



אינטרנט זהב - אסיפת מחזיקי אגרות חוב

חוות דעת מומחה פיננסי מטעם בית המשפט בנוגע להצעת
סרצ'לייט לרכישת השליטה בביקום

אבישי עובדיה, רו"ח

אבלון מחקרים בע"מ

שד' דוד המלך 51, תל אביב

אינטרנט זהב - רקע

- אינטרנט זהב מחזיקה ב-52% מביקום שמחזיקה ב-26.3% מבזק.
- **ב-16 בינואר** הודיעה אינטרנט זהב ("החברה") על הפסקת תשלומים למחזיקי אגרות החוב שלה – סדרות ג' וד', על רקע כישלון במכירת השליטה בבי קומיוניקשיין ("ביקום").
- החברה מסרה, באותו המועד, כי קיבלה הצעה לא מחייבת לרכישת החזקתה בביקום שגוזר ערך נכסי נקי (NAV) שלילי לחברה (ערך הנכסים נמוך מההתחייבויות).
- **ב-20 במארס** דיווחה ביקום על הפחתות צפויות בדוח השנתי כתוצאה מירידת ערך בקבוצת בזק. הונה העצמי של ביקום ירד ל-171 מיליון שקל בדוח השנתי ל-2018.
- הונה העצמי של ביקום בהתחשב בהנפקה פרטית שהושלמה בינואר, מסתכם ב-288 מיליון שקל.
- עם זאת, מנתוני ה-20F (הדוח השנתי המלא שפרסמה ביקום) עולה כי הונה המעודכן לסוף 2018 - 228 מיליון שקל, ומכאן שהונה אחרי הגיוס הפרטי - 345 מיליון שקל.

אינטרנט זהב - רקע

- בעקבות הירידה בהון, ביקום מצוייה בהפרה צפוייה של התניה פיננסית (קובננטס) כלפי מחזיקי אג"ח מסדרה ג'. ביקום צריכה לעמוד בהון עצמי (המיוחס לבעלי המניות) של לפחות 650 מיליון שקל. על רקע זה, הודיעה החברה על עצירת תשלומים למחזיקי אגרות החוב.
- בתגובה צנחה מניית ביקום, ובהתאמה, הערך הנכסי השלילי של אינטרנט זהב עלה לכ-500 מיליון שקל (ומחיר האג"ח ביטא תספורת של 70%)

נכסים והתחייבויות של אינטרנט זהב

אגרות חוב

730 מיליון שקל

מניות ביקום

19.36 מיליון מניות;
שווי – 122 מיליון שקל
(לפי מחיר של 6.3
שקל)

מזומן

135 מיליון שקל

- הערך הנכסי הנקי על פי הנתונים לעיל (ובהתעלם מהחשיפה המשפטית) מבטא שווי של 35 אגורות לאגרת חוב.
- שווי השוק של האגרת – 39 אגורות.

הצעת סרצ'לייט – 9 באפריל

ב-9 באפריל הציעה סרצ'לייט לחברה, הצעה שמבטאת את התקבולים והערכים הבאים:

- מחזיקי החוב יקבלו כ-300 מיליון שקל במזומן - 165 מיליון שקל שסרצ'לייט תזרים כנגד מניות ביקום (המוחזקות על ידי אינטרנט זהב ויעברו אל סרצ'לייט במסגרת העסקה) וכן 135 מיליון שקל – מזומן בקופה.
- בנוסף, סרצ'לייט תעביר למחזיקי אגרות החוב מניות ביקום בסך של 60 מיליון שקל.

התמורה הכוללת על פי הצעה זו – 360 מיליון שקל, ובתרגום למחיר אג"ח – כ-49 אגורות.

במסגרת העסקה התחייבה סרצ'לייט להזרים 250 מיליון שקל לביקום.

מחזיקי האג"ח בחרו להתקדם עם הצעה זו (ולא מול הצעת זאבי)

הצעה מעודכנת של סרצ'לייט

בהמשך למגעים בין סרצ'לייט, אינטרנט זהב וביקום, התקבלה הצעה מעודכנת מסרצ'לייט.

- **סרצ'לייט תעביר 225 מיליון שקל לאינטרנט זהב.**
- **אינטרנט זהב תשקיע 36 מיליון שקל** במניות ביקום (באותם התנאים שתשקיע סרצ'לייט – הנמוך מבין 4.8 שקל או מחיר המבטא 25% הנחה על הממוצע המשוקלל של מחיר המניה ב-30 הימים האחרונים למועד החתימה). השקעה זו נעשית על פי חלקה היחסי (52%) בביקום בהנפקה כוללת של 70 מיליון שקל.
- **אינטרנט זהב תשקיע 310 מיליון שקל** באגרות החוב סדרה ג' של ביקום (פירעון בסוף התקופה – נובמבר 2024). ההנפקה תהיה בפארי (לפי הערך המתואם של האיגרת – כ-101.8 אגורות)
- **המחיר של אגרות החוב ביקום סדרה ג',** אם וככל שיהיה הסדר, מוערך על ידי בהינתן ריבית אפקטיבית של כ-5.5% ב-94-93 אגורות, וסך ההשקעה באגרות החוב מוערכת ב-290 מיליון שקל.
- **מזומנים בקופה –** לחברה יוותרו בקופה מזומנים בסך 14 מיליון שקל (135 מיליון מזומנים לפני ההסדר, הזרמה של 225 מיליון מסרצ'לייט בניכוי השקעה במניות ביקום 36 מיליון ובניכוי השקעה באג"ח 310 מיליון שקל, ומבלי להתחשב בהוצאות הנה"כ שוטפות).

הצעה מעודכנת של סרצ'לייט - סיכום

- ערך החבילה הכולל בהצעה המעודכנת – 340 מיליון שקל, ובתרגום למחיר אג"ח – כ-46.5 אגורות.
- ההצעה מבטאת ירידה של כ-6% לעומת המחיר בהצעה המקורית.
- האם העסקה כדאית למרות ירידה של 6% בתמורה למחזיקי החוב? להערכתי כן.
- בעת ההצעה המקורית, היתה אי וודאות גדולה לגבי המו"מ של סרצ'לייט מול ביקום. למעשה, ההצעה המקורית לא היתה סגורה כלל, והיתה תלויה וכפופה בהסכמות בין סרצ'לייט לביקום.
- **במבחן העלות תועלת** - עלות (6% ירידה בתמורה) לעומת התועלת (וודאות גדולה יותר לקראת אישור העסקה על ידי כל הנוגעים בדבר), להערכתי התועלת עולה על העלות.
- **ההצעה מגלמת מחיר של כ-9.8 שקל למניית ביקום – פרמיה של כ-55% על מחיר השוק.**
- ככל שלא תיסגר עסקה יחסית מהירה, העלויות השוטפות של אינטרנט זהב, לרבות עלויות הסדר החוב יכרסמו בתמורה למחזיקי החוב. מדובר בפגיעה מוערכת של **מעל 2% בשנה**.

ניתוח התמורה למחזיקי אגרות החוב

שינוי מההצעה הקודמת	הצעה מעודכנת	הצעה באפריל	
(286)	14	300	מזומן
(24)	36	60	מניות ביקום
290	290	0	אגרות חוב ביקום סדרה ג'
(20)	340	360	סה"כ
(6%)	46.6	49.3	במונחים של מחיר לאג"ח (באגורות)

המלצתי

כמומחה הפיננסי מטעם בית המשפט בהסדר החוב של אינטרנט זהב, אני ממליץ למחזיקי החוב להיענות להצעה. ככל ואדרש אמליץ בפני כבוד השופט לקבל את ההסדר המושתת על הצעה זו.

הגבלת אחריות

- המידע המפורט בחוות הדעת לא מתיימר לתאר את מכלול המידע הפיננסי והעסקי על החברה והחברות המוחזקות על ידיה. אין לראות במידע כאן משום תחליף לקריאת דיווחי החברה ולהסקת המסקנות הנדרשות על פיהם.
- הנתונים המידע בחוות הדעת מבוססים על מידע ציבורי כפי שפורסם על ידי החברה ו/או מי מטעמה. עבודתי אינה כוללת בדיקה בלתי תלויה ו/או אימות של הנתונים האלו. לאור זאת, מסמך זה לא יחשב ולא יהווה אישור לנכונותם, שלמותם או דיוקם של נתונים אלה.
- התוצאות בפועל עלולות להיות שונות מהתחזיות כתוצאה מגורמים שונים.
- המידע האמור בחוות הדעת עשוי להשתנות באופנים רבים ומגוונים לאור מידע שיתקבל או לאור אירועים שיקרו בעתיד.