

12.7.15

## שווי כלכלי למניה

117 ש"ח - BCOM

63 ש"ח - IGLD

## טווח מחיר 52 שבועות (ש"ח)

81.5 - 52.57 BCOM

37.22 - 15.68 IGLD

## מחיר מניה נוכחי (ש"ח)

60.71 BCOM -

18.58 IGLD -

## שווי שוק (מ' ש"ח)

1815 BCOM -

358 IGLD -

## תמורה יומית ממוצעת

(א' ש"ח)

2,324 BCOM -

1,283 IGLD -

## אחזקות ציבור

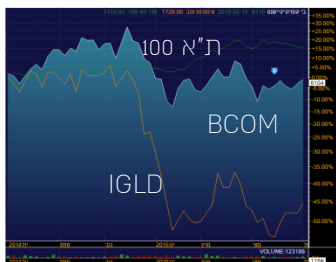
33.2% BCOM -

29.4% IGLD -

## תמצית גילוי נאות

הדו"ח מופנה למשקיעים מסווגים בלבד ואינו מהווה ייעוץ השקעות ו/או הזמנה לרכוש או למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי. הדו"ח אינו ניתוח מלא של כל העובדות והנסיבות הקשורות לאמור בו, ומשקף את הערכת עורכי הדוח בלבד למועד בו הוא נכתב.

במהלך השנה האחרונה, רוסארי ו/או חברות מקבוצת רוסארי, נתנו או עשויות להינתן לחברה הנסקרת ו/או לחברות בקבוצת החברה הנסקרת שירותי גיוס חוב ציבורי או פרטי, ועשויות להחזיק בניירות הערך הנסקרים ו/או לבצע בהן עסקאות. ובנוסף, עשויות חברות מקבוצת רוסארי לתת בעתיד שירותים פיננסיים לחברה או לחברות מקבוצת החברה, לרבות שירותי ניהול, הפצה וחיטום בהנפקות.



## עד מתי אנומליה 2015?

### נקודות עיקריות

■ התנהגות מנייתן של בי קומיוניקיישנס ואינטרנט זהב מנותקות לחלוטין מהתנהגות נכס הבסיס בזק מאז רפורמת הסלולר שפקדה את ישראל. בהגזמה ניתן לומר שבקרב חלק מהציבור התנהגות זו הפכה לתעלומה. מדוע התנהגות מניות אלו מזכיר יותר את התנהגות מניות הסלולר בישראל מאשר את התנהגות מניית בזק? הפתרון פשוט: כפי שהעלנו בניתוח של חברת בזק (פורסם ב- 1.7.15), המשקיעים הזרים הם אלה המאמינים במניית בזק ומחזיקים במרבית הסחורה הצפה שלה. את הסיבות פירטנו באותו מסמך. מנגד, נראה כי המשקיעים בישראל חוששים שרפורמת הסלולר תחזור על עצמה ותפגע מהותית גם בבזק ולכן החשיפה אליה מוקטנת. לעומת מניית בזק, חשיפת המשקיעים הזרים למניות חברת האם והסתבת היא מינורית בשלב זה ולכן הן מתנהגות בהתאם להלך הרוח בישראל. אנו מבינים כי הנהלת שתי החברות עושה מאמצים רבים להגביר חשיפה למשקיעים זרים ואף תירדש בהמשך לשטח את פירמידת האחזקות, כך שבסופו של דבר אמורה להתחזק הקורלציה בין התנהגות נכס הבסיס להתנהגות חברת האם והסתבת. אנו, כזכור, מאמינים כי למרות הרגולציה ואולי אף תוך כדי ניצולה, חברת בזק תצליח לשמר את מובילותה בשוק התקשורת ולשמור על יציבות לאורך זמן. אי לכך, אנו מאמינים כי גם האנומליה בדמות דיסקאונטים ענקיים בשווי הנכסי הנקי של בי קומיוניקיישנס ואינטרנט זהב, צפויה להצטמצם בעתיד.

■ שווי ה-NAV המלא של מניית BCOM בהנחה כי בזק צריכה להיסחר במחיר כלכלי של 7.4 ש"ח למניה עומד על כ-117 ש"ח. שווי ה-NAV המלא של מניית IGLD תחת אותן הנחות של שוויים כלכליים בקומות שמתחת, אמור לעמוד על כ-63 ש"ח. אנו מאמינים כי חלק ניכר מהפער יצטמצם בעתיד הנראה לעין הודות ליציבות שתפגין בזק והודות למאמצי ההנהלה של שתי החברות להציף ערך לבעלי המניות. נכון לעכשיו, מחירי שתי המניות משקפות שווי של 5.3 ש"ח בלבד לחברת בזק.

■ ביצענו ניתוח ממעוף הציפור גם למצבת החובות של שתי החברות וליכולת הפירעון שלהן. תחת ההנחות שהנחנו לגבי עתידה של בזק, אנו חושבים כי מצבה של בי קומיוניקיישנס בהיבט יכולת פירעון החוב הוא מצויין ואף מאמינים כי החברה תוכל לבצע רה-פיננס בתנאים טובים יותר, הרבה לפני מועד פירעון האג"ח הדולרי בהיקף של כ-800 מיליון דולר בשנת 2021. בנוסף, אנו מבינים הן לאור הניתוח והן לאור התבטאות מנכ"ל BCOM בהודעה האחרונה למשקיעים, כי החברה אמורה לשרת גם את בעלי המניות ע"י חלוקת דיבידנדים. הנחה זו, אמורה להרגיע גם לגבי מצבה של אינטרנט זהב מבחינת מצבת החובות ויכולת הפירעון לאורך כל תקופת הפרעונות עד שנת 2022. יתרה מכך, מצאנו שגם ללא חלוקת דיבידנדים מ-BCOM, אינטרנט זהב תצליח את הפרעונות עד שנת 2017. אנו לא מצפים לחלוקת דיבידנדים מאינטרנט זהב, אולם מאמינים כי בהשקעה בחברה ניתן לייצר רווח הוני לא מבוטל ואף מציינים כי תשואת אג"ח ד' של החברה הקרובה ל-9% משקפת הרבה יותר סיכון מסיכוי.

### השקפת רוסארי

לאור הדיסקאונטים הגדולים בשתי המניות הנסקרות, קל יהיה לומר ששתיהן נראות אטרקטיביות להשקעה. עם זאת, אנו חושבים כי כדאי דווקא עכשיו לבחון טקטיקת השקעה מעט שונה בחשיפה לזרוע התקשורת של יורוקום. כאסטרטגיה, אנו בעד חשיפה עודפת לזרוע התקשורת של קבוצת יורוקום. כטקטיקה ובעיקר טקטיקה מסחרית לאור מה שצינו לגבי המשקיעים הזרים והמקומיים, אנו חושבים כי כדאי להיצמד לקצוות: לטעמנו, אחזקה עודפת בנכס הבסיס (בזק) המייצר תשואת דיבידנד יציבה יחסית של 8% ואחזקה עודפת בחברת הסבתא המהווה אופציה עם פוטנציאל רווח הוני עצום, עדיפות על אחזקה בקומת הביניים - BCOM. אנו חושבים שככל שתצטמצם האנומליה שהצבענו עליה, המנוף באינטרנט זהב יבוא לידי ביטוי ביתר שאת, גם לאור העובדה שהחשיפה אליה נמוכה נכון להיום.

### שווי ומומנטום

כאמור, השווי הנכסי הנקי של מניית BCOM תחת ההנחה שמניית בזק שווה 7.4 ש"ח ובהנחות מס והוצאות הנהלה שמרניות, אמור לעמוד על כ-117 ש"ח. תחת ההנחה ששווי הכלכלי של BCOM הוא 117 ש"ח, השווי הנכסי הנקי המלא של מניית IGLD אמור להיות 63 ש"ח למניה. המומנטום במניות כמובן מונע מהחשש לפגיעה רגולטורית בבזק, אולם אורך רוח בנושא זה, אמור להפיג מהחשש ולשנות את המומנטום.

## BCOM – המשך צמצום החוב וחלוקת דיבידנדים

BCOM, כידוע, היא חברת האם של בזק והקומה השנייה בפירמידה הציבורית של קבוצת יורקום. למעט אחזקת השליטה בבזק (30.6%), החברה אינה מחזיקה בפעילויות נוספות ואינה צפויה לעשות כן בעתיד הנראה לעין, כך שמודל ה-NAV שלה פשוט: אחזקה בבזק כנגד חוב פיננסי שאת הרכבו נפרט בהמשך. מודל ה-NAV של החברה:

| שווי אחזקה שוק | שווי אחזקה כלכלי | שווי שוק למניה | שווי כלכלי למניה | מס' מניות | שיעור אחזקה (בדילול מלא של בזק) | BCOM (מ' ש"ח)                        |
|----------------|------------------|----------------|------------------|-----------|---------------------------------|--------------------------------------|
| 5637.1         | 6244.7           | 6.68           | 7.4              | 843.9     | 30.60%                          | בזק                                  |
| 259.0          | 259.0            |                |                  |           |                                 | דיב' שהתקבל מבזק לאחר תאריך מאזן     |
| -67.0          | -67.0            |                |                  |           |                                 | דיב' שחולק לאחר תאריך מאזן           |
| -60.0          | -60.0            |                |                  |           |                                 | הוצאות מימון מוערכות לאחר תאריך מאזן |
| -2730.0        | -2730.0          |                |                  |           |                                 | עודף התחייבויות פיננסיות (מאזן)      |
| <b>-2598.0</b> | <b>-2598.0</b>   |                |                  |           |                                 | <b>סה"כ חוב פיננסי נטו</b>           |
| -40.0          | -40.0            |                |                  |           |                                 | הנהלה וכלליות מהוון (מכפיל 10)       |
| 0.0            | -111.2           |                |                  |           |                                 | מס עתידי                             |
| <b>2999.1</b>  | <b>3495.5</b>    |                |                  |           |                                 | <b>שווי NAV</b>                      |
| 29.9           | 29.9             |                |                  |           |                                 | מספר מניות BCOM                      |
| <b>100.3</b>   | <b>116.9</b>     |                |                  |           |                                 | <b>שווי NAV מניית BCOM</b>           |
| 60.28          | 60.28            |                |                  |           |                                 | שווי שוק מניית BCOM                  |
| <b>66%</b>     | <b>94%</b>       |                |                  |           |                                 | <b>UPSIDE</b>                        |

### הנחות והסברים:

- האחזקה בבזק – BCOM מוגדרת כבעלת השליטה בחברת בזק.** נזכיר כי על פי תקנות משרד התקשורת, אחזקת השליטה בבזק אינה יכולה לרדת מתחת ל-30%, כך ש-BCOM עומדת בתנאי זה ואינה צפויה למכור מניות בזק. האחזקה בבזק על פי שווי מנייתה הנוכחי של בזק בבורסה, מגלמת שווי של כ-5.7 מיליארד ש"ח, חלקה של BCOM. לעומת זאת, אנו השקנו לאחרונה סיקור של חברת בזק והערכנו את שווי מנייתה (הערכה שמרנית לדעתנו...) בטווח שבין 7.3 – 7.5 ש"ח למניה לעומת מחירה בשוק העומד על כ-6.7 ש"ח. לצורך חישוב השווי הנכסי הכלכלי של BCOM, נתייחס לשווי ראוי של 7.4 ש"ח למניית בזק. לגבי יציבותה ועתידה של בזק הרחבנו כאמור במסמך הששקת הסיקור (מצ"ב לשם הנוחות בגוף המייל).
- דיבידנדים מבזק –** נזכיר כי מדיניות הדיבידנד של בזק מוגדרת כחלוקה חצי שנתית של מלוא הרווח הנקי לאותה מחצית שנה. אנו הערכנו כי בזק תצליח לשמר רמה של רווח נקי העומדת על כ-1.4 מיליארד ש"ח לשנה לכל הפחות ולפיכך ניתן להעריך כי כדיבידנד לבעלי המניות זה גם הסכום שישולם באופן שוטף. אנו לא מתייחסים לאירועים חד פעמיים (בעיקר חשבונאיים או כאלה שנובעים ממכירת נכסים כמו יד 2) העשויים/עלולים לצוץ במהלך השנים שאמורים להגדיל או להקטין את הרווח הנקי באופן ניכר. אי לכך, ברמה שנתית ניתן להעריך כי חלקה של BCOM כדיבידנד מבזק יעמוד על כ-430 מיליון ש"ח לשנה או 215 מיליון ש"ח בכל מחצית שנה בקירוב. בגין המחצית השניה של שנת 2014, חילקה בזק כ-844 מיליון ש"ח וחלקה של BCOM עמד על כ-259 מיליון ש"ח ששולמו בחודש מאי 2015.
- מצבת החובות של BCOM –** בתאריך המאזן האחרון (31.3.15) עמדה מצבת החובות נטו של BCOM על כ-2.73 מיליארד ש"ח. מאז קיבלה החברה דיבידנד של כ-259 מיליון ש"ח וחילקה בעצמה דיבידנד של כ-67 מיליון ש"ח. בנוסף, ניסינו להעריך את הוצאות המימון שהצטברו ברבעון השני של 2015 כתוצאה מתשלומי ריבית בגין ההלוואות האג"חיות של החברה. הערכנו רמה שנתית של ריבית בסך 240 מיליון ש"ח ולכן התשלום הרבעוני הממוצע עומד על כ-60 מיליון ש"ח. לפיכך סעיף ההתחייבויות נטו של החברה עומד על כ-2.6 מיליארד ש"ח. ה-LTV עומד על כ-44% בלבד וזו כמובן נקודה ראויה לציון בתמחור הסיכון בהשקעה ב-BCOM ובהנחות לגבי יכולת החזר החוב שלה. להלן מבנה החוב הפיננסי נטו של BCOM:

## BCOM's Unconsolidated Balance Sheet Data<sup>(1)</sup> As of March 31, 2015

|                              | NIS millions |
|------------------------------|--------------|
| <b>Financial liabilities</b> |              |
| א' Senior Secured Notes      | 2,866        |
| ב' Series B Debentures       | 698          |
| Tax liability                | 136          |
| <b>Total</b>                 | <b>3,700</b> |
| <b>Liquidity balances</b>    |              |
| ג' Lockbox account           | 419          |
| ד' Unrestricted Cash         | 551          |
| <b>Total</b>                 | <b>970</b>   |

(1) Does not include the balance sheet of Bezeq.

- א' –** אגרות החוב הדולריות שהונפקו בפברואר 2014 והחליפו חוב בנקאי וחוב מוסדי ונושאות ריבית דולרית של כ- 7.4% בקירוב. פירעון הקרן צפוי לקרות במנה אחת (הלוואת בלון) בשנת 2021. עד אז, הריבית השנתית בגין אגרות חוב אלו, צפויה לעמוד על כ- 230 מיליון ש"ח. חוב זה הוא חוב בכיר ומגובה במניות השליטה בבזק. מח"מ הסדרה הוא 4.7 והתשואה המגולמת בה כעת עומדת על כ- 5.5% דולרית.
- ב' –** סדרה ב' תיפרע במרץ 2019 ועד אז הריבית והקרן צפויים לעמוד מעל 400 מיליון ש"ח לשנה החל משנת 2016. מח"מ הסדרה עומד על כ- 2.1 והיא נסחרת בתשואה ברוטו של כ- 1.9% או במרווח של 1.58% מעל אג"ח מדינה. הסדרה מדורגת A1.
- ג' –** חשבון ה-Lockbox נועד כדי לשמור על כרית מזומנים בגובה הריבית השנתית לטובת מחזיקי האג"ח הדולריות. בנוסף, תקבולי הדיבידנד הנובע מהחלוקה שבזק מבצעת בכל חצי שנה, נצברו ב-Lockbox באופן הבא: ריבית צפויה בגין האג"ח הדולרי לחצי השנה הקרובה שאחרי חלוקת הדיבידנד מבזק + התשלומים לאג"ח ב' לאותה חצי שנה שאחרי התקבול מבזק נעולים בתוך יתרות ה-Lockbox. היתרה הנובעת מהתקבול מבזק בניכוי התשלומים הצפויים לבעלי האג"ח מתחלקת באופן שווה בין חשבון ה-Lockbox (ג') לבין החשבון הבלתי מוגבל (ד'). להלן דוגמה מספרית:

BCOM קיבלה מבזק כ- 260 מיליון ש"ח במאי 2015. תשלומי הריבית לאג"ח הדולרי במחצית השנייה של 2015 צפויה לעמוד על כ- 115 מיליון ש"ח + תשלום קרן וריבית לאותה תקופה לבעלי אג"ח סדרה ב' בהיקף של כ- 23 מיליון ש"ח. סה"כ כ- 138 מיליון ש"ח שנמצאים בתוך חשבון ה-Lockbox. ההפרש מהתקבול מבזק בסך של כ- 122 מיליון ש"ח מתחלק באופן שווה בין חשבון ה-Lockbox (61 מיליון ש"ח) לבין החשבון הבלתי מוגבל (61 מיליון ש"ח).

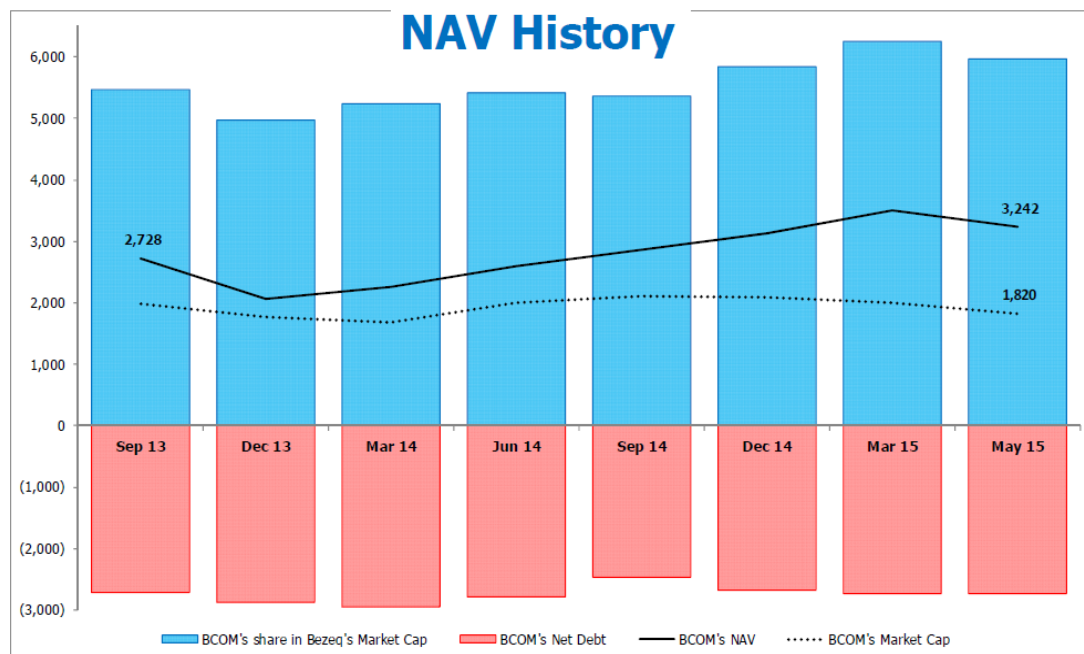
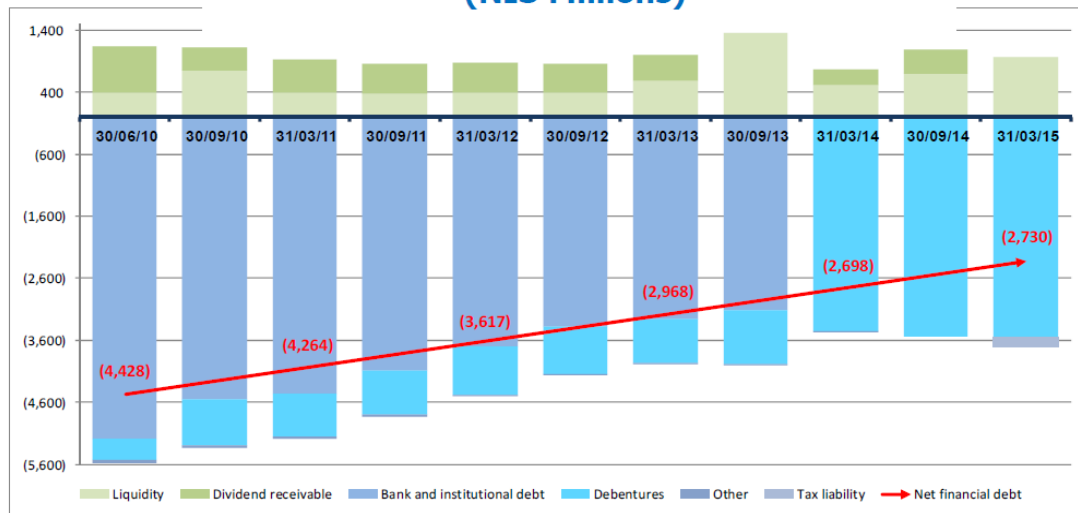
**עוד מספר הערות חשובות בקשר לחשבון ה-Lockbox:** החוב הדולרי כולו מוגן בעסקאות הגנה עד לשנת 2018. בסך הכל, כ- 725 מיליון דולר מוגנים בעסקאות הגנה לפי ספוט של 3.5 ש"ח לדולר. יתרת הנזילות מושקעת בניירות ערך דולריים בדירוגים הגבוהים מ-A- בינלאומי. התוצאה היא שהחברה כמעט ואינה חשופה כלל לשער הדולר. מחשבה נוספת בנוגע לחשבון ה-Lockbox – לאור העובדה כי בנוסף לתשלומי הריבית של שתי הסדרות והקרן של סדרה ב', מצברות יתרות בגובה חצי מהעודף מתקבול בזק, אנו מניחים כי יתרות הנזילות תמשכנה לגדול לאורך השנים. נקודה זו בשילוב עם ההגנות עד לשנת 2018, מביאות אותנו להניח כי החברה עשויה לבצע רה-פיננס סביב שנת 2018 (ולא תחכה עד לפירעון הדולרי בשנת 2021) בתנאים הרבה יותר נוחים, תוך הקטנת החוב. כמו כן, החברה תוכל לעשות שימושים נוספים ביתרות הנזילות הנצברות כמו רכישה חוזרת של אג"ח מובטח דולרי (הדירקטוריון אישר באוגוסט 2014 רכישה כזו בהיקף של עד 50 מיליון דולר ועד כה החברה רכשה כ- 10 מיליון דולר) ו/או רכישה של מניות בזק ושיעבודן לבעלי האג"ח הדולרי.
- ד' –** החשבון הבלתי מוגבל כשמו כן הוא. החברה יכולה לעשות בו שימוש כפי שהיא מבינה כולל חלוקת דיבידנדים. חלוקת דיבידנדים תהיה כפופה למבחן יכולת הפירעון (שירות החוב ל- 12 חודשים קדימה) ולמבחן הרווח. הדיבידנד האחרון בסך של כ- 67 מיליון ש"ח מרמז על הכוונת העתידית של BCOM ואנו מעריכים כי תשלום זה הוא הסנונית הראשונה, כך שבעתיד יהיה ניתן להתייחס לתשואת דיבידנד שוטפת של המניה וכך גם מרמזת ההודעה למשקיעים בסוף הרבעון הראשון של 2015. לצורך ההמחשה, אם BCOM תחלק סכום כפול לעומת מה ששילמה לאחרונה, קרי כ- 140 מיליון ש"ח לשנה, הרי שהיא תייצר תשואת דיבידנד דומה לזו שמייצרת בזק (כמעט 8%).

■ **מס** – בעקרון, כל עוד החברה תבחר להמשיך ולשלוט בבזק, לא צפוי אירוע מס מהותי וכך אנו מניחים לעתיד הנראה לעין. עם זאת, מטעמי שמרנות הורדנו מס מהשווי הנכסי הנקי. ההשקעה בבזק רשומה נומינלית בספרי BCOM בסך של כ- 5.8 מיליארד ש"ח. אי לכך, במודל המבטא ערכי שוק בלבד, אין הורדת מס כלל. במודל הכלכלי לפי שווי של 7.4 ש"ח למניית בזק, הפחתנו מס של 25% על ההפרש בין השווי הכלכלי חשווי בספרים. **הערה: הפחתת המס לטעמנו היא שמרנית ביותר לאור הערכה כי מכירת השליטה תבצע בפרמיה שתנטרל למעשה את שווי המס שמידלנו כרגע.**

■ **UPSIDE** – הדיסקאונט הסחיר במניית BCOM יתאפס אם מניית BCOM תניב מעכשיו תשואה של כ- 66% ללא שינוי במניית בזק. הדיסקאונט הכלכלי יתאפס אם מניית BCOM תניב תשואה של כ- 93% ותגלם שווי של 7.4 ש"ח למניית בזק. אפשרות נוספת להתאפסות הדיסקאונט בשני המודלים היא ירידה של מניית בזק לשווי של כ- 5.3 ש"ח – **זה למעשה השווי למניית בזק שמגלם שוויה הנוכחי של מניית BCOM.**

■ מתוך מצגת BCOM למשקיעים

## Reduction in BCOM's Net Debt From the Bezeq acquisition until March 2015 (NIS Millions)



## IGLD – אינטרנט זהב היא האופציה על בזק ב- "הא" הידיעה

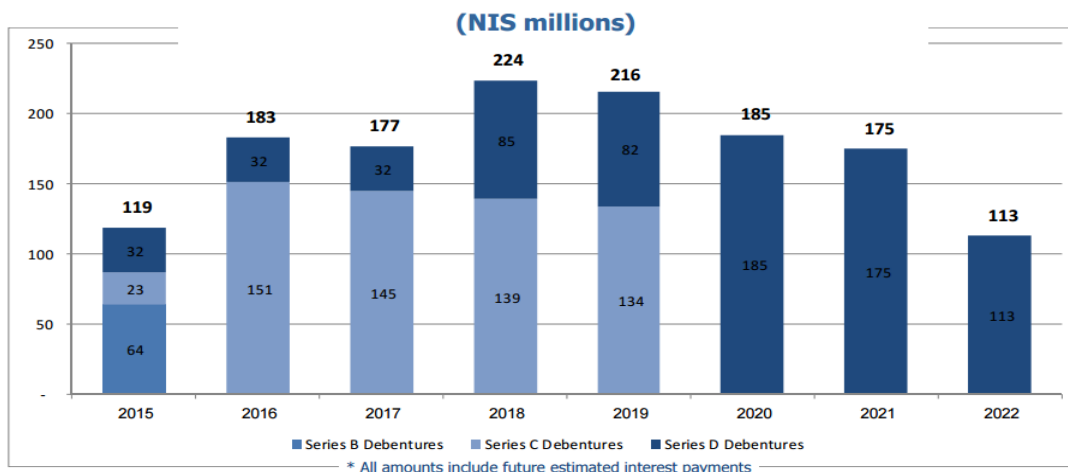
אינטרנט זהב היא כמובן הקומה השלישית בשרשרת האחזקות של קבוצת ירוקום. האחזקה היחידה של החברה היא מניות BCOM (כ- 66.7%) וכנגד אחזקה זו היא נושאת בחוב נטו בהיקף של כ- 780 מיליון ש"ח. מובן מאליו שלפי חוק הריכוזיות, תפעל קבוצת ירוקום בעתיד הבינוני להשטחת הפירמידה ובידה ישנן מספר אופציות כולל מחיקת אחת החברות ממסחר ומדיווח אג"ח ישראל (BCOM או IGLD).

| IGLD (מ' ש"ח) |        |       | שיעור אחזקה מס' מניות שווי כלכלי למניה שווי שוק למניה שווי אחזקה כלכלי שווי אחזקה שוק |      |       |                                    |
|---------------|--------|-------|---|------|-------|------------------------------------|
| 1210.5        | 2331.8 | 60.71 | 116.9   | 19.9 | 66.7% | BCOM                               |
| 44.7          | 44.7   |       |   |      |       | דיב' שהתקבל מ BCOM לאחר תאריך מאזן |
| -826.0        | -826.0 |       |   |      |       | עודף התחייבויות פיננסיות           |
| -781.3        | -781.3 |       |   |      |       | סה"כ חוב פיננסי נטו                |
| -30.0         | -30.0  |       |   |      |       | הנהלה וכלליות מהוון (מכפיל 10)     |
| -27.6         | -307.9 |       |   |      |       | מס עתידי                           |
| 371.5         | 1212.5 |       |   |      |       | שווי NAV                           |
| 19.2          | 19.2   |       |   |      |       | מספר מניות IGLD                    |
| 19.3          | 63.1   |       |   |      |       | שווי NAV מניית IGLD                |
| 18.78         | 18.78  |       |   |      |       | שווי שוק מניית IGLD                |
| 3%            | 236%   |       |   |      |       | UPSIDE                             |

שווי כלכלי לעומת שווי סחיר – את השווי הנכסי הסחיר אין כל בעיה לחשב לאור העובדה שכל ניירות הערך סחירים. לפי שווי השוק של BCOM, מניית אינטרנט זהב נסחרת בשווי הוגן נכון לעכשיו. עם זאת, בחינת השווי הכלכלי של האחזקות של אינטרנט זהב בשרשור, מצביעה על אופציה בעלת פוטנציאל רווחים רב בעיקר לאור מה שאנו חושבים על קבוצת בזק. לפיכך, אם ניקח את מניית בזק לפי שווי של 7.4 ש"ח ונאפס את הדיסקאונט הכלכלי בקומה השנייה (BCOM), נגלה Upside של כ- 236%. גם כאן, שוויה של אינטרנט זהב בבורסה מגלם שווי של כ- 5.3 ש"ח בלבד למניית בזק.

החוב של IGLD – חוב פיננסי נטו עומד על כ- 780 מיליון ש"ח, כאשר החוב ברוטו עומד על כ- 1.12 מיליארד ש"ח (כ- 920 מיליון ש"ח לזמן ארוך) ומנגד בקופת החברה, כ- 295 מיליון ש"ח. בנוסף חלקה של אינטרנט זהב בדיבידנד האחרון שחילקה BCOM, עומד על כ- 45 מיליון ש"ח. להלן פריסת החובות של אינטרנט זהב מתוך מצגת למשקיעים (ינואר 2015):

## Projection of Future Debt Repayment



■ **מס ודיבידנדים** – כפי שנערכנו את המס לגבי BCOM, גם כאן אנו חושבים כי אירוע מס מהותי אינו צפוי בעתיד הנראה לעין. עם זאת, גם כאן ומטעמי שמרנות, החלטנו לגלם מס מלא על הפער בין שווי האחזקה ב-BCOM לבין העלות המתואמת בספרי אינטרנט זהב. עלות BCOM לצרכי מס בספרים הינה כ- 1.1 מיליארד ש"ח ומכאן נגזר המס שהנחנו במודל.

לגבי דיבידנד מאינטרנט זהב, אנו מבינים כי עקב התניות של סדרה ד' של אגרות החוב שלה, נראה כי הסיכויים לחלוקה בשנים הקרובות מוגבלים עד לא קיימים. מנגד, אנו חושבים כי לאור פריסת תשלומי החוב של אינטרנט זהב (כמפורט למעלה), בהנחה שבזק תשמור על יציבות ברווח הנקי ותמשיך לחלק 100% ממנו ו-BCOM תמשיך לחלק דיבידנדים לבעלי המניות (וגם תבצע רה-פיינס בת 2018 כפי שהנחנו), אין כל סיבה שאגרות חוב סדרה ד' של החברה תסחרנה סביב 9% תשואה במח"מ של 4.6. אי חלוקת דיבידנדים מאינטרנט זהב בשנים הקרובות ויציבותה של קבוצת יורקום בעלת השליטה, מחזקות דעתנו זו.



## גילוי והגבלת אחריות מטעם רוסאריו ייעוץ ומחקר בע"מ

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע פומבי אחר אשר רוסאריו ייעוץ ומחקר בע"מ (רוסאריו) מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין רוסאריו, מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח וכי כל נתון, מתווה, ניתוח, רעיון או הערכה הינם ראשוניים ולא נבדקו מבחינה כלכלית, שיווקית, משפטית, מיסויית או כל בחינה אחרת.

הדו"ח מופנה למשקיעים מסווגים בלבד כחומר מסייע ואין להסתמך עליו בקבלת החלטות השקעה כלשהן. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו ומשקף את הערכת עורכי הדוח למועד בו הוא נכתב ועשוי להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. המידע בדו"ח הוא כללי ואינו בבחינת ייעוץ להשקעות, ייעוץ משפטי, מיסויי או ייעוץ אחר מסוג כלשהו, ואין דרך להבטיח כי המידע הכלול בנייר זה הינו מדויק, נכון ומעודכן. מכלול הדעות, החדשות, המחקרים, הניתוחים, המחירים והמידע האחר הכלול בנייר זה ניתן כפרשנות כללית על שוק ההשקעות ועל החברה הנדונה במסמך אשר מסופקת למטרת מידע בלבד ואינה מהווה עצה או המלצה להשקעה או פעולה אחרת כלשהי. ניתוח זה לא נערך בהתאם לצרכיו של קורא הדו"ח, וקורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. האמור בנייר זה כולל ניתוח ראשוני, ואין בו כדי להטיל על רוסאריו, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, ותאגידים מקבוצת רוסאריו קפיטל בע"מ וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת רוסאריו") חובה כלשהיא. קבוצת רוסאריו, כל חברה בה וכן מחברי הדו"ח ועורכיו אינם מספקים ייעוץ לביצוע עסקאות או להימנעות מהן ולא ישאו בכל אחריות בכל צורה שהיא עבור כל נזק, הפסד ו/או אובדן, כולל, אך לא מוגבל, לכל רווח או הפסד, שעלול לנבוע בישירות או בעקיפין מן השימוש או ההסתמכות על דו"ח זה. כל עסקה שתתקיים כתוצאה מדו"ח זה או הסתמכות עליו תהיה באחריות הצדדים לעסקה בלבד וכפופה לתנאי שוק שישררו בסמוך לעסקה, לבדיקות הכלכליות, המשפטיות והחשבונאיות המקובלות ולאישורים מקובלים. הדו"ח אינו מהווה ייעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיעוץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

דו"ח זה הינו רכוש הבלעדי של רוסאריו ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדו"ח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב מאת רוסאריו.

קבוצת רוסאריו וחברות בנות או קשורות עוסקות בחיתום, תיווך בעסקאות בניירות ערך, בנקאות השקעות, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמן ופעילויות אחרות בשוק ההון, ועשויות להחזיק או מחזיקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח וכן ביצעו ו/או עשויות לבצע עסקאות קניה ו/או מכירה בניירות הערך.

במהלך השנה האחרונה, רוסאריו ו/או חברות מקבוצת רוסאריו, נתנו או עשויות היו לתת לחברה הנסקרת ולחברות בקבוצה שירותי גיוס חוב ציבורי או פרטי, ובנוסף, עשויות רוסאריו ו/או חברות מקבוצת רוסאריו לתת בעתיד שירותים פיננסיים לחברה או לחברות מקבוצת החברה, לרבות שירותי ניהול, הפצה וחיתום בהנפקות. תאגידים קשורים לרוסאריו החזיקו או עשויים היו להחזיק במועד פרסום הדו"ח ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בדו"ח ("תאגיד קשור ו' החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

להלן פרטים לגבי עסקאות שנעשו בידי רוסאריו ו/או חברות בקבוצת רוסאריו עבור החברה וכן החזקות תאגידים קשורים בניירות הערך של החברה:

בחודש אוגוסט 2014, השתתפה חברה מקבוצת רוסאריו בקונסורציום חתמים שגייס אגרות חוב עבור תאגיד בקבוצת החברות הנסקרות בדו"ח זה.

## גילוי והצהרת האנליסט

אני, ערן יעקובי, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ערן יעקובי