

בי קומיוניקיישנס בע"מ

מעקב | ינואר 2019

(תיקון טעות סופרי)

אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי

kobir@midroog.co.il

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

Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

בי קומיוניקיישנס בע"מ

דירוג סדרות	Baa2.il	בחינת דירוג עם השלכות ללא כיוון ודאי
-------------	---------	--------------------------------------

מידרוג מודיעה על הורדת הדירוג של אגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ ("החברה" או "ביקום") מ-A3.il ל-Baa2.il והותרת הדירוג בבחינה (Credit Review) ללא כיוון ודאי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1120872	Baa2.il	בחינה עם השלכות ללא כיוון ודאי	31.03.2019
ג'	1139203	Baa2.il	בחינה עם השלכות ללא כיוון ודאי	30.11.2024

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג לאגרות החוב של ביקום, בהמשך להורדת דירוג קודמת מוקדם יותר החודש, נובעת מהמשך התפתחויות שליליות שמצביעות על עלייה בסיכון האשראי של החברה, וכוללות המשך ירידה חדה בשווי מניות בזק-החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק", Aa2.il באופק יציב, שיעור החזקה של 26.6%) המהווה את נכס הבסיס של החברה, והתנדוטיות הגבוהה המאפיינת את המניה, אשר מביאות אותנו לעדכון יחס המינוף בין החוב הפיננסי נטו לבין השווי הסחיר של אחזקות החברה בבזק לטווח של 65%-75%, אשר אינו תומך עוד בדירוג הקודם. יחס המינוף של ביקום עומד על כ-66% לפי ממוצע שווי השוק של מניות בזק ב-30 ימי המסחר האחרונים שבסמוך למועד דוח ועל כ-72% נכון לממוצע 7 ימי המסחר האחרונים, כאשר היחס מושפע לחיוב מהנפקת הון המניות שהשלימה החברה ביום 20.01.2019 בתמורה נטו של כ-118 מיליון ש"ח (כ-77% לפני הנפקת ההון).

גמישותה הפיננסית של החברה נחלשה במהלך הימים האחרונים, כאשר בשלב זה מהלך גיוס הון, חיובי לכשעצמו, ממצה את גמישותה הפיננסית לעת עתה. גיוס ההון שיפר את נזילות החברה ומרחיק אותה במידה מסוימת מאמות המידה פיננסיות מול מחזיקי אגרות החוב. בד בבד, גיוס ההון מקטין את שיעור האחזקה של חברת האם אינטרנט גולד -קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב", Ca.il בבחינה עם השלכות לא וודאיות) לכ-51.95% ומגביל את החברה לגיוסי הון נוספים בביקום ללא השתתפות חברת האם, בהתאם להיתר השליטה הקיים לאינטרנט זהב בחברה. כמו כן כישלון מכירת מניות ביקום שבידי אינטרנט זהב והסדר החוב באינטרנט זהב, שמסוללו טרם נקבע ומצוי בראשיתו, מטיל ערפל על עתיד השליטה בביקום, ומשפיע לשלילה על סיכון האשראי. אינטרנט זהב דיווחה כי מחזיקי אגרות החוב של אינטרנט זהב צפויים להחליט בימים הקרובים לגבי אפשרות של השתתפות בהנפקת הון המניות בביקום.

דירוג החברה מוסיף להיתמך באחזקתה בבזק, שהינה 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 במותג 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 למתחרות העיקריות) מהווים אתגרים עבור בזק וצפויים להביא לשחיקה בהיקף ההכנסות וברמת הרווחיות, וכנגזר מכך בתזרימי המזומנים. יצוין כי הדירוג מגלם ירידה בנראות הדיבידנדים מבזק בשנים הקרובות בשל מהלכיה האחרונים של בזק.

תרחיש הבסיס של מידרוג מוסיף להניח כי בזק עלולה לדווח ברבעון הקרוב על הפרשות של עד 1.0 מיליארד ש"ח, הכוללות הפרשות בגין תכנית פרישת העובדים (בסך של כ-400 מיליון ש"ח ברבעון 4 2018) וכן הפרשות מהותיות מאוד שבוחנת בזק, כך לפי דיווחה, בקשר עם שווי החברות הבנות של בזק, די. בי. אס, פלאפון ובזק בינלאומי. גובה ההפרשות בקשר עם החברות הבנות של בזק מצוי באי וודאות, שכן לפי הדיווח של בזק, אלו עדיין נבחנות על ידה. לפיכך, בתרחיש הבסיס אנו מביאים בחשבון כי בשנת 2019 לא יחולק כלל דיבידנד מבזק.

ההון העצמי של ביקום, אשר עמד על כ-996 מיליון ₪ ליום 30.09.2018, צפוי לעמוד בסוף שנת 2018 על כ-870 מיליון ₪, לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, בהתחשב בהפחתות המשוערות בבזק לפי תרחיש הבסיס של מידרוג כדלעיל, ובהתחשב בהנפקת הון המניות שביצעה החברה. כמצוין בדו"ח הדירוג מיום ה-10.1.2019, מידרוג הביעה חשש בדבר מחיקת נכס המס הרשום בספרי בזק בסך כ-1.1 מיליארד ₪ בגין הפסדיה המועברים של די.בי.אס. מחיקת נכס המס, לו תתרחש, תוביל לירידה חדה נוספת בהון העצמי של ביקום, באופן שהחברה תידרש לחיזוק נוסף להון העצמי על מנת להימנע מהפרה של אמת המידה הפיננסית הקיימת לה מצד מחזיקי אגרות החוב, הדורשת עמידה בהון עצמי מינימלי של 650 מיליון ₪, וזאת כתלות בגובה ההפחתה ככל שזו תבוצע. כמו כן מחיקת נכס המס צפויה למנוע חלוקת דיבידנדים מבזק למשך מספר רבעונים נוספים. בנוסף, מידרוג רואה לשלילה גם אפשרות כי ביקום תידרש לבצע הפרשה לירידת ערך נוספת בשווי פלאפון בספריה, כפי שזו נגזרת מעלות רכישת בזק בספרי ביקום, לאחר שזו כבר הופחתה במידה משמעותית ברבעון השני של שנת 2018, ולפי הערכתנו רשומה בספרי ביקום לפי ערך המשקף לפלאפון שווי של כ-4.5 מיליארד ₪².

בשל אי הוודאות לגבי האפשרות של מחיקת נכס המס בספריה של בזק, מידרוג אינה משנה בשלב זה את תרחיש הבסיס, עם זאת אנו מגלמים זאת בדירוג החברה במסגרת שיקול נוסף מסוג event risk. הדירוג מוסיף לעמוד תחת בחינה, כאשר מחד, עלייה בוודאות לתרחיש מחיקת נכס המס בחלקו או במלואו, או מחיקות נוספות, והתקרבות לאמות המידה הפיננסיות עלולה להוביל להורדה נוספת בדירוג, כתלות גם בהיקף ההון העצמי והמרחק מאמות המידה הפיננסיות שבו תעמוד החברה. מאידך, ככל שנעריך בוודאות טובה כי ההפרשות הצפויות בבזק נמוכות מהערכותינו בתרחיש הבסיס, וככל שייקטן החשש למחיקת נכס המס בבזק, ו/או במידה בה החברה תצלח בגיוס הון נוסף, אלו עשויים למנוע הורדת דירוג נוספת.

נזילות החברה מוערכת ע"י מידרוג כטובה, בהתחשב בעומס הפירעונות הקיים לחברה ברבעונים הקרובים ובכך שלהערכתנו אין בידיה נגישות למחזור חוב. בעקבות גיוס ההון שביצעה החברה בהיקף של כ-118 מיליון ₪, היתרות הנזילות של החברה נאמדו על ידינו בכ-720 מיליון ₪ ליום 31.12.2018, פרופורמה להנפקת ההון. כאמור לעיל, בתרחיש הבסיס מידרוג אינה צופה קבלת דיבידנדים מבזק במהלך שנת 2019. כנגד זאת, לחברה חלויות קרן חוב של כ-225 מיליון ₪ ותשלומי ריבית ומטת של כ-100 מיליון ₪, זאת במהלך שנת 2019. ללא הנחת מחזור חוב, גיוס הון או מימוש האחזקה העודפת במניות בזק, תרחיש זה יציב את החברה עם יתרות מזומנים של 450-500 מיליון ₪ בסוף שנת 2019, כאשר במהלך שנת 2020 לחברה חלויות קרן של כ-168 מיליון ₪, והוצאות ריבית שנתית ומטת של כ-100 מיליון ₪. תזרים הדיבידנדים מבזק הצפוי בשנת 2020 בתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי לעמוד בטווח של 150-170 מיליון ₪ ויתרות הנזילות לסוף שנת 2020 צפויות לעמוד בתרחיש זה על 380-430 מיליון ₪. מעבר ליתרות הנזילות, מחזיקה החברה כ-1.34% מניות בזק מעבר לגרעין השליטה בבזק לפי שווי שוק של כ-120 מיליון ₪ בסמוך למועד דוח זה. בתרחיש זה יחס כיסוי הריבית ICR צפוי להפוך שלילי בשנת 2019 ולעלות חזרה לרמה של כ-1.6 בשנת 2020, בהתחשב בעליית הריבית על אגרות החוב. יחס DSCR + CASH צפוי להשתפר בשנת 2019, עקב גיוס ההון, ולעמוד על 2.2 וצפוי לרדת ל-2.0 בשנת 2020, לעומת תחזית קודמת (שלפני גיוס ההון) של 1.9 ו-1.6 בשנים 2019-2020, בהתאמה, יחסים אלו בולטים לטובה יחסית לרמת הדירוג.

² סכום זה מהווה אומדן של מידרוג על בסיס שווי פלאפון בספרי ביקום כפי שדיווחה החברה בדוחות השנתיים ליום 31.12.2017, בניכוי ההפחתה עליה דיווחה החברה במהלך רבעון 2 2018.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גיוס הון בהיקף משמעותי
- ירידה ברמת המינוף של החברה ושיפור בגמישות הפיננסית

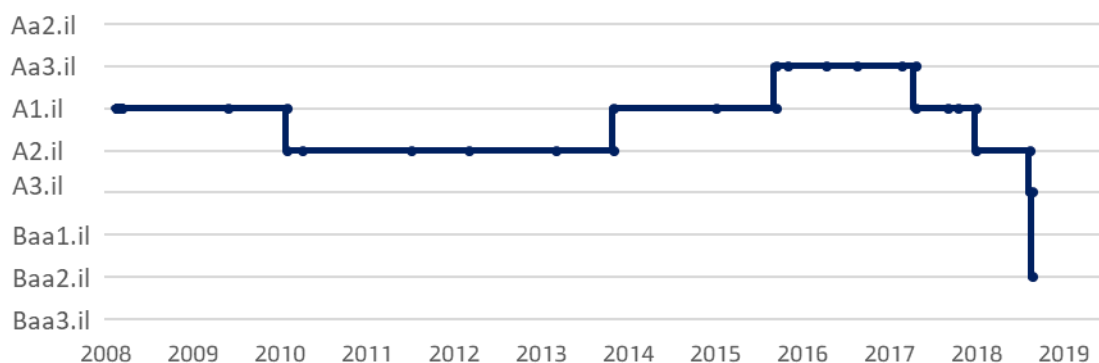
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- אי עמידה באמות מידה פיננסיות
- שחיקה נוספת ביחסי המינוף
- היחלשות בנזילות החברה

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](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

23.01.2019	תאריך דוח הדירוג:
10.01.2019	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 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 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 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 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 ביועץ 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>