



קובי מימון

צילום: מוטי קמחי



ערן סער

אקויטל התעוררה: האם נכסיה מתמחרים בחסר?

קבוצת אקויטל, שפעילה בתחומי הנדל"ן והאנרגיה, נסחרת בבורסה שנים ארוכות. עד כה שמרה הקבוצה על פרופיל נמוך בכל הנוגע לקשר עם שוק ההון, וכמעט שלא ניצלה את הפלטפורמה הבורסאית לגיוס הון. אלא שחוק הריכוזיות העיר את הפירמידה מהתרדמת הארוכה, ואילץ אותה לחדש את הקשר עם שוק ההון.

אקויטל – בעבר תמנון רביזרועי ומסור עף – מחזיקה בשרשור בשני נכסים מרכזיים: קבוצת הנדל"ן איירפורט סיטי ושותפות יש-ראמקו, המחזיקה ב-28.75% ממאגר תמר. הקבוצה נמצאת בשליטתו (74%) הרשמית של חיים צוף, מקורבו של קובי מימון, לצד משפחת לבנת, בעלת קבוצת תעבורה (26%). בשוק ההון מייחסים לא פעם את השליטה למימון עצמו, על אף שהאחרון הכחיש זאת.

ערן אזרן

המשך בעמ' 31

פרמיית קובי מימון: אקויטל התעוררה מהתרדמת – האם נכסיה מתומחרים בחסר?

הערכת שווי שפורסמה לקראת מיזוג אקויטל-יואל קבעה כי השווי הכלכלי של החברות בפירמידה גבוה ב-30%-65% ממחיר השוק שלהן

מיליארד שקל. כאמור, גבוה ממחיר השוק. הפער ביחס למחיר השוק עשוי להיות מוסבר במרכיב הסיכונים שמייחסים בשוק למאגר תמ, שהוא גבוה מזה שבהערכת השווי של MNS. כל שינוי קטן בשיעור ההיוון (מרכיב הסיכון) משפיע מהותית על שווי השותפות.

בעלות מעורפלת

במבט כולל על הערכת השווי של MNS, קשה שלא לתהות כיצד קיימים פערים כה משמעותיים של 30%-65% בין הערכות השווי הכי לכליות לשווי השוק של החברות בפירמידת אקויטל. כלומר, מדוע אקויטל בחסר לכאורה לתמיהה זו עשויים להיות כמה הסברים, שחלק מהם סיפק גם מעריך השווי. ביחס לאיירפורט סיטי, הדיסקאונט עשוי להיות מוסבר בכך שהחברה אינה מחלקת ריוויזורים, בשונה מחבי רות נרל'ן אחרות; ובכך ששורה של נכסים הוערכו מעל השווי הנוגן בדר'חות.

הסבר שני מקורו במבנה אקויטל, שכולל חברות המחוזקות בנכסי בסיס. האחזקה המשוושת רת נכסים יוצרת דיסקאונט מר המיוחסת לחברות אחזקה. מבנה זה יוצר "מקבץ דיסקאונטים" משורר, שמתבטל בעת ניתוח "נקי" לכל אחד מנכסי החברות.

ואולם לא ניתן שלא לייחס את הפרמיה השלילית בפירמידה גם לסוגיית הבעלות המעורפלת על אקויטל. ככל שבעלי המניות לא יושכעו בנוגע לזוהת המשך בחושים באקויטל, כך הם ימשיכו להדרת מעלהשקיע בחברות קבוצת ערן אורן

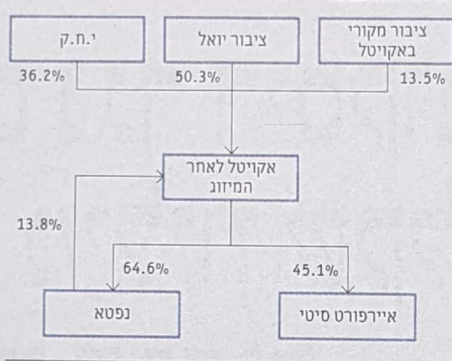
מיליון דולר. נכס אנרגיה אחר הוא זכאות לתמלוגים מאלון גו בשיעור של 0.08%-0.47% (קיימת מחלוקת משפטית לגבי גובה התמלוג). ב-MNS ציינו כי לנפטא יש אחזקות איכותיות (מאגר תמר באמצעות ישראלמק) המייצרות זרם הכנסות ותורים הוציב לאורך השנים.

במסגרת הערכת השווי, אחזקות נפטא בישראלמק הוערכו ב-1.3-1.2 מיליארד שקל, בהתבסס על מודל היוון תורמי מוזנזים עתידיים (DCF) בשיעור של 8%-8.5%. האחזקות בישראלמק אינן – הזכאות לתמלוג על מיראמק – הוערכו ב-900-980 מיליון שקל, ואילו שווי תמלוגי העל מאלון גו הוערכו ב-250-330 מיליון שקל. בכל השווי החברה הוערך ב-3.5-3.7 מיליארד שקל (שווי פעילות בניכוי חוב), לא כולל פרמיית שליטה.

גם בפילוח עמוק יותר של נכסי נפטא, מצאנו ב-MNS פערים משמעותיים. השווי של שותפות יש ראמקו הוערך ב-6.9-7.3 מיליארד שקל – פער חיובי של 34% על השוק. הערכת השווי של ישראלמק מבוססת על התחזית שמחירי יעלו בשנתיים הקרובות, עד לפתיחת ההסכם עם חברת החשמל ב-2021, ותחילת הפקעה ממאגרי לזוייתן בסוף 2019 וכריש ותגין ב-2021. בעקבות פתיחת הזוזה של חברת החשמל, המודל כלל הפחתה של 17.5% במחיר הגו.

לפי מודל תורים מוזנזים מודון, שווי הפעילות של ישראלמק נקבע על 9.3-9.7 מיליארד שקל (שיעור היוון של 8%-8.5%). בניכוי חוב פיננסי של 2.3 מיליארד שקל, והוצאות הנלה וכלליות מהוונות, השווי של השותפות מתכנס לכ-7

מבנה אחזקות כלכלי עיקרי לאחר המיזוג לפי זכויות ההצבעה



שווי נכסי קבוצת אקויטל, במיליארדי שקלים

חברה/נכס	בדו"ח המעריך	ב-29 באוקטובר 2018	פער מהשווי הממוצע
יואל	4.7-5.2*	3.1*	+58%
איירפורט סיטי	7.1-7.9	5.7	+31%
נפטא	3.5-3.9	2.3	+66%
ישראלמק	6.9-7.3	5.3	+34%
ישראלמק אי.נק.	1.3-1.4	1.1	+14%

* בנדרל'ן החזקה של החברה נפטא

נפטא: תורים יציב ונכס איכותי

הנכס המרכזי השני של אקויטל היא נפטא – זרוע האנרגיה של הקבוצה. החברה מחזיקה כיום בשני ציין כי החברה נסחרת לפי מכפיל הון של 0.9, בעוד חברות נרל'ן מקבילות נסחרות במכפילים של 1.5-1.1 או במכפיל ממוצע של 1.2

החברה הבת נפטא במניות יואל, שהן סוג של מניות רדומות. משמעות השווי הגבוה היא שבעלי המניות של יואל, ובכללם הציבור והמוסדיים שמחזיקים ב-48% מיואל, יקבלו רכיב מוזמן ומנייתי גדול יותר בעסקה, שעה שבעלי אקויטל ייאלצו להידלל בצורה משמעותית ולשלם יותר לשם השלמת המיזוג. כנגזרת להערכות השווי נקבע כי כל בעל מניה של יואל יקבל 1.836 מניות אקויטל בתוספת 63 שקל. בסך הכל, אקויטל תשלם 685 מיליון שקל במוזמן ותקצה 20 מיליון מניות חדשות.

פערים גדולים גם בחברות הבנות

הערכות השווי לקראת המיזוג מצאו פערים משמעותיים גם בשווי של החברות בפירמידת אקויטל. כד, שווי איירפורט סיטי, שהתמונה בעבר עם נצבא, הוערך ב-7.1-7.9 מיליארד שקל – פרמיה של 31% על השוק; בעוד שווי נפטא הוערך ב-3.5-3.9 מיליארד שקל – פרמיה של 66% על מחיר השוק.

איירפורט סיטי היא זרוע הנרל'ן של אקויטל. הקבוצה מחזיקה בנרל'ן מניב בשווי של 9.5 מיליארד שקל ונרל'ן למגורים. פעילותה מניבה הכנסות תפעוליות נטו (NOI) של 600 מיליון שקל בשנה. מעריך השווי קבע כי מאז איירפורט מצביע על מינוף נמוך ביחס לענף הנרל'ן וצמיחה עקבית בחון העצמי בשנים האחרונות, שהסתכם בכון בסוף יוני 2018 ב-6.1 מיליארד שקל.

לפי שיטת NAV שווי נכסי נקי, המעריך קבע את השווי הכללי של איירפורט סיטי על 7.9-7.1

המשך מהשער האחרון אקויטל, לצד קבוצת אי.ר.י.ב. היא אחת משתי הפירמידות המרכזיות שהושפעו מהותית מחוק הריי כונית. ערב פרסום המלצות החוק, הקבוצה החזיקה בארבע שכבות של חברות ציבוריות, היא אולצה להי תכנס למבנה של שתי שכבות (חבי) רה אם וחברה בת) בתוך שש שנים. לאחר שורה של מהלכים לכיוון הקומות בתחתית הפירמי, ה, אקויטל פנתה למיזוג של שתי חברות האחזקה בראש הפירמידה – אקויטל והחברה הבת יואל – בעסקה של מניות ומוזמן. לפי מתווה המיזוג, שכבר אושר בדירקטור ריונים של שתי החברות, אקויטל "תבלע" את יואל, בעסקה בשווי של 2.5 מיליארד שקל.

יואל שווה 60% יותר ממחיר השוק

הסוגיה המרכזית שעמדה על הפרק לפני המיזוג בין אקויטל ליואל הייתה השווי והראוי ליואל, שלפיו ייקבעו יחסי המיזוג. לצורך כך, שכרה ועדת הביקורת של יואל מעריך שווי חיצוני, חברת הייעוץ MNS של שרון אורבך, שביצעה עבודת אנליזה מקיפה לשווי הכללי של יואל ונכסיה. אתמול פורסמו הערכות השווי, כחלק מהמיוון לאסיפה הכללית שתתכנס בעוד חודש להצבעה על העסקה.

הערכות השווי שפורסמו מיטיבות עם בעלי מניות יואל על השבון אקויטל. ב-MNS העריכו את שווי יואל ב-4.7-5.2 מיליארד שקל – פרמיה של כ-60% ביחס לשווי יואל ערב פרסום תנאי המיזוג (29 באוקטובר), או פרמיה של 45% ביחס למחיר הנוכחי – 3.4 מיליארד שקל. השווי מנטרל את האחזקה של