

חוות דעת מומחה

על פי סעיף 350 לחוק החברות

לעניין כדאיות הסדר החוב המוצע לבעלי אגרות החוב של אינטרנט זהב בע"מ

רו"ח אבישי עובדיה

אבלון מחקרים בע"מ

שד' דוד המלך 51, תל אביב

תוכן עניינים

3.....	רקע - אינטרנט זהב כחלק מפירמידת אלוביץ'
4.....	חלוקת דיבידנדים בקבוצה
5.....	אינטרנט זהב - הדרך לחדלות פירעון
7.....	אינטרנט זהב – מצב נוכחי
8.....	הצעות סרצ'לייט לרכישת השליטה בביקום
9.....	הצעה מעודכנת של סרצ'לייט
9.....	ערך החבילה בהצעה של סרצ'לייט
14.....	ריכוז התמורות לנושים
15.....	חלופת הפירוק
16.....	חלופות נוספות
16.....	סיכום המלצתי
18.....	נספח א' – תוצאות כספיות של בזק, ביקום ואינטרנט זהב
24.....	נספח ב' : פרטים על המומחה הפיננסי

רקע - אינטרנט זהב כחלק מפירמידת אלוביץ'

חברת אינטרנט זהב ("החברה" שמניותיה נסחרות בבורסה בת"א ובנאסד"ק, היא חלק מהפירמידה ששימשה לרכישת השליטה בחברת בזק. שאול אלוביץ' שהיה בעל השליטה ביורקום רכש בסוף 2009, את השליטה בבזק דרך ביקום (שמה "הפופולארי" – ביקום; שמה הרשמי - ביקומיוניקשינס) שנשלטה על ידי אינטרנט זהב שנשלטה על ידי יורקום.

כל אחת מהקומות בפירמידה הוחזקה בשיעור חלקי שהקנה שליטה על הקומה שמתחת, אך ההחזקה המשורשת בהון היתה נמוכה משמעותית.

כל אחת מהקומות היתה ממונפת (עם חוב נטו), והיה תמריץ חזק להעלות דיבידנדים במעלה הפירמידה, כדי לשרת את החובות הפיננסיים לאורך הקומות.

אינטרנט זהב, היתה, אם כך - סוג של "חברת צינור". יורקום שלטה בה היא שלטה בביקום (החזקה נוכחית של 52%), כשביקום מחזיקה ב-26% מבזק.

במישור החשבונאי, אינטרנט זהב היתה חברת החזקות עם החזקה יחידה, שמול הנכס היחיד (מניות ביקום) יש לחברה חוב פיננסי (התחייבות למחזיקי האג"ח). אותו מודל היה גם לביקום, ומכאן **שבהיבט הכלכלי** – ביקום היתה אופציה על נכס הבסיס - בזק, ואינטרנט זהב היתה אופציה בסיכון גבוה עוד יותר, על מניית בזק.

הסיכון הגדול לווה בסיכוי גדול. אופציה היא מכשיר שבהיבט הפרקטי, מניבה מעל תשואת נכס הבסיס, לטוב ולרע. זאת הסיבה שמניית אינטרנט זהב זינקה עם רכישת השליטה בבזק מ-30 שקל ל-100 שקל, אך אחרי תקופה קצרה חזרה לאזור ה-30 שקל, ובהמשך נשחקה, עד למחירה הנוכחי

להלן גרף של מניית אינטרנט זהב בתקופה האמורה (נלקח מאתר גלובס):



חלוקת דיבידנדים בקבוצה

חלוקת הדיבידנדים מבזק היתה חלק מהמודל העסקי של הפירמידה. מאז הרכישה (רכישת השליטה בבזק), בזק הגבירה את קצב חלוקת הדיבידנדים. החברה חילקה הרבה יותר משהרוויחה (בעיקר בזכות הפחתות הון).

בסה"כ מאז הרכישה ועד היום חילקה בזק מעל 20 מיליארד שקל (טבלה בהמשך), כאשר ביקום קיבלה לפי שיעור החזקתה (החל מ-2010 ועד ינואר 2016 כ-30% והחל מפברואר 2016 ועד היום כ-26%).

חלוקות דיבידנד מבזק:

תאריך חלוקה	חלוקה באגורות	חלוקה במיליוני שקל
18/04/2010	91.7	2,475.9
21/09/2010	47.8	1,290.6
19/05/2011	43.05	1,162.8
10/08/2011	36.6	992.0
19/09/2011	55.07	1,490.0
06/05/2012	57.9	1,570.0
23/09/2012	54.9	1,490.0
01/05/2013	50	1,354.0
03/09/2013	54	1,462.0
06/04/2014	29.4	796.0
15/09/2014	46.3	1,253.6
14/05/2015	30.9	845.0
12/10/2015	33.9	935.0
17/05/2016	28.06	770.0
20/09/2016	24.04	670.0
16/05/2017	20.9	577.0
01/10/2017	25.6	707.0
10/05/2018	13.3	368.0
10/10/2018	11.5	318.0
סה"כ	754.92	20,526.90

עם זאת, החלוקות של בזק "נעצרו" בקומה של ביקום לצורך שירות החוב שלה. החלוקות של ביקום היו נמוכות יחסית כשבשנים 2013-2016 חולקו 584 מיליון שקלים. מתוך סכום זה קיבלה אינטרנט זהב כ-65%

חלוקות דיבידנד מביקום:

תאריך חלוקה	חלוקה באגורות	חלוקה במיליוני שקל
03/12/2013	3.41	102
16/06/2015	2.24	67
29/09/2015	0.73	22
23/12/2015	1.27	38
29/06/2016	11.88	355
סה"כ	19.53	584

חלוקות דיבידנד מאינטרנט זהב לבעלי המניות שלה, בתקופה זו - אפס.

אינטרנט זהב - הדרך לחדלות פירעון

חדלות הפירעון של אינטרנט זהב היא גם בהיבט המאזני וגם בהיבט התזרימי. המצב הזה נגרם בהיבט הישיר בגלל ירידה בערך מניית ביקום בשוק, עד למצב שערך המניות של ביקום לצד המזומנים בקופה, קטן מהחוב הפיננסי (יודגש שחישוב זה אינו כולל פרמיית שליטה).

הסיבה העקיפה, אך האקוטית היא הירידה במניית בזק. מניית בזק היא זו שמשפיעה על מחיר מניית ביקום, ובעקיפין היא זו שמשפיעה על מניית אינטרנט זהב.

הירידה במניית בזק בשנה האחרונה נובעת מכמה סיבות עיקריות:

- חולשה בתוצאות הפיננסיות (הרחבה על התוצאות הפיננסיות של בזק ושל ביקום ואינטרנט זהב **בנספח א'**)
- תחזית להמשך ירידה בפעילות הקווית (והרווחית של החברה)
- המשך תחרות עזה בשוק הסלולר שהתעצמה בשנה האחרונה עם כניסת אקספון לשוק
- המשך הפסדים של חברת הלווין, יס והפחתת השווי של יס בספרי בזק לאפס
- צורך בהשקעה גדולה בתשתיות של פריסת סיבים אופטיים ותשתיות בכלל בתחום הקווי, של תשתית IPTV בתחום הטלויזיה ושל תשתית דור 5 בתחום הסלולר.
- הפחתת הדיבידנדים השוטפים (עד לעצירתם המוחלטת) והגידול ביחסי המינוף והכיסוי של בזק
- אי וודאות רגלוטורית
- סימן שאלה לגבי ביטול ההפרדה המבנית בקבוצה.
- הפחתות של נכסים מאזניים, בעיקר ערכי חברות בנות
- אי וודאות לגבי הפחתת נכס מס וניצולו
- קושי במציאת מתעניינים פוטנציאליים ברכישת החברה
- חקירת רשות ניירות ערך בנוגע לעסקת בזק – יס ואי הוודאות סביב החקירה שעדיין נמשכת
- חקירת משטרת ישראל בנוגע לתיק 4000 והחשש מפגיעה בהטבות שניתנו בעבר לבזק
- העובדה שבעל השליטה שאול אלוביץ הגיע למצב של חדלות פרעון בקומת יורוקום ונכס הבסיס בזק נמצא על המדף למכירה כבר מעל שנתיים
- חשש בשוק ההון מחדלות פרעון בקומת ביקום שיביא לביזור השליטה ולהצפת השוק במניות שיוצאו למכירה על ידי נושי ביקום

הירידה במניית בזק ובהתאמה בביקום, הביאו לשווי נכסי שלילי לחברת אינטרנט זהב, ועל רקע זה, החל מינואר השנה, החליטה החברה על עצירת תשלומים למחזיקי החוב.

יודגש כי אינטרנט זהב אינה חברה תפעולית, וגורלה תלוי באופן מובהק בבזק וביקום. לאינטרנט זהב לא היו מקורות פיננסיים שוטפים. המקורות של החברה היו חלקה בדיבידנד מביקום, לצד פעילויות מימון (גיוס אגרות חוב, גיוס הון) ומכירת מניות בביקום. השימושים שלה היו לצרכי מימון (פירעון אג"ח וריבית) והוצאות תפעוליות שוטפות.

הוצאות הסולו של החברה שחושבו על ידי (לרבות הוצאות הריבית על החובות הפיננסים) מסתכמות בכ-50 מיליון שקל בשנה. באין מקורות שוטפים מדיבידנד, נוצר גירעון הולך וגדל (תזרימי ותוצאתי) וכך למעשה, "התקדמה" החברה למצב של חדלות פירעון.

אירועים שקדמו להסדר החוב – באפריל 2018 מונו (בהמשך להחלטה של בית המשפט) מנהלים מיוחדים מטעם הבנקים ליורקום תקשורת (החברה האם של אינטרנט זהב), וזאת על רקע חוסר יכולתה של החברה לשרת את חובה. בשלב זה, היו שתי הצעות לרכישת השליטה בבזק (דרך החברות במעלה הפירמידה) – הצעה של נתי סידוף, והצעה של האחים נוימן (צחי ורחן נוימן), שהציעו לשלם עבור אינטרנט זהב כ-400 מיליון שקל. הצעה זו לא התממשה.

ביוני 2018 גייסה אינטרנט זהב 100 מיליון שקל (55 מיליון שקל מהבנקים) ו-45 מיליון שקל מהציבור.

ב-16 בינואר 2019, החליט דירקטוריון אינטרנט זהב על עצירת תשלומים למחזיקי אגרות החוב של החברה, כשבמקביל הוחלט על כניסה לדיאלוג מול המחזיקים. ההחלטות הגיעו כאמור על רקע איבוד ערך של בזק וביקום, וחשש שלא יהיה ניתן לשרת את החוב. ההחלטה על עצירת התשלומים נבעה מכישלון הליך המכירה של בזק - עד ה-15 בינואר, במסגרת הליך המכירה, היו אמורות להתקבל הצעות לרכישת השליטה בבזק, ובפועל התקבלו אינדיקציות לא מחייבות.

רגע לפני הדיווח על עצירת התשלומים וכניסה לדיאלוג עם מחזיקי האג"ח, סיפקה בזק את הטריגר לדיווח. ב-8 בינואר בזק מסרה כי במסגרת הדיונים בתחזיות הרב שנתיות של כל החברות בקבוצת בזק, נערכו דיונים בדירקטוריונים של החברות הבנות – פלאפון תקשורת, בזק בינלאומי, די.בי.אס שירותי לוויין (יס), בעניין סקירת תחזיות רב שנתיות על בסיס הערכות מוקדמות ותרחישים שונים של הנהלות החברות הבנות.

מהדיונים האלו התברר כי ערך החברות הבנות כפי שהוא מוצג במאזני בזק, אינו מבטא את הערך הכלכלי.

כלומר, בהתחשב בתזרימי המזומנים החזויים מהחברות המוחזקות, הערך של כל אחת מהחברות נמוך מהערך המוצג במאזן. המשמעות היא שבמקביל להערכות שווי של גורמים חיצוניים וכתוצאה מהן, יירשמו מחיקות במאזן בזק.

הנהלת בזק הדגישה כי ישנה אפשרות לירידה מהותית מאוד בשווי הפעילויות והחברות הבנות.

ואכן, ב-19 מארס דיווחה בזק כי הדוחות הכספיים ב-2018 יכללו מחיקה של 1.5 מיליארד שקל בגין חברת הלוויין.

ביקום השולטת בבזק לא נותרה אדישה. ב-20 במארס (יום אחרי הודעת בזק) החברה החליטה לעצור את התשלומים למחזיקי החוב ולפתוח בדיאלוג מול מחזיקי אגרות החוב שלה. מהלך זה דרדר עוד יותר את מצבה של הפירמידה.

מעבר לכך, ביקום הודיעה כי בעקבות ירידת הערך הגדולה שצפויה לרשום בזק, היא עצמה, מצפה שההון העצמי שלה יפחת מ-650 מיליון שקל, והחברה לא תעמוד באמות המידה הפיננסיות.

ביקום התחייבה מול מחזיקי האג"ח לעמוד במינימום הון עצמי של 650 מיליון שקל, אחרת מחזיקי החוב יוכלו להעמיד את אגרות החוב לפירעון מדי.

ב-28 במארס דיווחה בזק על התוצאות הכספיות ובמקביל החליט דירקטוריון בזק לבטל את מדיניות חלוקת הדיבידנד של בזק. התוצאות כללו מחיקות חד פעמיות (בהמשך לדיווח ב-19 במארס).

אינטרנט זהב – מצב נוכחי**הנכסים של אינטרנט זהב:**

- אינטרנט זהב מחזיקה ב-52% מביקום. מדובר ב-19.36 מיליון מניות שנסחרות (במועד הגשת חוות הדעת) ב-5.94 שקל למניה (שווי בשוק של 115 מיליון שקל)
- לאינטרנט זהב מזומנים בסך של כ-132 מיליון שקל.

החובות וההתחייבויות של אינטרנט זהב:

- לאינטרנט זהב שתי סדרות אג"ח שנסחרות בבורסה בת"א:
אג"ח ג': 20.25 - מיליון ע"נ - ערך התחייבויותי (פארי) של 22 מיליון שקל
אג"ח ד': 681.58 מיליון ע"נ - ערך התחייבויותי (פארי) של כ-725 מיליון שקל
סה"כ ערך התחייבויותי: כ-747 מיליון שקל

נכסים ומחויבויות נוספים:

אינטרנט זהב היא חברה שאינה יכולה לשרת את חובה. מצב חדלות הפירעון שלה הוא עמוק, ומשכך מניות החברה צריכות ואמורות לעבור לידי מחזיקי אגרות החוב. מדובר בנכס של מחזיקי האג"ח - השלד הבורסאי שנסחר בבורסה המקומית ובבורסה האמריקאית.

בשלב זה, לא הוערך במסגרת חוות הדעת שווי של השלד הבורסאי של אינטרנט זהב. כמובן ששווי זה לא ישנה משמעותית את מצבה של החברה מבחינה פיננסית. היא תהיה עדיין עמוק מתחת לנקודת האיזון הנכסי.

בשלב זה גם לא נבדקו בצורה עמוקה עילות תביעה שיכולות להוות נכסים לחברה. מנגד, בחוות דעת זו, לא הוערכו תשלומי עתידיים אם וכאשר יהיו בקשר למחויבויות משפטיות בגין תביעות ותהליכים משפטיים.

"המאזן הכלכלי" של אינטרנט זהב:

מזומן	מניות ביקום	אגרות חוב
132 מיליון שקל	19.36 מיליון מניות	747 מיליון שקל
	שווי 115 - מיליון שקל (לפי מחיר של 5.94 שקל למניה, ללא מרכיב של פרמיית שליטה)	

הערך הנכסי הנקי על פי הנתונים לעיל (ובהתעלם מחשיפה משפטית ומהוצאות עתידיות) מסתכם בגירעון של 500 מיליון שקל – ערך הנכסים מסתכם ב-247 מיליון שקל כנגד חוב של 747 מיליון שקל.

שיעור החזר החוב מסתכם ב-33.1% (247 מיליון שקל החזר לחוב כולל של 747 מיליון שקל).

החזר החוב למחזיקי אגרות החוב בהינתן הערך הנכסי הנקי ובהינתן שאין נושים נוספים והוצאות נוספות:

(נתונים במיליוני שקל)	סה"כ חוב למחזיקי האג"ח	יחס החוב	חלוקה (תיאורטית)	תמורה לאגרת
סדרה ג'	22	2.95%	7.27	35.92
סדרה ד'	725	97.05%	239.73	35.17
	747		247	

התמורה התיאורטית לאג"ח סדרה ג' – 35.92 אגורות

התמורה התיאורטית לאג"ח סדרה ד' – 35.17 אגורות.

התמורות האלו למעשה מבטאות את השווי בהינתן פירוק ותחת הנחות כי ערך הנכס העיקרי – מניות ביקום לא ייפגע כתוצאה מהפירוק, וכן מבלי להתחשב בעלויות הפירוק. עם זאת, בפועל (כפי שמפורט בעמ' 15 – חלופת הפירוק), הערך בפירוק נמוך משמעותית מהחישוב התיאורטי.

המחיר בשוק - מחיר השוק של האג"ח בבורסה (מעודכן בסמוך למועד הגשת חוות הדעת):

אג"ח סדרה ג' - 36.6 אגורות

אג"ח סדרה ד' – 34.7 אגורות

הצעות סרצ'לייט לרכישת השליטה בביקום

אינטרנט זהב חיפשה פתרונות למצבה הפיננסי, ושמה את ביקום/ בזק על המדף, וזאת במטרה למקסם את הערך למחזיקי החוב. החברה פתחה חדר מידע ועניינה משקיעים ורוכשים פטנציאלים (דרך בנק השקעות), אך בפועל היו רק ארבעה מתעניינים שהגישו הצעה לא מחייבת וגוף אחד שהגיש בהמשך הצעה מחייבת – קרן סרצ'לייט.

ההצעה של קרן ההשקעות סרצ'לייט התבררה כהצעה המועדפת ביותר על ידי מחזיקי החוב. בתווד, הציע גם גד זאבי הצעה לא מחייבת לרכישת השליטה בביקום ובבזק, אך רוב מחזיקי החוב העדיפו את הצעת סרצ'לייט.

הצעה ראשונה של סרצ'לייט

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 של סרצ'לייט

בהמשך למגעים בין קרן סרצ'לייט, נציגי מחזיקות האג"ח של אינטרנט זהב וביקום, התקבלה באמצע מאי הצעה מעודכנת מסרצ'לייט.

הנה עיקרי הצעה:

- **סרצ'לייט תעביר 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 הצעה מעודכנת להצעה השנייה נקבעה השקעה של 35 מיליון שקל (ולא 36 מיליון שקל)
 - **אינטרנט זהב תשקיע 310 מיליון שקל** באג"ח סדרה ג' של ביקום (פירעון בסוף התקופה – נובמבר 2024).
- כלומר, מדובר בחבילה של אגרות חוב ומניות ביקום שיקבלו מחזיקי החוב של אינטרנט זהב בתמורה לחוב הקיים. הצעה זו היתה כפופה למו"מ מול מחזיקי האג"ח של ביקום על גובה ההזרמה לביקום ועל תנאי אגרות החוב של ביקום. ערך החבילה הכולל בהצעה השנייה (מצגת מיום 15 במאי 2019) 340 מיליון שקל - כ-46.5 אגורות (ללא התייחסות לחשיפה בגין תביעות משפטיות הוצאות עתידיות, ונושים נוספים).

הצעה מעודכנת של סרצ'לייט

בהמשך למו"מ בין הגורמים השתנו חלק מהתנאים וסרצ'לייט העבירה הצעה מעודכנת (קרובה מאוד להצעה הקודמת):

- **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). יודגש כי בשלב האחרון של המו"מ נקבע כי ההקצאה תהיה לפי מחיר של 4.175 שקל למניה.
- **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, ייעשו 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, זה אינו תנאי מתלה להשלמת העסקה.

ערך החבילה בהצעה של סרצ'לייט

ההצעה של סרצ'לייט מהזווית של אינטרנט זהב – אינטרנט זהב מחזיקה בקופה של 132 מיליון שקל (הקופה נשחקת במקביל להוצאות התפעוליות והוצאות ההסדר השוטפות). לקופה הזו יתווספו 225 מיליון שקל, כך שלחברה יהיו 357 מיליון שקל.

לסכום הזה יש שלושה שימושים:

- 310 מיליון שקל ישמשו לרכישת אגרות חוב סדרה ג' של ביקום
- 35 מיליון שקל לרכישת מניות ביקום
- 12 מיליון שקל שישמשו להוצאות שוטפות ולהוצאות ההסדר, כשהיתרה תיוותר בשלד של החברה.

המשמעות מבחינת אינטרנט זהב כחברה – רגע אחרי ההסדר יהיו בקופה 12 מיליון שקל בניכוי כל עלויות ההסדר החל מהחודשים האחרונים ועד סיום ההסדר. בהקשר זה יודגש כי ישנן עלויות שוטפות ועלויות הסדר שאמורות להסתכם במוצע חודשי של 300-400 אלף שקל בחודש כשלצידם צפויות הוצאות חד פעמיות נוספות בסכומים משמעותיים.

המשמעות לנושים של אינטרנט זהב:**מניות ביקום:**

הנושים יקבלו מניות של ביקום בסכום של 35 מיליון שקל במחיר של 4.8 שקל או בהנחה של 25% על מחיר השוק – המחיר הנמוך מהם. יודגש כי בסופו של דבר נקבע כי המחיר יהיה 4.175 שקל למניה.

שווי ההחזקה של אינטרנט זהב במניות ביקום אם העסקה היתה נסגרת במועד זה היה כ-50 מיליון שקל - החברה היתה רוכשת מניות ב-35 מיליון שקל לפי מחיר אפקטיבי של 4.175 שקל (המחיר הנמוך האפקטיבי; שווי זה משתנה באופן שוטף כתלות במחיר השוק).

עם זאת, השאלה החשובה בהקשר של מניות ביקום היא מה יהיה ערך מניות ביקום רגע אחרי ההסדר? ביקום אחרי ההסדר צפויה להיות חברה עם הון גדול יותר ועדיין החוב ביחס לערך הנכס – מניית בזק, צפוי לעמוד על קרוב ל-82%. כלומר הסיכון שבחוב עדיין גבוהה מאוד (יודגש כי שיעור החוב ביחס לנכסים עשוי להשתנות

מחזיקי המניות צפויים ליהנות "משקט תעשייתי". כחלק מההסדר הכולל, למחזיקי ביקום אין התניות פיננסיות כלשהן לתקופה של השנתיים הראשונות.

לצורך קבלת אינדיקציה לשווי מניית ביקום, יש לנתח את ההסדר בביקום עצמה, ואת מצבה הפיננסי של החברה רגע אחרי ההסדר.

עיקרי ההסדר בביקום:

- הזרמה כוללת של 640 מיליון ש"ח מתוכם סך של 345 מיליון ש"ח יוזרם כאמור על ידי אינטרנט זהב.
 - הנפקת הון נוספת בסך כולל של 35 מיליון שקל.
 - הזרמה מסרצ'לייט בסך 260 מיליון שקל כנגד מניות. סרצ'לייט גם נתנה התחייבות להשתתפות בהנפקת ההון בסך של 35 מיליון שקל, במידה והציבור לא ישתתף.
 - פירעון מלא של תשלום הקרן הסופי כלפי מחזיקי אגרות החוב מסדרה ב' של החברה בסך של כ-225 מיליון שקל.
 - פירעון מוקדם של אג"ח ג' של ביקום בסך 614 מיליון שקל.
- אלו עיקרי ההסכם בקליפת האגוז, שמשליכים על מצבה הפיננסי של החברה.

לביקום יש יתרת חוב (בערך מתואם) בסך של כ-2.5 מיליארד שקל. מנגד לחברה יתרת מזומנים שצפויה עם השלמת ההסדר להסתכם בקרוב ל-685 מיליון שקל.

עם השלמת ההסדר בהינתן ההזרמות, פירעונות הקרן, והמזומנים בקופה, ביקום צפויה להיות חברה עם יתרת חוב של כ-1.9 מיליארד שקל, והיקף מזומנים של כ-400 מיליון שקל - כלומר החוב הפיננסי נטו שלה יסתכם ב-1.5 מיליארד שקל.

בצד הנכסים – ביקום מחזיקה ב-26.3% מבזק – 728.37 מיליון מניות בשווי בשוק של 1.83 מיליארד שקל (לפי מחיר של 2.5 שקל למניה).

ומכאן שהערך הנכסי הנקי יסתכם בכ-330 מיליון שקל. יודגש כי השווי הזה משתנה בהתאם לשינויים במחיר בשוק של מניית בזק.

שווי החברה בהינתן הגיוסים/ ההנפקות, צפוי (בהינתן המחיר הנוכחי – 5.94 שקל למניית ביקום), להסתכם בכ-650 מיליון שקל.

השווי של ביקום מבטא פרמיה על הערך הנכסי הנקי (650 מיליון שקל לעומת כ-330 מיליון שקל). מדובר בפרמיה "טבעית" בהינתן שביקום היא אופציה ממונפת, על נכס הבסיס – מניית ביקום, ובהינתן שהאופציה הזו "חיה" ללא תקלות לפחות שנתיים. על פי תנאי ההסדר אין למחזיקים התניות פיננסיות כלשהן בשנתיים הראשונות, לאחר מכן הן יכולים להעמיד את החוב לפירעון בהינתן LTV - חוב לערך בשיעור גבוה מ-80% (עד נובמבר 2023), ולאחר מכן השיעור יורד ל-70% (עד הפירעון – נובמבר 2024).

עם זאת, גובה הפרמיה קשה לאמידה, ומעבר לכך המחיר תלוי באופן הדוק וממונף למחירה של בזק.

בזק נסחרת בשוק ב-2.5 שקל, הנה בדיקה פשטנית על השפעת שינוי במניית בזק על שינוי בערך נכסי תיאורטי למניה של ביקום:

מחיר מניית בזק	ערך נכסי של ביקום	ערך תיאורטי נכסי למניה
1.9	-109.2	0.00
2.1	37.2	0.34
2.3	183.6	1.68
2.5	330	3.03
2.7	476.4	4.37
2.9	622.8	5.71
3.1	769.2	7.06

ניתן לראות כי מחיר ביקום הנוכחי בבורסה - 5.94 שקל מבטא למעשה בעקיפין מחיר מניית בזק של קרוב ל-3 שקל.

כמו כן, ניתן להיווכח מהטבלה כי כל שינוי במניית בזק (בשערה הנוכחי) משפיע ביותר מפי 5 על ערכה הנכסי של מניית ביקום.

בהינתן כל הנתונים לעיל, אני סבור שמחיר מניית ביקום בשוק עם השלמת ההסדר, יבטא פרמיה על הערך הנכסי למניה. אני סבור שמחיר השוק הנוכחי מבטא אמנם פרמיה גבוה (לעומת חברות החזקה אחרות), אך סבירה, ולכן אני משתמש בו כעוגן בחוות דעתי לצורך הערכת החבילה למחזיקי האג"ח באינטרנט זהב.

אגרות חוב של ביקום

אינטרנט זהב תשקיע כאמור 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, ייעשו 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, זה אינו תנאי מתלה להשלמת העסקה.

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).

המחיר המוערך של האג"ח מבטא מחיר נמוך מהפארי ב-8.6 אגורות (על פי מחיר האמצע) ובהינתן שמדובר בהיקף של 310 מיליון ערך נקוב, הרי שמדובר במעין הפסד של אינטרנט זהב, בערך כולל של 26.7 מיליון שקל ביחס לערך החבילה באם האג"ח היה נסחר בפארי.

ערך האג"ח חושב על פי הערכת מחיר של רגע אחרי ההסדר (תחת הנחת LTV של 80%-85%).

בהערכת האג"ח נלקחו בחשבון אגרות חוב שנסחרות בבורסה במח"מ קרוב (ראו טבלה בהמשך). יודגש כי אין כמובן חברות דומות/ זהות לביקום שמהן ניתן לגזור בבירור את התשואה הצפויה על האג"ח, אבל בהינתן מכלול של חברות (לא רק בתחומי ההחזקה, אלא חברות ממונפות גם בתחומים אחרים), להערכתי התשואה הנקובה לעיל היא סבירה.

ומכאן ששווי אגרות החוב שיקבלו מחזיקי אגרות החוב של אינטרנט זהב מסתכם (על פי אמצע הטווח) ב-283.3 מיליון שקל

רשימת אגרות חוב שקליות הנסחרות בבורסה במח"מ של 4 עד 6 שנים :

שם נייר	ברוטו להחזקה	מח"מ ברוטו
מגדל הון אגח ו	2.286	5.95
אידיא"י הנ הת ה	2.316	5.77
פרטנר אגח ז	3.168	5.70
או פי סי אגח א	2.61	5.68
סאמיט אגח ח	2.336	5.62
סלקום אגח יב	5.086	5.59
דלק קב אגח לד	4.921	5.50
מז טפ הנפק 40	1.425	5.50
שפיר הנדסה אגח ב	2.312	5.50
דיסקונט מנ אגח יד	1.302	5.47
פניקס הון אגח ח	1.774	5.44
שלמה נדלן אגח ד	3.328	5.44
שטראוס אגח ה	1.466	5.30
הפניקס אגח 3	1.732	5.18
אשטרום נכ אגח 9	2.65	5.15
מנרב אגח ג	3.647	5.14
אנלייט אנרגיה אגח ו	2.962	4.96
אספן גרופ אגח ז	3.646	4.92
פתאל אירו אגח ג	2.643	4.85
ווסטייל אגח א	3.709	4.84
הכש חב בטוח אגח 4	3.436	4.83
בזק אגח 9	2.154	4.76
ספנסר אגח ג	4.075	4.74
שופרסל אגח ה	1.629	4.68
פורמולה מער אגח ג	1.743	4.67
מגדל הון אגח ה	1.752	4.66
מבני תעש אגח טז	2.262	4.64
ממן אגח ג	2.341	4.63
מליסרון אגח טו	2.105	4.60
כלביט אגח י	1.592	4.58
חברה לישראל אגח 12	2.098	4.57
מנורה הון התח ד	1.495	4.56
אשטרום קב אגח ג	3.261	4.50
קרסו אגח ג	2.133	4.50
אוריין אגח ב	2.622	4.48
אול-יר אגח ה	5.276	4.45
לאומי אגח 180	1.188	4.43
מגדל' תיכון אגח ג	2.307	4.43
חשמל אגח 30	1.264	4.42
וילאר אגח ח	1.614	4.41
לאומי אגח 178	1.144	4.41
סאמיט אגח ז	2.28	4.37
דור אלון אגח ז	2.702	4.33
צמח המרמן אגח ו	4.156	4.32
אפריקה מג אגח ד	2.70	4.31
דיסק השק אגח י	7.86	4.31
דה זראסאי אגח ד	3.684	4.30
עמידר אגח א	1.159	4.29
פתאל אירו אגח ב	1.913	4.29
סלקום אגח יא	4.507	4.27
דמרי אגח ח	2.79	4.24
אלוני חץ אגח ט	1.705	4.21
דלתא אגח א	1.762	4.20
פניקס הון אגח ד	1.429	4.17
פתאל החז אגח ב	2.248	4.17
גבאי מניבים אגח ח	3.65	4.15
אלעזרא אגח ד	6.021	4.13
אמות אגח ה	1.493	4.09
אנקור אגח א	6.612	4.08
בי קומיונק אגח ג	7.218	4.07
אשדר אגח ה	2.424	4.05
פטרוכימ"ם אגח ג	22.875	4.04
אנלייט אנרגיה אגח ה	2.751	4.02
ממוצע	3.123	4.696

ריכוז התמורות לנושים

להלן ריכוז התמורות לנושי אינטרנט זהב, תחת הנחות מסוימות (מפורטות בהמשך):

תמורה לנושים	שינוי צפוי ב-3 חודשים	תרחיש נוכחי (תיאורטי)	(נתונים במיליוני שקלים)
מזומן	(6)	12	
מניות ביקום	0	50	
אג"ח ביקום סדרה ג'	0	283	
סה"כ	(6)	345	
שיעור החזר (%)		46.2	

הסבר לטבלת התמורות:

- בשלב ראשון 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 2%-3% מהתמורה (בחישוב לשנה) כאשר לחברה הוצאות שוטפות של 300-400 אלף שקל בחודש וכן צפויות בהמשך הוצאות חד פעמיות גדולות. יודגש כי הוצאות החברה בחודשים האחרונים היו מתחת לתחזית ההוצאות המוקדמת, במקביל לתוכנית רה ארגון שנקטנו והובלה על ידי מנהל החברה ואנכיו.
- אחרי הוצאות אלו מקבלים את הערך לכלל הנושים בעוד 3 חודשים (הערכה לסיום ההסדר) – כ-339 מיליון שקל.
- תביעות משפטיות** - חוות דעת זו אינה מתייחסת לחשיפות שעשויות להיות בגין תביעות משפטיות מול החברה. יש לציין שהיום (18 ביולי 2019) אישרה שופטת בית המשפט בתל אביב רות רונן בקשה לתביעה נגזרת כנגד אינטרנט זהב שהינה תביעת השבה של דיבידנד שנתקבל בעבר בהיקף של 73 מיליון שקלים.
- שלד בורסאי** - קיים נכס נוסף לנושים, השלד הבורסאי של אינטרנט זהב (שנסחרת בבורסה המקומית ובוול-סטרית). ערך הנכס אמנם נמצא בסיכון להפחתת ערך (התראה על כוונה למחיקתו מהנאסד"ק), אבל ערכו יכול

בהערכה שמרנית להסתכם בכמה מיליוני שקלים. ערך זה לא נכלל בתמורות גם על רקע הסיכון שבו והקושי להעריכו בשלב זה.

- **פטור מתביעות** – התייחסותי לעניין קיום עילות התביעה ופטור מתביעות תוגש בהמשך.
- כאן המקום להדגיש את העבודה הטובה המאומצת של הנהלת החברה כדי למקסם את התמורות לנושים.
- **סה"כ תמורה לנושים ושיעור החזר** – יודגש כי סה"כ התמורה היא אמנם מלוא התמורה. אבל שיעור החזר מתייחס רק למחזיקי אגרות החוב. קיומם של נושים אחרים, יקטין בהתאמה את שיעור החזר הכולל.

חלופת הפירוק

הערך למחזיקים במצב של פירוק נמוך מהערך בהצעת סרצ'לייט.

בפירוק קיים חשש שהנכס של מחזיקי האג"ח של אינטרנט זהב – מניות ביקום, יישחק. בפועל, ללא עסקה, חוזרים למצב בו מצבה של ביקום עצמה קרוב לאפס – הערך הנכסי הנקי שלה לא מבטא שייר משמעותי למחזיקי המניות. כך על פי המחיר של מניית בזק בשוק. במצב כזה, קיים סיכון גדול, במיוחד בהינתן הסיכונים בפעילותה של בזק, לרבות השחיקה בפעילות וברווחים, כי החזקה בביקום תרד בצורה מאוד משמעותית.

במצב האופטימי, בפירוק יקבלו המחזיקים את המזומנים בקופה – 132 מיליון שקל ואת מניות ביקום – 115 מיליון שקל. כפי שחישבתי בעמודים 7-8, הערך הנכסי הנקי (בהתעלם מחשיפה משפטית ומהוצאות עתידיות) מסתכם בגירעון של 500 מיליון שקל – ערך הנכסים מסתכם ב-247 מיליון שקל כנגד חוב של 747 מיליון שקל. **שיעור החזר החוב מסתכם ב-33.1%** (247 מיליון שקל החזר לחוב כולל של 747 מיליון שקל).

החזר החוב למחזיקי אגרות החוב בהינתן הערך הנכסי הנקי ובהינתן שאין נושים נוספים (ועלויות נוספות):

(נתונים במיליוני שקל)	סה"כ חוב למחזיקי האג"ח	יחס החוב	חלוקה (תיאורטית)	תמורה לאגרת
סדרה ג'	22	2.95%	7.27	35.92
סדרה ד'	725	97.05%	239.73	35.17
	747		247	

התמורה התיאורטית לאג"ח סדרה ג' – 35.92 אגורות

התמורה התיאורטית לאג"ח סדרה ד' – 35.17 אגורות.

אלא שהמצב הזה הוא התרחיש האופטימי והפחות סביר. להערכתי, ערך מניית ביקום ייפגע משמעותית באם לא תהיה עסקה.

במצב הפסימי, בהינתן שהירידה במניית בזק תימשך, ערך מניות ביקום יישחק לכדי אפס ואז יוותרו בידי מחזיקי האג"ח המזומנים (כאמור אני לא מתייחס בשלב זה לתביעות הקיימות ולחשיפה המשפטית). מדובר על מזומנים בהיקף של 132 מיליון שקל שמבטאים **שיעור החזר של 17.7%**.

לסיכום – חלופת הפירוק תניב שיעור החזר של 17.7% עד 33.1% וזה עוד לפני הוצאות שוטפות והוצאות פירוק. שיעור זה נמוך משמעותית מההחזר בהצעת סרצ'לייט.

חלופות נוספות

בהינתן שבמשך תקופה ממושכת התמקדה הנהלת החברה בחיפוש אחרי משקיע ובהינתן שכמות ההצעות לא היתה מרשימה, ובהינתן שההצעה המגובשת ביותר, היתה של סרצ'לייט, נראה שאין חלופה של משקיע אחר.

חלופה אחרת שנבחנה היתה לקיחת המושכות לידי מחזיקי אגרות החוב. אבל הצעה כזו שאמנם היתה לה היתכנות בשלבים מוקדמים, הפכה ללא רלבנטית במקביל להמשך ההידרדרות במניית בזק ועל רקע ההתפתחויות השליליות הנוספות, לרבות הפרת ההתנייה הפיננסית בביקום.

מחזיקי החוב לא יכלו להפוך את היוצרות ולגרום לביקום לעמוד בהתנייה הפיננסית. אי העמידה בהתנייה גרם לכדור השלג להתגלגל, והעמיד את מחזיקי החוב של ביקום בעמדה שבה יכלו לתבוע את פירעון החוב. ההסדר מול סרצ'לייט משפר את מצבם של מחזיקי ביקום, בזכות הזרמות הכספיות הגבוהות והפירעון החלקי. המחזיקים באגרות החוב של אינטרנט זהב, לא יכלו ליצור מנגנון שיהיה מקובל על ביקום, ובהינתן הסיכון שהם יכלו למצוא את עצמם עם מניות ביקום שערכם מאבד גובה במהירות, הרי שחלופה זו אינה ריאלית.

סיכום המלצתי

- ההצעה של סרצ'לייט היא החלופה הטובה ביותר למחזיקי אגרות החוב.
- התמורה לנושים מסתכמת בשיעור צפוי של 45.4% מהחוב, בעוד שבחלופת הפירוק התמורה לנושים מסתכמת ב-17.7% בלבד (וזאת עוד מבלי להתייחס לעלויות הפירוק).
- כמומחה הפיננסי מטעם בית המשפט בהסדר החוב, אני ממליץ למחזיקי החוב להיענות להצעה המעודכנת.

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.

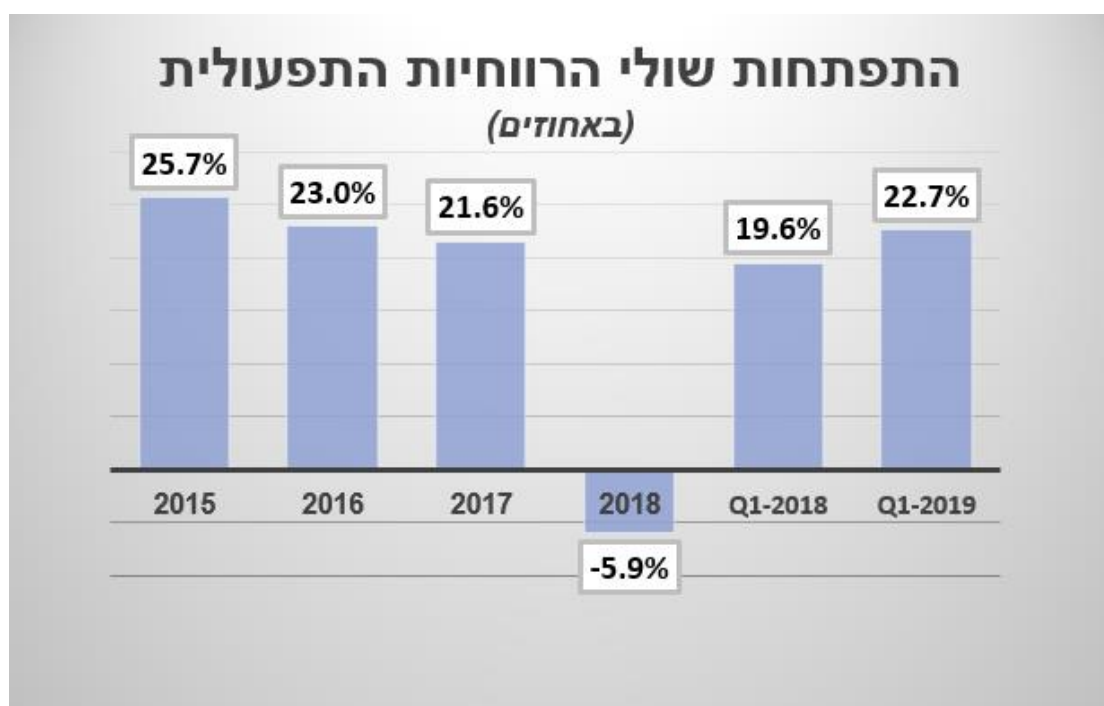
נספח א' – תוצאות כספיות של בזק, ביקום ואינטרנט זהב**תמצית תוצאות כספיות בזק**

<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>Q1-2018</u>	<u>Q1-2019</u>	
		(במיליוני שקלים)				
9,985	10,084	9,789	9,321	2,361	2,256	הכנסות
10.3%	1.0%	-2.9%	-4.8%		-4.4%	צמיחת הכנסות YOY %
3,869	4,012	3,891	3,379	841	812	הוצאות הנהלה וכלליות
38.7%	39.8%	39.7%	36.3%	35.6%	36.0%	שולי' הוצאות הנהלה וכלליות
3,546	3,751	3,788	6,490	1,058	933	הוצאות אחרות
35.5%	37.2%	38.7%	69.6%	44.8%	41.4%	שולי' הוצאות אחרות
7,415	7,763	7,679	9,869	1,899	1,745	סך הוצאות תפעול
74.3%	77.0%	78.4%	105.9%	80.4%	77.3%	שולי' סך הוצאות תפעול
2,570	2,321	2,110	-548	462	511	רווח תפעולי
25.7%	23.0%	21.6%	-5.9%	19.6%	22.7%	שולי' רווח תפעולי
263	447	417	435	108	99	הוצאות מימון, נטו
2.6%	4.4%	4.3%	4.7%	4.6%	4.4%	שולי' הוצאות מימון, נטו
12	-5	-5	-3	-1	-	חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות
2,319	1,869	1,688	-986	353	412	רווח לפני מס
598	625	453	80	93	112	מסים על הכנסה
1,721	1,244	1,235	-1,066	260	300	רווח המיוחס לבעלי מניות
17.2%	12.3%	12.6%	-11.4%	11.0%	13.3%	שולי' רווח המיוחס לבעלי מניות
1,721	1,244	1,235	-1,066	260	300	רווח כולל
0.63	0.45	0.45	-0.39	0.09	0.11	רווח למניה
4,254	4,060	3,825	1,641	987	977	EBITDA
42.6%	40.3%	39.1%	17.6%	41.8%	43.3%	שולי' EBITDA
3,740	3,526	3,525	3,512	909	765	תזרים מפעילות שוטפת

התפתחות הכנסות

(במיליוני שקלים)





<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>Q1-2018</u>	<u>Q1-2019</u>	
(במיליוני שקלים)						
12,920	12,388	12,026	11,892	5,504	4,753	נכסים שוטפים
4,905	3,966	3,857	4,433	4,289	4,460	התחייבויות שוטפות
8,015	8,422	8,169	7,459	1,215	293	הון חוזר חשבונאי
16,679	15,947	16,849	16,323	18,922	16,629	סה"כ מאזן
2,411	2,203	2,144	434	2,425	747	הון עצמי
14.5%	13.8%	12.7%	2.7%	12.8%	4.5%	הון עצמי למאזן



התפתחות יחס ההון עצמי למאזן (באחוזים)



תמצית תוצאות כספיות אינטרנט זהב

2015	2016	2017	2018	Q1-2018	Q1-2019
		(במיליוני שקלים)			
87	-202	-15	-717	7	16

רווח המיוחס לבעלי מניות

התפתחות הרווח הנקי (במיליוני שקלים)



2015 **2016** **2017** **2018** **Q1-2018** **Q1-2019**

(במיליוני שקלים)

-93 194 177 -453 172 -405

הון עצמי

התפתחות ההון העצמי (במיליוני שקלים)



תמצית תוצאות כספיות בי קומיוניקיישנס

2015 **2016** **2017** **2018** **Q1-2018** **Q1-2019**

(במיליוני שקלים)

210 -236 78 -1,029 28 44

רווח המיוחס לבעלי מניות

התפתחות הרווח הנקי (במיליוני שקלים)



<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>Q1-2018</u>	<u>Q1-2019</u>
		(במיליוני שקלים)			
1,045	1,170	1,246	228	1,280	392

הון עצמי



נספח ב': פרטים על המומחה הפיננסי

שם המומחה: אבישי עובדיה, רו"ח, ת.ז. 024851511

כתובת: רחוב דוד המלך 51, תל אביב

אלה פרטי השכלתי וניסיוני המקצועי:

מומחיותי בנושא חוות הדעת נובעת, בין היתר:

א. השכלתי - הנני בעל תואר שני בכלכלה (M.A).

ב. השכלתי וניסיוני המקצועי - הנני בעל רישיון רואה חשבון מאז שנת 2002.

ג. ניסיוני האקדמי - מרצה מזה 15 שנה בקורסים באקדמיה (אוניברסיטת בר אילן, המרכז הבינתחומי הרצליה, הקריה האקדמית אונו ועוד) בניתוח דוחות כספיים, הערכות שווי, שוק ההון וחשבונאות (במסגרת תואר ראשון ותואר שני).

ד. ניסיוני המעשי - אני מספק (קרוב ל-20 שנה) ייעוץ וחוות דעת בתחומי שוק ההון, ניתוח דוחות כספיים, הערכות שווי, חשבונאות וכלכלה.