



בי קומיוניקיישנס בע"מ
(לשעבר 012 סמייל תקשורת בע"מ)

מעקב ויוני 2010

1

מחברים:

משה לויין - אנליסט

moshel@midroog.co.il

פבל יופה - ראש צוות

pavel@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il



בי קומיוניקיישס בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	אג"ח סדרה א'
------------------	----	--------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג של A2 אופק דירוג יציב לאגרות החוב סדרה א', אשר הונפקו ע"י החברה והוצאת הדירוג מרשימת מעקב. הדירוג משקף את השינוי שחל בחברה לאחר רכישת גרעין השליטה בחברת בזק תקשורת. ערב עסקת בזק דירוג אג"ח עמד על A1 אופק יציב.

שיקולי הדירוג כוללים את ההחזקה בגרעין השליטה בחברת בזק, המדורגת בדירוג Aa1 אופק יציב, לצד רמת המינוף הגלומה בעסקה, מבנה המימון, לרבות סדר הקדימויות וביחסי כיסוי החוב הנגזרים מכך.

סדרות החוב מדורגות ע"י מידרוג, מיליוני ₪:

סדרה	מספר ני"ע	ערך נקוב 9/6/10	ריבית נקובה	הצמדה	פירעון בשנים
א'	1108232	306.7	4.75%	מדד	2011-2016

דוח זה מתבסס על נתונים ותנאים הכלולים בהסכמי המימון עם הבנקים וקבוצת מגדל ועל נתונים כספיים בלתי מבוקרים ובלתי סקורים שהועברו למידרוג ע"י החברה.

עסקת רכישת גרעין שליטה בבזק ("עסקת בזק")

בתאריך ה- 14.4.10 הודיעה החברה על השלמת רכישה של 30.44% ממניות חברת בזק ("המניות הנרכשות") תמורת 6.5 מיליארד ₪. חלק מהמקורות למימון העסקה הועמדו ע"י קונסורציום הבנקים - 3.9 מיליארד ₪ במספר הלוואות עם פירעון סופי בשנת 2017, סכום של כ- 0.7 מיליארד ₪ התקבל כאשראי מגשר, אשר נפרע באמצעות תקבול מדיבידנד מבזק. בנוסף, הועמדה הלוואה בסך של כ- 0.5 מיליארד ₪ ממשקיע מוסדי, קבוצת מגדל. האמצעים ההוניים של בי קומיוניקיישנס, ששימשו להשלמת המימון ומימון עלויות עסקה, הסתכמו בכ- 1.6 מיליארד ₪ מזה, סך של כ- 1.2 מיליארד ₪ ממימוש פעילות תקשורת שהיתה קיימת בבי קום ערב העסקה (012 סמייל) והנפקת הון תמורת כ- 400 מיליון ₪ בחודש מרץ 2010, מזה 100 מיליון ₪ הונפקו לצד ג' (משקיע מוסדי) והיתר לחברת האם, בדרך של המרת הלוואת בעלים: הלוואה בסך של כ- 100 מיליון ₪ שניתנה לחברה במרץ 2007 והלוואה נוספת מאוקטובר 2009.

ההלוואות מקונסורציום הבנקים וההלוואה מקבוצת מגדל מרוכזות כל אחת בחברות ייעודיות נפרדות: המימון ממגדל ניתן לחברת בת בבעלות מלאה (SPC1) והמימון הבנקאי הוענק לחברה נכדה (SPC2), שהינה בבעלות מלאה של SPC1. SPC2 מחזיקה ישירות במניות בזק. מבנה ההחזקות והוראות ההסכמים יוצרים קדימות של חוב לקונסורציום הבנקים על פני החוב לגוף המוסדי, אשר, בתורו, קודם לאג"ח נושא הדירוג.

יחס ה- LTV, בניכוי יתרות מזומנים, הנגזר משווי העסקה עומד, נכון לאמצע חודש יוני 2010 על כ- 68% (כ- 63% לפי שווי שוק המניה)

המתודולוגיה לדירוג

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על המתודולוגיה לדירוג חברות החזקות ועל המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת החזקות, המחזיקה שליטה בחברה תפעולית בעלת נכס עיקרי אחד.

נקודת המוצא לבחינת רמת נחיתות האג"ח של בי קומיוניקיישנס לעומת החוב של בזק, הינה הדירוג של בזק, Aa1 אופק דירוג יציב. הפער בין דירוג האג"ח של החברה לבין דירוג אגרות החוב של בזק מבטא את תוספת סיכון האשראי, הנובעת מנידחות החוב בבי קום ביחס לחוב בבזק ומסיכונים פיננסיים נוספים, לרבות תוספת החוב, סדר הקדימויות, יחסי כיסוי החוב, מערך השעבודים והביטחונות.

שיקולים עיקריים לדירוג

ענף התקשורת בישראל מאופיין בסיכון עסקי נמוך. חברת בזק מובילה לאורך השנים באספקה של מגוון שירותי תקשורת במשק בישראל. בזק נתפסת כמותג חזק, הנתמך במובילות טכנולוגית, שירות וניהול איכותיים. מרמת המינוף של חברת בזק נגזרים יחסי כיסוי חוב מהירים אשר תומכים בדירוג Aa1 אופק יציב לאג"ח אותן הנפיקה בזק.

לצד זאת, התחשבה מידרוג במבנה ההחזקות בבזק, בסדר קדימויות הנושים בתזרים ובביטחונות, ברמת המינוף וביחסי הכיסוי. שיקולים אלו הובילו למרחק מסוים בין נכס הבסיס לבין אגרות החוב אשר, להערכת מידרוג, משתקף בדירוג הסדרה.

חוזקות

נכס בסיס איכותי

המקור המרכזי לשירות החוב השוטף, בכל הרמות לאורך עץ ההחזקות, כולל את הדיבידנד שבזק צפויה לחלק מתוך רווחיה. בשנים האחרונות חילקה בזק לפחות את מלוא הרווח הנקי כדיבידנד לבעלי המניות. זאת - בנוסף לחלוקת דיבידנד חד פעמי. הדירוג הגבוה של בזק Aa1 אופק יציב מבטא את תזרים המזומנים היציב, יכולת חיזוי תזרים גבוהה יחסית ויחסי כיסוי מהירים.

יחס כיסוי תזרימי איתן

מידרוג מעריכה כי יחסי כיסוי טובים לאורך כל מבנה שרשרת האחזקות, זאת בהתחשב ביתרות הנזילות אותן נוהגת החברה להחזיק כנגד החשיפה לפערי עיתוי בתזרימי המזומנים. בכלל זה, עומד יחס כיסוי התזרים את הריבית והחלות השוטפת ברמה SPC2 על טווח של 1.6, SPC1 על טווח של 4.0 בשנה מייצגת וברמת החברה בטווח של 1.6 בשנה המייצגת. בנוסף, מידרוג מעריכה כי לחברה יהיה צורך עתידי במימון מחדש לאשראי בנקאי. ללא זעזועים בשוק התקשורת המקומי, יחס ה LTV ברמת SPC 2 צפוי להיות נמוך במועד מימון מחדש של אשראי בנקאי, דבר שצפוי, להערכת מידרוג, לתמוך ביכולת החברה לבצע פריסה מחדשת של האשראי. יש לציין כי בשנת 2016 ייוותר תשלום אג"ח אחד בלבד אשר מועד פרעונו קודם למועד הפרעון של תשלום הבולט במימון בזק.

מבנה ההחזקות וסדר הקדימויות של הנושים בתזרים ובביטחונות מגדילים את נחיתות בעלי האג"ח לעומת נושים אחרים לצורך רכישה והחזקה במניות הנרכשות הוקמה חברה יעודית (SPC2), אליה הוזרם המימון הבנקאי ואמצעי המימון העצמיים. SPC2 שעבדה לטובת קונסורציום הבנקים, בין היתר, את כל המניות הנרכשות (לרבות הזכויות לקבלת דיבידנד) עד למועד הפירעון הסופי בשנת 2017 בהתאם להסכם המימון. קיימת שורה של התניות פיננסיות ומגבלות על משכית יתרות מזומנים, שמקורן בדיבידנד העולה מבזק.

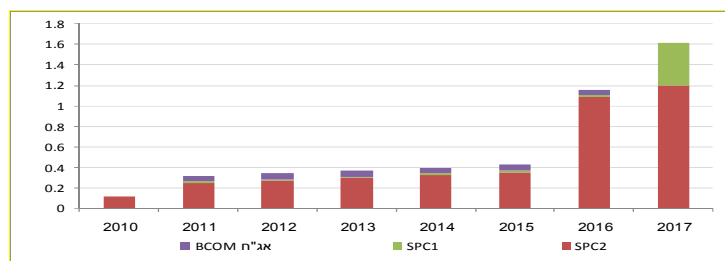
התזרים השיורי, לאחר הפירעון השוטף של האשראי הבנקאי (ובכפוף להתקיימות ההתניות הפיננסיות והתחייבויות של SPC2 כלפי קונסורציום הבנקים), עולה לחברה יעודית נוספת (SPC1), המחזיקה ב- 100% ממניות SPC2. SPC1 הינה פלטפורמה לתפעול האשראי שהוענק ע"י קבוצת מגדל והבטחת עדיפותו על פני מחזיקי האג"ח. SPC1 שיעבדה את מלוא הון המניות שהיא מחזיקה ב- SPC2 (לרבות הזכויות לקבלת דיבידנד מ- SPC2) לקונסורציום הבנקים ונטלה מספר התחייבויות כלפיו.

כמו כן, SPC1 העמידה את האשראי שקיבלה מקבוצת מגדל לרשות SPC2 לצורך השלמת עסקת הרכישה ונטלה על עצמה שורה של התחייבויות והתניות פיננסיות כלפי קבוצת מגדל ושעבדה לטובתה את החשבון בו מופקדים כספי התזרימים שתקבל מ- SPC2.

התזרים השיורי, לאחר שירות החוב הבנקאי והחוב לקבוצת מגדל (ובכפוף לקיום ההתחייבויות שנטלה על עצמה SPC1 כלפי מגדל) הינו המקור לפירעון אג"ח (סדרה א'), אשר הנפיקה בי קומיוניקשיין ("בי קום").

פריסת לוח הסילוקין של האשראי הבנקאי ושל קבוצת מגדל באופן כזה, שיעקר האשראי צפוי להיפרע לאחר פירעון רוב הקרן של האג"ח. לחץ תזרימי אפשרי בשנים הראשונות והאחרונות של חיי האג"ח
 נציין כי עד לשנת 2011, מקור הפרעון של אגרות החוב כולל את היתרות הנזילות המוחזקות ע"י החברה ואשר יתרתם להיום עומדת על 272 מיליון ₪, נטו.
 פירעון התשלום האחרון של האג"ח תלוי, להערכת מידרוג, במימון מחדש של החוב הבנקאי. לצד זאת נציין כי במועד זה ועל בסיס שווי השוק הנוכחי של חברת בזק, יחס ה- LTV צפוי להיות נמוך ככל שהסבירות למימון מחדש מוערכת כגבוהה.

להלן התפלגות לוח הסילוקין לחוב של החברה לרבות SPC1 ו- SPC2 :



* הסכומים במיליארדי ₪

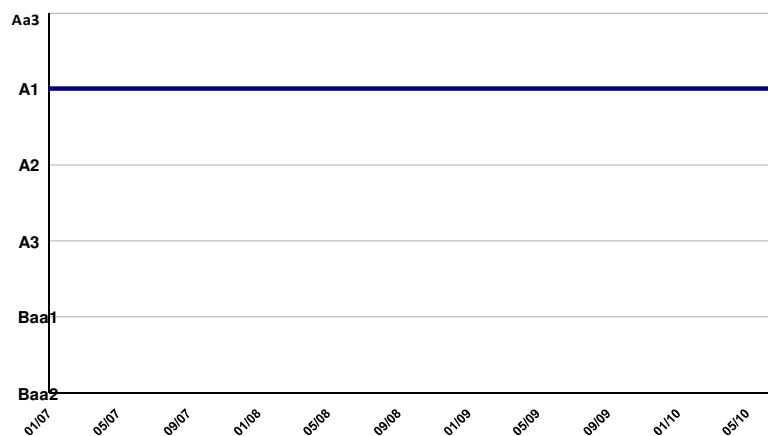
גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- ירידה משמעותית ביחס המינוף תוך שיפור ביחסי הכיסוי
- צמצום המרחק בין נכס הבסיס בזק לאגרות החוב, באופן אשר יוריד באופן משמעותי את רמת הנדחות של האג"ח

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- החלשות מיצובה העסקי והפיננסי של בזק, באופן שיפגע בדירוגה, בריווחיותה וביכולתה לחלק דיבידנד לבעלי המניות
- שינוי באופי פעילות החברה, אשר כיום הינה חברת החזקות עם החזקה יחידה - מניות בזק, באופן שיוביל להרעה בפרופיל העסקי שלה
- כשל אשראי בכל אחת מהרמות במבנה העסקה

גרף היסטורית הדירוג



סולם דירוג התחייבויות:

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.



ד"ח מספר: CFB030610000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודיס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. להלן: "מודיס"). שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.