

חוות דעת כלכלית

בחינת מתווה המיזוג בין יואל לאקויטל
ובחינת הוגנות הערכת השווי הכלכלית ליום 30.6.2018



דצמבר 2018

גילעד מנו השקעות בע"מ
מצדה 7 בני ברק, מגדל בסר 4 קומה 25
Office@manofin.co.il
073-7372228



חוות דעת מומחה

שם המומחה: גילעד מנו


מקום עבודתו: גילעד מנו השקעות בע"מ
ח.פ. 515618403
מצדה 7, בני ברק, קומה 25


אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עורך הדין עמית מנור, להגיש חוות דעת זו במסגרת הבקשה לאישור תובענה נגזרת בעניין עסקת המיזוג בין יואל לבין אקויטל והערכת השווי שפורסמה ע"י י.ו.א.ל ירושלים אויל אקספלוריישן בע"מ (להלן: "יואל" או החברה" למניות אקויטל בע"מ (להלן: "אקויטל").

אין לי כל קשר או תלות בחברה או במזמיני העבודה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין. שכר הטרחה בגין הכנת חוות דעת זו, כפי שסוכם ביני לבין מזמיני העבודה הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בהצלחת ההליך המשפטי.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית משפט ומצהיר כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר באזהרה בבית המשפט, דין החוות דעתי זו כשהיא חתומה עלי ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט.

להלן חוות דעתי:


חתימה


תאריך

תוכן העניינים

1. תמצית
 - 1.1. עיקר המסקנות בחוות הדעת
 - 1.2. הערך המוסף של יחק בעסקה על חשבון בעלי מניות המיעוט
 - 1.3. כשלים בחישוב פרמיית השליטה ובהערכת השווי
2. רקע לעסקת המיזוג
3. תיאור העסקה
4. מתודולוגיה בחוות הדעת
5. מקורות מידע
6. הערכת גובה פרמיית השליטה של יחק בקבוצת יואל-אקויטל
7. הערכת שווי הגידול בזכויות ההצבעה של יחק
8. בחינת הכשלים בהערכת השווי של מ.נ.ש.
 - 8.1. בחינת הפרמיה המשולמת על מניות יואל
 - 8.2. בחינת דיסקאונט חברות אחזקות
 - 8.3. בחינת חוסר העקביות המתודולוגית בקביעת NAV על חברת אחזקות בקבוצה
 - 8.4. בחינת הערכת השווי לישראלקו
 - 8.5. בחינת הערכת השווי של נפטא
 - 8.6. בחינת הערכת השווי של איירפורט
9. סיכום ומסקנות
10. תמצית השכלה וניסיון של הכותב



1.1 עיקר המסקנות בחוות הדעת

- על פי ממצאנו בבחינת העסקה, בעלת השליטה באקויטל, יחק, מפיקה ערך מוסף בדמות הגדלת השליטה בהון המניות של החברה הממוזגת, כאשר הגדלה זו באה באמצעות מימון פרמיית שליטה חריגה אשר משולמת גם ע"י בעלי מניות המיעוט.
- על פי ממצאנו יחק מפיקה ערך מוסף גם בדמות הגדלת זכויות ההצבעה בחברה הממוזגת, בשיעור של 7.5%; להערכתנו ערך מוסף זה שלא תומחר בעסקה, שווה ערך לכ- 69 מיליון ₪.
- חוות דעתנו גם מצביעה על כשלים שנפלו בחישוב הפרמיה המשולמת לבעלי מניות הזכאים ביואל; הפרמיה המשולמת (שווי כלכלי בעסקה אל מול שווי השוק) על פי חישובנו, עומדת על 64.45%. פרמיה זו להערכתנו חריגה באופן קיצוני מפרמיות נהוגות בשוק הישראלי שעומדות על כ- 4.6% בלבד.
- על פי ממצאנו הערכת השווי של מ.נ.ש, לוקה בכשלים רבים ומגמתיים להעלאת השווי של נכסי הבסיס של הקבוצה וכתוצאה מכך את השווי של חברת האחזקות יואל.
- מנגד, חברת האחזקות אקויטל, תומחרה בהערכת השווי בחסר אל מול נכסי הבסיס וזאת בשל חישוב כפול של דיסקאונט חברת האחזקות.

1.2 הערך המוסף של יחק בעסקה על חשבון בעלי מניות המיעוט

ניתוח מבנה השליטה בחברה לפני ואחרי המיזוג, מראה כי יחק משיגה ערך מוסף בדמות הגדלת היקף האחזקה שלה ביואל ב- 6.55% וע"י כך חיזוק שליטתה בחברה. את הערך המוסף לבעלי מניות יחק ניתן למדוד לפי הפרמיה ששולמה ע"י יחק בעת רכישות של מניות יואל בהצעת הרכש ובשוק. לאור הממצאים שמצאנו, פרמיית השליטה שווה ליחק 7.46% לפחות.

על פי מתווה העסקה, ציבור בעלי המניות באקויטל המחזיק כיום 20.3% ממניות אקויטל, צפוי לרדת לאחזקה של 9.16% בלבד בחברה הממוזגת, בעוד בעלי העניין צפויים להגדיל את אחזקתם האפקטיבית בחברה הממוזגת מ- 41.58% ל- 47.19%. מ.נ.ש טעתה והטעתה בעבודתה (בתרשים בעמוד 5 במצגת) והציגה כי - ה"ציבור המקורי באקויטל" צפוי להחזיק 11.66% מהחברה הממוזגת. ההפרש נובע מאחזקותיו של בעל העניין באקויטל, קובי מימון, המחזיק 4.58% מאקויטל ולאחר המיזוג לא יוגדר עוד "בעל שליטה" אלא חלק מה"ציבור" בחברה הממוזגת. אך אין זה הופך אותו להיות חלק מה"ציבור המקורי באקויטל" שלא כלל אותו מלכתחילה.

מעבר להגדלת שיעור האחזקה הכלכלי של יחק בחברה הממוזגת, במסגרת העסקה גדל באופן חד יותר שיעור זכויות ההצבעה שלה; יחק תגדל משיעור אפקטיבי של 28.5% מזכויות ההצבעה ביואל לשיעור של 36% בחברה הממוזגת. להערכתנו, שוויי של הגידול בזכויות אלו מסתכם בכ- 69 מיליון ₪.

1.3 כשלים בחישוב פרמיית השליטה ובהערכת השווי של מ.נ.ש

בחישוב הפרמיה המשולמת לבעלי מניות יואל הזכאים אל מעל מחיר השוק, נפלו מספר כשלים שהובילו לפרמיה נמוכה משמעותית מהפרמיה האמיתית העומדת על כ 64%. פרמיה זו הינה פרמיה חריגה בהשוואה בינלאומית, ובמיוחד בהשוואה למחקרים עדכניים שנערכו בישראל בנושא, המצביעים על פרמיות שליטה ממוצעות של 4.6% בלבד.

לאורך כל הערכת השווי של מ.נ.ש נפלו פגמים רבים נוספים אשר רובם ככולם הובילו להגדלת השווי של נכסי הבסיס של קבוצת החברות הנדונה; הגדלת השווי המלאכותית באה לידי ביטוי בהערכות אופטימיות במיוחד בנוגע לנכסי הבסיס, אי תמחור סיכונים לנכסי הבסיס ומזעור סעיפי הוצאות על פי שיעורי היוון מיוחדים לסעיפי הוצאות, ללא כל הסבר המניח את הדעת. חברת מ.נ.ש גם לקתה בחוסר עקביות מתודולוגית בכך שחישבה דיסקאונט חברת אחזקות רק על אקויטל ולא על יתר חברות האחזקות האחרות בקבוצה. ואף חישבה בכפל את הדיסקאונט על אקויטל.



2. רקע לעסקת המיזוג:

אקויטל בע"מ ("אקויטל" או "החברה") הינה חברה ישראלית ציבורית אשר עיקר עיסוקה הינו אחזקה של מניות י.ו.א.ל.ירושלים אויל אקספלורשיין בע"מ ("יואל") בשיעור של 47.72% ושל מניות ישארמקו נגב 2 ("ישארמקו") בשיעור של 3.84%.

יואל גם היא חברת אחזקות ציבורית הרשומה בישראל, אשר מחזיקה באיירפורט סיטי בע"מ ("איירפורט") בשיעור של 45.06% ובחברת נפטא חברה ישראלית לנפט בע"מ (להלן: "נפטא") בשיעור של 64.6%. אקויטל ויואל הן אומנם ישויות משפטיות נפרדות אך כל פעילויותיהן הכלכליות והתפעוליות, נעשות יחדיו; על כך יעיד, למשל, הרכב חברי ההנהלה והרכב הדירקטוריון (למעט דח"צים) ואף מקום מושבן המאוחד.

אקויטל בע"מ			י.ו.א.ל. ירושלים אויל אקספלורשיין בע"מ		
שווי שוק חברה: 1,552,778 אלפי ₪ נכון ל-22/11/2018			שווי שוק חברה: 4,065,914 אלפי ₪ נכון ל-22/11/2018		
הנהלה ונושאי משרה			הנהלה ונושאי משרה		
שם	תפקיד	שם	שם	תפקיד	שם
חיים צוף	י"ר דירקטוריון	חיים צוף	י"ר דירקטוריון	י"ר דירקטוריון	חיים צוף
ערן סער	מנהל כללי	ערן סער	מנהל כללי	מנהל כללי	ערן סער
אפרת נגור	דירקטור חיצוני	מלכה ריצמן	דירקטור חיצוני	דירקטור חיצוני	אפרת נגור
מנסי אמינה	דירקטור חיצוני	יוסף יום	דירקטור חיצוני	דירקטור חיצוני	מנסי אמינה
בעה סימנס	דירקטור	בעה סימנס	דירקטור	דירקטור	בעה סימנס
יוחנאל חוני	דירקטור בלתי תלוי	הרר בן גור שם טוב	דירקטור בלתי תלוי	דירקטור בלתי תלוי	יוחנאל חוני
דניאל פרייטג	מנכ"ר פנימי	דניאל פרייטג	מנכ"ר פנימי	מנכ"ר פנימי	דניאל פרייטג
נאי בר אהון	חשב	נאי בר אהון	חשב	חשב	נאי בר אהון
איתן הלך	מנהל כספים	איתן הלך	מנהל כספים	מנהל כספים	איתן הלך
טעיה לדגור	יועצת משפטית ומוכרת חברה	טעיה לדגור	יועצת משפטית ומוכרת חברה	יועצת משפטית ומוכרת חברה	טעיה לדגור

להלן פירוט מבנה האחזקות, הצבעה והון, בחברות אקויטל ויואל, טרום המיזוג:

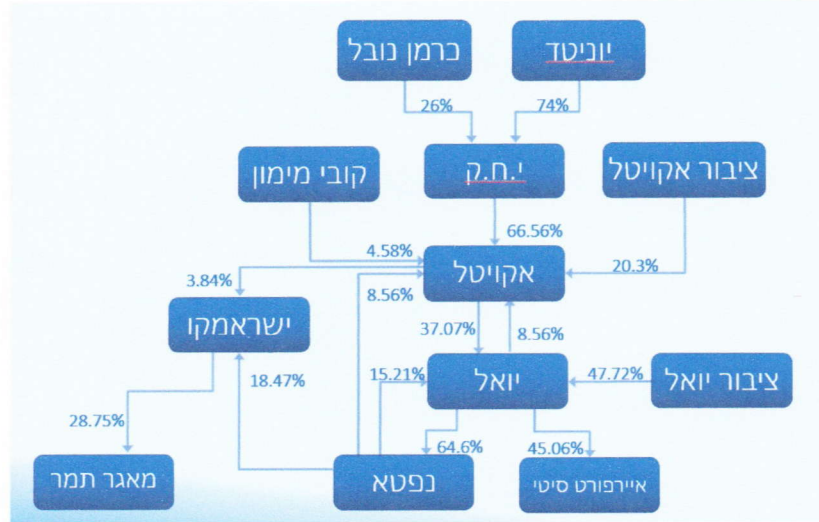
אקויטל	% הצבעה	% הון
הציבור	12.83%	20.30%
בעלי עניין	87.17%	79.70%
י.ח.ק	72.79%	66.56%
יואל	9.37%	8.56%
מימון יעקב	5.01%	4.58%

יואל	% הצבעה	% הון
הציבור	52.41%	39.72%
מוסדיים	8.44%	8.00%
בעלי עניין	39.14%	52.28%
אקויטל	39.14%	37.07%
נפטא		15.21%

מהדוחות הכספיים של החברות (סולו), עולה כי עיקר הוצאות המטה (הנהלה וכלליות) ועיקר הוצאות המימון, הועמסו על חברת יואל, בעוד חברת אקויטל נהנתה מהכנסות מימון, שאף עלו על הוצאות המימון על פי הדוחות לשנת 2018. על פי הדוחות הכספיים לשנת 2017, מר חיים צוף, מכהן כיו"ר הדירקטוריון של אקויטל ויואל, בהיקף של 3% משרה, בכל חברה, ומר ערן סער מכהן כמנכ"ל שתי החברות, בהיקף של 10% משרה בכל חברה. נתונים אלו מעידים כי חברת האחזקות בפועל הינה חברת יואל וחברת אקויטל הינה חברה פיננסית בעיקרה, שפעילותה הכלכלית, התפעולית והפיננסית, מאוחדת עם יואל.



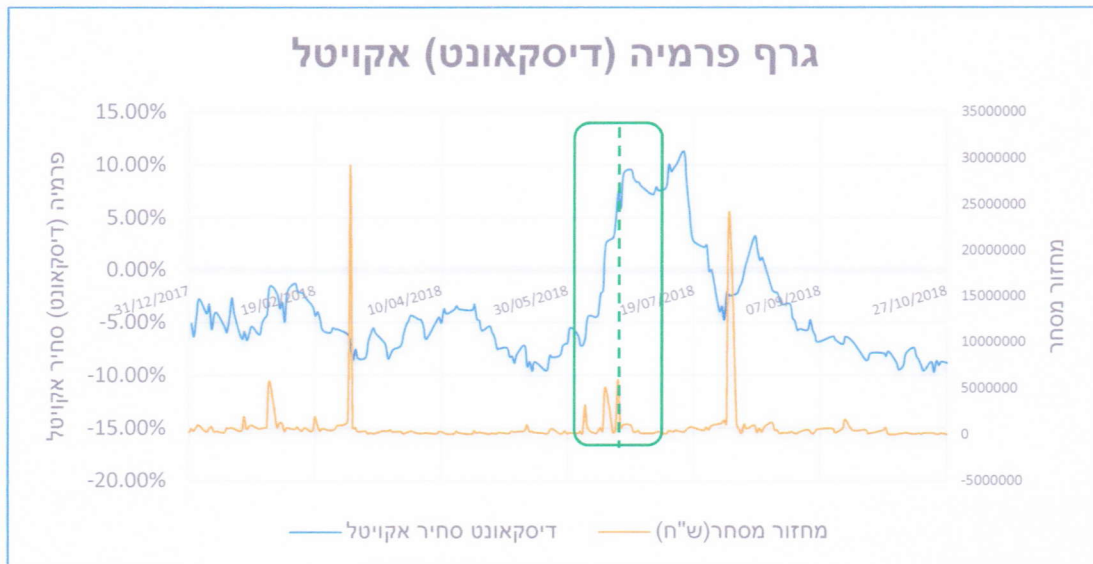
להלן מבנה האחזקות בקבוצת החברות:



ב 17.1.18 הגישה בעלת השליטה באקויטל - חברת י.ח.ק מנהלים כלליים בע"מ ("יחק"), הצעת רכש מיוחדת ל- 4.1 מיליון מניות אקויטל, בשער של 97.7 ₪ למניה, בעוד החברה נסחרת בשער 96.89 (מחיר המשקף פרמיה של כ 0.8% על מחיר השוק של אקויטל). יואל בוחרת לסרב להצעת הרכש בעוד חלק מהגופים המוסדיים נענים להצעה. כתוצאה מהצעת הרכש וכתוצאה מרכישות נוספות בבורסה, עולה יחק מאחזקה של 48.66% באקויטל לאחזקה של 71.98%.

מתאריך 6.6.18 ועד תאריך 19.6.18 המשיכה יחק להגדיל את אחזקתה באקויטל מ 71.98% ל 72.79%. בתאריך 16.8.18 הודיעה חברת אקויטל כי קובי מימון החל להיות בעל עניין בחברה עם אחזקה בהון של 4.58% ושיעור אחזקה של 5.01% בזכויות ההצבעה. בין התאריכים 14.6.18 ועד 24.7.18 ובין התאריכים 8.8.18 עד 16.8.18, נסחרה מניית אקויטל בפרמיה על שווי ה NAV הסחיר שלה, כאשר בשיאה הגיעה הפרמיה ל 11.25%.

על פי הדיווחים לבורסה של אקויטל על עסקאות בעלי עניין, גם יחק ביצעה רכישות של אקויטל בפרמיה של 7.46%, מה שמלמד כי בעלת השליטה, יחק, מתמחרת את שווי פרמיית השליטה שלה ב 7.46% לפחות. להלן גרף המציג את הפרמיה (דיסקאונט) של אקויטל מול שווי השוק של נכסי הבסיס שלה (יואל ואקויטל) בתוספת נכסי הסולו. בגרף מסומנת התקופה בה בוצעו הרכישות בפרמיה על נכסי הבסיס.



3. תיאור העסקה

לאור חוק קידום התחרות וצמצום הריכוזיות, הודיעה חברת אקויטל ביום 1.11.18, כי ביום 31.10.18 אושר על ידי הדירקטוריון של החברה הסכם מיזוג עם יואל, בדרך של מיזוג משולש הופכי. על פי הסכם זה יקבלו בעלי מניות ביואל שאינם אקויטל ("בעלי המניות הזכאים") 1.836 מניות של החברה הממוזגת ("אקויטל הממוזגת" או "החברה הממוזגת") ובנוסף לכך 63 שו במזומן, וזאת בעבור כל מניה אחת של יואל. כחלק מהעסקה, מעבר להון המניות, יחק תקבל 36% מזכויות ההצבעה באקויטל הממוזגת, ללא תמורה. ביום 7.11.18 פרסמה חברת יואל זימון לאסיפה כללית אליה צירפה הערכת שווי כלכלית ליום 30.6.18, אשר בוצעה ע"י מ.נ.ש. יעוץ בע"מ ("מ.נ.ש" ו-"הערכת השווי"). בהערכת השווי אשר צרפה יואל עולים כשלים המפורטים בחוות דעת זו.

4. מתודולוגיה בחוות הדעת

- 4.1.1. הערכת פרמיית השליטה של יחק בקבוצת יואל-אקויטל.
- 4.1.2. הערכת שווי הגידול בזכויות ההצבעה של יחק.
- 4.1.3. בחינת הפרמיה המשולמת על יואל מול הפרמיות המקובלות בשוק והכשלים בחישוב הפרמיה.
- 4.1.4. בחינת דיסקאונט חברות אחזקה (המכונה "קנס" בהערכת השווי של מ.נ.ש) על חברות אחזקות, מול נתונים היסטוריים ומול קבוצת ייחוס של חברות אחזקה.
- 4.1.5. בחינת חוסר העקביות המתודולוגית בקביעת NAV על חברת אחזקות בקבוצה.
- 4.1.6. בחינת הערכת השווי לישראל.
- 4.1.7. בחינת הערכת השווי לנפטא.
- 4.1.8. בחינת הערכת השווי לאיירפורט.

5. מקורות מידע

- 5.1.1. אתר מאיה – מערכת אינטרנט להודעות.
- 5.1.2. אתר הבורסה לני"ע.
- 5.1.3. דוחות כספיים של החברות בקבוצה.
- 5.1.4. מאמרים אקדמיים.

6. הערכת פרמיית השליטה של יחק בקבוצת יואל-אקויטל

ניתוח מבנה השליטה בחברה לפני ואחרי המיזוג, מראה כי יחק משיגה ערך מוסף, בדמות הגדלת היקף האחזקה של בעלי העניין בחברה הממוזגת ב- 6.55% וע"י כך חיזוק שליטתה בחברה.

אחזקה בחברה ממוזגת	אחזקה ביואל לפני העסקה	כמות מניות בחברה ממוזגת	
9.52%	7.53%	3,323,547	ציבור אקויטל בשרשור
36.08%	39.7%	12,595,530	ציבור מקורי יואל
31.22%	24.67%	10,899,838	יחק בשרשור
13.81%	15.21%	4,822,478	נפטא
7.27%	8.0%	2,536,964	מנורה
	3.17%	1,402,406	יואל בשרשור
2.15%	1.70%	750,274	מימון יעקב בשרשור
47.19%	41.58%		סה"כ בעלי עניין
52.87%	55.24%		ציבור



את הערך המוסף לבעלי מניות יחק ניתן למדוד לפי הפרמיה ששולמה ע"י יחק בעת רכישות של מניות יואל בהצעת הרכש ובשוק. לדוגמה ב 19.6.18 רכשה יחק מניות אקויטל בבורסה לפי שווי שוק של 1.61 מיליארד ₪, זאת בעוד יכלה לרכוש את נכסי הבסיס - מניות יואל ומניות ישראלמקו (על פי שיעורי האחזקה של אקויטל) לפי שווי של 1.49 מיליארד; פרמיה זו של 7.46% משקפת את גובה פרמיית השליטה אותה יחק מעריכה בעצמה עבור הגדלת השליטה שלה באקויטל.

להלן טבלה המציגה את שווי השוק של חברות יואל, ישראלמקו ואקויטל, וחישוב הפרמיה על אקויטל:

תאריך	יואל	ישראלמקו	אקויטל	אקויטל NAV סחיר	פרמיה על NAV סחיר אקויטל
25/06/2018	3290385	4999582	1632202	1501030	8.74%
24/06/2018	3340474	5012534	1665446	1520095	9.56%
21/06/2018	3292112	4999582	1639244	1501670	9.16%
20/06/2018	3390564	5064343	1632366	1540653	5.95%
19/06/2018	3281748	5025487	1610586	1498823	7.46%

ה NAV הסחיר של אקויטל חושב לפי שיעורי האחזקה של אקויטל ביואל (37.07%) ובישראלמקו (3.84%) בתוספת נכסי הסולו של החברה על פי המאזן העדכני של החברה.

7. הערכת שווי הגידול בזכויות ההצבעה של יחק

מעבר להגדלת שיעור האחזקה הכלכלי של יחק בחברה הממוזגת, במסגרת העסקה גדל באופן חד יותר שיעור זכויות ההצבעה שלה; יחק תגדל משיעור אפקטיבי של 28.5% מזכויות ההצבעה ביואל לשיעור של 36% בחברה הממוזגת.

יש לציין כי הגדלת שיעור זכויות ההצבעה לא תומחרה כלל בעסקה ולא בהערכת השווי של מ.נ.ש. להערכתנו, בהתאם למחקרם של שמואל האוזר ובני לאוטרבך¹ (המצביע כי שווי של אחוז הצבעה בהון שווה לחמישית מהון המניות) ובהתאם להערכת השווי של מ.נ.ש, שווי של הגידול בזכויות אלו מסתכם בכ- 69 מיליון ₪. כאמור מדובר בתוספת של כ 7.5% בזכויות הצבעה, השקולים לפי מחקרם של האוזר ולאוטרבך, ל- 1.5% מהון המניות של החברה הממוזגת, השווה 4.6 מיליארד לפי הערכת השווי של מ.נ.ש.

בהקשר זה ראוי לציין גם את מחקרם של ד"ר שמואל האוזר וגב' איטה שוחט² אשר מצאו כי - "להפרש בין אחוז ההצבעה ואחוז ההון בידי בעלי המניות העיקריים השפעה שלילית על רווחיות הפירמות"; גם לפגיעה זו שמועצמת בעסקת מיזוג זו לא ניתנה התייחסות ופיצויי הולם לבעלי מניות המיעוט.

8. בחינת הכשלים בהערכת השווי של מ.נ.ש

8.1. בחינת הפרמיה המשולמת על מניות יואל

השווי של יואל הנגזר מהעסקה עומד על כ 5.27 מיליארד ₪ בעוד השווי הכלכלי של החברה, על פי מ.נ.ש, עומד על 4.95 מיליארד ₪ בלבד. בתאריך 30.6.18 השווי הסחיר עמד על 3.2 מיליארד ₪ בלבד, מחיר זה מהווה פרמיה של 64.45% על מחיר השוק.

ההבדל הגדול בפרמיה אותה חישה מ.נ.ש לעומת הפרמיה אותה אנחנו מצאנו, נובע משני הבדלים עיקריים:

הפרמיה אמורה להציג את השווי לפיו מבוצעת העסקה מול שווי השוק של החברה הנרכשת. השווי הכלכלי של יואל בעסקה (על פי המתודולוגיה של מ.נ.ש) עומד על 5.275 מיליארד ₪ בעוד שווי השוק של יואל עמד נכון ליום הערכת השווי, על 3.2 מיליארד ₪ בלבד. המחיר בעסקה משקף פרמיה של 64% מעל מחיר השוק של יואל.

טעות נוספת שנפלה בחישוב הפרמיה על ידי מ.נ.ש, נובעת מהבדלי התאריכים; הערכת השווי של מ.נ.ש

¹ The value of voting rights to majority shareholders

² הקשר בין ריכוז שליטה בידי בעלי ענין לבין התמורה לבעלי המניות בחברות ציבוריות

בוצעה נכון ל-30.6.18; למרות זאת בחרה מ.נ.ש להשתמש לצורך חישוב הפרמיות בשווי שוק של יואל נכון ל-29.10.18. נציין כי מניית יואל עלתה בכ-15.6% בתקופה זו. להלן פרוט חישוב הפרמיה:

ראשית יצוין כי בהערכת השווי של מ.נ.ש מוצגת הפרמיה מול שווי השוק בתאריך 29.10.18; זאת למרות שהערכת השווי בוצעה לתאריך 30.6.18. לפער זמנים זה השפעה מהותית של כ-21.5% על הפרמיה.

חברה	28/06/2018	29/10/2018	שווי כלכלי לפי מנש
אקויטל	1,583	1,517	2000
יואל	3,207	3,689	4950
איירפורט	5,327	5,713	7500
נפטא	2,101	2,289	3700
ישראלמקו	4,870	5,285	7105
חברה ממוזגת	2,800.08	3,068.74	4,608
שווי מניות הזכאים ביואל			3,115
התמורה בעבור מניות הזכאים			3,318
שיקוף שווי של יואל			5,275
פרמיה על שווי השוק	64.45%	42.97%	6.56%

שווי החברה הממוזגת חושב לפי נכסי הבסיס בתוספת נכסי הסולו של אקויטל ויואל ובהפחתה של 685 מיליון ₪, אשר ישולמו במזומן. משווי זה הופחתה האחזקה הצולבת של נפטא.

כלכלי לפי מנש	חברה מאוחדת
שווי אחזקות	6,031.83
תשלום מזומן	685
שווי אחזקות פחות תשלום מזומן	5,346.83
נטרול נפטא	-738.40
שווי חברה ממוזגת	4,608.43

שווי השוק של יואל עמד ב-30.6.18 (בהתאם ליום הערכת השווי) על 3.207 מיליארד ₪; שווי השוק המשתף בעסקה עומד על 5.275 מיליארד ₪, שחושב כך:

שווי התמורה בעבור מניות הזכאים (שיעור אחזקת הזכאים בחברה הממוזגת בתוספת רכיב המזומן העומד על 685 מיליון ₪) חלקי שיעור אחזקתם של הזכאים ביואל.

שווי מניות הזכאים ביואל	3,115
התמורה בעבור מניות הזכאים	3,318
שיקוף שווי של יואל	5,275
שווי שוק של יואל	3,207
פרמיה על שווי השוק	64.45%

הפרמיות הנ"ל, להערכתנו, הינן פרמיות חריגות ביחס לפרמיות נהוגות על גרעין שליטה, אשר אין להן הצדקה לאור כך שבעלי מניות המיעוט אינם חלק מגרעין שליטה ביואל, ולאור אלטרנטיבות זולות יותר לקיפול השכבה שיש לחברה ולקבוצה; אלטרנטיבות אשר לא יפגעו - לא בשיעור האחזקה של בעלי מניות המיעוט לא בשיעור אחזקתם בהון ולא בשיעור זכויות ההצבעה שלהם.

מחקרים היסטוריים רבים מצביעים על פרמיות שליטה בישראל גבוהות יחסית לעולם, שמגיעות ל-27%. אך לאור הרפורמות שהועברו בתחילת שנות האלפיים, חל שינוי משמעותי בשוק; על פי מחקרם של פרופ' שרון חנס ואילון בלום, שהינו המחקר העדכני ביותר שנעשה לאחר הרפורמות בשנים 2006 עד 2014, נמצא כי "הפרמיה הממוצעת צנחה לשיעור של 4.6% בלבד" וכאשר משקללים את שווי העסקאות הפרמיה עומדת על 1.2% בלבד.

8.2. בחינת דיסקאונט חברות אחזקות

דיסקאונט חברת אחזקות (המכונה "קנס" בהערכת השווי של מ.נ.ש) הינו פרמיה שלילית על חברת אחזקות אשר נובעת מעלויות נוספות שנוצרות בחברת האחזקות, שהן מעבר לעלויות של ניהול הפעלה ומימון של נכס הבסיס; מעבר לכך דיסקאונט חברות אחזקות נוטה להיות גדול יותר כאשר יש גרעין שליטה, אשר מנצל את שליטתו לצרכיו באופן מפלה כלפי בעלי מניות המיעוט.

עלויות שעשויות לגרום לדיסקאונט בחברות אחזקה:

- דמי ניהול שחברת האחזקות גובה.
- הוצאות הנהלה וכלליות של חברת האחזקות.
- הוצאות מימוניות על מינוף שחברת האחזקות לוקחת על מנת לרכוש את נכס הבסיס.
- תשלום שכר לנושאי משרה מטעם בעלי השליטה בחברת האחזקות.

את דיסקאונט חברת אחזקות ניתן לכמת ע"י אחת מהדרכים הבאות:

מודל DCF על ההוצאות של חברת האחזקות (סולו).

במקרים בהם גם חברת האחזקות וגם נכסי הבסיס סחירים - חישוב ההפרש בין שווי NAV הסחיר של נכסי הבסיס לבין השווי הסחיר של חברת האחזקות.

בהערכת השווי של מ.נ.ש, דיסקאונט חברת אחזקות חושב בכפל על אקויטל; פעם אחת בהערכת השווי הכלכלית בה הווננו הוצאות הנהלה וכלליות לפי מכפיל 8 (שלא ניתן לגביו כל הסבר סביר כשלעצמו), ופעם נוספת ע"י חישוב הדיסקאונט הסחיר שהוחסר שוב. פגם מהותי זה שנפל בהערכת השווי של מ.נ.ש, הוביל לירידת ערך במניות אקויטל בגובה של כ- 189 מיליון ש"ח על פי החישוב של מ.נ.ש.

בהערכת השווי מ.נ.ש מציינים כי הם - "מסבירים את הפרמיה החריגה מעל השווי הכלכלי, כתשלום נוסף שבעלי המניות ביואל מקבלים בגין קיפול השכבה". עוד טוענים בהערכת השווי כי - "כדאיות העסקה גם בהתייחס ליתרון הכלכלי לבעלי המניות באקויטל הנובע מעצם קיפול השכבה והתקרבותם לנכסי הבסיס". בהתייחס לכך נציין כי אם בעלי מניות יואל היו מתרחקים מנכס הבסיס, אכן היה על מה לפצותם בגין ההתרחקות, אך העסקה אינה משנה את מרחקם של בעלי מניות יואל מנכס הבסיס ועל כן אין סיבה לתשלום פרמיה לבעלי מניות יואל.

לעומת זאת אם בעלי מניות אקויטל (השולטת ביואל) מעוניינים להתקרב לנכסי הבסיס מבלי לשלם פרמיה עודפת - יכולים הם, למשל, לרכוש את מניות יואל בבורסה, הנסחרות בדיסקאונט גם על פי NAV של נכסי הבסיס ובדיסקאונט משמעותי עוד יותר על הערכת השווי של מ.נ.ש.

הלכה למעשה, תשלום פרמיה על מניות יואל במקרה זה הוא למעשה סבסוד פרמיית שליטה באקויטל הממוזגת, לבעלי השליטה באקויטל המקורית, וזאת על ידי תשלום עודף של בעלי מניות המיעוט באקויטל המקורית.

בבחינה כלכלית שערכנו על שווי השוק של שתי החברות, ה- "קנס" (דיסקאונט סחיר) חברת אחזקות, חל במשך תקופה ממושכת גם על אקויטל וגם על יואל.

הדיסקאונט הממוצע מתחילת 2018, עומד על 9.37% ליואל ועל 4.42% לאקויטל; הדבר נובע מעלויות מימון ביואל ולאור העובדה שאקויטל אינה ממונפת ואין לה עלויות מימון כלל. עד ליום פרסום עסקת המיזוג של החברות, באופן עקבי, הדיסקאונט על חברת יואל היה גבוה מהדיסקאונט על חברת אקויטל.

עובדה זו, כי קיים דיסקאונט חברת האחזקות גם על יואל, סותרת באופן נחרץ את הקביעה בהערכת השווי של מ.נ.ש, הגורסת כי - "מאחר והמבנה הקיים של הקבוצה כולל שתי שכבות של חברות אחזקות ישנו "קנס" על השכבה העליונה, אקויטל".

להלן גרף המציג את הדיסקאונט הסחיר והממוצע מתחילת שנת 2018, על מניות יואל ואקויטל:



מבדיקה נוספת שערכנו, מבנה האחזקות אינו מכיל רק שתי חברות אחזקה, שכן גם איירפורט ונפטא הינן חברות אחזקה הנסחרות בדיסקאונט על נכסיהן. ועל פי הערכת השווי של מ.נ.ש גם חברת איירפורט נסחרת בדיסקאונט משמעותי על נכסיה.

8.3. בחינת חוסר העקביות המתודולוגית בקביעת NAV על חברת אחזקות בקבוצה

יואל, כחברת אחזקות בפני עצמה, גם היא מהווה שכבה שניה על חברות ונכסים המוחזקים ע"י איירפורט ונצבא. אך המתודולוגיה אשר יושמה בהערכת השווי על אקויטל, לא חלה בהערכת השווי על יואל ועל חברות הבנות.

על פי הבחינה שערכנו באופן זהה למתודולוגיה שבוצעה ע"י מ.נ.ש בהערכת השווי על אקויטל: גובה הדיסקאונט שאמור לחול על יואל, נכון ל 29.10.18, עומד על 7.95%, המהווה דיסקאונט של כ- 371 מיליון ₪ לפי השווי הכלכלי הממוצע אליו הגיעה מ.נ.ש בהערכת השווי. נכון ל 30.6.18 גובה ה"קנס" על פי המתודולוגיה של מ.נ.ש על יואל, עומד על 13.43% שמהווה "קנס" של כ- 664.7 מיליון ₪.

תאריך	יואל	ישראלמקו	אקויטל	נפטא	איירפורט	אקויטל NAV סחיר	דיסקאונט סחיר אקויטל	יואל NAV סחיר	דיסקאונט סחיר יואל
31/10/2018	3,689	5,285	1,517	2,285	5,713	1,672	-7.95%	4,800	-7.51%
30/6/2018	3,207	4,870	1,582	2,100	5,326	1,465	-8.00%	3,705	-13.43%

8.4. בחינת הערכת השווי לישראלמקו

חברת מ.נ.ש התבססה ביצירת התזרים למודל ה DCF, על התזרים שפורסם על ידי ישראלמקו (נתון בעייתי כשלעצמו) ואף שינתה את התזרים לפי הערכות אופטימיות יותר, זאת מעבר לפגמים הבאים הקיימים בו:

- המודל מניח יצור רציף של BCM 10.65 בשנה, ללא התחשבות בתקלות צפויות/אפשריות. כך למשל, בשנת 2017 אירעה תקלה ומאגר תמר הושבת מתאריך 21.9.17 עד 27.9.17; בנוסף, מעבר לתקלות שלא נלקחו בחשבון, עלויות התיקונים וסיכונים תפעוליים אחרים לא הובאו לידי ביטוי במודל.

- המודל מתעלם לחלוטין משינויים בשער הדולר, אשר בסביבת ריבית שקלית עולה, צפוי להיחלש בשנים הקרובות; שיעור ההיוון הגבוה יותר בשוק האמריקאי נובע בין היתר משיעורי ריביות גבוהות יותר בשוק ההון האמריקאי, ביחס לישראלי.

אם בחרו להוון את התזרים הדולרי בשיעורי היוון הנהוגים בשוק הישראלי - ההמרה של הנכס המהוון דולרית, לשווי שקלי, היה צריך לקחת בחשבון את עלויות הגידור מדולר לשקל, שכיום עומדות על קרוב



לשלושה אחוזים לשנה.

מעבר לכך לא ברור על אלו "מחקרים ועבודות שונות התבססה מ.נ.ש בקביעת הפערים בין שיעור ההיוון בין השוק האמריקאי והשוק העולמי, לבין שיעור ההיוון בשוק הישראלי.

- סיכון מחירי הגז - המודל מניח כי מחיר הגז יעלה באופן פרמננטי משנת 2022 ועד 2051; הנחה זו אינה סבירה מסיבות רבות שהעיקריות שבהן הן:

- כל נכס סחיר, בפרט סחורות ומחירי אנרגיה, הוא בעל תנודתיות גבוהה.
- סקטור האנרגיה צפוי להיות מושפע בשנים הקרובות ובוודאי בעשורים הבאים, מתמורות של מעבר לאנרגיה ירוקה, כגון פוטו-וולטאי (סולארי), רוח ואנרגיה אגורה. תמורות אלו צפויות להוביל לירידה גם של מחירי הגז וגם של מחירי הנפט בטווח הארוך.
- סיכון תחרות - כיום, מאגר תמר הינו המאגר היחידי שפועל בישראל; בנוסף למעבר הצפוי למאגר ליוויתן ישנו סיכון תחרות גם ממאגרי הגז המצריים. סיכוי תחרות אלו צפויים ללחוץ למטה על מחירי הגז גם בשנים הקרובות וביתר שאת בטווח הארוך יותר.
- סיכונים רגולטוריים - בהערכת השווי מ.נ.ש מתייחסת לסיכונים הרגולטוריים לגבי שיעור התמלוגים למדינה, החוק לקידום התחרות והחלטת הממונה בנוגע להסדרים כובלים; אך במודל אימצה מ.נ.ש באופן מלא את נתוני התזרים של השותפות, ללא תמחור לסיכונים אלו.
- סיכונים ביטחוניים - מעבר לכלל הסיכונים שיש לרוב החברות במשק, על מאגר הגז חל סיכון ביטחוני משמעותי כנכס אסטרטגי; סיכון זה לא הובא לידי ביטוי לא בתזרים ולא בשיעור ההיוון.
- הערכת ההכנסות במודל מ.נ.ש אגרסיביות אף יותר מהערכת ההכנסות של ישראל מקו עצמה; תחזית מ.נ.ש גבוהה בעשרות מיליוני דולרים לשנה, ללא הסבר מנומק.
- התמלוגים למדינה במודל מ.נ.ש, נמוכים בעשרות מיליוני ₪ בשנה מתחזיות ישראל מקו, ללא הסבר מנומק.
- מודל מ.נ.ש מניח כי התפוקה מהמאגר תהיה מקסימאלית עד 2041, בעוד ישראל מקו מניחה צניחה בתפוקה כבר ב 2038. ללא הסבר מנומק.
- הפערים בין המודלים מגיעים למאות מיליוני שקלים בתזרים. כל זאת, כאמור, ללא נימוקים או גיבויים מחקרניים כלשהם. לשם ההמחשה רק בשנים 2038 ו 2039 מגיע ההפרש בתזרים ל 275 מיליון ₪.

התזרים על פי ישראלמקו בשנים 2033-2039, מתוך אתר מאיה:

סה"כ תזרים מהחן משהחן צפויות (Provided Reserves) ליום 31.12.2017 (אלפי דולר ביחס לחלקה של השותפות)											
רכיבי התזרים											
עד ליום	כמות קונדיטט (אלפי חביות) 100% מנכס הנפט	כמות מכירות (BC/M) (100% מנכס הנפט)	הכנסות	תשלומים שישולמו	תשלומים שיתקבלו	עלויות הפעלה	עלויות מיתוח	עלויות נמישה ושיכנון	סה"כ תזרים לפני היטל ומס הכנסה (מהחן ב-0%)	מסים	
										היטל	מס הכנסה
מאות ב-0%											
31.12.2033	489	10.65	743,553	153,618	-	43,373	40,653	-	505,909	236,766	69,631
31.12.2034	489	10.65	761,638	157,354	-	43,373	-	-	560,911	262,506	66,121
31.12.2035	489	10.65	774,932	160,101	-	43,373	-	-	571,458	267,442	67,411
31.12.2036	489	10.65	787,578	162,714	-	43,373	58,075	-	523,416	244,959	74,890
31.12.2037	489	10.65	797,269	164,716	-	43,373	-	16,941	572,238	267,808	63,826
31.12.2038	275	5.98	453,612	93,716	-	43,373	-	16,941	299,581	140,204	30,463
31.12.2039	164	3.58	275,580	56,935	-	43,373	-	16,941	158,330	74,099	13,180
											128,914
											71,052

התזרים על פי מ.ב.ש:

2041	2040	2039	2038	...	2022	2021	2020	2019	
815,276	801,069	787,318	773,764		584,837	605,885	631,570	619,943	הכנסות
93,757	92,123	90,542	88,983		67,256	69,677	72,631	71,293	תמלוגים למדינה
74,679	73,378	72,118	70,877		53,571	55,499	57,852	56,787	תמלוגים לצדדים שלישיים
43,373	43,373	43,373	43,373		43,373	43,132	42,194	45,254	עלויות הפעלה
29,038	29,038	0	0		916-	47,331	17,423	11,235	CAPEX
574,429	563,158	581,285	570,532		421,552	390,246	441,471	435,375	תזרים לפני היטל ומס הכנסה
268,833	263,558	272,041	267,009		161,259	116,700	49,721	0	תשלום היטל
74,695	73,984	69,523	68,207		48,012	62,852	83,868	70,193	מס הכנסה
230,901	225,616	239,721	235,315		212,281	210,695	307,881	365,182	סה"כ תזרים אחרי מס

8.5. בחינת הערכת השווי לנפטא

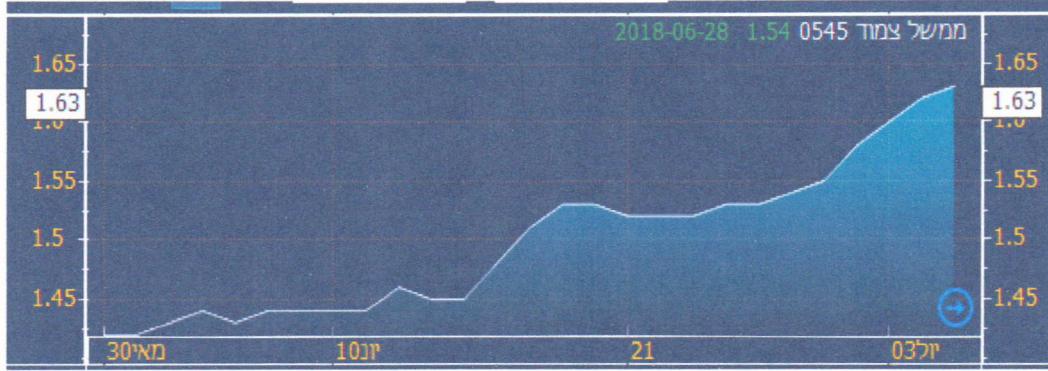
נפטא הינה חברת אחזקות במהותה שעיקר אחזקותיה הן:

- ישראלמקו 18.47%; ישראלמקו אינק 70.74%; יואל 15.21%; נדל"ן ומלונאות המוערכים בספרים בב 378 מ' ש; תמלוגים מדור חיפושי גז.
- עיקר שוויה של החברה נגזר מהערכת השווי למאגר תמר - התייחסותנו לעיל בבחינת הערכת השווי לישראלמקו.

מעבר להשגותינו בנוגע לתזרים שהוצג בנוגע למאגר תמר (בהמשך) - ההיוון בהערכת השווי, נעשה בישראלמקו אינק לפי 1.5%, זאת כאמור בהערכת השווי - כיוון שהתמלוג "אינו נתון לסיכונים תפעוליים"; ככל הנראה התכוונו ב מ.ב.ש לסיכונים תפעוליים של ישראלמקו. אך יש לזכור כי עדיין ישנם סיכונים תפעוליים של מאגר תמר, שהם הסיכונים התפעוליים המשמעותיים שכבר התממשו בעבר. לצורך המחשת הקיצוניות בשיעור היוון זה, נציין כי שיעור היוון זה נמוך יותר משיעור היוון אג"ח ממשלתי צמוד לשנת 2045!



גרף תשואות לפדיון על אג"ח ממשלתי צמוד 0545 :



עוד נציין בהקשר זה כי נפטא גם היא חברת אחזקות נוספת במבנה האחזקות של הקבוצה, ואף היא נסחרת בדיסקאונט חברת אחזקות באופן עקבי.

8.6. בחינת הערכת השווי לאיירפורט

מבלי להתייחס להערכות השמאות כשלעצמן, נציין כי אנו רואים טעם לפגם בכתיבת הערכת שווי לחברה על בסיס הערכות השווי של שמאי של הקבוצה. "תיקוף" של שמאות פנימית ע"י שמאים חיצוניים ובאופן חלקי, אינו מהווה הערכת שווי בלתי תלויה כשלעצמה ומטבע הדברים מוטה בבסיסה.

שמאויות מקיפות בוצעו, על פי מ.נ.ש, רק ל- 21% מנכסי איירפורט. ל- 16% מהנכסים לא בוצעה אפילו בדיקת סבירות.

למרות האמור לעיל הגיעו במ.נ.ש לפער של 601 מיליון שח בשווי הנכסים; זאת יש לציין לאחר ביקורת ציבורית חריפה על שיעור של כחצי מיליארד שח שנערך על נכסי איירפורט בדוחות הרבעון האחרון של 2017.

כך יוצא, שבשלושת הרבעונים האחרונים שוערכו הנכסים של איירפורט בכ- 1.123 מיליארד שח(!); חוסר הסבירות זועק כשמדובר בחברה שסכום זה מהווה מעל 20% מההון העצמי של החברה.

מתוך הדוחות הכספיים של איירפורט לשנת 2017

לתקופה של שנים עשר חודשים שהסתיימה ביום 31 בדצמבר (במיליוני ש"ח)			
2016	2017	% השינוי	
793	776	(2.1)	הכנסות מהשכרת נכסים וניהולם
631	593	(6)	NOI מנכסים מניבים
598	548	(8.4)	EBITDA
(21)	515		התאמת שווי הוגן לנדליין להשקעה
(103)	(76)	(26.2)	עלויות המימון, נטו
504	755	49.8	רווח נקי לתקופה
425	396	(6.6)	FFO ריאלי

עוד נציין כי קבוצת הייחוס בה השתמשה מ.נ.ש, אינה רלוונטית לחברה ולא בכדי המכפילים של איירפורט שונים באופן מהותי מחברות אלו; ולהלן הסיבות:
 עזריאלי – חברה בעלות שווי שוק הגדול כמעט פי ארבעה מאיירפורט, ממשל תאגידי ברמה גבוהה, שמרנות מסורתית, נוכחות בישראל בלבד במקומי פריים בלבד וללא חשיפה למגורים כלל.
 מליסרון – חברה שכל אחזקותיה בקניונים, ללא חשיפה כלל למגורים, ללא חשיפה לחו"ל, ממשל תאגידי ברמה גבוהה.



ביג – חברה העוסקת במרכזים מסחריים בלבד, ללא חשיפה למגורים.
אמות – חברה ללא חשיפה למגורים, ללא חשיפה לחו"ל. שמרנות גבוהה וממשל תאגידי מהאיכותיים בישראל.
גב ים – חברה העוסקת בנדל"ן מניב בלבד, בישראל בלבד, חברה בעלת שמרנות גבוהה וממשל תאגידי איכותי ביותר.

9. סיכום ומסקנות

- 9.1. על פי ממצאנו - בבחינת העסקה בעלת השליטה באקויטל, יחק, מפיקה ערך מוסף בדמות הגדלת השליטה בהון המניות של החברה הממוזגת.
- 9.2. על פי ממצאנו - יחק מפיקה ערך מוסף גם בדמות הגדלת זכויות ההצבעה בחברה הממוזגת, בשיעור של 7.5%; להערכתנו ערך מוסף זה שלא תומחר בעסקה שווה ערך לכ- 69 מיליון ₪.
- 9.3. הפרמיה המשולמת (שווי כלכלי בעסקה אל מול שווי השוק) על פי חישובנו, עומדת על 64.45%. פרמיה זו להערכתנו חריגה באופן קיצוני מפרמיות נהוגות בשוק הישראלי.
- 9.4. על פי ממצאנו - הערכת השווי של מ.נ.ש, לוקה בכשלים רבים ומגמתיים להעלאת השווי של נכסי הבסיס של הקבוצה וכתוצאה מכך את השווי של חברת האחזקות יואל.
- 9.5. העלאת שווי נכסי הבסיס העלתה את השווי של יואל באופן ישיר ללא תמחור דיסקאונט חברת אחזקות.
- 9.6. מנגד, חברת האחזקות אקויטל, תומחרה בהערכת השווי בחסר אל מול נכסי הבסיס, וזאת בשל חישוב כפול של דיסקאונט חברת האחזקות. לשיטתה של מ.נ.ש, הוחלט לתמחר דיסקאונט חברת אחזקות – דבר המהווה חוסר עקביות מתודולוגית ללא קשר לממצאים שאנו מציגים.
- 9.7. בבדיקת ההוגנות על הערכת השווי, שנערכה ע"י חברת אופציות טכנולוגיות בע"מ, מדגיש פרופ' דן גלאי, בעמוד 3 כי: "התמורה המוצעת במסגרת עסקת המיזוג הינה הוגנת וסבירה מנקודת ראות כלכלית של בעלי המניות ביואל שאינם אקויטל".
- 9.8. להערכתנו, צודק פרופ' גלאי בהתייחסותו לבעלי מניות יואל שאינם אקויטל; אך התמורה כלל אינה הוגנת וסבירה מנקודת ראות כלכלית של בעלי מניות המיעוט של אקויטל.



10. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

השכלה:

- תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בן גוריון.
- תואר שני בכלכלה עם התמחות במימון במסלול מצטיינים מאוניברסיטת בן גוריון.

ניסיון מקצועי:

- מנכ"ל ובעלים של "גילעד מנו השקעות בע"מ" אשר נותנת שירותי ייעוץ פיננסי, אנליזה וניהול הון לתאגידים.
- מחקרים אקדמיים בתחום דירוגי אשראי ופרמיות סיכון של חברות ומדינות.
- מעל 13 שנים ניסיון בשוק ההון.
- מנהל השקעות בגופים המוסדיים הגדולים בישראל, ביניהם: מנורה פיננסיים ו'עמיתים - קרנות הפנסיה הוותיקות'.
- בתפקידו האחרון היה מנהל תיק האג"ח של קופות הגמל בעמיתים.
- כתיבת עשרות חוות דעת פנימיות עבור עמיתים, מנקודת מבטם של בעלי מניות המיעוט, אשר שימשו כעוגן לקבלת החלטות.

