

# אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ

מעקב | מרץ 2019

## אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי

[kobir@midroog.co.il](mailto:kobir@midroog.co.il)

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

[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ

אופק דירוג: יציב	C.il	דירוג סדרות
------------------	------	-------------

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב" או "החברה") מ-Ca.il ל-C.il וקובעת אופק דירוג יציב. הורדת הדירוג משקפת את הערכת מידרוג לירידה בשיעור השיקום של אגרות החוב, זאת נוכח כשל פרעון של התחייבויות החברה הבת בי-קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום") השוחקת את ערכו של הנכס העיקרי בחברה.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי <sup>1</sup>	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
10.03.2019	יציב	C.il	1120880	ג'
15.09.2022	יציב	C.il	1131614	ד'

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג אגרות החוב מצוי בהגדרת מידרוג של כשל פרעון החל מ-17.01.2019 תוך שהחברה נמנעה לפרוע תשלומים למחזיקי אגרות החוב (סדרות ג' ו-ד') שעמדו לפרעון ביום 10.03.2019 וביום 15.03.2019. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג לדירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים, דירוג התחייבויות המצויות בכשל פרעון משקף את הערכתנו לשיעור השיקום של תשלומי הריבית והקרן, וכן את רמת אי הודאות בהערכה זו.

מידרוג מעדכנת את שיעור השיקום של אגרות החוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה אינטרנט זהב לטווח שיעור שיקום של 10%-20%, זאת בהשוואה לטווח שיעור שיקום של 45%-60% שהערכנו קודם לכן. הערכתנו לירידה בשיעור השיקום נובעת מהירידה החדה בערכו של נכס הבסיס של החברה, מניות ביקום (שיעור החזקה של 5.19%, Caa2.il, בבחינת עם השלכות לא וודאיות) שמצוקתה הפיננסית הוחרפה בעקבות הפסדים כבדים שצפויים להוביל את ביקום בסבירות גבוהה להסדר חוב. הדירוג נקבע בהתאם לתרחיש הבסיס כמפורט להלן ובהתחשב באי הודאות הכרוכה בתרחיש זה ובהתאם לטבלת שיעורי השיקום המפורטת במתודולוגיית הדירוג.

מאז חודש ינואר השנה מצויה החברה במו"מ עם מחזיקי אגרות החוב לבחינת הסדר חוב, בד בבד עם בחינת הצעות לרכישת מניות ביקום על ידי משקיעים חיצוניים. מאז תחילת הסדר החוב ירד שיעור האחזקה של החברה במניות ביקום, בעקבות הנפקת הון שביצעה ביקום ללא השתתפות החברה, ובמקביל חלה ירידה בשווי השוק של מניות ביקום, המשקף בסמוך למועד דוח זה שווי של כ-158 מיליון ₪ להחזקות החברה בביקום, זאת לעומת כ-364 מיליון ₪ בסמוך לתחילת הסדר החוב. הודעתה של ביקום מיום 20.03.2019 על כך כי היא צפויה לרשום ירידה של 700-800 מיליון ₪ בהונה העצמי, וכפועל יוצא להפך את התחייבותה לעמידה באמת מידה פיננסית מול המממנים ועל כן היא עוצרת תשלומים למחזיקי אגרות החוב, החריפה את הירידה במניות ביקום, שעומדת בראשיתו של מהלך להסדר חוב, תוך אי וודאות גבוהה לגבי מתווה ההסדר.

הנכס העיקרי של החברה הינו אחזקה בשיעור 51.9% בהון המניות של ביקום, המחזיקה בתורה 26.3% מהון המניות של בזק המהווים את גרעין השליטה בבזק. מחיר השוק של מניות ביקום בסמוך למועד דוח זה (כ-158 מיליון ₪) בתוספת יתרות המזומנים של החברה (כ-135 מיליון ₪ בסמוך למועד דוח זה) ובניכוי החוב הפיננסי ברטו כולל ריבית צבורה (כ-726 מיליון ₪ בסמוך למועד דוח זה) גוזרים לחברה, על פי אומדן מידרוג, שווי נכסי (NAV) שלילי של כ-430 מיליון ₪, זאת לפני עלויות ההסדר והוצאות שוטפות נוספות.

בשיקולים להערכת שיעור השיקום עבור מחזיקי אגרות החוב של אינטרנט זהב, הובאו בחשבון השיקולים המתייחסים למצבה של ביקום ולשיעורי השיקום שהערכנו לגבי נכס הבסיס. להערכת מידרוג, ביקום תפעל לקדם שתי חלופות עיקריות להסדר החוב אל מול מחזיקי אגרות החוב של ביקום: הכנסת משקיע לחברה ופריסה מחודשת של החוב, או לחילופין מכירת מניות בזק למשקיע חיצוני. כמו כן מידרוג מניחה כי במידה ותרחישים אלו לא יצאו אל הפועל תפנה ביקום, או שיפנו מחזיקי אגרות החוב של ביקום, לחלופה של

<sup>1</sup> מועדי הפירעון הסופיים המקוריים של איגרות החוב בהתאם לשרט הנאמנות.

הנזלת נכסי ביקום באמצעות נאמן שימונה על ידי מחזיקי אגרות החוב או על ידי בית משפט. בתוך כך עולה אי וודאות לגבי אופן המכירה ומשכה בשל הצורך לקבל היתרים הנדרשים למכירת גרעין השליטה בבזק או לפיזורו. בשלב זה אנו לא מביאים בחשבון אפשרות של הזרמת מקורות לביקום מצד אינטרנט זהב. מידרוג מניחה שיעור שיקום בטווח של 80%-90 עבור מחזיקי אגרות החוב של ביקום וכפועל יוצא, מחזיקי אגרות החוב של אינטרנט זהב אינם צפויים להשבה בהיקף מהותי מתוך שווי מניות ביקום. תרחיש הבסיס של מידרוג לשיעור השיקום עבור מחזיקי אינטרנט זהב מניח כי מהלכי הסדר החוב יימשכו עד לרבעון האחרון של שנת 2019, כאשר סכום עלויות ההסדר הנאמד על ידי מידרוג בטווח של 15-20 מיליון ₪ (לפי שיעור של 2.0%-3.0% מגובה התחייבויות החברה) וכי לטובת מחזיקי החוב תיצבר גם ריבית פיגורים כקבוע בשטרי הנאמנות של אגרות החוב, וזאת מעת אי התשלום הראשון במועדו. יש לציין כי אומדן מידרוג להיקף העלויות הכרוכות בהסדר החוב נתון באי וודאות. תרחיש מידרוג מביא בחשבון כי מחזיקי אגרות החוב של אינטרנט זהב עומדים בדרגה שווה בינם לבין עצמם וכי לחברה אין התחייבויות נוספות, לבד כאמור מעלות ניהול ההסדר והוצאות שוטפות מסוימות. מידרוג אינה מביאה בחשבון את הפסדי המס, אשר לפי נתונים שנמסרו למידרוג על ידי החברה, קיימים בידיה. אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו כי שיעור השיקום יעמוד בטווח הדירוג, המביא בחשבון גם תנודתיות מסוימת בשיעור השיקום, בהתחשב באי הוודאות המאפיינת את תהליכי הסדר החוב.

### אופק הדירוג

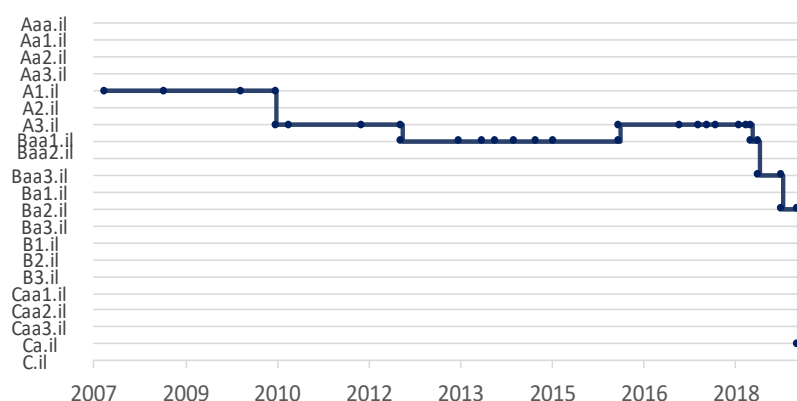
#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

### 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 51.95% 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 המחזיקים באמצעות יורוקום 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 מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פרעון ומכשירי חוב פגומים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2017](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)[טבלת זיקות והחזקות](#)[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

21.03.2019	תאריך דוח הדירוג:
17.01.2019	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 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 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 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>