

קובי מימון פותח סדק להשתלבות עוינית על אקויטל

בעלת השליטה באקויטל התנenna את תמיכתה במיזוג של יואל לתוך אקויטל בכר שתחזיק ביותר מ-45% מהחברה הממזגת. כדי לעמוד בכר מימון היה נדרש לגייס חוב יקר של מיליארד שקל. התוצאה: י.ח.ק תרד לאחזקה של 36% ומימון יצטרך מעכשו לישון עם עין אחת פקואה

אורן טל טנא 19.11.18 08:11

תנאי השוק הכריעו אפילו את קובי מימון. בדצמבר 2017, כאשר אקויטל דיווחה לראשונה על הכוונה למיזג לתוכה את יואל, בעלת השליטה באקויטל, י.ח.ק, הודיעה שתתמוך בהצעה אם שיורט האחזקה שלה בחברה הממזגת "ישאר מעלה ל-45%. לצורך עמידה בשיעור אחוזה של 45% לאחר המיזוג גיסה י.ח.ק אג"ח ב-400 מיליון שקל, וביצעה הצעת רכש חלקית למניות אקויטל בסכום זהה. אך עדין, כדי להגיע לשיעור אחוזה של 45% ולצמצם את דילול בעלי המניות, נדרש רכיבழמן גובה שדרש גiros חוב מהותי, ויקר בתנאים הנוכחיים, של קרוב למיליארד שקל על ידי אקויטל, והגדלת המינוף שלה.

קראו עוד בכלכלייט:

- [אחרי שנים של היעדרות - קובי מימון הפר לבעל עניין رسمي באקויטל](#)
- [האיש שנזכר להזנק את שווי הנכסים של חברות אירפורט סיטי: שמאו הבית של מימון](#)
- [האיימפריה של אירפורט סיטי: מהתחנה המרכזית עד סינמה סיטי](#)

בעל השליטה (74%) הרשמי בי.ח.ק הוא חיים צוף, אך הערכות הן שאחזקה זו שייכת בפועל לקובי מימון. עוד מחזיקים בי.ח.ק משפחת לבנת (20.8%) וירושו של בני גאון (5.2%). لكن צוף ומימון העדיפו לרדת משליטה ולפתח סדק לניסיון השתלבות עוינית על אקויטל. בתחילת החודש פרסמו חברות מתחווה למיזוג שלפיו י.ח.ק תחזיק ב-36.2% מזכויות ההצבעה באקויטל ומימון יחזק בעוד 2.5%, ובאופן אבסורדי לא יוגדר בעל עניין.

מימון לוקח כאן, כאמור, סיכון להשתלבות עוינית, אך בכל מקרה זה, גוף שinessה לבצע זאת ויגיע לאחזקה של יותר מ-5% יוגדר בעל עניין ומימון יוכל לסכל את ההשתלבות תוך רכישת מניות אקויטל עצמו. בשל העובדה שאקויטל נמנעה מגיוס חוב, רמת המינוף של החברה הממזגת (סולו) תהיה נמוכה ותעמוד על 20% בלבד.

לפי המתווה, יואל תموzug לתוך אקויטל, ובועל' מניות המיעוט ביואל יקבלו תמורהן מניות של אקויטל. המיזוג בין החברות נדרש כדי לעמוד בתנאי חוק הריכוזות שאוסר קיומ של חברת אחוזה בת שלוש שכבות החל מסוף 2019. היום אקויטל שולטת ביואל ששולטת באירפורט סיטי ונפטא. אירפורט סיטי מחזיקה בקרוב ל-100% מנכבה, שכחברה פרטית אינה נחשבת שכבה בחוק הריכוזות.

נפטא שולטת בישראל אינק ובישראל אינק יה"ש. חוק הריכוזות מחייב מתוכו יחידות השתתפות, וגם ישראל אינק לא מוגדרת שכבה מכיוון שהיא נסחרת בארה"ב בלבד. لكن עם השלמת המיזוג הצפוי תעמדו אקויטל בתנאי חוק הריכוזות.



צילום: אוראל כהן

קובי מימון

הפרמיה בהצעת המיזוג

בעלי מנויות המיעוט ביואל יצררכו לאשר את המיזוג באסיפה מיוחדת שתתכנס ב-13 בדצמבר. כדי שההסכם יתקבל, צריכה להיות בו פרמיה שתינתן לבעלי המניות ביואליחסית לשווי הנוכחי של האחזקה שלהם. פרמיה זו מגיעה על חשבון בעלי המניות באקויטל. ככל שהפרמיה המוצעת גבוהה יותר, בעלי השיליטה מוטרים למעשה לציבור על נתח גדול יותר מהחברה שבה הם שותפים. על פי הסכם המיזוג, עבור כל מניה של יואל יקבלו בעלי המניות 1.836 מנויות של אקויטל ועוד 63 שקלழמן.

תמורה זו שיקפה פרמיה של 9.7% לבעלי המניות ביואליחסית למחיר המניה ערבית פרסום ההחלטה. אך חישוב זה של הפרמיה בעיתוי מכיוון שהוא מתבסס על מחיריהן של שתי המניות, כאשר הסחריות במניות אקויטל נמוכהיחסית. לדעתנו, את הפרמיה יש לחשב לפי שווי האחזקה של מחזק מנית יואל לפני ואחרי המיזוג. ומכיון שאחרי המיזוג אקויטל תחזיק ב-100% מיאול, וכמעט כל השווי שלה יגבע מיאול, השוואה זו פשוטהיחסית.

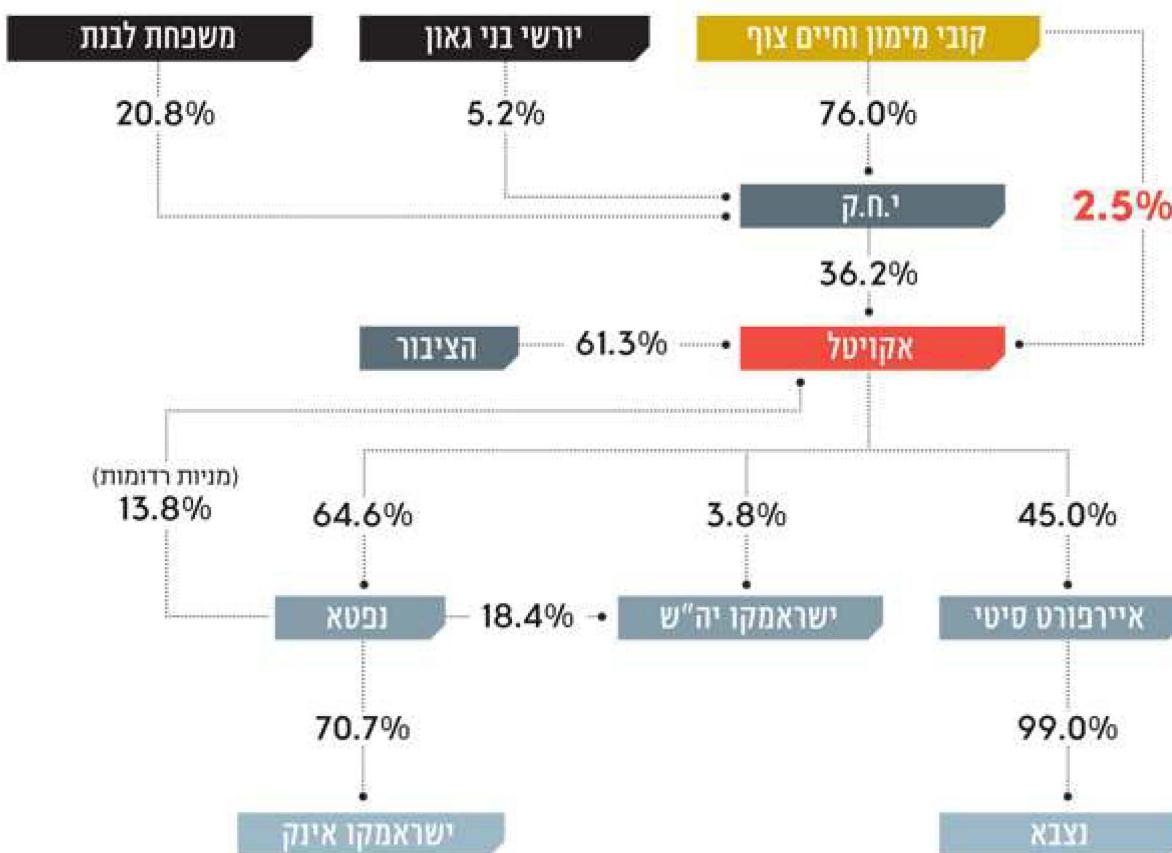
ליואל יש 12.272 מיליון מנויות, לא כולל מנויות דומות שМОחזקות בידי החברה עצמה. לכן, כל מי שמחזיק ב-1,000 מנויות יואל הוא בעל אחזקה של 0.00579% מהחברה. לאחר השלמת המיזוג הוא ידול בשיעור של 9.21% ויחזק ב-0.005256% מהחברה הממוזגת. הנכס העיקרי של החברה הממוזגת, כאמור, יהיה האחזקה (100%) ביואל, אך לחברה הממוזגת יהיו פחות 685 מיליון שקל שהוא תשלום לבעלי מנויות המיעוט ושווי מנויות אקויטל שהוחזקו בידי יואל (1.402 מיליון מנויות) שעומד על 139 מיליון שקל, יגער. מנגד, יתווסף לה 91 מיליון שקל ששותבים בקופת המזומנים של אקויטל וכן מנויות ישראמקו יה"ש בשווי 211 מיליון שקל. לכן, שווייה של אקויטל לאחר המיזוג יהיה שווה לשווייה של יואל היום פחות 522 מיליון שקל.

הפיizio שיקבלו בעלי המניות של יואל על דילול האחזקה ועל ירידת השווי של החברה הממוזגתיחסית לשווייה הנוכחי של יואל יתבטא ברכיב המזומנים שיקבלו. שווי השוק של יואל בסוף השבוע היה 4.17 מיליארד שקל, אך מנית יואל עלהה בעקבות פרסום הסכם המיזוג. השווי הנוכחי של יואל באותו מועד היה 4.48 מיליארד שקל. בחרנו להפחית 12.5% מהשווי הנוכחי הנקי של יואל בשל העובדה חברות אחזקה, והדבר משקף ליואל שווי נקי של 3.92 מיליארד שקל.

תחת הנחה זו, שוויין של 1,000 מנויות יואל הוא 227 אלף שקל. תחת אותן הנחות, שווי הפעולות של אקויטל לאחר

המיזוג יהיה 3.398 מיליארד שקל. מי שהחזיק ב-1,000 מנויות של יואל יחזק לאחר המיזוג במניות אקויטל בשווי 178.6 אלף שקל ובנוסף הוא יקבל רכיבழמן של 63 אלף שקל, כך שההתמורה שיקבל היא 241.6 אלף שקל, שמלגמת פרמיה של 6.5%. מכיוון שתתמהיל האחזקה של המשקיע כמעט ולא משתנה, למעט רכיב המזומן שהוא מקבל, וניתנתה פרמיה סבירה במיזוג, אנחנו מעריכים שהמיזוג יאושר.

בר תיראה הפירמידה של קובי מימון אחרי המיזוג של יואל לתוך אקויטל



הערכת השווי של MNS

במסגרת ההכנות לעסקת המיזוג שכרה יואל את שירותי הייעוץ של SNS, שביצעה הערכות שווי לאקויטל, יואל, נפטא, ישראלמako ה"ש, ישראלמako אינק ואירופורט סיטי. SNS ביצעה הערכה אופטימית לשווי של ישראלמako שהתבסס על תזרים מוחמניים מהוון (DCF) שצפוי לישראלמako ממאגר תמר. ישראלמako קיבל שווי של 7.3 מיליארד שקל ושל 6.91 מיליארד שקל לפי מקדמי היעון של 8% ושל 8.5% (בהתאם). שווי זה גבוה מהוותית משווי השוק הנוכחי של ישראלמako שעומד על 5.5 מיליארד שקל.

גם לדעתנו מנית ישראלמako אכן זולה יחסית להכנסות הצפויות לה ממאגר תמר, אולם הערכת השווי של SNS אופטימית מדי ומتبוססת על הנחה של יצא גז למצרים.

חרף הסבירות הגבוהה שהנחה זו תتمמש, קיים סיכון לכך שהסכום היצוא לא יתמשך, וזאת תחול רידה חדה בשווי של ישראלמako, ש策ריכה להשפייע באופן שלילי על הערכת השווי למניה. האופטימיות לגבי השווי של ישראלמako משפיעה גם על מסקנותיה של SNS לגבי שווין של ישראלמako אינק ונפטא. זאת מכיוון שmarket valuation של ישראלמako אינק נובעת מה仄ות לתמלוג-על מישראלמako, ורבית הערך של נפטא נובעת מה仄ות שלה בישראלמako ובישראלמako אינק.

השפעת הנדל"ן על השווי

הערכת השווי המעניינת יותר של SNS ניתנה לאיירופורט סיטי, זאת מכיוון שבהערכת השווי זו ניכר ש-SNS כולל בה הערכת שווי לחילק ניכר מהנדל"ן המXHRי והנדל"ן שבכמה מגורים של איירופורט סיטי. הערכה זו מעניקה שווי של 7.1 מיליארד שקל עד 7.9 מיליארד שקל לאיירופורט סיטי. שווי השוק שלה בסוף השבוע עמד על 6.2 מיליארד שקל.

וההון העצמי המיוחס לבניים עמד על 6.15 מיליארד שקל. עיקר הערך בין הערכת השווי ובין ההון העצמי של החברה נובע מכך שלפי השימוש שchnerה MNS, שווי הנכסים המניבים של א'ירפורט סיטי גובה ב-600 מיליון שקל משווים במאזן החברה (שמדובר על הערכת השימוש הקבוע של א'ירפורט סיטי, ארץ אבiran).

בנוסף, הם הוסיףו 392 מיליון שקל לשווייה של פעילות ייזום הנדל"ן למגורים, שנובע מההערכה של MNS לגבי רווחיות הפרויקטים, שהובילו בהם הוא פרויקט קסם – פרויקט דירות יוקרה שנבנה בראש העין בידי נצבא. התאמת בולטות נוספת הייתה הפחתה של 360 מיליון שקל משווייה הכלכלי של התchiaיות מסים נדחים, שנוצרת בעקבות הعلاאת שווי חשבונאיות לנכסים מניבים.

השווי הנכסי הנוכחי של אקויטל אחרי המיזוג במילויו שקלים

שווי אחזקה	שווי שוק	שיעור אחזקה	
1,602	2,480	64.60%	נכסאות
+ 2,793	6,198	45.06%	א'ירפורט סיטי
+ 29	-	-	נדל"ן
+ 100	-	-	זכות לתמלוג'על מאבנור
+ 211	5,310	3.84%	ישראלמקו
עדף התchiaיות פיננסיות			
= 778			שווי נכסי הנוכחי
3,957			динק'אונט 12.4%
3,465			שווי שוק

הסיבוב על הציבור בהצעת רכש

מהערכות השווי הגבוהות לא'ירפורט סיטי ולנכסאות נגזר גם שווי גבוה ליאול ולאקויטל, שימושו לרעת בעלי השליטה באקויטל מכיוון שהוא מקטין את השווי היחסוי של רכיב המזומנים בעסקת המיזוג. لكن ניתן לומר שהאופטימיות של הערכת השווי של SNS פועלת לטובת בעלי מנויות המיעוט של יואל מקרוב הציבור. הניתוח של MNS לפרימה המוצעת במיזוג, שבוצע במתודה דומה לשלהנו, אך לך שווי של 4.95 מיליארד שקל ליאול, הגיע לפרימה של 3.85% שתנתנו לבעלי מנויות יואל. SNS מסתיגת מהתוצאה המציגה פרימה צנעה יחסית בכך שיש ערך נוסף הנובע מקייפול שכבה, ושיחד איתה הפרימה עולה ל-7.4%.

אנחנו לא מאמינים את גישתה של SNS, ולהערכתנו לא נכון לחשב שווי נוסף שנובע מביטול פרקטיקה בעיתית של בעלי שליטה (ריבוי שכבות). אך, כאמור, לדעתנו חישוב הפרימה שערכנו, שהটבוס על השווי הנכסי הנוכחי של יואל ולא על הערכות שווי, הוא הרלבנטי יותר. וכן הפרימה הרלבנטית היא 6.5%, פרימה סבירה לאור השינוי המינורי בהרכב הנכסים שייהי לבעלי מנויות יואל הנוכחים לאחר השלמת העסקה.

בינואר 2018 בעלי השליטה באקויטל ביצעו הצעת רכש חלקית למנויות החברה לפי שווי של 1.463 מיליארד שקל לאקויטל ורכשו מה הציבור מנויות תמורת 341 מיליון שקל. הערכת השווי הנוכחית של SNS לאקויטל נוקבת בשווי של 2 מיליארד שקל לחברת Chrif Zaat, העובדה שלבעלי שליטה בחברות יש כמעט תמיד מידע עדיף על פני בעלי מנויות לגבי השווי של אקויטל.Chrif Zaat, העובדה שלבעלי שליטה בחברות יש כמעט תמיד מידע עדיף על פני בעלי מנויות המיעוט יוצרת תחושה של אי-ינוחות, ונראה שבהצעה רכש למנויות אקויטל בעלי שליטה רכשו מה הציבור מנויות במחair נמוך יחסית משווין הכלכלי. חשוב לציין שהניסיונות שלנו מצבעו זהה לא המצב בהצעת החליפין הנוכחית, כיוון שבה ניתנת פרימה לציבור בעלי מנויות המיעוט של יואל.

השווי לפני ואחרי המיזוג

הרבית השווי של יואל כיום נבעת מחזיקותיה בחברות-הבנות, אירפורט סיטי ונפטא, ומהחזקה במניות החברה-האם אקויטל. בנוסף, יואל מחזיקה "שירות בנדל"ן" רשום במאזן בשווי של 29 מיליון שקל ומנגד יש לה (סלו) עודף התחביבות פיננסיות של 184 מיליון שקל. נכון סמי נוסף של יואל הוא זכות לתמלוג-על של 0.5% מההכנסות של אבנර יה"ש מאגרי הגז (לאחר המיזוג בין דלק קידוחים לאבנר יואל זכאיות למעשה ל-0.25% מההכנסות של השותפות הממזגת).

אנחנו מעריכים את שווי הנכס זהה ב-100 מיליון שקל (ההערכה מתבססת על DCF של מאגרי הגז). השווי הנוכחי שמתකל לחברה לפי שווי השוק של סוף השבוע האחרון הוא 4.48 מיליארד שקל, גובה ב-7% בלבד משווי השוק שוק של יואל. לעומת, מנית יואל נסחרת כתע בדיסקאונט נמוך. הסיבה לכך היא הפרימה שבעל מניות יואל קיבלו במיזוג, שהובילה לעלייה במחיר המניה ולסגירת הדיסקאונט שהיא באוקטובר.

מבחינת בעלי המניות, הן ביואל והן באקויטל, מה שחשוב הוא השווי הנוכחי של החברה לאחר המיזוג ולא השווי הנוכחי הכספי הקיים. נכון לסוף השבוע, השווי הנוכחי של אקויטל לאחר המיזוג עומד על 3.96 מיליארד שקל, ואילו שווי השוק שלו (הכולל את המניות החדשנות שיונפקו לבעלי מניות יואל) עומד על 3.46 מיליארד שקל, נמוך ב-12.5% מהשווי הנוכחי הכספי. שמהו דיסקאונט סביר לחברת אחזקה זו. חשוב לציין שגם מנית נפטא שבשליטת יואל נסחרת בדיסקאונט יחסית לשווי אחזיקותיה.

הכותב הוא כלכלן בחברת הייטק

[בואו לדבר על השוק בפורום ספונסר >>](#)