסקית. חלוקת דיבידנד מהווה לעתים תחליף של ממש להשקעות אלה. יש לציין כי שימוש בתזרים המזומנים של החברה לצורך חלוקת דיבידנדים על חשבון השקעות אלה אינו פועל בהכרח לטובת בעלי המניות בחברה ולעתים אף פוגע בחברה, באיתנותה הפיננסית וביכולתה התחרותית, נוסף על הפגיעה במשק וברוחות הצרכנים והאזרחים.

רגולציה

שוק התקשורת בישראל כלל בתחילת דרכו למעשה שחקנית אחת בלבד (בזק), והלך והתפתח עם השנים עם כניסת מספר שחקנים נוספים לענף. עם זאת, עדיין ניכר כי בתחומים שונים רמת התחרות נפגעה עקב מיעוט מתחרים. מגמה זו ניכרה הן במגזר הסלולר במשך שנים רבות וכיום במגזר הטלוויזיה הרב ערוצית ותשתיות האינטרנט הכוללים 2 שחקניות בלבד. עקב כך לרגולטור בישראל תפקיד חשוב ומשמעותי. בשנים האחרונות ניכרה מגמת אקטיביזם של משרד התקשורת שכללה מהלכים רבים לצורך עידוד התחרות ושיפור רמת השירותים של שוק התקשורת בישראל. בין היתר פעלה הרגולציה להגבלת כוחן של השחקניות המרכזיות ובראשן בזק, אשר במשך שנים רבות נהנתה מיתרונות משמעותיים עקב היותה מונופול או דואופול במגזרים שונים. על מהלכים אלה ניתן למנות בין היתר את הפחתת דמי הקישוריות, ניידות המספרים, ניתוק הזיקה, הפחתת/ביטול קנסות היציאה בענפים השונים, פתיחת השוק הסלולרי הסיטונאי למפעילים וירטואליים (MVNO), מכרז התדרים הסלולרי למפעילים הרביעי והחמישי, החדרת ממירי ה-DTT ועידן + ועוד ועוד.

נוסף על כך נמצאות בעיצומן רפורמות נוספות, בהן המלצות ועדת חייק בתחום התקשורת הנייחת, המפ"א, לפיתוח שוק סיטונאי, ביטול ההפרדה המבנית בענף ועוד, וכן דווח על מהלכים נוספים

בשוק העשויים לקרום עור וגידים, כגון חיוב מכירת חבילה צרה ע"י חברות הטלויזיה הרב ערוצית.

ניכר כי הצרכן הישראלי נהנה ממהלכים אלה הן מבחינה איכותית והן מבחינה כמותית. מגמה זו נמשכת גם בימים אלה ואף צוברת תאוצה עם הגידול במודעות הצרכנית שנבעה בין היתר מהמחאה החברתית בקיץ 2011, שקולותיה טרם נדמו וכבר היא מבצבצת שוב עם בוא הקיץ.

תחרות

אף כי בתחילת דרכן חלק לא מבוטל מחברות התקשורת נהנו משוק לא תחרותי ובעל שיעורי רווחיות גבוהים, ניכר כי רמת התחרות בתקופה האחרונה במספר מגזרים עלתה משמעותית. הדבר ניכר במיוחד בענף הסלולר, בעיקר כתוצאה מכניסתן המיועדת של 2 מפעילות נוספות לרשת דור 3, בד בבד עם הפחתת דמי הקישוריות שאפשרה כניסתן של מפעילות MVNO לשוק. מבנה הענף הביא למגמה בה ענף התקשורת מתכנס ל 4 קבוצות תקשורת עיקריות - בזק, סלקום, פרטנר ו-HOT.

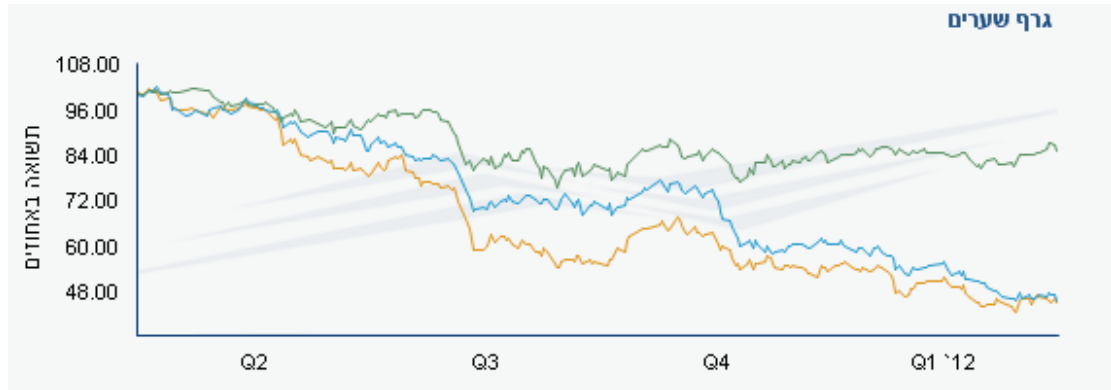
על קבוצת בזק מוטלת מגבלה משמעותית כתוצאה מהגדרתה כמונופול בתחום הקווי בישראל, אשר מגבילה את הקבוצה במכירת חבילות (Bundle), חסרון משמעותי אל מול המתחרה העיקרית הפועלת במרבית תחומי הפעילות של בזק - HOT.

אף כי מצבה של בזק השתפר עם קבלת ההיתר למכירת חבילות פריקות, ניכר כי החיסרון נותר בולט. לראיה, בינואר 2012 השיקה HOT מבצע בו הציעה חבילת Triple + שירותי ספק אינטרנט (ISP) במחירים נמוכים משמעותית מבעבר ונמוכים משמעותית ממתחרתה בזק, וניכר כי מהלך זה תרם ליכולת גיוס הלקוחות של HOT בלא יכולת תגובה אמיתית של בזק ויתר המתחרות בענף. ככלל, ל-HOT יתרון תחרותי משמעותי עקב יכולתה למכור חבילות. עם זאת יתרון זה עשוי להיפגע, בין היתר כתוצאה מהמלצות ועדת חייק הקוראות לבטלו לצורך עידוד התחרות. ניכר כי התחרותיות בענף התקשורת עשויה להמשיך ולהתחזק:

- במגזר הסלולר עם השקת מירס וגולן טלקום את הרשת החדשה (דור 3).
- במגזר הטלויזיה הרב ערוצית עם השקת החבילה הצרה וכניסת ה-IPTV של חברות הסלולר.
- בתחום תשתיות האינטרנט עם פתיחת השוק הסיטונאי ו/או התקדמות מיזם חברת החשמל.
- בתחום תעבורת המידע הבינ"ל עקב קיומם של 3 כבלים תת ימיים לעומת אחד בלבד לפני כשנה.

שווי החברות וביצועי המניות

להלן מוצגת התנהגות מניות חברות בזק ו-HOT, שהנן קבוצות תקשורת מובילות:



בזק (-32%) **הוט** (-26%) **ת"א 25** (-14%)

אף כי מגמת הירידה בשווי החברות ניכרת בשוק כולו, חברות התקשורת הציגו תשואת חסר משמעותית אל מול השוק. מניית בזק השילה 32% משווייה (מתואם) בשנה החולפת, מניית HOT ירדה ב-26%, ואילו מדד ההשוואה ת"א 25 ירד ב-14%. להלן פירוט קצר אודות המגזרים השונים בענף התקשורת:

1. תקשורת פנים ארצית נייחת (מפ"א)

א. ועדת חייק

באוקטובר 2011 פרסמה ועדת חייק המלצותיה הסופיות בנוגע לבחינת תעריפי בזק ועדכונם ולקביעת תעריפי שירותים סיטונאיים בתחום התקשורת הנייחת. דוח הועדה כלל המלצות שונות, בהן:

- פיתוח שוק סיטונאי (בדומה למנגנון השוק הסיטונאי שהוחל בענף הסלולר) והסדרת מחירי שירותים סיטונאיים.
- ביטול חובת הפרדה המבנית (למעט בתחום הטלויזיה הרב ערוצית) בענף התקשורת.
- קידום מכרז חברת החשמל לאפשר כניסת מתחרה 3 לתחום תשתיות התקשורת. עקב קיומן של 2 מתחרות יחידות בתחום תשתיות התקשורת הנייחת, פועל משרד התקשורת לעודד תחרות בתחום זה, באמצעות פיתוח השוק הסיטונאי ו/או קיומו של מתחרה נוסף שיוכל לספק תשתיות תקשורת ללקוחות. המתחרות החדשות צפויות להיות חברות הסלולר, מפעילי ISP וכיו"ב.

ב. קונסולידציה

כחלק ממגמת הקונסולידציה בענף התקשורת, רכשה חברת פרטנר את חברת 012, וכן מיזגה סלקום את 013 נטויזין. מהלכים אלה עשויים לחזק את פרטנר וסלקום באמצעות האפשרות למתן שירותי טלפוניה מבוססי VoB. עד עתה חלקן של החברות בתחום הנייחת היה נמוך למדי ובזק

נהנתה ממעמד מוביל כקבוצת תקשורת המכילה את כל מגזרי התקשורת, אם כי כיום, לאור כניסתה של HOT לתחום הסלולר וה-ISP, והמיזוגים שצוינו לעיל, ניכר כי התחרות עמה תידרש בזק להתמודד, תהיה מאתגרת יותר.

ג. טכנולוגיה

שדרוג תשתיות האינטרנט, רוחבי הפס ומהירויות הגלישה, מגדיל את הכנסות חברות התשתית באמצעות גידול ב-ARPL. (הכנסה ממוצעת פר קו תקשורת) עם זאת, מגמה זו מאפשרת לצרכן למצוא אלטרנטיבות ראויות לטלפוניה הנייחת, בין היתר באמצעות תחליפים אינטרנטיים (Skype) ואפליקציות סמארטפונים וטאבלטים (What's up, Viber).

2. רט"ן - פלאפון

א. מכרז התדרים

מכרז התדרים שחל באפריל 2011, הביא בסופו של תהליך לאפשרות כי 2 שחקניות נוספות (אחת ותיקה ואחת חדשה) תתמודדנה על כיסי הלקוחות. אף כי 2 החברות טרם השיקו את רשת הדור השלישי (וצפויות לעשות זאת במהלך השנה), ניכר כי סימני התחרות נותנים את אותותיהם. לראיה הציגו חברות הסלולר ירידה ב-ARPU (הכנסה חודשית ממוצעת למשתמש) של כ-25% בשנה האחרונה. חברת גולן טלקום מביאה ניסיון וידע רבים בענף התקשורת באמצעות מיכאל גולן וגזביה ניאל. חברת מירס, שהנה חברה ותיקה בענף, אם כי בעלת טכנולוגיה מוגבלת בעבר, נרכשה בנובמבר 2011 ע"י חברת HOT ומהווה חלק מקבוצת תקשורת דומיננטית ומשמעותית. גם קבוצה זו נהנית מניסיון רב של בעל השליטה בה, פטריק דרהי, החולש על חברות תקשורת ברחבי אירופה.

ב. הפחתת דמי הקישוריות

אם בעבר הצליחו חברות הסלולר לגלגל את הפחתת דמי הקישוריות על הצרכן, ניכר כי תהליך זה אינו צולח יותר. ההפחתה החדה שחלה בינואר 2011 לדקת שיחה, מרמה של 25.1 אג' לדקה לכ- 6.87 אגורות לדקה (תהליך שצפוי להסתיים בשנת 2014 ברמה של 5.55 אג' לדקה, לא כולל מע"מ) הביאה להרעה ניכרת בתוצאות חברות הסלולר ולפגיעה ברווחיות.

ג. MVNO

כניסת מפעילות ה-MVNO, אשר בד בבד עם הפחתת דמי הקישוריות מאפשרת לצרכנים לרכוש חבילות באמצעות המפעילות, מגבירה אף היא את התחרות. בדוחות השנתיים של חברת רמי לוי הוצג כי לחברה כ-35,000 לקוחות. במהלך מרץ 2011 השיקה את פעילותה חברת HALLO 015 אשר מציעה חבילה פשוטה וזולה, אשר עשויה להוות גורם נוסף בתחרות המתעצמת.

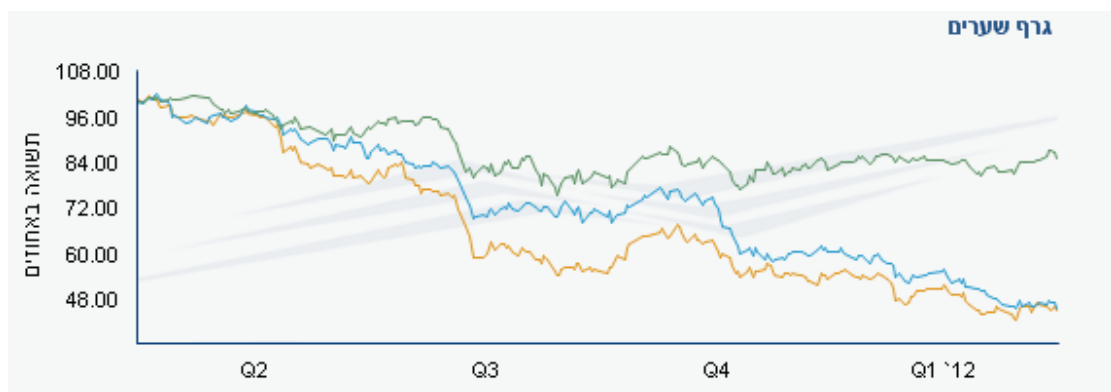
ד. הרעה בתוצאות ובשווי השוק

כתוצאה מהתחרות, הרגולציה וסיבות נוספות, חלה הרעה ניכרת בתוצאות חברות הסלולר בשנה האחרונה. סלקום הציגה בשנת 2011 EBITDA בשיעור 33% ביחס ל-40% בשנת 2010, ופרטנר הציגה EBITDA בשיעור 31% ביחס ל-38% בשנת 2010. החברות גם הציגו ירידה דרמטית ב-ARPU בעיקר כתוצאה מהתחרות הגוברת מצד המפעילות החדשות שבפתח וכן כתוצאה מהפחתת דמי הקישוריות.

חברות הסלולר הצליחו לקזז חלק ניכר מהפסדיהן באמצעות רווחים גבוהים ממכירת מכשירים, בדגש על סמארטפונים. עם זאת סביר כי לאור רפורמת ניתוק הזיקה והגברת המודעות לנושא, יוכלו הצרכנים להפחית את המחירים ששולמו בעבר על המכשירים באמצעות רכישה עצמית וכן הגברת כושר המיקוח עקב כניסת המפעילות החדשות.

ה. שווי החברות וביצועי המניות

להלן גרפים המתארים את ביצועי מניות חברות הסלולר הציבוריות בשנה החולפת:



פרטנר (-55%) סלקום (-54%) ת"א 25 (-14%)

בעוד שוק ההון וענף התקשורת חוו ירידה בשנה החולפת, חברות הסלולר ספגו פגיעה דרמטית, כאשר חברות פרטנר וסלקום ספגו ירידה של 55% ו-54% בהתאמה בשוויין! מדובר בירידת ערך מהותית ויוצאת דופן. ירידה זו נובעת מהפגיעה הקשה בתוצאות החברות והצפי לעתיד שאינו נראה ורוד יותר עבור חברות אלה.

3. טלויזיה רב ערוצית**א. הפרדה מבנית**

חסרונה המרכזי של yes אל מול מתחרתה המרכזית, HOT, הנו באיסור שהטיל עליה הרגולטור למכור חבילות. מכירת חבילות ה-Triple (ולפרק זמן קצר גם Quadro) מאפשר ל-HOT מכירת מספר מוצרים (RGU) ללקוח באמצעות מתן שירות אחיד, חשבונית אחת, וכן הנחות צולבות. אף כי בזק קיבלה אישור במאי 2011 למכירת חבילות פריקות (מכירת מוצרים משותפת אך ללא מתן סבסוד על כל מוצר ומוצר), עדיין חסרונה זה בולט אל מול HOT.

ב. IPTV

חברות הסלולר פרטנר וסלקום הודיעו על כניסתן לתחום הטלויזיה הרב ערוצית באמצעות טכנולוגיית IPTV. מהלך זה צפוי לקרות כבר במהלך 2012 ועשוי להוות תחרות משמעותית ל 2 המתחרות הקיימות כיום. ככלל, קיימת מגמה הולכת וגוברת של צפייה בתכניות באמצעות האינטרנט, הן בצפייה ישירה (Streaming) והן באמצעות הורדת קבצים.

ג. איסור שליטה

כיום הרגולטור לא מאשר לבזק להיות בעלת שליטה ב-yes, ולפיכך השליטה בחברה נמצאת כיום בנאמנות, כאשר קיימת אי ודאות לגבי אישור רכישת yes ע"י בזק בעתיד.

ד. חבילה צרה

הרגולציה אישרה הכנסת ממירים בעלי מסי ערוצים בודדים, בהם DTT (המכיל 5 ערוצים), כאשר במרץ 2012 עבר חוק הרחבת ערוצים בקריאה שנייה ושלישית (הצפוי לכלול כ-15 עד 18 ערוצים). ע"פ הערכת הרשות השנייה, כיום קיימים מעל 100,000 לקוחות DTT בישראל.

4. מפעיל ISP ושיחות בינ"ל**א. רכישות**

כפי שהוצג, מגמת הקונסולידציה מחזקת את מפעילות ה-ISP הקיימות, 012, 013 ולאחרונה גם הוט-נט שנהנית מעוצמת הקבוצה ובסיס הלקוחות הרחב שלה. אלו הן מתחרותיה של בזק בינלאומי באספקת שירותי אינטרנט.

ב. כבל תת ימי

בזק בינ"ל השקיעה מאות מ' ש"ח בהקמת כבל תת ימי שהנו השני כיום בישראל (פרט לזה הקיים של מד נאוטילוס). חברת תמר"ס הקימה אף היא כבל תת ימי שמהווה מתחרה שלישי לאלה הקיימים.

5 . סיכום.

סקירת ההתפתחויות בענף התקשורת בשנה האחרונה מורה כי בכל תחומי הפעילות של בזק כיום : טלפוניה נייחת, שירותי סלולר, שירותי אינטרנט, שיחות בינלאומיות, שירותי ISP ושירותי הלווין, צפויה בזק לתחרות קשה בשנים הקרובות. למעשה התחרות נמצאת כבר בעיצומה ועל כך תעיד ההרעה בשווי החברה בשנה האחרונה, נסיגה בתוצאות העסקיות לשנת 2011 וירידה בכל הפרמטרים העסקיים, שעליהם נפרט בפרק הבא.

כניסת מתחרים חדשים וטכנולוגיות חדשות ומדיניות הרגולציה לעידוד תחרות, תוך הגבלה כוחה של בזק להשיב מלחמה שעה, כל אלו ישפיעו בוודאות על תוצאות בזק בעתיד וניתן לעקוב אחר הרעת התוצאות עסקיות מידי רבעון וגם על כך נפרט בהמשך.

מנגד, על מנת להמשיך ולהתחרות על החברה להשקיע השקעות הוניות משמעותיות, וכל זאת בסביבה של אי וודאות טכנולוגית שיכולה עוד להגביר את הצורך בהשקעות חדשות. (למשל הדור ה 4 בסלולר, LTE)

כל זאת בחברה שרוב הוצאותיה הן הוצאות קבועות וגם גמישותה באשר להוצאה על כ"א נופלת מזו של מתחרותיה.

במצב דברים כזה, טובת החברה מחייבת צבירה של רזרבות כספיות שתידרשנה אל נכון בשנים הקרובות על מנת לשמור על מעמדה התחרותי של החברה. ככל שרמת אי הוודאות עולה, כן יש צורך להבטיח לחברה בסיס הון רחב, יתרות כספיות זמינות ונזילות למימון ההליך התחרותי, לספיגת אובדן שווקים וצרכנים, להתמודדות עם ירידת מחירים, שעדיין לא מוצתה ולהבטחת חוסנה של החברה. ועל כך עוד נרחיב בהמשך.

ג. ניתוח התוצאות העסקיות של בזק בשנת 2011

תמצית נתוני מאזן

מ' ש	2011	2010	2009	2008	2011	2010	2009	2008
לקוחות וחייבים לז"ק	3,345	2,928	2,491	2,373	19%	21%	18%	17%
לקוחות וחייבים לז"א	1,499	1,114	887	576	9%	8%	6%	4%
רכוש קבוע	6,022	5,610	5,428	6,461	35%	39%	39%	46%
נכסים בלתי מוחשיים	2,257	2,248	1,885	2,674	13%	16%	14%	19%
השקעות בחברות מוחזקות לפי שווי מאזני	1,059	1,084	1,219	32	6%	8%	9%	0%
סך נכסים	17,331	14,238	13,770	14,103	100%	100%	100%	100%

אג"ח הלוואות ואשראי לז"ק	765	949	862	1,780	4%	7%	6%	13%
ספקים	890	1,061	1,091	1,381	5%	7%	8%	10%
דיבידנד לתשלום לז"ק	971	0	0	0	6%	0%	0%	0%
אג"ח לז"א	4,663	1,967	2,716	3,943	27%	14%	20%	28%
הלוואות לז"א	4,150	2,801	558	372	24%	20%	4%	3%
דיבידנד לתשלום לז"א	924	0	0	0	5%	0%	0%	0%

הון עצמי	2011	2010	2009	2008	2011	2010	2009	2008
חוב פיננסי	9,578	5,717	4,136	6,095	55%	40%	30%	43%
חוב פיננסי נטו	7,280	5,345	3,402	5,276	42%	38%	25%	37%
חוב פיננסי נטו מול דיבידנד לתשלום	9,175	5,345	3,402	5,276	53%	38%	25%	37%
חוב ל-CAP	77%	50%	34%	55%	77%	50%	34%	55%

עיון במאזנה של חברת בזק לשנת 2011 מורה על מגמה ברורה של ירידה באיתנות הפיננסית של החברה כתוצאה מגידול חד במינוף.

הונה העצמי של בזק עמד, נכון לתום 2011, על כ-2.7 מיליארד ש"ח, ביחס ל-5.4 ו-6.5 מיליארד ש"ח בתום 2010 ו-2009 בהתאמה. שיעור ההון עצמי מסך המאזן עמד על 16% בלבד, ביחס ל-37% ו-47% ב-2010 ו-2009 בהתאמה.

נציין כי הונה העצמי של בזק כולל נכסים בלתי מוחשיים בסך של כ-2.3 מיליארד ש"ח, מזה כ-1.2 מיליארד ש"ח בגין מוניטין. כמיליארד ש"ח מתוך המוניטין נובע מחברת פלאפון. לאור הירידות בשווי חברות הסלולר המתחרות הציבוריות - פרטנר וסלקום, ולאור התחרות והתמורות החלות בענף, לא מן הנמנע כי שווי חברת פלאפון נפגע אף הוא באופן ניכר. כתוצאה מכך גם המוניטין המשויך לפלאפון עשוי להיפגע בהינתן ירידת ערך מספקת. במקרה כזה יופחת סכום זה מההון העצמי של בזק.

באופן דומה גם רישום ערכה של yes בספרי בזק, העומד כיום על 1059 מיליון ש"ח עשוי להפחית את הונה העצמי של בזק באם יפגע שווייה. במלים אחרות: כמעט כל הונה העצמי של בזק נמצא בסכנת מחיקה, לאור האפשרות של מחיקת סעיף המוניטין בפלאפון ומחיקת השקעתה בחברת הלווין, כל זאת, יש לציין, לפני שהצגנו את תזרים המזומנים העתידי של בזק שאמור להקטין אף הוא את שיעור ההון העצמי של בזק ולפגוע ביחסים הפיננסיים העיקריים במאזן.

חובה הפיננסי של בזק עמד על כ-9.6 מיליארד ₪ בתום שנת 2011, ביחס ל-5.7 ו-4.1 מיליארד ₪ בשנים 2010 ו-2009 בהתאמה. שיעור החוב הפיננסי מהמאזן עמד על 55% ביחס ל-40% ו-30% בשנים הנ"ל.

הגידול הניכר בחוב נובע מהפחתת ההון כאמור ומהמשך חלוקת דיבידנד בשיעור של 100% מהרווח הנקי של בזק, ע"פ מדיניותה.

יחס החוב ל-CAP עמד בתום 2011 על 77%, בהשוואה ל-50% ו-34% בתום 2010 ו-2009 בהתאמה.

עקב הציפייה כי הדיבידנד השוטף ישמר ברמה של 100% מהרווח הנקי והעובדה כי תזרימה הפנוי של החברה אינו מאפשר חלוקת דיבידנד בלא גיוס הון/חוב נוסף, נראה כי לא צפוי שיפור במבנה ההון ובאיתנותה הפיננסית של החברה בשנים הקרובות. נהפוך הוא, מבנה ההון עוד צפוי להחמיר עם השנים.

נציין גם כי שיעור ההון העצמי מסך המאזן ויחס החוב ל-CAP של החברה מוצגים, ע"פ השוואה המופיעה בדוח גיזה, כיחסים יוצאי דופן וחריגים לרעה בהשוואה עולמית. שיעור ההון העצמי (פרופורמה) המוצג ע"י גיזה הנו הנמוך ביותר מבין 12 חברות ההשוואה, ואילו יחס החוב ל-CAP (פרופורמה) הוא הגבוה ביותר מבין חברות ההשוואה. הדברים עוד יחמירו בהמשך.

כתוצאה מתנאי השוק והתחרות הגוברת, הציגה החברה שינוי לרעה בסעיפי לקוחות וחייבים אחרים בכ-750 מ' ₪, גידול משמעותי וזאת על אף הירידה בהכנסותיה. סכום זה פוגע בתזרים הפנוי של בזק. הגידול באשראי ללקוחות וחייבים לא קוזז באמצעות גידול באשראי ספקים. נהפוך הוא, חל קיטון בסעיפי ספקים וזכאים אחרים שכ-130 מ' ₪ נוספים. סך סעיפי השינויים בהון החוזר מציגים תזרים שלילי בסך 1.5 מיליארד ₪.

תמצית נתוני דוחות רווח והפסד

2009	2010	2011	2009	2010	2011	מ' ש
100%	100%	100%	11,519	11,987	11,373	הכנסות
44%	42%	38%	5,049	4,990	4,376	תקשורת פנים ארצית נייחת
45%	46%	48%	5,132	5,476	5,458	רט"ן
28%	27%	21%	3,231	3,286	2,346	שרותי סלולר וציוד קצה
7%	8%	11%	782	1,014	1,201	שרותי ערך מוסף
10%	10%	17%	1,119	1,176	1,911	מכירת ציוד קצה
11%	11%	11%	1,276	1,334	1,289	תקשורת בי"ל, שירותי אינטרנט ונס"ר
1%	2%	2%	62	187	250	אחרים
26%	31%	29%	2,972	3,744	3,242	רווח תפעולי
0%	-1%	-2%	31	(109)	(210)	הוצאות מימון נטו
26%	30%	27%	3,003	3,635	3,032	רווח לאחר מימון
26%	28%	25%	2,969	3,374	2,816	רווח לפני מסים
19%	20%	18%	2,162	2,442	2,061	רווח מפעילות נמשכת
12%	0%	0%	1,379			רווח מפעילות מופסקת
31%	20%	18%	3,541	2,442	2,061	רווח נקי לשנה
38.7%	43%	41%	4,457	5,153	4,637	EBITDA
			0.8	1.0	2.0	חוב ל-EBITDA
			1.4	2.4	5.9	חוב ל-FCF

בשנת 2011 הציגה בזק ירידה בשיעור של 5% בהכנסותיה, כ-600 מ' ש. עיקר הירידה נבעה מתחום הטלפוניה הקווית (כ-700 מ' ש), אך אנו עדים למגמת ירידה בכל תחומי פעילות החברה (למעט הכנסות אחרות), הן מגזר המפ"א, הן מגזר הסלולר והן מגזר התקשורת הבינ"ל ומפעיל ISP. פרוט באשר לתוצאות במגזרים השונים יופיע בהמשך.

נתונים בולטים נוספים הנם שיעורי הרווחיות, אשר נפגעו ביחס לשנת 2010:

שיעור הרווח התפעולי ירד ל-29%, שיעור ה-EBITDA ל-41% ושיעור הרווח הנקי ל-18%.

בשנת 2009 הכירה החברה ברווח חד פעמי כתוצאה מהפסקת איחוד חברת yes בדוחותיה, שחולק אף הוא כדיבידנד.

בזק מציגה ירידה של 10% ב-EBITDA בשנת 2011, ביחס ל-2010 מדובר בירידה בהיקף של כחצי מיליארד ש. יחס החוב ל-EBITDA הוכפל מרמה של 1.0 לרמה של 2.0.

עקב השקעות ניכרות בעיקר ברשת ה-NGN והשקעה בכבל התת ימי, קפץ יחס החוב ל-FCF מרמה של 2.4 לרמה של 5.9.

למותר לציין כי הגידול בהוצאות המימון נטו לרמה של כ-200 מ' ש נובע מהגדלת המינוף המתמשכת בחברה הנובעת בין היתר מהמשך חלוקת הדיבידנד השוטף וכן חלוקות הדיבידנד המיוחד (הפחתת הון) בסך 1 מיליארד ש.

סך הרווח הנקי של החברה ירד בכ-16% ב-2011 לכ-2.1 מיליארד ש.

ניתוח מגזרי

מגמת ההיחלשות בתוצאות בזק ניכרת במיוחד ברבעון ה-4 (Q-4) של השנה. להלן פירוט מגזרי הפעילות בהשוואה רבעונית. אנו מציגים להלן השוואה של תוצאות החברה בסגמנטים השונים ברבעום הרביעי של שנת 2011 מול הרבעון הקודם (Q-3 2011) ומול הרבעון המקביל אשתקד (Q-4 2010):

מגזר המפ"א

מפ"א	Q-4 2010	Q-3 2011	Q-4 2011	2009	2010	2011
הכנסות	1,329	1,186	1,114	100%	100%	100%
EBITDA	672	726	559	51%	61%	50%
חוח נקי	340	311	301	26%	26%	27%
FCF	281	441	216	21%	37%	19%
מס' מנייים	2,366	2,363	2,367	178%	199%	212%
ARPL	83	78	70	6%	7%	6%
מס' דקות שימוש יוצאות	2,621	2,481	2,340	197%	209%	210%
				0%	0%	0%
מס' מנייים אינטרנט	1,066	1,100	1,111	80%	93%	100%
ARPU	78	81	81	6%	7%	7%
חחב פס	4.3	6.0	6.7	0%	1%	1%

בתחום המפ"א ניכרת ירידה בשיעור של 6% בהכנסות בזק ברבעון הרביעי ביחס לרבעון השלישי, כתוצאה מהפחתת דמי הקישוריות. ההשוואה לרבעון המקביל אשתקד מציגה ירידה חדה עוד יותר בשיעור 16%.

הירידה ב-EBITDA בין הרבעון השלישי לרביעי הנה בסך 167 מ' ש, שיעור של 23% שהנו גבוה מאוד. אם אכן הרבעון הרביעי מייצג את המצב הנוכחי נאמנה, הרי שתוצאות מגזר זה, בהתבסס על נתוני הרבעון הרביעי, מציגים ירידה של כחצי מיליארד ש"ח ב-EBITDA בחישוב שנתי רק מהמגזר הקווי. ה-FCF ממגזר זה נחתך ביותר מ-50%.

נתון בולט נוסף בדוחות הנו הירידה החדה ב-ARPL (הכנסה חודשית ממוצעת מלקוח) בכ-8 ש"ח ביחס לרבעון הקודם, המהווים 10% מה-ARPL. זאת גם כתוצאה מירידה במס' הדקות היוצאות בשיעור של 6% וגם כתוצאה מהתחרות הגוברת. ירידה זו ב-ARPL הנה משמעותית מאוד ומציגה נקודת מוצא קשה משמעותית מזו שהונח בעבודת גיזה. בתחום תשתיות האינטרנט ניכר כי הגידול ברוחבי הפס מביא לעליה קלה ב-ARPU, כצפוי.

מגזר הסלולר

2009	2010	2011	Q-4 2010	Q-3 2011	Q-4 2011	פלאפון
100%	100%	100%	1,145	914	849	הכנסות משירותים
28%	55%	46%	323	507	390	הכנסות ממכירת ציוד קצה
128%	155%	146%	1,468	1,421	1,239	סך הכנסות
30%	37%	31%	343	342	262	רווח תפעולי
43%	53%	47%	497	481	401	EBITDA
23%	29%	24%	268	263	204	רווח נקי
0%	11%	15%	0	97	131	FCF
250%	311%	335%	2,857	2,842	2,847	מס' מנויים
32%	42%	45%	364	385	384	MOU
12%	12%	12%	134	107	100	ARPU
23%	34%	37%	269	310	311	הכנסות VAS

בתחום הרט"ן, פלאפון מציגה ירידה נוספת בהכנסות, המשך ישיר למגמת הירידה בשנה האחרונה. החברה מציגה ברבעון הרביעי ירידה של 13% בהכנסות ביחס לרבעון הקודם, כאשר הנתון המשמעותי ביותר הנו קיטון בהכנסות ממכירת ציוד קצה בכ-23%. נתון זה הינו משמעותי מכיוון שבשנה החולפת הצליחו חברות הסלולר לפצות על הירידה בהכנסות משירותים באמצעות רווחים גבוהים ממכירת סמארטפונים, ואילו ברבעון הרביעי של 2011 אנו רואים כי סעיף הכנסה זה נשחק משמעותית. הדבר נובע בין היתר מתחרות גוברת וכן מרפורמת ניתוק הזיקה המגבירה את יכולת הצרכנים לרכוש מכשירים באופן עצמאי.

ה-EBITDA ברבעון הרביעי ירדה ב-20% ביחס לרבעון הקודם, ובחשוב שנתי מדובר בפגיעה ב-EBITDA בכ-320 מ' ₪.

ניכר כי התחרות הגוברת והחשש מכניסת המפעילים החדשים ממשיכה לפגוע ב-ARPU. זה עמד על 100 ₪ בלבד ברבעון האחרון בפלאפון, ירידה של 7% ביחס לרבעון הקודם. זאת למרות שב-MOU לא חל שינוי מהותי. זוהי ירידה חדה מאוד בהתחשב בעובדה כי מדובר בתקופה של 3 חודשים בלבד.

מגזר תקשורת בינ"ל ומפעיל ISP

2009	2010	2011	Q-4 2010	Q-3 2011	Q-4 2011	בזק בינלאומי
100%	100%	100%	350	351	342	הכנסות
19%	17%	17%	65	61	59	רווח תפעולי
26%	25%	26%	90	89	89	EBITDA
13%	13%	13%	46	46	44	רווח נקי
3%	-10%	-8%	12	(34)	(28)	FCF

מגזר תקשורת בינ"ל ושירותי אינטרנט לא נפגע בצורה משמעותית ביחס למגזרים האחרים.

מגזר הטלויזיה הרב ערוצית

2009	2010	2011	Q-4 2010	Q-3 2011	Q-4 2011	yes
100%	100%	100%	400	405	404	הכנסות
10%	16%	26%	41	63	106	רווח תפעולי
32%	34%	42%	126	137	168	EBITDA
-21%	-19%	2%	(84)	(76)	7	רווח נקי
11%	17%	14%	43	67	57	FCF
145%	144%	145%	578	585	586	מס' מנויים
58%	57%	57%	231	232	229	ARPU

מגזר הטלויזיה הרב ערוצית מציג יציבות ברמת ההכנסות ושיפור ב-EBITDA, זאת על אף גיוס המנויים הנמוך יחסית והירידה ב-ARPU ברבעון הרביעי של השנה.

תמצית נתוני דוחות תזרימי מזומנים

2009	2010	2011	
3,541	2,442	2,061	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
			רווח לשנה
			התאמות
1,631	1,409	1,395	פחת והפחתות
362	113	293	הוצאות מימון נטו
(64)	(171)	(181)	רווח הון נטו
(546)	(300)	(756)	שינוי בלקוחות וחייבים אחרים
247	(21)	(131)	שינוי בספקים וזכאים אחרים
3,916	3,696	3,186	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
(349)	(343)	(355)	תזרים מזומנים לפעילות השקעה
90	133	230	השקעה בנכסים בלתי מוחשיים
(140)	(113)	(2,859)	תמורה ממכירת רכוש קבוע
6	251	1,967	רכישת נכסים פיננסיים מוחזקים למסחר
(1,363)	(1,279)	(1,548)	תמורה ממכירת נכסים פיננסיים מוחזקים למסחר
(1,632)	(1,484)	(2,490)	מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה
0	0	3,092	תזרים מזומנים לפעילות מימון
400	2,670	2,200	הנפקת אג"ח
(682)	(697)	(835)	קבלת הלוואות מתאגידים בנקאיים
(109)	(448)	(648)	פרעון אג"ח
(1,941)	(3,733)	(3,155)	פרעון הלוואות
(354)	(237)	(377)	דיבידנד ששולם
(2,490)	(2,427)	292	מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון
(206)	(215)	988	עליה (ירידה) נטו במזומנים ושווי מזומנים

תזרים המזומנים מציג ירידה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, הנובעת מהרעה בתוצאות, ירידה ברווח הנקי, וכן מגורמים נוספים בהם התחרות הגוברת אשר הביאה להארכת תקופת האשראי ללקוחות ולחייבים (לז"ק ולז"א) וכן לירידה באשראי המתקבל מספקים. סכום זה הביא לידי פגיעה בתזרים המזומנים של החברה בהיקף של כ-550 מ' ₪ בשנת 2011.

השקעות החברה ברשת ה-NGN על מנת לשמור על כוחה התחרותי בתחום התשתיות ממשיכות לתת את אותותיהן בתזרים החברה, השקעה ברכוש קבוע, אשר עמד על כ-1.5 מיליארד ₪ בשנת 2011. השקעות החברה כללו גם השקעות בכבל התת ימי בחברת בזק בינלאומי בהיקף של מאות מ' ₪.

חלוקות הדיבידנד, הן השוטף והן הנובע מהפחתת הון, דרשו גידול בהיקף המימון בחברה כך שבשנת 2011 לבדה גייסה בזק 5.3 מיליארד ₪, ביחס לפירעונות בהיקף 1.5 מיליארד ₪. גיוס זה בעיקרו איפשר חלוקת דיבידנד בסך 3.15 מיליארד ₪. עד כה מצליחה בזק לגייס את הסכומים הדרושים על ידה.

סיכום

הגברת ההתחרות בכל מגזרי התקשורת, כניסת מתחרים חדשים, פתיחת השוק והסרת מגבלות על מעבר צרכנים בין חברה לחברה, הגבלות שהוטלו על בזק על ידי הרגולטור והצורך ברמת השקעה גבוהה, כל אלו הביאו לירידה בתוצאות העסקיות של בזק ובעיקר אמורים הדברים במגזר הקווי ובמגזר הסלולר, שתי הפעילויות התורמות כ 90% מהכנסות בזק. על אלה יש להוסיף את הוצאת מזומנים מקופת החברה בסך 3.15 מיליארד ₪, דיבידנד שוטף בשיעור של 100% ושתי "מנות" של דיבידנד שלא מרווח בשיעור של 1 מיליארד ₪, אשר הביאו להגדלת המינוף של החברה, הגדלת חלקו של החוב במאזן וירידה בהון העצמי.

לא פחות חמורה מכל אלה היא בעיית המגמה העסקית, המדרון התלול היורד שעליו פוסעת בזק שבו כל רבעון הוא גרוע יותר מקודמו, על פי כל הפרמטרים העסקיים והפיננסיים המקובלים, אך הוא עדיין טוב מהרבעון שבא אחריו.

החשש העיקרי שצריך להטריד את בעלי המניות בבזק, ואת נושיה וכלל ה STAKE HOLDERS בחברה הוא כי הרבעון הרביעי של שנת 2011 הינו נקודה נוספת שממנה תימשך הירידה בתוצאות העסקיות.

כל האינדיקטורים מרמזים כי צפויים רבעונים עוד פחות טובים ממנו בפתח והשאלה היא כיצד יראו הדוחות הכספיים של בזק בשנים הקרובות וכיצד תוכל החברה להתמודד עם צורכי מחזור החוב הקיים וגיוס החוב הנוסף, שאל נכון תזדקק לו, כאשר לכל אלה אנו מוסיפים את כוונת בעלי המניות לחלק את 100% הרווח הנקי כדיבידנד, יהא גודלו אשר יהיה וכן הוצאה של 2 מיליארד ₪ כדיבידנד המיוחד, 4 מנות של 500 מיליון ₪ כ"א, שאמורה להתבצע בשנתיים הקרובות, 2012 ו 2013, שאם לא תבוטל, צפויה לחברת בזק תקופה קשה, קשה מאד.

ד. אומדן רווח והפסד, תזרים מזומנים צפוי לשנים 2012-2015 והשפעתם על מאזני

בזק לתקופה, כושר פרעון החוב הקיים, כושר מחזור החוב וכושר גיוס חוב נוסף

לאחר הדיון שקיימנו בשלושת הפרקים הראשונים של עבודתנו אנו מגיעים לפרק המרכזי שבו אנו מבצעים אומדן באשר לתזרים המזומנים של בזק לשנים 2012-2015 וממנו מקישים על סוגיית המשך חלוקת הדיבידנד המיוחד. השאלה הניצבת בפנינו היא זאת: האם תחזית תזרים המזומנים של בזק לארבע השנים הקרובות, צורכי מחזור החוב שלה והצורך בגיוס חוב חדש, מאפשרים לבזק להמשיך ולמשוך עוד 2 מיליארד ₪ מהחברה בדרך של חלוקת דיבידנד שלא מרווח. ברור כי שאלה זו אינה זהה, מבחינה כלכלית, לשאלה אם בזק תצליח לפרוע את אגרות החוב שהיא גייסה, בהנחה ששאלת החוב לבנקים, שמן הסתם הוא מובטח, אינה מענייננו כאן. במלים אחרות: לא נתיימר ולא ניקח על עצמנו את האחריות לטעון שבזק לא תוכל בכל מצב לפרוע את חובותיה למחזיקי האג"ח שלה. כל שננסה לעשות זה לשרטט תסריטים אפשריים באשר למצב העסקי של בזק בעתיד ומהם להקיש אם לאור תסריטים אפשריים אלו יכולה בזק להרשות לעצמה ולהוציא עוד 2 מיליארד ₪ מהחברה, כל זאת כאשר טובת החברה והבטחת עתידה הם השיקולים היחידים האמורים לעמוד לנגד עיניה ולנגד עיני מנהליה.

1. התסריט הסביר

התסריט הראשון אותו נציג הוא תסריט סביר. הוא מניח כי הרבעון הרביעי של שנת 2011 יכול לשמש תחזית אפשרית לשנת 2012, דהיינו הכנסות והוצאות שנת 2012 הן תוצאות הרבעון האחרון של שנת 2011 מוכפלות פי ארבע. וכן נניח בהמשך כי השנים 2013-2015 תהיינה זהות מבחינת ההכנסות ושיעורי הרווח לאלו של שנת 2012. משמע, בניגוד להערכות רבות ששמענו, לא תחול החמרה עסקית נוספת בבזק מעבר לזו שנרשמה ברביע האחרון של שנת 2011. זהו תסריט סביר שכן אין הוא מנסה "להלך אימים" ויתכן שאף חברת גיזה היתה מאמצת אותו, אילו ידעה אז, במועד עריכת הדוח שלה בינואר 2011, מה שידוע לכל כעת.

כל זה מוצג להלן בתחזית תזרים המזומנים. הכנסות ברמה של 10,600 מיליון ₪, כמו ברביע הרביעי של 2011 המוכפל פי 4, רווח תפעולי של 26% מהמחזור ו EBITDA של 40% שיעור גבוה לכל הדעות. היקף ההשקעות השנתי זהה לממוצע בשלוש השנים האחרונות. כל שאר המשתנים נגזרים מהנחות אלו, כולל כמובן הוצאות המימון, פרעון החובות לפי לוח הסילוקין המופיע במאזן. צורכי מחזור וגיוס חוב חדש מתקבלים תוצאתית מהנחות אלו.

2015	2014	2013	2012	בחישוב שנתי 2011 Q-4	בפועל 2011	
10,600	10,600	10,600	10,600	10,600	11,373	הכנסות
0%	0%	0%	0%			שיעור שינוי
2,792	2,792	2,792	2,792	2,792	3,242	רווח תפעולי
26%	26%	26%	26%	26%		שיעור מהכנסות
(1,395)	(1,395)	(1,395)	(1,395)	(1,395)	(1,395)	פחת
13%	13%	13%	13%	13%		שיעור מהכנסות
4,187	4,187	4,187	4,187	4,187	4,637	EBITDA
40%	40%	40%	40%	40%		שיעור מהכנסות
(1,595)	(1,595)	(1,595)	(1,595)	(1,595)	(1,595)	CAPEX
15%	15%	15%	15%	15%		שיעור מהכנסות
2,592	2,592	2,592	2,592	2,592	3,042	FCF
(744)	(301)	(301)	(359)			פירעון קרן אג"ח
(175)	(204)	(220)	(239)			פירעון ריבית אג"ח
(525)	(525)	(525)	(204)			פירעון קרן בנקים
(146)	(171)	(195)	(204)			פירעון ריבית בנקים
(101)	(184)	(184)	(189)			פירעון קרן פלאפון
(4)	(12)	(21)	(29)			פירעון פלאפון
(1,370)	(1,010)	(1,010)	(752)			סך פירעון קרן
(325)	(387)	(436)	(472)			סך פירעון ריבית
(1,695)	(1,397)	(1,446)	(1,224)			סך פירעון
(269)	(208)	(98)				הוצאות מימון חוב חדש
2,198	2,197	2,258	2,320			רווח לפני מס
(550)	(549)	(565)	(580)			מסים
25%	25%	25%	25%			
1,649	1,648	1,694	1,740			רווח נקי
16%	16%	16%	16%			שיעור מהכנסות
79	438	484	788			תזרים פנוי לפני דיבידנד
		(1,000)	(1,000)			דיבידנד הפחתת הון
(1,649)	(1,648)	(1,694)	(1,740)			דיבידנד שוטף
(1,570)	(1,210)	(2,210)	(1,952)			תזרים פנוי לאחר דיבידנדים
(1,570)	(1,210)	(2,210)	(1,952)			מימון נדרש
(6,941)	(5,371)	(4,161)	(1,952)			מימון נדרש מצטבר

אנו רואים כי עד לסוף שנת 2015 תידרש בזק לגייס חוב בהיקף של 6.9 מיליארד ₪, אשר ממנו 4.1 מיליארד ₪ יכסה את צורכי מחזור החוב הקיים ו 2.8 מיליארד ₪ יהיה חוב חדש, עקב צורכי המימון הנוסף של החברה, לאור חלוקת כל הדיבידנד השוטף ועוד 2 מיליארד ₪ דיבידנד מיוחד שלא מרווח.

סכומים אלו, יש להזכיר, מצטרפים לגיוס חוב מסיבי שכבר נעשה בשנת 2011 בסך של 5.3 מיליארד ₪ ברוטו, או 3.8 מיליארד ₪ נטו ללא מחזור חוב.

לו היתה בזק מוותרת על חלוקת הדיבידנד המיוחד, שלא מרווח, והיתה חוסכת תזרימית 2 מיליארד ₪ בתקופה, היתה יכולה להסתפק בגידול נטו בחוב של 1 מיליארד ₪, יתכן ואף זאת תסתבר כמשימה לא פשוטה.

היחסים הפיננסיים העיקריים הנגזרים מתחזית זאת מוצגים בטבלה להלן :

2015	2014	2013	2012	בח'שוב שנת' 2011 Q-4	בפועל 2011	
(765)	(765)	(765)	(765)	(1,736)	(1,736)	יתרת חוב ז"ק
(11,612)	(11,412)	(11,212)	(10,937)	(9,737)	(9,737)	יתרת חוב ז"א
2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	יתרת מזומנים
(10,079)	(9,879)	(9,679)	(9,404)	(9,175)	(9,175)	חוב פיננסי נטו
2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.0	חוב ל-EBITDA
3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.0	חוב ל-FCF
2,583	2,583	2,583	2,659	2,688	2,688	הון עצמי
10.6%	11.4%	12.0%	13.8%	15.5%	15.5%	שיעור הון עצמי
(1,570)	(1,210)	(2,210)	(1,952)			גידול צפוי בחוב
24,272	22,702	21,492	19,283	17,331	17,331	סך מאזן

שיעור ההון העצמי מהמאזן, שרק לפני שלוש שנים נשק ל 50%, ירד אל עבר ה 10%, הקטנה של כ- 80% ואילו היחס של החוב ל EBITDA, שעמד בשנת 2010 על 1.0 אמור לעלות ל- 2.4 גידול של 140%.

וכן נרשם גידול ניכר ביחס של החוב ל FCF.

ההון העצמי של בזק, חברת תשתית לאומית הפועלת עשרות שנים, הוא מעט יותר גבוה מרווח נקי לשנה אחת, וזאת בחברה האמורה להערך לקראת שוק תחרותי עוד יותר ולא תגרים ניהוליים שממתינים לה, כפי שפרטנו בפרק ב. אנו חוזרים ומדגישים : אין בתזרים זה משום טענה לחדלות פרעון וודאית, זו טענה מרחיקת לכת שאין אנו רוצים לטעון אותה.

התזרים מראה על שחיקת התוצאות העסקיות, על קשיים אפשריים (וסבירים) במחזור החוב, על צורך לגייס חוב נוסף ועל צפי וודאי לגידול בהוצאות המימון. יתכן ועל אף כל זאת החברה תצליח לצלוח את כל המעקשים והמהמורות הללו. השאלה שצריכה להשאל היא : מה הטעם והסיבה ליטול סיכון כה ממשי, בשיעור של 2 מיליארד ₪, סכומים שלחברה יש צורך בהם החיוניים לצרכיה השוטפים ולהוציא אותם מקופת החברה. ואולי אין כאן רק נטילת סיכון אלא בעצם הימור ?

2 . התסריט הפסימי

גם התסריט הפסימי שאותו נציג להלן איננו שחור משחור וישנם וודאי כאלה שיאשימו אותנו בזהירות ייתר בהמנעותנו מלהציג תמונת מצב עתידית קשה שבעתיים, שאיש לא יוכל לטעון שהיא מופרכת ולא תוכל לקרות.

הרי במו עינינו ראינו איך שוויין של חברות תקשורת מבוססות, עם מיליוני מינויים ועם מותג חזק כמו פרטנר וסלקום, נחתך בכ 60% בתוך שנה, ומי לידנו יתקע כי מה שקרה בשתי החברות הללו

לא יקרה בחברת בזק, אשר חברת פלאפון, המתחרה השלישית של סלקום ופרטנר, מספקת כמחצית מהכנסותיה.

דעתנו היא כי התמונה שהצגנו בחלופה הסבירה לעיל וזאת שנציג להלן בחלופה הפסימית, הן מספיק חדות וברורות והמסקנה מהן היא מתבקשת ואין צורך להרחיק לכת בשרטוט תסריטים קודרים יותר.

די לנו בשני תסריטים אלו.

בתסריט הפסימי אנו מניחים ירידה שנתית של 5% בהכנסות בזק, לעומת השנה המייצגת שלנו שהיא הרבעון הרביעי של שנת 2011 כשהוא מוכפל פי 4.

כן אנו מניחים כי שיעור הרווח התפעולי ירד מידי שנה ב 2% וזאת בהנחה שקשה יהיה לבזק, עקב מרכיב ההוצאה הקבועה הגבוה בתקציבה וכוחם של העובדים המאוגדים, להקטין את ההוצאות שלה באותו שיעור כמו ההכנסות. לסיכום נניח כי ההשקעה השנתית תהיה ברמת שנת 2011 ולא הממוצע לשלוש השנים האחרונות, גידול של 78 מיליון ₪ לשנה.

התזרים הפסימי לשנים 2012-2015 מוצג להלן.

2015	2014	2013	2012	בחישוב שנתי Q-4 2011	בפועל 2011	
8,634	9,088	9,567	10,070	10,600	11,373	הכנסות
-5%	-5%	-5%	-5%			שיעור שינוי
1,554	1,818	2,105	2,417	2,792	3,242	רווח תפעולי
18%	20%	22%	24%	26%		שיעור מהכנסות
(1,395)	(1,395)	(1,395)	(1,395)	(1,395)	(1,395)	פחת
16%	15%	15%	14%	13%		שיעור מהכנסות
2,949	3,213	3,500	3,812	4,187	4,637	EBITDA
34%	35%	37%	38%	40%		שיעור מהכנסות
(1,673)	(1,673)	(1,673)	(1,673)	(1,595)	(1,595)	CAPEX
19%	18%	17%	17%	15%		שיעור מהכנסות
1,276	1,540	1,827	2,139	2,592	3,042	FCF
(744)	(301)	(301)	(359)			פירעון קרן אג"ח
(175)	(204)	(220)	(239)			פירעון ריבית אג"ח
(525)	(525)	(525)	(204)			פירעון קרן בנקים
(146)	(171)	(195)	(204)			פירעון ריבית בנקים
(101)	(184)	(184)	(189)			פירעון קרן פלאפון
(4)	(12)	(21)	(29)			פירעון פלאפון
(1,370)	(1,010)	(1,010)	(752)			סך פירעון קרן
(325)	(387)	(436)	(472)			סך פירעון ריבית
(1,695)	(1,397)	(1,446)	(1,224)			סך פירעון
(280)	(216)	(102)				הוצאות מימון חוב חדש
949	1,215	1,567	1,945			רווח לפני מס
(237)	(304)	(392)	(486)			מסים
25%	25%	25%	25%			
712	911	1,175	1,459			רווח נקי
8%	10%	12%	14%			שיעור מהכנסות
-936	-377	-113	429			תזרים פנוי לפני דיבידנד
		(1,000)	(1,000)			דיבידנד הפחתת הון
(712)	(911)	(1,175)	(1,459)			דיבידנד שוטף
(1,648)	(1,288)	(2,288)	(2,030)			תזרים פנוי לאחר דיבידנדים
(1,648)	(1,288)	(2,288)	(2,030)			מימון נדרש
(7,254)	(5,606)	(4,318)	(2,030)			מימון נדרש מצטבר

האמת היא שתזרים המזומנים של התסריט הפסימי אינו כה שונה מהתסריט הסביר, וזו הוכחה נוספת שלא מדובר בתסריט קיצוני. החברה בתסריט זה תידרש לגייס חוב נוסף של כ-300 מיליון ₪ לעומת התסריט הקודם, עקב הגדלת ההשקעות שחזינו אבל בעיקר הנטל בחלופה זו ישאו בעלי המניות שבחלופה זו יקבלו פחות דיבידנדים, בסכום של כ-800 מיליון ₪ בארבע שנים עקב שחיקת הרווח הנקי. ברגע שהחברה החליטה כי דינו של כל הרווח הנקי להיות מחולק כדיבידנד, החברה "אדישה" לגודלו של הרווח הנקי שאינו מצטרף להון העצמי שלה. אמירה זו לפיה התסריט הפסימי אינו מורה על הרעה נוספת במצב החברה יש לסייג. ישנם הבטים אחרים למדידת מצבה של החברה ועל כך תעיד הטבלה הבאה המציגה את תמצית היחסים הפיננסיים במאזן החברה ובדוחות הכספיים הנובעים מהחלופה הפסימית.

2015	2014	2013	2012	בחישוב שנת 2011 Q-4	בפועל 2011	
(765)	(765)	(765)	(765)	(1,736)	(1,736)	יתרת חוב ז"ק
(11,925)	(11,647)	(11,369)	(11,015)	(9,737)	(9,737)	יתרת חוב ז"א
2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	יתרת מזומנים
(10,392)	(10,114)	(9,836)	(9,482)	(9,175)	(9,175)	חוב פיננסי נטו
3.5	3.1	2.8	2.5	2.2	2.0	חוב ל-EBITDA
8.1	6.6	5.4	4.4	3.5	3.0	חוב ל-FCF
2,583	2,583	2,583	2,659	2,688	2,688	הון עצמי
10.5%	11.3%	11.9%	13.7%	15.5%	15.5%	שיעור הון עצמי
(1,648)	(1,288)	(2,288)	(2,030)			גידול צפוי בחוב
24,585	22,937	21,649	19,361	17,331	17,331	סך מאזן

בחלופה זו שיעור ההון העצמי במאזן יורד מעט לעומת החלופה הקודמת (מ-10.6% ל-10.5%) אבל עיקר ההרעה נרשמת ביחס חוב ל-EBITDA שקופץ ל-3.5 ויחס החוב ל-FCF שקופץ ל-8.1 ומשמעות הדבר היא שדרוג החוב של החברה יורד דרסטית במהלך השנים הקרובות שכן היחסים הפיננסיים החדשים לא יוכלו להשאיר את הדרוג הנוכחי על כנו.

3. סוגיית דירוג החברה

אגרות החוב של בזק מדורגות הן ע"י מעלות והן ע"י מדרוג. בזק מדורגת AA+ ו-Aa1 בהתאמה (דירוג מקביל בסולמות הדירוג של החברות).

וכך קבעה חברת מידרוג בדוח מעקב שנתי של בזק מאוקטובר 2009:

"גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג: הרעה ביחסי הכיסוי של החברה תוך עלייה ביחס החוב פיננסי ל-EBITDA אל מעל ל-2.0." גם בדוח מעקב שנתי מדצמבר 2010 חזרה מידרוג על אמירה זו. באופן דומה, חברת מעלות בדוח דירוג ממאי 2010, ציינה:

"תחזית הדירוג גם מגלמת את ציפיותינו כי יחס החוב המתואם ל-EBITDA יוותר מתחת ל-2.0 בטווח הבינוני. אנו מעריכים כי יחס זה תואם לפרופיל הפיננסי ההולם את הדירוג הנוכחי בהינתן עומס החוב של הבעלות".

כמו כן מצוין בדוח כי: **"ירידה בדירוג אפשרית במידה ונזילותה של החברה תיחלש על רקע לחצים גבוהים לדיבידנד הצפויים להערכתנו לאחר השינוי בבעלות. כמו כן, מדיניות עסקית ופיננסית אגרסיבית מהצפוי, אשר תוכתב ע"י הבעלים החדשים, עשויה ללחוץ על הדירוג הנוכחי."** (הדגשות שלנו)

בדוח הדירוג מפברואר 2011, מציינת מעלות:

"יחס החוב המתואם ל-EBITDA ל-12 החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2010 הגיע לכ-1.4, ואנו מעריכים כי יחס זה יוותר ללא שינוי בסוף השנה ויחס ה-FFO לחוב יעמוד על כ-60%. אנו מצפים להידרדרות הדרגתית ביחסים הפיננסיים של בזק, וכי במידה ולא תחול ירידה בהיקף הדיבידנדים יגיע יחס החוב ל-EBITDA לכ-2.0 עד תום 2013 ויחס ה-FFO לחוב יעמוד על כ-40%, דבר אשר יותיר מרווח מצומצם מאד בדירוג ללחצים תפעוליים גבוהים מהצפוי, CAPEX גבוה מהצפוי או השקעות פוטנציאליות חדשות."

כמו כן מצוין בדוח כי:

"תחזית הדירוג משקפת את האפשרות להורדת הדירוג ל: ilAA, במידה ונעריך - על בסיס ביצועים חלשים מהצפוי של בזק בשנתיים הקרובות תוך לקיחת מלוא ההשפעה הצפויה של הפחתת ההון – כי יחס החוב המתואם ל-EBITDA צפוי להיות גבוה מ-2.0 או כי יחס ה-FFO לחוב צפוי לרדת מתחת ל-40% עד תום 2013. להערכתנו יחסים אלו משקפים את יחסי כיסוי החוב המקסימאליים לדירוג הנוכחי, בהינתן עומס החוב של הבעלות."

כל הנתונים והציטוטים לעיל מראים כי הושמו תמרורי אזהרה לעובדה שצפוי גידול במינוף החברה. כמו כן ברור מן הכתוב כי גידול זה צפוי להוריד את דירוג החברה, עובדה המשקפת גידול בסיכון החברה ומכאן שנדרשת תשואה מתאימה הן לבעלי המניות והן לבעלי החוב בחברה.

קיים כידוע מתאם מלא בין סיכון החברות לתשואה אותה דורשים המשקיעים במניותיה ובאגרות החוב שלה, תשואה אשר באה לידי ביטוי בהעלאת ריבית או פיצוי אחר אותו היו דורשים בעלי האג"ח באם היו צופים את העלייה הדרמטית במינוף.

לדוגמא, כבר בשנת 2011 וודאי שבשנת 2012 - יחס החוב ל-EBITDA גבוה מ-2.0. יחס זה צוין הן ע"י מידרוג והן ע"י מעלות כחיס שמהווה אינדיקציה לירידה מרמת הדירוג הנוכחית, לפחות ב-Notch אחד אם לא יותר מכך.

ברור כי אם היחס חוב ל EBITDA יעמוד בין 2.4-3.5 כפי שאנו מציגים בחלופה הפסימית והסבירה בהתאמה, חברות הדרוג יתקנו את הדרוג בהתאם.

4. נקודות נוספות לסיכום

צריך לזכור כי בשני התסריטים שהצגנו לא כללנו תרחישים שיכולים להביא להרעה נוספת בתמונת המצב של בזק.

לא כללנו הרעה נוספת בתזרים המזומנים כפי שבאה לידי ביטוי בשנת 2011 .

לא כללנו הוצאה מיוחדת על פיטורי עובדים קבועים, אם יהיה צורך בכך. בחברות המתחרות האחרות (ולאו דווקא לשבחן) פיטורי עובדים נעשים "מהיום להיום" ללא צורך בהסכמות, ללא הפרשות כספיות כואבות, בעוד שלהערכתנו לא זה המקרה בעובדי החזקים של בזק. וכבר ציינו כי הרעה בתוצאות העסקיות של פלאפון, שהיא כנראה הנחה סבירה, כפי שקרה בפרטנר ובסלקום מתחרותיה, תביא להפחתת מוניטין של כ 1.2 מיליארד ₪ ועוד כ 1.0 מיליארד מאיימים להימחק אם יסתבר שחברת יס אינה שווה יותר מחובותיה הנוכחיים לבנקים. מכל הטעמים הללו ועל יסוד הצגת תזרים המזומנים שהצגנו בפרק זה אנו חושבים, במלוא הרצינות ובמלוא האחריות, כי בית המשפט יהיה חייב לשקול בכובד ראש את הדברים לפני שהוא מתיר לבזק להקיז עוד חצי מיליארד ₪ מקופתה ההולכת ופוחתת בחודש מאי 2012. לא ייחדנו בפרק זה מקום לדיון בדוח גיזה מחודש ינואר 2011 ולדעתנו אין צורך בכך. הערכות גיזה לשנים 2011-2015 התבררו כהנחות בלתי מציאותיות כבר על בסיס נתוני המאזן ל 31.12.11 ולפיכך המסמך שהוגש לבית המשפט הוא לחלוטין בלתי רלבנטי. על בית המשפט לקבל החלטתו על בסיס מידע עדכני ומבוסס המשקף נכוחה את מצב הדברים כיום.

ה. סיכום הדברים ודיון בשאלה העקרונית של הפחתת הון

1. על שני סוגים של הפחתת הון, חלוקת דיבידנד שלא מרווחים

על פי סעיף 303 לחוק החברות יכולה חברה להפחית את הונה ולחלקו כדיבידנד מיוחד שלא מרווח רק לאחר אישור בית המשפט. על מנת שבית המשפט יאשר את הפחתת ההון הוא צריך להשתכנע כי הפחתת ההון לא תפגע ביכולת פרעון החובות של החברה לנושיה, מבחן הפרעון.

נקודת המוצא היא, אם כן, כי הפחתת ההון אינה פוגעת בחברה ואינה פוגעת בבעלי המניות שלה, שכן, הם אלו שיזמו את הפניה לבית המשפט לאשר את הפחתת ההון ונראה כי לא היו פונים לו חשבו שמהלך זה עלול לפגוע בחברה או בהם. כך שמה שנוותר לבית המשפט לבחון הוא אם כתוצאה מהמהלך הזה תיתכן פגיעה בצדדים שלישיים, בעלי החוב של החברה, ומשנחה דעתו של בית המשפט כי גם לאחר הפחתת ההון ניתן יהיה לפרוע את חובות החברה ללא קושי מיוחד, דינו לאשר את הבקשה.

מכל אלה ניתן להסיק כי הפחתת הון, הוצאת מזומנים מקופת החברה לבעלי המניות שלה, תקרה ברוב המקרים כאשר בקופת החברה נמצא סכום "עודף", כספים נזילים שהחברה אינה זקוקה להם ולכן היא מעדיפה לחלק את הכספים הנמצאים אצלה לבעלי מניותיה מתוך הנחה שאולי הם ימצאו ייעוד אחר לכספים אלו, שהיא בפועל אינה נזקקת להם.

דוגמה א: קבוצת משקיעים התאגדה כחברה בע"מ לצורך השקעה בנכס מניב כל שהוא וכל אחד מהשותפים השקיע בחברה את חלקו, על פי שיעור מניותיו בחברה והחברה, שגייסה הלוואה בנקאית בצרוף הון המניות הנפרע של הבעלים, רכשה נכס והשכירה אותו לטווח ארוך. משהסתיים תהליך הרכישה נוכחה החברה כי בקופתה נשארו מזומנים רבים.

אולי עקב העובדה כי הערכת ההון העצמי הנדרש למימון הפרויקט היתה מופרזת או שעלויות הרכישה היו נמוכות ממה שתוכנן בתחילה.

החברה פנתה לבנק, שהמבנה דגן משועבד לו וקיבלה (אם היה צורך בכך על פי תנאי הלוואה שלקחה החברה) את אישורו להוצאת הכספים העודפים הללו מהחברה. בהמשך סלולה היתה דרכה של החברה לבית המשפט, אשר משנוכח כי החברה עומדת במבחן הפרעון, אישר לה הפחתת הון.

בהפחתת הון זו לא נפגעה החברה, שהרי היא לא נזקקה להון זה, לא נפגעו בעלי המניות, שכן הם החליטו בהסכמה למשוך את הכספים מהחברה ולא נפגע גם הלווה, הבנק, שהרי הוא נתן את אישורו לכך, אם נדרשה החברה לאישור זה.

המזומנים שחולקו היו בנמצא בקופת החברה ולכן וודאי שלא היה צורך ליטול הלוואה חדשה כדי לממן את הדיבידנד המיוחד, שלא מרווח, את אותה הפחתת הון.

זוהי "דרך המלך" של הפחתת הון ולדעתנו הכלכלית לכך התכוון המחוקק כשהתיר, כפוף לסייג של מבחן הפרעון, הפחתת הון בחברות.

דוגמה ב: החברה שבה מדובר היא חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה. מרבית המניות, כ-70% מוחזקות בידי הציבור, מניות המיעוט, ואילו 30% מהמניות נמצאות בידי בעל שליטה, המשמש גם כיו"ר הדירקטוריון וכל הדירקטורים בחברה, כולל הדירקטורים החיצוניים נוהגים בדרך כלל להצביע על פי רצונו.

את השליטה בחברה רכש בעל השליטה, הלא הוא יו"ר הדירקטוריון, לפני שנתיים כאשר את הסכום הנדרש לתשלום לבעלי השליטה הקודמים גייס מהון עצמי, כ-15% מעלות הרכישה והיתרה, בשיעור 85% מהעלות הכוללת, בהלוואות מבנקים ומגופים מוסדיים (רוכשי אג"ח). המקור היחיד להחזר ההלוואות לבנקים ולבעלי האג"ח הוא כמובן הדיבידנד שתשלם החברה לבעלי המניות שלה וביניהם גם לבעל השליטה המחזיק ב-30% מהמניות. עד כאן דוגמה ב אינה שונה עקרונית מדוגמה א, אבל כאן מתחיל ההבדל, הבדל תהומי למען האמת.

בקופת חברה ב אין יתרות מזומנים גדולות ואת עיקר רווחיה היא אמורה ליעד לשהקעות הוניות חדשות, מעבר להוצאות הפחת השוטפות שלה. אבל היא יכולה וודאי לשלם דיבידנד תקופתי לבעלי המניות שלה, בשיעור של כמה עשרות אחוזים מהרווח, נאמר לא יותר מ-50%, יותר מהממוצע הנהוג בבורסה בת"א. החברה גם מעוניינת לשמור בקופתה מזומנים כי עקב התחרות העזה ששוררת בענף שלה יתכן ויהיה צורך במזומנים לצורך פעולות שונות שהחברה תיזום. בשלב זה מכנס בעל השליטה את הדירקטוריון שלו ומבקש כי תתקבלנה שתי החלטות:

1. להכריז כי מכאן ולהבא כל רווחי החברה השוטפים יחולקו כולם, 100%, כדיבידנד שוטף.
2. כי החברה תחליט על חלוקת דיבידנד מיוחד, שלא מרווח, הפחתת הון למעשה, בהיקף של 3 מיליארד ₪.

ומכיוון שסכום זה לא נמצא בקופת החברה, החברה תזדרז ותגייס חוב נוסף, מבנקים ובדרך של הנפקת סדרת אג"ח חדשות, שישמש אותה למימון הפחתת ההון. מדוע החליט בעל השליטה כפי שהחליט, זאת וודאי אינה קושיה סבוכה. בעל השליטה הוא בעל חוב של כמה מיליארדי ₪, יש אומרים לפחות 5 מיליארד ₪, ואצה לו הדרך לפרוע את החוב הזה. אין הוא יכול להמתין לקבלת דיבידנדים שוטפים במשך שנים רבות והוא מבקש בעצם לקבל לידיו (ולידי שאר בעלי המניות כמובן) את הדיבידנדים העתידיים שלבטח יגיעו, שהרי שווי השוק של החברה גבוה פי כמה מהשווי הנכסי שלה.

האם החלטה זו על הפחתת הון, ונתעלם לרגע מהחלטה על חלוקת דיבידנד שוטף בשיעור של 100%, היא החלטה סבירה? תשובתי ככלכלן היא חד משמעית. ההחלטה אינה משרתת את החברה, למעשה היא פוגעת בחוסנה הפיננסי וביכולתה להתמודד בעתיד בשוק התחרותי שבו היא פועלת. אף דירקטור שטובת החברה לנגד עיניו, לא יקבל החלטה כזאת. ומה באשר לבעלי מניות המיעוט, ציבור המחזיקים ב-70% ממניות החברה, האם חלוקת הדיבידנד החרیגה הזאת משרתת את האינטרסים שלהם? גם כאן אני נוטה להשיב בשלילה. אם הפחתת

ההון תסכן את החברה, אין לבעלי מניות המיעוט עניין לפגוע בחברה, הרי יש מחיר להוצאת כספים מסיבית מהחברה, יגידו לעצמם בעלי מניות המיעוט.

ואם הם זקוקים למזומן, הרי תמיד יוכלו למכור מנת מניות מסויימת בבורסה ואין הם זקוקים לדיבידנד מיוחד כדי לענות על צורכי המזומן השוטפים שלהם.

לימים, לאחר שאושרה הפחתת הון וכבר חולק סכום של 1 מיליארד ₪ כדיבידנד מיוחד החמירה התחרות בשוק, החברה איבדה 30% מערכה והתחזיות לעתיד אינן כה מבטיחות.

חלק ממחזיקי האג"ח של החברה פונים לבית המשפט לעכב את המשך חלוקת ההון.

יש ניגוד עניינים מובנה בין בעל המניות הממונף, בעל השליטה שהוא גם בעל חוב גדול, לבין ציבור המשקיעים בחברה, בעלי המניות, שאינם ממונפים ואין להם חובות שהם דורשים כי החברה תסייע בפרעון, רצוי בזמן הקצר.

על פי הגיונו הכלכלי, לדרישה של בעל השליטה להפחתת הון יש להתייחס כמו אל עסקה של בעל עניין, כך היא נראית בעינינו לפחות, ומן הדין שלא לאפשר לבעל השליטה להיות הגורם שיחליט ויאשר צעד חריג זה. ואם בכל זאת ניתנה החלטה ונתקבל אישור בית המשפט לצעד החריג, יש לעכב אותו משנסתבר בדיעבד כי השתנו התנאים בשוק ומערך ההנחות שהוצג בעת הצדקת המהלך התברר שהיה שגוי, בדיעבד.

דעתנו היא כי על בית המשפט להבחין בברור, בבואו לאשר עסקות של הפחתת הון, בין הדוגמה הראשונה שהצגנו, דוגמה א, שאינה מעוררת קשיים כלכליים, שאינה כרוכה בגיוס חוב לצורך הוצאתה אל הפועל ולא מוטל עליה צילו הכבד של ניגוד עניינים מובנה, לבין הדוגמה השנייה, שמעוררת קשיים כלכליים רבים וחושפת את ניגוד העניינים בקרב בעלי המניות, בין בעל השליטה לבעלי המניות האחרים, ועל הדרך, פוגעת בנושי החברה, בעובדיה, בלקוחותיה ובמשק הלאומי כולו.

הדוגמה השנייה תואמת את מצב העניינים העכשווי בבזק ובית המשפט צריך לשקול אם אין זו מחובתו להביע את דעתו על מצב זה.

2. סוף דבר

במידה ויתממשו תרחישי תזרים המזומנים שאותם הצגנו בפרק הקודם, ודעתנו היא כי תרחישים אלו הם יותר סבירים מאלו שהוצגו על ידי חברת גיזה בינואר 2011, ולו רק בגלל העובדה שבידנו יש מידע מוצק שלא היה קיים בידי המעריכים לפני 15 חודשים, הרי מצבה הפיננסי של חברת בזק, בהשוואה ל 12 חברות תקשורת אחרות בעולם, שאת ההשוואה בין בזק לבינן הציגה גיזה במסמך שלה מינואר 2011 (עמוד 23) יהיה נחות מאד. ע"פ הערכתנו לקראת שנת 2015 יהיה חלקו של ההון העצמי במאזן בזק כ 10%, מספר נמוך שאין לו אח ותקדים בשוק התקשורת העולמית וגם יחס החוב ל EBITDA שיעמוד על 2.4-3.5 יהיה גבוה משמעותית מהיחס כפי שהיה נהוג בבזק לאורך שנים.

בדצמבר 2006 תחת הבעלים הקודמים של בזק אושרה הפחתת הון של 1.8 מיליארד ₪ (האם זה רק מקרה שרכישת שליטה ממונפת והפחתת הון הולכות בד בבד, יד ביד). מי שעיקב בזמנו את המהלך היה ציבור העובדים של בזק ומשנתרצו העובדים נסללה הדרך למהלך. הפעם, משום מה, לא נשמע קול העובדים, ונמסר כי הם נתנו את הסכמתם והדבר נראה לנו מוזר. מי שעומד בפרץ הם בעלי האג"ח אשר משרתים בעת הגשת התנגדותם ציבור הרבה יותר רחב. כבר הוזכרה בשני כתבי ההתנגדות, ולא נחזור על כך כאן, הסתייגות בנק ישראל מרכישות ממונפות שעלולות לפגוע בחברות הנרכשות עצמן ובגופים הפיננסיים שמימנו את הרכישות הממונפות הללו ומי שחי בארץ בשנה האחרונה ועוקב אחר העיתונות הכלכלית יודע במה הדברים אמורים.

רכישות ממונפות בסדר גודל כזה, ברמת מינוף כזאת, הן המצאה ישראלית ייחודית שאולי אין להתברך בהן.

הן אינן מייצרות מקומות עבודה חדשים, נהפוך הוא, הן לעתים מסכנות מקומות עבודה קיימים. הן אינן מייצרות השקעות פיסיות חדשות, לעתים הן צורכות דיבידנדים בצורה כה מופרזת עד שלא נותר הון להשקעה בציוד ותשתיות וכבר הזכרנו כי וועדת חייק ציינה את השקעת החסר בתשתיות התקשורת בארץ בעשור האחרון, פעולה מזיקה מאין כמוה לחוסן הכלכלי של המדינה שאחת הסיבות לה היא מבנה הבעלות בחברות התקשורת בארץ שנותן תמריץ להשקעת חסר מתוך שיקול של הטווח הקצר, עד לאקזיט המיוחל, מתוך מחשבה של "אחרי המבול".

לא פלא הוא שוועדת חייק ביקשה מהממשלה להרחיב את המנדט שלה ולאפשר לה לדון בהכנסת גורם נוסף שלישי בשוק התקשורת הקווית והאינטרנט, חברת חשמל, משום שחשבה שחברת בזק כשלה במשימת פיתוח תשתיות התקשורת בישראל.

רכישות ממונפות, שסופן לעתים הפחתת הון, צורכות אשראי בנקאי ואשראי חוץ בנקאי בהיקפים ענקיים, אשראי שיכול היה להיות מופנה להשקעות ריאליות, של עסקים קטנים ובינוניים המייצרים יזמויות חדשות ומקומות עבודה חדשים. גם על כך נאמרו דברי ביקורת נוקבים מצד בנק ישראל בחודש האחרון ונראה כי הנהלות הבנקים לקחו את הדברים לתשומת ליבן. אנו חותמים בזאת את חוות דעתנו שבשורה האחרונה שלה ממליצה לבית המשפט שלא לאפשר את חלוקת הדיבידנד המיוחד בבזק בחודש מאי 2012 בסך 500 מיליון ₪.

ובזאת באתי על החתום.

מאיר אמיר

4 באפריל 2012 ערב פסח תשע"ב.