

אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ

מעקב | אפריל 2018

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסים - מעריך דירוג ראשי
avib@midroog.co.il

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

אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ

דירוג סדרות	Baa1.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") מדירוג A3.il לדירוג Baa1.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	Baa1.il	בחינה עם השלכות שליליות	10.03.2019
ד'	1131614	Baa1.il	בחינה עם השלכות שליליות	15.09.2022

שיקולים עיקריים לדירוג החברה

הורדת דירוג אגרות החוב נובעת בשל היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה לאור הירידה בשווי השוק של אחזקות החברה (64.8%) במניות בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום" או "החברה הבת", A1.il אופק שלילי), בעלת השליטה בבזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק", Aa2.il באופק יציב) וכפועל יוצא עלייה חדה בשיעור המינוף של האחזקה לעבר טווח של 70%-75%, אשר אינו הולם את הדירוג הקודם, כאשר רמת המינוף צפויה להוסיף ולהיות תנודתית. להערכת מידרוג רמת המינוף הנוכחית מכבידה על גמישותה הפיננסית של החברה בין היתר בשל כך שהיא מגבילה את נגישותה למחזור התחייבויותיה וברקע רמת נזילות שאינה מספקת. יתרות הנזילות במאזנה של אינטרנט זהב (כ-195 מיליון ₪ ליום 31.12.2017) הכוללות בעיקר תיק ניירות ערך סחיר, תומכות בשירות החוב של החברה בארבעת הרבעונים הקרובים אולם מידרוג מעריכה כי על מנת לשמור כרית נזילות (בהיקף גבוה מ-100 מיליון ₪) נדרשת החברה למקורות חיצוניים כבר בטווח הקצר. הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת להערכת מידרוג בכך שכל אחזקות החברה בביקום חופשיות משעבוד, ובפרט כ-14.8% מעבר לגרעין השליטה, בשווי שוק של כ-200 מיליון ₪ בסמוך למועד דוח זה, הניתן למימוש או לשעבוד, כאשר יתר האחזקה מהווה את גרעין השליטה (בשירשור) בבזק ולפיכך מימושה מוגבל באישורים הנדרשים לשליטה בבזק. דירוג אינטרנט זהב מוסיף להיתמך בשליטתה בשירשור בבזק, באמצעות האחזקה בביקום. מנגד, דירוג החברה מושפע לשלילה מתלותה הגבוהה של החברה באחזקה בביקום לצורך שירות התחייבויותיה ונראות דיבידנדים בינונית מאחזקה זו.

בזק הינה קבוצת התקשורת הגדולה והמובילה בישראל אשר פועלת בענף התקשורת המוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני בעיקר נוכח תחרות אינטנסיבית וחיפה 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 משמעותיים עבור בזק (בהתאם לאמור בדוח הערת המנפיק מחדש פברואר 2018). מידרוג צופה כי השפעות אלו, אשר באות לידי ביטוי בין היתר בשינוי המודל העסקי בחברת yes (הורדת מחירים רוחבית לחבילות הטלוויזיה לצד השקת מוצר צפייה על גבי האינטרנט בעל תוכן צר במחיר נמוך) הנועד להתמודד עם המגמות בסגמנט הטלוויזיה הרב-ערוצית, וכן ריבוי השחקנים בענף ומהלכי השחקניות החדשות בתחומי חבילות "הטריפל/קוואטרו" ופריקט פריסת הסיבים האופטיים, אשר עלולים 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 להערכתה הקודמות.

להערכת מידרוג, אי הוודאות בהתפתחויות לגבי מבנה השליטה בבזק, לרבות בקשר עם המו"מ להסדר החוב או פירוק בקומת השליטה, חברת יורקום, וכן במהלכים שתנקוט בעלת השליטה לקיפול שכבת אחזקה הנדרש ממנה בהתאם לחוק הריכוזיות, מעלה אי וודאות גם לגבי מבנה המימון העתידי של אינטרנט זהב ומכאן גם על צורכי הדיבידנדים מהחברה הבת. לדברי החברה, היא בוחנת

מספר חלופות לצורך עיבוי הנזילות ממקורות חיצוניים, לרבות הכנסת שותף לגרעין שליטה בביקום ו/או הנפקת הון, אם כי אין וודאות רבה לגבי מי מחלופות אלו. בצל אי וודאויות אלו, מידרוג הניחה טווח דיבידנד בסכום שבין 60 מיליון ₪ לבין 100 מיליון ₪ לשנה שיתקבל באינטרנט זהב מאחזקתה בביקום בשנים 2018-2019. בהתבסס על כך, יחס כיסוי הריבית (ICR) ויחס שירות החוב כולל יתרות נזילות (CASH+DSCR) צפויים לנוע בטווחים של 1.3-2.3 ו-1.5-2.0, בהתאמה, וזאת בהנחה כי החברה לא תפנה למחזור התחייבויותיה בזמן הקצר וכתלות גם במימוש מניות ביקום שמעבר לגרעין השליטה. אלו יחסי כיסוי מהירים יחסית לרמת הדירוג בהתחשב בנראות דיבידנדים בינונית מביקום ובצורך של החברה למחזר התחייבויות כבר בטווח הקצר. 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 לגיוס מקורות חיצוניים או מימוש מניות בזמן הקרוב.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדת מינוף משמעותית וקישור בחוב פיננסי
- שיפור ביחסי הכיסוי, אשר ישתקף בקיומה לאורך זמן של כרית נזילות מספקת לשירות החוב

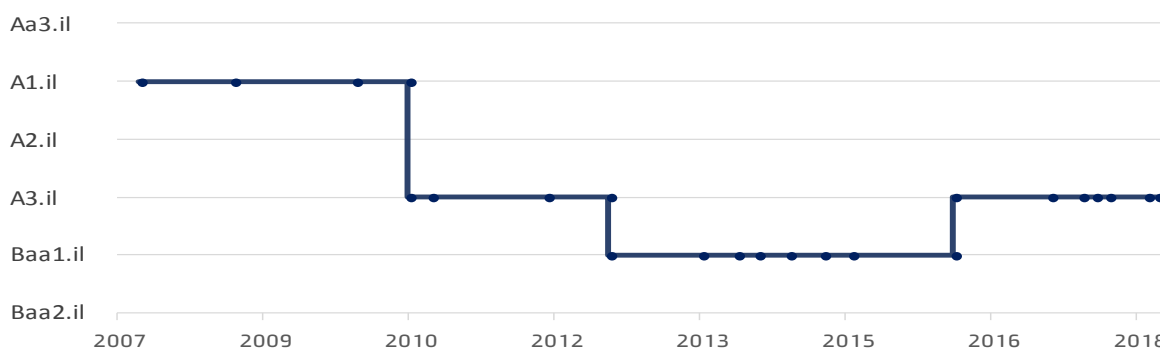
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה ביחסי שירות החוב וביחסי הכיסוי המורחבים כתוצאה, בין היתר, מהחלשות מיצובה העסקי ו/או הפיננסי של בזק, שתפגע בנראות הדיבידנדים לביקום ולחברה
- הורדת דירוג של בזק
- 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, שמניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל-אביב ובנאסד"ק. הנכס העיקרי של אינטרנט זהב הוא החזקה של 64.78% בהון המניות של חברת בי קומוניקיישנס בע"מ ובשרשור בבזק - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, שהינה ספקית מובילה של שירותי תקשורת בישראל. בעל השליטה באינטרנט זהב מר שאול אלוביץ' המחזיק, באמצעות יורוקום תקשורת בע"מ שבשליטתו, החזקה אפקטיבית בכ- 61% מהון המניות של אינטרנט זהב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אינטרנט גולד-קווי זהב בע"מ - דוח מעקב, מרץ 2018](#)

[בי-קומיוניקיישנס בע"מ - דוח מעקב, מרץ 2018](#)

["בזק" - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, דוח מיוחד - הערת מנפיק - פברואר 2018](#)

["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

11.04.2018	תאריך דוח הדירוג:
19.03.2018	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 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 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>