

# בי קומיוניקיישנס בע"מ

מעקב | מאי 2025

## אנשי קשר:

חי ריעני, רו"ח  
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[hriany@midroog.co.il](mailto:hriany@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון תאגידים  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

## בי קומיוניקיישנס בע"מ

| דירוג סדרות | A2.il | אופק דירוג: יציב |
|-------------|-------|------------------|
|-------------|-------|------------------|

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרות ו'ז') שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ (להלן: "החברה" או "ביקום") מ-A3.il ל-A2.il ומותירה את אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדרגות על ידי מידרוג:

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|-------|------------|------------------|
| א'*       | 1178151       | A2.il | יציב       | 31.05.2025       |
| ז'        | 1210988       | A2.il | יציב       | 30.11.2029       |

\* אג"ח סדרה ו' מגובה בשעבוד מדרגה ראשונה על כ-568 מיליון מניות של בזק המוחזקות ע"י החברה במישרין ועל הזכויות הנלוות למניות אלה, כפי שמתואר בשטר הנאמנות. אג"ח סדרה ז' צפויה להיות מגובה בשעבוד מדרגה ראשונה על מניות אלה בכפוף לאישור משרד התקשורת, כפי שמתואר בשטר הנאמנות.

### שיקולים עיקריים לדירוג

- העלאת הדירוג נובעת משיפור במיצוב הפיננסי עם קיטון משמעותי ברמת החוב הפיננסי נטו' של החברה, בהמשך למכירת מניות בזק בתמורה לכ-912 מ' ש"ח במרץ 2025, כאשר תמורת המכירה מיועדת לפדיון מוקדם מלא של אגרות החוב (סדרה ו') של החברה ביום 31.05.2025. האמור צפוי להקטין משמעותית את היקף החוב הפיננסי נטו של החברה, שהסתכם ליום 31.12.2024 בכ-1.9 מיליארד ש"ח, וצפוי בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג להסתכם בכ-800-900 מ' ש"ח בשנת 2025. הקיטון בחוב נטו צפוי בהתאם לשפר משמעותית את הפרמטרים הפיננסיים באופן המשליך לחיוב על דירוג החברה, בד בבד עם עלייה בשווי האחזקה.
- הדירוג נתמך באחזקת השליטה של החברה בבזק, חברת התקשורת הגדולה והמובילה בישראל. נכון למועד דוח זה, ביקום מחזיקה בכ-21.69% מהון המניות של בזק,<sup>2</sup> כאשר שליטתה בבזק מעוגנת בהיתר שליטה עפ"י צו משרד התקשורת. בזק, המדרגת Aa2.il באופק יציב, הינה בעלת פרופיל עסקי ופיננסי חזק ויציב, המתבטא, בין היתר, בהיקפי פעילות גבוהים, גיוון סגמנטים, ונתחי שוק משמעותיים בשווקי הפעילות שלה. יציין, כי תלות בנכס בודד מהווה גורם סיכון, כאשר ההחזקה בבזק הינה ההחזקה היחידה של החברה ומהווה מקור תזרימי בודד לשירות החוב של החברה.
- תרחיש הבסיס של מידרוג מתבסס על ההנחה כי תישמר יציבות הרווחים בבזק וכי בזק תחלק דיבידנד בשיעור של 80% מהרווח הנקי, בהתאם למדיניות החלוקה המעודכנת שלה, החל ממרץ 2025, כשאנו מעריכים את נראות הדיבידנדים כגבוהה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות בזק צפויות להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-8.5-8.6 מיליארד ש"ח בשנה, ושיעור הרווח התפעולי צפוי להסתכם בכ-17%-19%, כאשר התוצאות התפעוליות של בזק צפויות להיתמך, בין היתר, בהמשך מעבר מנויי אינטרנט מתשתית נחושת לתשתית סיבים ובהמשך מעבר מנויי סלולר לרשת דור 5. מנגד, המשך התחרות בשוק הטלוויזיה והשחיקה בביקושים בענף הטלפוניה הקווית צפויים להעיב על התוצאות התפעוליות. מידרוג מעריכה, כי הרווח התפעולי המתואם של בזק צפוי להסתכם בכ-1.5-1.7 מיליארד ש"ח, וה-EBITDA המתואם צפוי להסתכם בשנות התחזית בכ-3.4-3.6 מיליארד ש"ח. תרחיש הבסיס מניח גידול קל בהוצאות המימון נטו, תוך הנחה על שמירת סביבת הריבית הנוכחית. בהתאם, אנו מעריכים בשנים 2025-2026 היקף רווח נקי של כ-1.0-1.1 מיליארד ש"ח בשנה, הגוזר דיבידנד בהיקף שנתי של כ-800-900 מ' ש"ח בממוצע בשנה, כאשר חלק החברה כ-170-190 מ' ש"ח.
- אנו מעריכים בתרחיש הבסיס יחס כיסוי ריבית (ICR) ממוצע של כ-2.0-3.0 בממוצע (לעומת 3.7 בשנת 2024). יחס זה מעיד על יכולת כיסוי הוצאות המימון של אגרות החוב על בסיס הדיבידנדים מבזק, תוך צבירת כרית נזילות משנה לשנה. בהתאם,

<sup>1</sup> חוב פיננסי נטו מיתרות נזילות, כולל מזומן ופיקדונות מוגבלים והשקעות לז"ק.

<sup>2</sup> לעומת כ-27.5% לפני מכירת המניות במרץ 2025.

יחס שירות החוב כולל יתרות נזילות (DSCR + Cash) צפוי לנוע סביב כ-5.5-4.5 במוצא, לעומת 6.1 בשנת 2024, כשיחס זה בולט לחיוב לרמת הדירוג, ונתמך בין היתר ביתרות הנזילות הגבוהות של החברה,<sup>3</sup> המסתכמות ליום 31.12.2024 בכ-190 מ' ש"ח. יצוין, כי שירות החוב לצורך יחס זה כולל תשלומי ריבית בלבד, היות ואגרות החוב נפרעות בתשלום בולט.

- יחס המינוף (LTV), כפי שנמדד ביחס שבין החוב הפיננסי נטו ליום 31.12.2024 לשווי האחזקה על בסיס שווי השוק הממוצע של מניות בזק במהלך 30 ימי מסחר אחרונים, מסתכם בכ-45%, לאחר עלייה של כ-19% במחיר מניית בזק בשנה האחרונה. להערכתנו, הקיטון הצפוי בחוב נטו של החברה בשנת 2025 צפוי לשפר את היחס כך שיסתכם בכ-26%-31%. יחס זה נתון לתנודתיות שווי מניית בזק. יחס חוב נטו ל-FFO צפוי גם הוא להשתפר כתוצאה מהקיטון בחוב נטו ולהסתכם בכ-7.0-9.5 בטווח הקצר-בינוני, לעומת כ-11.7 בשנת 2024.
- אנו מעריכים את המדיניות וההתנהלות הפיננסית של החברה כגורם חיובי לדירוג, כפי שמתבטא, בין היתר, בשמירה על יתרות נזילות גבוהות ביחס לשירות החוב השוטף, היערכות מראש לקראת פירעונות אג"ח, וכן שימוש בנזילות עודפת להפחתת החוב הפיננסי חלק חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות.
- לחברה גמישות פיננסית סבירה, הנתמכת בהיותה בעלת השליטה בבזק מכוח היתר השליטה, ובהיותה של אחזקה זו סחירה, אם כי היתר השליטה מגביל במידה מסוימת את יכולת החברה לרדת בשיעור ההחזקה ללא תיאום מול משרד התקשורת.
- דירוג אגרות החוב A2.il נמוך בנוש אחד מהדירוג A1.il הנגזר ממטריצת הדירוג, כאשר מידרוג מקנה משקל למבנה לוח הסילוקין של החברה, באופן המשקף סיכון מימון מחדש וכן מטה את יחס הכיסוי (DSCR + Cash) כפי שמחושב במטריצת הדירוג, כאשר אגרות החוב של החברה (סדרה ז') צפויות להיפרע בתשלום בולט בנובמבר 2029. היעדר אמורטיזציה שוטפת מטה את יחס שירות החוב של החברה, אשר מחושב על בסיס תשלומי הריבית בלבד, באופן הגורם להטייה חיונית של היחס במטריצה. כמו כן, קיים להערכתנו סיכון לקראת מועד הפירעון, כאשר התזרים השוטף לבדו אינו מספיק בהיקפו ועל החברה להיערך בדרך של מחזור חוב ו/או פעולה הונית כלשהי. סיכון זה מתמתן, בין היתר, נוכח ניהול הנזילות של החברה, היערכות מראש לקראת פירעונות, ונכס בסיס באיכות גבוהה ובסחירות גבוהה, כשהקיטון בשיעור המינוף והפחתה הדרגתית של החוב נטו צפויים לתמוך גם הם בסבירות למחזור החוב.

## שיקולים מבניים

מידרוג בחנה מתן הטבה דירוגית לאגרות החוב המדורגות המובטחות בשעבודים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום מימון תאגידי".

אגרות החוב (סדרה ו') מובטחות בשעבוד ראשון בדרגה על מניות בזק. אגרות החוב (סדרה ז') צפויות להיות מובטחות בשעבוד מדרגה ראשונה על מניות בזק בכפוף לאישור משרד התקשורת. מידרוג לא הקנתה לאגרות החוב הטבה דירוגית בגין השעבודים מכיוון שלהערכת מידרוג איכות סך הבטוחות אינה עומדת בקריטריונים של איכות "בינונית ומעלה", נוכח חשיפת שווי המניות לתנודתיות גבוהה ובזיקה גבוהה עם סיכון האשראי של החברה.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על יציבות הפרמטרים הפיננסיים וכי לא תחול הרעה ברמות החוב נטו והנזילות של החברה ביחס לתרחיש הבסיס.

## גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך הפחתה לאורך זמן ברמת החוב נטו של החברה.

<sup>3</sup> מזומנים ושווי מזומנים, לרבות מוגבלים, והשקעות לז"ק.

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול בחוב נטו של החברה מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג באופן שעלול לפגוע ביחסים הפיננסיים של החברה.
- היחלשות ברמת הנזילות של החברה ו/או במרחק מאמות מידה פיננסיות.
- הורדת דירוג האשראי של בזק.

## בי קומיוניקיישנס בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

| 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |                               |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------|
| 372   | 284   | 103   | 132   | 190   | יתרות נזילות*                 |
| -     | -     | 143   | 172   | 213   | דיבידנדים שהתקבלו             |
| -     | -     | -     | -     | -     | דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות |
| 157   | 129   | 158   | 187   | 108   | רווח נקי מיוחס לבעלי המניות   |
| שלילי | 16    | 54    | 189   | 233   | הון עצמי מיוחס לבעלי המניות   |
| 1,521 | 1,715 | 1,802 | 1,808 | 1,858 | חוב פיננסי נטו מותאם          |

\* יתרות נזילות כוללות מזומן ופיקדונות מוגבלים והשקעות לז"ק.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### אחזקת החברה בבזק (Aa2.il אופק יציב), בעלת פרופיל עסקי ופיננסי חזק, תומכת בדירוג

אחזקת השליטה של החברה בבזק, כפי שמעוגנת בהיתר שליטה על-פי צו משרד התקשורת משנת 2019, תומכת בפרופיל סיכון האשראי של תיק האחזקות, שכולל למעשה את ההחזקה בבזק בלבד. נכון למועד דוח זה, החברה מחזיקה בכ-21.69% מהון המניות המונפק והנפרע של בזק.

בזק מאופיינת באיכות אשראי גבוהה המושפעת לחיוב, בין היתר, ממיצוב עסקי חזק, הנגזר ממעמדה כחברת התקשורת הגדולה והמובילה בישראל, כפי שמתבטא בהיקפי הפעילות שלה ובנתיחי שוק משמעותיים בענפי הפעילות השונים. כמו כן, השיפור ביחסים הפיננסיים בשנים האחרונות תומך בפרופיל הסיכון, כפי שהתבטא בהעלאת דירוג האשראי של בזק מ-Aa3.il ל-Aa2.il במאי 2024.

ענף התקשורת מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני, כאשר הענף נתון לרגולציה מעודדת תחרות אשר מובילה לאורך השנים לתחרות עזה ומתמשכת, ומתבטאת בין היתר בהתגברות שיעור הניידות בקרב לקוחות ובלחץ על ההכנסה הממוצעת מלקוח (ARPU). בשווקי האינטרנט והסלולר, המתאפיינים בין היתר בחשיפה להתפתחויות טכנולוגיות והעדפות צרכנים, פריסת תשתיות סיבים ורשת דור 5 תומכת ביציבות הפעילויות. שוק הטלוויזיה חווה בשנים האחרונות תחרות גוברת עם כניסת Free TV וריבוי חלופות סטרימינג, ומוביל לשחיקה בנתיחי השוק של החברות בענף ומעבר לתכנים מוזלים על חשבון תכני פרימיום באופן שמוביל לשחיקה ב-ARPU. חסמי הכניסה בענף תשתיות התקשורת כוללים עתירות הון, רגולציה הדוקה ויתרונות לגודל, באופן התומך להערכת מידרוג ביציבות השחקניות הקיימות בענף.

להערכת מידרוג, ליום 31.12.2024 החברה מחזיקה בנתיח שוק של כ-53% בתשתית האינטרנט, מתוך כך כ-36% בשוק הקמעונאי. כמו כן, בהתאם לדוחות החברה לשנת 2024, נתיחי השוק של חברת פלאפון בשוק הסלולר ושל יס בשוק הטלוויזיה הרב-ערוצית מסתכמים בכ-23.3%<sup>4</sup> ובכ-32%, בהתאמה. מידרוג מעריכה כי החברה תשמור על מעמדה העסקי ועל נתיחי השוק בתחומי הפעילות השונים, מלבד אפשרות לשחיקה קלה בשוק הטלוויזיה כתוצאה מתחרות גוברת מצד Free TV וחלופות סטרימינג.

<sup>4</sup> ליום 30.09.2024.

הפרופיל העסקי של בזק נתמך בהיקף הכנסות גבוה, שהסתכם בכ-8.9 מיליארד ש"ח בשנת 2024, ובשיעורי רווחיות גבוהים, עם שיעור רווח תפעולי מותאם<sup>5</sup> של כ-19% בממוצע בשנים 2022-2024.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, הכנסות בזק צפויות להסתכם בכ-8.5-8.6 מיליארד ש"ח בשנה, ושיעור הרווח התפעולי צפוי להסתכם בכ-17%-19%, כאשר הרף התחתון מתייחס להפרשות פרישה גבוהות הנאמדות בכ-270 מ' ש"ח בשנת 2025 בבזק קווי לקראת השלמת פריסת תשתית הסיבים. התוצאות התפעוליות של בזק צפויות להיתמך בהמשך מעבר מנויי אינטרנט מתשתית נחושת לתשתית סיבים, המאופיינת בתעריפים גבוהים יותר, כמו גם מעבר מנויי סלולר לרשת דור 5. בין היתר, סיום השימוש בלוויינים "עמוס 3" ו"עמוס 7" צפוי לתרום לרווחיות התפעולית ב-yes. מנגד, המשך התחרות בשוק הטלוויזיה והשחיקה בביקושים בענף הטלפוניה הקווית צפויים להעיב על התוצאות התפעוליות.

מידרוג מעריכה, כי הרווח התפעולי המתואם של בזק צפוי להסתכם בכ-1.5-1.7 מיליארד ש"ח, וה-EBITDA המתואם<sup>6</sup> צפוי להסתכם בשנות התחזית בכ-3.4-3.6 מיליארד ש"ח, כשהטווח הנמוך כאמור מיוחס להפרשות פרישה גבוהות שאנו מעריכים בשנת 2025. תרחיש הבסיס מניח גידול קל בהוצאות המימון נטו, תוך הנחה על שמירת סביבת הריבית הנוכחית. בהתאם, אנו מעריכים היקף רווח נקי של כ-1.1-1.0 מיליארד ש"ח בשנה.

### תלות בנכס בודד לצורך שירות החוב משליכה לשלילה על סיכון האשראי

בזק מהווה מקור תזרימי יחידי לשירות החוב של החברה באמצעות חלוקת דיבידנדים או מימוש מניות, כתלות בשוויה, הגזר גם את הנגישות למחזור חוב. בנוסף, כחלק ממימון אמצעי שליטה, מבנה האחזקות יוצר סדר קדימויות לטובת התחייבויותיה של בזק על פני התחייבויות החברה. היעדר פיזור וגיוון מקורות תזרימיים והנחיות המבנית האניהרנטית מדגישים את התלות בדיבידנדים מבזק ובשווי השוק של בזק והשפעתם על דירוג החוב בחברה ומהווים גורמי סיכון בדירוג.

### נראות דיבידנדים גבוהה הנתמכת בעלייה עקבית של שיעורי החלוקה של בזק בשנים האחרונות תומכת ביחס שירות החוב

תרחיש הבסיס של מידרוג מתבסס על ההנחה כי תישמר יציבות הרווחים בבזק וכי בזק תחלק דיבידנד בשיעור של 80% מהרווח הנקי, בהתאם למדיניות החלוקה המעודכנת כפי שדווח על-ידה במרץ 2025. יצוין, כי בעבר חילקה בזק 100% מהרווח הנקי כדיבידנד לבעלי המניות, כאשר בשנים 2019-2021 לא חילקה בזק דיבידנדים, וזאת על רקע הפרשות כבדות לירידת ערך ואירועי ממשל תאגידי בשנים 2018-2019, שהובילו בין היתר לשינויים בשליטה בחברה ובהנהלה של בזק, בעקבותיהם צמצמו את מדיניות חלוקת הדיבידנד עד לעצירה מוחלטת בשנת 2019. החל משנת 2022 חזרה בזק לחלק דיבידנדים כשדיווחה על מדיניות חלוקה מעודכנת של 50% מהרווחים, ומאז מעלה את שיעור החלוקה בהדרגה בקצב של 10% בשנה, עד ל-80% כאמור בדיווח האחרון. יצוין, כי תרחיש הבסיס אינו כולל הנחה לגבי העלאה נוספת של שיעור החלוקה, על אף שבזק הצהירה על כוונתה להמשיך להעלותו בעתיד. בהתאם לתרחיש הבסיס, בזק צפויה לחלק דיבידנד בסך של כ-800-900 מ' ש"ח בשנה, כאשר חלק החברה כ-170-190 מ' ש"ח בשנה בשנים 2025-2026, לעומת 213 מ' ש"ח בשנת 2024, כשהירידה בחלק החברה נובעת מהירידה בשיעור ההחזקה, לאור מכירת כ-5.77% ממניות בזק בחודש מרץ 2025.

בהיעדר צרכים מחברת האם, תרחיש הבסיס מניח כי ביקום לא צפויה לחלק דיבידנד לבעלי המניות בשנים הקרובות, כשהתזרים השוטף צפוי להמשיך לשמש להפחתת החוב הפיננסי.

בהתאם, תרחיש הבסיס צופה יחס כיסוי ריבית (ICR) של כ-2.0-3.0 בממוצע, לעומת 3.7 בשנת 2024, בעיקר נוכח קיטון קל בהיקף הדיבידנדים מבזק ועלייה בתשלומי הריבית הצפויים בשנת 2025. יחס זה מעיד על יכולת כיסוי הוצאות המימון של אגרות החוב על בסיס הדיבידנדים מבזק, תוך צבירת כרית נזילות משנה לשנה. יחס שירות החוב כולל יתרות נזילות (DSCR + Cash) צפוי לנוע סביב כ-4.5-5.5 בממוצע. יצוין, כי שירות החוב לצורך יחס זה כולל תשלומי ריבית בלבד, היות ואגרות החוב נפרעות בתשלום בולט. יחס זה

<sup>5</sup> לאחר הוצאות בגין הטבות עובדים המסווגות כ"הוצאות אחרות".

<sup>6</sup> לאחר הוצאות בגין הטבות עובדים המסווגות כ"הוצאות אחרות".

מעיד בעיקר על יתרות הנזילות הגבוהות של החברה, המסתכמות ליום 31.12.2024 בכ-190 מ' ש"ח. אנו מעריכים כי יתרות הנזילות של החברה יסתכמו בשנת 2025 בכ-170-190 מ' ש"ח לאחר פירעון אגרות החוב (סדרה ו'), וכי החברה תצבור כרית נזילות של כ-100-150 מ' ש"ח בשנה במוצע לאחר מכן. אגרות החוב (סדרה ז') של החברה מסתכמות בכ-1.0 מיליארד ש"ח ע.ג. ועומדות לפירעון בתשלום בולט בנובמבר 2029.

### תרחיש הבסיס של מידרוג למקורות השימושים העיקריים הצפויים בשנת 2025:

**מקורות עיקריים:** יתרות נזילות הכוללות מזומנים ושווי מזומנים, לרבות מזומנים ושווי מזומנים מוגבלים, והשקעות לז"ק, המסתכמות ליום 31.12.2024 לסך של כ-190 מ' ש"ח; דיבידנדים מבזק בהיקף של כ-170-190 מ' ש"ח; תזרים נטו ממכירת מניות בזק בסך של כ-900 מ' ש"ח.

**שימושים עיקריים:** הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-10-12 מ' ש"ח; תשלומי ריבית בסך של כ-85 מ' ש"ח; פירעון אג"ח סדרה ו' בסך של כ-1.0 מיליארד ש"ח.

להערכתנו, עודף השימושים על המקורות בשנת 2025 ינוע בטווח של כ-20-10 מ' ש"ח נוכח פירעון אג"ח סדרה ו'. לאחר מכן, אנו מעריכים עודף מקורות על שימושים בסך של כ-100-150 מ' ש"ח בשנה במוצע כאמור.

### קיטון בחוב הפיננסי נטו צפוי לשפר משמעותית את יחסי המינוף והכיסוי של החברה ותומך בהעלאת הדירוג

החוב הפיננסי נטו של החברה הסתכם ליום 31.12.2024 בכ-1.9 מיליארד ש"ח, וצפוי לרדת בהמשך לדיווח מידי שפרסמה החברה ביום 17.03.2025 בדבר מכירת מניות בזק.<sup>7</sup> בהתאם לדיווח, החברה מכרה 160 מיליון מניות בזק (כ-5.77% מההון המונפק והנפרע של בזק לאותו מועד) בתמורה לכ-912 מ' ש"ח (5.7 ש"ח למניה), כאשר תמורת המכירה מיועדת לפדיון מוקדם מלא של אגרות החוב (סדרה ו') של החברה, שיתרתן למועד זה הינה כ-1 מיליארד ש"ח ערך נקוב. בהתאם לדיווח עוקב של החברה מאפריל 2025, אגרות החוב צפויות להיפרע בפדיון מוקדם מלא ביום 31.05.2025. האמור צפוי להקטין משמעותית את היקף החוב הפיננסי נטו של החברה, וצפוי בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג להסתכם בכ-800-900 מ' ש"ח בשנת 2025. הקיטון בחוב נטו צפוי בהתאם לשפר משמעותית את הפרמטרים הפיננסיים, באופן המשליך לחיוב על דירוג החברה.

יחס המינוף (LTV), כפי שנמדד ביחס שבין החוב הפיננסי נטו ליום 31.12.2024 לשווי האחזקה על בסיס שווי השוק הממוצע של מניות בזק במהלך 30 ימי מסחר אחרונים, מסתכם בכ-45%. יחס זה השתפר נוכח עליה של כ-19% במחיר מניית בזק בשנה האחרונה.<sup>8</sup> להערכתנו, הקיטון בחוב נטו של החברה בשנת 2025 כתוצאה ממכירת מניות בזק, צפוי להוביל ליחס LTV של כ-26%-31%, הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. טווח זה כולל מקדמי רגישות על שווי האחזקה, כאשר היחס נתון לתנודתיות שווי מניית בזק.

היקף ה-FFO (דיבידנדים מבזק בניכוי הוצאות הנה"כ ותשלומי ריבית) של ביקום צפוי להערכתנו להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-90-110 מ' ש"ח בשנה במוצע, לעומת כ-159 מ' ש"ח בשנת 2024, כשהקיטון נובע בעיקר מירידה בשיעור ההחזקה בבזק כתוצאה מעסקת מכירת המניות כאמור, יחד עם הערכתנו לשחיקה קלה ברווחי בזק בשנת 2025 כתוצאה מהפרשה גבוהה לפרישה, ותשלומי ריבית גבוהים יותר של ביקום בשנת 2025 לעומת 2024. על אף הקיטון הצפוי בהיקפי ה-FFO, יחס חוב נטו ל-FFO צפוי להערכתנו להסתכם בכ-7.0-9.5 בטווח הקצר-בינוני, לעומת כ-11.7 בשנת 2024, וזאת בשל ההפחתה בחוב פיננסי נטו.

### גמישות פיננסית סבירה הנתמכת בעיקר באחזקת שליטה בחברה ציבורית נסחרת; מדיניות פיננסית המאזנת בין בעלי המניות לבעלי החוב

לחברה גמישות פיננסית סבירה, הנתמכת בהיותה בעלת השליטה בבזק מכוח היתר השליטה, ובהיותה של אחזקה זו סחירה, אם כי היתר השליטה מגביל במידה מסוימת את יכולתה לרדת בשיעור ההחזקה ללא תיאום מול משרד התקשורת. כמו כן, להערכתנו,

<sup>7</sup> מס' אסמכתא: 017754-01-2025.

<sup>8</sup> נכון ליום 29.04.2025.

לחברה מרחק מספק מאמות מידה פיננסיות, כאשר החברה התחייבה כי במהלך שני רבעונים רצופים ה-LTV לא יעלה על 75% במהלך שני רבעונים רצופים. היחס ליום 31.12.2024 עמד על 48.8%, וצפוי להערכתנו להסתכם בכ-26%-31% כאמור עם הפחתת החוב נטו. יציין, כי הישענות החברה על חוב אג"ח בלבד ללא גיוון מקורות מימון, יחד עם העובדה כי אחזקתה בבזק משועבדת כמעט כולה לטובת בעלי האג"ח, מעיבים על הגמישות הפיננסית שלה.

אנו מעריכים את המדיניות וההתנהלות הפיננסית של החברה כגורם חיובי לדירוג, כפי שמתבטא, בין היתר, בשמירה על יתרות נזילות גבוהות ביחס לשירות החוב השוטף, היערכות מראש לקראת פירעונות אג"ח, וכן שימוש בנזילות עודפת להפחתת החוב הפיננסי חלק חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. האמור נתמך בתאבון סיכון נמוך של בעלת השליטה סרצ'לייט, ובהיעדר צורכי דיבידנדים, כאשר מאז שינוי השליטה בשנת 2019 לא חילקה ביקום דיבידנדים לבעלי המניות. להערכת מידרוג, החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים בטווח הקרוב.

## שיקולים נוספים לדירוג

### סיכון מימון מחדש נוכח פירעון בולט בשנת 2029; יתרות נזילות גבוהות והפחתה צפויה של החוב הפיננסי ממתנים סיכון זה

דירוג אגרות החוב A2.il נמוך בנוש אחד מהדירוג A1.il הנגזר ממטריצת הדירוג, כאשר מידרוג מקנה משקל למבנה לוח הסילוקין של החברה, באופן המשקף סיכון מימון מחדש וכן מטה את יחס הכיסוי (DSCR + Cash) כפי שמחושב במטריצת הדירוג.

אגרות החוב של החברה (סדרה ז') צפויות להיפרע בתשלום בולט בנובמבר 2029, וזאת בדומה לאגרות החוב (סדרה ו') אשר התאפיינו גם הן בתשלום בולט. מבנה לוח הסילוקין המתבסס על תשלומי בולט, בהיעדר אמורטיזציה שוטפת, מטה את ביחס שירות החוב של החברה, אשר מחושב על בסיס תשלומי הריבית בלבד באופן הגורם להטייה חיובית של היחס במטריצה. כמו כן, קיים להערכתנו סיכון לקראת הפירעונות, כאשר התזרים השוטף לבדו אינו מספיק בהיקפו ועל החברה להיערך בדרך של מחזור חוב ו/או פעולה הונית כלשהי.

להערכתנו, היתכנות מחזור החוב בשנת 2029 הינה גבוהה, כשסיכון הבולט מתמתן, בין היתר, נוכח ניהול הנזילות של החברה, היערכותה מראש לקראת פירעונות, ונכס בסיס באיכות גבוהה ובסחירות גבוהה, כשהקישורן בשיעור המינוף והפחתה הדרגתית של החוב נטו צפויים לתמוך גם הם בסבירות למחזור החוב.

## שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה, בין היתר באמצעות אחזקתה בבזק. לבזק מדיניות ESG ויעדי ESG לטווח הארוך בתחום האחריות הסביבתית והחברתית והחברה מפרסמת דוחות אחריות תאגידית. להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה. הסיכונים החברתיים העיקריים אליהם חשופה החברה נעוצים בעובדה שחלק משמעותי מנכסיה הינם המשאב האנושי וכן בהיותה של פעילות בזק מבוססת על מערכות מידע ועל מידע דיגיטלי מסוגים שונים, כאשר חשיפה של מאגרי מידע עלולים לגרום לשיבושים בפעילות וכתוצאה מכך עלולה בזק לסבול מהשלכות שליליות מהותיות. בזק נוקטת במגוון צעדים במטרה להגן על מערך טכנולוגיות המידע ולמזער את סיכונים אבטחת המידע כולל העסקת מנהל אבטחת מידע האחראי על אסטרטגיית אבטחת המידע, בדיקות תכופות מבחני חדירה, פיקוח שוטף של הדירקטוריון ועוד. ביחס להיבטי ממשל תאגידי, החברה הינה חברה ציבורית והיא משמרת סטנדרט שקיפות ודיווח גבוהים.

מטריצת הדירוג

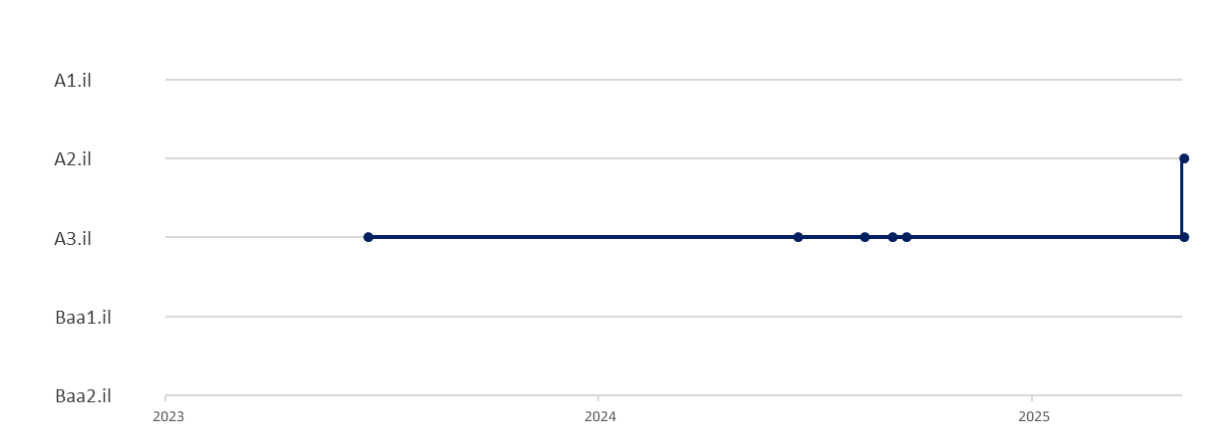
| מיליוני ₪  |         | ליום 31.12.2024 |                      | פרמטרים                                                 | קטגוריה            |
|------------|---------|-----------------|----------------------|---------------------------------------------------------|--------------------|
| ניקוד      | מדידה   | ניקוד           | מדידה <sup>[1]</sup> |                                                         |                    |
| Aa.il      | ---     | Aa.il           | ---                  | פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות                         | פרופיל תיק האחזקות |
| Aa.il      | ---     | Aa.il           | ---                  | נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות חלוקת דיבידנדים |                    |
| Ba.il      | ---     | Ba.il           | ---                  | מאפייני ריכוזיות התיק                                   |                    |
| Aa.il-A.il | 31%-26% | A.il            | 45%                  | חוב פיננסי / שווי הנכסים                                | פרופיל פיננסי      |
| A.il       | 2.0-3.0 | A.il            | 3.7                  | ICR                                                     |                    |
| A.il       | 7.0-9.5 | Baa.il          | 11.7                 | חוב פיננסי / FFO                                        |                    |
| A.il       | ---     | A.il            | ---                  | גמישות פיננסית                                          |                    |
| Aaa.il     | 4.5-5.5 | Aaa.il          | 6.1                  | DSCR+CASH                                               |                    |
| A.il       | ---     | A.il            | ---                  | מדיניות פיננסית                                         |                    |
| A1.il      |         |                 |                      |                                                         | דירוג נגזר         |
| A2.il      |         |                 |                      |                                                         | דירוג בפועל        |

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

בי קומיוניקיישנס הינה חברת אחזקות ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הנכס העיקרי של החברה הינו אחזקה בשיעור של כ-21.69% בהון המניות של בזק, שהינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל. בעלת השליטה בביקום הינה Searchlight Capital Partners (להלן: "סרצ'לייט"), קרן private equity אמריקאית אשר נוסדה בשנת 2010 ומחזיקה בכ-67.2% מהון המניות של ביקום. מנכ"ל ביקום הנו מר תומר ראבד, המכהן גם כיו"ר דירקטוריון בזק, ויו"ר הדירקטוריון הינו מר דארן גלאט.

היסטוריית דירוג





## דוחות קשורים

[בי קומיוניקיישנס בע"מ - דוחות קשורים](#)  
[בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ - דוחות קשורים](#)  
[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)  
[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)  
[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דצמבר 2024](#)  
[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)  
[טבלת זיקות והחזקות](#)  
[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)  
[הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

|                                      |                       |
|--------------------------------------|-----------------------|
| תאריך דוח הדירוג:                    | 12.05.2025            |
| התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: | 15.09.2024            |
| התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     | 19.06.2023            |
| שם יוזם הדירוג:                      | בי קומיוניקיישנס בע"מ |
| שם הגורם ששילם עבור הדירוג:          | בי קומיוניקיישנס בע"מ |

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

|        |                                                                                                                                                                           |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aaa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                |
| Aa.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                   |
| A.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                        |
| Baa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. |
| Ba.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.                          |
| B.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.            |
| Caa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.   |
| Ca.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.   |
| C.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.            |

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

## © כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).