



אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ

פעולת דירוג | פברואר 2014

1

מחבר:

אבי בן-נון, ראש צוות

avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il



אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ

אופק: יציב	Baa1	דירוג סדרות
------------	------	-------------

מידרוג מאשרת דירוג Baa1 באופק יציב למסגרת אג"ח בסך של עד 120 מיליון ש"ח. שעתידה להנפיק אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב" או "החברה") באמצעות הנפקת סדרה חדשה (סדרה ד').

הדירוג חל גם על כל הסדרות שבמחזור, תוך הוצאת הדירוג מבחינת דירוג (Credit Review) והצבת אופק דירוג יציב. סדרה ד' תיפרע לשיעורין בשנים 2018-2022 ומטרת ההנפקה הינה עיבוי כריות הנזילות של החברה לטובת שירות החוב.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 19.02.2014. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

להלן פירוט הסדרות שבמחזור:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 30/09/2013	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2013-2015	374	מדד	5.00%	10/2007	1107341	ב'
2016-2019	*693	מדד	4.45%	09/2010	1120880	ג'

*לאחר תאריך המאזן גייסה החברה אג"ח פרטי בסך של 125 מ' ש"ח באמצעות הרחבת סדרה ג'.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הוצאת דירוג החברה מבחינת דירוג (CR) והצבת אופק יציב מגלמת את הערכתנו באשר לרמת הנזילות של החברה, אשר הינה סבירה והולמת את רמת הדירוג. החברה הבת בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום") השלימה בימים האחרונים גיוס אג"ח בשווקים הבינלאומיים בהיקף של 800 מיליון דולר - מהלך אשר בנינו הציבה מידרוג את דירוגי אינטרנט זהב וביקום בבחינת דירוג (CR). השלמת הגיוס, תוך החלפת החוב הבכיר לבנקים ולאחרים (SPC1 ו- SPC2) תורמת לצמצום הנדחות של סדרות האג"ח (גם של ביקום וגם של אינטרנט זהב) בתזרים השיורי מבזק, לשיפור נראות התזרים ולהקטנת צרכי שירות החוב ברמת ביקום בשנים הקרובות. אולם, מנגנון ה-Lockbox הקיים בעסקה יוצר תזרים חופשי דומה לתמיכה בחובותיה של אינטרנט זהב, ואינו משנה את תחזית הדיבידנדים בתרחיש הבסיס שלנו ואת יחסי שירות החוב השוטפים שאינם בולטים לטובה, כך שאין השפעה על דירוגה של החברה. בתרחיש הבסיס של מידרוג ובהמשך להערכתנו הקודמות, יכולת שירות החוב של החברה נתמכת בהסתברות גבוהה יותר לחלוקת דיבידנד מהחברה הבת בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום" - 67.99%) בטווח הזמן הבינוני, נוכח עודפים צפויים חיוביים, אולם להערכתנו, בטווח הזמן הקצר (שנת 2014) ייתכן שלא יחולק דיבידנד, נוכח הוצאות חד פעמיות, שצפויות לשחוק את יתרת העודפים בביקום. מידרוג לא שינתה את הנחת היקף חלוקת הדיבידנד בטווח הזמן הבינוני בתרחיש הבסיס, כאמור. להערכתנו, פרופורמה לגיוס הצפוי בחברה, לחברה נזילות מספקת לשירות חובותיה עד לסוף שנת 2015, תוך השארת כרית נזילות בהיקף לא מבוטל, ובהתחשב גם במבנה החוב של החברה, הכולל שתי סדרות אג"ח במח"מ שונה. בתרחיש הבסיס שלנו, צפויים יחסי שירות החוב של החברה, כולל יתרות נזילות, לנוע בטווח שבין 1.0-1.8 בטווח הזמן הבינוני. יחסי הכיסוי המורחבים של החברה טובים יחסית לדירוג, כאשר, להערכתנו, יחס הכיסוי חוב נטו ל-EBITDA באיחוד יחסי ינוע בטווח שבין 4.3 ל-4.0 בטווח הזמן הבינוני. הדירוג נתמך בחוסן הפרופיל העסקי של נכס הבסיס בזק (Aa2 באופק יציב), קבוצת התקשורת הגדולה והמובילה בישראל ובעלת תשתית התקשורת הרחבה



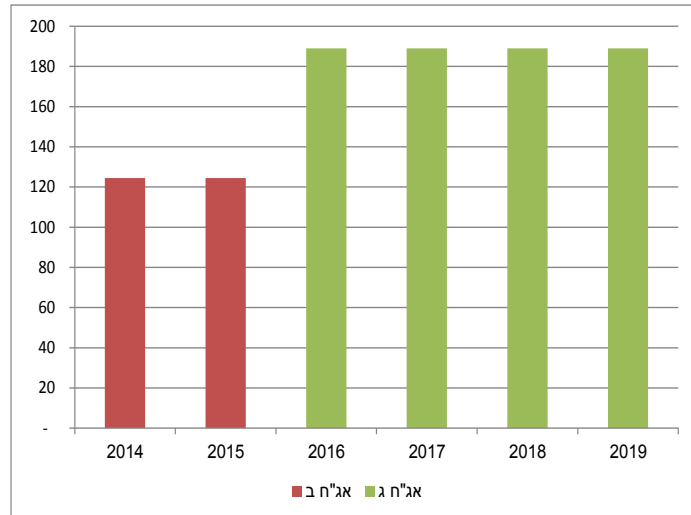
והמתקדמת בישראל. להערכתנו, בזק תמשיך לייצר תזרימי מזומנים חזקים מאוד, אם כי רמת הוודאות והנראות לגביהם פחתה, בדומה להערכתנו הקודמת, לפחות בטווח הזמן הקצר והבינוני. מנגד, גמישותה הפיננסית של החברה מוגבלת, נוכח מינוף גבוה, המושפע מתנודתיות גבוהה של מניית ביקום- בהיותה נגזרת של נכס הבסיס, וחושפת את החברה לסיכון של מימון מחדש לאורך מחזור האשראי ומהווה משקולת לדירוג. זאת, למרות שיפור בגמישותה הפיננסית של החברה, כפי שמשקף בירידה משמעותית של פרמיית הסיכון, המאפשרת לחברה לממש את פוטנציאל הגיוס. לצד זאת נציין כי השיפור בגמישות הפיננסית מגלם גם גורמי שוק, שהינם אקסוגניים לחברה.

אינטרנט זהב סולו, נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.09.2012	30.09.2013	
1,196	1,093	944	1,089	1,000	סך הנכסים במאזן
927	741	765	769	720	שווי מאזני השקעות בחברות כלולות
17	78	8	25	99	מזומנים ושווי מזומנים
240	265	171	287	180	השקעות ז"ק
295	(27)	(91)	(81)	(99)	הון עצמי
(101)	(360)	(403)	(399)	(388)	מזה: עודפים
900	1,120	1,033	1,170	1,065	חוב פיננסי
-	-	-	-	-	דיבידנד מחברות מוחזקות*
-	-	-	-	-	הכנסות
(4)	(7)	(14)	(3)	(3)	רווח (הפסד) תפעולי
(102)	(82)	(60)	(57)	(70)	(הוצאות) הכנסות מימון, נטו
(103)	(177)	37	23	89	חלקה של החברה ברווחי מוחזקות
(209)	(266)	(37)	(37)	16	רווח נקי המיוחס לבעלי מניות החברה

*לאחר תאריך המאזן קיבלה החברה דיבידנד בסך של 69 מ' ₪.

אינטרנט זהב (סולו): לוח סילוקין לפירעון החוב הפיננסי ליום 31.12.2013, במיליוני ש"ח:



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי שירות החוב, אשר ישתקף בקיומה לאורך זמן של כרית נזילות מספקת לשירות החוב, ללא תלות במימון חדש

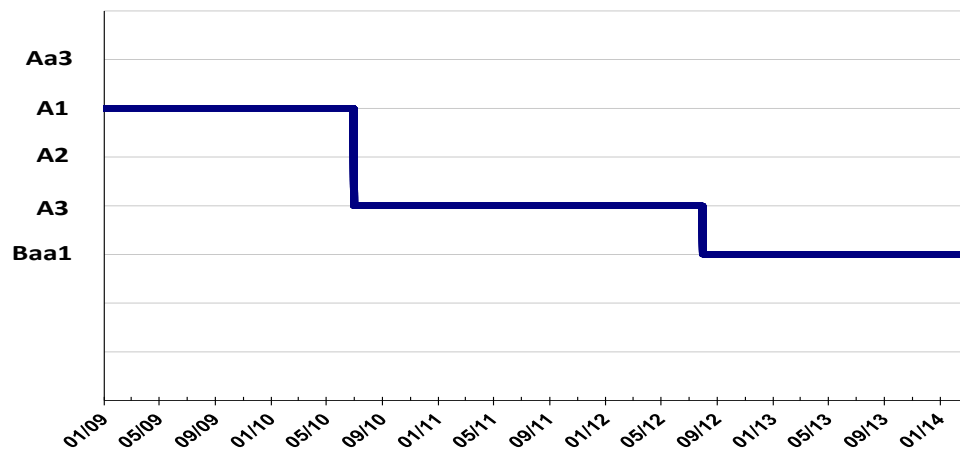
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה לאורך זמן ביחס ה-LTV מעבר לתרחיש הבסיס שלנו
- פגיעה ביחסי הכיסוי המורחבים וביחסי שירות החוב של החברה, כתוצאה מהחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של בזק שתפגע בתזרימי הדיבידנדים לביקום וממנה לאינטרנט זהב
- פגיעה בנזילות החברה
- ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה, לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה

אודות החברה

אינטרנט זהב הינה חברת אחזקות ציבורית, שמניוטיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובנאסד"ק. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-67.99% בהון המניות של ביקום ובשרשור- בבזק, שהינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל. בעל השליטה באינטרנט זהב הינו מר שאול אלוביץ, המחזיק, באמצעות ירוקום תקשורת שבשליטתו, החזקה אפקטיבית של כ- 78.97% מהון המניות של אינטרנט זהב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [אינטרנט זהב- דוח מעקב \(אוגוסט 2013\)](#)
- [ביקום- פעולת דירוג \(אוגוסט 2013\)](#)
- [בזק- דוח מעקב \(יולי 2013\)](#)

תאריך דוח: 19.02.2014

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.