

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

(“החברה”)

5 באוקטובר, 2020

לכבוד	לכבוד
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ	רשות ניירות ערך
רחוב אחוזת בית 2	רחוב כנפי נשרים 22
תל-אביב	ירושלים

א.ג.נ.,

הנדון: חוות דעת הדירקטוריון בדבר כדאיות הצעת רכש מיוחדת

בהתייחס להצעת רכש מיוחדת לרכישת עד 6,537,229 מניות רגילות, בנות 1 ש"ח ע.נ. כ"א של החברה, המהוות כ-32.68% מהון המניות המונפק של החברה¹, אשר פורסמה על-ידי אסנס תמלוגים, שותפות מוגבלת ביום 17 בספטמבר 2020² (להלן: “הצעת הרכש” ו-“המציעה”), בהתאמה), ובהתאם להוראות סעיף 329 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: “חוק החברות”) ולהוראות תקנה 21 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000, מתכבדת החברה להודיע, כי ביום 5 באוקטובר 2020 קיים דירקטוריון החברה דיון במסגרתו בחן את הצעת הרכש ותנאיה, והחליט להימנע מלחוות דעה בדבר כדאיותה של הצעת הרכש, וזאת מהטעמים המפורטים להלן:

1. לדעת הדירקטוריון, אין בידיו מידע מהותי עודף על המידע המצוי ברשות הניצעים בהצעת הרכש, אשר עשוי להשפיע באופן מהותי על שיקול הדעת של ניצע סביר ביחס למחיר המוצע למניה בהצעת הרכש.

2. היעדר חוות דעת כלכלית חיצונית בדבר כדאיות הצעת הרכש או הערכת שווי מעודכנת לחברה, לפעילותה ו/או למניות המוצעות לרכישה. בנסיבות הענין, אפילו גיי.אס.אי יעוץ כלכלי בע"מ, חברה בת של חברת גיזה זינגר אבן ושות' (להלן: “גיזה”), אשר לה היכרות קודמת עם פעילות החברה וביצעה בעבר הערכות שווי שימוש של נכס התמלוגים של החברה (שהאחרונה שבהן פורסמה בחודש אוגוסט 2020)³, מסרה כי לאור מגבלות לוח הזמנים והיעדר מידע לגבי השלכות האירועים שצוינו במסמך גיזה (כהגדרתו מטה), היא אינה מסוגלת לספק הערכת שווי מעודכנת למועד הצעת הרכש. לעניין זה, מצורף כנספח לדיווח זה מסמך ניתוח היבטים כלכליים בהצעת הרכש למניות החברה, שהכינה גיזה (ושאינו מהווה הערכת שווי ו/או חוות דעת כלכלית מעודכנת למועד הצעת הרכש) (להלן: “מסמך גיזה”). דירקטוריון החברה קורא לבעלי המניות הניצעים לבחון את מסמך גיזה בקפידה, ואולם הדירקטוריון אינו מביע דעתו

¹ השיעור אשר יהוו מניות אלו מזכויות ההצבעה בחברה תלוי במניות החברה המוחזקות על ידי דלק מערכות אנרגיה בע"מ (להלן: “דלק אנרגיה”) אשר תימכרנה במסגרת הצעת הרכש. זאת, כיוון שכל עוד מניות החברה מוחזקות על ידי דלק אנרגיה הן אינן מקנות זכויות הצבעה (בהתאם לכתב ויתור שנחתם על ידי דלק אנרגיה), וזכויות ההצבעה בחברה מחושבות בניכוי מניות דלק אנרגיה כאמור. עם מכירת מניות אלו לצד שלישי, הן יקנו למחזיק בהן את מלוא הזכויות הצמודות למניות בחברה, ובכלל זאת זכויות הצבעה.

² לפרטים נוספים אודות הצעת הרכש, ראו מפרט הצעת הרכש כפי שפורסם על-ידי המציעה ביום 17 בספטמבר 2020 (מס' אסמכתא: 093733-09-2020).

³ ראו דוח רבעוני של החברה ליום 30 ביוני 2020, אשר פורסם ביום 27 אוגוסט 2020 (מס' אסמכתא: 01-2020-085549) ושאליו צורפה הערכת שווי השימוש האמורה.

לגביו ולגבי תוכנו. גיזה ציינה כי היא מבצעת מעת לעת הערכות שווי עבור השותפים בפרויקט תמר, לרבות הערכת שווי שימוש נכס התמלוגים של החברה ליום 30 ביוני 2020 לצרכי בחינה לירידת ערך. יחד עם זאת, גיזה אשרה במכתב ההתקשרות עמה, כי אין לה עניין אישי ו/או תלות בחברה על-פי עמדת סגל משפטית 105-30: גילוי על קיומה של תלות בין מעריך שווי לבין התאגיד וגילוי בנוגע למעריך שווי שהערכותיו מהותיות מאוד לתאגיד, של רשות ניירות ערך מיום 22 ביולי 2015. זאת, למעט העובדה שגיזה קבלה שכר טרחה עבור עבודה זו.

3. כדאיות הצעת הרכש עשויה להיות שונה עבור בעלי מניות שונים, לרבות עבור דלק אנרגיה, וזאת בהתחשב בנסיבותיהם האישיות, העשויות לכלול מגוון רב של שיקולים ומאפיינים, ובכלל זה, שיעור החזקות הניצע, עיתוי רכישת מניותיהם ועלותה, הצרכים הכספיים השונים של בעלי המניות ובכלל זה אופק השקעתם, אופי ההחזקה, הערכת הניצע בדבר שיעור ההיענות להצעת הרכש וכן שיקולי מס. ראו גם התייחסות במסמך גיזה בדבר הוראות הרגולציה המחייבות את דלק אנרגיה למכור את החזקותיה בחברה ואילו צים נוספים של קבוצת דלק. נסיבות אלו מקשות על מתן חוות דעת אחידה לגבי כלל ציבור בעלי המניות בדבר כדאיות הצעת הרכש.

4. אם תתקבל הצעת הרכש, תחזיק המציעה מעל 45% מהון החברה ואין באפשרות הדירקטוריון להעריך האם המחיר המוצע בהצעת הרכש משקף פרמיית שליטה בחברה, ככל שקיימת.

5. לא ידוע לדירקטוריון החברה כיצד תסווגנה אחזקות דלק אנרגיה על-פי סעיף 331(ג) לחוק החברות.

6. מסמך גיזה מציין כי ככל שתהיה היענות משמעותית להצעת הרכש בקרב בעלי המניות שאינם דלק אנרגיה, תבחן גיזה את השלכות היבט זה במסגרת הערכות שיבוצעו בעתיד לשווי נכס התמלוגים של החברה, ככל שגיזה תידרש לבצע הערכות אלו. רואה החשבון המבקר של החברה ציין שלפי התקינה החשבונאית, מכירת המניות שכבר בוצעה על-ידי דלק אנרגיה למציעה מהווה סממן המחייב בחינה של ירידת ערך של נכס התמלוגים של החברה.

מידע רלוונטי נוסף לבעלי המניות

מבלי לגרוע מהאמור לעיל ולמען הסדר הטוב, דירקטוריון החברה מבקש להפנות את תשומת לב הניצעים בהצעת הרכש לפרטים הבאים:

7. להלן אינדיקציות שונות ביחס למחירי מניות החברה:

7.1 מחיר מניית החברה בבורסה (שער נעילה בבורסה) בסוף יום המסחר ביום 16 בספטמבר 2020, אשר קדם למועד פרסום הצעת הרכש היה 550.9 אגורות. התמורה למניה בהצעת הרכש (574.97 אגורות למניה), גבוהה מהמחיר האמור בכ-4.37%.

7.2 המחיר הממוצע של מניית החברה בבורסה (שער נעילה בבורסה) בששת החודשים שקדמו לפרסום הצעת הרכש (קרי: בין יום 17 במרץ 2020 ועד ליום 16 בספטמבר 2020), הינו כ-547.4 אגורות למניה. התמורה למניה בהצעת הרכש (574.97 אגורות למניה), גבוהה בכ-5.04% ביחס לממוצע מחיר המניה כאמור.

- 7.3. התמורה למניה בהצעת הרכש (574.97 אגורות למניה), נמוכה מההון העצמי למניה של החברה, על-פי דוחותיה הכספיים של החברה ליום 30 ביוני 2020, אשר עמד על כ- 1,359.98⁴ אגורות למניה, בכ-59.7%.
- 7.4. מחיר מניית החברה בבורסה ביום המסחר שקדם לפרסום הראשון בדבר מכירת מניות דלק אנרגיה למציעה (קרי 10 בספטמבר 2020) היה 444.4 אגורות. מחיר הצעת הרכש גבוה מהמחיר האמור בכ-29.38% ממחיר המניה כאמור.
- 7.5. בהקשר זה ראו את מסמך גיזה בו צוין כי "מחיר השוק של מניית החברה אינו מהווה בסיס מהימן לאמדן הסכום-בר ההשבה של הנכס" לאור הסיבות המפורטות במסמך גיזה, בין היתר לאור היקף מסחר נמוך במניית החברה⁵. על-פי מסמך גיזה, מחיר המניה בהצעת הרכש משקף הנחה של כ-58.6% ביחס לשווי המניות הגלום בהערכת שווי השימוש של נכס התמלוגים בהערכת שווי של החברה ליום 30.6.2020.
8. דירקטוריון החברה מציע לניצעים לשקול בין היתר את שיקולי המס החל עליהם הנובעים מהצעת הרכש.
9. יצוין, כי מר מאיר מנחם, מנכ"ל החברה המכהן גם כדירקטור, מחזיק במניות החברה⁶, ומטעם זה ביקש לראות בו ולו למען הזהירות כמי שיש לו ענין אישי בהחלטת הדירקטוריון. בהתאם, מר מנחם לא השתתף בדיון ובקבלת החלטת הדירקטוריון בנושא האמור לעיל. מר מנחם מסר כי בהיעדר שינוי מהותי עד למועד הקיבול האחרון בהצעת הרכש, אין בכוונתו להיענות להצעת הרכש, בקשר עם מניות החברה המוחזקות על ידו⁷.
10. יצוין כי למען הזהירות, התקיימו בוועדת הביקורת של החברה מספר דיונים בנושא תגובת הדירקטוריון להצעת הרכש. ועדת הביקורת החליטה ביום 4.10.2020, כי נכון שדירקטוריון החברה ימנע מלחוות דעתו על הצעת הרכש על-בסיס הנימוקים שנשקלו וכי ועדת הביקורת ממליצה לדירקטוריון לנהוג כך. זאת, טרם הדיון וקבלת ההחלטה בדירקטוריון החברה ביום 5 באוקטובר 2020, להימנע מלחוות דעה בנוגע לכדאיות הצעת הרכש על-בסיס הנימוקים כאמור שפורטו לעיל.
- אין באמור לעיל כדי להוות ייעוץ/שיווק השקעות ומומלץ לכל בעל מניות לקבל ייעוץ פרטני. התייחסות הדירקטוריון ניתנת רק למועדה בלבד, ואין בה כדי להביע דעה על המחיר בו תסחרנה מניות החברה לאחר השלמת הצעת הרכש, ככל שתושלם.**

⁴ הנתונים לעיל הינם בהתאם לשער הדולר היציג ביום 16 בספטמבר 2020, באשר מאזן החברה הינו בדולרים. ראו הערת שוליים מס' 3 לעיל.

⁵ ב-6,465 ממניותיה המהוות כ-0.03% מהונה המונפק והנפרע של החברה וכ-0.04% מזכויות ההצבעה בה. לפרטים אודות החזקתו של מאיר מנחם במניות החברה, ראו דוח מיידי של החברה מיום 7 ביולי 2020 (מס' אסמכתא: 2020-01-064438), אשר תוכנו נכלל כאן על דרך ההפניה.

⁷ למען הזהירות ולמעלה מן הצורך, יצוין כי מר שלמה לנדאו שאינו מכהן עוד כדירקטור בחברה ולא כהן כדירקטור בחברה במועדי הישיבות בהן הוצג ונדון נושא חוות דעת הדירקטוריון בדירקטוריון החברה, השתתף רק בישיבה מקדמית אחת של ועדת הבקורת הקשורה לנושא, טרם שהחלו ישיבות ועדת הבקורת לצורך הדיונים בתגובה להצעת הרכש והחלטת ועדת הבקורת לגביה (בהן לא השתתף). מר לנדאו בקש למען הנראות והזהירות, לראות בו כמי שיש לו עניין אישי בהחלטה שעל הדירקטוריון לקבל.

עיון במסמכים

העתק מהודעה זו יעמוד לעיונו של כל בעל מניות בחברה, אשר יהיה רשאי להעתיקה, במשרדי החברה ברחוב הסדנאות 4 בהרצליה, בימים א' עד ה', בשעות העבודה המקובלות, ולאחר תיאום מראש עם מר רמי ספקטור, היועץ המשפטי ומזכיר החברה, בטלפון 09-8904933.

בכבוד רב,

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

ע"י שאול גליקסברג, דירקטור בלתי תלוי
ורמי ספקטור, יועץ משפטי ומזכיר החברה

דלק תמלוגים (2012) בע"מ

ניתוח היבטים כלכליים בהצעת רכש למניות החברה

אוקטובר 2020



GIZA SINGER EVEN

GIZA SINGER EVEN LTD

Aviv Tower, 7 Jabotinsky St. Ramat Gan 5252007
www.gse.co.il

- נתבקשנו על ידי דירקטוריון דלק תמלוגים לבצע בחינה של ההיבטים הכלכליים של הצעת הרכש למניות החברה, כהגדרתה בעמוד X (להלן: "הבחינה").
- בחינה זו הוכנה על ידי ג'.א.ס.אי ייעוץ כלכלי (להלן: "ג'.א.ס.אי") עבור ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה וככל שיוחלט לצורך צירופה לדיווחיה הסטטוטוריים של החברה.
- ג'.א.ס.אי יעוץ כלכלי בע"מ הינה חברה בת של חברת גיזה זינגר אבן בע"מ, אשר הינה פירמת ייעוץ פיננסי ובנקאות להשקעות מובילה בישראל. לפירמה ניסיון עשיר בליווי החברות הגדולות, ההפרטות הבולטות והעסקאות החשובות במשק הישראלי, אותו צברה במהלך שלושים שנות פעילותה. גיזה זינגר אבן פועלת בשלושה תחומים, באמצעות חטיבות עסקיות עצמאיות ובלתי תלויות: ייעוץ כלכלי; בנקאות להשקעות; מחקר אנליטי וממשל תאגידי.
- ג'.א.ס.אי מבצעת מעת לעת הערכות שווי עבור השותפות בפרויקט תמר, לרבות הערכת שווי השימוש של נכס התמלוגים של החברה ליום 30.6.2020 לצרכי בחינה לירידת ערך (להלן: "הערכת שווי השימוש"). יובהר כי הבחינה אינה כוללת הערכת שווי שימוש מעודכנת לנכס התמלוגים.
- הערכת שווי השימוש ו/או הבחינה (להלן ביחד: "העבודות") אינן מהוות בדיקת נאותות ואינן מיועדות לקבוע את שווי הנכס עבור משקיע ספציפי ואין בהן משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. העבודות אינן כוללת ביקורת חשבונאית לגבי ההתאמה לכללי החשבונאות. ג'.א.ס.אי אינה אחראית לאופן ההצגה החשבונאית של הדוחות הכספיים של החברה לגבי דיוק ושלמות הנתונים ולהשלכות של אותה הצגה חשבונאית במידה וקיימות.
- היה והמידע והנתונים עליהם הסתמכה ג'.א.ס.אי אינם שלמים, מדויקים או מהימנים, תוצאות הבחינה עלולות להשתנות. למען הסר ספק, עבודה זו תקפה למועד חתימתה בלבד.

- הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד, אומדנים ותחזיות. יודגש כי המידע המפורט בהערכת השווי בדבר הנחות הנוגעות לכמויות, קצב ההפקה, תחזיות המחירים, השקעות ועלויות ההפקה של גז טבעי וקונדנסט, מהווה מידע צופה פני עתיד כמשמעותו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, אשר אין כל וודאות כי יתממש, כולו או חלקו, באופן האמור או בכל אופן אחר. המידע האמור עשוי להתממש באופן שונה מהותית וזאת עקב גורמים שונים לרבות שינוי באומדני כמויות ועלויות, התגברות התחרות, רגולציה, תקלות תפעוליות ועוד.
- אנו מאשרים בזה כי אין לנו עניין אישי ו/או תלות בחברה על-פי עמדת סגל משפטית 105-30 : גילוי על קיומה של תלות בין מעריך שווי לבין התאגיד וגילוי בנוגע למעריך שווי שהערכתיו מהותיות מאוד לתאגיד, של רשות ניירות ערך מיום 22 ביולי 2015. זאת, למעט העובדה שאנו מקבלים שכר טרחה עבור עבודה זו.

בברכה,

ג'י. אס. אי. ייעוץ כלכלי ג'י. אס. אי.

ג'י. אס. אי. ייעוץ כלכלי

4 באוקטובר 2020

- על פי דיווח של קבוצת דלק בע"מ (להלן: "קבוצת דלק") מיום 13.9.2020, חברת דלק מערכות אנרגיה בע"מ (להלן: "דלק אנרגיה"), חברה בת בבעלות מלאה של קבוצת דלק, התקשרה בהסכם עם צד ג' (להלן: "המציעה") לרכישת מלוא החזקות דלק אנרגיה (כ- 39.3%) בחברה בתמורה כוללת בסך של כ-46 מיליוני ש"ח המשקפת מחיר של 574.97 אג' למניה (להלן: "מחיר המניה בהצעה").
- בהתאם להסכם, הרכישה תתבצע בשני שלבים, כדלקמן:
 - שלב א' – במועד החתימה על ההסכם המציעה תרכוש מדלק אנרגיה כ-12.3% מהון המניות של דלק תמלוגים במזומן, במחיר למניה של 574.97 אג' לכל מניה (סה"כ כ-14 מיליון ש"ח).
 - שלב ב' - לאחר ובכפוף למכירת המניות האמורות, עד ליום 17.9.2020 המציעה תפרסם הצעת רכש מיוחדת לרכישה של כמות מניות אשר תהווה, לאחר השלמתה וביחד עם המניות שנרכשו בשלב א', לפחות 45% מזכויות ההצבעה של דלק תמלוגים. מחיר המינימום שבו תנקוב המציעה בהצעת הרכש לא יפחת מ 574.97 אג' למניה.

- ביום 17.9.2020 פרסמה אסנס תמלוגים, שותפות מוגבלת (המציעה), מפרט להצעת רכש מיוחדת למניות החברה.
- על פי המפרט, המציעה מציעה לרכוש מכל בעלי המניות של החברה עד 6,537,229 מניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.ג של החברה, המהוות, נכון לסיום יום המסחר האחרון שלפני מועד פרסום המפרט, כ – 32.68% מהונה המונפק והנפרע של החברה, במחיר של 574.97 אגורות למניה.
- נכון ליום 15.9.2020, אסנס פרטנרס בע"מ (השותף הכללי באסנס תמלוגים) ובעלי העניין בה, מחזיקים ב 3,618,905 מניות רגילות של החברה, המהוות 18.09% מהונה המונפק והנפרע (מתוכן 12.32% שנרכשו מדלק אנרגיה ומוחזקים במישרין על ידי אסנס פרטנרס).

שווי מניה גלום בהערכת שווי שימוש נכס התמלוגים

- שווי השימוש של הנכס (כהגדרתו בתקן חשבונאות בינלאומי 36 ירידת ערך נכסים) בבחינה לירידת ערך ליום 30.6.2020 נאמד בכ- 150.8 מיליון דולר, על בסיס תחזיות תזרימי המזומנים מדוח העתודות (פורסם על ידי החברה באוגוסט 2020) ובשיעור היוון של כ-8.2% (להלן: "הערכת שווי שימוש 6/2020").
- להלן תיאור האירועים העיקריים שהתרחשו בסביבת הפעילות ועשויים להשפיע על השווי:
 - ביום 16.9.2020 פרסמה חברת Energean Israel Limited (להלן: "אנרג'יאן"), המפתחת את המאגרים כריש ותנין, על חתימה של שני הסכמים למכירת גז טבעי בשוק המקומי בהיקף מצטבר של BCM 1.4 לשנה והכנסות מצטברות של כ-2.5 מיליארד דולר. עיקר הכמות מיוחסת להסכם מול שותפות רמת חובב (אשר הוכרזה כזוכה במכרז שערכה חח"י למכירת תחנת הכח ברמת חובב) לתקופה של עד 20 שנה. אנרג'יאן ציינה בדיווח כי עד כה חתמה על חוזים בהיקף של BCM 7 בשנה מתוך כושר הפקה של BCM 8 בשנה.
 - למיטב הבנתנו, התחזית בדוח העתודות של החברה אשר שימשה בהערכת שווי שימוש 6/2020 כללה מכירות לשותפות רמת חובב בהתאם להערכות לגבי ההסתברות לזכייה בחוזה.

שווי מניה גלום בהערכת שווי שימוש נכס התמלוגים (המשך)

- ביום 23.9.2020 דיווחה דלק קידוחים – שותפות מוגבלת (להלן: "דלק קידוחים") כי השותפות בפרויקט לווייתן חתמו על הסכם אספקה לשותפות רמת חובב בהיקף כולל של BCM 1.3 לתקופה של 30 חודשים או מועד ההפעלה המסחרית של מאגר כריש ותנין, המוקדם מבניהם.
- לזכיה של אנרג'יאן והשותפות במאגר לווייתן בחוזים להספק גז צפויות להיות מספר השלכות על התמלוגים המשולמים לחברה מפרויקט תמר:
 - הפחתה של המכירות שהונחו בתחזית עד שהביקוש יעלה על ההיצע, בשים לב שעל פי הערכות אנרג'יאן כבר מכרה את מרבית הכמות השנתית שביכולתה לספק וייתכן שכפועל יוצא התחרות בשוק תתמתן.
 - החרפת התחרות בין תמר ללווייתן בשנים הקרובות בשים לב שהמחיר הנמוך (על פי הפרסומים בעיתונות) עשוי ללחוץ כלפי מטה את המחירים בחוזים חדשים.

שווי מניה גלום בהערכת שווי שימוש נכס התמלוגים (המשך)

- ביום 30.8.2020 פורסם על ידי חלק מהשותפים בפרויקט תמר (תמר פטרוליום בע"מ, ישראלמקו נגב 2 – שותפות מוגבלת, דור חיפושי גז שותפות מוגבלת ואוורסט תשתיות שותפות מוגבלת, להלן ביחד: "המוכרים") על חתימת הסכמים לאספקת גז טבעי ממאגר תמר לבתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "בזן") ואיי.סי.אל גרופ בע"מ (להלן "ICL").
- להערכת המוכרים, היקף ההכנסות המצטבר ממכירת גז טבעי לבזן צפוי להסתכם בכ-150 מיליון דולר ארה"ב, בהנחה כי בזן תצרוך גז טבעי על-פי הסכם האספקה עד לסוף שנת 2021. היקף ההכנסות המצטבר ממכירת גז טבעי ל-ICL צפוי להסתכם בכ-60% מהיקף ההכנסות הצפוי תחת הסכם בזן.
- ביום 4.10.2020 דווח כי ההסכמים עם בזן ו-ICL אושרו על ידי כל הצדדים לרבות דלק קידוחים.

שווי מניה גלום בהערכת שווי שימוש נכס התמלוגים (המשך)

- ביום 4.10.2020 דווחו חלק מהשותפים בפרויקט תמר (תמר פטרוליום בע"מ, ישראל מקו נגב 2 – שותפות מוגבלת, דור חיפושי גז שותפות מוגבלת ואורסט תשתיות שותפות מוגבלת, להלן ביחד: "המוכרים") על חתימה על תוספת להסכם האספקה של גז טבעי מפרויקט תמר לחח"י, לפיה יעודכן המחיר של כמויות הגז הטבעי שיסופקו לחח"י, ככל שיסופקו, מעל הכמות המינימאלית לחיוב על-פי הסכם האספקה.
- במסגרת התוספת ניתנו ליתר השותפים (Nobel Energy Mediterranean Ltd. (להלן: "נובל") ודלק קידוחים) אופציה להצטרף תוך 60 יום. ככל שנובל ו/או דלק קידוחים יבחרו שלא להצטרף לתוספת, המוכרים יספקו לחח"י את הכמויות שיוזמנו תחת התוספת מתוך חלקם בעתודות של מאגר תמר. במקרה כאמור, שיעור אספקת הגז של המוכרים מתוך הכמויות שימכרו על פי התוספת, יהיה גבוה משיעור אחזקותיהם במאגר.
- להערכת המוכרים, חח"י צפויה לרכוש בתקופת התוספת כ-2 BCM גז טבעי מעל הכמות המינימאלית לחיוב על-פי הסכם האספקה. ככל שחח"י תרכוש את הכמות הצפויה האמורה לעיל תחת התוספת, היקף ההכנסות המצטבר ממכירת גז טבעי לחח"י (ביחס ל-100% מהעסקה) על פי הערכה זו, עשוי להסתכם בכ-290 מיליון דולר.

שווי מניה גלום בהערכת שווי שימוש נכס התמלוגים (המשך)

- על אף היכרותנו עם החברה ופרויקט תמר (ג'י.אס.אי מבצעת מעת לעת הערכות שווי של נכסי גז ונפט עבור השותפות בפרויקט תמר), לאור מגבלות לוו"ז והיעדר מידע לגבי השלכות השינויים בנתוני השוק, לרבות האירועים שצוינו לעיל, ממועד הערכת שווי שימוש 6/2020 למועד עבודה זו (כ-3 חודשים), על תחזיות החברה, בשלב זה לא ניתן לכמת את ההשפעה על שווי נכס התמלוגים ועל כן, עבודתנו אינה כוללת הערכת שווי מעודכנת למועד הצעת הרכש.
- להלן ניתוח שווי המניה הגלום בשווי נכס התמלוגים בהערכת שווי שימוש 6/2020:

במיליוני דולר	
150.8	שווי שימוש נכס תמלוגים
(61.9)	נכסים עודפים וחוב פיננסי, נטו
(8.7)	הנה"כ מהוונות
80.1	הון עצמי
13.89	מחיר מניה גלום בש"ח
4.7	מחיר מניה 30.6.2020
-66.3%	דיסקאונט
5.7	מחיר ההצעה
-58.6%	דיסקאונט

*שע"ח 3.466 (30.6.2020)

שווי נכס תמלוגים גלום במחיר הצעת הרכש

- על פי מפרט הצעת הרכש כאמור, מחיר המניה הינו כ 574.97 אג' ומשקף שווי הון עצמי של כ-33.4 מיליון דולר (לפי שע"ח של 3.438 מיום 13.9.2020). להלן ניתוח שווי הנכס הגלום במחיר ההצעה, לפי נתוני הבחינה לירידת ערך:

במיליוני דולר	
150.8	שווי שימוש נכס תמלוגים 30.6.2020
33.2	שווי הון עצמי לפי מחיר ההצעה*
61.9	נכסים עודפים וחוב פיננסי, נטו**
<u>8.7</u>	הנה"כ מהוונות
103.8	שווי נכס תמלוגים בהצעה
-31.1%	דיסקאונט

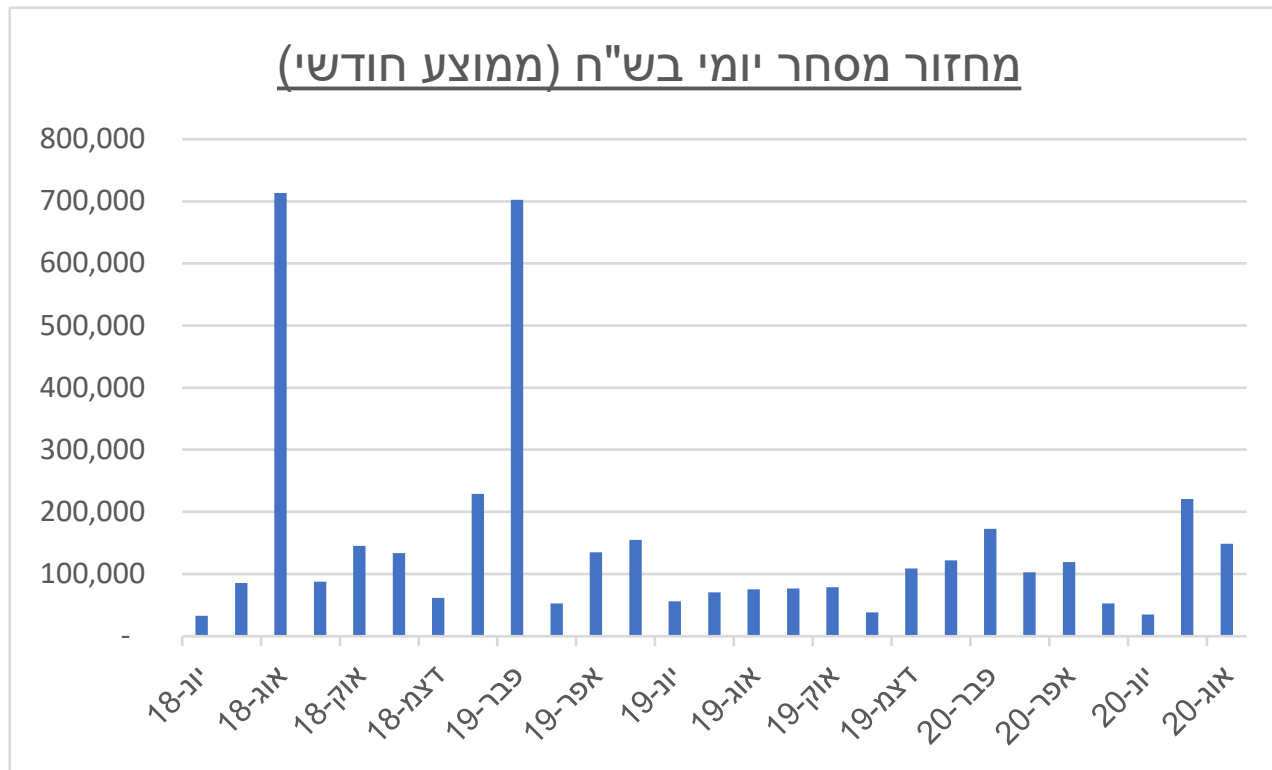
*שע"ח 3.466 (30.6.2020)
 **בחינה לירידת ערך 30.6.2020

- הערה: החוב הפיננסי נטו הינו מיום 30.6.2020 ומשקף את שווי השוק של האג"ח ושע"ח לאותו מועד. החישוב אינו לוקח בחשבון את הפירעון האג"ח, תשלום הריבית, צבירת המזומן מהפעילות ושינוי שע"ח בתקופה שחלפה עד למועד עבודה זו. להערכתנו שינויים אלו אינם מהותיים.

- כפי שצוין בהרחבה בהערכת שווי שימוש 6/2020, להערכתנו מחיר השוק של מניית החברה אינו מהווה בסיס מהימן לאומדן הסכום-בר ההשבה של הנכס, מהסיבות להלן:
 - שווי השוק של ניירות הערך של החברה מושפע מהמינוף הספציפי שלה ועודף היצע בהיקף משמעותי מאוד (מעל ל- 5 מיליארד ש"ח), הנובע מציפיות השוק למכירה של נכסים הקשורים במאגר תמר על-ידי קבוצת דלק בע"מ וחברות בשליטתה, הן מסיבות רגולטוריות (מתווה הגז) והן כתוצאה מהמשבר הפיננסי והצורך המידי בשיפור נזילותה.
 - להערכתנו, אנליסטים בשוק אינם מסקרים ומנתחים את החברה ואחת הסיבות לכך הינה האחזקה של קבוצת דלק, שהמכירה שלה ידוע מראש כאמור וצפויה להפחית את המחיר כתוצאה מעודף היצע משמעותי.
 - מכירת המניות שבוצעה על ידי דלק אנרגיה בשלב הראשון של הצעת הרכש (12.3%) משקפת דיסקאונט של כ-58.6% על שווי המניות הגלום בהערכת שווי שימוש 6/2020 וסביר להניח כי נעשתה תחת האילוצים המנויים לעיל.

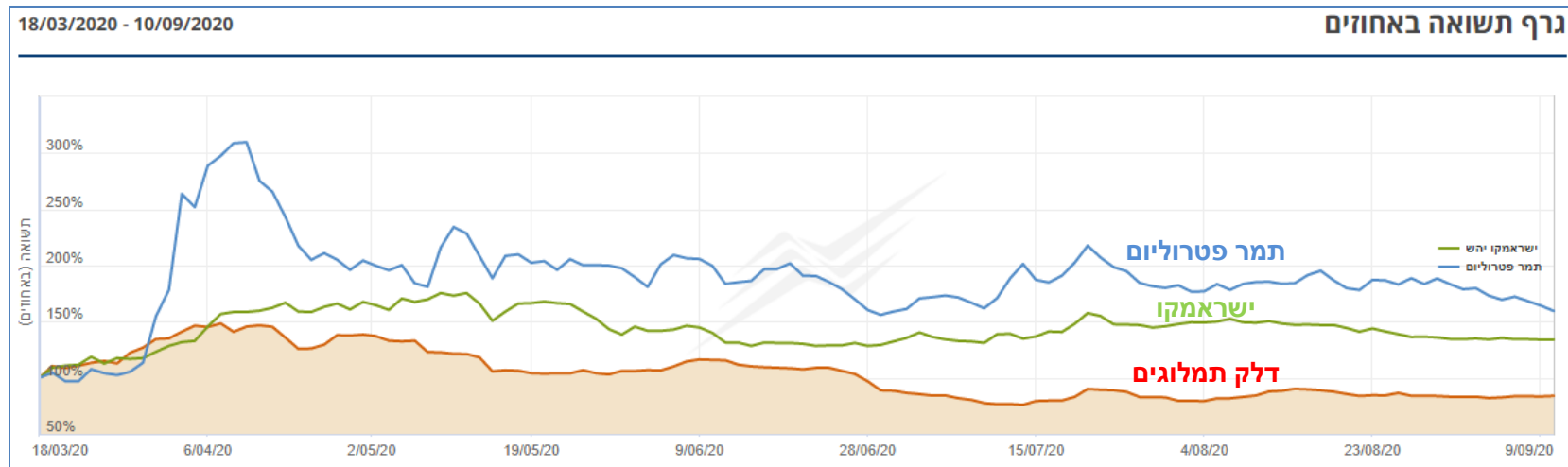
שווי שוק מניית דלק תמלוגים (המשך)

- מסחר דליל במניה (מחזור המסחר היומי הממוצע הינו כ-154 אלף ש"ח נה ביום ונמוך מכ-0.1% משווי השוק בממוצע) הנובע משווי אקוויטי נמוך באופן משמעותי ביחס לחברות ציבוריות אחרות המחזיקות במאגר.



שווי שוק מניית דלק תמלוגים (המשך)

- להלן התפתחות מניית דלק תמלוגים והשותפות בפרויקט תמר מהתחתית שנרשמה ביום 18.3.2020 עד ליום 10.9.2020 (לפני הדיווח על ההצעה):



- מנתוני הגרף לעיל עולה כי שווי השוק של דלק תמלוגים ירד בכ-16% בעוד ששווי השוק של ישראלקו ותמר פטרוליום עלה בכ-34% ובכ-60% בהתאמה. חוסר הקורלציה בין התפתחות מחיר המניה של החברה לבין ישראלקו ותמר פטרוליום מעלה תהיות לגבי הקשר בין מחיר המניה לשווי נכס הבסיס.

שווי שוק מניית דלק תמלוגים (המשך)

- לאור השווי והיקפי המסחר הנמוכים, החברה אינה נכללת במדדים מובלים ומשקלה במדד ת"א נפט וגז הינו נמוך מכ-1.35% בלבד. כמו כן, בחודש יולי מניית החברה יצא ממדד SME60 דבר שהיה ידוע מראש והפחית עוד יותר את האטרקטיביות עבור הגופים המוסדיים.
- לאור משבר הקורונה וחוסר הוודאות בשווקים, חלק ניכר מהמסחר בניירות ערך בבורסה לני"ע בתל-אביב נבע מפדיונות של חסכונות הציבור (קרנות, קופ"ג וכיו"ב). לאור זאת, ניתן להניח כי גם עסקאות בניירות ערך של החברה לא נבעו בהכרח מניתוח שכלתני של שווי נכסיה.

- מחיר המינימום בהצעה משקף כאמור דיסקאונט של כ-58.6% ביחס לשווי המניות הגלום בהערכת שווי שימוש 6/2020 (בחינה לירידת ערך של נכס התמלוגים).
- החלטת בעלי המניות האם להיענות או לדחות את ההצעה מורכבת משיקולים רבים, ביניהם מחיר הרכישה הספציפי של כל משקיע, לדוגמא:
 - משקיע שנכנס בתחילת הדרך בשווי גבוה ממחיר הצעת הרכש עשוי לבחור להיענות להצעה לצורך עצירת הפסדים ומנגד, אותו משקיע עשוי לדחות את ההצעה בציפייה שהיציאה של קבוצת דלק תגרום לעליה נוספת במחיר.
 - משקיע שנכנס בשווי נמוך ממחיר הצעת הרכש עשוי לבחור להיענות להצעה לצורך צבירת רווח מהיר או להמתין לעליית ערך נוספת.
- לאור המסחר הנמוך, היקף המסחר המצטבר ממועד ההנפקה הינו כ-86 מיליון ₪ בלבד והינו נמוך משווי השוק של החברה. מדובר ביחס החלפה נמוך מאד ועל כן ניתן להעריך כי מרבית המחזיקים נכנסו במחירים גבוהים באופן משמעותי ביחס למחיר בהצעת הרכש.
- על אף האמור, ככל שתהיה היענות משמעותית להצעת הרכש בקרב המחזיקים מלבד קבוצת דלק, אנו נבחן את השלכות היבט זה במסגרת הערכות שיבוצעו בעתיד לשווי נכס התמלוגים של החברה, ככל שנידרש להן.