

בי קומיוניקיישנס בע"מ

מעקב | יוני 2019

אנשי קשר:

קובי רחמני
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
kobir@midroog.co.il

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

בי קומיוניקיישנס בע"מ

סדרה ב'	Caa2.il	בחינת דירוג עם השלכות חיוביות
סדרה ג'	Caa2.il	בחינת דירוג עם השלכות ללא כיוון וודאי

מידרוג מאשרת מחדש את דירוג אגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') Caa2.il שהנפיקה שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ ("החברה" או "ביקום"). דירוג אגרות החוב נותר תחת בחינה, עם שינוי כיוון הבחינה לחיובי עבור אגרות החוב מסדרה ב' והותרת כיוון בחינה לא וודאי עבור אגרות החוב מסדרה ג'. דירוג החברה מוסיף לשקף כשל פרעון באגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') ובהתאם למתודולוגיית הדירוג של מידרוג לדירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים, הדירוג משקף את הערכתנו לשיעור השיקום של תשלומי הריבית והקרן, וכן את רמת אי הודאות בהערכה זו.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי ¹
ב'	1120872	Caa2.il	בחינת דירוג עם השלכות חיוביות	31.03.2019
ג'	1139203	Caa2.il	בחינת דירוג עם השלכות לא וודאיות	30.11.2024

שיקולים עיקריים לדירוג

מידרוג בוחנת את שיעור השיקום בתרחיש בסיס של "עסקת סרצ'לייט", זאת חלף תרחיש "הנזלה" ששימש את מידרוג במועד כשל הפרעון ועד כה, בהיעדר מתווה קונקרטי אחר. דירוג החברה מוסיף לשקף כשל פרעון של אגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') ואת הערכת מידרוג לשיעור השיקום הצפוי לאגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') במסגרת הסדר החוב בו נמצאת החברה וזאת על בסיס מתודולוגיית מידרוג לדירוג מכשירי חוב בכשל פרעון. דירוג הסדרות נותר בבחינה נוכח זאת שוודאות העסקה אינה מלאה.

ביום 24.06.2019 דיווחה החברה על חתימה הסכם מחייב לרכישת מניות השליטה בחברה ע"י ("סרצ'לייט") Searchlight Capital Partners, L.P. וכן להשקעה נוספת בחברה על ידי סרצ'לייט. במסגרת העסקה נקבעו מספר תנאים מתלים, וביניהם קבלת היתר שליטה של סרצ'לייט, קבלת אישור בית משפט להסדר וכן היוותרותן של יתרות נזילות בהיקף של 680 מיליון ש"ח בקופת ביקום ביום הקלוזינג. תנאים אלו מותירים אי וודאות מסוימת לגבי השלמת העסקה, על אף כי אנו מקנים סבירות גבוהה יחסית להשלמת העסקה. במסגרת העסקה תשלם סרצ'לייט 225 מיליון ש"ח לחברת האם אינטרנט גולד-קווי זהב בע"מ ("איניז") תמורת 19.3 מיליון מניות ביקום המוחזקות ע"י איניז. כמו כן החברה תבצע הנפקת הון לסרצ'לייט בסך כולל של 260 מיליון ש"ח אשר יקנו לסרצ'לייט כ- 62.2 מיליון מניות ביקום נוספות. בסך הכול תשקיע סרצ'לייט כ-485 מיליון ש"ח תמורת כ- 81.5 מיליון מניות ביקום המהוות כ- 70% מהון המניות המונפק של החברה. בנוסף, איניז, אשר בקופתה טרום העסקה יתרת מזומנים של כ- 130 מיליון ש"ח, תזרים לביקום כ-310 מיליון ש"ח מתוך קופת המזומנים ומתוך תמורת התשלום של סרצ'לייט עבור מניות ביקום, וזאת כנגד הקצאת אגרות חוב (סדרה ג') של החברה (ההקצאה הינה לאחר הפרעון המוקדם כדלהלן). כמו כן, הנפקת זכויות שתבצע ביקום צפויה להזרים לקופתה כ-70 מיליון ש"ח נוספים, מתוכם כ-35 מיליון ש"ח על ידי איניז והיתר מציבור בעלי המניות בחברה, המובטחים בחיתום על ידי סרצ'לייט. לאחר סיום העסקה צפויה איניז להחזיק בכ- 7.2% מהון המניות של ביקום, וכן אגרות חוב סדרה ג' של ביקום בסך של כ-310 מיליון ש"ח.

בהתאם לאמור לעיל, עם השלמת העסקה צפויה ביקום להזרמה כוללת של כ- 640 מיליון ש"ח אשר יתווספו לקופת המזומנים הקיימת בחברה טרום העסקה, בהיקף של כ- 700 מיליון ש"ח. החברה צפויה לפרוע את יתרת אג"ח ב' לרבות הריבית הצבורה בסך של כ- 240 מיליון ש"ח. כמו כן החברה תבצע פירעון מוקדם של תשלומי הקרן של אג"ח ג' הצפויים בשנים 2020 - 2022 ו-65% מהתשלום הצפוי בשנת 2023 וכן את הריבית הצבורה בגין אג"ח ג' ללא ריבית פיגורים וללא עליית ריבית מעבר ל-3.85%, בהיקף כולל של כ-720 מיליון

¹ מועדי הפירעון הסופיים המקוריים של איגרות החוב בהתאם לשטר הנאמנות.

ש. יתרת המזומנים של החברה לאחר פרעונות האג"ח והריבית הצפויים כלדעיל, הוצאות בגין הליך הסדר החוב והוצאות שוטפות, צפויה להערכתנו להסתכם בטווח שבין 350 - 400 מיליון ש"ח. החוב הפיננסי נטו של החברה ליום 31.03.2019 הסתכם בכ- 1.8 מיליארד ש"ח (יתרת קרן ללא ריבית צבורה) וצפוי לעמוד לאחר העסקה על כ- 1.59 מיליארד ש"ח (כולל הקצאת אג"ח ג' לאינ"ז כנזכר לעיל). בהתאם לעסקת סרצ'לייט, הריבית על אג"ח ג' צפויה לרדת מ- 4.85% ל- 3.85% וכן תכלול העסקה הקלה בהתניות הפיננסיות הקיימות לחברה וזאת לצד שעבוד של כלל מניות בזק המוחזקות על החברה, ככל ששעבוד זה יאושר ויתאפשר (הצעת העסקה על ידי סרצ'לייט אינה מותנית בקיום השעבוד).

יש לציין כי עסקת סרצ'לייט טרם אושרה באופן סופי על ידי מחזיקי אגרות החוב, ובנוסף עליה לקבל את אישור בית המשפט וכן קבלת היתר שליטה לסרצ'לייט על ידי שרי התקשרות והביטחון. לכן, על אף השלבים המתקדמים בה מצויה העסקה, עדיין קיימת אי וודאות לגבי התממשותה.

הנכס העיקרי של ביקום הינו אחזקה בשיעור 26.34% בהון המניות של בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק", Aa2.il באופק דירוג שלילי), המהווה את גרעין השליטה בבזק. מחיר השוק של מניות בזק על בסיס ממוצע 30 ימי מסחר אחרונים בסמוך למועד דוח זה, גוזר שווי של כ-1.8 מיליארד ש"ח לאחזקות החברה בבזק, זאת ביחס ליתרת חוב פיננסי נטו של כ-1.59 מיליארד ש"ח לאחר העסקה כנזכר לעיל. בהתאם לכך, היחס בין החוב הפיננסי נטו של החברה פרפורמה להשלמת העסקה לבין שווי נכסיה על פי שווי השוק של בזק על בסיס ממוצע 30 ימי מסחר אחרונים צפוי לעמוד בטווח של 87% - 90% (על פי שווי השוק של בזק ליום 26.06.2019 יחס הפרפורמה עומד על 84%-81%). ההפסד הכבד שרשמה בזק ברבעון הרביעי לשנת 2018 צפוי למנוע חלוקת דיבינדים מבזק לבעלי מניותיה לפחות בשנים 2019-2020. הערכתנו זו מתבססת על מבחני החלוקה הקיימים בחוק, על יתרת הרווחים הצבורים בבזק וכן הרווחים הצפויים לבזק בשנים 2019 ו-2020, לפי תרחיש הבסיס של מידרוג. יש לציין כי ככל שבזק תבצע הפחתות נוספות, לרבות בקשר עם נכס המס בגין הפסדי יס בספריה של בזק, הרי שמשך אי החלוקה יכול ויתארך. בד בבד, לוח הסילוקין של ביקום לאחר העסקה אינו נושא פרעונות קרן אג"ח (סדרה ג') עד לשנת 2023 (אז עומדת לפרעון 35% מהתשלום הרביעי) ובשנת 2024 עומדת לפרעון יתרת הקרן בסך של כ-1.9 מיליארד ש"ח.

להערכת מידרוג, שיעור השיקום הצפוי לאג"ח סדרה ג' במסגרת עסקת סרצ'לייט הינו בטווח 87% - 90%, וקרוב יותר לטווח העליון, וזאת בהתחשב בהערכת מידרוג בהנחה המגולמת בשווי הכלכלי של האג"ח לעומת שווי האג"ח בעסקה, ריבית פיגורים, עלויות ההסדר ועלויות שוטפות הצפויות במסגרת העסקה. שיעור השיקום הצפוי לאגרות חוב סדרה ג' עומד בטווח העליון של הדירוג הנוכחי ונותר תחת בחינה בשל המשך אי וודאויות לגבי השלמת הסדר החוב.

להערכת מידרוג, שיעור השיקום הצפוי לאג"ח סדרה ב' במסגרת עסקת סרצ'לייט, אשר כאמור צפויות להיפרע במלואן, יתרת קרן וריבית צבורה, ללא ריבית פיגורים (שאינה חלק מתנאי אגרות החוב) הינו בטווח 95% - 97% כתלות בתקופת ההסדר, בעלויות ההסדר המשוייכות למחזיקי סדרה ב' ובתקופה עד להשלמת העסקה. שיעור השיקום הצפוי לאגרות חוב סדרה ב' הינו גבוה מהמשתקף בדירוג הנוכחי, ודירוג נותר בבחינה עם השלכות חיוביות עד אשר עסקת סרצ'לייט תעמוד בוודאות מלאה.

אופק הדירוג

דירוג אגרות החוב נותר תחת בחינה עם השלכות לא וודאויות (עבור סדרה ג') והשלכות חיוביות (עבור סדרה ב'). הדירוג יוסיף להיבחן תחת הערכתנו למידת שיעור השיקום ומידת אי הוודאות הכרוכה בהערכה זו, וזאת עד להשלמת הסדר החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

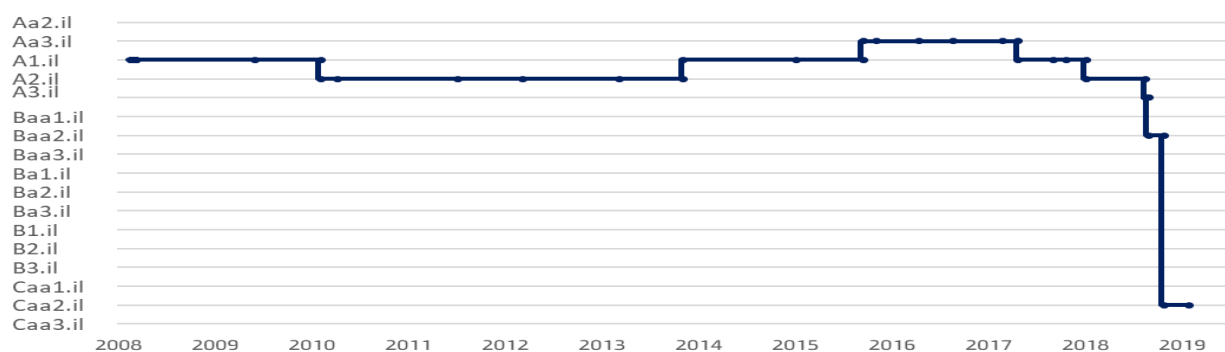
- העלאת הערכתנו לשיעור השיקום למחזיקי אגרות החוב בשל קיומן של אינדיקציות למחיר מניות בזק, העולה על הערכתנו בתרחיש הבסיס

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הפחתת הערכתנו לשיעור השיקום למחזיקי אגרות החוב בשל קיומן של אינדיקציות למחיר מניות בזק הנמוך מטווח הערכתנו בתרחיש הבסיס
- מתווה הסדר שונה מזה שהונח בתרחיש הבסיס, לרבות הצעת הסדר חוב שתהא כרוכה בהפסד גבוה יותר מהערכתנו

אודות החברה

בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום") הינה חברת אחזקות ציבורית, שמנייתה נסחרת 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- 51.95% 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- 54.67% 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](#)

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

[דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פרעון ומכשירי חוב פגומים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

27.06.2019	תאריך דוח הדירוג:
20.03.2019	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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 וכאאלה 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>