

# בי קומיוניקיישנס בע"מ

דירוג ראשוני | יוני 2023

## אנשי קשר:

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

רועי שבד, רו"ח  
אנליסט - מעריך דירוג משני  
[roy.s@midroog.co.il](mailto:roy.s@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## בי קומיוניקיישנס בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג קובעת דירוג A3.il באופק יציב לאגרות החוב במחזור (סדרות ג' ו-ו') שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ ("החברה" או "ביקום"). בנוסף קובעת מידרוג דירוג A3.il לאגרות חוב שתנפיק ביקום בסך של עד 550 מיליון ש"ח ע.ג בדרך של הרחבת אגרות חוב סדרה ו' אשר תמורתה תשמש לביצוע פירעון מוקדם (חלקי או מלא) של אגרות חוב סדרה ג' במחזור שבכוונת החברה לפרסם. אופק הדירוג הנו יציב.

### דירוג אגרות החוב במחזור\*:

מועד פירעון סופי	אופק הדירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/11/2024	יציב	A3.il	1139203	ג'
30/11/2026	יציב	A3.il	1178151	ו'

\* אג"ח סדרות ג' ו-ו' מגובות בבטחונות ושעבודים מדרגה ראשונה ללא הגבלה בסכום פארי פאסו על 728,373,713 מניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.ג כל אחת של בזק המוחזקות ע"י החברה במישרין ועל הזכויות הנלוות למניות אלו.

### אודות החברה

בי קומיוניקיישנס הינה חברת אחזקות ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הנכס העיקרי של החברה הינו אחזקה בשיעור של 27% בהון המניות של בזק, שהינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל. ביום 11.11.2019 העניק שר התקשורת על פי סעיף 4 ד לחוק התקשורת וסעיף 3 לצו התקשורת היתרי שליטה בבזק לתאגידים וליחידים לקבוצת סרצ'לייט ומשפחת פורר. היתרי השליטה ניתנו לשליטה ולהחזקת אמצעי שליטה בבזק בשיעור מזערי שלא יפחת מ-25% (נכון למועד דוח זה, החברה מחזיקה כ-2% מעל לגרעין השליטה)<sup>2</sup>. בעלת השליטה בביקום היא Searchlight II BZQ L.P שותפות מאוגדת באיי קימן ("סרצ'לייט"), המחזיקה בכ- 65.26% מהון המניות של ביקום ומשפחת פורר המחזיקה 12.35% מהון המניות של ביקום. קרן סרצ'לייט הנה קרן private equity אשר נוסדה ב-2010 המנהלת נכסים בעולם בהיקף של כ-12.0 מיליארד דולר. נציין כי סרצ'לייט ומשפחת פורר רכשו את השליטה בביקום במסגרת הסדר החוב של ביקום בדצמבר 2019 תמורת השקעה של כ-485 מיליון ש"ח (כ-260 מיליון ש"ח השקעה ישירות בביקום וכ-225 מיליון ש"ח תמורת מניות ביקום שהוחזקו ע"י אינטרנט זהב והוזרמו לביקום תמורת הרחבה של אג"ח סדרה ג').

מנכ"ל ביקום הנו מר תומר ראב"ד ויו"ר הדירקטוריון הנו מר דארן גלאט. נכון למועד דוח זה לביקום 3 דירקטורים מתוך 9 הדירקטורים בבזק.

### שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג ביקום, חברת אחזקות שיעודה היחיד הינו מימון אחזקת השליטה בבזק (27% מהון המניות, Aa3.il באופק חיובי), נתמך בדירוג בזק, קבוצת התקשורת המובילה והמגוונת בתחום התקשורת בישראל החולשת על נתחי שוק מהותיים במרבית מגזרי התקשורת בישראל. הצעת הערך של בזק נתמכת בסל שירותים ומוצרים רחב ומגוון על כלל מגזרי ענף התקשורת בישראל, הפונה לכל פלחי השוק המקומי ומותג מבוסס וחזק. בשלוש השנים האחרונות בזק הפחיתה את החוב הפיננסי נטו בשל עצירת חלוקת הדיבידנדים לבעלי מניותיה בשנים 2018-2021 עד שחזרה לאמץ מדיניות חלוקה בתחילת 2022. לבזק הכנסות של כ-8.99 מיליארד ש"ח בשנת 2022 ומידרוג צופה יציבות בהכנסות בזק סביב 9.0 מיליארד ש"ח לשנה לאורך השנתיים הקרובות.

<sup>2</sup> ביום 30/03/23 דווחה בזק כי ועדת הכלכלה של הכנסת אשרה את התיקון לצו התקשורת (אישור צו התקשורת בזק ושידורים קביעת שירות חיובי שנותנת בזק תיקון התשפ"ג 2022) על קבלת אישור הממשלה לתיקון צו התקשורת. התיקון מצמצם את המגבלות הרגולטוריות החלות כיום על החברה ועל שאר בעלי המניות בבזק.

- על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024, אנו מעריכים כי בזק תציג רווחיות תפעולית לפני הוצאות אחרות בטווח של 18%-19%, הגוזרת רווח תפעולי לבזק בהיקף של 1,680-1,780 מיליון ₪ לשנה בשנים 2023 ו-2024 (בהשוואה לרווחיות תפעולית של כ-18.2% בשנת 2022 הגוזרת רווח תפעולי של כ-1,637 מיליון ₪ בשנת 2022). בהתחשב בהשקעות הוניות בבזק קווי (פרויקט הסיבים) וכן בפלאפון (5G) יביאו להערכתנו להיקף השקעות הוניות (כולל התחייבויות חכירה) בטווח 2,150-2,300 מיליון ₪ בכ"א מהשנתיים הקרובות, כך שמרבית התזרים החופשי של בזק צפוי לשמש לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות, זאת בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, באופן שמידרוג אינה צופה המשך הקטנת חוב פיננסי מצד בזק. יחסי הכיסוי של בזק חוב נטו ל- EBITDA ו- EBIT להוצאות מימון נטו צפויים לעמוד על 2.0-2.2 ו- 5.0-5.5, בהתאמה. בהקשר זה נציין כי הנהלת חברת בזק הצהירה כי בכונתה לשמור על דירוג אשראי גבוה ומדיניות פיננסית שמרנית וזאת במקביל ליישום חזרה לחלוקת דיבידנד.
- עד לרבעון הרביעי בשנת 2017 נקטה בזק במדיניות חלוקה של 100% מהרווח הנקי. במהלך השנים 2018-2019 רשמה בזק בספריה סדרת ירידות ערך והפרשות כבדות שבעקבותיהם צמצמה את מדיניות החלוקה עד לעצירתה המוחלטת עליה הוחלט בחודש מרץ 2019. בשנים ההן נלוו לפעילותה של בזק אירועים הנוגעים לממשל תאגידי שהובילו לשינויים משמעותיים בשליטה בבזק ובהנהלת בזק. ההפסדים בבזק השתרשו לדוחותיה של ביקום שבתורה רשמה גם היא הפחתות על ההשקעה בבזק ונקלעה לאי עמידה באמות מידה פיננסיות. בחודש מרץ 2019 מידרוג הורידה את דירוג אגרות החוב של החברה שהיו במחזור באותו מועד ל- Caa2.il המשקף סבירות גבוהה לכשל פרעון ואת הערכת מידרוג לשיעור ההפסד בהינתן כשל פרעון<sup>3</sup>. בחודש דצמבר 2019 השלימה ביקום הסדר חוב מול מחזיקי אגרות החוב.
- בשנת 2022 חזרה בזק ליישם מדיניות של חלוקת דיבידנדים מהרווח החצי שנתי בשיעור של 50% ובמרץ 2023 החליט דירקטוריון בזק על עלייה בחלוקה לשיעור של 60% מהרווח הנקי החצי שנתי. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנים 2023-2024 הרווח הנקי של בזק יעמוד על כ-1 מיליארד ₪, הגוזר חלוקת דיבידנד של 540-560 מיליון ₪ בשנת 2023 ו-610-630 מיליון ₪ בשנת 2024, מכך חלקה של ביקום כ-160 מיליון ₪ וכ-190 מיליון ₪, בהתאמה. יחס כיסוי ריבית (ICR) בחברה הנו כ-2.0 ומצביע על יכולת סבירה לכסות את הוצאות המימון על בסיס הדיבידנדים, אך לצבור מזומנים בקצב איטי בלבד. דירוג ביקום מושפע לחיוב מנראות גבוהה יחסית של דיבידנדים שוטפים מבזק, בהתחשב בטק ריקורד החלוקה של בזק לאורך שנים ארוכות ועד לשנת 2018.
- החוב הפיננסי נטו<sup>4</sup> של ביקום סולו ליום 31.03.2023 הסתכם בכ-1.9 מיליארד ₪, בהשוואה לכ-1.87 מיליארד ₪ בסוף שנת 2018 ערב הסדר החוב. היחס בין החוב הפיננסי נטו של החברה לבין שווי השוק של מניות בזק המוחזקות על ידה עומד על כ-52% בסמוך למועד דוח זה, והוא רשם עליה בחודשים האחרונים לנוכח ירידה של כ-22% בשווי השוק של מניית בזק מאז תחילת 2023. יחס זה נתון לתנודתיות בשל שווי השוק של מניות בזק.
- גמישותה הפיננסית של החברה נשענת בעיקר על סחירות מניות בזק והחזקת שליטה בבזק, המהווה נכס בסיס איתן המקנה לחברה נגישות למקורות מימון בשוק האג"ח. הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה מכך שמרבית מניות בזק שמחזיקה החברה מושעבדות לטובת סדרות האג"ח. לחברה אמת מידה פיננסית הקשורה בשווי השוק של מניות בזק, באופן שהיחס בין החוב נטו סולו של החברה (המורכב מיתרת האג"ח בניכוי יתרות נזילות) לבין שווי השוק של מניות בזק המשועבדות לטובת האג"ח לא יעלה על 80% והחל מחודש דצמבר 2023, לא יעלה על 75%. החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות אם כי אמת מידה של יחס מינוף נוטה להציג תנודתיות כפועל יוצא של המצב בשווקים והנה אקסוגנית לחברה.

<sup>3</sup> דירוג אגרות החוב של ביקום הופסק על ידי מידרוג בחודש אוגוסט 2020 לבקשת החברה וערב הפסקת הדירוג עמד הדירוג על Caa2.il באופן יציב.

<sup>4</sup> החוב הפיננסי נטו של החברה כולל חוב פיננסי עפ"י ערך התחייבויות ובניכוי יתרות מזומנים והשקעות לז"ק

- מדיניותה הפיננסית של ביקום הנה שמרנית עם כניסתה של קרן סרצ'לייט כבעלת מניות החל מדצמבר 2019. הנהלת ביקום והקרן מעורבים בהוצאה לפועל של מהלכים עסקיים ופיננסיים בבזק. מידרוג הביאה בחשבון את מדיניות בעלת המניות, כפי שהוצהרה בפניה, לאי חלוקת דיבידנד מביקום לבעלי המניות.
- נזילות החברה מושפעת כיום מהיעדר חלויות אג"ח עד לחודש דצמבר 2024 ויתרות נזילות בהיקף של כ- 100 מיליון ₪ ליום 31.03.2023. לחברה סיכון מימון מחדש גבוה לנוכח פרעונות BULLET בשתי סדרות האג"ח של החברה - אג"ח סדרה ג' (11/2024) ואג"ח סדרה ו' (11/2026). פרעונות אלו חושפים את החברה להשפעות אקסוגניות של התנאים בשוק ההון ומשפיעים לשלילה על סיכון האשראי והדבר הובא בחשבון על ידי מידרוג לשלילה במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג. עם זאת נציין כי החברה החלה לפעול למחזור החוב של יתרת אג"ח ג' ובוחנת מספר חלופות, להערכתנו התכנות המיחזור בטווח הקצר בהיקפים הנדרשים הנה גבוהה. לחברה אין מסגרות אשראי מחייבות.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי לרעה בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הנזילות של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה ברמת החוב נטו של החברה
- שיפור מהותי ולאורך זמן בדיבידנדים שיתקבלו מבזק

#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ביחס המינוף
- החלשות בנזילות החברה ואי עמידה באמות המידה הפיננסיות

### שיקולים מבניים

להבטחת התחייבויותיה התחייבה החברה עבור מחזיקי אגרות החוב (סדרה ו'), ועבור מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') פארי פסו לשעבד את כל הנכסים והזכויות שלהן: שעבוד רשום מדרגה ראשונה על מניות בזק הכולל היתר שיעבוד ממשרד התקשורת. כמו כן, התחייבה החברה לשעבוד חשבון המניות המשועבדות.

מידרוג לא הקנתה לאגרות החוב הטבה דירוגית בגין השעבודים לאחר שבחנה זאת בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום מימון תאגידי" ומצאה כי איכות סך הבטוחות אינה עומדת בקריטריונים של איכות "בינונית ומעלה" נוכח זאת שמניות החשופות לתנודתיות גבוהה ובזיקה גבוהה עם סיכון האשראי של החברה נחשבות בעינינו כבטוחה מאיכות שאינה "גבוהה".

#### ביקום - נתונים פיננסיים עיקריים (סולו) במיליוני ₪

FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	
589	498	372	284	103	יתרות נזילות (כולל מזומן משועבד וכולל תיק ניירות ערך)
180	-	-	-	143	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות
-	-	-	-	-	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות
(1,066)	(853)	157	129	158	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי המניות
174	(241)	(107)	16	54	הון עצמי מיוחס לבעלי מניות החברה
1,866	1,363	1,521	1,715	1,802	חוב פיננסי נטו

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### אחזקת שליטה בבזק (Aa3.il אופק חיובי) בעלת פרופיל עסקי ופיננסי חזקים התומכים בדירוג בעלת השליטה

לביקום אחזקת שליטה בבזק המעוגנת בהיתר שליטה עפ"י צו משרד התקשורת מ-2019. על פי סעיף 4 ד לחוק התקשורת וסעיף 3 לצו התקשורת היתר שליטה לתאגידים וליחידים לקבוצת סרצ'לייט ומשפחת פורר. היתר השליטה ניתן לשליטה ולהחזקת אמצעי שליטה בבזק בשיעור מזערי שלא יפחת מ-25%<sup>5</sup>.

בזק מאופיינת באיכות אשראי גבוהה המושפעת לחיוב ממעמדה המוביל בשוק התקשורת בישראל ומהשיפור בפרמטרים הפיננסיים שמציגה בזק במשך השנתיים האחרונות.

ענף התקשורת מוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני; הענף נתון לרגולציה מעודדת תחרות אשר הובילה לאורך השנים לתחרות אינטנסיבית ומתמשכת המקבלת משנה תוקף בהעדר בידול משמעותי בשירותי התקשורת הבסיסיים והמאופיינת בעליה בשיעורי הניידות במגוון התחומים וירידה בהכנסה הממוצעת מלקוח. ענף התקשורת בעולם ובמשק הישראלי מתאפיין בהתפתחויות טכנולוגיות ומבניות המשליכות על הרגולציה החלה על החברות ועל הסביבה התחרותית במידה המערערת את יציבות הסביבה התפעולית, ומשליכה באופן שלילי על הסיכון הענפי. בד בבד, הענף מאופיין בביקושים צומחים, ולהערכת מידרוג הענף צפוי להמשיך להציג צמיחה (במונחי מס' מנויים) במרבית מגזרי הפעילות וזאת בדומה לשיעורי הצמיחה שאפיינו את השנים האחרונות.

עם היקף הכנסות שנתי של כ- 9 מיליארד ₪, בזק הינה קבוצת התקשורת המובילה והמגוונת בתחום תשתית התקשורת והפעלת שירותי תקשורת בישראל אשר חולשת על נתחי שוק מהותיים במרבית מגזרי התקשורת בישראל. החברה מחזיקה בנתח שוק של כ-55% בתשתית האינטרנט בפס רחב, מכך כ-38% במונחי קווים קמעונאיים, נתח שוק של כ-22.8% בתחום הסלולר ונתח שוק של כ-33% בתחום הטלוויזיה הרב ערוצית.

בעלות של החברה על תשתית תקשורת פסיבית בפריסה ארצית מלאה, מקנה לה יתרונות טכנולוגיים ותחרותיים בלעדיים, גמישות תפעולית, ומעמד אסטרטגי בתחום הנייח.

מיצובה העסקי הגבוה של בזק מתבטא גם ברמת רווחיות טובה לאורך השנים, המתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים. על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024 אנו מעריכים יציבות בהכנסות בזק סביב 9.0 מיליארד ₪ לשנה לאורך השנתיים הקרובות. יציבות זאת הנה פועל יוצא של מחד, המשך פגיעה במגזר הטלפוניה הקווית עם הנטישה הטבעית והשפעות קצה של השימוע ומנגד עלייה ב-ARPU עם המשך מעבר מתשתית הנחושת לתשתית הסיבים. אנו מניחים רווחיות תפעולית לפני הוצאות אחרות שתעמוד בטווח של 18%-19% (בהשוואה לרווחיות תפעולית של כ-18.2% בשנת 2022). תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי הרווח התפעולי בתוספת הוצאות פחת והפחתות וירידת ערך ובניכוי הוצאות פרישת עובדים (EBITDA מתואם) וה-FFO צפוי לנוע בטווח של 3.6-3.7 מיליארד ₪ וכ-1.9-2.9 מיליארד ₪ לשנה בשנים 2023-2024, בהתאמה (לעומת כ-3.5 מיליארד ₪ וכ-3 מיליארד ₪ בהתאמה בשנת 2022). השיפור ב-EBITDA על אף היציבות בהכנסות כאמור נובע בעיקרו מקיטון בהוצאות פרישת עובדים. במקביל אנו מניחים עלייה בהוצאות המימון השוטפות כתוצאה מהגידול בעלויות הריבית. בהתאם לכך, תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח כי בשנים 2023-2024 הרווח הנקי של בזק יעמוד על כ-1 מיליארד ₪.

### אחזקה יחידה בבזק ותלות 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, הגוזר 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 האינהרנטית מדגישים את התלות בדיבידנדים מבזק ובשווי השוק של בזק והשפעתם על דירוג החוב בחברה ומהווים גורמי סיכון בדירוג.

<sup>5</sup> ביום 30/03/23 דווחה בזק כי ועדת הכלכלה של הכנסת אשרה את התיקון לצו התקשורת (אישור צו התקשורת בזק ושידורים קביעת שירות חיוני שנותנת בזק תיקון התשפ"ג 2022) על קבלת אישור הממשלה לתיקון צו התקשורת. התיקון מצמצם את המגבלות הרגולטוריות החלות כיום על החברה ועל שאר בעלי המניות בבזק.

## נראות הדיבידנדים מבזק עם אימוץ חזרה למדיניות חלוקה מוצהרת תומכת ביחסי שירות החוב, אשר בולטים לחיוב בשל מבנה לוח הסילוקין

תרחיש הבסיס של מידרוג מתבסס על ההנחה כי בזק תוסיף לייצר רווחים ותזרימים חזקים ולחלק דיבידנד בשיעור של 60% מהרווח הנקי, בהתאם למדיניותה המוצהרת. תרחיש זה גוזר היקף דיבידנדים מבזק בטווח שבין 550 ל-650 מיליון ש"ח בשנה, מכך חלקה של ביקום 190-160 מיליון ש"ח. עוד בתרחיש הבסיס, מידרוג לוקחת בחשבון כי החברה אינה צפויה לחלק דיבידנדים לבעלי מניותיה בטווח הנראה לעין, גם לאור היעדר צרכים ברמת חברת האם. בהתאם לכך, תרחיש הבסיס לשנים 2023-2024 גוזר לביקום יחס כיסוי ריבית (ICR) של כ-2.0 ומצביע על יכולת סבירה לכסות את הוצאות המימון על בסיס הדיבידנדים, אך לצבור מזומנים בקצב איטי בלבד. יחס שירות החוב השנתי (קרן וריבית) כולל יתרות נזילות (DSCR + Cash) צפוי לנוע סביב 2.0-3.0 בשנות התחזית ומצביעה על נזילות בולטת לטובה המושפעת בין השאר מהיעדר פרעונות קרן שוטפים של סדרות האג"ח נוכח חוב בולט (100%).

אנו מניחים כי החברה תשמור לאורך זמן על יתרות נזילות בהיקף שלא יפחת מכ-100 מיליון ש"ח.

### תרחיש הבסיס של מידרוג למקורות ושימושים העיקריים הצפויים בשנים 2023-2024:

**מקורות עיקריים:** מזומן יתרת פתיחה של כ-100 מיליון ש"ח, דיבידנדים מבזק בהיקף של כ-190-160 מיליון ש"ח בשנה, גיוס חוב בהיקף של כ-500-550 מיליון ש"ח ב-2023 סה"כ מקורות ב-775 מיליון ש"ח, ב-2024 - 300 מיליון ש"ח. **שימושים עיקריים:** הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-11 מיליון ש"ח בשנה, תשלומי ריבית בסך של כ-75 מיליון ש"ח בשנה, קניית מניות בזק בסך של כ-27 מיליון ש"ח ב-2023 אחרות בסך של כ-40 מיליון ש"ח ופרעון אג"ח ג' בסך של כ-500 מיליון ש"ח ב-2023. סה"כ שימושים ב-2023 - 630 מיליון ש"ח, ב-2024 - 85 מיליון ש"ח. עודף המקורות על שימושים עומד ב-2022-2023 על כ-150-200 מיליון ש"ח בשנה.

### יחסי מינוף הולמים לרמת הדירוג על אף עלייה ברמת המינוף נוכח הירידה בשווי מניות בזק מתחילת השנה. מבנה לוח הסילוקין קוטם את יכולת החברה להקטין חוב

יחס המינוף (LTV), כפי שנמדד ביחס שבין החוב הפיננסי נטו לשווי האחזקה על בסיס שווי השוק הממוצע של מניות בזק 30 יום אחרונים, עומד על כ-50%. רמת המינוף של החברה עלתה מאז תחילת שנת 2023 לנוכח ירידה של כ-22% במניית בזק מאז תחילת שנת 2023, ושווי האחזקה בבזק בסמוך למועד דוח זה גוזר כאמור שיעור LTV של כ-52%, לעומת יחס מינוף בטווח של 40%-50% לאורך השנה האחרונה. במסגרת זאת, נציין כי תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי רמת החוב צפויה להוות דומה בשנים הקרובות, נוכח מבנה לוח הסילוקין הקוטם את יכולת החברה להפחית חוב.

### סיכון מימון מחדש גבוה נוכח פרעונות בלון בשנים הקרובות בהיקפים משמעותיים ומהווה גורם שלילי בדירוג

מהלך המימון מחדש שבצעה החברה בהובלת הנהלת החברה ובעלי מניותיה הנוכחיים החל משנת 2021 ולוח הסילוקין במח"מ ארוך תומכים בנזילות החברה וביחסי שירות החוב של החברה בטווח הזמן הקצר-בינוני אך מנגד מעלה סיכון מיחזור לקראת שנת הפרעון של הבולט, ונוסף על כך מונע הקטנה משמעותית בחוב הפיננסי בשנים הקרובות. לחברה סיכון מיחזור משמעותי בטווח הקצר, נוכח חובתה לפרוע תשלום "בלון" אג"ח ג' בסך של כ-500 מיליון ש"ח בעוד כשבעה רבעונים בחודש נובמבר 2024 ועל כן נדרשת לגיוס החוב, נשוא דוח דירוג זה. בנוסף בטווח הבינוני-הארוך לחברה תשלום "בלון" גבוה של אג"ח ו' בסך של 1.5 מיליארד ש"ח בנובמבר 2026. החברה החלה לפעול למחזור החוב של יתרת אג"ח ג' ובוחנת מספר חלופות, להערכתנו התכנות המיחזור בטווח הקצר בהיקפים הנדרשים הנה גבוהה לאור טרק רקורד שהוכיחה החברה בעבר בביצועי מימון מחדש בסכומים גבוהים, נכס בסיס איתן, סחירות נכס הבסיס וגם בהתייחס למצב בשווקים. כן נציין כי לביקום אחזקה של כ-2% ממניות בזק המהווה אחזקה מעבר להיתר השליטה אותה רשאית למממש בכל עת ובמחירי בזק הדבר נאמד לכ-300-200 מיליון ש"ח כך שגם בהתייחס למיחזור אג"ח ג' עד תום שנת 2024 לחברה גמישות לממש מניות אלו במקביל לגיוס סדרה.

**מרבית מניות החברה בבזק משועבדות לטובת מחזיקי האג"ח במידה המחלישה את הגמישות הפיננסית**

גמישותה הפיננסית של החברה מושפעת לשלילה מכך שלמעט כ- 18.7 מיליון מניות חופשיות של בזק, כל יתר המניות שמחזיקה החברה בבזק משועבדות לטובת מחזיקי האג"ח. מנגד לחברה אחזקת שליטה בחברת בזק והיא עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות. במסגרת שטרות הנאמנות של סדרות אג"ח ג' ו-ו', התחייבה החברה כי במהלך שני רבעונים רצופים ה-LTV לא יעלה על (1) שיעור של 80% עד לתאריך 30.11.2023 ו-(2) שיעור של 75% החל מיום 1.12.2023 ועד למועד הפירעון הסופי של אגרות החוב. כמו כן כאמור בשנתיים האחרונות חזרה החברה לשוק ההון עם גיוס סדרות מובטחות: הנפקה של סדרה חדשה (ו') והרחבת סדרה זו כאשר התמורה מגייסי חוב אלו שימשה לביצוע פירעון מוקדם של סדרות (ג', ד', ה'), עם ירידה בתשואות האג"ח, דבר אשר שיפר את גמישותה הפיננסית של החברה. עם זאת להערכתנו גמישותה הפיננסית של החברה עודנה חלשה.

אנו רואים כגורם חיובי את מדיניות החברה לאיזון בין בעלי המניות לבעלי החוב, הצהרה בדבר אי חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות וזאת לצד יכולת ניהול חוב טובה, הנהלת ביקום ובעלת המניות מעורבים בהוצאה לפועל של מהלכים עסקיים ופיננסיים בבזק. וכן קיים טרק רקורד חיובי של עמידה לאורך השנים בתחזיות וביעדים לטווח ארוך ברמת בזק.

**שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)**

לחברה באמצעות האחזקה בבזק, חשיפת בזק לסיכונים סבבתיים הנה נמוכה. הסיכונים החברתיים אליהם חשופה בזק נעוצים בעובדה שחלק גדול מנכסיה הינם המשאב האנושי. בזק משקיעה משאבים בתהליכי פיתוח, הדרכה, הערכה ותגמול של עובדיה. בזק נוקטת במגוון צעדים במטרה להגן על מערך טכנולוגיות המידע ולמזער את סיכוני אבטחת המידע כולל העסקת אחראי סייבר ומערכות מידע, בדיקות תכופות מבחני חדירה ועוד. לבזק מנהל אבטחת מידע האחראי על אסטרטגיית אבטחת המידע, ובכדי לאמת את תכני הניהול, הפגיעות הארגוניות של בזק נבחנת מדי שנה על ידי מעריך אבטחה מוסמך חיצוני. מבחינת היבטי ממשל תאגידי - ביקום הנה חברה צבורית, החברה משמרת סטנדרט שקיפות ודיווח גבוהים. בעבר היתה קיימת חולשה בממשל תאגידי בבזק ובביקום בהיבט בעלי המניות הקודמים אשר נפתרה עם כניסת בעלי המניות הנוכחיים.

**מטריצת הדירוג**

תרחיש מידרוג		ליום 31.12.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה [2]	ניקוד	מדידה [1]		
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	
A.il	50%-55%	A.il	50%	חוב פיננסי / שווי הנכסים	פרופיל פיננסי
Baa.il	2.0X	Baa.il	1.6X	ICR	
Ba.il ומטה	>20	Ba.il ומטה	>20	חוב פיננסי / FFO	
A.il	---	A.il	---	גמישות פיננסית	
Aaa.il	2.0X -3.0X	Aaa.il	3.0X	DSCR+CASH	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A3.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>A3.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. [2] תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

## דוחות קשורים

["בזק" - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ](#)

[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 תאגידים - מאי 2020](#)

[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

19.06.2023

תאריך דוח הדירוג:

בי קומיוניקיישנס בע"מ

שם יוזם הדירוג:

בי קומיוניקיישנס בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

## 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>