



אינטרנט זהב - אסיפת מחזיקי אגרות חוב

הערכת 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 (" החברה ") מחזיקה ב-52% מבי-קומיוניקיישן (ביקום) שמחזיקה ב-26.3% מבזק.
- החברה נמצאת במהלך של הסדר חוב.
- לחברה שתי סדרות אג"ח:
 - אג"ח ג' - 20.25 מיליון ע"נ - ערך התחייבויותי (פארי): כ-22 מיליון שקל
 - אג"ח ד' - 681.58 מיליון ע"נ - ערך התחייבויותי (פארי): כ-720 מיליון שקל
 - סה"כ ערך התחייבויותי: כ-742 מיליון שקל

נכסים והתחייבויות של אינטרנט זהב

אגרות חוב

742 מיליון שקל

מניות ביקום

19.36 מיליון מניות;
שווי – 114.6 מיליון
שקל (לפי מחיר של
5.918 שקלים)

מזומן

135 מיליון שקל

- הערך הנכסי הנקי על פי הנתונים לעיל (ובהתעלם מחשיפה משפטית ומהוצאות עתידיות) מבטא שווי של כ-36.5 אגורות לאג"ח ג' וכ-35.4 אגורות לאג"ח ד'.
- מחיר השוק של האג"ח - 35.6 אגורות לאג"ח ג' ו-33.2 אגורות לאג"ח ד' (נתונים מעודכנים לבוקר ה-13 ביוני 2019).

הצעות סרצ'לייט לרכישת השליטה בביקום

- **הצעה ראשונה** - ב-9 באפריל הציעה סרצ'לייט לחברה הצעה לרכישת השליטה בביקום ובכך לשלוט בבזק.
 - **התמורה הכוללת על פי הצעה זו** – 360 מיליון שקל, ובתרגום למחיר אג"ח – כ-49 אגורות (ללא התייחסות לחשיפה משפטית והוצאות עתידיות).
 - במסגרת העסקה התחייבה סרצ'לייט להזרים 250 מיליון שקל לביקום.
- **הצעה שנייה** - בהמשך למגעים בין סרצ'לייט, אינטרנט זהב וביקום, התקבלה באמצע מאי הצעה מעודכנת מסרצ'לייט.
 - **סרצ'לייט הציעה להעביר 225 מיליון שקל לאינטרנט זהב.**
 - **אינטרנט זהב תשקיע 36 מיליון שקל** במניות ביקום (במחיר הנמוך מבין 4.8 שקלים או מחיר המבטא 25% הנחה על הממוצע המשוקלל של מחיר המניה ב-30 הימים האחרונים למועד החתימה). יודגש כי במסגרת ההצעה המעודכנת נקבעה השקעה של 35 מיליון שקל.
 - **אינטרנט זהב תשקיע 310 מיליון שקל** באג"ח סדרה ג' של ביקום (פירעון בסוף התקופה – נובמבר 2024).

הצעות סרצ'לייט לרכישת השליטה בביקום

- ערך החבילה הכולל בהצעה השנייה (ראו הרחבה במצגת מיום 15 במאי 2019) – 340 מיליון שקל, ובתרגום למחיר אג"ח – כ-46.5 אגורות (ללא התייחסות לחשיפה בגין תביעות משפטיות והוצאות עתידיות)
- ההצעה ביטאה ירידה של כ-6% לעומת המחיר בהצעה המקורית.

הצעה מעודכנת

- ב-12 ביוני פרסמה החברה את הצעת סרצ'לייט המעודכנת.
- ככלל ההצעה המעודכנת מבוססת על ההצעה הקודמת, אך ישנן התאמות שנבעו משינוי סעיפים בהצעה תוך כדי המו"מ.

הצעה מעודכנת של סרצ'לייט - הערך לנושים

- **הצעה מעודכנת: סרצ'לייט תעביר 225 מיליון שקל לאינטרנט זהב. אינטרנט זהב תשקיע 35 מיליון שקל במניות ביקום (על פי מחיר הנמוך מבין 4.8 שקלים או מחיר המבטא 25% הנחה על הממוצע המשוקלל של מחיר המניה ב-30 הימים האחרונים למועד החתימה).**
- **שווי ההחזקה של אינטרנט זהב במניות ביקום אם העסקה היתה נסגרת במועד זה היה 53 מיליון שקל - רכישה לפי מחיר הנמוך מ-4 שקלים ומחיר נוכחי (בוקר של ה-13 ביוני) של 5.92 שקלים.**
- **אינטרנט זהב תשקיע 310 מיליון שקל באג"ח סדרה ג' של ביקום. האג"ח ישלמו ריבית שקלית של 3.85% והקרן תעמוד לפירעון בנובמבר 2024.**
- **יודגש כי על פי הסכם הרכישה, יעשו מאמצים לרשום שעבוד של מניות בזק לטובת מחזיקי החוב. עם זאת, אי קבלת שעבוד, לא מהווה תנאי מחייב לקיום ההסכם. כמו כן, הכוונה שניירות הערך שיוקצו, יהיו סחירים. אך, במידה ולא יהיו סחירים, הרי שלא מדובר בהפרה של תנאי ההסכם.**
- **על רקע הנתונים הללו, אני מעריך שהאג"ח האלו ייסחרו בשוק בתשואה שקלית אפקטיבית של 5.5% עד 6%. תשואה זו מבטאת שער של 90.3-92.5 אגורות (מחיר אמצע - 91.4 אגורות).**

הצעה מעודכנת של סרצ'לייט - הערך לנושים

- הערך למחזיקי החוב נובע מהאג"ח של ביקום שיתקבלו בהסדר, מניות ביקום שיתקבלו בהסדר, והמזומנים בקופת החברה.
- יודגש כי ערך האג"ח חושב על פי הערכת מחיר של רגע אחרי ההסדר (תחת הנחת LTV של כ-85%). ערך מניות ביקום חושב, באין הערכה מתאימה יותר בשלב זה, לפי מחיר השוק (בהינתן שהעסקה היתה מתרחשת כעת).
- בשלב ראשון (ראו טבלה בהמשך) חושב הערך להיום. בשלב הבא חושבה השחיקה במזומנים - הוצאות שוטפות והוצאות הסדר. העלויות השוטפות של אינטרנט זהב, לרבות עלויות הסדר החוב, מכרסמות בתמורה למחזיקי החוב. מדובר בפגיעה מוערכת של מעל 2% מהתמורה בשנה (בין 7 מיליון ל-12 מיליון שקל בשנה).
- אחרי הוצאות אלו מקבלים את הערך לכלל הנושים (בעוד 3-4 חודשים) - כ-344 מיליון שקל.
- **תביעות משפטיות** - הערכה זו לא מתייחסת לחשיפות שעשויות להיות בגין תביעות משפטיות מול החברה.

הצעה מעודכנת של סרצ'לייט - הערך לנושים

- **שלד בורסאי** - קיים נכס נוסף לנושים, השלד הבורסאי של אינטרנט זהב (שנסחרת בבורסה המקומית ובוול-סטריט). ערך הנכס אמנם נמצא בסיכון להפחתת ערך (התראה על כוונה למחיקתו מהנאסד"ק), אבל ערכו יכול בהערכה שמרנית להסתכם בכמה מיליוני שקלים. ערך זה (בשל הסיכון) לא נכלל בסיכום חוות הדעת (ובטבלה שבעמוד הבא).

- **שורה תחתונה:** שיעור החזר לנושים של **46.3%**

(טבלה מסכמת בעמוד הבא)

ניתוח התמורה לנושים

תמורה לנושים	שינוי צפוי בטווח של 3-4 חודשים	תרחיש נוכחי	(הנתונים במיליוני שקלים)
8	(6)	14	מזומן
53	0	53	מניות ביקום
283	0	283	אג"ח ביקום סדרה ג'
344	(6)	350	סה"כ
46.3		47.1	שיעור החזר (%)

המלצתי

כמומחה הפיננסי מטעם בית המשפט בהסדר החוב של אינטרנט זהב, אני ממליץ למחזיקי החוב להיענות להצעה המעודכנת. ככל שאדרש, 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 והמידע 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 ייחשב 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.