

אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ

מעקב | אוקטובר 2018

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

אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ

דירוג סדרות	Ba2.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-Baa3.il ל-Ba2.il ומותירה את הדירוג תחת בחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות.

אגרות החוב במחזור המדרגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
10.03.2019	בחינה עם השלכות שליליות	Ba2.il	1120880	ג
15.09.2022	בחינה עם השלכות שליליות	Ba2.il	1131614	ד

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג משקפת את הערכתנו, בתרחיש הבסיסי, להיעדר מקור נזילות חיצוני לחברה בטווח הנראה לעין שאינו מתוך מכירה אחזקות הליבה, במידה המעלה את המאפיינים הספקולטיביים בפרופיל סיכון האשראי של החברה. הורדת הדירוג משקפת גם את היחלשות הנזילות בהתחשב בתחזית המקורות והשימושים שמידרוג צופה עד לתום שנת 2019, הנסמכת בעיקר על מימוש האחזקות בחברה הבת בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום", A2.il באופק יציב). בתוך כך, מידרוג משנה את ההנחה בתרחיש הבסיסי לגבי הסבירות לקבלת דיבידנדים מביקום ואינה מניחה קבלת דיבידנדים כלל בטווח זמן הקצר, כאשר בתרחיש הבסיסי הקודם הניחה מידרוג סבירות בינונית לחלוקה זו. הורדת הדירוג משקפת עלייה בסבירות לכשל פירעון, כפי שיוסבר להלן, אם כי להערכת מידרוג הסבירות לכשל פרעון עדיין אינה בוודאות גבוהה, והדירוג לא נקבע לפי המתודולוגיה של מידרוג לדירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פרעון.

רמת המינוף של החברה, כפי שמתבטאת ביחס בין החוב הפיננסי בניכוי היתרות הנזילות לבין שווי השוק של מניות ביקום (LTV), הינה גבוהה ומוסיפה להכביד על גמישותה הפיננסית של החברה. יחס המינוף לא השתפר למרות גיוס הון מניות במהלך יוני 2018, אשר הזרים לקופתה כ-100 מיליון ₪, וזאת בשל המשך ירידה בשווי מניית ביקום בחודשים האחרונים. מידרוג מעריכה טווח LTV של 85%-95% לאורך זמן, תוך תנודתיות גבוהה של מחיר המניה. להערכת מידרוג, המינוף הגבוה וכן הצורך של החברה לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות באופן שלא תחזיק עוד חוב סחיר עד לתום שנת 2019, פוגמים משמעותית בגמישות הפיננסית של החברה ולהערכתנו אין ביכולת החברה בתנאי השוק הקיימים לבצע מימון מחדש של החוב הפיננסי.

הנכס העיקרי של החברה הינו אחזקה בשיעור 64.78% בהון המניות של ביקום המחזיקה בתורה 26.6% מהון המניות של בזק - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק", Aa2.il יציב) המהווים את גרעין 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 לרגלציה 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 התשתית הנייחת, לצד יתרון טכנולוגי. להערכת מידרוג, התמורות המבניות בענף התקשורת והתחרות הגוברת בכלל הסגמנטים, בשילוב מגבלות רגולטוריות מהוות אתגרים משמעותיים המתבטאת בשחיקה בהיקף ההכנסות וברווחיות. לבזק מדיניות לחלוקה של 70% מהרווח הנקי כדיבידנדים לבעלי המניות, המהווים את מקור שירות החוב העיקרי של ביקום. עם זאת, ביקום אינה צפויה לחלק דיבידנדים בטווח הקצר והבינוני נוכח האתגרים העסקיים בפניהם ניצבת בזק והחולשה במחיר מניית בזק.

כ-14% מהון המניות שמחזיקה אינטרנט זהב בביקום מהוות מניות "חופשיות" שאינן חלק מגרעין השליטה בשירשור בבזק ("המניות החופשיות"), ומהוות נכס נזיל יחסית אשר ניתן למימוש ללא צורך בהליך לקבלת היתר שליטה, כפי שנדרש לצורך מכירת מניות השליטה (בשירשור) בבזק. אינטרנט זהב דיווחה לאחרונה כי החלה בהליך למכירת אחזקותיה במניות ביקום, תוך שהיא פועלת מול שורה של גופים שונים שעשויים להתעניין ברכישת המניות, וזאת לאחר שהליכים קודמים למכירת האחזקה בביקום ירדו מן הפרק, בין השאר נוכח התנגדות הבנקים המחזיקים במניות אינטרנט זהב להליכים הקודמים למכירה. לאור זאת, כמו גם נוכח הלחץ על מניות ביקום בחודשים האחרונים, מידרוג אינה מקנה סבירות גבוהה לתרחיש בו החברה תפנה בקרוב לממש את המניות החופשיות.

החברה פועלת באינטנסיביות למכירת אחזקותיה בביקום ונוקטת מהלכים קונקרטיים לקדם את תהליך מכירה מוסדר. יחד עם זאת, מכירת אחזקותיה בביקום תלויה בחתימת הסכם עם רוכש פוטנציאלי והבאתו לאישור הגורמים האמונים על מתן היתר שליטה בבזק, בהתחשב גם במגבלה כי לפחות 5% מהשליטה בבזק תוחזק בידי תושב ישראל. בנוסף, להערכת מידרוג, התנדויות בשווקי ההון בעולם עלולה לעמוד לרועץ על תהליך המכירה ככל שיתממשו סיכונים משמעותיים בהיבט זה. בשל הגורמים לעיל, תהליך המכירה עלול להיתקל באתגרים שאינם בשליטתה של החברה וזאת בלוח זמנים קצר יחסית.

לאחר שבחודש ספטמבר האחרון פרעה החברה כ-100 מיליון ש"ח קרן וריבית למחזיקי אגרות החוב (סדרות ג ו-ד), היתרות הנזילות (מזומנים ותיק ני"ע סחיר) בקופת החברה ליום 30.09.2018 נאמדו על ידינו בכ-140 מיליון ש"ח, מולן עומדים שימושים בסכום דומה לאורך ארבעת הרבעונים הקרובים החל מ-30.09.2018, הכוללים בעיקר כ-40 מיליון ש"ח תשלומי קרן וריבית לאגרות חוב (סדרות ג ו-ד) בחודש מרץ 2019 וכ-96 מיליון ש"ח תשלומי קרן וריבית לאגרות החוב (סדרות ד) בחודש ספטמבר 2019. כאמור לעיל, לחברה גם מניות חופשיות של ביקום אשר שוויין לפי מחיר שוק ממוצע ב-30 ימי המסחר האחרונים בסמוך למועד דוח זה הינו כ-145 מיליון ש"ח. לאור אי הוודאות באשר ליכולת החברה להשלים את עסקת מכירת ביקום בחודשים הקרובים וברקע הגמישות הפיננסית החלשה, מידרוג מעריכה כי עלתה הסבירות לכשל פרעון¹. אם ביוזמת מחזיקי אגרות החוב ואם ביוזמת החברה, כשל פרעון עלול לנבוע מהירידה ביתרות המזומנים הצפויה במרץ 2019 בעקבות התשלומים העומדים אז לפרעון, הכוללים כ-20 מיליון ש"ח תשלום קרן אחרון למחזיקי אג"ח ג וכ-20 מיליון ש"ח תשלום ריבית למחזיקי אג"ח ד. לאחר תשלומים אלו צפויים להיוותר בידי החברה יתרות נזילות של 95-100 מיליון ש"ח המספיקים בקירוב לתשלום קרן וריבית למחזיקי אג"ח ד בחודש ספטמבר 2019 (כאשר התשלום המשמעותי הבא אחריו חל במרץ 2020). להערכת מידרוג, הסבירות לכשל פרעון תלויה, בין השאר, באמון הנושים בתהליך המכירה של מניות ביקום והשבת הערך לבעלי העניין השונים בחברה, בנכונות בעלי המניות (בעיקר הבנקים) להזרמת הון מניות נוסף על מנת למתן את הלחץ הפיננסי על החברה אגב הליך המכירה ככל שזה ייתקל בקשיים לא צפויים ו/או בנכונות החברה ובעלי המניות לממש את המניות החופשיות על מנת למנוע כשל פרעון. לגבי כל אלו שוררת אי וודאות רבה. מידרוג עדיין אינה מעריכה וודאות גבוהה כי החברה תעבור למצב של כשל פרעון, בשל שווי הון עצמי חיובי (אם כי נמוך ותנדוטי), יתרות נזילות ל-12 חודשים (מבלי להחשיב את המניות החופשיות) ונקיטת מהלכים קונקרטיים על ידי החברה למכירת האחזקה בביקום. כמו כן מידרוג סבורה כי היעדר מורכבות תפעולית במימוש נכסי החברה מעלה את יכולת השבת המקורות לנושים ועשוי לצמצם את הסבירות לכשל פרעון. בשל כך, הדירוג לא נקבע על בסיס המתודולוגיה של מידרוג לדירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פרעון. לצד זאת, מידרוג בחנה את שיעור ההשבה למחזיקי אגרות החוב (סדרות ג ו-ד), במקרה בו יחול כשל פרעון ולהערכתנו נכון למועד זה, שיעור השבה עומד סביב 100%, וזאת בהתחשב בבכירות של מחזיקי אגרות החוב (בהיעדר נושים פיננסיים אחרים בחברה), בהיעדר שעבודים על נכסי החברה, בשווי הסחיר של מניות ביקום לאחר בחינת רגישות, בהוצאות הפעלה וביתרות הנזילות שבקופת החברה. הערכת מידרוג לגבי שיעור השיקום עשויה להיות שונה, כתלות בהתפתחויות שיווצרו ובתנאי השוק.

הותרת הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות הינה בשל מידה לא מבוטלת של אי וודאות באשר להצלחת מתווה המכירה, ונוכח ההשלכות השליליות שעלול לשאת עיכוב משמעותי במהלך המכירה ברקע גמישותה הפיננסית החלשה של החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדת מינוף וקיטון בחוב פיננסי באמצעות גיוס הון או מימוש נכסים

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- עיכוב במהלכים למימוש מניות ביקום
- עלייה נוספת ברמת המינוף כפי שנמדדת ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי מניות ביקום
- ירידה ברמת הנזילות בטווח הזמן הקצר

¹ בהתאם להגדרות של מידרוג לכשל פרעון.

אודות החברה

אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ הינה חברת החזקות ציבורית, שמנייתה נסחרת 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 יורקום, לרבות הבנקים המחזיקים באמצעות יורקום תקשורת בע"מ החזקה אפקטיבית בכ- 54.67% 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](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

25.10.2018	תאריך דוח הדירוג:
03.06.2018	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 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>