

## אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ

A1	דירוג סדרה
<p>הדירוג ניתן לאג"ח בסך של 423 מיליון ש"ח שתגייס אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ. האג"ח ייפרעו בשישה תשלומים שנתיים שווים החל בשנת 2010 (מח"מ של כ-6 שנים). ייעוד תמורת הגיוס תיקבע על ידי הדירקטוריון מפעם לפעם, ובין היתר ייתכן ותיועד להשקעות חדשות בישראל ובח"ל.</p>	

### פרופיל החברה

אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ ("אינטרנט זהב" או "החברה") הינה חברת אחזקות ופיתוח עסקי הנסחרת בבורסת תל אביב (סימבול- אנהב) ובנאסדק (סימבול- IGLD) ומחזיקה בשלוש חברות פרטיות: 012 סמייל תקשורת בע"מ (100%) ("סמייל תקשורת"), סמייל מדיה בע"מ (100%) ("סמייל מדיה") ואינטרנט זהב בינלאומית בע"מ (100%).

אינטרנט זהב הוקמה בשנת 1992 ע"י מר אלי הולצמן וקבוצת יורוקום, החברה החלה לספק שירותי קישוריות לאינטרנט בשנת 1996, הכוללים מגוון רחב של פתרונות אינטרנט ושירותי תקשורת מתקדמים, ובכלל זה שירותי אירוח ואחסנה מקצועיים של אתרים ושירותי קישוריות לאינטרנט באמצעות כל סוגי קווי הקישור הקיימים. ביוני 2004 קיבלה אינטרנט זהב רישיון לאספקת שירותי בזק בינלאומיים ובאוגוסט 2004 השיקה שירות שיחות בינלאומיות ישירות מישראל, באמצעות קידומת 015, בהמשך פעילותה הגיע שירות זה לכ- 240 מדינות. בתחילת העשור הנוכחי החלה החברה לפעול בתחום אתרי התוכן באינטרנט על ידי הקמת המיזם MSN Israel בשיתוף מיקרוסופט העולמית, בו היא מחזיקה כ- 50.1%. במהלך השנים האחרונות רכשה אתרי אינטרנט נוספים ונכנסה גם לתחום המסחר האלקטרוני, בעיקר באמצעות הפרטל P100 (100%).

ביום 31 במרץ 2006, במסגרת תהליך ארגון מחדש של מבנה החברה ונכסיה, העבירה אינטרנט זהב את כל הנכסים, ההתחייבויות והפעולות המיוחסות לפעילות עסקי התקשורת של החברה, לסמייל תקשורת. כמו כן, העבירה אינטרנט זהב את אחזקותיה, לרבות הנכסים, ההתחייבויות והפעולות המיוחסות לפעילות עסקי המדיה של החברה, לסמייל מדיה. בעקבות הפיצול האמור פעילות החברה הינה אחזקה בחברות הבנות ופיתוח עסקי.

ביום 31 בדצמבר 2006 רכשה סמייל תקשורת את מלוא המניות של 012 קווי זהב בע"מ ("קווי זהב") מחברות בשליטת מר אליעזר פישמן ומבעלי מניות המיעוט, וזאת בתמורה לסך של כ-140 מיליון דולר.

סמייל תקשורת הוקמה בשנת 1999, וכיום היא מאגדת את פעילות התקשורת של אינטרנט זהב ושל קווי זהב, ועוסקת בשני תחומי פעילות עיקריים: אספקת שירותי שיחות בינלאומיות (Traditional Voice) ואספקת שירותי קישוריות לאינטרנט (broadband) הכוללת גם שירותי ערך מוסף כגון: שירותי נתונים (Data) ללקוחות עסקיים, שירותי אחסון ועוד. קווי זהב החלה בפעילותה בשנת 1997, לאחר קבלת רישיון משרד התקשורת לאספקת שירותי בזק בינלאומיים ושירותי תקשורת נתונים. במאי 2001 החלה להציע שירותי קישוריות לאינטרנט. בחודש דצמבר 2005 העניק משרד התקשורת ל- 012 טלקום בע"מ ("012 טלקום"), חברת בת בבעלות מלאה של קווי זהב, רישיון כללי ייחודי למתן שירותי תקשורת פנים ארציים ניחים על בסיס קישורי תמסורת ייעודיים (PRI).

מחברים:  
ערן שומר  
אנליסט  
[erans@midroog.co.il](mailto:erans@midroog.co.il)

סיגל יששכר  
ראש צוות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

איש קשר:  
אביטל בר דין, סמנכ"ל  
ראש תחום תאגידים ומוסדות  
פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מידרוג בע"מ  
מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל': 03-6844700  
פקס: 03-6855002  
[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12.8.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומץ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

בפברואר 2007 הורחב הרישיון האמור באופן שהתיר ל-012 טלקום לספק שירותי טלפוניה פנים ארציים נייחים (טלפוניה, תקשורת נתונים, תמסורת ותשתית) בטכנולוגיית Voice over Broadband בקידומת 072, ללא הגבלה על כמות המשתמשים, לאחר שבמשך שנתיים סיפקה שירותים אלו במסגרת רישיון זמני לניסוי שיווקי שהיה מוגבל בהיקפו. עד כה השקיעה סמייל תקשורת בשירות זה כ-26 מיליון ש"ח.

נתח השוק של סמייל תקשורת בתחום אספקת שירותי האינטרנט בפס רחב לסוף מרץ 2007 הינו כ-34% במונחי מספר מנויים, שיעור דומה לזה של שנת 2006. נתח השוק המוערך בתחום השיחות הבינ"ל לאותו מועד הינו כ-34%, לעומת כ-32% בשנת 2006.

סמייל מדיה עוסקת בשני תחומי פעילות עיקריים: E-Advertising (פרסום) ו-E-Commerce (מסחר אלקטרוני). בתחום הפרסום מחזיקה סמייל מדיה באתרי אינטרנט המציעים שערי כניסה לאינטרנט (Portals) כגון: MSN ישראל בע"מ (50.1%), סטארט נט בע"מ (100%), נרשמים ללימודים בע"מ (100%), דה מני בע"מ (100%), סרט-פורטל הסרטים הישראלי (51%), טיפו-פורטל הילדים המוביל בישראל (52%) ועוד. בתחום המסחר האלקטרוני היא מחזיקה באתר - P1000, אתר המקנה פלטפורמה למסחר אלקטרוני על גבי רשת האינטרנט. מנכ"ל אינטרנט זהב הוא מר אלי הולצמן, המכהן גם כסגן יו"ר הדירקטוריון של סמייל תקשורת וכמנכ"ל סמייל מדיה. גברת סטלה הנדלר, שכהנה כמנכ"לית קווי זהב, מכהנת כמנכ"ל סמייל תקשורת. מר שאול אלוביץ' מכהן כיו"ר הדירקטוריון של אינטרנט זהב.

נכון מחצית שנת 2007 מעסיקה קבוצת אינטרנט זהב כ-1,740 עובדים, מהם כ-1,584 עובדים בסמייל תקשורת, כ-148 עובדים בסמייל מדיה וכ-8 עובדים במטה אינטרנט זהב. החברה ממוקמת במספר אזורים שונים העיקרים שבניהם ממוקמים בפתח-תקווה.

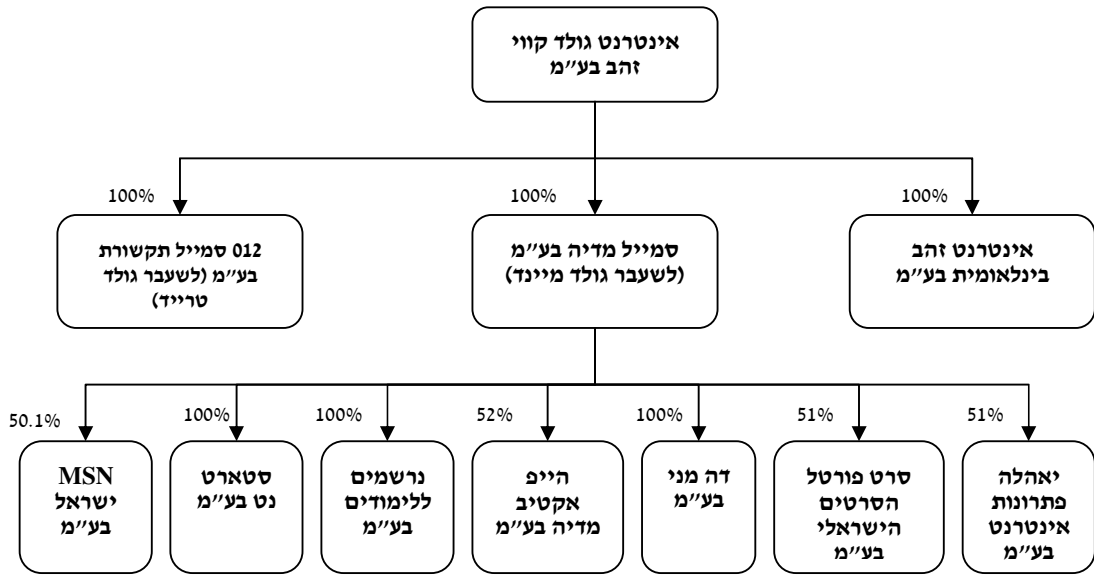
**אינטרנט זהב (סולו) – נתונים כספיים עיקריים ליום 30.6.2007\***  
**אלפי ש"ח**

**30.6.2007**

529,207	סך נכסים
481,706	שווי השקעות בספרים
359,607	הון עצמי
173,498	חוב פיננסי
125,997	חוב פיננסי נטו
-	הכנסות
2,400	הוצאות הנהלה וכלליות**
3,066	הוצאות מימון**
-	דיבידנדים מחברות בנות

\* נתוני החברה לתאריכים קודמים אינם רלוונטיים למבנה הנוכחי של החברה  
\*\* נתונים לחצי שנה שנסתיימה ביום -30.06.07.

**אינטרנט זהב: מבנה ארגוני ליום 31.12.2006**



**בעלות וניהול**

בעלת השליטה בחברה הינה חברת יורקום תקשורת בע"מ (נכון ל- 31.03.07 כ- 58.03% ) מקבוצת יורקום אחזקות הנשלטת ע"י מר שאול אלוביץ. שאר המניות מוחזקות בידי הציבור (כ-41.18%) ובידי אלי הולצמן (0.79%), ממייסדי אינטרנט זהב ומנכ"ל סמייל מדיה.

קבוצת יורקום הינה בעלת ניסיון רב בתחומי התקשורת. יורקום תקשורת בע"מ הינה קבוצת התקשורת הפרטית הגדולה בישראל והיא מעורבת במגוון פעילויות רחב בתחומי התקשורת השונים: יבוא, שיווק והפצה של מוצרי תקשורת ומוצרי צריכה בתחום התקשורת, מדיה ותקשורת לוויינים, שירותי אינטרנט, שיחות בינלאומיות ועוד. אחזקה בולטת נוספת היא ביורקום תקשורת סלולרית.

מנכ"לית סמייל תקשורת היא סטלה הנדלר ששימשה בתפקידה הקודם כמנכ"לית 012 קווי זהב והיא מביאה עימה ניסיון רב בתחום השיווקי. קודם מינוייה למנכ"לית קווי זהב, שימשה גברת הנדלר בתפקיד סמנכ"לית פיתוח עסקי בקווי זהב, וכמנהלת שירות הלקוחות ופיתוח שירותי האינטרנט. לפני עבודתה בקווי זהב, עבדה גב' הנדלר בבזק במשך שמונה שנים כאחראית על השליטה, הניהול והתפעול של כל חברות הבנות של בזק.

**אינטרנט זהב – בעלי תפקידי מפתח**

תפקיד	שם	ניסיון
יו"ר דירקטוריון אינטרנט זהב ויו"ר דירקטוריון סמייל תקשורת	שאול אלוביץ'	15 שנה באינטרנט זהב, 22 שנה בתחום התקשורת
מנכ"ל ודירקטור אינטרנט זהב, סגן יו"ר דירקטוריון סמייל תקשורת, מנכ"ל סמייל מדיה	אלי הולצמן	15 שנה באינטרנט זהב
משנה למנכ"ל וסמנכ"ל כספים אינטרנט זהב, משנה למנכ"ל וסמנכ"ל כספים סמייל מדיה	דורון תורג'מן	7 שנים כסמנכ"ל כספים באינטרנט זהב, 3 שנים כמשנה למנכ"ל
מנכ"ל סמייל תקשורת	סטלה הנדלר	5 שנים כמנכ"ל 012 קווי זהב, 15 שנים בתחום התקשורת
סמנכ"ל כספים סמייל תקשורת	דורון אילן	4 שנים כסמנכ"ל כספים ב 012 קווי זהב
סמנכ"ל שיווק סמייל תקשורת	יעקב נדבורני	שנתיים כסמנכ"ל שיווק ב 012 קווי זהב
מנהל טכנולוגי ראשי	מקס בלומברג	5 שנים כמנהל טכנולוגי ראשי באינטרנט זהב

## אסטרטגיה

החברה מתכוונת לפעול כחברת אחזקות ופיתוח עסקי מובילה בתחום התקשורת בישראל. בכוונת החברה לבצע רכישות נוספות בתחום התקשורת, לרבות תחום הסלולר והטלוויזיה.

## תיאור האחזקות

### סמייל תקשורת – התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>

**החל תהליך מיזוג אינטרנט זהב וקווי זהב, ועימו צעדי ייעול וחסכון בהוצאות. החברה מצפה לראות את התוצאות הסופיות של המיזוג בתחילת שנת 2008**

מיזוג סמייל תקשורת, המאחדת בתוכה את כל פעילות התקשורת של אינטרנט זהב וקווי זהב, החל ביום 31.12.2006 והחברה המאוחדת החלה בתהליך הסינרגיה שכלל עד כה את הפעולות הבאות: איחוד מותגים ומחלקת השיווק – אוחדו המותגים "015" – מותג של פעילות התקשורת של אינטרנט זהב ו-"012" המותג של קווי זהב, תחת המותג "012" והופסקה ההשקעה במותג "015". צעד זה הוביל לצמצום כוח אדם ולחסכון בעלויות שכר. במחלקת שירות הלקוחות צומצמו מספר מוקדי השירות וצומצם כוח האדם במוקדים, חסכון זה משפיע בטווח הקצר בעלויות התקורה ובעתיד - בעלויות השכירות השוטפות. עלויות תעבורה – חברות תקשורת כסמייל תקשורת קונות דקות שיחה מחברות טלקומוניקציה גדולות בעלות תשתיות בינלאומיות כגון: AT&T ו-TELEGLOBE, כאשר מחיר הדקות הינו פונקציה של מספר הדקות הנרכשות. כחברה מאוחדת, בעלת ביקוש גבוה יותר לנפח תעבורת הדקות, זוכה סמייל תקשורת למחירים זולים מבעבר, מספקיות שירותי הטלפוניה והאינטרנט הגדולות.

עד סוף אוקטובר 2007 בכוונת החברה להשלים את החלק האחרון והמורכב ביותר במיזוג - מיזוג כל מערכות המחשוב, כל מערכות הביילינג וה-CRM (מערכת לניהול קשרי לקוחות). החברה פועלת בימים אלו לבדיקת תפקוד כל המערכות ביום שלאחר המיזוג. בנוסף, בכוונת החברה למזג את שלושת מוקדי השירות שלה (הממוקמים ברמת גן, סגולה וראשון לציון) תחת מוקד השירות בראשון לציון. אחרי המיזוג יעבדו במוקד שירות הלקוחות כ-600 עובדים לעומת כ-650 עובדים כיום.

### סמייל תקשורת: תוצאות הפעילות לפי מגזרים (NON GAAP) באלפי ש"ח

סה"כ		טלפוניה		אינטרנט		
Q2 07	Q1 07	Q2 07	Q1 07	Q2 07	Q1 07	
277,264	276,757	156,563	161,595	120,701	115,162	מכירות
192,592	195,785	124,444	132,095	68,150	63,690	עלות מכירות
<b>84,672</b>	<b>80,972</b>	<b>32,119</b>	<b>29,501</b>	<b>52,551</b>	<b>51,471</b>	<b>רווח גולמי</b>
30,514	31,605	10,200	14,107	20,314	17,498	הוצאות שיווק ומכירה
15,273	12,816	11,527	8,065	3,746	4,751	הוצאות הנהלה וכלליות
<b>38,885</b>	<b>36,551</b>	<b>10,391</b>	<b>7,329</b>	<b>28,492</b>	<b>29,222</b>	<b>רווח תפעולי</b>
14%	13%	7%	5%	24%	25%	<b>רווח תפעולי %</b>
1,455	460	389	92	1,066	368	הוצאות מיזוג
<b>62,022</b>	<b>59,611</b>	<b>22,189</b>	<b>19,474</b>	<b>39,833</b>	<b>40,137</b>	<b>Adj. EBITDA</b>
22%	22%	14%	12%	33%	35%	<b>Adj. EBITDA %</b>

\* החברה אינה עורכת דוחות כספיים רבעוניים סקורים לחברות הבנות. הנתונים לעיל, מקורם בנתונים פנימיים של החברה

<sup>1</sup> סמייל תקשורת מדורגת על ידי מידרוג AI. להרחבה על החברה ראה דוח אנליטי מחודש ינואר 2007.

## **נתח שוק של כשליש בשירותי האינטרנט ושיחות הבינלאומיות – נתונים הממצבים אותה בעמדה חזקה להתמודד בתחרות בין שלוש קבוצות המחלקות את השוק**

עם השלמת המיזוגים בין נטוויז'ן וברק ובין אינטרנט זהב וקווי זהב, שוק שירותי האינטרנט והתקשורת הבינלאומית מתחלק באופן שווה למדי בין בזק בינלאומי, נטוויז'ן/ברק וסמייל תקשורת. להערכת החברה, נתח השוק של סמייל תקשורת בתחום אספקת שירותי האינטרנט בפס רחב לסוף מרץ 2007 הינו כ-34% במונחי מספר מנויים, שיעור דומה לזה של שנת 2006. נתח השוק המוערך בתחום השיחות הבינלאומיות לאותו מועד הינו כ-33.8%, לעומת כ-32% בשנת 2006. על לקוחות החברה נמנים לקוחות פרטיים – 90% מכלל הלקוחות ולקוחות עסקיים – 10%. העובדה כי שלוש החברות הגדולות מחזיקות בנתחים שווים, תורמת ליציבות השוק ומעלה את ההסתברות כי השחקניות תסתנה את המיקוד האסטרטגי מהגדלת נתח השוק, אשר הובילה לשחיקת מחירים מתמשכת, להעלאת ה-ARPU מהלקוחות הקיימים, בעיקר בענף שירותי האינטרנט הצומח.

### **סמייל תקשורת נמצאת בשלבים האחרונים בפרוייקט ניו המספרים**

סמייל תקשורת היא אחת השחקניות הקטנות ביותר בתחום השיחות הפנים ארציות, וככזאת היא מעוניינת לקדם פרוייקט זה, כיוון שמספר הטלפון הוא אחד מהחסמים המרכזיים במעבר מחברת תקשורת אחת לשנייה. ברגע שמחסום זה יוסר, הסיכויים בגיוס לקוחות חדשים גדלים. לדברי החברה, החברה צופה גידול משמעותי בקצב הגיוס החדשי של לקוחות בתחום שיחות הפנים הארציות, החל מכניסת החוק לתוקף בחודש דצמבר 2007. בנוסף, החברה משקיעה משאבים על מנת להכנס לתחום טכנולוגיית ה-Wimax - Worldwide Interoperability for Microwave Access, תו למוצרים אשר מתאימים ועובדים על פי תקן ה-IEEE 802.16. תקן IEEE 802.16 מתמחה בנקודות גישה המספקות שירותי תקשורת נתונים אלחוטית בפס רחב. זאת, באמצעות שידורי מיקרוגל לטווח ארוך.

### **להערכת סמייל תקשורת שינויים רגולטורים שעומדים לפני אישור יובילו להרחבת מספר הלקוחות וגידול בהכנסות**

משרד האוצר פועל לחייב את חברת בזק לאפשר רכישת תשתית אינטרנט מהיר (קו ADSL) ללא התניית השירות בצורך לרכוש במקביל גם קו טלפון רגיל. העלות הבסיסית למנוי עבור קו טלפון בבזק (ללא תשלום על שיחות וללא תשלום נפרד עבור ADSL) היא כ-50 ש"ח לחודש בקו רגיל. כיום, אין כלל אפשרות לרכוש קו ADSL בלבד. במידה והרגולטור אכן יאשר תקנה זו, צפויה סמייל תקשורת להנות מהמצב משני כיוונים שונים. הראשון – הרחבת מספר הלקוחות המעוניינים בשירות טלפוניה פנים ארצית של סמייל תקשורת, כתחליף לקו הבזק הרגיל, אך אינם מעוניינים להתנתק ממנוי ה-ADSL שלהם. השני – לקוחות המעוניינים לרכוש מנוי ADSL בלבד, ללא רכישת קו בזק רגיל.

### **סמייל מדיה**

סמייל מדיה עוסקת בשני תחומי פעילות עיקריים: E-Advertising (פרסום) ו-E-Commerce (מסחר אלקטרוני). בתחום הפרסום היא מפעילה אתרים המציעים שערי כניסה לאינטרנט (Portals). בתחום המסחר האלקטרוני היא מפעילה אתרים המספקים פורטל למסחר אלקטרוני. נכון ל-31.3.2007 סמייל מדיה מחזיקה 17 אתרי אינטרנט ברשת, מהם 11 פורטלים ו-4 אתרים למסחר אלקטרוני. בנוסף, סמייל מדיה נהנית משת"פ על בסיס חלוקת רווחים ב-11 אתרים בתשלום כגון: Globes, Ynet Encyclopedia, BigOne, Kidner, Mapa ועוד. רוב האתרים בבעלות סמייל מדיה הינם בשפה העברית, אך חלקם גם בשפה הערבית והרוסית.

**סמייל מדיה: אחזקות עיקריות – ליום 31.3.07**

תחום המסחר האלקטרוני			תחום הפרסום		
אחזקות	פורטל		אחזקות	פורטל	
מסחר אלקטרוני	100%	P1000	פורטל בעברית, שירותי הוט-מייל	50.1%	msn-Israel
השוואת מחירים	50.1%	msn-deals	פורטל לחיפוש עבודה	25.5%	msn-Jobs
אתר תיירות	50%	LMT	פורטל כללי, מנוע חיפוש	100%	Start
חנות ספרים באינטרנט	50%	Dbook	פורטל בשפה הרוסית	100%	zahav.ru
			פורטל משחקים	100%	Vgames
			פורטל סרטים	51%	seret.co.il
			פורטל פיננסי	100%	TheMoney
			פורטל ילדים	52%	tipo
			פורטל לאקדמאים	100%	nirshamim
			פורטל בשפה הערבית	51%	Yahala
			פורטל תחנת רדיו	50%	Radius 100fm

**סמייל מדיה: הכנסות לפי מגזרים**

					(אלפי ש"ח)
2004	2005	2006	Q1 2007	Q2 2007	
					<b>הכנסות פרסום</b>
26,733	32,705	51,199	14,311	15,206	
12,643	13,700	15,432	5,937	4,655	מסחר אלקטרוני
<b>39,376</b>	<b>46,405</b>	<b>66,631</b>	<b>20,248</b>	<b>19,861</b>	<b>סה"כ הכנסות</b>
					<b>הכנסות (באחוזים)</b>
68%	70%	77%	71%	77%	פרסום
32%	30%	23%	29%	23%	מסחר אלקטרוני
<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>סה"כ הכנסות</b>

**שני אתרי אינטרנט אחראים על כ-70% מהכנסות סמייל מדיה**

MSN ישראל ו-P1000 הם שני האתרים הפופולאריים ביותר של סמייל מדיה ואחראים לכ-70% מההכנסות ברבעון הראשון של שנת 2007 ובשנת 2006.

MSN ישראל – אחד האתרים הפופולאריים בישראל, אשר על פי נתוני TNS טלקסר זכה לחשיפה של כ-3.5 מיליון משתמשים לחודש ברבעון הראשון של שנת 2007. MSN ישראל הינו חלק מ-MSN העולמית, הכוללת 40 פורטלים בכ-20 שפות שונות. הפורטל מציע אפליקציות כגון: מסנג'ר, מייל, MSN וידאו ועוד. האפליקציות מפותחות בידי חברת מייקרוסופט, כאשר סמייל מדיה מתאימות את האפליקציות לשפה העברית, לנוחות המשתמש הישראלי. ברבעון הראשון של 2007 השקיעה סמייל מדיה כ-780 אלף ש"ח בחיזוק המותג MSN ישראל ובעמוד הראשי של האתר.

P1000 – אתר המספק ממשק למסחר אלקטרוני, כאשר סמייל מדיה גובה עמלות בגין המכירות המתבצעות באתר. המסחר מתבצע בשני אופנים: מכירות פומביות ומכירות קבוצתיות. ברבעון הראשון של שנת 2007 הושקעו כ-640 אלף ש"ח לצורך בניית פלטפורמה חדשה לאתר.

Start – פורטל הכולל בתוכו וקישורים לאתרים אחרים. האתר מצגי תקצירי תוכן בנושאי: ספורט, עסקים, בידור, פוליטיקה. בנוסף, מציע מנוע חיפוש. ברבעון הראשון של שנת 2007 הושקעו כ-200 אלף ש"ח בתחזוקת האתר.

Nirshamim – פלטפורמה שיווקית, המציגה יחידות אקדמאיות מחוץ לישראל, עם גישה לסטודנטים ישראלים המעוניינים ללמוד בחו"ל, בעיקר בארה"ב.

Tipo – פורטל לילדים, המספק פלטפורמה למשחקים, בניית אתרים, חדשות, ערוצי וידאו, קהילות ועוד. לפי סקר TIM, כ-73% מהילדים בין הגילאים 13-17 בישראל מכירים את האתר.

**על פי סקר TNS טלסקר, ממוקמת סמייל מדיה במקום השלישי בישראל במונחי חשיפת גולשים**

בחודש יולי 2007 פרסמה חברת TNS טלסקר את סקר TIM יוני 2007 – דירוג אתרים נבחרים בישראל. מנתוני הסקר עולה כי אתר MSN Israel זוכה לחשיפה של כ-32% מכלל הגולשים מגיל 13 ומעלה. האומדן לכמות הגולשים החשופים לאתר מדי שבוע הינו כ-1.1 מיליון גולשים, כאשר לפניו ממוקמים רק שלושה אתרים אחרים. בתחום המסחר האלקטרוני, אתר המכירות P1000 ממוקם במקום השני, אחרי וואלה שופס. כאשר בוחנים את החשיפה של כל אתרי הקבוצה ביחס לחשיפת אתרים של קבוצות אחרות, קבוצת סמייל מדיה ממוקמת במקום השלישי, עם חשיפה של 60.5% מכלל הגולשים מגיל 13 ומעלה. האומדן לכמות הגולשים הנחשפים לאתר מדי שבוע הינו כ-2.2 מיליון גולשים (הקבוצה ממוקמת לאחר קבוצת walla וקבוצת Ynet).

**סמייל מדיה: תמצית רווח והפסד\***  
(אלפי ש"ח)

Q1 07	Q2 07	
20,248	19,861	הכנסות
9,987	9,759	עלות המכר
<b>10,261</b>	<b>10,102</b>	<b>רווח גולמי</b>
5,077	5,462	הוצאות שיווק ומכירה
1,791	1,726	הוצאות הנהלה וכלליות
<b>6,868</b>	<b>7,188</b>	<b>סה"כ הוצאות תפעוליות</b>
<b>3,393</b>	<b>2,914</b>	<b>רווח תפעולי</b>
593	608	הוצאות מימוניות, נטו
<b>2,678</b>	<b>2,732</b>	<b>רווח נקי</b>

\* הנתונים מבוססים על דוחות פנימיים של החברה ומוצגים על בסיס כללי הדיווח הישראליים GAAP. אין נתונים מקבילים לשנים קודמות על בסיס כללים אלו.

**סמייל מדיה: תמצית מאזן ליום 30.6.2007 (באלפי ש"ח)**

43,340	רכוש שוטף
4,534	רכוש קבוע
17,576	רכוש אחר והוצאות נידחות
<b>65,450</b>	<b>סך נכסים</b>
2,450	אשראי לבנקים
23,782	התחייבויות שוטפות
34,000	הלוואות ז"א מבנקים
15,475	הלוואות בעלים
1,159	התחייבויות אחרות
1,836	זכויות מיעוט
(10,819)	הון עצמי
<b>65,450</b>	<b>סך התחייבויות והון עצמי</b>

**ספקיות תוכן ישראליות – השוואת עיקרי התוצאות הכספיות, ינואר-יוני 2007**  
באלפי ש"ח

תפוז	וואלה	סמייל מדיה	
15,830	57,332	40,109	סך הכנסות
9,547	34,528	20,363	רווח גולמי
2,878	20,494	10,539	הוצאות מכירה ושיווק
5,796	8,728	3,517	הוצאות הנהלה וכלליות
1,912	8,895	8,850	EBITDA
12%	16%	22%	EBITDA %
873	5,306	6,307	רווח מפעולות רגילות
6%	9%	16%	רווח מפעולות רגילות %
976	763	(1,201)	הכנסות מימון
681	3,628	5,410	רווח נקי
2,007	3,025	4,496	השקעה ברכוש קבוע
1,039	3,589	2,543	פחת והפחתות

## שיקולים עיקריים לדירוג

מיצוב גבוה בענף התקשורת של האחזקה העיקרית – סמייל תקשורת, המתבטא בנתח שוק משמעותי וביצועים כספיים בולטים לטובה, וכן פוטנציאל צמיחה על בסיס רפורמות ענפיות, לרבות רשיון מפי"א. סמייל תקשורת מדורגת A1 על ידי מידרוג; הוכחת יכולות אסטרטגיות וניהוליות גבוהות במהלך המיזוג של אינטרנט זהב וקווי זהב על ידי בעלי המניות והנהלת החברה והחברה הממוזגת – מהלך ששיפר מאוד את מעמד החברה בשוק. להערכת מידרוג, פוטנציאל הסינרגיה בין שתי החברות טרם קיבל ביטוי מלא בתוצאות הכספיות; הנהלה איכותית ובעלת ניסיון רב בתחומי התקשורת השונים בישראל; דומיננטיות של בעלי המניות בתחום התקשורת בישראל, שהינם בעלי תרומה רבה לפעילות החברה ולחזונה; ענף התקשורת בישראל מאופיין בסיכון עסקי נמוך יחסית, בשל מוצרים בסיסיים וביקוש קשיח יחסית. עם זאת, הענף מאופיין בתחרות חזקה מאוד, המבוססת על חסמי מעבר נמוכים, וכן ברגולציה אינטנסיבית – גורמים המעבידים על יציבותו; פעילות החברה מתבססת על אחזקה עיקרית והיעדר פיזור של פעילויות; סכום הגיוס מיועד ברובו להשקעות חדשות אשר עדיין אינן מזוהות; לחברה אין מקורות הכנסה משל עצמה, והיא נסמכת דיבידנדים ודמי ניהול עתידיים לצורך שירות החוב. עם זאת, לחברה רמת נזילות גבוהה ונגישות טובה לשווקי ההון; יחס כסוי החוב לשווי האחזקות, המבוסס בעיקר על אומדן שווייה של סמייל תקשורת, עומד להערכת מידרוג, על טווח של 2.7-3.0, המשקף יחס כסוי טוב וראוי לרמת הדירוג.

## חוזקות

### **אחזקות מובילות בתחום התקשורת והמדיה, עם חיזוק משמעותי של מעמדן בעקבות המיזוג**

אינטרנט זהב הינה חברת אחזקות דומיננטית בתחום התקשורת והמדיה בישראל, בעלת אחזקות מובילות בתחומי האינטרנט, הטלפוניה הבינלאומית והמדיה. מיזוג אינטרנט זהב עם קווי זהב הוביל להקמתה של אחת מקבוצות התקשורת המובילות בישראל בתחום האינטרנט והתקשורת הבינלאומית. סמייל תקשורת נהנית היום מיכולת לספק מגוון מוצרים רחב יותר למספר רב יותר של לקוחות. מוצרים שבעבר שווקו על ידי קווי זהב, כגון: שיחות פנים ארציות, כרטיסי חיג ועוד ומוצרים ששווקו בעבר על ידי אינטרנט זהב, זוכים לחשיפה גבוהה הרבה יותר כאשר הם משווקים היום לכלל לקוחות החברה הממוזגת. לחברה הממוזגת נתחי שוק משמעותיים בשני תחומי פעילותה העיקריים. סמייל מדיה מחזיקה בשניים מאתרי האינטרנט הבולטים בישראל בתחום הפרסום ובתחום המסחר האלקטרוני – MSN ו-PI000. תחום הפרסום המקוון נהנה מצמיחה גבוהה בשנים האחרונות וככל הנראה, ימשיך לנגוס בתקציב הפרסום המסורתי. על פי נתונים של צאנט מדיה - שוק הפרסום המקוון בעולם מהווה כ-5.7% מעוגת הפרסום הכללית, והוא צפוי לגדול בשיעורים דו ספרתיים גבוהים בשנים הקרובות. המצב בישראל הינו דומה, הפרסום באינטרנט מהווה כ-7.8% מסך עוגת הפרסום (כ-65 מיליון ש"ח), לעומת כ-5.2% בשנת 2005 (כ-42 מיליון ש"ח) - עלייה של כ-55%.<sup>2</sup> נכון לחודש אפריל 2007, חדירת האינטרנט בפס רחב עומדת על כ-69% מכלל בתי האב בישראל לעומת כ-46% בארה"ב. הגידול המתמשך בשימוש באינטרנט הביא לגידול בפרסום המקוון, כאשר תקציבים שהושקעו בעבר פרסום המסורתי (בעיקר טלוויזיה, עיתונים ושלטי חוצות), מנותבים כיום גם לפרסום מקוון. סמייל מדיה מציגה צמיחה בהכנסות מפרסום ברבעון הראשון של שנת 2007 של כ-18% בהשוואה לשנת 2006 (בגילום שנת), בהמשך ישיר לצמיחה של כ-57% בשנת 2006 וכ-22% בשנת 2005.

### **תחום התקשורת הינו ענף בסיסי בצריכה המקומית ומאופיין ביציבות ביקושים, גם בתקופות מיתון**

האינטרנט והשיחות הבינלאומיות נתפשים על ידי הצרכנים בישראל כמוצרי צריכה (Commodity) לכל דבר ועניין. מה שבעבר נתפס בעיני הציבור כמותרות, כיום נצרך כמעט על ידי כל בית אב בישראל בהיקפים שונים. במקביל, מוצרים אלו מאופיינים ברגישות מחיר גבוהה, המובילה לתחרות הגבוהה. בשל כל אלו, להערכת מידרוג, ענפי התקשורת, ובפרט האינטרנט והטלפוניה הבינ"ל, פחות רגישים לתקופות מיתון.

<sup>2</sup> מקור: "ההוצאה לפרסום במדיה בשנת 2006" (יפעת)



### **הנהלה מקצועית בעלת ניסיון רב בתחום התקשורת**

מנכ"ל החברה הינו מר אלי הולצמן, בעל ניסיון רב בתחום התקשורת. מר הולצמן וקבוצת יורקום הקימו את אינטרנט זהב בשנת 1992, מר הולצמן כיהן כמנכ"ל החברה עד מיזוגה לקווי זהב בינואר 2007. בנוסף, מר הולצמן מביא איתו ידע רחב בשיווק בהיותו מנכ"ל חברת "פרסום אריאלי", אחת מחברות הפרסום הגדולות ביותר בישראל. גבי סטלה הנדלר מכהנת כמנכ"לית סמייל תקשורת. לפני כן, כיהנה כמנכ"לית 012 קווי זהב וכסמנכ"לית פיתוח עסקי בקווי זהב, וכמנהלת שירות הלקוחות ופיתוח שירותי האינטרנט. לפני עבודתה בקווי זהב, עבדה גבי הנדלר בבזק במשך שמונה שנים, כאחראית על השליטה, הניהול והתפעול של כל החברות הבנות של בזק. גבי הנדלר הינה בעלת ניסיון רב בתחום התקשורת, ניסיון שתורם רבות לעמידה השלבים המתוכננים שנקבעו בתוכניות המיזוג.

### **בעל המניות העיקרי הינו גורם דומיננטי בתחום התקשורת בישראל**

מר שאול אלוביץ' הינו מייסד ומנכ"ל יורקום אחזקות בע"מ אשר מחזיקה בחברת יורקום תקשורת בע"מ, בעלת השליטה בחברה. קבוצת יורקום בבעלותו הינה בעלת ניסיון רב בתחומי התקשורת. יורקום תקשורת בע"מ הינה קבוצת התקשורת הפרטית הגדולה בישראל והיא מעורבת במגוון פעילויות רחב בתחומי התקשורת השונים: יבוא, שיווק והפצה של מוצרי תקשורת ומוצרי צריכה בתחום התקשורת, מדיה ותקשורת לוויינים, שירותי אינטרנט, שיחות בינלאומיות ועוד. בין האחזקות ניתן למנות את תחנת הרדיו רדיוס, חברת ח.ל.ל תקשורת, סאטקום מערכות, חברת הלויין Yes ועוד.

## **סיכונים עסקיים**

### **החברה מתמקדת באחזקות בתחום התקשורת המאופייין בתחרות גבוהה מאוד**

ענף שירותי האינטרנט, וסמייל תקשורת בתוכו, בולט בחסמי מעבר לקוחות נמוכים יחסית ויכולת בידול בינונית. בשנים האחרונות מתאפיין הענף ברמת תחרותיות גבוהה ביותר, תוך שחיקת מחירים חדה. ענף הטלפוניה הבינ"ל מאופיין אף הוא בתחרות עזה, בבידול נמוך וברגישות מחיר גבוהה של הצרכנים הכבדים. בטווח הבינוני-ארוך מהווים שירותי טלפוניה מבוססי טכנולוגיית IP את האיום המרכזי על ענף השיחות הבינלאומיות. סמייל מדיה מתמודדת בתחרות עזה בכל תחומי עיסוקה, הן בתחום הפרסום באינטרנט והן בתחום המסחר האלקטרוני. המתחרים העיקרים של סמייל מדיה הינם גוגל, וואלה, Ynet, תפוז ונענע, המספקים שירותים דומים. חלק ממתחרים אלו בעלי היסטוריית פעילות וקשרים עסקיים ארוכים יותר.

### **החברה עומדת בפני אתגר ניהולי ותפעולי משמעותי להשלים בהצלחה את המיזוג בין אינטרנט זהב וקווי זהב**

תהליך המיזוג בין קווי זהב לבין אינטרנט זהב כרוך בתהליכי ארגון מחדש בתחומי השירות, התפעול וניהול רשת התקשורת. הנהלת החברה, בהובלת גברת סטלה הנדלר, החלה ביישום תכנית עבודת המיזוג באספקטים השונים. החלק האחרון במיזוג - מיזוג כל המערכות התפעוליות, כגון: מערכות בילינג ומערכות CRM, אמור להתבצע עד סוף חודש אוקטובר 2007. החברה מתכננת הסבה של 250 אלף לקוחות ממערכות של אינטרנט זהב למערכות של קווי זהב. במטרה למנוע טעויות, הוקמו מספר צוותי מיקור חוץ של QA לבדיקת המערכות ולבדיקת התשתיות להטמעת נושא ניוד המספרים.

### **התבססות על אחזקה עיקרית אחת שאינה סחירה**

אינטרנט זהב הינה חברת אחזקות המחזיקה כיום באחזקה עיקרית אחת - סמייל תקשורת התורמת למרבית שוויה, ומהווה כיום את פוטנציאל העיקרי לתזרימי מזומנים עתידיים. במצב זה, פגיעה משמעותית בפעילות העסקית של סמייל תקשורת, תפגע באופן ישיר בשווי חברת האחזקות וביכולת שלה להנות מדמי ניהול או מדיבידנדים מהחברות הבנות. בנוסף, שתי האחזקות העיקריות של החברה הינן פרטיות ואינן סחירות לציבור. היעדר סחירות של אחזקות מקטינה את הגמישות הפיננסית של החברה ואת נזילותה.

## רגולציה אינטנסיבית בכל תחומי הפעילות

השפעת רגולציה באה לידי ביטוי בהענקת רישיונות (כלליים ו/או ספציפיים). ברישיון נכללות מגבלות שונות, אותן רשאי משרד התקשורת לשנות בכל עת, עם השתנות תנאים שונים, כגון מדיניות ממשלה והאינטרס הציבורי. כמו כן, רשאי משרד התקשורת לשלול את רישיונות החברה כספק שירותי אינטרנט וכספק שירותי תקשורת בינלאומית אם החברה מפרה תנאי מהותי בהסכם הרישיון. השפעה נוספת של הרגולציה היא על פעילות כלל השוק, בפרט בפיקוח על חברת בזק. בזק כפופה לפיקוח ולהסדרה שלטוניים המתייחסים, בין השאר, לרישוי פעילות, קביעת תחומי פעילות מותרים, תפעול, תחרות, תשלום תמלוגים, חובת אספקת שירות אוניברסאלי, קביעת תעריפים ואיסור הפסקה או הגבלה של שירותיה, דבר העשוי לחייב מתן שירותים גם בנסיבות שאינן כלכליות. בנוסף, כפופה בזק לפיקוח בתחומי מערכת היחסים בינה לבין החברות הבנות שלה. מתוקף רישיון הבזק, מחויבת החברה לפעול, תוך הפרדה מבנית בין פעילויותיה השונות, המונעת שיווק חבילות שירותים (Bundling). הסרת ההפרדה המבנית צפויה לאפשר לבזק למנף את יכולותיה התפעוליות והפיננסיות ולפגוע במתחרותיה, ובכללן החברה. עוד עומד לפתחו של משרד התקשורת נושא הסדרת רישיונות WiMax. מדובר בטכנולוגיה אלחוטית, המאפשרת רוחבי פס עצומים של 50 Mbps ויותר. גם כאן מתקיים ניגוד אינטרסים מול בזק, וגם כאן צפוי עיכוב בהסדרת הנושא. נושא נוסף, מורכב לא פחות, הוא נושא ניידות מספרים - מהלך שהשפעתו על עוצמת התחרות גבוהה מאוד. ניידות מספרים מאפשרת לכל מנוי לעבור ממפעיל למפעיל, מבלי לשנות את מספר הטלפון שלו. לשם כך נדרשת היערכות טכנולוגית וחוזית מורכבת, והנושא נדחה עד להשלמת ההיערכות.

## ניתוח פיננסי (אינטרנט זהב סולו)

**ערב גיוס חוב נוסף, לחברה איתנות פיננסית טובה מאוד. הגיוס המתוכנן יחליש את האיתנות אולם זו תיוותר ברמה טובה יחסית לחברות מסוגה**

ליום 30.6.07 לחברה סולו חוב פיננסי של כ-173.5 מיליון ש"ח, המורכב מאג"ח להמרה והלוואות מבנקים שמימנו בעיקר את הזרמת ההון והלוואות הבעלים לסמייל תקשורת לצורך רכישת קווי זהב. עלות עסקת קווי זהב, בסך של כ-598 מיליון ש"ח, מומנה כדלקמן: כ-275 מיליון ש"ח הזרמת הון לסמייל תקשורת על ידי החברה, כ-100 מיליון ש"ח הלוואות בעלים נדחית של החברה לסמייל תקשורת וכ-225 מיליון ש"ח אג"ח (מתוך 425 מיליון ש"ח) שהנפיקה סמייל תקשורת. יתרת סכום גיוס האג"ח בסך של כ-200 מיליון ש"ח שימשו להקטנת חוב בנקאי לזמן קצר בסמייל תקשורת.

הזרמת ההון העצמי והלוואות הבעלים מצד החברה מומנו באג"ח להמרה שגייסה במהלך מרץ 2005 והלוואות שנטלה מבנקים. החוב מורכב מאג"ח להמרה, בסך של כ-123.9 מיליון ש"ח מתוך 220 מיליון ש"ח ערך נקוב שהונפקו בחודש מרץ 2005, ועומדות לפרעון בשמונה תשלומים שנתיים שווים, החל משנת 2008, האג"ח נושאת ריבית שנתית צמודה של 4.0%. יתר החוב מורכב מאשראי ז"ק מבנקים בסך 37 מיליון ש"ח, וכ-12.5 מיליון ש"ח הלוואות ז"א מבנקים.

נכון ליום 30.6.2007, לסמייל תקשורת מסגרות אשראי און קול בחמשת הבנקים הגדולים בסך של כ-273 מיליון ש"ח. לאינטרנט זהב מסגרת אשראי נוספת של כ-4 מיליון דולר, ולסמייל מדיה, מסגרת של כ-8 מיליון דולר.

על פי הערכות ואומדנים של מידרוג לגבי השווי הנכסי של החברה (קרי שווי סמייל תקשורת, סמייל מדיה ונכסים פיננסיים), היחס בין שווי הנכסים בתוספת מזומן לחוב ברוטו, בהיתן גיוס אג"ח בסך של כ-423 מיליון ש"ח (הנלקח בחשבון בתוספת החוב ובתוספת ההשקעות) הינו בטווח של 2.7-3.0. הערכות שווי הנכסים נסמכות על מכפילי שווי של חברות דומות הנסחרות בבורסה, בהתאמות שונות על פי הערכות מידרוג, ובניכיון אי סחירות. להערכת מידרוג, הגיוס המתוכנן אמנם יחליש את האיתנות הפיננסית אולם היא תשמר ברמה טובה יחסית לחברות מסוגה.

<b>אינטרנט זהב סולו- מאזן ליום 30.6.07 (אלפי ש"ח)</b>			
	<b>התחייבויות שוטפות</b>		<b>רכוש שוטף</b>
37,079	אשראי לזמן קצר	47,501	מזומנים ושווי מזומנים
16,278	אג"ח להמרה		
-	ספקים ונותני שירותים		
1,302	זכאים ויתרות זכות		
<b>54,660</b>	<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>	<b>47,501</b>	<b>סה"כ רכוש שוטף</b>
	<b>התחייבויות לזמן ארוך</b>		<b>השקעות</b>
12,559	הלוואות לזמן ארוך	481,707	השקעות בחברות מוחזקות
102,382	אגרות חוב להמרה*		
<b>114,941</b>	<b>סה"כ התחייבויות ז"א</b>	<b>481,707</b>	<b>סה"כ השקעות</b>
359,607	הון ועודפים		
<b>529,207</b>	<b>סה"כ התחייבויות</b>	<b>529,207</b>	<b>סה"כ נכסים</b>

\* 5.2 מיליון ₪ נוספים מסווגים בהון העצמי כמרכיב הוני.

**שירות החוב תלוי בהחזר הלוואות מסמייל תקשורת, וכן דיבידנדים עתידיים וביכולת השבתת הערך של ההשקעות הקיימות והחדשות**

לחברה אין מקורות הכנסה משל עצמה והיא נסמכת על תזרימים מהחברות הבנות, לצורך שירות החוב הפיננסי. כיום החברה אינה מקבלת דמי ניהול מהאחזקות ועד כה גם לא שולמו דיבידנדים. לחברות הבנות אין מדיניות דיבידנד. חברות צמיחה הן פעלו ומוסיפות לפעול להשקיע את המזומנים בפיתוח הפעילות. שירות החוב נסמך על החזר הלוואות בעלים בעיקר מסמייל תקשורת, על יכולת האחזקות להוסיף ולהציג צמיחה בהכנסות וברווח, באופן שיאפשר לחברה למשוך דיבידנדים ודמי ניהול, וכן על יכולת ההשבתת של החברה את האחזקות הקיימות ואחזקות חדשות.

<b>אינטרנט זהב (מאוחד): ליום 31.3.07 וליום 30.06.07 (אלפי ש"ח)</b>					
<b>31.3.07</b>	<b>30.6.07</b>		<b>31.3.07</b>	<b>30.6.07</b>	
		<b>התחייבויות שוטפות</b>			<b>רכוש שוטף</b>
366,021	189,949	אשראי מתאגידים בנקאיים	73,358	96,477	מזומנים ושווי מזומנים
208,474	229,725	ספקים ונותני שירותים	418	418	השקעות בניירות ערך
59,496	60,911	זכאים ויתרות זכות	246,555	244,016	לקוחות
-	16,278	התחייבויות שוטפת בגין אג"ח להמרה	51,049	31,813	חייבים ויתרות חובה
270,674	433,115	אגרות חוב לא המירות	6,683	2,199	מסים נידחים לזמן קצר
165,668	102,382	אגרות חוב להמרה	<b>378,063</b>	<b>374,923</b>	<b>סה"כ רכוש שוטף</b>
53,995	51,452	הלוואות לזמן ארוך			
38,972	26,529	עתודה למס -זמן ארוך	2,717	2,379	יתרת לקוחות וחייבים לז"א
14,207	13,987	התחייבויות בגין סיום יחסי עובד מעביד, נטו	178	192	מסים נידחים לזמן ארוך
			155,467	161,254	רכוש קבוע
<b>277,073</b>	<b>359,607</b>	<b>הון עצמי</b>	918,155	945,187	רכוש אחר
<b>1,454,580</b>	<b>1,483,935</b>	<b>סה"כ התחייבויות</b>	<b>1,454,580</b>	<b>1,483,935</b>	<b>סה"כ נכסים</b>

\* הנתונים הכספיים המאוחדים הינם על בסיס GAPP.

**אינטרנט זהב (מאוחד): עיקרי דוח רווח והפסד Q1, Q2 2007**  
(אלפי ש"ח)

<u>Q1 07</u>	<u>Q2 07</u>	
<b>296,252</b>	<b>296,310</b>	<b>מכירות</b>
204,111	202,501	עלות המכירות
<b>92,141</b>	<b>93,809</b>	<b>רווח גולמי</b>
37,085	35,360	הוצאות מכירה
15,783	16,446	הוצאות הנהלה וכלליות
5,705	10,264	הפחתת נכסים לא מוחשיים בגין רכישת 012
<b>33,568</b>	<b>31,739</b>	<b>רווח מפעולות רגילות (GAAP)</b>
11,153	14,273	הוצאות מימון
460	1,445	הוצאות חד פעמיות בגין המיזוג
3,520	(6,501)	הוצאות (הכנסות) מיסים
(43)	18	חלק המיעוט (בהפסדי) רווחי חברות מאוחדות
<b>18,478</b>	<b>22,504</b>	<b>רווח נקי לתקופה</b>

\* הנתונים הכספיים המאוחדים הינם על בסיס GAAP.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הצפת ערך משמעותית של אחזקות תוך שיפור ברמת הנזילות והקטנת המינוף הפיננסי
- השקעות חדשות שיובילו לחיזוק משמעותי של המיצוב העסקי או הפיננסי של החברה, בפרט תוך תרומה לפיזור האחזקות

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- השקעות חדשות משמעותיות המאופיינות בסיכון עסקי או פיננסי גבוהים מאלו של ההחזקות הקיימות או כאלו שאינן עומדות באסטרטגיית העסקית שהוצגה בפני מידרוג
- פגיעה מתמשכת בתוצאות הכספיות או באיתנות הפיננסית של האחזקות העיקריות
- מדיניות דיבידנד שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות של החברה
- הגדלה ברמת המינוף של החברה שתוביל לפגיעה משמעותית ביחסי הכיסוי

**סולם דירוג התחייבויות:**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 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 משתמש 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.

דוח מספר : IGL070808430M

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") 2007.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינייה 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://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, 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 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. 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.