

אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ

מעקב | יוני 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט - 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

אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ

דירוג סדרות	Baa3.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות
-------------	---------	-------------------------------

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב" או "החברה") מ-Baa1.il ל-Baa3.il ומותירה את הדירוג תחת בחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'	1120880	Baa3.il	בחינה עם השלכות שליליות	10.03.2019
ד'	1131614	Baa3.il	בחינה עם השלכות שליליות	15.09.2022

שיקולים עיקריים לדירוג החברה

הורדת דירוג אגרות החוב של אינטרנט זהב בעלת השליטה בשירשור ב-בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק") Aa2.il באופן יציב) הינה נוכח שחיקה בגמישות הפיננסית של החברה ורמת נזילות חלשה יחסית כפי שמוערכת על ידי מידרוג בהתחשב בתחזית המקורות והשימושים שמידרוג צופה עד לתום שנת 2019. מידרוג מביאה בחשבון כי בידי החברה מספר מהלכים שביכולתה לנקוט על מנת לשפר את רמת הנזילות בטווח הקרוב, לרבות מהלכים הוניים וביניהם גם מציאת רוכש לקבוצה. נציין בהקשר זה כי בחודש האחרון בעקבות כניסתה של יורוקום להליך של פירוק, מונו ליורוקום בעלי תפקיד המייצגים את הנושים של יורוקום לרבות הבנקים אשר משמשים כבעלי השליטה ביורוקום. להערכתנו, הבנקים מצויים בתהליך של מציאת רוכש לקבוצה. בשלב זה אנו מקנים למהלכים שצוינו לעיל סבירות בינונית.

אנו מניחים כי במצב הדברים המתאגר שבו נמצאת החברה, מוצגות ע"י הנהלת החברה מספר אפשרויות ותרחישים לשיפור מצבה הפיננסי, אך להערכתנו מהלכים אלו תלויים באישור גורמים שונים ובהם הבנקים ומשרד התקשורת (ככל שהדבר נוגע להיתר השליטה בבזק) וכל זאת בנוסף על רקע פרמטרים אקסוגניים לחברה ומארג האינטרסים של הגורמים השונים.

השימושים של החברה לארבעת הרבעונים הקרובים מוערכים בכ-145 מיליון ₪ הכוללים בעיקר קרן וריבית לשירות אגרות החוב (סדרות ג' ו-ד') בחודשים ספטמבר (כ-100 מיליון ₪) ומרץ 2018 (כ-45 מיליון ₪), כאשר מנגד לחברה יתרות נזילות של כ-148 מיליון ₪ נכון ליום 31.03.2018 המורכבות בעיקר מניירות ערך סחירים וכן מקורות הצפויים ממהלכים כגון הנפקת הון מניית/קבלת מסגרת אשראי בנקאית/ מכירת מניות ביקום (או שילוב של חלק מאלו) בהיקף של 80-100 מיליון ₪ שאנו מביאים בחשבון בסבירות גבוהה יחסית. נציין כי החברה דיווחה לאחרונה כי היא בוחנת מהלך גיוס הון. החברה דיווחה כי היא בוחנת לשלב בהנפקת המניות גם הנפקת אופציות, אך בשלב זה מידרוג לא לקחה בחשבון תמורה ממימוש האופציות לאור אי וודאות בדבר מימוש האופציות והיקפו (לרבות אי וודאות לגבי קבלת אישור משרד התקשורת). כמו כן, אנו מעריכים תקבולי דיבידנד מהחברה הבת בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום") או "החברה הבת", A2.il אופק יציב), המחזיקה במניות השליטה בבזק, בהיקף של כ-60 מיליון ₪ בכפוף להכרזת דיבידנד מביקום, שאנו מקנים לו רמת סבירות בינונית, כתלות גם בהיקף המקורות בפועל שיתקבלו בחברה מהמקורות השונים שנמנו לעיל. מידרוג מניחה כי מגבלות חלוקה ויתרות מזומנים גבוהות בביקום יאפשרו חלוקה זו, אם כי זוהי הנחה נמוכה יותר מהנחתנו בעבר (60-100 מיליון חלק החברה). להערכתנו בשלב זה קיימים איומים ואי וודאות מסוימת לגבי חלוקת הדיבידנד ואיננו יכולים לפסול תרחיש במסגרתו לא יחולק דיבידנד מביקום בשנים 2018-2019 או לפחות באחת מהשנים.

תרחיש זה לו יתממש, יותיר את החברה עם יתרות נזילות בהיקף דומה לזה הנוכחי בסוף הרבעון הראשון לשנת 2019 (כ-144 מיליון ₪), כאשר מסול ניצבים פרעונות של כ-97 מיליון ₪ בחודש ספטמבר 2019. יש לציין כי להערכתנו נראות הדיבידנד מביקום במהלך שנת 2019 חלשה יותר. במצב דברים זה, מידרוג מעריכה כי ללא הזרמת הון מניות בהיקף משמעותי יותר מזה שמוערך על ידינו כדלעיל, החברה צפויה להיקלע בשנית ליתרות נזילות נמוכות, כאשר לנגד עניינו גם רמת המינוף הגבוהה בה ניצבת החברה.

רמת המינוף של החברה עלתה במידה משמעותית בחודש האחרון נוכח הירידה בשווי מניות ביקום, והיא נעה בטווח של 85%-90% יחס חוב נטו לשווי סחיר של מניות ביקום בתקופה האחרונה זאת לעומת יחס של 70%-75% כפי שצויין בדוח הדירוג האחרון מאפריל 2018, זאת לאור הירידה בשווי השוק של אחזקות החברה (64.8%) במניות ביקום, מידרוג מעריכה כי הדינמיות הגבוהה בשוק התקשורת תוסיף לייצר תנודתיות גבוהה במחירי המניות של חברות התקשורת בכלל לרבות קבוצת בזק. מידרוג מעריכה טווח מינוף (LTV) של 80%-90% לאורך זמן תוך תנודתיות גבוהה של מחיר המניה. להערכת מידרוג, המינוף הגבוה מותיר את החברה חשופה לסיכון מימון מחדש (סיכון מחזור) משמעותי כבר בטווח הזמן הקצר ופוגם משמעותית בגמישותה הפיננסית. הדבר מקבל ביטוי בעיקר נוכח הצורך של החברה לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות באופן שלא תחזיק עוד חוב סחיר עד לתום שנת 2019. יתרת החוב הצפויה לחברה במהלך שנת 2019 הינה כ-600 מיליון ₪ (ללא הנחת מיחזור חוב) ולחברה מספר חלופות ל"קיפול" השכבה, ללא הזרמת הון משמעותית ו/או שיפור משמעותי בשווי מניות ביקום, כאשר האפשרות למיחזור החוב עד אז נראית פחות סבירה בשל זה. החלופות לצורך עמידה בחוק הריכוזיות כוללות בין השאר מיזוג בין אינטרנט זהב לביקום, מכירת האחזקה בביקום וכו'. בשלב זה איננו יודעים להעריך את סבירות התממשות של אחת מהחלופות שלעיל. להערכת מידרוג, ההשלכות האפשריות של הערת רואי החשבון בדוחות הכספיים המאוחדים של החברה (ושל ביקום) 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.

החברה מחזיקה כ-14% מניות ביקום מעבר לנדרש בהיתר השליטה בבזק שניתנות למכירה. הערכתנו היא כי מימוש מניות הינו מוגבל במצב השוק הנוכחי ועלול ליצור לחץ נוסף על מחיר מניית ביקום. יתר האחזקה מהווה את גרעין השליטה (בשירשור) בבזק ולפיכך מימושה מוגבל באישורים הנדרשים ממשרד התקשורת בהתאם להיתר השליטה בבזק.

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 במותג חזק, פיזור פעילות רחב, נתחי שוק מהותיים, ובעלות על תשתית תקשורת נייחת 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 משמעותיים עבור בזק ועלולים להביא לשחיקה בהיקף ההכנסות וברמת הרווחיות, וכנגזר מכך בתזרימי המזומנים. בהתאם לכך ולפי הערכותינו הקודמות, בזק הנמיכה לאחרונה את תחזית הרווח הנקי לשנת 2018 בהשוואה להערכותיה הקודמות.

בשלב זה מידרוג לא מניחה כשל פירעון של החברה בסבירות גבוהה נוכח אחזקת שליטה, בשרשור באמצעות ביקום, בנכס בסיס באיכות גבוהה, בעל יכולת השבת הכנסות גבוהה, שיעורי רווחיות גבוהים וחוסן פיננסי. בנוסף, מהלכי החברה שתוארו לעיל: הנפקת הון/קבלת מסגרת אשראי בנקאית/ מכירת מניות ביקום, בהיקפים שצויינו לעיל והאפשרות לקבלת דיבידנד מביקום מקנים לחברה אורך נשימה לטווח של שנה לפחות.

הותרת הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות נובעת בעיקר מרמת נזילות שאינה מספקת ומינוף גבוה ותנודתי המעיב על גמישותה הפיננסית - שילוב המעלה את סיכון האשראי של החברה ועלול להוביל לפעולת דירוג שלילית נוספת בטווח הקצר אלמלא תנקוט החברה בפעולה לשיפור נזילותה בטווח הזמן הקרוב.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדת מינוף משמעותית וקיטון בחוב פיננסי
- גיוס הון משמעותי לפעילות החברה מעבר להערכות מידרוג

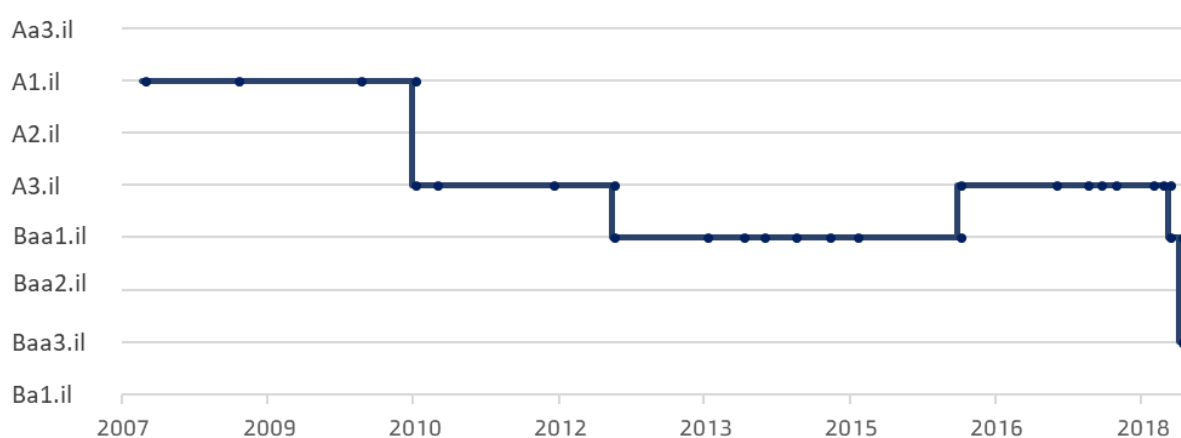
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- אי שיפור ברמת הנזילות בטווח הזמן הקצר
- עלייה נוספת ברמת המינוף כפי שנמדדת ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי מניות ביקום

אודות החברה

אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ הינה חברת החזקות ציבורית, שמניויתיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל-אביב ובנאסד"ק. הנכס העיקרי של אינטרנט זהב הוא החזקה של 64.78% בהון המניות של חברת בי קומיוניקיישנס בע"מ ובשרשור בבזק - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, שהינה ספקית מובילה של שירותי תקשורת בישראל. החל מחודש מאי 2018, בעלי השליטה באינטרנט זהב הנם שלושה בעלי תפקיד שמונו לחברה ע"י בית המשפט כנציגי הנושים של יורוקום, לרבות הבנקים, חלף מר שאול אלוביץ, המחזיקים באמצעות יורוקום תקשורת בע"מ החזקה אפקטיבית בכ- 61% מהון המניות של אינטרנט זהב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ](#)

[בי קומיוניקיישנס בע"מ](#)

["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

03.06.2018	תאריך דוח הדירוג:
11.04.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
13.09.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אינטרנט גולד - קווי זהב 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 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>