



אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ

מעקב | יולי 2012

1

מחבר:

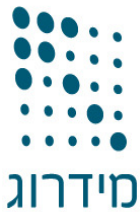
אבי בן-נון, אנליסט בכיר

avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il



אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa1	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאג"ח (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב" או "החברה"), מ-A3 ל-Baa1 תוך שינוי האופק מיציב לשלילי. במקביל, הודיעה מידרוג על אישור דירוג A2 לאגרות החוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ, החברה הבת של אינטרנט זהב, תוך שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי ועל הורדת הדירוג לבזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, חברה בת של ביקום, מ-Aa1 ל-Aa2 תוך שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב.

להלן פירוט הסדרות שבמחזור:

שנת פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 31/03/2012	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2012-2015	458	מדד	5.00%	10/2007	1107341	ב'
2016-2019	661	מדד	4.45%	09/2010	1120880	ג'

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הורדת הדירוג מגלמת את העלייה בסיכון הענפי והתממשות הסיכונים העיקריים בענף התקשורת מצד התחרות והרגולציה. להערכת מידרוג, היקף ונראות התזרים שיתקבל מבזק (Aa2 אופק יציב) ומביקום (שיעור אחזקה של 79.94%, A2 אופק שלילי) יחלשו במידה מסוימת, בטווח הזמן הקצר והבינוני, בעיקר כתוצאה משחיקה בפרופיל הפיננסי של פלאפון. להערכתנו, מצבה של בזק מושפע מאי הוודאות לגבי ההתפתחויות הרגולטוריות ומבנה התחרות העתידי בשוק הנייח ובשוק הטלוויזיה הרב-ערוצית.

הורדת הדירוג מגלמת גם את היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה לאור העלייה ברמת המינוף, הנגזרת מהירידה החדה בשווי השוק של בזק וכנגזר גם בשווין של מניות ביקום. פרמטרים נוספים שנבחנו בדירוג כוללים את סדר קדימויות החוב בחברה ביחס לתזרימים מבזק ואת יחסי כיסוי החוב המורחבים, שהינם איטיים יחסית.

מנגד, הדירוג נתמך עוד בחוסן הפרופיל העסקי של נכס הבסיס בזק, 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 פחותה מבעבר, לפחות בטווח הזמן הקצר והבינוני. זאת ועוד, הדירוג נתמך בגמישות פיננסית סבירה, נוכח היעדר שעבודים, היעדר אמות מידה פיננסיות, לוח סילוקין נוח ונזילות סבירה ביחס לצורכי שירות החוב בטווח הזמן הקצר.

הצבת אופק הדירוג השלילי משקפת את המשך אי הוודאות בענף התקשורת והתגברות התחרות בסגמנטים השונים של הענף, אשר עלולים להמשיך ולפגוע בתוצאות הכספיות של בזק, מעבר להערכתנו כרגע ולהשפיע על היקפי הדיבידנדים. בנוסף, שחיקת הגמישות הפיננסית של החברה ויחסי המינוף הגבוהים, גוזרים כריות ביטחון זניחות כנגד שחיקה מהותית יותר בתזרים מבזק ואל מול רמת החוב של החברה. הורדת דירוג נוספת עלולה לקרות ככל שלא יחול שיפור ביחס המינוף, המצביע על מידת הגמישות הפיננסית וככל שאנו נעריך כי יחסי הכיסוי התזרימיים בחברה צפויים להישחק לאורך זמן.

אינטרנט זהב סולו, נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2010	31.12.2011	31.03.2011	31.03.2012	
1,196	1,093	1,222	1,101	סך הנכסים במאזן
927	741	828	768	שווי מאזני השקעות בחברות כלולות
17	78	9	--	מזומנים ושווי מזומנים
240	265	373	325	השקעות ז"ק
295	(27)	77	(32)	הון עצמי
901	1,120	1,044	1,131	חוב פיננסי
--	--	--	--	דיבידנד מחברות מוחזקות
--	3	2	--	הכנסות
--	(7)	--	(1)	רווח (הפסד) תפעולי
(102)	(82)	(21)	(9)	(הוצאות) הכנסות מימון, נטו
(107)	(177)	(43)	13	חלקה של החברה ברווחי מוחזקות
(209)	(266)	(64)	3	רווח נקי המיוחס לבעלי מניות החברה

מתודולוגיה לדירוג

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על המתודולוגיה לדירוג חברות החזקה ועל המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית. נקודת המוצא לדירוג האג"ח של אינטרנט זהב הינה דירוג החוב בחברת המטרה: ביקום (A2 באופק שלילי). הפער בין דירוג האג"ח של אינטרנט זהב לבין דירוג האג"ח של ביקום מבטא את תוספת סיכון האשראי, הנובעת מנידחות החוב בחברה ביחס לחוב בביקום. בנוסף, יכולת שירות החוב בחברה נשענת על מניות ביקום ודיבידנדים הצפויים להתקבל בגינם, תוך התחשבות ביחסי הכיסוי התזרימיים, מידת הגמישות הפיננסית ורמת המינוף של אינטרנט זהב ורמת הנזילות של החברה.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

אחזקה משורשרת בבזק - קבוצת התקשורת המובילה בישראל לצד עלייה בסיכון של ענף התקשורת

בזק מאופיינת בפרופיל עסקי גבוה, הנובע מחוזק המותג ומתמיהל הפעילות הרחב והמגוון. קבוצת בזק חולשת על מרבית תחומי התקשורת בישראל, עם נתחי שוק משמעותיים בכל תחומי הפעילות, בעלות על תשתית תקשורת ניחת בכל רחבי המדינה, המקנה לה מעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הניח ונוכחות דומיננטית בתחום הסלולר. ענף התקשורת מוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני, יחסית למוצע הכלל משקי. הענף ספג עלייה ברמת הסיכון במהלך השנה האחרונה וזאת לאחר מספר שנים בהן אופיין בסיכון ענפי נמוך יחסית. רמת אי הוודאות בענף גדלה, בעיקר נוכח רגולציה כבדה ומעודדת תחרות, הפועלת להנמכת חסמי הכניסה בכל הסגמנטים של הענף. המגזר הנייד יצא משיווי משקל, נוכח תמורות רגולטוריות ותחרות אגרסיבית, הן מצד המפעילים הקיימים והן מצד מתחרים חדשים, שחדרו לשוק באסטרטגיית מחיר אגרסיבית. כל אלה שחקו וצפויות להמשיך לשחוק את ה-ARPU, הרווחיות והתזרימים של השחקניות העיקריות בענף וביניהן פלאפון. רמת התחרות במגזר הניח צפויה אף היא להתגבר, נוכח המלצות ועדת חייק, בדבר הסדרת שוק סיטונאי, תהליך שיוביל, להערכתנו, לשחיקה מסוימת ב-ARPL ולהסטת ביקושים חלקית. מנגד המלצות הוועדה טומנות בחובן עבור בזק פוטנציאל התייעלות תפעולי גבוה ויכולת הצעת חבילות תחרותיות. לגבי מגזר הטלוויזיה הרב ערוצית, אנו צופים גידול בתחרות ובמגוון, דרך ייסוד שוק סיטונאי וכניסת מפעילות סלולאריות לטלוויזיה על גבי האינטרנט, VOD אינטרנטי ומאמצי הרגולטור לייצר תחרות בסגמנט זה.

גורמים אלה מעיבים על רמת נראות התזרימים והשווי של בזק בטווח הזמן הקצר והבינוני.

נחיתות מבנית ותלות מוחלטת בביקום לצורך שירות החוב בטווח הזמן הבינוני

ייעודה של החברה הינו אחזקת שליטה בביקום (79.94%) ועל כן נוצרת תלות בה לצורך שירות החוב של החברה, בהעדר פיזור וגיוון מקורות תזרימיים. מבנה ההחזקות יוצר סדר קדימויות לטובת החוב בביקום, שגם הוא מחולק למספר טראנצ'ים, ומגדיל את נחיתות בעלי האג"ח של החברה. בנוסף, קיימות מספר תניות פיננסיות ומגבלות על העלאת דיבידנדים בתוך הטראנצ'ים בביקום, אשר פוגמות בנראות התזרים לחברה, שהינה אחרונה בתזרים השווי. גורמים אלו מעצימים את סיכון האשראי של החברה בעיתות של משבר בשוק התקשורת ביחס לנכס הבסיס.

נזילות טובה יחסית אולם שחיקה משמעותית בגמישות הפיננסית

לחברה נכסים נזילים (בעיקר תיק ני"ע) בסך של 325 מ' ש, נכון לסוף יוני 2012 ההולמים את צורכי שירות החוב שלה בזמן הקצר. לוח הסילוקין של החברה פרוס בצורה נוחה יחסית ובעל מח"מ בינוני. תחת תרחיש הבסיס שלנו לבזק וכנגד ממנו לביקום, יחסי שירות החוב באינטרנט זהב בטווח הזמן הבינוני לא צפויים להיות נמוכים מ-1.0. בשנת 2017 ישנה עלייה משמעותית בעומס הפירעונות בקבוצה, אשר תחייב את החברה, להערכת מידרוג, לבצע מימון מחדש לאג"ח. נציין כי רמת המינוף צפויה להיות נמוכה יחסית במועד זה ועל כן עשויה לתמוך ביכולת החברה למחזר את חובותיה.

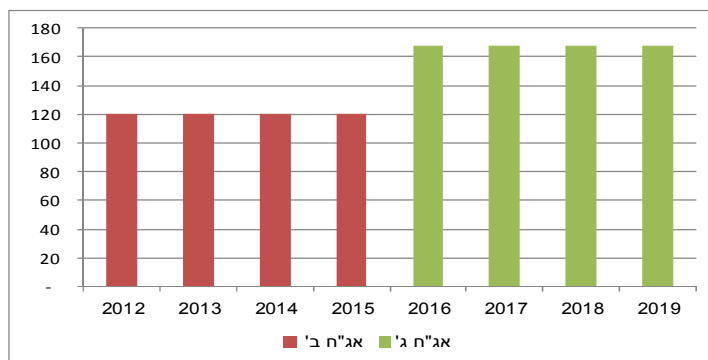
תיק ני"ע של החברה מנוהל בצורה שמרנית יחסית ע"י ועדת השקעות, אשר מבוקרת אחת לרבעון ע"י ועדת הביקורת של החברה. התיק מפורז וסולידי והחלק הארי בו מושקע באג"ח בדרגת A2 ומעלה, כאשר הדירוג הממוצע של התיק עומד על Aa3. המרכיב המנייתי בתיק הינו נמוך יחסית.

הגמישות הפיננסית של החברה, אשר אינה בולטת לטובה, נשחקה בשנה האחרונה, נוכח הירידה החדה בשווי השוק של ביקום בתקופה זו. כל אחזקות החברה בביקום חופשיות משעבוד (79.94% מהון המניות של ביקום, בשווי SPOT של 273 מיליון ש), אולם אינן מהוות כרית מספקת כנגד יתרת חוב של כ-1.1 מיליארד ש, נכון לסוף הרבעון הראשון של 2012. בנוסף, לחברה אין מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתומות. נציין כי לחברה אין אמות מידה פיננסיות הנוגעות ליחסים שנמדדים mark to market.

מינוף פיננסי חריג

רמת המינוף (חוב סולו מתואם ברוטו לשווי החזקות ונכסים נזילים) בחברה עלתה משמעותית בשנה האחרונה בעקבות הירידה בשווי השוק של ביקום, נוכח התמורות ואי הוודאות בשוק התקשורת והאפקט העודף של הירידה בשווי השוק של בזק, נוכח המינוף בביקום. המינוף נבחן תחת מספר תרחישים והנחות לגבי שווי השוק של ביקום ולגבי תיק ני"ע של החברה ומגלם יחס מינוף, שנע בטווח רחב שבין 180% ל-120%, אשר הינו גבוה מאוד לרמת הדירוג ופוגם משמעותית גם בגמישותה הפיננסית. להערכת מידרוג ותחת לוח הסילוקין הקיים, צפוי ה-LTV להיוותר ברמות גבוהות, גם בטווח הזמן הבינוני. מנגד נציין, כי להערכתנו ובהינתן המשך מדיניות חלוקת דיבידנד שנתית של 100% מהרווח הנקי בבזק, החברה לא תידרש למחזר חוב בטווח הזמן הקצר והבינוני בעיקר בשל כרית נזילות טובה יחסית כנזכר לעיל.

אינטרנט זהב (סולו): לוח סילוקין לפירעון החוב הפיננסי ליום 31.03.2012, במיליוני ש:



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

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

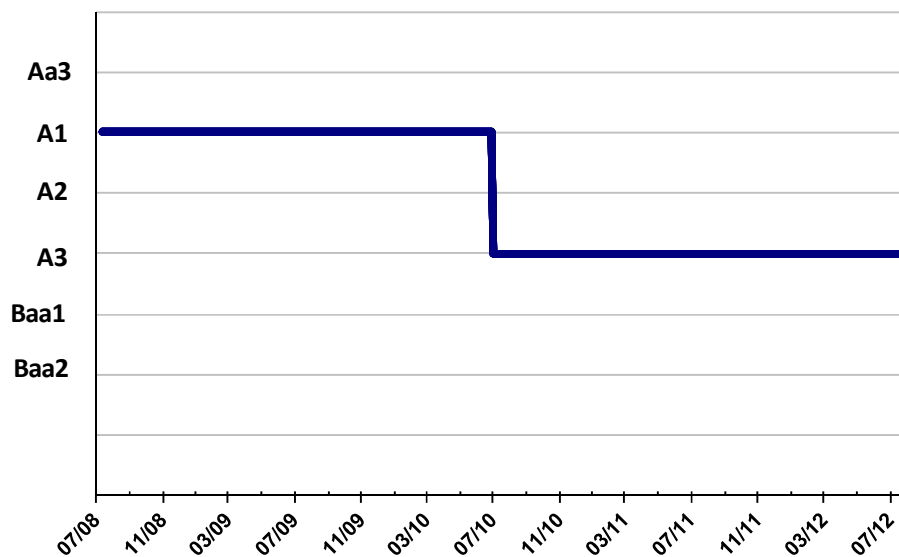
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- אי שיפור ביחס ה-LTV הנוכחי
- פגיעה ביחסי הכיסוי המורחבים וביחסי שירות החוב של החברה, כתוצאה מהחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של בזק שתפגע בתזרימי הדיבידנדים לביקום וממנה לאינטרנט זהב
- ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה, לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה
- כשל אשראי בכל אחת מהרמות במבנה קבוצת ביקום

5

אודות החברה

אינטרנט זהב הינה חברת אחזקות ציבורית, שמנייתיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובנאסד"ק. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-79.94% בהון המניות של ביקום ובשרשור בבזק, שהינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל. בעל השליטה באינטרנט זהב הינו מר שאול אלוביץ, המחזיק, באמצעות יורקום תקשורת שבשליטתו, החזקה אפקטיבית של כ-78.97% מהון המניות של אינטרנט זהב.



דוחות קשורים

- [ביקום - מעקב \(יולי 2012\)](#)
- [בזק - מעקב \(יולי 2012\)](#)
- [אינטרנט זהב - פעולת דירוג \(יולי 2011\)](#)
- [בזק - מעקב \(אפריל 2011\)](#)

תאריך דוח: 19.07.2012

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 בציוד, 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 מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיין 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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 במישרין 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 צריכה 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.