

יום ראשון 16 ביוני 2019

לכבוד:

דורון תורג'מן, מנכ"ל אינטרנט זהב
יוסי רוזניק, רו"ח, רוזניק פז נבו נאמנויות
עדי פיגל, עו"ד, פרץ פיגל, משרד עורכי דין
אדוארד קלר ושלומי ברכה, נציגות אגרות החוב

הנדון: מענה לתגובת אבי קרן ואסף אפרתי

שלום רב,

הנה תגובתי לטענות המחזיקים אבי קרן ואסף אפרתי (מכתבם מהיום)

1. ביחס לנכתב - "לעמדתנו חוות הדעת הכלכלית של המומחה הכלכלי חסרה ניתוח רגישויות ביחס למחיר מניית בזק ומתמקדת התמקדות משמעותית ומוגזמת (מדי לטעמנו) במצבה הנוכחי של מניית בזק לאחר הפחתות מהותיות וחד פעמיות באופיין (לרבות העובדה שאינן תזרימיות), מבלי שהוא התייחס כלל לפעילות השוטפת של בזק לרבות הדו"ח האחרון אשר הראה על עלייה של 15% ברווח הרבעוני מהפעילות השוטפת"

חוות הדעת מתייחסת להצעת סרצ'לייט ובוחנת את ערך ההצעה. מול הצעה זו קיימת בפועל אפשרות של פירוק שערכה (על פי מחיר השוק של ביקום) מודגשת בחוות הדעת. הצעת סרצ'לייט באופן מובהק עדיפה למחזיקים. הערך של המחזיקים באגרות חוב נגזר משני מכשירים שתלויים במניית בזק – אגרות החוב שמהוות את רוב החבילה ומניית ביקום (שהינה אופציה על בזק). שתייהן קיבלו התייחסות בחוות הדעת (אגרות החוב על פי תשואה אפקטיבית של 5.5%-6%) ומניית ביקום לפי מחיר של 5.92 שקל למניה – מחיר השוק. התמחור הזה מבטא את המינוף שיהיה בביקום רגע אחרי (בהינתן מחיר השוק הנוכחי של בזק), ואת המחיר הנוכחי (ליום האסיפה) של מניית ביקום. המחיר של בזק בשוק ושל ביקום בשוק הוא העוגן של חוות דעתי, והוא מגלם כמובן את הפעילות השוטפת ואת הדוחות הכספיים שפורסמו. צריך לזכור שהערך הנכסי הנקי של מניית ביקום רגע אחרי העסקה (אם וכאשר תושלם) נמוך משמעותית ביחס למחיר בחוות הדעת. כך שהשוק מתמחר בפרמיה את האופציה על מניית בזק (גם לאור הדוחות).

2. ביחס לנכתב – "לעמדתנו, חובה על המומחה הכלכלי, כזרועו הארוכה של בית המשפט, לציין ולהתייחס באופן משמעותי לעובדה כי ההפחתות החד פעמיות שהיו בקבוצת בזק אינן תזרימיות ולנסות לתת הערכת שווי כלשהי שמנטרלת את מרכיב ההפחתות המדובר, על מנת להציג הון עצמי מנוטרל לבזק, בדומה לשיטת ההון העצמי המנוטרל שמציגה חברת בתי זיקוק (בזן) בדוחותיה הכספיים ושמציגות חברות אחרות".

הערכתי מתייחסת לכל המידע הידוע לרבות שההפחתות הן לא תזרימיות. הערכת שווי והערכה כלכלית בהגדרה נשענות כמובן על הכלכלה ולא על החשבונאות. ואדגיש שוב – חוות הדעת/ההערכה מתייחסת לשווי השוק שנגזר ממשקיעים שקונים ומוכרים (במיליונים רבים מדי יום) ובהתייחס למידע ידוע, לרבות עניין ההפחתות. אם השוק ובהתאמה הערכתי היו נשענים על דוח הרווח והפסד של 2018, המספרים היו אחרים לגמרי (לשלילה).

3. נכתב – "בחינה של ההון העצמי המנוטרל הייתה מראה כי הקובנט של ביקום כלל לא הופר בהפחתות האחרונות שביצעה בזק ושהשפיעו על ביקום. כמו כן, בהיקש, לאור כללי GAAP NON והאופן בו ביקום יכולה הציג את דיווחיה על בסיס GAAP NON כחברה נסחרת בארה"ב לשם דיווח, ברי כי ניתן להראות הון עצמי (מנוטרל הפחתות) שיעמוד בדרישות הקובנט".

פשוט לא נכון ולא קשור. המניע שלכם להציג תוצאות משופרות ברור. בפועל, קיימים "סטטים" של דיווח לא חשבונאי כדי להציג מעין תוצאות נקיות יותר. בדוחות הכספיים של בזק יש נתונים מסוג זה (נתונים לא חשבונאיים) שמבהירים ומזקקים את התוצאות התפעוליות לרבות EBITDA. בפועל, שוויה של בזק נגזר בעיקר מיכולתה לייצר תזרים תפעולי, תזרים חופשי ו-EBITDA, ולא מהרווחים או ההפסדים. אבל, ההצגה הזו אין בה כדי להשפיע על החשבונאות ועל הקובננטס ועל ההפרה של הקובננטס. העובדה הפשוטה שההון החשבונאי של ביקום נמצא מתחת לרף על פי הקובננטס.

4. וביחס לנכתב – "לעמדתנו, חוות הדעת של המומחה הכלכלי לא מתייחסת באופן ממשי לאופציות אחרות של ריפוי הקובננט באמצעים חלופיים (לרבות הנפקה עצמאית של ביקום לבעלת השליטה אינטרנט זהב ולבעלי מניות מקרב הציבור, וכזכור הנפקה שבוצעה בשערים גבוהים פי שתיים וחצי לערך של מניית ביקום לפני מספר חודשים הופצה תוך דקות ללא בעיות חיתום כלשהן) ולניתוח רגישות במצב של תיקון עצמאי של הקובננט בניתוח רגישות למול מחיר מניית בזק. בנוסף, המומחה הכלכלי לא התייחס לערך האופציה שבהישארות המצב על כנו (STANDSTILL) לרבות חלופה של העברת מלוא החוב של אינטרנט זהב כחוב נחות לנושי ביקום הנוכחיים תמורת הזרמה לביקום, עובדה שהלכה למעשה מתרחשת בהצעת סרצ'לייט הנוכחית, לאור העובדה שכספי התמורה ממכירת מניות ביקום מוזרמת לתוך ביקום בפעולות פיננסיות שמהותן הכלכלית לא הוסברה כלל בחוות דעת המומחה.

אין בנקודת זמן זו אפשרויות שיניבו למחזיקי החוב תמורה גבוהה יותר. העניין עלה גם בכל האספות האחרונות וגם באסיפה האחרונה (שלא נכחתם בה). ההתייחסות להנפקה במחיר של פי 2.5 ממחיר השוק מביכה. המחיר בהנפקה הפרטית לא היה כמובן פי 2.5 ממחיר השוק. הנפקה פרטית נעשית לרוב בדיסקאונט על מחיר השוק. חשוב להדגיש – הערך הנכסי של ביקום הוא אפס. הערך בשוק הוא 200 מיליון. הנפקה בביקום עלולה לדלל את אינטרנט זהב ולגרום לאיבוד ערך בשני מובנים – ירידת אחזקה וירידת מחיר מניה.

5. וביחס לנכתב – "לדעתנו ולעמדתנו, חובה על המומחה הכלכלי לבחון ולהציע חלופות כלכליות אחרות כמקובל בהסדרי חוב דומים".

אני מחויב לשרת את האינטרס הציבורי כזרוע הארוכה של בית המשפט ולא של גורמים מסוימים ו/או קבוצות מסוימות של מחזיקים. לטובת כלל המחזיקים פרסמתי את הערכתי הכלכלית, למרות שהיא לא נדרשה על ידי בית המשפט. לקראת הדיון בבית המשפט (סעיף 350), אתייחס גם לחלופות אחרות רלבנטיות. כרגע החלופה היחידה היא פירוק שכאמור מספקת ערך נמוך יותר למחזיקי החוב.

אבישי עובדיה, רו"ח
מומחה פיננסי מטעם בית המשפט
בהסדר אינטרנט זהב