

# בי קומיוניקיישנס בע"מ

מעקב | יוני 2018

## אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט - מעריך דירוג ראשי

[kobir@midroog.co.il](mailto:kobir@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני

[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## בי קומיוניקיישנס בע"מ

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

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ ("החברה" או "ביקום") מדירוג A1.il לדירוג A2.il ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.03.2019	יציב	A2.il	1120872	ב'
30.11.2024	יציב	A2.il	1139203	ג'

### שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת דירוג אגרות החוב נובעת בשל היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה לאור הירידה בשווי השוק של אחזקות החברה (26.34%) במניות בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק", Aa2.il באופק יציב) וכפועל יוצא עלייה חדה בשיעור המינוף של האחזקה לעבר טווח של 60%-65%, אשר אינו הולם את הדירוג הקודם. דירוג אינטרנט זהב בע"מ חברת האם ("אינטרנט זהב") עודכן ל- Baa3.il והוא נותר תחת בחינה עם השלכות שליליות. מנגד, רמות הנזילות של החברה מקזזות באופן חלקי את ההשפעות השליליות הנובעות מהעלייה במינוף ומהשחיקה בגמישות הפיננסית. מידרוג מניחה כי רמת המינוף של החברה צפויה להוסיף ולהיות תנודתית בטווח הקצר.

בהתאם להנחותינו הקודמות, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח המשך חלוקת דיבידנדים מבזק בשיעור של 70% מהרווח הנקי בשנים 2018 ו-2019, אם כי מידרוג בחנה גם תרחישי רגישות המביאים בחשבון שיעור חלוקה נמוך יותר. המקורות של החברה הצפויים על ידינו לארבעת הרבעונים הקרובים כוללים יתרות נזילות נכון ליום 31.3.2018 בסך כ- 500 מ' ש' ותקבול דיבידנדים מבזק בהיקף של 180 - 200 מ' ש'. השימושים כוללים: פירעונות ריבית של כ- 95 מ' ש' ופירעון קרן בהיקף של כ- 225 מ' ש', חלוקת דיבידנד בהיקף של כ- 100 מ' ש' וכן הוצאות תפעול ומס בהיקף שבין 8 - 10 מ' ש'. עודף השימושים צפוי להסתכם בסך של 230 - 240 מיליון ש' והיקף היתרות הנזילות שיוותרו בקופת החברה בתום ארבעה רבעונים צפוי לעמוד בטווח שבין 250 - 270 מ' ש', כל זאת בהנחה שהחברה לא תפנה לגיוס חוב לצורך מחזור התחייבויות.

הודות ליתרת המזומנים המשמעותית ולתקבול דיבידנד שוטף מבזק, יחס DSCR + CASH צפוי לעמוד במהלך 2018 - 2019 על הטווח שבין 2 - 2.2 יחס אשר בולט לטובה לרמת הדירוג. יחס שירות הריבית ICR צפוי לעמוד על טווח שבין 1.6 - 1.9 והינו הולם את רמת הדירוג. תרחיש במסגרתו חלוקת דיבידנד מביקום לבעלי המניות לא תבצע באחת או יותר מהשנים 2018, 2019 יותיר לחברה מרווח גבוה יותר וכרית נזילות גבוהה משמעותית לצורך התמודדות עם עומסי פרעון החוב בשנים הקרובות, אך אינו נלקח בחשבון בתרחיש הבסיס של מידרוג. בנוסף, מחזיקה החברה כ-1.34% מניות בזק מעבר לאחזקה הנדרשת במסגרת גרעין השליטה בבזק לפי שווי שוק של כ- 160 מיליון ש'. הערכתנו כי יתרת מניות בזק החופשיות מהווה כרית נזילות נוספת לחברה אך מימושן בתנאי השוק הקיימים כיום עשוי ליצור לחץ נוסף על מחיר מניית בזק.

רמת המינוף של החברה הינה גבוהה ביחס לרמת הדירוג ונובעת מהירידה בשווי מניית בזק בעיקר במהלך החודש האחרון, כאשר יחס ההתחייבויות נטו לשווי הנכסים (LTV) הנגזר משווי האחזקה בבזק נע בטווח שבין 60%-65%. מידרוג מעריכה כי רמת התחרות הגבוהה בשוק התקשורת תוסיף להימשך גם בשנת 2018 - הערכה שהתחדדה בשבועות האחרונים עם עליית מדרגה נוספת ברמת התחרות, והדבר מתבטא באי וודאות גבוהה ותגובה חריפה של מחירי מניות חברות התקשורת כך שאנו מעריכים טווח מינוף (LTV) של 55%-65% לאורך זמן עם סטיית תקן גבוהה של מחיר המניה.

<sup>1</sup> בתאריך 26.04.2018 הכריזה חברת בזק על דיבידנד בסך 368 מ' ש' אשר חולק ביום 10.5.2018.

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 החזק של בזק נתמך במוטג חזק, פיזור פעילות רחב, נתחי שוק מהותיים, ובעלות על תשתית תקשורת ניחת בפריסה ארצית המקנים לה מעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייח לצד יתרון טכנולוגי וגמישות עסקית. להערכת מידרוג, התמורות המבניות בענף התקשורת והתחרות הגוברת בכלל הסגמנטים, בשילוב מגבלות רגולטוריות (בניגוד למתחרותיה העיקריות) מהווים אתגרים משמעותיים עבור בזק ועלולים להביא לשחיקה בהיקף ההכנסות וברמת הרווחיות, וכנגזר מכך בתזרימי המזומנים. בהתאם לכך ולפי הערכתנו הקודמות, בזק הנמיכה לאחרונה את תחזית הרווח הנקי לשנת 2018 בהשוואה להערכתיה הקודמות.

להערכת מידרוג, ההשלכות האפשריות של הערת רואי החשבון בדוחות הכספיים המאוחדים של החברה (ושל אינטרנט זהב) שנערכו בהתאם לכללי חשבונאות המקובלים בארה"ב בדבר חולשה מהותית בהליכי הבקרה בבזק, כגון מגבלת תשקיף או מגבלת סחירות - השלכות אשר טרם נקבעו ואין כלל וודאות שיקבעו, יכול ויקשו על החברה לבצע מהלכים מתוכננים.

אופק הדירוג היציב הינו נוכח הערכתנו כי החברה תשמור על יחס LTV בטווח שבין 55% - 65% וכן הערכתנו בדבר שימור מדיניות הדיבידנדים של בזק בהיקף מספק לשימור יחסי כיסוי הולמים לרמת הדירוג.

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה ברמת המינוף של החברה
- שיפור ביחסי שירות החוב השנתיים של החברה

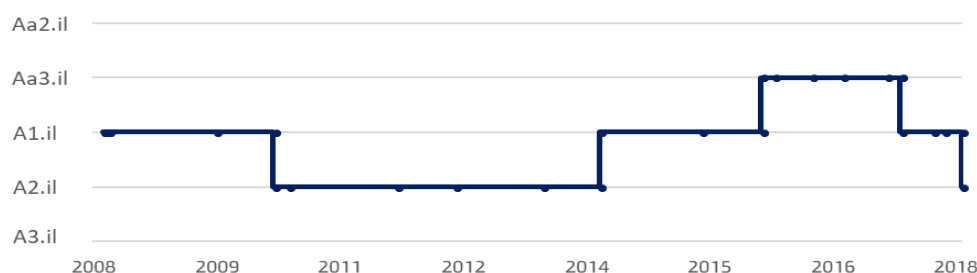
#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה ביחסי שירות החוב של החברה
- הורדת דירוג של בזק
- עלייה נוספת ברמת המינוף של החברה

### אודות החברה

בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום") 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 החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, שהינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל. בעלת השליטה בביקום היא אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב"), המחזיקה בכ- 64.78% מהון המניות של ביקום. החל מחודש מאי 2018, בעלי השליטה באינטרנט זהב הנם שלושה בעלי תפקיד שמונו לחברה ע"י בית המשפט כנציגי הנושים של יורקום תקשורת בע"מ, לרבות הבנקים, חלף מר שאול אלוביץ המחזיקים, באמצעות יורקום תקשורת בע"מ החזקה אפקטיבית בכ- 61% מהון המניות של אינטרנט זהב.

### היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**[בי קומיוניקיישנס בע"מ](#)[אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ](#)["בזק" - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, מעקב - אפריל 2018](#)[דירוג חברות אחזקה, דוח מתודולוגי - נובמבר 2017](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

03.06.2018	תאריך דוח הדירוג:
19.03.2018	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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 לסיכונים 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 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>