

בי קומיוניקיישנס בע"מ

מעקב | מרץ 2018

אנשי קשר:

עידו בר־אב, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
ido.barav@midroog.co.il

אבי בן־נון, ראש תחום מוסדות פיננסים - מעריך דירוג משני
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

בי קומיוניקיישנס בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1.il	דירוג סדרות
-------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ ("החברה" או "ביקום") ומותירה את אופק הדירוג שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.03.2019	שלילי	A1.il	1120872	ב'
30.11.2024	שלילי	A1.il	1139203	ג'

שיקולים עיקריים לדירוג

בהמשך להודעת בזק - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק" או "החברה הבת", Aa2.il אופק יציב) על עדכון מדיניות חלוקת הדיבידנד לשיעור של 70% מהרווח לאחר מס חלף שיעור של 100%, מידרוג מותירה על כנו את דירוג ביקום וכן את אופק הדירוג השלילי. הותרת הדירוג על כנו (לאחר שזה הורד בחודש ספטמבר 2017 גם בשל החשש מעדכון מדיניות החלוקה) הינה נוכח הערכת מידרוג לנראות תזרימי מזומנים חזקה יחסית מנכס בסיס בעל איכות אשראי גבוהה לצד מיחזור חוב שביצעה בתחילת השנה, כאשר אלו מקוזזים מצד יחסי כיסוי ורמת מינוף חלשים יחסית לרמת הדירוג.

דירוג ביקום, חברת אחזקות שיעודה היחיד הינו מימון אחזקת השליטה בבזק (26.34% מהון המניות, Aa2.il באופק יציב), מתבסס בין היתר על פרופיל איכות האשראי של החברה הבת, בזק הינה קבוצת התקשורת הגדולה והמובילה בישראל אשר פועלת בענף התקשורת המוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני בעיקר נוכח תחרות אינטנסיבית וחשיפה גבוהה לרגולציה מעודדת תחרות. מיצובה העסקי הגבוה של בזק נתמך במוטג חזק, פיזור פעילות רחב, נתחי שוק מהותיים, ובעלות על תשתית תקשורת נייחת בפרסיה ארצית המקנים לה מעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייח לצד יתרון טכנולוגי וגמישות עסקית. עם זאת, להערכת מידרוג, התמורות המבניות בענף התקשורת והתחרות הגוברת בכלל הסגמנטים, ובפרט במגזר הטלוויזיה הרב-ערוצית, בשילוב מגבלות רגולטוריות (בניגוד למתחרות העיקריות) מהווים אתגרים משמעותיים עבור בזק (בהתאם לאמור בדוח הערת המנפיק מחודש פברואר 2018). מידרוג צופה כי השפעות אלו, אשר באות לידי ביטוי בין היתר בשינוי המודל העסקי בחברת yes (הורדת מחירים רוחבית לחבילות הטלוויזיה לצד השקת מוצר צפייה על גבי האינטרנט בעל תוכן צר במחיר נמוך) הנועד להתמודד המגמות בתחום, וכן ריבוי השחקנים בענף ומהלכי השחקניות החדשות בתחומי חבילות הטרופל/קוואטרו ופרויקט פריסת הסיבים האופטיים, עלולים להביא לשחיקה בהכנסות וברמת הרווחיות, וכנגזר מכך בתזרימי המזומנים.

דירוג החברה מוסיף להישען על נראות דיבידנדים חזקה מבזק, כאשר תרחיש הבסיס של מידרוג, הנשען על מדיניות החלוקה העדכנית בבזק, מניח כי בטווח הקצר בינוני חלקה של ביקום דיבידנד זה יעמוד על 200-230 מיליון ₪ כאשר זו בתורה צפויה לחלק לבעלי מניותיה היקף הנע בין 100 מיליון ₪ ל-180 מיליון ₪ בכדי לתמוך בשירות החוב של חברת האם, אינטרנט גולד-קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב", A3.il, אופק שלילי). בהתאם לתרחיש זה, יחסי שירות החוב של החברה הואטו עם הירידה בהיקף התזרים המתקבל מבזק, ואינם בולטים לטובה יחסית לרמת הדירוג: יחס כיסוי הריבית (ICR) ויחס שירות החוב (DSCR) צפויים לנוע בזמן הקצר והבינוני בטווח 2.0-2.5 ובטווח 1.0-1.2, בהתאמה.

להערכת מידרוג, לחברה גמישות מוגבלת להקטין את היקף חלוקת הדיבידנדים לבעלי מניותיה, נוכח צרכי שירות החוב של אינטרנט זהב, וזאת מבלי שבעלת השליטה תינקוט בפעולה משמעותית להקטנת התחייבויותיה (כדוגמת מכירת מניות ביקום שאינם בגרעין השליטה) ו/או מהלך למחזור חובה הפיננסי. היות וכך, ונוכח הקטנת מדיניות החלוקה בבזק, מידרוג מביאה בחשבון כי ביקום עשויה לפנות למחזור חוב בטווח הבינוני במידה שתמנע הורדה בחוב הפיננסי, ובניגוד לתחזיותינו הקודמות.

רמת המינוף של החברה הינה בינונית עד גבוהה ביחס לרמת הדירוג ונובעת מהירידה בשווי מניית בזק החל משנת 2017, כאשר שיעור ה-LTV הנגזר משווי האחזקה בבזק נע בטווח שבין 50%-55%. כרית נזילות של החברה בולטת לחיוב ומתבססת על יתרת

מזומנים ותיק ני"ע בהיקפים גבוהים ביחס לעומס הפרעונות בטווח הקצר, הנאמד בכ- 500 מיליון ₪ לסוף שנת 2017 (כ- 362 מיליון ₪ ליום 30.9.2017 בתוספת כ- 186 מיליון ₪ חלקה בדיבידנד שחילקה בזק באוקטובר 2017), מרכיב מניית חופשיות (מעבר למניות גרעין השליטה) בשווי של כ- 190 מיליון ₪ על פי שווי השוק של מניית בזק בסמוך למועד דוח זה, וזאת נוסף על הרחבת סדרה ג' בהיקף של כ-250 מיליון ₪ שביצעה בסוף חודש ינואר 2018 תחת תרחיש הבסיס יחס שירות החוב כולל מזומן של החברה (DSCR+CASH) ינוע בטווח 2.0-2.3 בשנים 2018-2019, יחס כיסוי מהיר המשקף נזילות הולמת. יחד עם זאת נזילות החברה מושפעת לשלילה ממרכיב Bullet משמעותי בהתחייבויותיה המשיית סיכון מחזור גבוה בטווח הארוך. גמישותה הפיננסית של ביקום אינה בולטת לחיוב בשל רמת מינוף בינונית, היעדר מסגרות אשראי וקיומו של שעבוד שלילי על מרבית מניות בזק שבידה. מידרוג מותירה את אופק הדירוג השלילי בשל החשש לשחיקה ברווחיות של בזק וכנגזר בהיקף הדיבידנדים שיתקבלו בביקום וכן נוכח אי וודאות לגבי שינויים מבניים ברמת השליטה בקבוצת בזק והשלכותיה על מבנה המימון של הקבוצה ובצל הגמישות הפיננסית הנחלשת של החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדת מינוף משמעותית, ירידה בהיקף החוב הפיננסי ושיפור ביחסי שירות החוב השנתיים של החברה

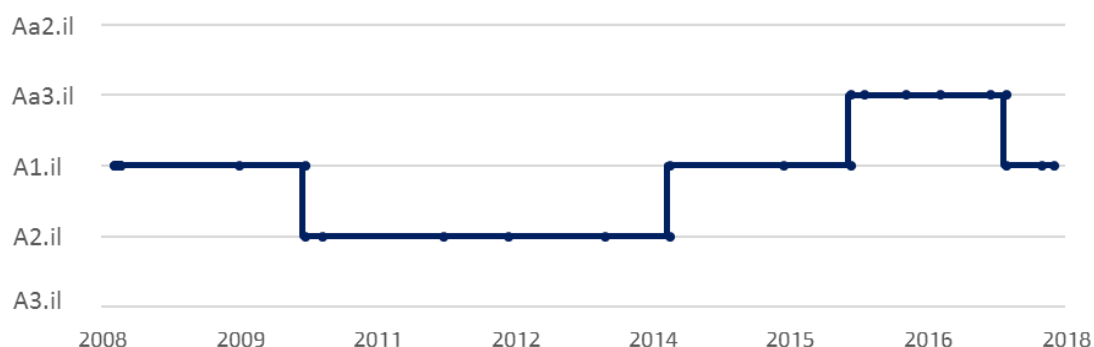
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה ביחסי שירות החוב של החברה כתוצאה, בין היתר, מהחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של בזק, שתפגע בתזרימי הדיבידנדים ו/או בנראות הדיבידנדים ממנה
- הורדת דירוג של בזק
- עלייה חדה נוספת ברמת המינוף של החברה

אודות החברה

בי קומיוניקיישנס הינה חברת אחזקות ציבורית, שמניויתיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובבורסת נאסד"ק. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ- 26.34% בהון המניות של בזק, שהינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל. בעלת השליטה בביקום היא אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ, המחזיקה בכ- 64.78% מהון המניות של ביקום. בעל השליטה באינטרנט זהב הינו מר שאול אלוביץ, המחזיק, באמצעות יורקום תקשורת שבשליטתו, החזקה אפקטיבית של כ- 61% מהון המניות של אינטרנט זהב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

["בזק" - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, דוח מיוחד - הערת מנפיק - פברואר 2018](#)

[בי קומיוניקיישנס בע"מ, פעולת דירוג - ינואר 2018](#)

[אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ, מעקב ופעולת דירוג - ספטמבר 2017](#)

[בי קומיוניקיישנס בע"מ, מעקב - ספטמבר 2017](#)

["בזק" - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, מעקב ופעולת דירוג - מאי 2017](#)

[דירוג חברות אחזקה, דוח מתודולוגי - נובמבר 2017](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

19.03.2018	תאריך דוח הדירוג:
29.01.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.07.2008	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
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 הגבוה 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 סיכונים 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 וכאלה 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 ביעוץ 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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 אינה גוף המבצע ביקורת ולכן היא אינה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק מתודולוגיה 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>