

דלק קידוחים - שותפות מוגבלת

(להלן: "השותפות")

15 בדצמבר, 2016

לכבוד:
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ
רח' אחוזת בית 2
תל-אביב

לכבוד:
רשות ניירות ערך
רח' כנפי נשרים 22
ירושלים

א.ג.נ.,

הנדון: חוות דעת כלכלית של יועץ לאנטרופי בעניין יחס ההחלפה שנקבע בהסכם המיזוג בין

השותפויות

בהמשך לדוח המידי של השותפות מיום 12.12.2016 בדבר זימון אסיפה כללית מיוחדת של מחזיקי יחידות ההשתתפות בשותפות, אשר זומנה, בין היתר, לאישור הסכם מיזוג מיום 29.9.2016 (כפי שתוקן ביום 22.11.2016) בין השותפות לבין אבנר חיפוישי נפט - שותפות מוגבלת (מס' אסמכתא: 2016-01-138721) (להלן: "דוח הזימון", "הסכם המיזוג" ו-"שותפות אבנר", בהתאמה; השותפות ושותפות אבנר ביחד להלן: "השותפויות"), מצורפת בזה חוות דעת כלכלית של יועץ לחברת אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ (להלן: "חוות הדעת" ו-"אנטרופי", בהתאמה), חברת ייעוץ לגופים מוסדיים, בעניין בדיקת סבירות יחס ההחלפה שנקבע בהסכם המיזוג כמפורט בסעיף 2.11(ב)(1) לדוח הזימון, באמצעות מודל היוון תזרימי מזומנים (DCF), אשר, למיטב ידיעת השותפות, תצורף להמלצת ההצבעה של אנטרופי ללקוחותיה התומכת בהסכם המיזוג. חוות הדעת מצורפת לדוח מידי זה, מכיוון שהיועץ הסתמך, בין היתר, על מידע אשר נמסר לו על-ידי השותפויות ואשר אינו פומבי, לרבות המודלים שבבסיס תזרימי המזומנים המהוונים בפרויקטים "תמר"¹ ו-"לויתן"² (להלן: "התזרימים המהוונים") וכוללת, בין היתר, ניתוחים שערך היועץ, אשר אינם כלולים בדוחות שפרסמו השותפויות.

ביחס לנתונים הכלולים בחוות הדעת, יובהר, כדלקמן:

1. לא חל כל שינוי בנתוני התזרימים המהוונים בפרויקטים הנ"ל, כפי שפורסמו על-ידי השותפות, לרבות בכל ההנחות העומדות בבסיס התזרימים המהוונים. נתוני התזרימים המהוונים נערכו וניתנו בהתאם לתקנות שהותקנו מכוח חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ובהתאם לפרקטיקה הנהגת;

¹ לפרטים אודות נתוני תזרימים מהוון בפרויקט תמר, ראו דוח סעיף 7.4.9(א) לדוח התקופתי של השותפות ליום 31.12.2015, כפי שפורסם ביום 28.3.2016 (מס' אסמכתא: 2016-01-016080).

² לפרטים אודות נתוני תזרימים מהוון בפרויקט לויתן, ראו דוח מידי של השותפות מיום 3.11.2016 (מס' אסמכתא: 2016-01-071667).

2. חוות הדעת נערכה לשם בחינת סבירות יחס ההחלפה הנגזר מסיכום התזרימים המהווים וזאת, בין היתר, באמצעות ניתוחי רגישויות המבוססים על התזרימים המהווים ובנוסף לניתוחי הרגישות הקיימים בתזרימים המהווים ;
3. יחס ההחלפה נקבע במסגרת הסכם המיזוג, והינו תוצאה של מו"מ בין ועדות בלתי תלויות בהתבסס, בין היתר, על חוות דעת כלכליות שהוכנו על-ידי יועצים כלכליים חיצוניים בלתי תלויים, כמפורט בדוח הזימון ;
4. למיטב הבנת השותפות, חוות הדעת אינה מתיימרת להכיל את כל המידע העשוי להיות רלוונטי בקבלת החלטה בקשר להסכם המיזוג.

בכבוד רב,

**דלק ניהול קידוחים (1993) בע"מ, השותף הכללי
בדלק קידוחים - שותפות מוגבלת**

ע"י יוסי אבן, מנכ"ל
ויוסי גבורה, המשנה למנכ"ל לענייני כספים

חוות דעת כלכלית בעניין:

**בדיקת סבירות יחס ההמרה בין יחידות
ההשתתפות של דלק קידוחים ואבנר
במסגרת עסקת המיזוג ביניהן
באמצעות מודל DCF**

ד"ר טל מופקדי

14/12/2016

תוכן עניינים

1.	השכלתו וניסיונו המקצועי של כותב חוות הדעת.....	4
2.	תמצית מנהלים.....	6
2.1.	השאלות והסוגיות בהן נתבקשתי לדון במסגרת חוות דעת זו.....	6
2.2.	עיקרי הממצאים והמסקנות במסמך זה.....	7
2.3.	מקורות המידע בחוות הדעת זו.....	8
2.4.	מונחים והגדרות בחוות הדעת.....	9
3.	רקע כללי.....	10
3.1.	עסקת המיזוג.....	10
3.2.	אודות הצדדים לעסקה.....	11
3.2.1.	שותפות דלק קידוחים.....	11
3.3.	נכסי הנפט של השותפויות.....	12
4.	בדיקת יציבות יחס ההמרה לפי הערך הכלכלי של נכסי הנפט של השותפויות.....	13
4.1.	מתודולוגיית הערכת השווי כשלב הראשון לבדיקת יחס ההמרה – שיטת NAV.....	14
4.1.1.	אודות הערכת שווי בשיטת ה-DCF.....	14
4.1.2.	אודות הערכת שווי בשיטת המכפילים.....	14
4.1.3.	ניתוח תרחישים שונים.....	14
4.1.4.	מצבת הנכסים הנאמדים.....	15
4.2.	הנחות בסיס כלליות.....	16
4.2.1.	שיעורי היוון.....	17
4.2.2.	תמלוגים ומס חברות.....	17
4.3.	הנחות פרטניות, ממצאים, ותרחישים שונים עבור כל נכס נפט.....	17
4.3.1.	מאגר תמר.....	18
4.3.2.	מאגר לווייתן.....	20
4.3.3.	מאגר כריש ותנין.....	23
4.3.4.	מאגר בלוק 12 בקפריסין (אפרודיטה).....	26
4.3.5.	מאגר דלית ודולפין.....	27
4.3.6.	נכסים פיננסיים, התחייבויות פיננסיות ודיבידנד שהוכרז.....	27
4.4.	ממצאי יחס ההמרה הנגזר של דלק קידוחים ואבנר.....	28
4.5.	סוגיית התמלוגים לבעלי התמלוגים לאחר המיזוג.....	29
5.	סיכום.....	36

תוכן התרשימים והטבלאות

7	תרשים 1: עיקרי תוצאות ערך השותפויות בגישת DCF במודל הבסיס
11	תרשים 2: מבנה האחזקות בדלק קידוחים לאחר המיזוג
13	תרשים 3: מפת נכסי הנפט העיקריים של השותפויות
16	תרשים 4: מתודולוגית הערכת השווי ובדיקת יציבות יחס ההמרה
28	תרשים 5: עיקרי תוצאות הערכות הערך בגישת DCF במודל הבסיס
12	טבלה 1: נכסי הנפט העיקריים של השותפויות
15	טבלה 2: נכסי הנפט העיקריים של השותפויות וגישת ההערכה שנבחרה
18	טבלה 3: הנחות עיקריות עבור תמר (עבור כל רמות ההסתברות)
19	טבלה 4: תזרים המזומנים החזוי ממאגר תמר עבור הפרויקט ועבור חלקן של דלק קידוחים ואבנר (USD)
20	טבלה 5: הנחות עיקריות עבור לווייתן (עבור כל רמות ההסתברות)
21	טבלה 6: תזרים המזומנים החזוי ממאגר לווייתן (לפי מודל תפוקה של 21 BCM) עבור הפרויקט ועבור חלקן של דלק קידוחים ואבנר (USD)
22	טבלה 7: תזרים המזומנים החזוי ממאגר לווייתן (לפי מודל תפוקה של 12 BCM) עבור הפרויקט ועבור חלקן של דלק קידוחים ואבנר (אלפי USD)
24	טבלה 8: הנחות עיקריות עבור כריש ותנין (עבור כל רמות ההסתברות)
25	טבלה 9: תזרים המזומנים החזוי ממאגרי כריש ותנין יחד (לאחר עסקת אנרג'יאן) עבור הפרויקט ועבור חלקן של דלק קידוחים ואבנר (USD)
26	טבלה 10: הנחות עיקריות עבור אפרודיטה בבלוק 12 בקפריסין (עבור כל רמות ההסתברות)
26	טבלה 11: מכפילים נגזרים עבור מאגר אפרודיטה
27	טבלה 12: התחייבויות פיננסיות נטו של דלק קידוחים ואבנר
28	טבלה 13: יחס ההמרה הנגזר בתאריכים נבחרים על-פי השוק
29	טבלה 14: יחס ההמרה כנגזר מהניתוח הכלכלי בתרחישים השונים
30	טבלה 15: תמר 2P התשלומים לשותף הכללי בדלק קידוחים ובאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת ההכנסות (אלפי USD)
30	טבלה 16: תמר 2P החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)
31	טבלה 17: לווייתן 2P 21 BCM התשלומים לשותף הכללי בדלק קידוחים ובאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת ההכנסות (אלפי USD)
31	טבלה 18: לווייתן 2P 21 BCM החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)
31	טבלה 19: תמר ולווייתן 2P 21 BCM התשלומים לשותף הכללי בדלק קידוחים ובאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת ההכנסות (אלפי USD)
33	טבלה 20: תמר ולווייתן 2P 21 BCM החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)
34	טבלה 21: תמר ולווייתן 2P 21 BCM החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)
35	טבלה 22: תמר ולווייתן 2P 21 BCM החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)
36	טבלה 23: תמר ולווייתן 2P 21 BCM החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)

1. השכלתו וניסיונו המקצועי של כותב חוות הדעת

ד"ר טל מופקדי – שותף מייסד בחברת נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ, מרצה לכלכלה ולמימון באוניברסיטת תל-אביב ובמוסדות אקדמיים נוספים.

השכלה

2013	אוניברסיטת תל-אביב	PhD (דוקטורט) בכלכלה (מיקרו-כלכלה וכלכלה פיננסית)
2006	אוניברסיטת תל-אביב	MA בכלכלה בהצטיינות במסלול המחקרי
2004	אוניברסיטת תל-אביב	MBA במנהל-עסקים בהצטיינות בהתמחויות שיווק ומימון
2001	אוניברסיטת תל-אביב	BA בכלכלה וניהול בהצטיינות

ניסיון מקצועי באקדמיה

- [2014 - כעת] מנהל משותף של פורום הגבלים עסקיים ורגולציה באוניברסיטת תל-אביב.
- [2007 - כעת] מרצה בפקולטה לניהול באוניברסיטת תל-אביב לקורסים מתקדמים במימון, מסלול ה-MBA: תורת ההשקעות וניתוח ניירות ערך, אופציות וחוזים עתידיים, יסודות המימון, הערכת שווי חברות והסדרי חוב.
- [2008 - כעת] מרצה במרכז הבינתחומי בהרצליה לקורסים מתקדמים במימון: יסודות המימון ותורת ההשקעות וניתוח ניירות ערך, מימון בינלאומי וניהול סיכונים בינלאומי.
- [2006 - כעת] מרצה בבית הספר לכלכלה באוניברסיטת תל-אביב לקורס שווקי המט"ח והשפעתם על המשק ויסודות הכלכלה.
- [2015 - כעת] מרצה אורח לקורס מתקדם במימון, Financial Modeling, באוניברסיטאות מובילות בחו"ל: Amsterdam Business School, Tallinn University of Technology, Copenhagen Business School, Vienna University of Economics and Business, Nagoya University of Commerce and Business.
- [2013 - 2012] Assistant professor of finance בבית הספר Kellogg למנהל עסקים של אוניברסיטת Northwestern בארה"ב לקורסים מתקדמים במימון למסלול ה-MBA: Corporate finance ו-International finance.
- [2011 - 2008] עוזר הוראה בבית הספר Kellogg למנהל עסקים של אוניברסיטת Northwestern בשיקגו בקורסי מימון (סמסטרי קיץ).
- [2012 - 2004] מרצה במכללת "מגמות" בקורסי הכרות עם שוק ההון (לקהל הרחב) ובקורסי הכנה לבחינות הרשות לניירות ערך: סטטיסטיקה ומימון, מקצועית א', מקצועית ב'.

ניסיון מקצועי נוסף

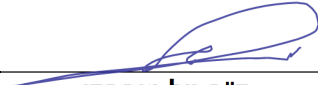
- [2012 - כעת] שותף מייסד בחברת נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני, המספקת מענה מקיף לבעיות מורכבות הדורשות מגוון רב-תחומי של מומחיות בתחומי כלכלה, מימון וחשבונאות:
 - הערכות שווי חברות, כדאיות עסקאות והסכמי אי-תחרות. לרבות הערכות שווי לדוחות כספיים כגון PPA ו-I Impairment.
 - הערכת שווי נגזרים, הלוואות, אופציות, מניות בכורה וכו'.
 - חוות דעת כלכליות לתביעות משפטיות (כולל שימוש במחקרי אירוע).
 - ניהול סיכונים ותיקוף מודלים.
 - הערכת איתנות פיננסית של חברות.
 - ניתוח עלויות פנימיות בחברות וקביעת מדיניות תמחור אופטימאלית.
- [2012 - 2006] ראש צוות ייעוץ כלכלי ופיננסי בשיתופי פעולה עם פרופסורים בכירים.
- [2011 - 2008] חבר ועדת השקעות ומנהל תיק ההשקעות במכון לחקר עסקים באוניברסיטת ת"א.
- [2006 - 2001] אנליסט עסקי בכיר במחלקת פיתוח עסקים – אגיס בע"מ (היום פריגו בע"מ).

פרסומים

[2013] "המדריך להערכת שווי חברות", הוצאת פרובוק-דיונון. עם ערן בן-חורין וניר יוסף. הספר זמין בכתובת האינטרנט www.valuation.co.il.

[2016-2017] "Principle of Finance with Excel 3rd edition", הוצאת Oxford University Press, עם פרופסור שמעון בנינגה. הספר נמצא בשלבי עריכה סופיים וצפוי לצאת לשווקים בעוד מספר חודשים.

אציין כי אין לי כל תלות בלקוח או במזמיני העבודה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין. שכר הטרחה בגין הכנת חוות דעת זו, כפי שסוכם ביני ובין מזמיני העבודה, הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בתוצאות חוות הדעת.


ד"ר טל מופקדי

14/12/2016

2. תמצית מנהלים

1. נתבקשתי על ידי חברת אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ (להלן: "אנטרופי") לחוות דעתי המקצועית בקשר ליחס ההמרה של יחידות ההשתתפות בין דלק קידוחים – שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים") לאבנר חיפושי נפט – שותפות מוגבלת (להלן: "אבנר") (אבנר ודלק קידוחים להלן: "השותפויות") במיזוג המתוכנן בין דלק קידוחים לאבנר.
2. במסגרת זו נתבקשנו להשתמש בגישת ה-DCF כדי לבדוק את יחס ההמרה בעסקת המיזוג בין השותפויות, אשר תבסס על מודלי תזרימי המוזמנים שקיבלנו מהשותפויות.

2.1. השאלות והסוגיות בהן נתבקשתי לדון במסגרת חוות דעת זו

3. במסגרת חוות דעת מומחה כלכלי נתבקשתי לעסוק בסוגיות הבאות:
 - 3.1. בדיקת סבירות יחס ההמרה שנקבע במסגרת עסקת המיזוג בין דלק קידוחים לבין אבנר, על-פי ניתוחים כלכליים-מימונים מקובלים המבוססים על שיטת היוון תזרימי מזומנים (discounted cash flows - DCF).
 - 3.2. ביצוע ניתוחים של התרחישים השונים ושינוי פרמטרים והשפעתם על יחס ההמרה.
 - 3.3. השפעת יחס ההמרה שנקבע במסגרת העסקה על תחזית תזרימי המזומנים של אבנר ושל דלק קידוחים.
 - 3.4. התייחסות לסוגיות הכלכליות העולות במכתבי העמדה השונים בנוגע למיזוג האמור לעיל.

2.2. עיקרי הממצאים והמסקנות במסמך זה

4. להלן תחשיב ערך השותפויות, נכון לתאריך החתך, לאחר שיקלול מכלול ההיבטים המתוארים במסמך זה בשיטת ה-DCF:

תרשים 1: עיקרי תוצאות ערך השותפויות בגישת DCF במודל הבסיס			
אלפי USD, אלא אם נאמר אחרת			
2P TAMAR, 2C Leviatan 21BCM			
טבלת נכסים אלפי USD	פרויקט	אבנר	דלק קידוחים
1. מאגר תמר			
שיעור אחזקה בתמר	100%	15.625%	15.625%
שווי פעילות מאגר תמר 31.12.2016 ללא התחשבות בהון חוזר	12,385,966	1,792,829	1,655,082
הון חוזר	-45,191	-7,061	-7,061
2. מאגר לווייתן			
שיעור אחזקה בלווייתן	100%	22.670%	22.670%
סה"כ שווי פעילות מאגר לווייתן 31.12.2016 ללא התחשבות בהון חוזר	5,175,332	1,039,002	949,896
הון חוזר	-248,944	-56,436	-56,436
סה"כ שווי פעילות של תמר ולווייתן	17,267,163	2,831,831	2,604,977
3. מאגרים אחרים			
שווי כריש ותנן לאחר מכירתם לאנג'יאן		107,592	108,258
בלוק 12 בקפריסין		103,630	94,834
דלית			שווי זניח (כ- 7.7 BCM)
דולפין			שווי זניח (כ- 2.3 BCM)
ים תטיס			מגולם בתמר
סה"כ שווי נכסי פעילות אחרים מלבד תמר ולווייתן		211,222	203,092
סה"כ שווי פעילות	17,267,163	3,043,053	2,808,070
פחות התחייבויות פיננסיות נטו		(642,118)	(609,111)
בניכוי דיבידנד לחלוקה שהוכרז ב- 01/12/2015		(53,403)	(46,597)
שווי Equity לפי NAV אלפי USD		2,347,532	2,152,361
שע"ח דולר שו"מ ממוצע מתחילת 2016	3.842		
שווי Equity לפי NAV אלפי ₪		9,018,345	8,268,571
מספר יחידות השתתפות		3,334,830,842	546,966,871
שווי ליחידת השתתפות USD		0.70	3.94
שווי ליחידת השתתפות ₪		2.70	15.12
יחס המחירים בין דלק קידוחים לאבנר (יחידות אבנר לדלק)		5.590	

5. מניתוח תוצאות תרחיש הבסיס עולה כי יחס ההמרה ההוגן, בהנחות הבסיס המפורטות, עומד על כ- 5.59. יחס נמוך מזה נקבע בעסקת המיזוג על פי שיטת שווי השוק ועמד על 5.32 מניות של אבנר ביחס למניה אחת של דלק קידוחים.
6. בכל תרחיש סביר, המבוסס על שיטת ה-DCF, מתקבל כי יחס ההמרה שנקבע בין השותפויות הינו מוטא קמעה לטובת אבנר – עובדה המעידה על כך שהתקבלה הטבה מסוימת אצל בעלי יחידות ההשתתפות של אבנר.
7. מהנתונים שעמדו בפני עולה כי ככל ששיעור אחזקתם של יחידות השתתפות אבנר עולה על כ- 52.4% מסך יחידות ההשתתפות של השותפות המאוחדת – נוצר יתרון לאבנר במיזוג. יחס ההמרה שנקבע בעסקת המיזוג מייצר עודף ערך קל למחזיקי יחידות באבנר ביחס לזה של מחזיקי יחידות בדלק קידוחים, וזאת כיוון ששיעור אחזקתם של יחידות השתתפות אבנר שנקבע עמד על כ- 53.44%, הגבוה מ- 52.4%.

8. יש לציין שסטיית התקן של יחס המיזוג כפי שהתבטאה בשווי השוק של השותפויות עמדה על כ- 0.2. כלומר הסטייה בין החישוב שלנו לבין יחס החלפת יחידות ההשתתפות אינו מובהק סטטיסטי (בהנחת התפלגות נורמלית).

2.3. מקורות המידע בחוות דעת זו

9. ככלל, הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות בשיקול הדעת הסובייקטיבי של המעריך. ידוע ללקוח כי העבודה הינה בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואינה מהווה קביעת עובדה, הצהרה או המלצה לביצוע עסקה או לכל עניין אחר. תחזיות מתייחסות למאורעות עתידיים ומתבססות על הנחות סבירות ליום התחזית. הנחות אלו עשויות להשתנות על פני תקופת התחזית, ועל כן תחזיות אשר נערכו לימי ההערכה עשויות להיבדל מהתוצאות בפועל או מהערכות שתעשנה במועד מאוחר יותר. על כן לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים. אין אני מביע דעה באשר להתאמת התחזיות שנערכו על ידי הלקוח או על ידי מי מטעמכם, לתוצאות כפי שתקבלנה בפועל.

10. במהלך הכנת חוות הדעת ובגיבוש עמדתה, הנחתי כי המידע והנתונים שהובאו לידיעתי הוכנו בתום לב והינם נכונים, שלמים ומדויקים בכל היבטיהם, ומבוססים על ההערכות והאומדנים הטובים ביותר של הלקוח. לא ביצעתי אימות או בדיקה או סקירה עצמאית או בלתי תלויה של המידע והנתונים שהובאו לידיעתי לצורך הכנת חוות הדעת. עוד הנחתי והתבססתי על כך כי המסמכים, הנתונים והמידע האמורים וכן כל מסמך נוסף אשר הועבר אליה הינו בנוסחם הסופי ולא נעשו בהם שינויים לאחר שהתקבל על ידה.

11. בפרט, חוות דעת כלכלית זו התבססה על מידע, הסברים, תחזיות ומצגים שנתקבלו מהשותפויות ו/או ממי מטעמה, וכן נערכו שיחות ושיבוט עבודה עם השותפויות לגבי אירועים, תהליכים קשורים, ונושאים נוספים שמצאנו לנכון לסקור לשם הכנת הערכה זו. כמו כן, במהלך העבודה נעשה שימוש בנתונים ופרסומים ציבוריים, במקורות שונים מהספרות הכלכלית, כפי שיתואר בעבודה, ובין היתר נעשה שימוש במקורות המידע הבאים:

- דוחות כספיים של אבנר;
- דוחות כספיים של דלק קידוחים;
- מודלים תזרימיים של מאגר תמר ולוויתן
- אתר הבורסה לניירות ערך בת"א (www.tase.co.il); מערכת ההודעות של הבורסה לניירות ערך בת"א (מערכת מאי"ה);
- שיחות רבות שהיו לי עם נציגי השותפויות והאנליסטים המתמחים בשוק האנרגיה באנטרופי;
- דוחות הנהלה של השותפויות ותחזיותיהן;
- נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה;
- מאגר המידע של פרופסור Aswath Damodaran.

2.4. מונחים והגדרות בחוות הדעת

12. למען נוחות הקריאה, להלן מרוכזים המונחים ופירושיהם אשר מוזכרים להלן ולעיל בחוות דעת זו:

מונח/הגדרה	פירוש
אנטרופי	אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ
דלק קידוחים	דלק קידוחים – שותפות מוגבלת
אבנר	אבנר חיפוש נפט – שותפות מוגבלת
השותפויות	דלק קידוחים ואבנר יחד
שותף כללי בדלק קידוחים	דלק ניהול קידוחים (1993) בע"מ
שותף כללי באבנר	אבנר נפט וגז בע"מ
עסקת המיזוג	עסקת המיזוג בין דלק קידוחים לאבנר, שהוכרזה בדוחות המיידים של השותפות מהימים 5.6.2016, 15.4.2016 ו- 7.8.2016.
יחס ההמרה	יחס המרה של 1 יחידת השתתפות של דלק קידוחים תמורת 5.32 יחידות השתתפות של אבנר (1:5.32).
בעלי יחידות ההשתתפות	השותפים במוגבלים שהם בעלי יחידות ההשתתפות בשותפויות אבנר או בדלק קידוחים – לפי העניין
הועדה או ועדת המיזוג	ועדת דירקטוריון בלתי תלויה שמונתה לבחינת אפשרות לשינוי מבני של אבנר ודלק קידוחים
דלק אנרגיה	דלק מערכות אנרגיה בע"מ
כהן פיתוח	כהן פיתוח מבני תעשייה בע"מ
מפקח אבנר	חברת גיסין & קידר
מפקח דלק קידוחים	פאהן קנה ושות', רואי חשבון ורו"ח מיכה בלומנטל
חוו"ד PWC	חוות דעת של פירמת PWC שבמסגרתה הומלץ על יחס ההמרה 1:5.32 אשר פורסמה במערכת מאי"ה של הבורסה ביום 02/10/2016 ושכותרתה: "בחינת יחס ההחלפה של יחידות ההשתתפות של אבנר חיפוש נפט - שותפות מוגבלת ודלק קידוחים - שותפות מוגבלת לצורך מיזוג ביניהן"
אנרג'יאן	חברת Ocean Energean Oil and Gas Ltd.
עסקת אנרג'יאן	עסקה בתהליך במסגרתו אנרג'יאן רוכשת את מאגרי תנין וכריש מהשותפויות כפי שדווח בדוח כספי של דלק קידוחים לרבעון 3 של שנת 2016, בביאור 3 בסעיף 3.

3. רקע כללי

13. חוות דעת זו עניינה העיקרי הינו בבחינת סבירות יחס ההמרה בעסקת המיזוג כפי שיתואר להלן מההיבט הכלכלי, והיא אינה בגדר חוות דעת משפטית או/ו חוות דעת מומחה מס. לא נעשתה בדיקת נאותות (Due diligence) לנתונים שנמסרו במסגרת הניתוחים השונים, לרבות נתונים הנוגעים לכמויות גז וקונדנסט וכדומה במאגרים השונים שיתוארו להלן.

14. מבנה חוות הדעת הוא כדלקמן: בפרק 2 מתואר הרקע הכללי לחוות דעת זו, לרבות עסקת המיזוג הצדדים המעוררים והנכסים המעורבים בעסקה. בפרק 3 מתוארות ההנחות השונות שעמדו בבסיס מודל ה-DCF ושלאחריהן מבוצעת הערכת הנכסים השונים של השותפויות, ושומנה נגזרות המסקנות הכלכליות בקשר ליחס ההמרה, וכן מוצגות תוצאות ניתוחי מבחני לחץ (Stress tests) וניתוחי רגישות להנחות השונות כדי לבדוק את יציבות יחס ההמרה שנקבע ובפרק 4 ניתן מענה לסוגיות הכלכליות שהועלו בניירות העמדה השונות בקשר למיזוג המוצע. יודע שהמענה נוגע אך ורק לסוגיות הכלכליות.

3.1 עסקת המיזוג

15. עסקת המיזוג נשואת חוות דעת זו הינה בין שותפות דלק קידוחים לבין שותפות אבנר, כך שבמסגרת המיזוג יקבלו בעלי יחידות ההשתתפות של אבנר יחידת השתתפות אחת של החברה המאוחדת (דלק קידוחים המאוחדת) תמורת ויתור על 5.32 יחידות השתתפות של אבנר.

16. ביום 15/04/2016 פרסמו השותפויות הודעה בדבר מינוי ועדה בלתי תלויה לבחינת אפשרות שינוי מבני דרך של מיזוג בין השותפויות – אבנר ודלק קידוחים,¹ וזאת בהמשך לדיווחים בדוחות הכספיים לשנת 2015 בקשר לבחינת האפשרות לשיפור מיצובן ויכולותיהן בשוק ההון לרבות באמצעות שינוי מבני.²

17. ביום 5/6/2016 השותפויות פרסמו מצגת המציגה את היתרונות שבמיזוג, ואשר הוצגה באסיפת בעלי יחידות ההשתתפות בשותפויות.³ וביום 7/08/2016 פורסמה במערכת מאי"ה של הבורסה כי ועדת המיזוג הודיעה במסגרת מסקנותיה, בין היתר, כי:⁴

17.1. מיזוגן של דלק קידוחים ושותפות אבנר הינו לטובת השותפויות;

17.2. הוחלט להמליץ כי השותפות הקולטת תהיה דלק קידוחים ושותפות היעד תהיה שותפות אבנר;

17.3. יחס ההחלפה נקבע במשא ומתן בין וועדות המיזוג על בסיס חוות דעת כלכליות תשהזמינה כל ועדה בנפרד מיועצים כלכליים בלתי תלויים. יחס זה יעמוד על יחידת השתתפות אחת של דלק קידוחים לכל 5.32 יחידות השתתפות של שותפות אבנר (1:5.32).

18. ביום 29/09/2016 עסקת המיזוג המוצעת אושרה על-ידי עדת הביקורת והדירקטוריון של השותפים הכלליים של השותפויות, ונכון למועד חו"ד זו, עסקת המיזוג תובא לאישור האסיפה הכללית של מחזיקי יחידות

¹ ראו פרסום במאי"ה <http://maya.tase.co.il/reports/details/1030409>

² ראו למשל ס' 7.31.7 בדוח כספי שנתי של אבנר לשנת 2015.

³ ראו: <http://maya.tase.co.il/reports/details/1039134>

⁴ ראו: <http://maya.tase.co.il/reports/details/1051281/2/0>

ההשתתפות של השותפויות.

19. **תמורת המיזוג:** בהסכם המיזוג נקבע כי יוקצו 626,847,903 יחידות ההשתתפות של דלק קידוחים אשר יחולקו באופן יחסי שווי (פרו-רטה) למחזיקי יחידות ההשתתפות באבנר לפי אחזקותיהם באבנר. כמות זו של יחידות ההשתתפות תהווה כ- 53.4% מיחידות ההשתתפות של שותפות דלק לאחר ההקצאה. דהיינו:⁵

תרשים 2: מבנה האחזקות בדלק קידוחים לאחר המיזוג



מקור: נתוני השותפויות ועיבודי נומריקס

3.2 אודות הצדדים לעסקה

3.2.1 שותפות דלק קידוחים

20. דלק קידוחים הינה שותפות מוגבלת ציבורית שנוסדה בשנת 1993, ואבנר חיפושי נפט – שותפות מוגבלת נוסדה בשנת 1991, שניהן עוסקות בחיפושים, פיתוח והפקה של נפט, קונדנסט וגז טבעי.

21. **השותפים הכלליים והמוגבלים:** השותף הכללי של שותפות דלק קידוחים הינו דלק ניהול קידוחים (1993) בע"מ, והשותף המוגבל הינו דלק נאמנויות קידוחים בע"מ. השותף הכללי של שותפות אבנר הינו אבנר נפט וגז בע"מ, והשותף המוגבל הינו אבנר נאמנויות בע"מ. שניהם חברות פרטיות שמחציתן בבעלות דלק אנרגיה ומחציתן בבעלות כהן פיתוח. דלק אנרגיה וכהן פיתוח הינן חברות ציבוריות בשליטת קבוצת דלק בע"מ.

22. **מפקחים:** ניהולה השוטף של שותפות דלק קידוחים וכן של אבנר מתבצע על-ידי השותף הכללי, תחת פיקוחו של המפקח עבור דלק קידוחים: פאהן קנה ושות' רואי חשבון ורו"ח מיכה בלומנטל, ועבור אבנר-חברת גיסין & קידר.

23. **אחזקות הציבור:** שיעורי אחזקות הציבור וגופים מוסדיים באבנר ובדלק קידוחים הינם 42.5% וכ- 30.5% בהתאמה.

24. חברות בנות:

24.1. חברת ים תטיס בע"מ הינה חברה שהוקמה על-ידי השותפים בפרויקט ים תטיס, שלה אין פעילות

⁵ הודעת אבנר, עמ' 2 בדוח מידי בדבר זימון אסיפה כללית מיוחדת של מחזיקי יחידות ההשתתפות, <http://maya.tase.co.il/reports/details/1060594>

מהותית מלבד היותה בעלת רישיון הקמה והפעלה של צינור הולכת גז.

24.2. דלק אבנר (תמר בונד) בע"מ הינה חברה ייעודית בבעלות משותפת של אבנר ודלק קידוחים ביחס שווה שהוקמה לשם הנפקת אגרות חוב לשוק המוסדי בארץ ובחו"ל.

3.3. נכסי הנפט של השותפויות

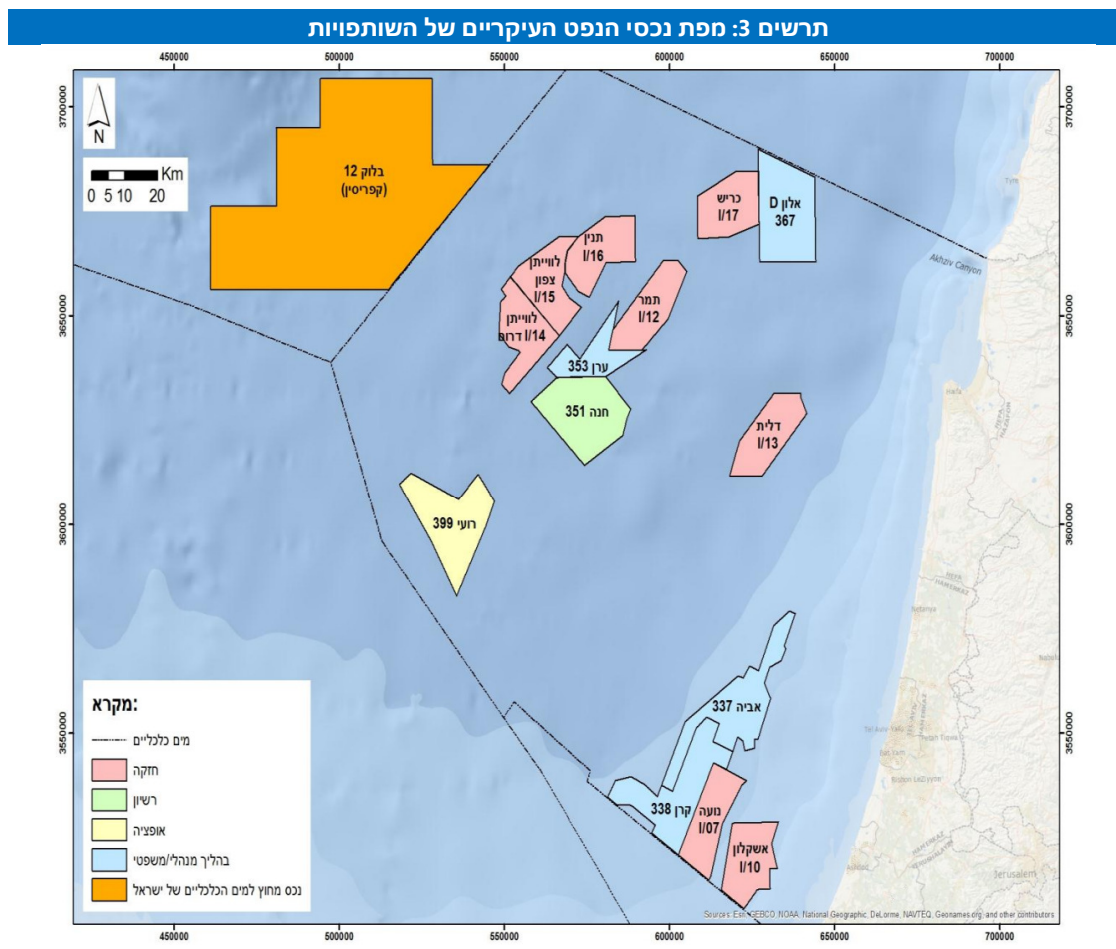
25. דלק קידוחים ואבנר הן שותפויות תאומות תחת חברת האם דלק אנרגיה, בפרט בכל הנוגע לנכסי הנפט שהן מחזיקות, שכן יש להן את אותם הנכסים בשיעורים זהים (למעט שוני אחזקה בנכס זניח).

26. להלן ריכוז מצבת נכסי הנפט העיקריים של השותפויות:

טבלה 1: נכסי הנפט העיקריים של השותפויות								
שם נכס הנפט	שיעור אחזקה דלק קידוחים	שיעור אחזקה אבנר	יתרת 100% גז נכון לסוף שנת 2015 ב- BCF (BCM)			יתרת 100% קונדנסט ב- MMbbl		
			3P/3C	2P/2C	1P/1C	3P/3C	2P/2C	1P/1C
תמר	15.625%	15.625%	11,997.3 (339.7)	10,260.3 (290.5)	7,291.3 (206.5)	15.6	13.3	9.5
דלית	15.625%	15.625%	334.8 (9.5)	270.7 (7.7)	216.9 (6.1)	0	0	0
לווייתן	22.67%	22.67%	26,524.7 (751.1)	21,934.5 (621.1)	16,582.1 (469.5)	47.6	39.4	29.8
כריש	26.4705%	26.4705%	1,537.0 (43.5)	1,281.8 (36.3)	1,055.9 (29.9)	14.7	12.7	10.8
תנין	26.4705%	26.4705%	1,160.6 (32.9)	790.5 (22.4)	459.1 (13.0)	2.3	1.6	0.9
ים תטיס	25.5%	23%	זניח	זניח	זניח	זניח	זניח	זניח
בלוק 12 בקפריסין	15%	15%	4,679.5 (132.5)	3,527.2 (99.2)	1,885.9 (53.4)	10.3	7.1	3.1
רישיון חנה (דולפין)	22.67%	22.67%	177.6 (5.0)	81.3 (2.3)	37.2 (1.1)	0	0	0
רישיון אלון D	26.4705%	26.4705%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

מקור: מצגת שפורסמה על-ידי השותפויות 05/06/2016 ודוחות כספיים לשנת 2015 • על-פי הדוחות הכספיים לשנת 2015 רואות השותפויות את פרויקט ים-תטיס כנכס זניח (ראו למשל דוח כספי לשנת 2015 של דלק קידוחים, ס' 7.3 עמ' 25 • 1P או 1C מציגים את האומדן הנמוך, 2P או 2C מציגים את האומדן המיטבי (הכולל את 1P או 1C); 3P או 3C מציגים את האומדן הגבוה (הכולל את 2P או 2C). • BCF - billions of cubic feet • BCM - billion cubic meters • MMbbl - millions of barrels • המאגרים כריש תנין וים תטיס בהליכי מכירה.

27. להלן מפת נכסי הנפט העיקריים של השותפויות:



4. בדיקת יציבות יחס ההמרה לפי הערך הכלכלי של נכסי הנפט של השותפויות

28. כאמור לעיל, במסגרת עסקת המיזוג נקבע כי יחס ההמרה יעמוד על 5.32 יחידות השתתפות של אבנר תמורת 1 יחידת השתתפות של דלק קידוחים.

29. הסיבות ששיטת השוק נבחרה בקביעת יחס זה הן לאור, בין היתר, זהות בפעילות העסקית של השותפויות, גודל השותפויות, היקף המסחר ביחידות ההשתתפות של השותפויות, המתאם הסטטיסטי בין מחירי יחידות ההשתתפות של השותפויות והפעילות בתנאי חוסר ודאות של השותפויות.

30. בחו"ד זו נבדק סבירותו של יחס ההמרה האמור בגישת ה-DCF באמצעות, תחילה, הערכת ערך של נכסי הנפט – וזאת על-ידי שילוב של שיטת ה-NAV יחד עם גישת ההכנסות. בהמשך, מוצגים מבחני לחץ (Stress tests) על יחס ההמרה הנגזר, כפי שיוסבר להלן.

4.1. מתודולוגיית הערכת השווי כשלב הראשון לבדיקת יחס ההמרה – שיטת NAV

31. חו"ד זו משתמשת בשיטת השווי הנכסי הנקי - Net Asset Value (NAV) במסגרתה משוערכים השוויים של הנכסים והתחייבויות (לרוב הנכסים והתחייבויות העיקריים או המהותיים) של הפירמה לפי ערכם הכלכלי באמצעות שיטות הערכה מקובלות (כגון שיטת ה-DCF), ותוך ביצוע התאמות לשוויים המתקבלים.

31.1. לצורך ביצוע הערכת השווי בשיטה זו סוכמים את השוויים הכלכליים המתקבלים של הנכסים ומפחיתים את שווי ההתחייבויות כדי לקבל את הערך הכלכלי של ההון עצמי של הפירמה.

31.2. שיטה זו מקובלת בעיקר בהערכות שווי של חברות אחזקה שלהן חברות בנות, או בהערכות שווי של פירמות שלהן נכסים מוחשיים רבים (למשל חברות נדל"ן, חברות נפט וגז וכדומה). בהקשר זה הגישה היא כי לפירמה יש פורטפוליו של נכסים והתחייבות שאותם יש להעריך בנפרד.

32. במסגרת גישת ה-NAV כאמור, משתמשים בגישות הערכה מקובלות כדי להעריך כל נכס בנפרד. בחו"ד זו נעשה שימוש בגישת ה-DCF ובגישת המכפילים כמוסבר להלן:

4.1.1. אודות הערכת שווי בשיטת ה-DCF

33. הערכת שווי בשיטת ה-DCF (Discounted Cash Flows), מבוצעת באמצעות היוון תזרים המזומנים החופשי עבור כל ספקי ההון של החברה, לרבות ספקי הון המניות וההון הזר (כגון: ספקי החוב). היוון תזרים המזומנים מתבצע באמצעות מחיר היוון המשקף את הסיכון הראוי של נכסי החברה.

34. שיטה זו היא המקובלת ביותר להערכה כלכלית של שווי חברות, והיא מתבססת על העיקרון כי השווי של כל נכס, ובכלל זה שווי פירמה, נגזר ממימוש הפוטנציאל של הנכס ליצור בעתיד תזרים מזומנים עבור כל ספקי ההון שלו. בראיה זו ובהקשר של הערכת שווי חברות, שיטת ה-DCF נחשבת כניתוח פונדמנטלי של נתוני החברה בפני עצמה. כחלק מהניתוח הפונדמנטלי יש להתייחס לסביבתה העסקית של החברה, לציפיות רציונאליות לגבי עתידה הכלכלי וכן לגלם זאת בהנחות הבסיס המשקפות את הציפיות הללו ואשר מגולמות במודל הערכת השווי.

4.1.2. אודות הערכת שווי בשיטת המכפילים

35. שיטת המכפילים הינה שיטה נפוצה בהערכת שווי. היא נחשבת ליעילה כדי לקבל אינדיקציה מהירה יחסית למחיר החברה או הנכס, והיא מבוססת על ההנחה כי השוק מתמחר באופן דומה מדדים של חברות או נכסים דומים לפעילות החברה או הנכס המוערך. בשיטה זו מחושבים המכפילים באמצעות מדדים שונים של חברות או נכסי ההשוואה, ולאחר מכן הם מוחלים על המדדים של החברה או הנכס המוערך כדי לחשב את השווי.

4.1.3. ניתוח תרחישים שונים

36. תרחיש הבסיס בחוות דעת זו הנו תרחיש המוגדר כ"הערכה המיטבית" של גדלי נכסי הנפט. בנוסף מנותחים עוד שני תרחישים כתלות בהערכות השונות של גודלי נכסי הנפט.

37. להלן רשימת התרחישים השונים המנותחים בחו"ד זו:

37.1. **תרחיש הבסיס/הערכה מיטבית** - הערכה מיטבית זו מוגדרת כ- "2P" או בצורה מקבילה - "2C".

37.2. **תרחיש ברמת הערכה נמוכה** - המוגדרת כ- "1P" או בצורה מקבילה - "1C".

37.3. **תרחיש ברמת הערכה גבוהה** - המוגדרת כ- "3P" או בצורה מקבילה - "3C".

38. **נעיר כי תרחיש הבסיס עבור מאגר לווייתן הינו תחת תפוקה שנתית של BCM 21 בשנה ולא, כפי שמופיע בדוחותיה הכספיים של השותפויות תחת תפוקה שנתית של BCM 12 בשנה.**

39. בנוסף, בחנו תרחישים של שינוי במחירי הגז הטבעי החזויים וכן שינויים בעלויות ההוניות החזויות (CAPEX).

4.1.4 מצבת הנכסים הנאמדים

40. ככלל, הערכת הערך בשיטת ה- DCF מבוצעת לגבי נכסי נפט עם כמויות גז או/ו נפט מדווחים. דהיינו רישיונות שאין במסגרתן דיווח על משאבים אינם מוערכים.

41. לפיכך, להלן ההתייחסות של הערכה זו לרשימת נכסי הנפט בכדי לבחון את יחס ההמרה הכלכלי בעסקת המיזוג:

טבלה 2: נכסי הנפט העיקריים של השותפויות וגישת ההערכה שנבחרה	
שם נכס הנפט	ביאור/הערות
תמר (יום תטיס)	- מבוצעת הערכה בשיטת ה- DCF בגין כל רמת וודאות מדווחת (1P-3P), כאשר רמת הוודאות העיקרית הינה הערכה המיטבית ברמת 2P. - נמסר לנו כי נכסי ים תטיס נרכשו במסגרת מאגר תמר, והגם שאינם מהותיים, נכסי ים תטיס נכללים בתזרימי המזומנים שנמסרו לנו מהשותפויות.
לווייתן	מבוצעת הערכה בשיטת ה- DCF בגין כל רמת וודאות מדווחת (1P-3P), כאשר רמת הוודאות העיקרית הינה הערכה המיטבית ברמת 2P.
כריש ותנין	- כריש ותנין מוערכים יחד בשיטת ה- DCF לאחר מכירתם לאנרג'יאן, ולאור מודל התקבולים שהוגדר במסגרת עסקת אנרג'יאן. - מבוצעת הערכה בגין כל רמת וודאות מדווחת (1P-3P), כאשר רמת הוודאות העיקרית הינה הערכה המיטבית ברמת 2P.
בלוק 12 בקפריסין (אפרודיטה)	מבוצעת הערכה בשיטת המכפילים בגין כל רמת וודאות מדווחת (1P-3P), כאשר רמת הוודאות העיקרית הינה הערכה המיטבית ברמת 2P. המכפילים מבוססים על ערכים שהתקבלו ממודל ההערכה של מאגר לווייתן בתוספת התאמות כמפורט.
דלית	הונח כי הערך זניח ביחס לגודל המאגר, ועקב גודל המאגר, ההשקעות ההוניות הדרושות בפיתוחו והתוכניות שלא לפתח אותו בעתיד הקרוב.
רישיון חנה (דולפין)	- הונח כי הערך זניח ביחס לגודל המאגר, ועקב גודל המאגר, ההשקעות ההוניות הדרושות בפיתוחו והתוכניות שלא לפתח אותו בעתיד הקרוב. - ראוי לציין כי, משרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים סירב להכיר במאגר דולפין כתגלית. נכון למועד חו"ד זו עניין למיטב הבנתנו עומד בפני עירור שהגישו השותפויות.

42. כאמור, מטרת חוות הדעת היא להסיק את יחס ההמרה בעסקת המיזוג, וכן לבדוק את "יציבות" יחס המיזוג בתרחישים שונים. קונספטואלית, להלן תיאור המתודולוגיה:

תרשים 4: מתודולוגית הערכת השווי ובדיקת יציבות יחס ההמרה



2 מבחני לחץ וניתוחי רגישות על יחס ההמרה הנגזר מהערכת השווי

4.2 הנחות בסיס כלליות

43. מטבע הדברים, ענף חיפושי הגז והנפט כולל אי-ודאות גבוהה ביותר, ועל-כן לצורך ביצוע ההערכה יש להניח הנחות מסוימות וסבירות כדי לבצע ניתוחים כלכליים. בפרק זה מתוארות הנחות הבסיס הרלוונטיות לכל הערכות שבוצעו.

44. קיבלנו מהשותפויות את המודלים ותזרימי המזמנים החזויים לשותפויות בגין מאגרי תמר ולווייתן. נקודת המוצא היא שהתחזיות שנמסרו לנו מהשותפויות הן התחזיות הטובות ביותר שישנן, ולכן הם הבסיס להערכת ערך המאגרים השונים. וככלל, השתמשנו בנתוני ההכנסות, ההוצאות וההשקעות ההוניות (לרבות הוצאות פיתוחים - על שלביהם השונים - ככל שאלו קיימים) כדי שנמסרו לנו מהשותפויות.

45. למרות שלא תיקפנו באופן מלא את מודלי הערכת התזרימים של החברות, עברנו על הנתונים והחישובים המופיעים בהם וביצענו, בנקודת מוצא בדיקה חישובית ובחינת סבירות להנחות וההוצאות. מהבדיקות שביצענו עלה שהמודלים סבירים ושתזרימי המזמנים מחושבים באופן תקין.

46. על בסיס המודלים שנמסרו לנו בוצעו התאמות והנחות שונות לנכסי הנפט השונים כדי שיפורטו בפרק ההנחות הפרטניות בהמשך.

47. אופק תחזית ותאריך החתך להיוון - פירוט התקופות של כל הערכת נכס נפט מוצגת בפרק ההנחות הפרטניות, וכן השינויים בתקופות (ככל שאלו קיימים). אולם ככלל, תאריך החתך שאליו מהווים כל התזרימים במודל הינו 31/12/2016.

48. הנחת פיתוח המאגרים - ההנחה במודל היא כי מאגרי לווייתן, כריש תנין ובלוק 12 בקפריסין יפותחו (המועדים יפורטו בפרק ההנחות הפרטניות)

4.2.1. שיעורי היוון

49. שיעורי היוון מוצגים באופן ספציפי עבור נכסי הנפט בפרק ההנחות הפרטניות. בהכללה ניתן לומר ששיעור ההיוון כוייל בכדי להתאים את שווי המאגרים לנתוני הנצפים בשוק המניות.
50. עוד יש לציין כי התוצאות בחוות דעת זו אינן תלויות בשיעורי ההיוון בכל טווח סביר.

4.2.2. תמלוגים ומס חברות

51. **שיעור מס החברות:** הגם שישנם אינדיקציות שמס החברות כנראה עתיד לרדת בשנים הבאות, ההנחה בנתונים שקיבלנו היא כי שיעור המס יהיה 25%. לאחר שיחתנו עם השותפויות, אנו מניחים ששיעור מס זה ימשיך להתקיים בעתיד.
52. **תמלוגי מדינה:** חוק הנפט, התשי"ב-1952 קובע שיעור תמלוגים בגובה של עד 12.5% לפי הכנסות המשאב ב"פי הבאר". בפועל ההכנסות הן ללקוחות ביבשה. אופן חישוב השווי ב"פי הבאר" עלול להשפיע על שיעור התמלוגים האפקטיבי למדינה. במודלים שנמסרו לי נלקח בחשבון שיער של 11.5% מההכנסות – וזו גם הנחת.
53. **תמלוגים לשותפים הכלליים:** יפורטו באופן ספציפי עבור כל נכס נפט בפרק ההנחות הפרטניות.
54. **"היטל ששינסקי":** במודלים שקיבלנו ובדקנו, קיים מנגנון המחשב את היטל ששינסקי על פי המנגנון שנקבע בוועדת ששינסקי. לרבות מנגנוני החזר השקעה ועוד. השתמשנו במנגנון זה בהערכת התזרימים.
- #### 4.3. הנחות פרטניות, ממצאים, ותרמישים שונים עבור כל נכס נפט
55. בפרק זה מתוארות ההנחות הפרטניות לכל נכס נפט של השותפויות שנאמד. הפרק מורכב באופן של הצגת ההנחות עבור נכס נפט ומיד לאחריו התוצאות, כאשר התזרימים המוצגים הם עבור תרחיש הערכה הבסיסי - היינו סבירות של 2P או 2C לפי הנכס. במקביל מוצגים התרחישים השונים שנבדקים ברמות הערכה שונות כאמור: 1P או 1C, וכן 3P או 3C.

4.3.1. מאגר תמר

56. להלן ההנחות ששימשו אותנו בניתוח תזרים המזומנים ממאגר תמר:

טבלה 3: הנחות עיקריות עבור תמר (עבור כל רמות ההסתברות)																			
שם נכס הנפט				ביאור/הערות															
נתוני בסיס				המודל מתבסס על נתונים שנשלחו אלינו לגבי תמר מהשותפויות.															
כמות הגז והקונדנסט				היתרה הצפויה נכון לסוף 2016:															
				<table><tr><td>רמת סבירות</td><td>1P</td><td>2P</td><td>3P</td></tr><tr><td>גז (BCM)</td><td>196.8</td><td>280.9</td><td>330.1</td></tr><tr><td>קונדנסט (MMbbl)</td><td>9.1</td><td>12.9</td><td>15.2</td></tr></table>				רמת סבירות	1P	2P	3P	גז (BCM)	196.8	280.9	330.1	קונדנסט (MMbbl)	9.1	12.9	15.2
				רמת סבירות	1P	2P	3P												
				גז (BCM)	196.8	280.9	330.1												
קונדנסט (MMbbl)	9.1	12.9	15.2																
שיטת הערכה				מבוצעת הערכה בשיטת ה- DCF בגין כל רמת וודאות מדווחת (1P-3P), כאשר רמת הוודאות העיקרית הינה הערכה המיטבית ברמת 2P.															
תקופת המודל				- המאגר כבר פעיל. כפי שנמסר לנו מהערכות השותפויות שנת השאיבה האחרונה מהמאגר היא 2042, אך השנה האחרונה משתנה כתלות בגודל מאגר תמר שיהיה בפועל - עבור כמויות ברמת 1P ו-3P הונחה פריסה לאותה התקופה כמו ב- 2P															
תגמולים לשותפים הכלליים של השותפויות				- כפי שקיבלנו במודל המקורי, וכפי שנמסר לנו, התגמולים לשותפים הכלליים הם כדלקמן: - שותף כללי באבנר - 6% "בפי הבאר" מההכנסות (5.52% נטו) - שותף כללי בדלק קידוחים: - לפני החזר השקעה בגין המאגר – 3% "בפי הבאר" (2.76% נטו) מההכנסות - לאחר החזר ההשקעה בגין המאגר – 13% "בפי הבאר" (11.96% נטו) מההכנסות															
שיעור היוון				שיעור היוון של כ- 7.5%															
הון חוזר תפעולי נטו				הון חוזר תפעולי נטו מהווה 10% מההכנסות, בהסתמך על טווח ההון חוזר היסטורי של דלק קידוחים ושל אבנר. כמו כן בתום התקופה מחושב ההחזר (Recovery) בגין ההון החוזר.															
הערות נוספות				נמסר לנו שנכסי ים תטיס מגולמים בנתונים במודל של תמר.															

⁶ התמלוגים ברוטו למדינה הם 12.5% מפי הבאר בעוד שההכנסות בפועל הן נגזרת של מחיר המכירה ביבשה. כלומר צריך לנכות מההכנסות את עלות השינוע של הגז מפי הבאר עד ליבשה. כפי שנמסר לי, שיעור התמלוגים האפקטיבי בפועל יעמוד על 11.5%. ההנחה היא ששיעור תמלוגי העל התנהגו באופן דומה לתמלוגים השמשולמים למדינה, כלומר 6% מפי הבאר (ברוטו) היו אפקטיביים $6\% \times 11.5\% = 12.5\%$ (נטו), הנחה דומה נעשתה גם במקרה של דלק קידוחים.

57. להלן תזרים המזומנים החזוי ממאגר תמר:

טבלה 4: תזרים המזומנים החזוי ממאגר תמר עבור הפריקט ועבור חלקן של דלק קידוחים ואבנר (USD)			
1P – תרחיש נמוך			
AVNER (15.625%)	DELEK (15.625%)	PROJECT (100%)	
סה"כ תזרים מזומנים	סה"כ תזרים מזומנים	סה"כ תזרים מזומנים	
2,582,217	2,370,559	17,787,707	סה"כ
תאריך			
166,141	171,958	1,143,028	31/12/2016
156,712	158,583	1,098,459	31/12/2017
207,006	190,215	1,423,469	31/12/2018
202,776	185,394	1,399,868	31/12/2019
165,506	150,078	1,149,860	31/12/2020
144,455	132,181	996,605	31/12/2021
130,274	119,636	896,244	31/12/2022
118,317	107,822	818,872	31/12/2023
131,477	120,744	904,494	31/12/2024
134,377	123,406	924,456	31/12/2025
125,581	114,450	869,100	31/12/2026
138,054	126,745	949,977	31/12/2027
140,012	128,399	964,294	31/12/2028
143,308	131,460	986,771	31/12/2029
107,778	95,751	760,424	31/12/2030
140,501	128,143	971,803	31/12/2031
143,251	130,649	990,833	31/12/2032
74,501	61,698	552,013	31/12/2033
145,500	132,489	1,007,634	31/12/2034
32,497	32,380	120,392	31/12/2035
334	334	2,139	31/12/2036
–	–	–	31/12/2037
–	–	–	31/12/2038
–	–	–	31/12/2039
–	–	–	31/12/2040
–	–	–	31/12/2041
–	–	–	31/12/2042
–	–	–	31/12/2043
2P – תרחיש המיטבי/הבסיס			
AVNER (15.625%)	DELEK (15.625%)	PROJECT (100%)	
סה"כ תזרים מזומנים	סה"כ תזרים מזומנים	סה"כ תזרים מזומנים	
3,876,008	3,557,816	26,782,048	סה"כ
תאריך			
166,138	171,954	1,143,006	31/12/2016
156,707	158,580	1,098,427	31/12/2017
207,000	190,209	1,423,426	31/12/2018
202,769	185,388	1,399,820	31/12/2019
178,342	162,973	1,231,662	31/12/2020
142,771	130,609	985,178	31/12/2021
129,182	118,604	888,908	31/12/2022
128,016	117,522	880,947	31/12/2023
120,595	109,863	834,847	31/12/2024
133,980	123,010	921,917	31/12/2025
135,279	124,149	931,169	31/12/2026
127,172	115,863	880,326	31/12/2027
139,615	128,002	961,751	31/12/2028
142,911	131,064	984,226	31/12/2029
117,671	105,645	823,737	31/12/2030
140,103	127,746	969,253	31/12/2031
152,948	140,347	1,052,891	31/12/2032
155,686	142,884	1,071,593	31/12/2033
158,136	145,125	1,088,496	31/12/2034
160,598	147,381	1,105,471	31/12/2035
153,310	139,868	1,060,139	31/12/2036
155,695	142,106	1,076,280	31/12/2037
103,284	89,433	742,377	31/12/2038
125,949	111,936	888,393	31/12/2039
161,125	146,895	1,114,782	31/12/2040
173,074	158,692	1,192,151	31/12/2041
135,457	125,291	926,636	31/12/2042
38,632	38,632	247,245	31/12/2043
3P – תרחיש גבוה			
AVNER (15.625%)	DELEK (15.625%)	PROJECT (100%)	
סה"כ תזרים מזומנים	סה"כ תזרים מזומנים	סה"כ תזרים מזומנים	
4,673,342	4,288,503	32,208,862	סה"כ
תאריך			
166,138	171,954	1,143,006	31/12/2016
156,707	158,580	1,098,427	31/12/2017
207,000	190,209	1,423,426	31/12/2018
208,065	190,191	1,436,614	31/12/2019
177,814	162,549	1,227,678	31/12/2020
144,278	132,009	995,454	31/12/2021
130,900	120,192	900,665	31/12/2022
130,546	119,853	898,303	31/12/2023
121,350	110,618	839,679	31/12/2024
133,980	123,010	921,917	31/12/2025
135,279	124,149	931,169	31/12/2026
127,172	115,863	880,326	31/12/2027
139,615	128,002	961,751	31/12/2028
142,911	131,064	984,226	31/12/2029
126,520	113,512	886,135	31/12/2030
159,620	146,631	1,097,868	31/12/2031
154,957	142,355	1,065,747	31/12/2032
155,295	142,493	1,069,093	31/12/2033
139,662	127,537	965,058	31/12/2034
157,230	144,013	1,083,915	31/12/2035
153,310	139,868	1,060,139	31/12/2036
173,078	157,559	1,198,857	31/12/2037
128,330	112,513	914,217	31/12/2038
151,344	135,342	1,062,602	31/12/2039
193,450	177,202	1,333,529	31/12/2040
205,906	189,484	1,414,269	31/12/2041
205,615	189,298	1,411,783	31/12/2042
145,301	135,631	986,731	31/12/2043
111,393	102,661	764,211	31/12/2044
89,737	81,871	620,525	31/12/2045
88,712	81,736	608,731	31/12/2046
76,681	70,621	526,353	31/12/2047
56,678	51,560	392,803	31/12/2048
42,172	38,022	294,275	31/12/2049
1,509	1,080	(55,436)	31/12/2050
1,223	1,223	7,824	31/12/2051

הסכימה היא החל משנת 2017

4.3.2. מאגר לווייתן

58. להלן ההנחות ששימשו אותנו בניתוח תזרים המזומנים ממאגר לווייתן:

טבלה 5: הנחות עיקריות עבור לווייתן (עבור כל רמות ההסתברות)																												
שם נכס הנפט					ביאור/הערות																							
נתוני בסיס					המודל מתבסס על נתונים שנשלחו אלינו לגבי לווייתן מהשותפויות, לפי תפוקה פוטנציאלית של 21 BCM לאורך חיי המאגר, וההשקעות ההוניות בגין תפוקה זו.																							
					נעשית בחינה גם במודל לווייתן של רמת תפוקה פוטנציאלית של 12 BCM לאורך חיי המאגר, וההשקעות ההוניות בגין תפוקה זו.																							
					המודלים מתבססים על יתרת הגז במאגר, כפי שנמסר לנו מהשותפויות, היתרה הצפויה נכון לסוף 2016:																							
כמות הגז והקונדנסט					<table><tr><td colspan="2">רמת סבירות</td><td>1C</td><td>2C</td><td>3C</td></tr><tr><td rowspan="2">גז (BCM)</td><td>מודל 21 BCM</td><td>469.5</td><td>580.6</td><td>751.1</td></tr><tr><td>מודל 12 BCM</td><td>343.8</td><td>343.8</td><td>355.0</td></tr><tr><td rowspan="2">קונדנסט (MMbbl)</td><td>מודל 21 BCM</td><td>29.8</td><td>36.8</td><td>47.6</td></tr><tr><td>מודל 12 BCM</td><td>21.8</td><td>21.8</td><td>22.5</td></tr></table>	רמת סבירות		1C	2C	3C	גז (BCM)	מודל 21 BCM	469.5	580.6	751.1	מודל 12 BCM	343.8	343.8	355.0	קונדנסט (MMbbl)	מודל 21 BCM	29.8	36.8	47.6	מודל 12 BCM	21.8	21.8	22.5
					רמת סבירות		1C	2C	3C																			
					גז (BCM)	מודל 21 BCM	469.5	580.6	751.1																			
						מודל 12 BCM	343.8	343.8	355.0																			
					קונדנסט (MMbbl)	מודל 21 BCM	29.8	36.8	47.6																			
מודל 12 BCM	21.8	21.8	22.5																									
שיטת הערכה					מבוצעת הערכה בשיטת ה- DCF בגין כל רמת וודאות מדווחת (1C-3C), כאשר רמת הוודאות העיקרית הינה הערכה המיטבית ברמת 2C.																							
					עבור לווייתן במודל תפוקה של 21 BCM:																							
					עבור כמויות ברמת וודאות של 1C-2C מועד תחילת ההפקה ב- 2020 ועד לשנת 2050. הפיתוח החל משנת 2016 ברמות שונות בהתאם להתקדמות הפיתוח ובהתאם לנתונים שנשלחו אלינו.																							
					עבור כמויות ברמת וודאות של 3C הונח מועד תחילת ההפקה ב- 2020 ועד לשנת 2055 – התקופה הווארכה במעט בעיקר לאור התפוקה הגדולה ביחס לביקוש המקומי.																							
					עבור לווייתן במודל תפוקה של 12 BCM:																							
תקופת המודל					עבור כמויות ברמת וודאות של 1C-3C מועד תחילת ההפקה ב- 2020 ועד לשנת 2050. הפיתוח החל משנת 2016 ברמות שונות בהתאם להתקדמות הפיתוח ובהתאם לנתונים שנשלחו אלינו.																							
					כפי שקיבלנו במודל המקורי, וכפי שנמסר לנו, התגמולים לשותפים הכללים הם כדלקמן:																							
					שותף כללי באבנר - 6% "כפי הבאר" מההכנסות (5.52% נטו)																							
					שותף כללי בדלק קידוחים:																							
					▪ לפני החזר השקעה בגין המאגר – 3% "כפי הבאר" (2.76% נטו) מההכנסות																							
תגמולים לשותפים הכלליים של השותפויות					▪ לאחר החזר ההשקעה בגין המאגר – 13% "כפי הבאר" (11.96% נטו) מההכנסות																							
					שיעור היוון של כ- 14.5%. שיעור היוון זה שונה מזה שבו נעשה שימוש במאגר תמר בכדי לשקף את שווי השוק של המאגר כפי שהוא מוערך בחברת רציו חיפוש נפט בע"מ.																							
					הון חוזר תפעולי נטו מהווה 10% מההכנסות, בהסתמך על טווח ההון חוזר היסטורי של דלק קידוחים ושל אבנר. כמו כן בתום התקופה מחושב ההחזר (Recovery) בגין ההון החוזר.																							
הון חוזר תפעולי נטו																												

59. להלן תזרים המזומנים החזוי ממאגר לווייתן לפי מודל תפוקה של 21 BCM:

טבלה 6: תזרים המזומנים החזוי ממאגר לווייתן (לפי מודל תפוקה של 21 BCM) עבור הפרויקט ועבור חלקן של דלק קידוחים ואבנר (USD)				1C – תרחיש נמוך				2C – תרחיש המיטבי/הבסיס				3C – תרחיש גבוה			
AVNER (22.670%)	DELEK (22.670%)	PROJECT (100%)	סה"כ תזרים מוזמנים	AVNER (22.670%)	DELEK (22.670%)	PROJECT (100%)	סה"כ תזרים מוזמנים	AVNER (22.670%)	DELEK (22.670%)	PROJECT (100%)	סה"כ תזרים מוזמנים	AVNER (22.670%)	DELEK (22.670%)	PROJECT (100%)	סה"כ תזרים מוזמנים
16,036,592	14,721,092	75,962,709	סה"כ	11,957,617	10,986,097	56,744,777	סה"כ	9,498,831	8,731,080	45,170,727	סה"כ	16,036,592	14,721,092	75,962,709	סה"כ
(12,267)	(12,267)	(54,111)	תאריך	(12,267)	(12,267)	(54,111)	תאריך	(12,267)	(12,267)	(54,111)	תאריך	(12,267)	(12,267)	(54,111)	תאריך
(245,385)	(245,385)	(1,082,424)	31/12/2016	(245,385)	(245,385)	(1,082,424)	31/12/2016	(245,385)	(245,385)	(1,082,424)	31/12/2016	(245,385)	(245,385)	(1,082,424)	31/12/2016
(457,341)	(457,341)	(2,017,386)	31/12/2017	(457,341)	(457,341)	(2,017,386)	31/12/2017	(457,341)	(457,341)	(2,017,386)	31/12/2017	(457,341)	(457,341)	(2,017,386)	31/12/2017
(369,254)	(369,254)	(1,628,822)	31/12/2018	(369,254)	(369,254)	(1,628,822)	31/12/2018	(369,254)	(369,254)	(1,628,822)	31/12/2018	(369,254)	(369,254)	(1,628,822)	31/12/2018
163,658	172,061	808,271	31/12/2019	163,662	172,065	808,290	31/12/2019	158,691	166,921	784,591	31/12/2019	163,658	172,061	808,271	31/12/2019
187,094	195,366	910,310	31/12/2020	187,103	195,375	910,354	31/12/2020	411,883	427,977	1,982,267	31/12/2020	187,094	195,366	910,310	31/12/2020
597,496	615,942	2,825,206	31/12/2021	537,459	553,825	2,539,003	31/12/2021	485,335	498,372	2,274,861	31/12/2021	597,496	615,942	2,825,206	31/12/2021
657,364	617,389	3,090,217	31/12/2022	582,754	557,433	2,738,710	31/12/2022	470,174	436,974	2,208,704	31/12/2022	657,364	617,389	3,090,217	31/12/2022
581,806	534,644	2,734,527	31/12/2023	570,296	523,947	2,680,861	31/12/2023	467,498	429,813	2,196,518	31/12/2023	581,806	534,644	2,734,527	31/12/2023
447,182	411,702	2,099,040	31/12/2024	435,199	400,654	2,042,853	31/12/2024	366,864	338,013	1,721,121	31/12/2024	447,182	411,702	2,099,040	31/12/2024
335,658	304,008	1,593,447	31/12/2025	311,987	282,042	1,482,956	31/12/2025	260,479	234,500	1,241,611	31/12/2025	335,658	304,008	1,593,447	31/12/2025
413,544	381,170	1,939,593	31/12/2026	372,722	343,784	1,747,279	31/12/2026	309,378	285,748	1,448,931	31/12/2026	413,544	381,170	1,939,593	31/12/2026
422,396	389,308	1,981,187	31/12/2027	382,204	352,439	1,792,045	31/12/2027	307,026	283,636	1,437,700	31/12/2027	422,396	389,308	1,981,187	31/12/2027
427,451	393,623	2,006,123	31/12/2028	387,036	356,606	1,815,736	31/12/2028	309,506	285,593	1,450,506	31/12/2028	427,451	393,623	2,006,123	31/12/2028
409,155	374,708	1,927,619	31/12/2029	369,585	338,404	1,741,434	31/12/2029	288,908	264,558	1,361,208	31/12/2029	409,155	374,708	1,927,619	31/12/2029
415,393	380,470	1,956,838	31/12/2030	375,931	344,316	1,770,968	31/12/2030	293,326	268,638	1,381,900	31/12/2030	415,393	380,470	1,956,838	31/12/2030
352,262	316,820	1,680,208	31/12/2031	312,242	280,156	1,491,708	31/12/2031	228,421	203,366	1,096,907	31/12/2031	352,262	316,820	1,680,208	31/12/2031
432,546	395,970	2,038,386	31/12/2032	391,450	358,339	1,844,763	31/12/2032	305,363	279,506	1,439,161	31/12/2032	432,546	395,970	2,038,386	31/12/2032
437,605	400,467	2,062,707	31/12/2033	395,690	362,068	1,865,286	31/12/2033	307,850	281,595	1,451,550	31/12/2033	437,605	400,467	2,062,707	31/12/2033
447,643	409,998	2,108,799	31/12/2034	405,151	371,068	1,908,662	31/12/2034	316,052	289,438	1,489,014	31/12/2034	447,643	409,998	2,108,799	31/12/2034
458,435	419,726	2,160,192	31/12/2035	414,931	379,883	1,955,237	31/12/2035	323,686	296,319	1,525,370	31/12/2035	458,435	419,726	2,160,192	31/12/2035
463,781	424,591	2,185,487	31/12/2036	419,548	384,064	1,977,162	31/12/2036	326,735	299,028	1,540,034	31/12/2036	463,781	424,591	2,185,487	31/12/2036
403,664	363,939	1,922,211	31/12/2037	358,865	322,894	1,711,214	31/12/2037	264,803	236,716	1,268,196	31/12/2037	403,664	363,939	1,922,211	31/12/2037
478,894	438,199	2,257,523	31/12/2038	433,153	396,303	2,042,045	31/12/2038	337,080	308,307	1,589,466	31/12/2038	478,894	438,199	2,257,523	31/12/2038
490,339	449,143	2,309,794	31/12/2039	443,893	406,587	2,091,044	31/12/2039	346,280	317,151	1,631,313	31/12/2039	490,339	449,143	2,309,794	31/12/2039
497,545	455,707	2,343,864	31/12/2040	450,431	412,544	2,121,959	31/12/2040	351,381	321,798	1,655,433	31/12/2040	497,545	455,707	2,343,864	31/12/2040
505,374	462,880	2,380,739	31/12/2041	457,529	419,047	2,155,387	31/12/2041	356,921	326,874	1,681,524	31/12/2041	505,374	462,880	2,380,739	31/12/2041
510,858	467,694	2,407,317	31/12/2042	462,264	423,174	2,178,441	31/12/2042	360,064	329,543	1,697,079	31/12/2042	510,858	467,694	2,407,317	31/12/2042
447,705	404,002	2,130,659	31/12/2043	398,467	358,889	1,898,764	31/12/2043	294,883	263,981	1,410,918	31/12/2043	447,705	404,002	2,130,659	31/12/2043
526,690	482,461	2,480,954	31/12/2044	476,864	436,807	2,246,288	31/12/2044	372,008	340,733	1,752,456	31/12/2044	526,690	482,461	2,480,954	31/12/2044
533,119	488,352	2,511,232	31/12/2045	482,699	442,154	2,273,771	31/12/2045	376,561	344,904	1,773,897	31/12/2045	533,119	488,352	2,511,232	31/12/2045
539,683	494,366	2,542,146	31/12/2046	488,657	447,613	2,301,832	31/12/2046	381,209	349,163	1,795,787	31/12/2046	539,683	494,366	2,542,146	31/12/2046
546,383	500,505	2,573,699	31/12/2047	494,739	453,185	2,330,472	31/12/2047	385,953	353,510	1,818,131	31/12/2047	546,383	500,505	2,573,699	31/12/2047
546,959	500,508	2,578,277	31/12/2048	494,683	452,610	2,332,078	31/12/2048	384,533	351,685	1,813,311	31/12/2048	546,959	500,508	2,578,277	31/12/2048
458,148	411,113	2,188,604	31/12/2049	419,765	377,163	2,003,497	31/12/2049	302,792	269,530	1,454,215	31/12/2049	458,148	411,113	2,188,604	31/12/2049
556,202	510,038	2,618,027	31/12/2050	152,639	152,639	673,308	31/12/2050	119,171	119,171	525,679	31/12/2050	556,202	510,038	2,618,027	31/12/2050
557,819	511,094	2,627,164	31/12/2051									557,819	511,094	2,627,164	31/12/2051
564,626	517,332	2,659,216	31/12/2052									564,626	517,332	2,659,216	31/12/2052
567,773	519,904	2,675,150	31/12/2053									567,773	519,904	2,675,150	31/12/2053
552,728	504,276	2,610,858	31/12/2054									552,728	504,276	2,610,858	31/12/2054
173,596	173,596	765,751	31/12/2055									173,596	173,596	765,751	31/12/2055

הסכימה היא החל משנת 2017

- עמוד 21 מתוך 36 -

• נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ • רחוב דב פרידמן 2 רמת-גן 5250301 • www.numerics.co.il

60. להלן תזרים המזומנים החזוי ממאגר לווייתן לפי מודל תפוקה של 21 BCM ולפי מודל תפוקה של 12 BCM:

טבלה 7: תזרים המזומנים החזוי ממאגר לווייתן (לפי מודל תפוקה של 12 BCM) עבור הפרויקט ועבור חלקן של דלק קידוחים ואבנר (אלפי USD)				1C – תרחיש נמוך				2C – תרחיש המיטבי/הבסיס				3C – תרחיש גבוה			
AVNER (22.670%)	DELEK (22.670%)	PROJECT (100%)	סה"כ תזרים מוזמנים	AVNER (22.670%)	DELEK (22.670%)	PROJECT (100%)	סה"כ תזרים מוזמנים	AVNER (22.670%)	DELEK (22.670%)	PROJECT (100%)	סה"כ תזרים מוזמנים	AVNER (22.670%)	DELEK (22.670%)	PROJECT (100%)	סה"כ תזרים מוזמנים
6,913,389	6,351,808	32,898,371	סה"כ	6,935,283	6,372,671	32,998,619	סה"כ	6,807,986	6,242,026	32,449,040	סה"כ	6,913,389	6,351,808	32,898,371	סה"כ
תאריך				תאריך				תאריך				תאריך			
(12,267)	(12,267)	(54,111)	31/12/2016	(12,267)	(12,267)	(54,111)	31/12/2016	(12,267)	(12,267)	(54,111)	31/12/2016	(12,267)	(12,267)	(54,111)	31/12/2016
(245,385)	(245,385)	(1,082,424)	31/12/2017	(245,385)	(245,385)	(1,082,424)	31/12/2017	(245,385)	(245,385)	(1,082,424)	31/12/2017	(245,385)	(245,385)	(1,082,424)	31/12/2017
(342,858)	(342,858)	(1,512,386)	31/12/2018	(342,858)	(342,858)	(1,512,386)	31/12/2018	(342,858)	(342,858)	(1,512,386)	31/12/2018	(342,858)	(342,858)	(1,512,386)	31/12/2018
(254,770)	(254,770)	(1,123,822)	31/12/2019	(254,770)	(254,770)	(1,123,822)	31/12/2019	(254,770)	(254,770)	(1,123,822)	31/12/2019	(254,770)	(254,770)	(1,123,822)	31/12/2019
267,447	275,677	1,264,326	31/12/2020	267,447	275,677	1,264,326	31/12/2020	267,447	275,677	1,264,326	31/12/2020	267,447	275,677	1,264,326	31/12/2020
303,829	312,511	1,429,457	31/12/2021	303,829	312,511	1,429,457	31/12/2021	303,829	312,511	1,429,457	31/12/2021	303,829	312,511	1,429,457	31/12/2021
332,641	342,231	1,565,881	31/12/2022	332,641	342,231	1,565,881	31/12/2022	332,641	342,231	1,565,881	31/12/2022	332,641	342,231	1,565,881	31/12/2022
329,683	312,357	1,549,958	31/12/2023	329,683	312,357	1,549,958	31/12/2023	329,683	312,357	1,549,958	31/12/2023	329,683	312,357	1,549,958	31/12/2023
346,994	318,269	1,633,023	31/12/2024	346,994	318,269	1,633,023	31/12/2024	346,994	318,269	1,633,023	31/12/2024	346,994	318,269	1,633,023	31/12/2024
278,115	255,699	1,306,704	31/12/2025	278,115	255,699	1,306,704	31/12/2025	278,115	255,699	1,306,704	31/12/2025	278,115	255,699	1,306,704	31/12/2025
244,395	224,939	1,147,407	31/12/2026	173,943	154,093	838,042	31/12/2026	244,395	224,939	1,147,407	31/12/2026	244,395	224,939	1,147,407	31/12/2026
157,041	139,259	756,114	31/12/2027	164,776	146,411	792,307	31/12/2027	157,041	139,259	756,114	31/12/2027	157,041	139,259	756,114	31/12/2027
155,704	138,494	748,176	31/12/2028	225,203	207,939	1,054,936	31/12/2028	155,704	138,494	748,176	31/12/2028	155,704	138,494	748,176	31/12/2028
225,364	207,774	1,056,808	31/12/2029	225,364	207,774	1,056,808	31/12/2029	225,364	207,774	1,056,808	31/12/2029	225,364	207,774	1,056,808	31/12/2029
209,019	191,108	985,857	31/12/2030	209,019	191,108	985,857	31/12/2030	209,019	191,108	985,857	31/12/2030	209,019	191,108	985,857	31/12/2030
212,091	193,931	1,000,294	31/12/2031	212,091	193,931	1,000,294	31/12/2031	212,091	193,931	1,000,294	31/12/2031	212,091	193,931	1,000,294	31/12/2031
215,260	196,830	1,015,237	31/12/2032	215,260	196,830	1,015,237	31/12/2032	215,260	196,830	1,015,237	31/12/2032	215,260	196,830	1,015,237	31/12/2032
221,198	202,178	1,043,528	31/12/2033	221,198	202,178	1,043,528	31/12/2033	221,198	202,178	1,043,528	31/12/2033	221,198	202,178	1,043,528	31/12/2033
222,038	202,725	1,048,276	31/12/2034	222,038	202,725	1,048,276	31/12/2034	222,038	202,725	1,048,276	31/12/2034	222,038	202,725	1,048,276	31/12/2034
229,061	209,483	1,080,199	31/12/2035	229,061	209,483	1,080,199	31/12/2035	229,061	209,483	1,080,199	31/12/2035	229,061	209,483	1,080,199	31/12/2035
234,676	214,545	1,106,942	31/12/2036	234,676	214,545	1,106,942	31/12/2036	234,676	214,545	1,106,942	31/12/2036	234,676	214,545	1,106,942	31/12/2036
238,772	218,390	1,125,901	31/12/2037	236,253	215,872	1,114,791	31/12/2037	238,772	218,390	1,125,901	31/12/2037	238,772	218,390	1,125,901	31/12/2037
239,503	218,843	1,130,122	31/12/2038	236,985	216,324	1,119,012	31/12/2038	239,503	218,843	1,130,122	31/12/2038	239,503	218,843	1,130,122	31/12/2038
238,501	217,336	1,127,504	31/12/2039	238,501	217,336	1,127,504	31/12/2039	238,501	217,336	1,127,504	31/12/2039	238,501	217,336	1,127,504	31/12/2039
246,258	224,831	1,162,650	31/12/2040	246,258	224,831	1,162,650	31/12/2040	246,258	224,831	1,162,650	31/12/2040	246,258	224,831	1,162,650	31/12/2040
250,010	228,250	1,180,393	31/12/2041	250,010	228,250	1,180,393	31/12/2041	250,010	228,250	1,180,393	31/12/2041	250,010	228,250	1,180,393	31/12/2041
254,085	231,983	1,199,584	31/12/2042	187,734	165,632	906,903	31/12/2042	254,085	231,983	1,199,584	31/12/2042	254,085	231,983	1,199,584	31/12/2042
258,250	235,799	1,219,199	31/12/2043	194,418	171,967	937,627	31/12/2043	258,250	235,799	1,219,199	31/12/2043	258,250	235,799	1,219,199	31/12/2043
258,121	235,390	1,219,630	31/12/2044	263,158	240,427	1,241,850	31/12/2044	258,121	235,390	1,219,630	31/12/2044	258,121	235,390	1,219,630	31/12/2044
265,183	242,178	1,251,761	31/12/2045	270,221	247,215	1,273,981	31/12/2045	265,183	242,178	1,251,761	31/12/2045	265,183	242,178	1,251,761	31/12/2045
202,181	178,895	974,850	31/12/2046	273,569	250,283	1,289,752	31/12/2046	202,181	178,895	974,850	31/12/2046	202,181	178,895	974,850	31/12/2046
208,119	184,546	1,002,062	31/12/2047	276,988	253,416	1,305,854	31/12/2047	208,119	184,546	1,002,062	31/12/2047	208,119	184,546	1,002,062	31/12/2047
280,478	256,613	1,322,289	31/12/2048	280,478	256,613	1,322,289	31/12/2048	280,478	256,613	1,322,289	31/12/2048	280,478	256,613	1,322,289	31/12/2048
280,296	256,134	1,322,551	31/12/2049	280,296	256,134	1,322,551	31/12/2049	280,296	256,134	1,322,551	31/12/2049	280,296	256,134	1,322,551	31/12/2049
264,428	239,962	1,253,639	31/12/2050	264,428	239,962	1,253,639	31/12/2050	264,428	239,962	1,253,639	31/12/2050	264,428	239,962	1,253,639	31/12/2050
87,660	87,660	386,681	31/12/2051	87,660	87,660	386,681	31/12/2051	87,660	87,660	386,681	31/12/2051	87,660	87,660	386,681	31/12/2051

הסכימה היא החל משנת 2017

- עמוד 22 מתוך 36 -

• נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ • רחוב דב פרידמן 2 רמת-גן 5250301 • www.numerics.co.il

4.3.3. מאגר כריש ותנין

61. כריש ותנין אלו מאגרים בינוניים המיועדים לשוק הישראלי בלבד. על אף שמאגרי תמר ולוויתן יכולים לספק את כל צרכי המשק הישראלי בעתיד הקרוב, שאלת פיתוח מאגרי כריש ותנין הופכת להיות מאתגרת יותר. הצפי בשוק הוא שאכן יפותחו מאגרים אלו עבור המשק הישראלי.
62. ההנחה היא כי מאגרי כריש ותנין אכן יפותחו כדי לאפשר תחרות וכן לא תהיה בעיה מיוחדת לשוק לספוג היצע זה עקב גודלם. במילים אחרות, השחקנים הגדולים "יכילו" כניסה של היצע תחרותי קטן יחסית של BCM בכל שנה ממאגרי כריש ותנין.
63. לפי המדווח בדוחות הכספיים, לאור החלטות הרגולציה, מאגרי כריש ותנין נמכרו לחברת אנרג'יאן היוונית בשווי של כ- 148.5 מיליון דולר המגלם, בין היתר, את השקעות העבר של השותפויות במאגרים אלו.⁷
64. ההנחה היא שעסקת אנרג'יאן תושלם בשנת 2017, שאז תשלם אנרג'יאן $30+10=40$ מיליון דולר לשותפויות (לפי תנאי העסקה), ובשנים העוקבות תשולם יתרת הסכום ב- 10 תשלומים שנתיים שווים.
65. להלן ההנחות ששימשו אותנו בניתוח תזרים המזומנים ממאגרי תנין וכריש (יחד):

⁷ ראו בעניין זה דיווחי השותפויות דלק ואבנר – דוח כספי לרבעון 3 2016, למשל בדוח הכספי 3Q לשנת 2016 של אבנר, עמ' 41, ביאור 3, סעיף 3.

טבלה 8: הנחות עיקריות עבור כריש ותנין (עבור כל רמות ההסתברות)																
ביאור/הערות				שם נכס הנפט												
• לא קיבלנו מודל ייעודי המבוסס על כריש ותנין בנפרד, לפיכך, כדי להעריך את ערך המאגרים עבור השותפויות השתמשנו בנתוני מודל לווייתן ברמת הפקה כוללת של 12 BCM שקיבלנו מהשותפויות, תוך התאמת הנתונים במודל כפי שמתוארים בטבלה זו.				נתוני בסיס												
• היתרה הצפויה בשני המאגרים יחד נכון לסוף 2016:				כמות הגז והקונדנסט												
<table><tr><td>רמת סבירות</td><td>1C</td><td>2C</td><td>3C</td></tr><tr><td>גז (BCM)</td><td>42.9</td><td>58.7</td><td>76.4</td></tr><tr><td>קונדנסט (MMbbl)</td><td>11.7</td><td>14.3</td><td>17.0</td></tr></table>					רמת סבירות	1C	2C	3C	גז (BCM)	42.9	58.7	76.4	קונדנסט (MMbbl)	11.7	14.3	17.0
רמת סבירות	1C	2C	3C													
גז (BCM)	42.9	58.7	76.4													
קונדנסט (MMbbl)	11.7	14.3	17.0													
• מבוצעת הערכה בשיטת ה- DCF בגין כל רמת וודאות מדווחת (1C-3C), כאשר רמת הוודאות העיקרית הינה הערכה המיטבית ברמת 2C.				שיטת הערכה												
• עבור כמויות ברמת וודאות של 1C-3C מועד תחילת ההפקה ב- 2022 (כנמסר לנו) ועד לשנת 2050. הפיתוח החל משנת 2016 ברמות שונות בהתאם להתקדמות הפיתוח ובהתאם לנתונים שנשלחו אלינו.				תקופת המודל												
• שאיבה לינארית של המשאבים לאורך תקופה זו.																
• בהתאם להסכם עם אנרג'יאן, לפני התחלת תשלום היטל ששינסקי ישולמו מההכנסות המאגרים 7.5% לשותפויות (3.75% כ"א) ומיד לאחר התחלת היטל ששינסקי 8.25% (4.125% לכ"א). תמלוגים אלו ישולמו, כמובן, על החלק היחסי של השותפות ולא על כלל המאגר.				ההכנסה לשותפויות												
• התגמולים לשותפים הכללים הם כדלקמן:				תגמולים לשותפים הכלליים של השותפויות												
• שותף כללי באבנר - 6% "בפי הבאר" מההכנסות (5.52% נטו)																
• שותף כללי בדלק קידוחים:																
▪ לפני החזר השקעה בגין המאגר - 3% "בפי הבאר" (2.76% נטו) מההכנסות																
▪ לאחר החזר ההשקעה בגין המאגר - 13% "בפי הבאר" (11.96% נטו) מההכנסות																
• היות ונעשה שימוש במודל מתואם, ההנחה לצורך פשטות כי "החזר ההשקעה", הינה כמשמעה לפי מנגנון היטל ששינסקי אולם להבדיל ממנגנון היטל ששינסקי, שינוי שיעור התמלוגים הינו לאחר החזר ההשקעה של 100% (במקום 150% ממנגנון היטל ששינסקי).																
• שיעור היוון דומה לזה של מאגר לווייתן כיוון שהסיכון השיטתי זהה.				שיעור היוון												
• השקעות הוניות שידרשו במאגרים הן בהתאם להשקעות ההוניות של מאגר לווייתן (לפי מודל תפוקה של 12 BCM) מוכפלות בפקטורי התאמה הנגזרים מהיחס שבין גודל המאגר הנגזר מלווייתן (לפי מודל של 12 BCM) לבין גודלי מאגרי כריש ותנין (עבור כל רמת סבירות):				השקעות הוניות												
▪ עבור 1C - כ- 56.2%																
▪ עבור 2C - כ- 58.3%																
▪ עבור 3C - כ- 60.8%																

66. להלן תזרים המזומנים החזוי ממאגרי כריש ותנין יחד:

טבלה 9: תזרים המזומנים החזוי ממאגרי כריש ותנין יחד (לאחר עסקת אנרג'יאן) עבור הפריקט ועבור חלקן של דלק קידוחים ואבנר (USD)								
1C – תרחיש נמוך			2C – תרחיש המיטבי/הבסיס			3C – תרחיש גבוה		
AVNER DELEK			AVNER DELEK			AVNER DELEK		
תזרים מזומנים תזרים מזומנים			תזרים מזומנים תזרים מזומנים			תזרים מזומנים תזרים מזומנים		
לאחר מס לאחר מס			לאחר מס לאחר מס			לאחר מס לאחר מס		
407,434	407,832	סה"כ	777,901	753,775	סה"כ	896,611	863,362	סה"כ
תאריך			תאריך			תאריך		
15,000	15,000	31/12/2017	15,000	15,000	31/12/2017	15,000	15,000	31/12/2017
4,069	4,069	31/12/2018	4,069	4,069	31/12/2018	4,069	4,069	31/12/2018
4,069	4,069	31/12/2019	4,069	4,069	31/12/2019	4,069	4,069	31/12/2019
4,069	4,069	31/12/2020	4,069	4,069	31/12/2020	4,069	4,069	31/12/2020
4,069	4,069	31/12/2021	4,069	4,069	31/12/2021	4,069	4,069	31/12/2021
13,095	13,359	31/12/2022	20,915	21,407	31/12/2022	23,805	24,382	31/12/2022
13,176	13,442	31/12/2023	21,073	21,570	31/12/2023	23,968	24,549	31/12/2023
13,488	13,763	31/12/2024	21,919	22,441	31/12/2024	24,885	25,493	31/12/2024
13,705	13,986	31/12/2025	22,439	22,976	31/12/2025	25,453	26,078	31/12/2025
13,975	14,264	31/12/2026	22,981	23,533	31/12/2026	26,074	26,717	31/12/2026
14,226	14,523	31/12/2027	23,486	24,054	31/12/2027	26,653	27,313	31/12/2027
10,387	10,690	31/12/2028	19,890	20,471	31/12/2028	23,123	23,798	31/12/2028
10,627	10,937	31/12/2029	20,396	20,992	31/12/2029	23,694	24,386	31/12/2029
10,829	11,145	31/12/2030	20,834	21,443	31/12/2030	24,186	24,893	31/12/2030
10,995	11,316	31/12/2031	21,259	21,880	31/12/2031	24,642	25,362	31/12/2031
11,175	11,501	31/12/2032	21,708	22,342	31/12/2032	25,128	25,862	31/12/2032
11,533	11,870	31/12/2033	22,409	23,063	31/12/2033	25,937	26,661	31/12/2033
11,727	12,070	31/12/2034	22,897	23,566	31/12/2034	26,465	27,192	31/12/2034
11,903	12,251	31/12/2035	23,338	24,043	31/12/2035	26,941	27,674	31/12/2035
12,245	12,603	31/12/2036	24,042	24,815	31/12/2036	27,742	28,511	31/12/2036
12,414	12,777	31/12/2037	24,484	25,291	31/12/2037	28,215	29,000	31/12/2037
12,605	12,974	31/12/2038	24,995	25,812	31/12/2038	31,634	32,425	31/12/2038
12,920	13,298	31/12/2039	25,662	26,401	31/12/2039	32,463	33,260	31/12/2039
13,105	13,488	31/12/2040	26,186	27,000	31/12/2040	33,068	33,874	31/12/2040
13,315	13,704	31/12/2041	29,312	29,797	31/12/2041	33,635	34,451	31/12/2041
13,530	13,926	31/12/2042	29,831	30,320	31/12/2042	34,215	35,028	31/12/2042
13,750	14,152	31/12/2043	30,360	30,849	31/12/2043	34,807	35,605	31/12/2043
13,933	14,378	31/12/2044	30,836	31,378	31/12/2044	35,329	36,182	31/12/2044
14,112	14,604	31/12/2045	31,313	31,907	31/12/2045	35,849	36,759	31/12/2045
14,296	14,830	31/12/2046	31,799	32,436	31/12/2046	36,380	37,336	31/12/2046
14,483	15,056	31/12/2047	32,296	32,965	31/12/2047	36,921	37,913	31/12/2047
14,674	15,282	31/12/2048	32,802	33,494	31/12/2048	37,474	38,490	31/12/2048
14,869	15,508	31/12/2049	33,319	34,023	31/12/2049	38,037	39,067	31/12/2049
15,068	15,734	31/12/2050	33,845	34,552	31/12/2050	38,612	39,644	31/12/2050
-	-	31/12/2051	-	-	31/12/2051	-	-	31/12/2051

הסכימה היא החל משנת 2017. ההבדלים בין התרחישים הינם זניחים בהתאם למודלים שקיבלנו במקום.

4.3.4. מאגר בלוק 12 בקפריסין (אפרודיטה)

67. להלן ההנחות ששימשו אותנו בהערכת מאגר אפרודיטה בבלוק 12 בקפריסין:

טבלה 10: הנחות עיקריות עבור אפרודיטה בבלוק 12 בקפריסין (עבור כל רמות ההסתברות)				
שם נכס הנפט				ביאור/הערות
נתוני בסיס				לא קיבלנו מודל ייעודי המבוסס על מאגר אפרודיטה, לפיכך, כדי להעריך את ערך המאגרים עבור השותפויות נעשה שימוש בנתוני מודל לווייתן ברמת הפקה כוללת של BCM 12 שקיבלנו מהשותפויות.
				היתרה הצפויה במאגר אפרודיטה נכון לסוף 2016:
כמות הגז והקונדנסט				
שיטת הערכה				
תקופת המודל				
מס והיטלים				
שיעור היוון				

68. להלן המכפילים הנגזרים על בסיס מאגר לווייתן המשמשים להערכת מאגר אפרודיטה:

טבלה 11: מכפילים נגזרים עבור מאגר אפרודיטה				
מכפיל	תרחיש	על בסיס אבנר	על בסיס דלק קידוחים	ממוצע
"מכפיל" ליחידת BCM (שווי יחידה באלפי USD)	1. נמוך	\$6,563	\$5,963	\$6,263
	2. בסיס/מיטבי	\$6,751	\$6,165	\$6,458
	3. גבוה	\$6,810	\$6,227	\$6,518
	ממוצע	\$6,708	\$6,118	\$6,413
"מכפיל" ליחידת MMbbl (שווי יחידה באלפי USD)	1. נמוך	\$4,995	\$4,635	\$4,815
	2. בסיס/מיטבי	\$5,082	\$4,707	\$4,895
	3. גבוה	\$4,882	\$4,518	\$4,700
	ממוצע	\$4,987	\$4,620	\$4,803

⁸ ראו למשל דוח כספי לשנת 2015 של דלק קידוחים עמ' 146 (או א-142): "ס' קטן ד': ... המועד המתוכנן לתחילת אספקת גז טבעי ממאגר אפרודיטה הינו לכל המוקדם במחצית הראשונה של שנת 2021."

4.3.5. מאגר דלית ודולפין

69. להלן ההנחות ששימשו אותנו בניתוח תזרים המזומנים ממאגרי תנין וכריש (יחד):

69.1. כיוון שכרגע אין ביקוש בשוק שיכול להשתמש במאגרים הללו מפני שהשוק רווי עקב מאגרי תמר ולוויתן, לא נראה כי ישנן אינדיקציות לכדאיות כלכלית לפיתוח המאגרים בטווח הקרוב. עם זאת, ייתכן ובעתיד מחירי הגז יעלו משמעותית והביקושים יגדלו מאוד כך שהם יהפכו את ההשקעה לכדאית.

69.2. כמו כן, כיוון שאלו מאגרים קטנים, ואין בהן קונדנסט (לפי דיווחי השותפויות), אזי אנו מעריכים את הערך כזניח.

69.3. נציין כי לפי הפרסומים השונים, מאגר דולפין לא הוכר כתגלית והרישיון והוחזר למשרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים (תחת ערעור מצד השותפויות).

4.3.6. נכסים פיננסיים, התחייבויות פיננסיות ודיבידנד שהוכרז

70. היות והדוחות הכספיים של סוף שנת 2016 עדיין לא פורסמו, חישבנו את הנכסים הפיננסיים והתחייבויות הפיננסיות של השותפויות לפי דוחות רבעון 3 של 2016 כפרוקסי. להלן ההתחייבויות הפיננסיות נטו של השותפויות:

טבלה 12: התחייבויות פיננסיות נטו של דלק קידוחים ואבנר					
דלק קידוחים - התחייבויות ונכסים פיננסיים			אבנר - התחייבויות ונכסים פיננסיים		
אלפי USD	2015	Q3 2016	אלפי USD	2015	Q3 2016
נכסים פיננסיים			נכסים פיננסיים		
מזומנים ושווי מזומנים	18,849	15,397	מזומנים ושווי מזומנים	13,521	5,920
השקעות לזמן קצר	181,794	296,276	השקעות לזמן קצר	167,705	274,635
פקדונות והשקעות לזמן ארוך	96,635	34,042	פקדונות והשקעות לזמן ארוך	96,203	32,953
נכסים אחרים לזמן ארוך	18,120	21,382	נכסים אחרים לזמן ארוך	16,541	20,582
סה"כ נכסים פיננסיים	315,398	367,097	סה"כ נכסים פיננסיים	293,970	334,090
התחייבויות פיננסיות			התחייבויות פיננסיות		
אגרות חוב (שוטף)	191,743	184,545	אגרות חוב (שוטף)	191,743	184,545
אגרות חוב	790,576	791,663	אגרות חוב	790,576	791,663
סה"כ התחייבויות פיננסיות	982,319	976,208	סה"כ התחייבויות פיננסיות	982,319	976,208
סה"כ חוב פיננסי, נטו	666,921	609,111	סה"כ חוב פיננסי, נטו	688,349	642,118

מקור: דוחות כספיים לשנת 2015 ולרבעון 3 של שנת 2016 של דלק קידוחים ושל אבנר

71. ביום 01/12/2016 השותפויות הכריזו על חלוקת דיבידנד: אבנר בגובה של כ- 54.4 מיליון דולר, ודלק קידוחים בגובה של כ- 46.6 מיליון דולר.⁹ יחס ההמרה הנגזר מתחשב בחלוקת דיבידנדים זו על-ידי הפחתתם מההון העצמי.

⁹ עבור אבנר ראו הודעה: <http://maya.tase.co.il/reports/details/1069279>
עבור דלק קידוחים ראו: <http://maya.tase.co.il/reports/details/1069274>

4.4. ממצאי יחס ההמרה הנגזר של דלק קידוחים ואבנר

72. לפני הצגת יחס ההמרה הנגזר בחוות דעת זו, מוצג להלן יחס ההמרה הנגזר מנתוני השוק בתאריכים נבחרים:

טבלה 13: יחס ההמרה הנגזר בתאריכים נבחרים על-פי השוק			
אירוע תאריך	פרסום דוח שנתי 2015 28/03/2016	הודעה על מינוי ועדה לבחינת המיזוג 15/04/2016	פרסום יחס ההמרה 07/08/2016
מחירים (בש"ח)			
דלק	10.63	10.65	13.97
מחיר מתואם	10.80	10.65	13.97
מחיר בלתי מתואם			
אבנר	2.07	2.09	2.63
מחיר מתואם	2.10	2.09	2.63
מחיר בלתי מתואם			
יחס מחירים	5.14	5.10	5.31
מספר יחידות השתתפות			
דלק	546,966,871	546,966,871	546,966,871
אבנר	3,334,830,628	3,334,830,628	3,334,830,842
שווי שוק (בש"ח)			
דלק	5,907,242,207	5,825,197,176	7,641,127,188
אבנר	6,915,104,790	6,966,461,182	8,770,605,114
שווי כולל (בש"ח)	12,822,346,997	12,791,658,358	16,411,732,302

ניתוחי נומריקס מנתוני הבורסה

73. להלן פירוט הממצאים בהנחת מודל הבסיס (2P ו-2C):

תרשים 5: עיקרי תוצאות הערכות הערך בגישת DCF במודל הבסיס			
אלפי USD, אלא אם נאמר אחרת			
2P TAMAR, 2C Leviatan 21BCM			
טבלת נכסים אלפי USD	פרויקט	אבנר	דלק קידוחים
1. מאגר תמר			
שיעור אחזקה בתמר	100%	15.625%	15.625%
שווי פעילות מאגר תמר 31.12.2016 ללא התחשבות בהון חוזר	12,385,966	1,792,829	1,655,082
הון חוזר	-45,191	-7,061	-7,061
2. מאגר לווייתן			
שיעור אחזקה בלווייתן	100%	22.670%	22.670%
סה"כ שווי פעילות מאגר לווייתן 31.12.2016 ללא התחשבות בהון חוזר	5,175,332	1,039,002	949,896
הון חוזר	-248,944	-56,436	-56,436
סה"כ שווי פעילות של תמר ולווייתן	17,267,163	2,831,831	2,604,977
3. מאגרים אחרים			
שווי כריש ותנין לאחר מכירתם לאנגר'יאן		107,592	108,258
בלוק 12 בקפריסין		103,630	94,834
דלית			שווי זניח (כ- 7.7 BCM)
דולפין			שווי זניח (כ- 2.3 BCM)
ים תטיס			מגולם בתמר
סה"כ שווי נכסי פעילות אחרים מלבד תמר ולווייתן		211,222	203,092
סה"כ שווי פעילות	17,267,163	3,043,053	2,808,070
פחות התחייבויות פיננסיות נטו		(642,118)	(609,111)
בניכוי דיבידנד לחלוקה שהוכרז ב- 01/12/2015		(53,403)	(46,597)
שווי Equity לפי NAV אלפי USD		2,347,532	2,152,361
שע"ח דולר נגד ממוצע מתחילת 2016	3.842		
שווי Equity לפי NAV אלפי ₪		9,018,345	8,268,571

74. ניתן לראות כי מחירי המניות של אבנר ודלק קידוחים עלו בין מרץ 2016 לאוגוסט 2016. במועד פרסום יחס ההמרה המחירים בשוק השתנו באופן המגלם בקירוב רב את יחס ההמרה שפורסם. ב- 07/08/2016 יחס ההמרה עמד על 5.31, בעוד שעסקת המיזוג הוכרזה על-פי יחס המרה של 5.32.

טבלה 14: יחס ההמרה כנגד מהניתוח הכלכלי בתרחישים השונים

סיכום יחס ההמרה הכלכלי	
תרחיש	יחס המרה כלכלי
1. נמוך	5.568
2. בסיס/מיטבי	5.590
3. גבוה	5.579

יחס ההמרה – מספר יחידות השתתפות של אבנר כנגד 1 יחידת השתתפות של דלק קידוחים

75. **יחס ההמרה הכלכלי שהתקבל נע בין 5.568 ל- 5.59 יחידות השתתפות של אבנר לכל 1 יחידת השתתפות של דלק קידוחים. באומדן המיטבי של יחס ההמרה הכלכלי הינו 5.59.**

76. עולה אפוא, כי יחסי ההמרה שהתקבלו גבוהים מיחס ההמרה של 5.32 שנקבע במסגרת המיזוג.

77. **המסקנה היא שבכל התרחישים שתוארו לעיל, ותחת ההנחות המפורטות, יחס ההמרה על סמך מודל ה- DCF הינו גבוה מיחס ההמרה שנקבע על סמך מודל שווי שוק.**

78. עוד נציין כי במידה ומאגר תמר יימכר לצד ג' תמורת שווי לאחר המיזוג, אזי בהנחה שמאגר תמר יימכר לפי הערך הכלכלי (DCF) שלו והתשלומים יעבורו למחזיקי יחידות ההשתתפות לאחר המיזוג פרו-רטה, השותף הכללי עדיין צפוי לקבל את תמלוגיו, ולכן תרחיש מכירה נכלל כבר בתרחישים השונים שנותחו (3P-1P), מפני שמבנה התשלומים לא ישתנה. יתרה מכך, גם במקרה שמאגר תמר יימכר בשווי הגבוה מערך ה- DCF שלו, אך יחס השווים בין שווי המאגר באבנר ושווי המאגר בדלק קידוחים יישאר – לא תהיה השפעה כלשהי על יחס המיזוג המחושב.

4.5. סוגיית התמלוגים לבעלי התמלוגים לאחר המיזוג

79. ביררנו מול השותפויות את מבנה התגמולים לשותף הכללי לאחר המיזוג המוצע, וכנמסר לנו, תמלוגי העל שישולמו לשותף הכללי לאחר המיזוג יהיה על-פי השיעורים המקוריים לפי 50% בכל שיעור מההכנסות. דהיינו מכיוון שהן אבנר והן דלק מחזיקים במאגרים בשיעורים זהים, וההכנסות הן זהות, ישולמו בגין 50% מההכנסות 6% תמלוגים (ברוטו) לפי השיעור שחל באבנר, ובגין 50% מההכנסות, ישולמו 3% או 13% תמלוגים (ברוטו) לפי שיעור התמלוגים שחל בדלק קידוחים.

80. ניתחנו את התמלוגים והרווחים (תזרים המזומנים) הצפויים למחזיקי יה"ש בדלק קידוחים ובאבנר לפני המיזוג ולאחריו, לפי מבנה התגמולים לשותף הכללי לפני ואחרי המיזוג. להלן החלק של דלק קידוחים ואבנר בתמלוגי העל לפני ואחרי המיזוג, עבור תמר 2P, לווייתן 21BCM 2P ותמר ולווייתן יחד:

טבלה 15: תמר 2P התשלומים לשותף הכללי בדלק קידוחים ובאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת ההכנסות (אלפי USD)

דלק קידוחים - לפני המיזוג				אבנר - לפני המיזוג				יחד - לאחר מיזוג			
תאריך	הכנסות	תמלוגים שיעור מסך השותף הכללי	שיעור מסך ההכנסות	הכנסות	תמלוגים שיעור מסך השותף הכללי	שיעור מסך ההכנסות	תמלוגים שיעור מסך ההכנסות	תוספת תמלוגים שיעור מסך השותף הכללי	יח"ש אבנר יתרון לאחר המיזוג בהשוואה ללפני המיזוג	תוספת תמלוגים שיעור מסך השותף הכללי	% תוספת ב-
31/12/2016	281,002	7,756	2.76%	281,002	15,511	5.52%	562,004	23,267	12,434	4.14%	-19.84%
31/12/2017	336,606	16,083	4.78%	336,606	18,581	5.52%	673,211	34,664	18,525	5.15%	-0.30%
31/12/2018	347,625	41,576	11.96%	347,625	19,189	5.52%	695,250	60,765	32,473	8.74%	69.23%
31/12/2019	359,857	43,039	11.96%	359,857	19,864	5.52%	719,714	62,903	33,616	8.74%	69.23%
31/12/2020	381,532	45,631	11.96%	381,532	21,061	5.52%	763,064	66,692	35,641	8.74%	69.23%
31/12/2021	386,125	46,181	11.96%	386,125	21,314	5.52%	772,251	67,495	36,070	8.74%	69.23%
31/12/2022	390,649	46,722	11.96%	390,649	21,564	5.52%	781,299	68,286	36,493	8.74%	69.23%
31/12/2023	398,798	47,696	11.96%	398,798	22,014	5.52%	797,596	69,710	37,254	8.74%	69.23%
31/12/2024	407,847	48,778	11.96%	407,847	22,513	5.52%	815,693	71,292	38,099	8.74%	69.23%
31/12/2025	416,913	49,863	11.96%	416,913	23,014	5.52%	833,826	72,876	38,946	8.74%	69.23%
31/12/2026	422,980	50,588	11.96%	422,980	23,349	5.52%	845,961	73,937	39,513	8.74%	69.23%
31/12/2027	429,754	51,399	11.96%	429,754	23,722	5.52%	859,508	75,121	40,145	8.74%	69.23%
31/12/2028	441,316	52,781	11.96%	441,316	24,361	5.52%	882,631	77,142	41,225	8.74%	69.23%
31/12/2029	450,245	53,849	11.96%	450,245	24,854	5.52%	904,490	78,703	42,060	8.74%	69.23%
31/12/2030	457,023	54,660	11.96%	457,023	25,228	5.52%	914,045	79,888	42,693	8.74%	69.23%
31/12/2031	469,632	56,168	11.96%	469,632	25,924	5.52%	939,263	82,092	43,871	8.74%	69.23%
31/12/2032	478,896	57,276	11.96%	478,896	26,435	5.52%	957,791	83,711	44,736	8.74%	69.23%
31/12/2033	486,523	58,188	11.96%	486,523	26,856	5.52%	973,046	85,044	45,449	8.74%	69.23%
31/12/2035	502,305	60,076	11.96%	502,305	27,727	5.52%	1,004,610	87,803	46,923	8.74%	69.23%
31/12/2036	510,818	61,094	11.96%	510,818	28,197	5.52%	1,021,635	89,291	47,718	8.74%	69.23%
31/12/2037	516,456	61,768	11.96%	516,456	28,508	5.52%	1,032,911	90,276	48,245	8.74%	69.23%
31/12/2038	526,366	62,953	11.96%	526,366	29,055	5.52%	1,052,733	92,009	49,171	8.74%	69.23%
31/12/2039	532,551	63,693	11.96%	532,551	29,397	5.52%	1,065,103	93,090	49,748	8.74%	69.23%
31/12/2040	540,755	64,674	11.96%	540,755	29,850	5.52%	1,081,511	94,524	50,515	8.74%	69.23%
31/12/2041	546,545	65,367	11.96%	546,545	30,169	5.52%	1,093,089	95,536	51,055	8.74%	69.23%
31/12/2042	546,321	65,321	11.96%	546,321	30,169	5.52%	1,093,089	95,536	51,055	8.74%	69.23%

טבלה 16: תמר 2P החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)

תאריך	תמלוגים מוזמנים לדלק	תמלוגים מוזמנים לאבנר	תוספת תמלוגים מוזמנים לאבנר לאחר המיזוג בהשוואה ללפני המיזוג	סך התרומה של אבנר לתמלוגים המוזמנים הכלול לפני המיזוג	% התרומים שיקבלו מחזיקי יח"ש אבנר לאחר המיזוג
31/12/2017	158,580	156,707	11,786	49.70%	53.44%
31/12/2018	190,209	207,000	5,273	52.11%	53.44%
31/12/2019	185,388	202,769	4,666	52.24%	53.44%
31/12/2020	162,973	178,342	4,061	52.25%	53.44%
31/12/2021	130,609	142,771	3,326	52.22%	53.44%
31/12/2022	118,604	129,182	3,237	52.13%	53.44%
31/12/2023	117,522	128,016	3,202	52.14%	53.44%
31/12/2024	109,863	120,595	2,564	52.33%	53.44%
31/12/2025	123,010	133,980	3,358	52.13%	53.44%
31/12/2026	124,149	135,279	3,362	52.15%	53.44%
31/12/2027	115,863	127,172	2,709	52.33%	53.44%
31/12/2028	128,002	139,615	3,403	52.17%	53.44%
31/12/2029	131,064	142,911	3,504	52.16%	53.44%
31/12/2030	105,645	117,671	1,671	52.69%	53.44%
31/12/2031	127,746	140,103	3,038	52.31%	53.44%
31/12/2032	140,347	152,948	3,792	52.15%	53.44%
31/12/2033	142,884	155,686	3,873	52.14%	53.44%
31/12/2034	145,125	158,136	3,930	52.15%	53.44%
31/12/2035	147,381	160,598	3,989	52.15%	53.44%
31/12/2036	139,868	153,310	3,368	52.29%	53.44%
31/12/2037	142,106	155,695	3,453	52.28%	53.44%
31/12/2038	89,433	103,284	(294)	53.59%	53.44%
31/12/2039	111,936	125,949	1,179	52.95%	53.44%
31/12/2040	146,895	161,125	3,484	52.31%	53.44%
31/12/2041	158,692	173,074	4,225	52.17%	53.44%
31/12/2042	125,291	135,457	3,890	51.95%	53.44%

81. ניתן לראות שמחד, לפני המיזוג, מחזיקי יח"ש באבנר משלמים כ- 31.6% מסך התמלוגים המצרפיים

לשותף העל ולאחר המיזוג הם צפויים לשלם כ- 53.4% ובהיבט זה המחזיקים לכאורה נפגעים.

82. **אולם אפקט דומה קורה גם בשורת ההכנסות ואפקט זה משמעותי יותר מאפקט התמלוגים.**

התבוננות מעמיקה יותר בשורה הגוזרת את הערך הממשי – שורת התזרים – מראה כי לפני המיזוג התרומה של "אבנר" לתזרים המזומנים המצרפי עומד על כ- 52.1% בעוד שאחרי המיזוג, מחזיקי יח"ש של אבנר צפויים לקבל כ- 53.4% מהתזרים – כלומר שיעור גבוה יותר, כך שמצבם של מחזיקי יח"ש באבנר מוטב.

83. **למעשה ניתוח מלאה צריך להתמקד בשורת הרווח (התזרימים) – מפני ששורה זו היא החשובה לבעלי יחידות ההשתתפות.**

84. הממצאים אלו נכונים גם עבור ניתוח של מאגר לווייתן בנפרד, וגם ברמה המצרפית של מאגר תמר ולווייתן:

טבלה 17: לווייתן 21 BCM 2P התשלומים לשותף הכללי בדלק קידוחים ובאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת ההכנסות (אלפי USD)

דלק קידוחים - לפני המיזוג										אבגר - לפני המיזוג				לאחר מיזוג			
תאריך	תכליות לשותף הכללי	הכנסות	תשלומים משרת ההכנסות	הכנסות	תשלומים לשותף הכללי	הכנסות משותפות	שירות משרת ההכנסות	הכנסות	תשלומים לשותף הכללי	שירות משרת ההכנסות	תשלומים מחזיקי ה"ש אבגר	תשלומים מחזיקי ה"ש אבגר	תוספת תשלומים ב- %	% התמלוגים של אבגר משרת המיזוג	% התמלוגים של אבגר משרת המיזוג		
31/12/2016	-	-	NA	-	-	-	NA	-	-	NA	-	-	NA	NA	NA		
31/12/2017	-	-	NA	-	-	-	NA	-	-	NA	-	-	NA	NA	NA		
31/12/2018	-	-	NA	-	-	-	NA	-	-	NA	-	-	NA	NA	NA		
31/12/2020	13,051	472,874	2.76%	472,874	26,103	945,748	5.52%	945,748	39,154	20,924	(5,178)	-19.84%	66.67%	53.44%	53.44%		
31/12/2021	12,850	465,564	2.76%	465,564	25,699	931,128	5.52%	931,128	38,549	20,601	(5,098)	-19.84%	66.67%	53.44%	53.44%		
31/12/2022	25,422	921,096	2.76%	921,096	50,844	1,842,192	5.52%	1,842,192	76,267	40,758	(10,087)	-19.84%	66.67%	53.44%	53.44%		
31/12/2023	80,978	920,570	8.80%	920,570	50,815	1,841,140	5.52%	1,841,140	131,794	70,432	-	38.60%	38.56%	53.44%	53.44%		
31/12/2024	114,552	957,793	11.96%	957,793	52,870	1,915,585	5.52%	1,915,585	167,422	89,472	-	63.74%	63.602%	53.44%	53.44%		
31/12/2025	116,994	978,210	11.96%	978,210	53,997	1,956,419	5.52%	1,956,419	170,991	91,379	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2026	120,983	1,011,562	11.96%	1,011,562	55,838	2,023,124	5.52%	2,023,124	176,821	94,495	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2027	124,006	1,036,838	11.96%	1,036,838	57,233	2,073,676	5.52%	2,073,676	181,239	96,856	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2028	127,543	1,066,416	11.96%	1,066,416	58,866	2,132,832	5.52%	2,132,832	186,410	99,619	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2029	130,397	1,090,280	11.96%	1,090,280	60,183	2,180,560	5.52%	2,180,560	190,581	101,848	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2030	133,615	1,117,182	11.96%	1,117,182	61,668	2,234,364	5.52%	2,234,364	195,283	104,362	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2031	135,472	1,132,710	11.96%	1,132,710	62,526	2,265,419	5.52%	2,265,419	197,998	105,812	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2032	137,490	1,149,582	11.96%	1,149,582	63,457	2,299,164	5.52%	2,299,164	200,947	107,388	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2033	141,886	1,186,338	11.96%	1,186,338	65,486	2,372,677	5.52%	2,372,677	207,332	110,822	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2035	146,050	1,221,157	11.96%	1,221,157	67,408	2,442,313	5.52%	2,442,313	213,458	114,074	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2036	150,180	1,255,686	11.96%	1,255,686	69,314	2,511,371	5.52%	2,511,371	219,494	117,300	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2037	152,052	1,271,334	11.96%	1,271,334	70,178	2,542,668	5.52%	2,542,668	222,229	118,762	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2038	154,136	1,288,763	11.96%	1,288,763	71,140	2,577,527	5.52%	2,577,527	225,276	120,390	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2039	157,905	1,320,280	11.96%	1,320,280	72,879	2,640,559	5.52%	2,640,559	230,785	123,334	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2040	159,860	1,336,618	11.96%	1,336,618	73,781	2,673,236	5.52%	2,673,236	233,641	124,860	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2041	162,352	1,357,455	11.96%	1,357,455	74,932	2,714,910	5.52%	2,714,910	237,283	126,807	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2042	164,899	1,378,757	11.96%	1,378,757	76,107	2,757,514	5.52%	2,757,514	241,007	128,797	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2043	167,503	1,400,525	11.96%	1,400,525	77,309	2,801,050	5.52%	2,801,050	244,812	130,830	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2044	169,596	1,418,024	11.96%	1,418,024	78,275	2,836,048	5.52%	2,836,048	247,871	132,465	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2045	171,646	1,435,168	11.96%	1,435,168	79,221	2,870,336	5.52%	2,870,336	250,867	134,066	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2046	173,740	1,452,677	11.96%	1,452,677	80,188	2,905,353	5.52%	2,905,353	253,928	135,702	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2047	175,878	1,470,551	11.96%	1,470,551	81,174	2,941,102	5.52%	2,941,102	257,052	137,372	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2048	178,060	1,488,793	11.96%	1,488,793	82,181	2,977,587	5.52%	2,977,587	260,241	139,076	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2049	180,286	1,507,406	11.96%	1,507,406	83,209	3,014,811	5.52%	3,014,811	263,495	140,814	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		
31/12/2050	182,556	1,526,390	11.96%	1,526,390	84,257	3,052,780	5.52%	3,052,780	266,813	142,588	-	63.74%	63.74%	53.44%	53.44%		

טבלה 18: לווייתן 2P BCM 21 החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)

תאריך	תזרים מזומנים לדלק	תזרים מזומנים לאבנר	תוספת מנכ"ס למחזיקי יח"ש אבנר לאחר המיזוג בהשוואה ללפני המיזוג	סך התרומה של אבנר לתזרים המזומנים הכולל לפני המיזוג	% התזרימים שיקבלו מחזיקי יח"ש אבנר לאחר המיזוג
31/12/2017	(245,385)	(245,385)	-	50.00%	53.44%
31/12/2018	(457,341)	(457,341)	-	50.00%	53.44%
31/12/2019	(369,254)	(369,254)	-	50.00%	53.44%
31/12/2020	172,065	163,662	15,754	48.75%	53.44%
31/12/2021	195,375	187,103	17,298	48.92%	53.44%
31/12/2022	553,825	537,459	45,735	49.25%	53.44%
31/12/2023	557,433	582,754	26,574	51.11%	53.44%
31/12/2024	523,947	570,296	14,479	52.12%	53.44%
31/12/2025	400,654	435,199	11,490	52.07%	53.44%
31/12/2026	282,042	311,987	5,468	52.52%	53.44%
31/12/2027	343,784	372,722	10,186	52.02%	53.44%
31/12/2028	352,439	382,204	10,397	52.03%	53.44%
31/12/2029	356,606	387,036	10,374	52.05%	53.44%
31/12/2030	338,404	369,585	8,772	52.20%	53.44%
31/12/2031	344,316	375,931	8,977	52.19%	53.44%
31/12/2032	280,156	312,242	4,342	52.71%	53.44%
31/12/2033	358,339	391,450	9,245	52.21%	53.44%
31/12/2034	362,068	395,690	9,264	52.22%	53.44%
31/12/2035	371,068	405,151	9,669	52.20%	53.44%
31/12/2036	379,883	414,931	9,827	52.20%	53.44%
31/12/2037	384,064	419,548	9,911	52.21%	53.44%
31/12/2038	322,894	358,865	5,475	52.64%	53.44%
31/12/2039	396,303	433,153	10,117	52.22%	53.44%
31/12/2040	406,587	443,893	10,613	52.19%	53.44%
31/12/2041	412,544	450,431	10,752	52.20%	53.44%
31/12/2042	419,047	457,529	10,923	52.20%	53.44%
31/12/2043	423,174	462,264	10,924	52.21%	53.44%
31/12/2044	358,889	398,467	6,272	52.61%	53.44%
31/12/2045	436,807	476,864	11,412	52.19%	53.44%
31/12/2046	442,154	482,699	11,552	52.19%	53.44%
31/12/2047	447,613	488,657	11,696	52.19%	53.44%
31/12/2048	453,185	494,739	11,842	52.19%	53.44%
31/12/2049	452,610	494,683	11,561	52.22%	53.44%
31/12/2050	377,163	419,765	6,122	52.67%	53.44%

טבלה 19: תמר ולוויתן לווייתן 21 BCM 2P התשלומים לשותף הכללי בדלק קידוחים ובאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת ההכנסות (אלפי USD)

דלק קידוחים - לפני המיזוג				אבנר - לפני המיזוג				לאחר מיזוג			
תאריך	הכנסות	תמלוגים לשותף הכללי	שיעור מסך ההכנסות	הכנסות	תמלוגים לשותף הכללי	שיעור מסך ההכנסות	הכנסות משותפות	תמלוגים לשותף הכללי	שיעור מסך ההכנסות	הכנסות משותפות	שיעור מסך ההכנסות
תאריך	הכנסות	תמלוגים לשותף הכללי	שיעור מסך ההכנסות	הכנסות	תמלוגים לשותף הכללי	שיעור מסך ההכנסות	הכנסות משותפות	תמלוגים לשותף הכללי	שיעור מסך ההכנסות	הכנסות משותפות	שיעור מסך ההכנסות
31/12/2016	281,002	7,756	2.76%	281,002	15,511	5.52%	562,004	7,756	1.38%	562,004	5.52%
31/12/2017	336,606	16,083	4.78%	336,606	18,581	5.52%	673,211	16,083	2.39%	673,211	5.52%
31/12/2018	347,625	41,576	11.96%	347,625	19,189	5.52%	695,250	41,576	5.98%	695,250	5.52%
31/12/2019	359,857	43,039	11.96%	359,857	19,864	5.52%	719,714	43,039	5.98%	719,714	5.52%
31/12/2020	854,406	58,683	6.87%	854,406	47,163	5.52%	1,708,812	58,683	4.96%	1,708,812	5.52%
31/12/2021	851,690	59,030	6.93%	851,690	47,013	5.52%	1,703,379	59,030	4.97%	1,703,379	5.52%
31/12/2022	1,311,745	72,144	5.50%	1,311,745	72,408	5.52%	2,623,491	72,144	4.69%	2,623,491	5.52%
31/12/2023	1,319,368	128,675	9.75%	1,319,368	72,829	5.52%	2,638,736	128,675	6.80%	2,638,736	5.52%
31/12/2024	1,365,639	163,330	11.96%	1,365,639	75,383	5.52%	2,731,279	163,330	7.92%	2,731,279	5.52%
31/12/2025	1,395,122	166,857	11.96%	1,395,122	77,011	5.52%	2,790,245	166,857	7.92%	2,790,245	5.52%
31/12/2026	1,434,542	171,571	11.96%	1,434,542	79,187	5.52%	2,869,084	171,571	7.93%	2,869,084	5.52%
31/12/2027	1,466,592	175,404	11.96%	1,466,592	80,956	5.52%	2,933,184	175,404	7.93%	2,933,184	5.52%
31/12/2028	1,507,732	180,325	11.96%	1,507,732	83,227	5.52%	3,015,464	180,325	7.93%	3,015,464	5.52%
31/12/2029	1,540,525	184,247	11.96%	1,540,525	85,037	5.52%	3,081,050	184,247	7.93%	3,081,050	5.52%
31/12/2030	1,574,204	188,275	11.96%	1,574,204	86,896	5.52%	3,148,409	188,275	7.94%	3,148,409	5.52%
31/12/2031	1,602,341	191,640	11.96%	1,602,341	88,449	5.52%	3,204,682	191,640	7.93%	3,204,682	5.52%
31/12/2032	1,628,477	194,766	11.96%	1,628,477	89,892	5.52%	3,256,955	194,766	7.93%	3,256,955	5.52%
31/12/2033	1,672,861	200,074	11.96%	1,672,861	92,342	5.52%	3,345,723	200,074	7.94%	3,345,723	5.52%
31/12/2035	1,723,461	206,126	11.96%	1,723,461	95,135	5.52%	3,446,923	206,126	7.94%	3,446,923	5.52%
31/12/2036	1,766,503	211,274	11.96%	1,766,503	97,511	5.52%	3,533,007	211,274	7.94%	3,533,007	5.52%
31/12/2037	1,787,790	213,820	11.96%	1,787,790	98,686	5.52%	3,575,579	213,820	7.94%	3,575,579	5.52%
31/12/2038	1,815,130	217,090	11.96%	1,815,130	100,195	5.52%	3,630,260	217,090	7.94%	3,630,260	5.52%
31/12/2039	1,852,831	221,599	11.96%	1,852,831	102,276	5.52%	3,705,662	221,599	7.95%	3,705,662	5.52%
31/12/2040	1,877,374	224,534	11.96%	1,877,374	103,631	5.52%	3,754,747	224,534	7.95%	3,754,747	5.52%
31/12/2041	1,904,000	227,718	11.96%	1,904,000	105,101	5.52%	3,807,999	227,718	7.95%	3,807,999	5.52%
31/12/2042	1,765,078	211,103	11.96%	1,765,078	97,432	5.52%	3,530,156	211,103	8.14%	3,530,156	5.52%
31/12/2043	1,400,525	167,503	11.96%	1,400,525	77,309	5.52%	2,801,050	167,503	8.74%	2,801,050	5.52%
31/12/2044	1,418,024	169,596	11.96%	1,418,024	78,275	5.52%	2,836,048	169,596	8.74%	2,836,048	5.52%
31/12/2045	1,435,168	171,646	11.96%	1,435,168	79,221	5.52%	2,870,336	171,646	8.74%	2,870,336	5.52%
31/12/2046	1,452,677	173,740	11.96%	1,452,677	80,188	5.52%	2,905,353	173,740	8.74%	2,905,353	5.52%
31/12/2047	1,470,551	175,878	11.96%	1,470,551	81,174	5.52%	2,941,102	175,878	8.74%	2,941,102	5.52%
31/12/2048	1,488,793	178,060	11.96%	1,488,793	82,181	5.52%	2,977,587	178,060	8.74%	2,977,587	5.52%
31/12/2049	1,507,406	180,286	11.96%	1,507,406	83,209	5.52%	3,014,811	180,286	8.74%	3,014,811	5.52%
31/12/2050	1,526,390	182,556	11.96%	1,526,390	84,257	5.52%	3,052,780	182,556	8.74%	3,052,780	5.52%

טבלה 20: תמר ולוויתן 21 BCM 2P החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD)

תאריך	תזרים מזומנים לדלק	תזרים מזומנים לאבנר	תוספת תזרים למחזיקי י"ש אבנר לאחר המיזוג בהשוואה ללפני המיזוג	סך התרומה של אבנר לתזרים המזומנים הכולל לפני המיזוג	% התזרימים שיקבלו מחזיקי י"ש אבנר לאחר המיזוג
31/12/2017	(86,805)	(88,678)	2,345	50.53%	53.44%
31/12/2018	(267,132)	(250,342)	(18,511)	48.38%	53.44%
31/12/2019	(183,866)	(166,485)	(12,785)	47.52%	53.44%
31/12/2020	335,038	342,004	28,256	50.51%	53.44%
31/12/2021	325,984	329,874	29,167	50.30%	53.44%
31/12/2022	672,429	666,641	57,615	49.78%	53.44%
31/12/2023	674,956	710,770	38,600	51.29%	53.44%
31/12/2024	633,810	690,891	26,067	52.15%	53.44%
31/12/2025	523,663	569,179	24,072	52.08%	53.44%
31/12/2026	406,191	447,267	18,189	52.41%	53.44%
31/12/2027	459,647	499,894	22,403	52.10%	53.44%
31/12/2028	480,442	521,819	23,564	52.06%	53.44%
31/12/2029	487,670	529,948	23,839	52.08%	53.44%
31/12/2030	444,049	487,256	20,555	52.32%	53.44%
31/12/2031	472,061	516,034	22,405	52.23%	53.44%
31/12/2032	420,503	465,190	18,729	52.52%	53.44%
31/12/2033	501,222	547,136	23,882	52.19%	53.44%
31/12/2034	507,193	553,826	24,133	52.20%	53.44%
31/12/2035	518,448	565,749	24,771	52.18%	53.44%
31/12/2036	519,752	568,240	24,496	52.23%	53.44%
31/12/2037	526,170	575,244	24,790	52.23%	53.44%
31/12/2038	412,327	462,148	16,826	52.85%	53.44%
31/12/2039	508,239	559,102	23,079	52.38%	53.44%
31/12/2040	553,482	605,017	26,061	52.22%	53.44%
31/12/2041	571,236	623,505	27,069	52.19%	53.44%
31/12/2042	544,338	592,985	23,359	52.14%	53.44%
31/12/2043	461,807	500,896	13,582	52.03%	53.44%
31/12/2044	358,889	398,467	6,272	52.61%	53.44%
31/12/2045	436,807	476,864	11,412	52.19%	53.44%
31/12/2046	442,154	482,699	11,552	52.19%	53.44%
31/12/2047	447,613	488,657	11,696	52.19%	53.44%
31/12/2048	453,185	494,739	11,842	52.19%	53.44%
31/12/2049	452,610	494,683	11,561	52.22%	53.44%
31/12/2050	377,163	419,765	6,122	52.67%	53.44%

85. המסקנה היא שהגם שהתגמולים שישלמו מחזיקי י"ש אבנר לשותף העל יגדלו לאחר המיזוג, בפועל מצבם מוטב, שכן חלקם התזרימים יגדלו וחלקם בתזרים המזומנים גדל בהשוואה למצב שלפני המיזוג. דהיינו – התמלוגים בנויים לפי 50%-50% מההכנסות במבנה המקורי, אך חלוקת הרווחים היא לטובת אבנר כ- 53.4% לעומת מחזיקי י"ש של דלק קידוחים – 46.6%. בסיכומם של דברים התזרימים בפועל יגדלו עבור מחזיקי י"ש של אבנר לאחר המיזוג.

86. אכן עולה כי אלו הטוענים שמחזיקי י"ש של אבנר ישלמו יותר תמלוגים לאחר המיזוג - צודקים. אולם ברמת התזרים מחזיקי י"ש של אבנר יקבלו דווקא יותר, וזאת מפני שהתמלוגים מאוחדים לינארית במשקולות שווים ביחס להכנסה אך הרווחים אינם מחולקים לינארית - עבור מחזיקי י"ש אבנר (53.4%) ועבור מחזיקי י"ש בדלק קידוחים (46.6%).

87. מהניתוח לעיל ניתן להסיק את המסקנה הכללית הבאה, בהינתן הנתונים לעיל, כל עוד יחס הרווחים (תזרימים המזומנים)¹⁰ לא עולה על כ- 53.4%, לאבנר יש יתרון מסוים בעסקת המיזוג.

88. נתונים אלו נתמכים בעובדה שבפועל עם ההודעה על המיזוג – ערך מניות אבנר עלה ולא ירד. כלומר, בעלי המניות של החברה לא ראו הודעה זו כסיגנל שלילי.¹¹

89. בהמשך, ולמען הצורך לכסות את מלוא התרחישים הסבירים, בחנתי גם את התזרימים של תמר ולוויתן

¹⁰ יחס תזרימי המזומנים הינו היחס בין התזרים של אבנר כחברה עצמאית (stand alone) ובין התזרים המאוחד של אבנר ודלק קידוחים.
¹¹ נזכיר שחוות דעת זו לא בחנה את יחס המיזוג על סמך שווי שוק אלא על סמך שווי לפי גישת DCF. נתון זה מהווה תמיכה לאיתנות ניתוח ה-DCF.

בהנחה שמחירי הגז הטבעי יהיו גבוהים יותר מאלו החזויים במודל בשיעור של כ- 20% לכל שנות התחזית. תרחיש זה מניח זעזוע חיובי "במקביל" לכל אורך שנות התחזית של 20% במחיר.

90. הממצאים מוצגים להלן, וכפי שניתן לראות המסקנות דלעיל **אינן משתנות**:

טבלה 21: תמר ולוויתן 21 BCM 2P החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD) ניתוח רגישות – מחיר הגז הטבעי גבוהים ב- 20%

תאריך	תזרים מזומנים לדלק	תזרים מזומנים לאבנר	תוספת תזרים שמחזיקי יה"ש אבנר ישלמו לאחר המיזוג בהשוואה ללפני המיזוג	סך התרומה של אבנר לתזרים המזומנים הכולל לפני המיזוג	% התזרימים שיקבלו מחזיקי יה"ש אבנר לאחר המיזוג
31/12/2017	(67,543)	(48,090)	(4,769)	41.59%	53.44%
31/12/2018	(227,645)	(207,497)	(15,818)	47.68%	53.44%
31/12/2019	(173,588)	(155,716)	(10,714)	47.29%	53.44%
31/12/2020	325,076	330,845	29,816	50.44%	53.44%
31/12/2021	329,528	333,527	31,068	50.30%	53.44%
31/12/2022	693,400	689,369	59,969	49.85%	53.44%
31/12/2023	699,610	737,523	41,084	51.32%	53.44%
31/12/2024	659,009	718,237	28,606	52.15%	53.44%
31/12/2025	549,426	597,136	26,668	52.08%	53.44%
31/12/2026	432,391	475,693	20,827	52.38%	53.44%
31/12/2027	486,255	528,764	25,083	52.09%	53.44%
31/12/2028	507,673	551,373	26,309	52.06%	53.44%
31/12/2029	515,509	560,157	26,644	52.08%	53.44%
31/12/2030	472,354	517,966	23,405	52.30%	53.44%
31/12/2031	501,034	547,478	25,326	52.21%	53.44%
31/12/2032	450,118	497,326	21,713	52.49%	53.44%
31/12/2033	531,346	579,820	26,916	52.18%	53.44%
31/12/2034	537,803	587,039	27,216	52.19%	53.44%
31/12/2035	549,549	599,494	27,903	52.17%	53.44%
31/12/2036	551,369	602,546	27,680	52.22%	53.44%
31/12/2037	558,196	609,987	28,014	52.22%	53.44%
31/12/2038	444,884	497,476	20,106	52.79%	53.44%
31/12/2039	541,256	594,922	26,403	52.36%	53.44%
31/12/2040	586,969	641,350	29,433	52.21%	53.44%
31/12/2041	605,131	660,276	30,481	52.18%	53.44%
31/12/2042	571,583	622,263	25,997	52.12%	53.44%
31/12/2043	469,533	508,623	14,114	52.00%	53.44%
31/12/2044	358,889	398,467	6,272	52.61%	53.44%
31/12/2045	436,807	476,864	11,412	52.19%	53.44%
31/12/2046	442,154	482,699	11,552	52.19%	53.44%
31/12/2047	447,613	488,657	11,696	52.19%	53.44%
31/12/2048	453,185	494,739	11,842	52.19%	53.44%
31/12/2049	452,610	494,683	11,561	52.22%	53.44%
31/12/2050	377,163	419,765	6,122	52.67%	53.44%

91. כמו כן, בחנתי גם את התזרימים של תמר ולוויתן בהנחה שההשקעות ההוניות שיידרשו יהיו גבוהות יותר מאלו החזויים במודל בשיעור של כ- 20% לכל שנות התחזית. כלומר, תרחיש זה מניח זעזוע שלילי למודל של 20% בעלויות ההוניות.

92. הממצאים מוצגים להלן, וכפי שניתן לראות, גם במקרה זה, המסקנות דלעיל **אינן משתנות**:

טבלה 22: תמר ולוויתן 21 BCM 2P החלק המיוחס לאבנר לפני ואחרי המיזוג – ברמת הרווחים (אלפי USD) ניתוח רגישות – השקעות הוניות (CapEx) גבוהות ב- 20%

תאריך	תזרים מזומנים לדלק	תזרים מזומנים לאבנר	תוספת מזרים שמחזיקי יח"ש אבנר ישלמו לאחר המיזוג בהשוואה ללפני המיזוג	סך התרומה של אבנר לתזרים המזומנים הכולל לפני המיזוג	% התזרימים שיקבלו מחזיקי יח"ש אבנר לאחר המיזוג
31/12/2017	(140,466)	(147,433)	1,024	51.21%	53.44%
31/12/2018	(355,417)	(343,758)	(22,197)	49.17%	53.44%
31/12/2019	(261,498)	(244,117)	(18,127)	48.28%	53.44%
31/12/2020	320,516	328,015	27,009	50.58%	53.44%
31/12/2021	312,133	316,381	28,047	50.34%	53.44%
31/12/2022	681,643	676,090	58,140	49.80%	53.44%
31/12/2023	704,165	717,434	51,107	50.47%	53.44%
31/12/2024	667,278	727,078	27,104	52.14%	53.44%
31/12/2025	607,835	660,648	26,467	52.08%	53.44%
31/12/2026	439,119	484,701	18,357	52.47%	53.44%
31/12/2027	481,076	522,857	23,164	52.08%	53.44%
31/12/2028	487,609	528,987	24,057	52.04%	53.44%
31/12/2029	494,837	537,115	24,333	52.05%	53.44%
31/12/2030	440,073	483,281	20,281	52.34%	53.44%
31/12/2031	468,040	512,012	22,128	52.24%	53.44%
31/12/2032	404,696	449,383	17,641	52.62%	53.44%
31/12/2033	499,190	545,104	23,742	52.20%	53.44%
31/12/2034	505,160	551,793	23,993	52.21%	53.44%
31/12/2035	516,416	563,717	24,631	52.19%	53.44%
31/12/2036	515,661	564,150	24,214	52.25%	53.44%
31/12/2037	521,576	570,649	24,474	52.25%	53.44%
31/12/2038	383,143	432,964	14,818	53.05%	53.44%
31/12/2039	496,431	547,294	22,266	52.44%	53.44%
31/12/2040	549,391	600,927	25,780	52.24%	53.44%
31/12/2041	569,203	621,472	26,929	52.19%	53.44%
31/12/2042	542,305	590,953	23,220	52.15%	53.44%
31/12/2043	459,270	498,360	13,408	52.04%	53.44%
31/12/2044	343,082	382,660	5,184	52.73%	53.44%
31/12/2045	434,775	474,831	11,272	52.20%	53.44%
31/12/2046	440,122	480,667	11,412	52.20%	53.44%
31/12/2047	445,581	486,625	11,556	52.20%	53.44%
31/12/2048	451,153	492,706	11,702	52.20%	53.44%
31/12/2049	450,074	492,147	11,386	52.23%	53.44%
31/12/2050	362,277	404,880	5,097	52.78%	53.44%

5. סיכום

93. מהניתוח המוצג לעיל עולה כי יחס ההמרה ההוגן, בהנחות הבסיס המפורטות, עומד על כ- 5.59. יחס נמוך מזה נקבע בעסקת המיזוג על פי שיטת שווי השוק ועמד על 5.32 מניות של אבנר ביחס למניה אחת של דלק קידוחים.

94. בכל תרחיש סביר, המבוסס על שיטת ה- DCF, מתקבל כי יחס ההמרה שנקבע בין השותפויות הינו מוטא לטובת אבנר – עובדה המעידה על כך שהתקבלה הטבה מסוימת אצל בעלי יחידות ההשתתפות של אבנר.

95. מהנתונים שעמדו בפני עולה כי ככל ששיעור אחזקתם של יחידות השתתפות אבנר עולה על כ- 52.4% מסך יחידות ההשתתפות של השותפות המאוחדת – נוצר יתרון לאבנר במיזוג. יחס ההמרה שנקבע בעסקת המיזוג מייצר עודף ערך קל למחזיקי יח"ש באבנר ביחס לזה של מחזיקי יח"ש בדלק קידוחים, וזאת כיוון ששיעור אחזקתם של יחידות השתתפות אבנר שנקבע עמד על כ- 53.44%, הגבוה מ- 52.4%.

96. סטיית התקן של יחס המיזוג כפי שהתבטאה בשווי השוק של השותפויות עמדה על כ- 0.2. כלומר הסטייה בין החישוב שלנו לבין יחס החלפת יחידות ההשתתפות אינו מובהק סטטיסטי (בהנחת התפלגות נורמלית).

נא וזאת חוות דעתי