

31 במרץ 2008

דיווחים מיידיים מיום 30 במרץ 2008

1. דיווח מיידית על פרסום מסמך הקצאת עלות רכישה.
2. תיקון – דיווח מיידית על חלוקת דיבידנד במזומן.

doc.00050308

ת121
פומבי

בתי זקוק לנפט בע"מ
OIL REFINERIES LTD

מספר ברשם: 520036658
ניירות ערך של התאגיד רשומים למסחר בבורסה בתל-אביב
שם מקוצר: בתי זיקוק
רחוב: ת"ד 4, חיפה 31000
טלפון: 04-8788111, 04-8788114, פקס: 04-8788850
דואר אלקטרוני: bazan@orl.co.il

תאריך שידור: 30/03/2008
אסמכתא: 2008-01-088164

לכבוד
הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ
www.tase.co.il

לכבוד
רשות ניירות ערך
www.isa.gov.il

דוח מידי

הסבר: אין להשתמש בטופס זה כאשר קיים טופס מותאם לארוע המדווח
תוצאות הנפקה יש לדווח בת20 ולא בטופס זה.
מהות האירוע: פרסום דו"ח הקצאת עלות רכישה

מצורף בזאת דו"ח הקצאת עלות רכישה שהוכן על-ידי חברת גיזה זינגר אבן בע"מ לבקשת החברה לישראל בע"מ ואשר צורף לדוחותיה של החברה לישראל בע"מ שפורסמו היום.

מצורף קובץ [PPA_isa.pdf](#)

המועד בו נודע לתאגיד לראשונה על הארוע: 30/03/2008 בשעה: 08:55

מספרי אסמכתאות של מסמכים קודמים בנושא (אין האזכור מהווה הכללה על דרך הפניה):

שמות קודמים של ישות מדווחת:

תאריך עדכון מבנה הטופס: 14/02/2008

שם מדווח אלקטרוני: מורדוך אליהו, שם חברה מעסיקה: , תפקידו: עו"ד/יועץ משפטי
emordoch@orl.co.il, דואר אלקטרוני: 04-8788741, פקס: 04-8788135, טלפון: 31000

בתי זקוק לנפט בע"מ

חוות דעת בנושא הקצאת עלות רכישה (P.P.A)

הוכן לבקשת

החברה לישראל בע"מ

סקיילקס קורפוריישן בע"מ

מרץ 2008

לכבוד

החברה לישראל בע"מ וסקיילקס קורפוריישן בע"מ (להלן: "הרוכשים")

א.ג.נ.

בהתאם לאישורכם, ביצענו בדיקה והערכה של שווי הנכסים והתחייבויות המוחשיים והבלתי-מוחשיים, של חברת **בתי זיקוק לנפט בע"מ** (להלן: "החברה" ו/או "בז"י").

מטרת הערכת שווי זו, נועדה לספק חוות דעת על הערך ההוגן (להלן: "ערך הוגן" ו/או "שווי כלכלי") של הנכסים הבלתי-מוחשיים, הנכסים המוחשיים והתחייבויות של החברה, נכון ליום ה-30.6.2007 ("תאריך חוות הדעת" ו/או "תאריך העסקה המייצג"), תאריך קבלת היתר השליטה עבור עסקה (להלן "העסקה") במניות החברה ובהתבסס על דוחות החברה ליום ה-30.6.2007.

אנו מבינים, כי ממצאינו ישמשו כדי לסייע להנהלותיכם, בהקצאת מחיר הרכישה שנקבע בעסקה לנכסים ולהתחייבויות המוחשיים והבלתי-מוחשיים שנרכשו, וזאת למטרות דיווח פיננסי, במסגרת עקרונות החשבונאות המקובלים בישראל, ועל פי כללי החשבונאות הבינלאומיים והאמריקאיים. דו"ח הערכה זה נועד, אך ורק לצורכי המידע והשימוש של הנהלות הרוכשים, המבקרים הבלתי תלויים שלהם והיועצים המשפטיים של החברות הנוגעות בדבר. אין להשתמש בו, להפיצו, לצטט מתוכו או להתייחס אליו בשום צורה שהיא לכל מטרה אחרת, לרבות, אך ללא הגבלה, לרישום, רכישה או מכירה של ניירות-ערך, ואין להגישו או להתייחס אליו, במלואו או בחלקו, בדוח רישום או בכל מסמך אחר, אולם מותרת התייחסות אליו במסמכים המוגשים אל רשות הבורסה וניירות-הערך על פי הסכמתנו המפורשת בכתב. יחד עם זאת, מותר צירופו לדוחות הרוכשים.

למטרות דיווח פיננסי, הערך ההוגן של נכס מוגדר כסכום שבו ניתן לרכוש או למכור את הנכס במסגרת עסקה בין קונה/קונים מרצון למוכר/מוכרים מרצון, להבדיל ממקרה של מכירה כפויה או פירוק חברה. מחירי שוק מוצעים בשווקים פעילים הם העדות הטובה ביותר לערך הוגן וישמשו כבסיס למדידה, אם יהיו זמינים. אם לא יהיה מחיר שוק זמין, צריך אומדן הערך ההוגן להתקרב למחיר שבו מצפים כי הנכס ייקנה או יימכר במסגרת עסקה עכשווית בין קונה/קונים מרצון ומוכר/מוכרים מרצון, והמחיר יתבסס על המידע הטוב ביותר הזמין בנסיבות אלה.

אומדן הערך ההוגן, חייב להתחשב במחיר נכסים דומים, ובתוצאה של שיטות הערכת שווי, במידה שהם זמינים בנסיבות אלה. השיטה שנבחרה כדי לקבוע את הערך ההוגן, חייבת לעלות בקנה אחד עם ההגדרה של ערך הוגן, כפי שנקבעה בעקרונות החשבונאות המקובלים (GAAP). השיטה חייבת לכלול הנחות שמשותפי השוק ישתמשו בהן, באומדנים שלהם לערך הוגן, הכנסות עתידיות, הוצאות עתידיות ושיעורי היוון (במקרה הישים).

לצורך הערכת שווי זו, הוגשו לנו ע"י החברה דוחות פיננסיים ותשקיפים היסטוריים מבוקרים, מידע פיננסי בלתי מבוקר, הערכות שמאיות, רישומים ומסמכים אחרים.

בעת גיבוש חוות הדעת גיזה זינגר אבן בע"מ ("גיזה זינגר אבן") הניחה והסתמכה על דיוק, שלמות ועדכנות המידע שהתקבל מהחברה, לרבות הנתונים הפיננסיים, חוות דעת שמאיות ולרבות מידע צופה פני עתיד. גיזה זינגר אבן אינה אחראית לבחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלה, ובהתאם לא ערכה בחינה עצמאית בלתי תלויה של מידע זה, למעט מבחני סבירות כלליים על פני הדברים.

בחוות דעת זאת, התייחסנו גם להערכות של הנהלת החברה. ככל שהערכות אלו כללו תחזיות, הרי שתחזיות עתידיות הנן מידע בלתי ודאי לגבי העתיד, המבוסס על מידע קיים בחברה למועד הערכה, וכולל הערכות של הנהלת החברה או כוונותיה נכון למועד הערכה. אם הערכות אלה של הנהלה לא תממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות ממידע זה, ככל שנעשה בו שימוש בחוות הדעת.

בנוסף, חוות הדעת, כשלעצמה, מכילה תחזיות עתידיות, המשקפות את הערכתנו לגבי פרמטרים שונים ובהתבסס על מידע שהיה בפנינו. אם הערכות אלה לא תממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי.

חוות דעת כלכלית אינה מדע מדויק, והיא אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, הנחות יסוד שנקבעו ותחזיות שנאמרו. שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את המסקנות.

חוות הדעת אינה מהווה עבודת Due-Diligence ואינה מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלולים בעבודת Due-Diligence, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של החברה. יודגש כי אין בחוות הדעת משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי חוות דעת זו.

המידע המופיע בחוות הדעת אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שידרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד לקבוע את שווי החברה ו/או נכסיה למשקיע ספציפי. למשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים ושיטות בדיקה על בסיס הנחות אחרות, ובהתאם, המחיר אותו יהיו מוכנים לשלם עבור החברה ו/או נכסיה השונים שונה.

חוות דעת זאת אינה מהווה הערכת שווי של החברה.

אנו מאשרים בזה כי אין לנו עניין אישי בחברה ואין לנו עניין אישי בעסקה המתוארת, למעט העובדה שאנו מקבלים שכר טרחה עבור הכנת חוות הדעת.

אנו מבצעים מעת לעת, בתמורה לתשלום, עבודות כלכליות שונות עבור החברה ועבור בעלי מניות ו/או עבור חברות מוחזקות על ידי בעלי המניות ו/או קשורות אליהם. אין לנו עניין אישי במניות החברה ו/או ברוכשים ושכר טרחתנו בעבודה זו אינו מותנה בתוצאות חוות דעת דן.

בקשר לחוות הדעת, התחייבו הרוכשים כלפי חברת גיזה זינגר אבן כדלקמן: אם גיזה זינגר אבן תיתבע בהליך משפטי לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בהליך משפטי בגין עילה העלולה לנבוע, במישרין או בעקיפין, מחוות דעת זו, הרוכשים ישפו את גיזה זינגר אבן בגין כל הוצאות סבירות שגיזה זינגר אבן תוציא או תידרש לשלם עבור ייצוג משפטי, ייעוץ משפטי, ייעוץ מקצועי, התגוננות מפני הליכים משפטיים, מו"מ וכיו"ב, וכן הרוכשים ישפו את גיזה זינגר אבן בגין סכום בו תחויב, בהליך משפטי, לשלם לצד ג'. חובת השיפוי לא תחול אם גיזה זינגר אבן פעלה בקשר למתן השירותים נשוא חוות הדעת בזדון או ברשלנות רבתי.

פרטי החברה המעריכה והמעריך

החברה המעריכה: גיזה זינגר אבן בע"מ הינה חברה פרטית לייעוץ עסקי אשר הוקמה בשנת 2004, פרי מיזוג בין גיזה יעוץ כלכלי, אשר נוסדה בשנת 1985, לבין זינגר את אבן אשר נוסדה בשנת 1992, והיא אחת מחברות הייעוץ העסקי הבלתי תלוי הגדולות והמובילות בישראל. גיזה זינגר אבן מספקת ללקוחותיה יעוץ בתחומי: הערכות שווי וניתוחים עסקיים, מודלים כלכליים ופיננסיים מורכבים, אסטרטגיה מימונית לחברות ופרויקטים, פיתוח ויישום כלי מימון חדשניים (כדוגמא בתחום האיגוח), ליווי מו"מ עסקי ומימוני, הכנת תוכניות עסקיות, חוות דעת מומחה ועוד. פעילות המימון מבוצעת באמצעות חברת הבת גיזה זינגר אבן מימון.

מבצע העבודה: חוות הדעת הוכנה על ידי צוות בראשותו של:

רו"ח יובל זילברשטיין, שותף ובעל ניסיון של מעל 15 שנה בייעוץ כלכלי וחשבונאות ובעל ההשכלה הבאה: בוגר (B.A) החוג לחשבונאות וכלכלה באוניברסיטה העברית. מוסמך (M.A) במנהל עסקים, האוניברסיטה העברית.

בכבוד רב,

גיזה זינגר אבן בע"מ

תאריך (הקובע לחוות דעתנו):

27 מרץ 2008

הגבלת אחריות

עבודתנו מיועדת לשימוש הנהלת החברה הרוכשת. בשום מקרה, לא נישא בשום אחריות כלפי צד שלישי אליו הועברה חוות דעתנו בהתאם להסכמתנו, כאמור לעיל.

במהלך העבודה קיבלנו מידע, הסברים ומצגים מהחברה הרוכשת, החברה הנרכשת ו/או ממני מטעמם. האחריות למידע, למצגים ולהסברים הנ"ל הינם על ספקי מידע זה. מסגרת עבודתנו לא כללה בדיקה ו/או אימות של הנתונים כאמור. לאור זאת, עבודתנו לא תיחשב ולא תהווה אישור לנכונותם, שלמותם או דיוקם של הנתונים שהועברו אלינו. בשום מקרה לא נהיה אחראים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצדם של החברה הרוכשת, החברה הנרכשת ו/או מי מטעמם, או כל התבססות אחרת על מידע כאמור, בכפוף לאמור לעיל.

ככלל, 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 הפיננסיות בפועל ו/או מהערכות שתעשנה במועד מאוחר יותר. על כן, לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים. אין אנו מביעים דעה באשר להתאמת התחזיות שנערכו ע"י החברה הרוכשת, החברה הנרכשת ו/או מי מטעמם לתוצאות הפיננסיות שתתקבלנה בפועל.

הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות במקרים רבים בשיקול הדעת הסובייקטיבי של מעריך השווי. לפיכך, אין שווי הוגן יחיד בלתי מעורער, ובדרך כלל אנו קובעים טווח סביר לשווי ההוגן. היות ובמקרה זה מטרת ההערכה דורשת שווי ספציפי, נקבע שווי המייצג את טווח האמצע של טווח השווי הסביר. למרות שאנו סבורים שהשווי שנקבע על ידינו הינו סביר בהתבסס על המידע שסופק לנו, הרי שמעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לשווי שונה.

עבודתנו אינה מהווה בדיקת נאותות ואין להסתמך עליה כבדיקת נאותות. בנוסף, עבודתנו לא תשמש כתחליף לכל הליך שעל הרוכשת לנקוט בקשר עם עסקאות הרכישה.

תוכן עניינים

7	מבוא	.1
10	תיאור החברה ופעילותה	.2
29	הערכת הנכסים הבלתי מוחשיים – מתודולוגיה	.3
36	הערכת שווי הנכסים הבלתי מוחשיים	.4
38	סיכום ההערכה	.5
41	מחיר ההון ושיעורי ההיוון	.6
43	סיכום הקצאת עלות הרכישה	.7

1. מבוא

בתי זקוק לנפט בע"מ נתאגדה ונרשמה בישראל ביום 11.8.1959 כחברה פרטית מוגבלת במניות בשם בתי זיקוק חיפה בע"מ. ביום 6.6.1972 שינתה החברה את שמה לבתי זקוק לנפט בע"מ, חברה שכללה הן את בתי הזיקוק בחיפה (בז"ן), והן את אלו שבאשדוד (בז"א). חברת בתי הזיקוק לנפט הייתה בבעלותה של ממשלת ישראל, כאשר החברה לישראל החזיקה ב- 26% מן החברה.

במספר ישיבות ממשלה הוחלט על פיצול בין שני בתי הזיקוק והפרטתם (החלטה 126 מיום 22.8.1999, החלטת ועדת השרים לענייני הפרטה מס.מח2/ מיום 20.10.1999, החלטת ממשלה 2796 מיום 25.11.2002 והחלטה 787 מיום 15.9.2003).

על סמך החלטות אלו נחתם ביום 2.12.2002 הסכם בין המדינה לבין החברה לישראל בע"מ ובתי זיקוק לנפט בע"מ על פיו הפיצול וההפרטה של בתי הזיקוק יבוצעו במהלך השנים 2004-2005. על פי הסכם זה, יוקמו שתי חברות נפרדות לבתי הזיקוק באשדוד ובחיפה. בית הזיקוק באשדוד יימכר כעסק פעיל. ולאחר מכן יונפק בית הזיקוק בחיפה לציבור בבורסה בתל אביב.

בתחילת 2006 החברה לישראל מכרה למדינה את חלקה בבז"ן - 26% - אותם רכשה לפני כמה עשורים. תמורת החזרת חלקה, קיבלה החברה לישראל כ- 677.5 מיליון שקל. ב-1 באוגוסט 2006 רכשה פז חברת נפט בע"מ (להלן: פז) את בית זיקוק לנפט - אשדוד בע"מ (להלן: "בז"א"). בפברואר 2007 פורסם תשקיף הצעת מכר למניות המדינה כאשר 44% ממניות אלו נמכרו למשקיעים מוסדיים. יתרת המניות נמכרו מיד לאחר מכן במכר ציבורי, כאשר חלקם נמכרו לקבוצה משותפת הכוללת את החברה לישראל (36.8%) ופטרוליום (9.2%).

מטרת הערכת שווי זו היא לספק חוות-דעת בנוגע לערך ההוגן של הנכסים וההתחייבויות המוחשיים והבלתי-מוחשיים הקשורים לעסקת רכישת המניות שביצעו הרוכשים במניות בז"ן.

בתאריך 27.6.2007 קיבלה החברה לישראל את היתר השליטה בבז"ן מהמדינה, ולפיכך תאריך זה מהווה את תאריך הסגירה של העסקה.

מתודולוגיית הערכת השווי ההוגן של הנכסים וההתחייבויות המוחשיים והבלתי מוחשיים תואמת את הנחיות הפרסומים הבאים:

1. תקן חשבונאות ישראלי מספר 20 (מתוקן), "הטיפול החשבונאי במוניטין ובנכסים בלתי מוחשיים של חברה מוחזקת".
2. תקן חשבונאות ישראלי מספר 30, "נכסים בלתי מוחשיים".
3. תקן חשבונאות בינלאומי מספר 3, בדבר "שילובים עסקיים".
4. AICPA Practice Aid Series: "Assets Acquired in a Business Combination to Be Used in Research and Development Activities: A Focus on Software, Electronic Devices, and Pharmaceutical Industries".

כמו-כן, העבודה תואמת לתקני החשבונאות האמריקאיים הבאים:

5. תקן חשבונאות אמריקאי מספר 141, בדבר "צירופי עסקים".
6. תקן חשבונאות אמריקאי מספר 142, בדבר "מוניטין ונכסים בלתי-מוחשיים אחרים".
7. EITF 02-17: "Recognition of Customer Relationship Intangible Assets Acquired in a Business Combination".

הוראות התקינה הבינלאומית בנושא שילובים עסקיים שונות מהוראות התקינה האמריקאית בסוגיות העיקריות הבאות:

1. הגדרת עסק – הגדרת עסק בתקינה האמריקאית רחבה יותר מזו הקיימת בתקינה הבינלאומית;
2. יום העסקה – בהתאם לתקינה האמריקאית יום העסקה הינו יום ההודעה (date of announcement), בעוד בהתאם לתקינה הבינלאומית יום העסקה הינו יום הרכישה (date of acquisition). נתון זה יוביל לשוני בתמורת הרכישה, כאשר חלק מתמורת הרכישה הינן ניירות ערך סחירים;
3. מחקר ופיתוח בתהליך – הן התקינה הבינלאומית והן התקינה האמריקאית קובעות, כי יש לייחס שווי למחקר ופיתוח בתהליך, באם רלבנטי. אך בשונה מהתקינה הבינלאומית, התקינה האמריקאית קובעת כי יש לזקוף שווי זה לדוח רווח והפסד ביום הרכישה;
4. זכויות מיעוט – בהתאם להוראות התקינה החשבונאית הבינלאומית זכויות מיעוט מהוות חלק מההון העצמי, בעוד התקינה האמריקאית רואה בזכויות המיעוט סעיף התחייבות.
5. הטיפול החשבונאי במוניטין שלילי.

אנו סבורים כי פערים אלו אינם באים לידי במסגרת עבודה זו.

בהתאם לתקני החשבונאות האמורים יש לייחס את ההפרש המקורי הנוצר בעסקת רכישה. ההפרש המקורי האמור הוא הפער שבין עלות הרכישה לבין חלקה היחסי של החברה הרוכשת בשווי המאזני של החברה הנרכשת.

1.1 מקורות המידע ונהלי עבודה עיקריים

במסגרת הכנת ההערכה, נפגשנו ושוחחנו עם הגורמים הבאים:

- מר יעקב הירש, סמנכ"ל כספים, בז"ן.
- מר דני ברזילי, בז"ן.
- מר איציק מנדלמן, החברה לישראל.

מקורות המידע העיקריים ששימשו בהכנת חוות הדעת מפורטים להלן:

1. דוחות כספיים מבוקרים של החברה ליום 31.12.05 וליום ה- 31.12.2006.
2. דוחות סקורים של החברה ליום 31.3.07 ו- 30.6.07.
3. נתונים כספיים ותפעוליים שונים הנוגעים לפעילות החברה.
4. נתונים והבהרות שהתקבלו מהחברה ע"פ בקשתנו.
5. נתונים ענפיים שונים ממקורות פרטיים וציבוריים מגוונים.
6. תשקיף ההנפקה של פז חברה לנפט בע"מ מיום ה-27.11.2006.

2. תיאור החברה ופעילותה

2.1 מבנה החברה ופעילותה

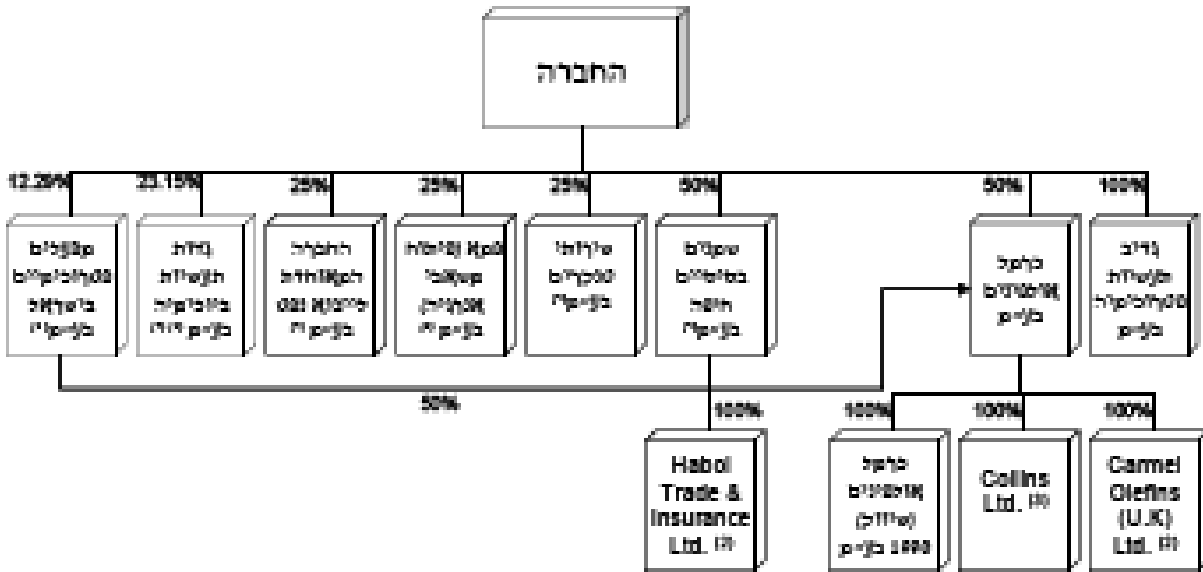
החברה נתאגדה ונרשמה בישראל בחודש אוגוסט 1959 תחת השם בתי זיקוק חיפה בע"מ. בתאריך 6.6.1972 שונה שם החברה לבתי זיקוק לנפט בע"מ. הקמת החברה הייתה פועל יוצא של החלטת הממשלה לרכוש ולקבל את הזכויות של חברת נפט אנגלית ואת הבעלות בבית זקוק חיפה, שהיו קודם לכן, בשליטת בעלי מניות זרים.

בשנת 1971 רכשה החברה לישראל בע"מ (להלן: "החברה לישראל") מניות בחברה, שהקנו לה 26% בהון ובזכויות ההצבעה בחברה. סכומי ההשקעה של החברה לישראל, יועדו ושימשו, בין השאר, לבניית בית זקוק נוסף באשדוד, אשר החל לפעול בשנת 1973. ביום 12.2.2006 מכרה החברה לישראל את כל מניותיה בחברה למדינת ישראל וחדלה להיות בעלת מניות בחברה.

החברה יחד עם החברות הבנות שלה, הינן חברות תעשייתיות הפועלות בישראל והעוסקות בעיקר בייצור מוצרי נפט, מוצרים לתעשייה הפטרוכימית, חומרים ארומטים לתעשיית הכימיה והפלסטיקה וייצור שמנים בסיסיים ושעווה. מתקני החברות הבנות משולבים במתקני החברה.

עד ליום 28.9.2006 הפעילה החברה בית זיקוק בחיפה ובית זיקוק באשדוד. במסגרת הליך הפרטת החברה, ביום 28.9.2006 פוצלה פעילות החברה באופן שבית הזיקוק באשדוד נמכר לחברת בת של החברה - בז"א, אשר נמכרה במועד הפיצול לפז. כיום כוללת החברה את הפעילות בבתי הזיקוק בחיפה בלבד, ללא הפעילות של בתי הזיקוק באשדוד.

התרשים שלהלן מציג את מבנה האחזקות של החברה:



- (1) חברה ציבורית. פירוט החזקותיהן של חברות ציבוריות אלו אינו מהותי לחברה.
- (2) חברה הרשומה באנגליה.
- (3) חברה הרשומה באי Guernsey והמוחזקת על ידי כאו"ל באמצעות חברות נאמנות זרות.
- (4) כניסתה של החברה לפעילות בתחום שיווק קמעונאי וסיטונאי של מוצרי דלק, עשויה להיות נתונה להליכים לפי חוק ההגבלים העסקיים ביחס להחזקותיה המשותפות של החברה עם חברות לשיווק דלק.
- (5) למועד הערכת השווי, פמא אינה חברה פעילה.

2.2 תאור הפעילות והסביבה העסקית

לחברה שלושה תחומי פעילות, המדווחים כמגזרים עסקיים בדוחותיה הכספיים של החברה, כדלקמן:

- **תחום הזיקוק:** תחום הפעילות העיקרי של החברה, אשר היווה כ- 84% מהכנסות החברה במחצית הראשונה של שנת 2007. בפעילותה בתחום זה רוכשת החברה נפט גולמי וחומרי ביניים, מזקקת ומפרידה אותם למוצרים שונים, חלקם מוצרים סופיים וחלקם חומרי גלם בייצור מוצרים אחרים. פעילות זו מבוצעת ישירות על ידי החברה. במסגרת פעילותה בתחום הזיקוק מספקת החברה שירותי כוח וחום (חשמל וקיטור) ושירותי תשתית (אחסון, הזרמה וניפוק של מוצרי דלק) ללקוחות תעשייתיים במפרץ חיפה.
- **תחום הפולימרים:** תחום פעילות זה מהווה כ- 6% מהכנסות החברה במאוחד. פעילות זו מבוצעת באמצעות כרמל אולפינים בע"מ (להלן: "כאו"ל"), חברה פרטית מאוחדת באיחוד יחסי עם החברה העוסקת בייצור אתילן, פוליאאתילן ופוליפרופילן שהם חומרי הגלם העיקריים בתעשיית הפלסטיק.

2.2.2 תחום פעילות הזיקוק

2.2.2.1 כללי- תהליכי הזיקוק

זיקוק נפט הוא תהליך, הכולל מספר שלבים, שמטרתו היא להפריד בין המרכיבים השונים הנמצאים בנפט הגולמי ולהפכם למוצרים שימושיים, כגון: בנזין, נפטא, סולר, קרוסין, מזוט, גפ"מ (גז פחממני מעובה) וביטומן. שלבי הייצור הינם בעיקרם ארבעה:

- א. **הפרדה על ידי זיקוק** - תהליכים באמצעותם מתקבלות קבוצות מוצרים לפי השוני בטמפרטורת הרתיחה שלהם. זיקוק הנפט הגולמי מותיר אחריו שארית בלתי מזוקקת המשמשת לייצור אספלט ומזוט.
- ב. **תהליכי פיצוח ופירום** – במסגרת תהליכים אלו משנים את ההרכב הכימי של חלק מן החומרים שהופרדו, באופן המאפשר קבלת מוצרים בעלי ערך מוסף גבוה יותר.
- ג. **זיכוך** - תהליכי אשפחה שמטרתם טיהור וניקוי המוצרים המתקבלים בתהליכי ההפרדה וכן שיפור תכונותיהם (כגון: הורדת תכולת הגופרית).
- ד. **גימור** - המוצרים עוברים תהליכי גימור על מנת לעמוד במפרטים הנדרשים.

2.2.2.2 מרווח הזיקוק

הגורם העיקרי המשפיע על התוצאות של תחום פעילות הזיקוק, הוא מרווח הזיקוק. מרווח הזיקוק הינו המרווח בין ההכנסות ממכירת סל המוצרים אותם מוכרת החברה לבין עלות חומרי הגלם, שרוכשת החברה (בעיקר נפט גולמי) בשער בית הזיקוק.

מחירי הנפט הגולמי בפרט, ומוצרי נפט בעולם בכלל, נתונים לתנודתיות רבה ונקבעים, בין היתר, על פי היצע וביקוש עולמיים, ומושפעים גם מאירועים גיאופוליטיים, אשר אינם קשורים ישירות להפקת הנפט, אך נתפסים על ידי השווקים כבעלי השפעה אפשרית על תפוקות עתידיות.

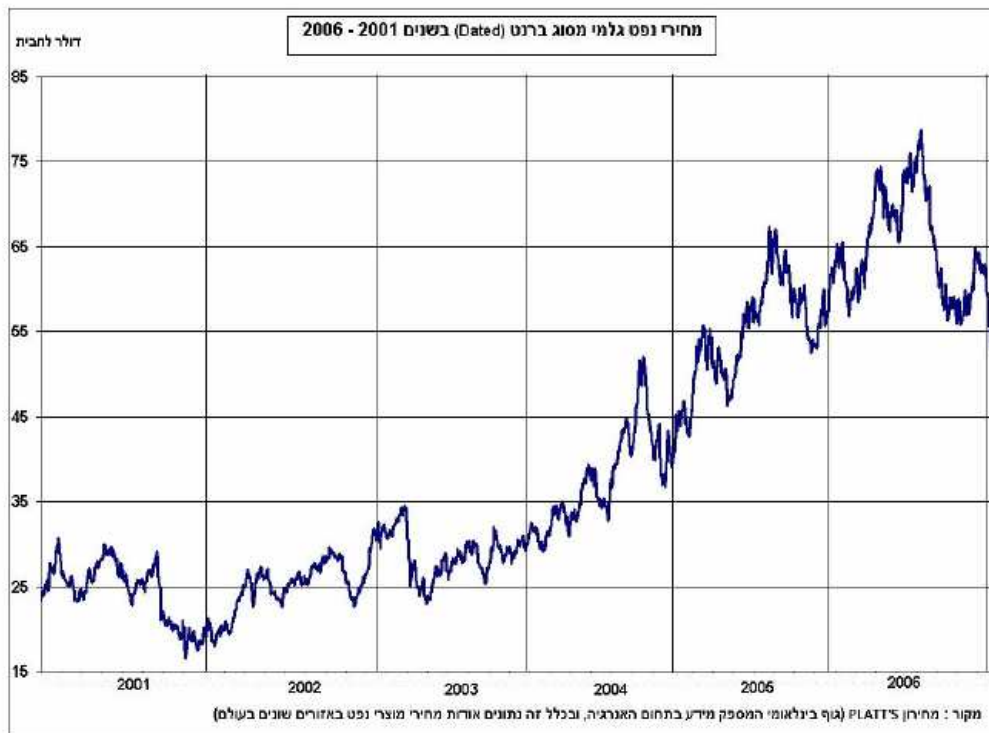
גובה מרווחי הזיקוק, הינו תולדה של כוחות השוק הפועלים בשני מישורים שונים - האחד, היצע וביקוש של נפט גולמי, והשני- היצע וביקוש למוצרים סופיים.

גורמים המשפיעים על היצע הנפט הגולמי והיצע מוצרי הנפט

היצע הנפט הגולמי מושפע בראש ובראשונה מקיומם ואיתורם של שדות נפט מתחת לפני הקרקע או קרקעית הים. כיום, קצב איתור וגילוי שדות נפט חדשים הולך ופוחת, וישנה סברה רווחת אשר גורסת כי קצב הגילוי ימשיך לקטון בהתמדה, למרות השיפור המתמיד בטכנולוגיות הגילוי, וההערכה של שדות חדשים.

בנוסף, היצע הנפט תלוי במספר רב מאוד של גורמים, כגון יכולת שאיבה של נפט גולמי, והזרמתו משדות הנפט לנמלים, הערכות של החברות המפיקות את הנפט לעניין מחירים עתידיים, היכולת של חברה המפיקה לאחסן את הנפט המופק לאורך זמן, אירועים גיאופוליטיים עולמיים וכד'.

הנפט הגולמי הינו סחורות (commodities), כלומר, סחורה אשר מחירה מצוטט בבורסות שונות בעולם. להלן גרף הסוקר את תנודות מחיר הנפט הגולמי מסוג ברנט בין השנים 2001-2006 (דולר לחבית):



על סמך נתונים סטטיסטיים שפורסמו על-ידי ארגון המדינות המייצאות נפט, נכון לסוף שנת 2005, כ- 78% מעתודות הנפט בעולם מרוכזות בידי 11 מדינות אופ"ק (מתוכם כ- 60% מרוכזות בחמש מדינות במזרח התיכון), והן אחראיות על כ- 43% מהנפט הגולמי המופק בעולם. החלטת מדינות אופ"ק על הגברה או צמצום בהיקף הפקת הנפט של מדינות אלו משפיעה אף היא על תנודתיות מחירי הנפט הגולמי בעולם.

היצע מוצרי הנפט מושפע, מעבר להיצע הנפט הגולמי, בעיקר מכושר הזיקוק העולמי, המכתיב את תקרת ההיצע העולמי למוצרים סופיים והוא משתנה

בהתאם לשינויים החלים מעת לעת ביכולות המתקנים הקיימים (כגון: בניית מתקנים חדשים, סגירת בתי זיקוק בעולם וכו') ובהתאם לגורמים משתנים כגון תקלות, שיפוץ מתקנים וכד'.

2.2.2.4 גורמים ומגמות בצריכת מוצרי נפט

צריכת מוצרי הנפט מושפעת בעיקר מהגורמים הבאים: קצב הצמיחה של הכלכלות הגדולות, עלייה או ירידה ברמת החיים, בעיקר במדינות בעלות אוכלוסייה גדולה, עונתיות המתגברת במקרים של תנאי מזג אוויר קיצוניים, כניסה של מוצרי אנרגיה תחליפיים (כגון: אנרגיה גרעינית, גז טבעי, אנרגיה ירוקה).

קיימת מגמה עולמית של גידול בביקוש למוצרי דלק לתחבורה (כגון: בנזין, סולר ודלק סילוני) ובמקביל, קיטון בביקוש למוצרים כבדים יותר, כגון: מזוט. מעבר זה נובע ממגבלות איכות הסביבה ומכניסה של גז טבעי כתחליף למזוט במקומות רבים.

בנוסף, ישנה מגמה עולמית של שיפור מתמיד בתכונות מוצרי הדלק (כגון: קיטון ברמות הגופרית ושיפור תכונות שריפה של מוצרי הדלק), שמטרתה שריפה של חומרים נקיים יותר, אשר מקטינים את העומס על הסביבה ורמות הפליטה של מזהמים, הנוצרים בתהליך הבעירה של חומרי הדלק.

כיום, מתחזקת בעולם המגמה לייצר מרכיבי דלקים לתחבורה ממקורות מתחדשים (צמחיים) כגון אתנול וביו-דיזל. מטרות המגמה הינן הקטנת התלות בנפט והקטנת פליטת גזי חממה. מגמה זו מתגברת בכל העולם ועל פי התחזיות, בעשור הקרוב צפוי גידול בשימוש באתנול וביו-דיזל שמקורם אינו בנפט גולמי כתחליף למוצרי נפט לתחבורה.

כלי רכב, המונעים באמצעות חשמל או מימן, עשויים להקטין את צריכת הנפט ומוצרו, שכן ניתן להפיקם גם ממקורות אנרגיה אחרים. המעבר לשימוש בכלי רכב המונעים באנרגיות חלופיות הינו קטן יחסית, אך נמצא במגמת עלייה. מגמה זו עשויה להתגבר עם פיתוח ויצור דגמי רכבים היברידיים זולים יותר.

2.2.2.5 גורמים ומגמות המשפיעים על מרווחי הזיקוק

הגורמים המשפיעים על הביקוש וההיצע לנפט גולמי ולמוצרי נפט, כפי שנסקרו לעיל, יוצרים תנודתיות ומחזוריות ברמות הרווחיות של תעשיית הזיקוק, כמוצג להלן:

- בעקבות מלחמת המפרץ הראשונה (שבמהלכה וכתוצאה ממנה הושבתו בתי זיקוק גדולים בעיראק ובכווית לתקופות ארוכות), התאפיינה תחילת שנות התשעים של המאה העשרים, במרווחי זיקוק גבוהים.

- החל מן המחצית השנייה של שנות התשעים צנחו מרווחי הזיקוק, כתוצאה מבניית מתקנים חדשים שהביאו לעודף כושר ייצור במזרח אסיה, כמו גם ממשברים כלכליים שפקדו את העולם בשנת 2002 כתוצאה מהמתקפה האיסלאמית על מגדלי התאומים בשנת 2001 שהביאה למשבר כלכלי עולמי.
 - מייד לאחר מלחמת המפרץ השנייה בשנת 2003 החלו מרווחי הזיקוק להתאושש בעיקר כתוצאה מההתאוששות הכלכלית העולמית והתגברות צריכת התזקיקים.
 - משנת 2004, החלה בעולם ירידה בעודף כושר הייצור של מוצרי נפט שנבעה מגידול בביקושים למוצרי נפט (בעיקר בכלכלות המתפתחות באסיה, ובארה"ב) מצד אחד, מול היצע הפקה וזקוק קשיחים מצד שני.
 - קשיים אובייקטיביים נוספים באספקת נפט גולמי ומוצרי נוצרו כתוצאה מסופות ההוריקן במפרץ מכסיקו (בסוף שנת 2005) ששיתקו את הפקת הנפט והגז באזור וגרמו לסגירתם של בתי זיקוק. קשיים אלו כמו גם העימותים בין הממשל בארה"ב לבין איראן בנושא הגרעין, גרמו לעלייה רצופה במרווחי הזיקוק בשנים 2004-2006.
- שינויים גיאופוליטיים ואחרים במדינות בהן מופק נפט גולמי בכלל, ובמדינות מהן רוכשת החברה נפט גולמי בפרט, עשויים להשפיע על מחיר הנפט הגולמי הנרכש על ידי החברה ועל מרווחי הזיקוק שלה.

2.2.2.6 השוק המקומי למוצרי הנפט

עד סמוך למועד פיצול בז"א מהחברה, סיפקה החברה, להערכתה, באמצעות בית הזיקוק בחיפה ובית הזיקוק באשדוד, כ- 85% משוק מוצרי הנפט בישראל. יתרת 15% סופקו על ידי יבוא מתחרה של מוצרי נפט מחברות אנרגיה ומסחר בינלאומי, ביום 31.12.2006 הסתיימה תקופת מתן השירותים המסחריים על ידי החברה לבז"א, והחל מיום 1.1.2007, הוסר הפיקוח, מכוח צו הפיקוח ממחירי מרבית מוצרי הנפט בשער בית הזיקוק.

עם סיום תקופת מתן השירותים המסחריים לבז"א בוטל הפיקוח על מחירי מרבית מוצרי הנפט שהחברה מוכרת, דבר המאפשר לחברה גמישות עסקית ומשפר את יכולתה להתמודד בתחרות בשוק מוצרי הדלק.

2.2.2.7 מוצרים עיקריים

ניתן להפיק מן הנפט הגולמי מספר רב של חומרים. נהוג להפריד את הנפט למספר קבוצות של חומרים שכל אחת מהן כוללת מספר תרכובות כימיות:

א. גזים קלים - לאנרגיה ולתעשייה.

- ב. גז פחממני מעובה (תערובת פרופן ובוטן) - לבישול ביתי וכחומר גלם לתעשייה.
- ג. נפטא - כחומר גלם לתעשייה.
- ד. בנזין לסוגיו - לשריפה במנועי בנזין.
- ה. קרוסין (נפט) - דלק למטוסי סילון ולחימום.
- ו. סולר לסוגיו - לשריפה במנועי דיזל, להסקה ביתית ושימוש בתעשייה.
- ז. מזוט לסוגיו - דלק כבד המשמש כדלק לתנורי תעשייה ולייצור חשמל.
- ח. חומרים שעווניים - חומרים הנקרשים בטמפרטורה גבוהה באופן יחסי ומשמשים כחומר גלם לייצור שמני סיכה לשימון חלקים נעים במכונות ולייצור שעווה (נרות ושימושים אחרים).
- ט. ביטומן - מוצק בטמפרטורה רגילה, משמש לזיפות כבישים, ולייצור מוצרי איטום.

2.2.2.8 צבר הזמנות

מרבית מכירות החברה בישראל מתבצעות על בסיס הזמנות חודשיות, המסופקות בחודש הקלנדרי (spot) העוקב אחר חודש ההזמנה. מכירות לחו"ל מתבצעות על בסיס חוזים למכירה מזדמנת המסופקת בתוך זמן קצר לאחר מועד ההתקשרות.

מן האמור לעיל, עולה כי אין בחברה משמעות למונח "צבר הזמנות".

2.2.2.9 מחקר ופיתוח

החברה אינה מקיימת פעילות עצמאית של מחקר ופיתוח, אלא רוכשת את הידע הדרוש לה לצורך פעילותה מספקי ידע חיצוניים, שהם חברות בינלאומיות המתמחות בפיתוח ידע לתעשיית הזיקוק ובמכירתו. החברה רוכשת רישיון שימוש בידע ומשלמת תמלוגים לספק הידע בסכום קבוע או בסכום משתנה, התלוי בהיקף הייצור השנתי במתקן נשוא הרישיון. רישיונות השימוש בידע שעל פיהם הוקמו המתקנים הינם הכרחיים להפעלתם, וניתנו למתקנים הספציפיים עבורם הם נרכשו. על פי הסכמי הידע, גם במקרים בהם יסתיים ההסכם, תהא החברה זכאית להמשיך ולעשות שימוש בידע לצורך ייצור בהיקף שעבורו ניתן הרישיון ובעבורו שולמו תמלוגים על ידי החברה.

לחברה הסכמים **לרכישה לא בלעדית** של זכויות שימוש וידע, בין היתר, עם החברות: Exxon, Merichem, UOP (Universal Oil Product Company), Lonza. Mobil Research and Engineering Company Basf

סך כל התמלוגים שמשלמת החברה כאמור אינו מהותי לפעילותה של החברה. החברה אף רוכשת מספקים מתמחים, ידע הדרוש לה לצורך צמצום הפליטות לסביבה ממתקני הייצור שלה.

2.2.2.10 גורמי הצלחה קריטיים

להלן מוצגים גורמי ההצלחה הקריטיים בתחום הפעילות:

- יצירת מוניטין של אמינות, הן ביחסים המסחריים עם ספקים ולקוחות והן בתחום איכות המוצרים ועמידתם בתקנים השונים.
- יכולת טכנולוגית עדכנית המאפשרת שימוש במגוון רחב של סוגי נפט גולמי, ייצור מוצרי נפט ביעילות גבוהה בתמהילים שונים של מוצרי נפט וכן התאמה לדרישות האיכות.

2.2.2.11 חסמי כניסה

להערכת החברה הגורמים המפורטים להלן מהווים חסמי כניסה לתחום פעילות הזיקוק:

- צורך בהשקעת הון גדולה.
- משך הקמה ארוך יחסית הנדרש להקמת מפעל.
- קבלת האישורים הרגולטורים הדרושים להקמת והפעלת בית זיקוק, ועמידה בתנאיהם.
- תלות בתשתיות נמל, הולכה וניפוק.
- ידע וניסיון בתחומי הנפט הגולמי ומוצרי הדלק, שהינו תחום מורכב ודינמי המצריך מומחיות וניסיון רב.

2.2.2.12 תוצאות עסקיות – החברה (מאוחד)

2.2.2.12.1 מאזן

להלן מאזני החברה (מאוחד) ליום ה- 30.6.2007 (סקורים) וליום ה- 31.12.2006 (מבוקרים), ונתוני השוואה (א' נח):

%	31.12.2005	%	31.12.06	%	30.6.2007	
						נכסים
						<u>רכוש שוטף</u>
0.3%	28,637	5.0%	523,570	0.5%	48,571	מזומנים ושווי מזומנים
17.1%	1,924,616	20.7%	2,175,459	17.3%	1,855,135	לקוחות
3.5%	395,590	4.3%	454,701	4.6%	493,159	חייבים ויתורת חובה
36.2%	4,072,865	26.1%	2,738,321	31.5%	3,370,580	מלאי
57.1%	6,421,708	56.1%	5,892,051	53.9%	5,767,445	סה"כ רכוש שוטף
						<u>השקעות והלוואות לזמן ארוך</u>
1.5%	163,205	1.8%	191,002	1.8%	190,848	חברות מוחזקות
				2.8%	299,592	הלוואה לחברה לפנסיה מוקדמת חיפה
0.3%	37,162	0.1%	7,409	0.2%	16,641	הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך
0.5%	55,360	0.4%	45,458	0.5%	50,906	עובד מעביד, נטו
2.3%	255,727	2.3%	243,869	5.2%	557,987	סה"כ השקעות והלוואות לז"א
						<u>רכוש קבוע</u>
34.9%	3,924,944	35.3%	3,701,744	34.8%	3,728,025	מקרקעין, מתקנים וציוד
1.8%	197,733	1.9%	200,372	1.6%	174,604	חומרים וחלקי חילוף
3.5%	396,507	3.9%	414,749	4.0%	432,442	ייעודה להשרעה ברכוש קבוע
40.2%	4,519,184	41.1%	4,316,865	40.5%	4,335,071	סה"כ רכוש קבוע
0.5%	58,681	0.5%	48,100	0.5%	49,630	רכוש אחר והוצאות נדחות
100.0%	11,255,300	100.0%	10,500,885	100.0%	10,710,133	סה"כ רכוש
						<u>התחייבויות</u>
						<u>התחייבויות שוטפות</u>
13.5%	1,514,816	8.6%	899,142	11.3%	1,205,988	אשראי מתאגידים בנקאיים ונתני אשראי
13.1%	1,474,594	21.1%	2,214,883	17.1%	1,828,342	ספקים ונתני שירות
9.0%	1,009,582	7.5%	785,309	5.2%	556,340	זכאים ויתרות זכות
0.1%	16,535	0.2%	20,000	0.0%		דיבידנד שהוכרז
35.7%	4,015,527	37.3%	3,919,334	33.5%	3,590,670	סה"כ התחייבויות שוטפות
						<u>התחייבויות לזמן ארוך</u>
12.0%	1,354,978	8.1%	854,799	9.1%	974,717	אג"ח
7.4%	829,782	21.0%	2,205,647	19.8%	2,120,019	הלוואות מתאגידים בנקאיים
6.0%	670,507	4.7%	498,352	4.8%	517,057	מסים נדחים
0.3%	39,312	0.3%	29,275	0.3%	29,217	התחייבויות בגין חכירה מימונית
2.1%	233,412	2.7%	278,801	2.5%	272,017	עובד מעביד נטו
27.8%	3,127,991	36.8%	3,866,874	36.5%	3,913,027	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך
36.5%	4,111,782	25.9%	2,714,677	29.9%	3,206,436	הון עצמי
100.0%	11,255,300	100.0%	10,500,885	100.0%	10,710,133	סה"כ הון עצמי והתחייבויות

2.2.2.12.2 רווח והפסד

להלן דוחות הרווח וההפסד של החברה (מאוחד) ליום ה- 30.6.2007

(סקורים) וליום ה- 31.12.2006 (מבוקרים), ונתוני השוואה (א' ש):

%	31.12.2006	%	31.3.2006	%	30.6.2007	
100.0%	28,497,803	100.0%	7,131,412	100.0%	10,440,995	מכירות, נטו
93.9%	26,764,492	91.4%	6,515,706	91.3%	9,531,371	עלות המכירות
6.1%	1,733,311	8.6%	615,706	8.7%	909,624	רווח גולמי
0.3%	94,702	0.3%	24,331	0.6%	59,945	הוצאות מכירה ושיווק
0.9%	247,345	0.9%	67,507	1.4%	150,332	הוצאת הנו"כ
1.2%	342,047	1.3%	91,838	2.0%	210,277	
4.9%	1,391,264	7.3%	523,868	6.7%	699,347	רווח מפעולות רגילות
-0.6%	(166,843)	-0.6%	(45,732)	-0.8%	(83,573)	הכנסות (הוצאות מימון), נטו
5.5%	1,574,593	0.0%		-1.1%	(118,529)	הכנסות אחרות, נטו
4.9%	1,407,750	-0.6%	(45,732)	-1.9%	(202,102)	
9.8%	2,799,014	6.7%	478,136	4.8%	497,245	רווח לפני מיסים על הכנסה
-2.9%	(828,551)	-2.0%	(141,292)	-1.3%	(139,982)	מיסים על הכנסה
6.9%	1,970,463	4.7%	336,844	3.4%	357,263	רווח לאחר מיסים על הכנסה
0.1%	32,570	0.1%	10,598	0.2%	20,163	חלק ברווחי חברותמוחזקות
0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	השפעה מצטברת
7.0%	2,003,033	4.9%	347,442	3.6%	377,426	רווח נקי לשנה

2.2.3 תחום פעילות מוצרים ארומטים

2.2.3.1 כללי

תחום פעילות ייצור ושיווק מוצרים ארומטים מבוצע על ידי החברה באמצעות גדיב תעשיות פטרוכימיה בע"מ (להלן: "גדיב").

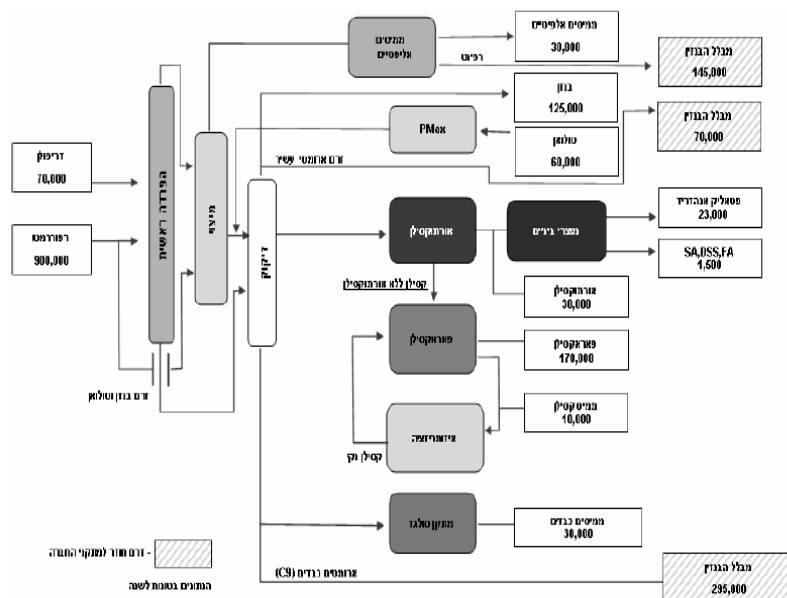
גדיב נוסדה בשנת 1978 והחל משנת 1994 נמצאת בבעלותה המלאה של החברה. גדיב עוסקת בייצור ובסחר במוצרים ארומטים. המוצרים המיוצרים על ידי גדיב מהווים מוצרי ביניים או מרכיבים בחומרי הגלם לייצור מוצרים אחרים ואינם מיועדים להיצרך על ידי הצרכן הסופי.

המוצרים הארומטים משמשים כחומרי גלם בייצור של: ביגוד, תרופות, אריזות, קוסמטיקה, מחשבים, צבעים, חלפים לכלי רכב, מוצרי אחזקת בתים ועוד.

2.2.3.2 הסכם עיבוד ורכישת חומרי גלם עם החברה

חומרי הגלם הנדרשים לייצור מוצרי גדיב מסופקים לה על ידי החברה בהתאם להסכם, אשר נחתם בין הצדדים, ומטרתו לנצל את היתרונות הסינרגטיים שבין תחומי הפעילות של החברה ושל גדיב.

החברה מספקת לגדיב רפורמט, כמו גם נפטא ודריפולן, המשמשים את גדיב כחומרי גלם בייצור מוצריה כמוצג בתרשים שלהלן:



2.2.3.3 מידע כללי על תחום הארומטים

מרבית המוצרים הארומטים הינם מוצרי קומודטי, כתוצאה מכך מאופיין השוק בתחרות גבוהה. התעוררות השווקים המתפתחים בשנים האחרונות, ובראשם השוק הסיני, גרמו לעליית הביקוש למוצרים רבים, המשמשים

לייצור מוצרי המשך, ובכללם המוצרים הארומטיים. כפועל יוצא מוקמים מפעלים נוספים בעולם, הפועלים בתחום הארומטיים.

המוצרים הארומטיים מהווים לרוב מוצרי ביניים או מרכיבים בחומרי הגלם לייצור מוצרים אחרים ואינם מיועדים להיצרך על ידי הצרכן הסופי. לפיכך, הלקוחות העיקריים של המוצרים הארומטיים הינם חברות יצרניות בתחום הכימיה והפלסטיקה.

2.2.3.4 מוצרים עיקריים

המוצרים העיקריים אותם מייצרת החברה הינם:

- א. בנזן - משמש ככימיקל בסיסי בייצור מגוון רחב של מוצרים המשמשים בחיי היומיום, כגון פוליסטירן, פוליקרבונט וכד', אך איננו משמש כמוצר סופי הנצרך ישירות על ידי צרכנים סופיים.
- ב. טולואן - משמש מרכיב בייצור פוליאוריטן המשמש להכנת קצף לבידוד או ציפוי ונפוץ בתעשיות הרכב, הריהוט, הבניה ועוד. הטולואן משמש גם לייצור פאראקסילן ובנזן.
- ג. קסילן - משמש כחומר גלם לייצור הפאראקסילן וכן כממס אורגאני בתעשיית הצבעים.
- ד. אקסילן - מהווה מרכיב חשוב בייצור פוליאסטר שהינו מרכיב בתעשיית הביגוד. כמו כן, הוא משמש כחומר גלם לייצור אריזות למשקאות. מוצר זה הינו המוצר העיקרי של גדיב.
- ה. אורתוקסילן - משמש כחומר גלם לייצור פטאליק אנהידריד.
- ו. פטאליק אנהידריד - משמש לייצור מרככים לתעשיית הפלסטיק וכן לייצור פוליאסטרים שונים.
- ז. ממסים - עיקר הביקוש לממסים מגיע מתעשיות הצבעים והציפוי. כמו כן, משמשים הממסים חומר גלם בחקלאות בתחום קוטלי המזיקים, קוטלי עשבים וכדומה וכן בתעשיית הדפסת הדיו. בנוסף, משמשים הממסים חומר גלם בתעשיית הניקוי.

2.2.3.5 מחקר ופיתוח

גדיב אינה מקיימת פעילות עצמאית של מחקר ופיתוח, אלא רוכשת את הידע הדרוש לה לצורך פעילותה מספקי ידע חיצוניים, שהם חברות בינלאומיות המתמחות בפיתוח ידע לתעשיית הארומטיים.

גדיב רוכשת רישיון שימוש בידע ומשלמת תמלוגים לספק הידע בסכום קבוע או בסכום משתנה, התלוי בהיקף הייצור השנתי במתקן נשוא הרישיון. רישיונות השימוש בידע שעל פיהם הוקמו מתקני גדיב הינם הכרחיים להפעלתם, וניתנו למתקנים הספציפיים עבורם הם נרכשו, רישיונות אלו אינם

בלעדיים ואינם מוגבלים בזמן. על פי הסכמי הידע, גם במקרים בהם יסתיים ההסכם, מסיבה כלשהי, תהא גדיב זכאית להמשיך ולעשות שימוש בידע לצורך ייצור בהיקף שעבורו ניתן הרישיון ובעבורו שולמו תמלוגים על ידי גדיב.

לגדיב הסכמים לרכישה לא בלעדית של זכויות שימוש בידע. סך כל התמלוגים שמשלמת גדיב כאמור אינו מהותי לפעילותה של גדיב. להערכת החברה אין לגדיב תלות בספקי הידע.

בנוסף, בוחנת גדיב אפשרויות פיתוח של מוצרים ארומטיים חדשים, בעיקר בתחום המוצרים המיוחדים (Special Chemicals) בין היתר באמצעות שיתופי פעולה עם יצרני חומרי גלם אחרים. היקף השקעותיה של גדיב בתחום המחקר והפיתוח אינן מהותיות לחברה.

2.2.3.6 הסכמים מסחריים

להלן מפורטים ההסכמים המסחריים המהותיים של גדיב:

- א. הסכם עם החברה לעיבוד רפורמט ודריפולן ולרכישת בנזן, טולואן, קסילן, נפטא ורפינט.
- ב. הסכם עם החברה לפיו תספק החברה לגדיב את שירותי ניהול הייצור, שיווק, אחזקה, מערך כספים, רכש, ביטחון, ניהול כוח אדם ומשק, ייעוץ משפטי, מחשוב וכדומה בתמורה שנתית של 1.6 מיליון דולר, המשולמת מדי רבעון.

2.2.3.7 גורמי הצלחה קריטיים

להלן מוצגים גורמי הצלחה הקריטיים בתחום הפעילות:

- מוניטין ואמינות לחברה הן בתחום זמני אספקה, והן בתחום בשמירה על איכות גבוהה ועל אחידות המוצרים.
- יכולת טכנולוגית גבוהה המאפשרת להגיע לשיעור ניצולת גבוה של חומרי הגלם ולהוזלת עלויות ייצור המוצרים.

2.2.3.8 חסמי כניסה

להערכת החברה הגורמים המפורטים להלן מהווים חסמי כניסה לתחום הפעילות של גדיב:

- תלות באספקת חומרי גלם וצורך בקיומו של מפעל זיקוק בקרבה למפעל.
- צורך בהשקעת הון גדולה, כאשר היקף ההשקעה מושפע מתפוקת קו הייצור ואיכות הייצור הנדרשים.

- קבלת האישורים הרגולטורים הדרושים להקמת והפעלת מתקנים לייצור מוצרים ארומטים ועמידה בתנאיהם.
- ידע וניסיון טכנולוגי נרחב.
- משך הקמה ארוך יחסית הנדרש להקמת מפעל (כשנתיים-שלוש).
- צורך בערוצי שיווק והפצה, המתאימים לטיפול מול לקוחות ולקוחות פוטנציאליים.

2.2.4 תחום פעילות פולימרים

2.2.4.1 כללי

הפעילות בתחום הפולימרים מבוצעת על ידי החברה באמצעות חברת כרמל אולפינים בע"מ (להלן: "כאו"ל").

כאו"ל הינה חברה פרטית אשר הוקמה בשנת 1988 ונמצאת כיום בבעלות משותפת של החברה (50%) ושל מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ (להלן: מפ"ב).

כאו"ל הוקמה במסגרת מהלך של מיזוג פעילויות של מפ"ב והחברה, במסגרתו הועברו לבעלותה של כאו"ל בעיקר מתקן האתילן של החברה ומתקני הפוליאאתילן של מפ"ב, והוקם על ידי כאו"ל מתקן ליצור פוליפרופילן. מתקני הייצור של כאו"ל ממוקמים במקרקעין הצמודים למתקני החברה.

כאו"ל פועלת בתחום הפטרוכימיה ועוסקת בייצור ושיווק של פולימרים (פוליאאתילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן), המשמשים כחומרי גלם בתעשיית הפלסטיק. בנוסף, מייבאת כאו"ל, באמצעות חברת הבת כרמל אולפינים (שיווק) 1990 בע"מ, פולימרים אחרים שאינם מיוצרים על ידה, כגון: פוליאאתילן ליניארי ופוליאאתילן בצפיפות גבוהה, ובעת הצורך גם פוליפרופילן ופוליאאתילן בצפיפות נמוכה להשלמת מחסור מהייצור העצמי.

2.2.4.2 מבנה תחום הפעילות

כיום, כאו"ל הינה היצרנית היחידה בישראל של פוליפרופילן ופוליאאתילן בצפיפות נמוכה. בתחום הפוליאאתילן בצפיפות נמוכה, הוכרזה כאו"ל, טרם תחילת פעילותה, כבעלת מעמד מונופוליסטי בייצור ושיווק בישראל. כאו"ל פועלת בעיקר בשוק המקומי ומוכרת את מוצרי תחום הפעילות למאות מפעלים בארץ לייצור מוצרי פלסטיק. יתרת הכמות משווקת בחו"ל, בעיקר באירופה.

ייצור מוצרי תחום הפעילות מתבצע בשלושה מתקנים המשולבים זה בזה – מתקן מונומרים, מתקן פוליאאתילן ומתקן פוליפרופילן. מתקן המונומרים, המוזן בעיקר בנפטא הנרכשת מהחברה באמצעות חברות לשיווק דלק, מייצר אתילן, פרופילן ותוצרי לוואי אחרים. האתילן משמש כחומר זינה למתקן הפוליאאתילן. האתילן והפרופילן משמשים חומרי זינה למתקן הפוליפרופילן.

האתילן והפרופילן אשר מוזנים למתקנים ייעודיים הופכים באמצעות תהליך קטליטי לפוליאאתילן ולפוליפרופילן.

טכנולוגיית הייצור של האתילן והפולימרים מתפתחת בתהליך איטי כאשר מתקנים חדשים לייצור אתילן ופולימרים אינם שונים באופן מהותי, מבחינת תהליך הייצור, ממתקנים שנבנו בעבר. עיקר השינוי במתקנים החדשים הוא בשיפור כושר התפוקה וביעילות גבוהה יותר של אביזרי ציוד המרכיבים את

המתקנים. יציין כי כדאיות הייצור אינה נמדדת רק בכושר הייצור וביעילות אביזרי הציוד, אלא גם במגוון המוצרים המיוצרים, זמינות חומרי הגלם וזמינות שווקים בקרבת מתקני הייצור.

מוצרי הפולימרים הינם מוצרי קומודטי, לפיכך התחרות בשוק זה מתמקדת בעיקר במחיר ובמידה פחותה יותר ביתרונות אחרים כגון: איכות ושירות ללקוחות.

2.2.4.3 שינויים בהיקף הפעילות בתחום ברווחי

צמיחת תחום הפעילות תלויה בצמיחתה של כלל התעשייה בישראל ובעולם. לפיכך גורמים כגון: תל"ג, צריכה פרטית ותפוקות בענפי החקלאות, הרכב, הבניה והפלסטיק משפיעים על מכירות ורווחיות תחום הפעילות.

על סמך דו"ח שהוכן על ידי Chemical Market Associates Inc בחודש נובמבר 2005, הביקוש העולמי לפולימרים שכאו"ל מייצרת (פוליאתיילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן) עלה בשנים האחרונות בשיעור שבין 1% לכ- 6% בשנה, בהתאם לסוגים השונים, והוא מסתכם, נכון למועד פרסום הדו"ח בכ- 55 מיליון טון בשנה.

בשנים 2002-2005 נרשמה מגמה של שיפור ברווחיות תחום הפעילות, זאת כתוצאה ממגמה גלובאלית של האטת ההשקעות בהרחבת מתקני ייצור בתעשייה (שהביאה לקיבוע ההיצע), ובמקביל, גידול מתמשך בביקושים למוצרי תחום הפעילות.

קצב גידול הביקוש הרב שנתי החזוי בשוק הפולימרים על-פי תחזיות CMAI צפוי להיות בין 2%-5.6% בשנה בין השנים 2006-2008.

מחירי חומרי הזינה המהווים מרכיב מהותי בעלויות הייצור, הביאו לכך שהשקעות במתקנים חדשים מתבצעות בעיקר במדינות בהם זמינים חומרי גלם זולים.

2.2.4.4 מוצרים עיקריים

כאמור לעיל, המוצרים העיקריים אותם מייצרת כאו"ל הינם:

- פוליאתיילן בצפיפות נמוכה;
- פוליפרופילן.

שני המוצרים הללו משמשים כחומר גלם לתעשיית הפלסטיק. הפוליפרופילן מיוצר מגז הפרופילן והשימוש העיקרי בו הינו לצרכים הנדסיים, לייצור מוצרי צריכה (כגון: חיתולים, צעצועים, בקבוקים, מיכלים, צנרת ביתית, ארגזי כלים), מחסנים לבית ולגן, ריהוט גן, סיבים וחוטים לייצור שטיחים, לשימוש בתעשיית הרכב (כגון: פגושים, שטיחים, ריפוד, לוח שעונים), ותחליף לחומרים טבעיים (כגון: אלומיניום, עץ, זכוכית וסוגי פלסטיק אחרים).

הפוליאתילן מיוצר מגז האתילן והשימוש העיקרי בו הינו לצרכים חקלאיים (כגון: יריעות המשמשות לחממות), לייצור אריזות גמישות וקשיחות (כגון: שקיות לאריזה, בקבוקים), כמו גם למוצרי בידוד וכלי בית.

2.2.4.5 צבר הזמנות

מועדי האספקה של מוצרי תחום הפעילות ללקוחות כאו"ל, משתנים מלקוח ללקוח ונעים מכ- 3 ימים ממועד קבלת ההזמנה ללקוחות בארץ ללקוחות בארץ ועל-פי רוב עד לכ-30 ימים ללקוחות בחו"ל. מועדי האספקה נקבעים בתאום בין כאו"ל לבין לקוחותיה, זאת בהתבסס על הערכת כאו"ל לגבי מועדי הייצור.

לאור יכולתה של כאו"ל לספק את מוצרי תחום הפעילות תוך זמן קצר ממועד קבלת הזמנה כאמור, אין לחברה צבר הזמנות ארוך טווח.

2.2.4.6 מחקר ופיתוח

במהלך השנים האחרונות, השקיעה כאו"ל, באמצעות מחלקת הפיתוח שלה, בשני נושאים עיקריים הנדסת מוצר ופיתוח טכנולוגיות חדשות:

א. **הנדסת מוצר** - עדכון המוצרים הקיימים והתאמתם לדרישת הלקוחות. מחלקת הפיתוח של כאו"ל בוחנת את ההתפתחויות בשוק, את מגוון המוצרים הקיים ואת פעילות המתחרים. באמצעות פיתוח עצמי ובהתבסס על הסכמי הידע בהם התקשרה כאו"ל, מעדכנת כאו"ל באופן קבוע את סל המוצרים בתחום הפעילות על מנת לעמוד בתחרות עם המוצרים הקיימים בשוק. בנוסף, מעניקה כאו"ל תמיכה טכנית ללקוחותיה וכן מסייעת להם בפיתוח מוצרים חדשים.

ב. **פיתוח סוגים מיוחדים של פוליפרופילן** – במסגרת פעילות זו מפותחים סוגים איכותיים של פוליפרופילן לתעשיות ייחודיות, בהם ניתן להשיג תרומה גבוהה למוצר, יציבות במחירים ולקוחות קבועים.

בנוסף, עוסקת כאו"ל גם בפיתוח מוצרים נוספים אשר בחלק מן המקרים, מבוססים על רעיונות שפותחו בגופי מחקר אקדמיים. באותם מקרים, גופי מחקר ו/או החוקרים זכאים על פי הסכמים לתשלום תמלוגים מסך הכנסות כאו"ל בגין המכירות של המוצרים החדשים.

בנוסף, עוסקת מחלקת הפיתוח של כאו"ל במחקר ופיתוח טכנולוגיות חדשות בשיתוף פעולה עם גופי מחקר אקדמיים. פעילות מחקר ופיתוח זו זכתה למימון בהיקף לא מהותי ממשרד התעשייה והמסחר ומכספי האיחוד האירופי.

2.2.4.7 הסכמים וסימנים מסחריים

הידע לייצור מוצרי תחום הפעילות נרכש מחברות בארץ ובחו"ל במסגרת הסכמי רישיון. על פי הוראות חלק מהסכמי הרישיון, התחייבה כאו"ל לשלם תמלוגים בסכומים שאינם מהותיים לחברה.

עיקר הידע הדרוש לביצוע תכנית ההרחבה נרכש מחברה בינלאומית המובילה בתחום זה במסגרת הסכם רישיון שנחתם בשנת 2004. ידע זה מהותי וחיוני לפעילות כאו"ל. יישום הידע כאמור אינו מוגבל בזמן וזכות השימוש בו אינה בלעדית. בתמורה לידע כאמור שילמה כאו"ל למעניק הרישיון סך של 12 מיליון אירו. עוד הוסכם בין הצדדים, כי במקרה וכאו"ל תחליט על הרחבת כושר הייצור של המתקן החדש, למשך תקופה של שנים עשר חודשים רציפים, בשיעור העולה על כושר הייצור הקבוע בהסכם, תשלם כאו"ל למעניק הרישיון סכום נוסף שיחושב בהתאם לנוסחה הקבועה בהסכם. לדעת כאו"ל, הסכום הנוסף כאמור לא יהווה חסם בפני כאו"ל בהרחבת כושר הייצור של המתקן החדש.

את חומרי הזינה רוכשת כאו"ל מהחברה. רכישת חומרי הזינה נעשית על פי חוזה משנת 1997, בתוקף עד חודש דצמבר 2010, וכן על פי הסכם בין כאו"ל, החברה ומפ"ב מיום 15.3.2004 בתוקף ל-10 שנים, החל ממועד תחילת הפעלת המתקנים החדשים שהוקמו על ידי כאו"ל במסגרת תוכנית ההרחבה.

בחודש יוני 2006 הודיעה החברה לכאו"ל שהמחתה לבז"א חלק מהתחייבויותיה וזכויותיה בקשר לאספקת חומרי זינה לכאו"ל. על פי הודעת החברה כאמור, החל ממועד תחילת הפעלת המתקנים החדשים שהוקמו על ידי כאו"ל במסגרת תוכנית ההרחבה, תרכוש כאו"ל מבז"א כ- 60,000 טון פרופילן בשנה. לכאו"ל שלושה סימני מסחר רשומים למוצריה: Carmelstat, Capilene, Ipethene. כאו"ל רשמה פטנט במדינות שונות על מוצר ה-Carmelstat.

2.2.4.8 גורמי הצלחה קריטיים

בין הגורמים הקריטיים להצלחת הייצור בתחום הפעילות ניתן למנות: יכולת להפעיל את מתקני הייצור בתפוקה גבוהה לאורך זמן במינימום תקלות, זמינות חומרי גלם ומתקני ייצור איכותיים. ההצלחה במכירות מוצרי תחום הפעילות מותנית בהימצאות שוק מקומי מפותח, אמינות באספקה, וכן במלאי זמין המאפשר ללקוחות בשוק המקומי לשמור על מלאי תפעולי נמוך.

2.2.4.9 חסמי כניסה

מחסומי הכניסה העיקריים לתחומי ייצור הפולימרים הם זמינות של חומרי זינה, היקף ההון הדרוש להקמת מפעלים חדשים בתעשייה זו וכן משך הקמה ארוך יחסית הנדרש להקמת מפעל.

3. הערכת הנכסים הבלתי מוחשיים – מתודולוגיה

3.1 כללי

באופן כללי, התקינה החשבונאית בנושא "שילובים עסקיים" מציינת דוגמאות לנכסים העומדים בתנאים להכרה כנכסים בלתי מוחשיים בנפרד ממוניטין, כדלקמן:

1. טכנולוגיות בסיס (או ליבה), וטכנולוגיות בתהליך;
2. נכסים בלתי-מוחשיים הקשורים ללקוחות (בד"כ בסיס לקוחות);
3. מותג, סימנים מסחריים, שמות מסחר והקניין הרוחני הקשור אליהם;
4. הסכמים מסחריים שאינם בתנאי שוק רגילים;
5. הסכמי אי-תחרות.

בקביעת הערך ההוגן לכל נכס בלתי-מוחשי, כל הערכה חייבת להתחשב בגורמים ספציפיים לנכס, לרבות (אך ללא הגבלה):

1. התועלת הכלכלית הנובעת ממנו;
2. אורך החיים הכלכליים שנתרו לו;
3. פרופיל הסיכון שלו (יחסית לסיכון הפעילות הכולל של החברה);

3.2 הנכסים הבלתי-מוחשיים שהוערכו

הנכסים המיועדים הוערכו על בסיס הערך ההוגן שלהם, המוגדר במבוא לדוח זה. טרם הדיון בחוות הדעת על הערך ההוגן של הנכסים הבלתי-מוחשיים, נשקלו הגורמים הבאים, כמו גם גורמים רלוונטיים אחרים:

1. ההיקף, האופי והשימושיות של הנכסים הבלתי-מוחשיים.
2. מאפייני יצירת ההכנסה או החיסכון בעלויות של הנכסים הבלתי-מוחשיים.
3. האופי והעיתוי של ההתיישנות הפונקציונאלית או הכלכלית של כל נכס בלתי מוחשי.
4. הסיכון היחסי ואי-הוודאות הקשורים בהשקעה בנכסים בלתי-מוחשיים.

בבחירת השיטה הראויה להערכת הנכסים הבלתי מוחשיים התחשבנו בשלוש הגישות המסורתיות להערכת שווי זו: גישת השוק, גישת ההכנסה וגישת העלות, כפי שפורטו לעיל.

בכל הנוגע לחברה, נכסים הבלתי-מוחשיים שעשויים היו להתקיים בתאריך ההערכה הובאו בחשבון בניתוח הערכת השווי. נכסים בלתי-מוחשיים פוטנציאליים זהו באמצעות ניתוח כלכלי של העסקה, סקירה של המסמכים והחומרים התומכים, ודיונים עם הנהלת החברה.

כתוצאה מסקירתנו, נמצאה שתי קטגוריות של נכסים בלתי-מוחשיים (למעט מוניטין), העומדת בקריטריונים להכרה נפרדת (כנדרש בתקנים החשבונאיים הרלוונטיים):

1. צבר הזמנות - עבור החברות כאו"ל וגדיב.
2. הסכם הרשאה (נכלל במסגרת הערכת הזכויות במקרקעין במסגרת עבודת השמאות שנערכה ע"י בן-ציון גולדשטיין, כמפורט בהמשך) – עבור החברה.

נכסים בלתי-מוחשיים פוטנציאליים אחרים שנבחנו, אך לא עמדו בקריטריונים המהותיים או החשבונאיים בכדי להתגבש לכדי נכס היו:

1. מותג.
2. בסיס לקוחות.
3. צבר הזמנות - עבור החברה.
4. חכירה תפעולית בגין מקרקעין החברה.
5. הסכמים מסחריים.
6. טכנולוגיה.
7. טכנולוגיה בתהליך, פטנטים וסימנים מסחריים בכאו"ל.
8. הסכמי אי תחרות.

להלן עיקרי הסיבות לאי הכללתם של נכסים בלתי מוחשיים בגין הרשימה המוצגת לעיל:

1. מותג - המוצרים הנמכרים על ידי החברות הינם "מוצרי קומודיטי", בהם אין משמעות למיתוג, כמו כן, שתי החברות אינן מחזיקות בבעלותן סימן מסחרי רשום. לפיכך אין בבעלות החברות הללו מותג.
 2. בסיס לקוחות - כלכלית, בישראל פועלים שני בתי זיקוק, האחד בחיפה (בבעלות החברה) והשני באשדוד (בבעלות בז"א). תזיקי הנפט הינם סחורות (commodities) וחלוקת מפת המכירות בין שני בתי הזיקוק הינה בעיקרה גיאוגרפית. משמעות הדברים הינה שווי קשרי הלקוחות הינו זניח שכן קשרי לקוחות זהים לאלו הקיימים ייווצרו מעליהם באופן מיידי בלא כל השקעה מצד הרוכש בשל אופיו של השוק.
- בהתאם לניתוח זה, אנו מוצאים כי לא ניתן להכיר ברשימת הלקוחות, בחוזים עם הלקוחות ובקשרי הלקוחות שאינם מעוגנים בחוזה כבכנס בלתי מוחשי נפרד.

יציין, כי למסקנה דומה הגיעו כותבי חוות הדעת בנושא הקצאת עלות הרכישה עבור בז"א (ראה תשקיף פז חברת נפט בע"מ שפורסם ביום 27.11.2006).

3. צבר הזמנות, עבור החברה - מרבית מכירות החברה בישראל מתבצעות על בסיס הזמנות חודשיות, המסופקות בחודש הקלנדרי (spot) העוקב אחר חודש ההזמנה. מכירות לחו"ל מתבצעות על בסיס חוזים למכירה מזדמנת המסופקת בתוך זמן קצר לאחר מועד ההתקשרות. מן האמור לעיל, עולה כי אין בחברה צבר הזמנות.

4. חכירה תפעולית בגין מקרקעין החברה - החברה מטפלת בחכירת המקרקעין מהמדינה כחכירה תפעולית. לדעתנו, בהתאם להבהרות שהתקבלו מהחברה, הסכם הנכסים אשר נחתם בינואר 2007, מהווה אינדיקציה עדכנית כי התשלומים התקופתיים המשולמים הינם בין קונה מרצון למוכר מרצון, ולפיכך לא זקפנו בגינם עודף עלות.

5. הסכמים מסחריים - עבור החברה ועבור החברות גדיב וכאו"ל.

לחברה ולחברות הבנות הסכמים מסחריים משני סוגים:

א. הסכמים פנימיים: הסכמים למכירה של מוצרים בין החברה לבין גדיב, ולשרותי ניהול אותם מספקת החברה האם לחברת גדיב.

מאחר וחברת גדיב נמצאת בבעלות מלאה של החברה הרי שתזורים המזומנים הצפוי כתוצאה מהסכם זה שייך כולו לבעלי המניות של החברה בין אם באופן ישיר, ובין באמצעות הבעלות על גדיב. לפיכך, אין לראות בו נכס בלתי מוחשי.

ב. הסכמי ידע של שלוש החברות לרכישת ידע מחברות מתמחות בארץ ובחו"ל במסגרת הסכמי רישיון - בהתאם לנתונים שהתקבלו מהנהלת החברה הסכמים אלו הינם בתנאי שוק, ולפיכך אין לראות בהם נכס בלתי מוחשי.

ג. הסכמי רכישה של נפט גולמי המבוססים על נוסחאות - בהתאם להבהרות שהתקבלו מהחברה, הסכמים אלו מתחדשים אחת לשנה והינם מייצגים בהתאם לתנאי שוק.

6. טכנולוגיה - עבור החברה ועבור גדיב

מהנתונים שנמסרו לנו על ידי הנהלת החברות עולה כי אין לחברות הללו טכנולוגיה בבעלותן (הפעילות מתבססת על זכויות השימוש בטכנולוגיה הנחכרות מחברות מתמחות כמפורט לעיל).

בהתאם להבהרות שהתקבלו מהחברה, ידע זה הנרכש מחברה בין לאומית (והסכומים המשלומים בעבורו אינם מהותיים) נרכש בתנאי שוק רגילים בדומה לתנאים המסחריים שהיו מקבלים לקוחות אחרים.

7. טכנולוגיה בתהליך, פטנטים וסימנים מסחריים כאו"ל - בהתאם להבהרות שהתקבלו מהחברה, שחקן שוק לא יוכל להפיק תזרימי מזומנים חיוביים מהותיים מהפטנטים והמו"פ בתהליך של כאו"ל (למועד הרכישה) ועל כן לא יהיה מוכן לשלם סכום מהותי בגינם בעסקה נפרדת בין קונה מרצון למוכר מרצון. לפיכך, לא יוחס אליהם עודף עלות במסגרת עבודתנו.
8. הסכמי אי תחרות – לא קיבלנו כל אינדיקציה לקיומם של הסכמי אי תחרות בנוגע לפעילות החברה והחברות הבנות שלה.

3.3 המתודולוגיה להערכת השווי

הקצאת ההפרש המקורי תעשה למרכיבים הבאים :

1. הפער בין השווי ההוגן של הנכסים וההתחייבויות המוחשיים של החברה ובין שוויים המאזני, נכון למועד הרכישה.

2. השווי ההוגן של הנכסים הבלתי מוחשיים המזוהים של החברה הנרכשת.

3. יתרת ההפרש המיוחס שלא ניתן לייחס לאחד מהמרכיבים האמורים תיוחס למוניטין.

בהתאם לתקנים החשבונאיים ולמדריך הלשכה האמריקאית, קיימות **שלוש גישות מתודולוגיות עיקריות לביצוע הערכת השווי של הנכסים וההתחייבויות המוחשיים והבלתי מוחשיים.**

על מנת ליישם את הגישה הנאותה ביותר להערכת נכס, יש לשקול את אופיו של הנכס המוערך, טרם יישום כל אחת משלוש הגישות הבאות :

1. **גישת השוק** - בהתאם לגישה זו, השווי ההוגן מתחשב במחירים ששולמו לאחרונה תמורת נכסים דומים, עם התאמות שנעשו במחירי השוק הנקובים על מנת לשקף את המצב והשימושיות של הנכס המוערך באופן יחסי לנכסים המקבילים בשוק.

2. **גישת ההכנסה** - בהתאם לגישה זו, השווי ההוגן תלוי בערך הנוכחי של תועלות כלכליות עתידיות שייגזרו מן הבעלות על הנכס. מקום מרכזי בגישה זו תופס ניתוח של פוטנציאל הרווחים שמייצג הנכס ושל הסיכונים הבסיסיים הקשורים בקבלת הרווחים הללו. השווי הכלכלי של תועלת כלכלית עתידית זו מוערך ע"י היוון תזרימי מזומנים הנקיים על פי שיעורי התשואה המקובלים בשוק לנכסים דומים.

3. **גישת העלות** - בהתאם לגישה זו, השווי ההוגן מוערך בהתבסס על עלות השחלוף של הנכס בניכוי פחת המבטא התיישנות פונקציונאלית, כלכלית או טכנולוגית של הנכס הקיים ביחס לחדש.

3.4 נכסים והתחייבויות מוחשיים

באופן כללי, הנכסים וההתחייבויות המוחשיים כוללים את המרכיבים הבאים :

1. רכוש שוטף, לא כולל מלאי (מזומנים, בטוחות סחירות, לקוחות, חייבים ויתרות חובה ועוד);

2. מלאי;

3. מקרקעין;

4. השקעות בחברות כלולות;

5. מבנים להשכרה (נדל"ן מניב);
6. רכוש קבוע;
7. רכוש אחר;
8. התחייבויות שוטפות (אשראי מתאגידים בנקאיים, ספקים, זכאים ועוד);
9. התחייבויות לזמן ארוך (אגרות חוב, הלוואות לזמן ארוך, אגרות חוב הניתנות להמרה).

בקביעת הערך ההוגן לכל נכסים והתחייבויות מוחשיים, כל הערכה חייבת להתחשב בגורמים ספציפיים לנכס, לרבות (אך ללא הגבלה), התועלת הכלכלית הנובעת ממנו ואורך חייו הכלכליים הנותרים.

3.5 Contributory Charges - חיובים בגין "נכסים תורמים"

תחת המתודולוגיה של הערכת הנכסים הבלתי מוחשיים של החברה באופן פרטני, יש לקחת בחשבון כי נכסים אלו אינם עומדים בפני עצמם באופן מלא, במובן כי הם "נדרשים" לשירותים שונים מנכסים אחרים של החברה אשר יש להם עלות כלכלית אשר אינה באה לידי ביטוי באופן תזרימי, אך יש להביאה לידי ביטוי בהערכת שוויו הכלכלי של הנכס תחת ההנחה כי הנכס הינו stand alone (ההנחה בבסיס הערכתו כנכס בלתי מוחשי) היה משלם עבור שירותים אלו. עלות זו מחושבת באמצעות הכללת "חיוב תורם" (contributory charge) בגין השימוש באותם נכסים אחרים של הנכס הבלתי מוחשי. באופן כללי, הנכסים התורמים הינם בד"כ רכוש קבוע, כוח אדם, מותג (אם יש), רישיון (אם יש) ועוד.

3.6 תקן חשבונאות ישראלי מספר 20

בהתאם להוראות תקן חשבונאות מספר 20 בדבר הטיפול החשבונאי במוניטין ובנכסים בלתי מוחשיים ברכישה של חברה מוחזקת, תיפסק הפחתת המוניטין באופן שיטתי ותבוצע בחינה תקופתית של ירידת ערך מוניטין, בדומה לתקינה האמריקאית הקיימת.

תקן 20 מבחין בין מוניטין הנובע מרכישה של חברה בת לבין מוניטין הנובע מרכישה של חברה מוחזקת, שאינה חברה בת לעניין עיתוי בחינת ירידת ערך. לגבי מוניטין הנובע מרכישה של חברה בת יש לבצע בחינה לירידת ערך אחת לשנה או בתדירות גבוהה יותר אם קיימים סימנים, המצביעים כי יתכן וחלה ירידת ערך של נכס זה. מוניטין הנובע מרכישה של חברה מוחזקת שאינה חברה בת נכלל בערך הפנקסני של ההשקעה באותה חברה, ולפיכך, בחינת ירידת ערך של מוניטין זה תבצע כחלק מבחינת ירידת ערך של ההשקעה בכללותה, אם קיימים סימנים המצביעים כי יתכן וחלה ירידת ערך של ההשקעה בכללותה.

בנוסף, תקן 20 קובע כי נכס בלתי מוחשי בעל אורך חיים שימושיים בלתי מוגדר לא יופחת. במקום זאת, התקן דורש לבצע בחינה לירידת ערכו של הנכס אחת לשנה, או

בתדירות גבוהה יותר, אם קיימים סימנים המצביעים כי יתכן וחלה ירידת ערך של נכס זה.

3.7 הטבות הפחתת מס

לאחר הערכת השווי הכלכלי של הנכס (על פי כל אחת מגישות ההערכה) נדרשת התאמה לערך הכלכלי שנקבע לנכס וזאת בכדי לשקף את הטבת המס המעשית או התיאורטית (תלוי אם הנכס מוכר למס או לא) הנובעת מההפחתה של הנכס לצרכי מס הכנסה.

כאשר צירוף עסקי נחשב כרכישת מניות למטרות מס הכנסה בדרך כלל לא חל שינוי מקביל בבסיס המס של הנכסים שנרכשו. כלומר, בסיס המס של הנכסים הבלתי-מוחשיים בדרך כלל עובר הלאה מהחברה הנרכשת לחברה הרוכשת. בעבר, הנהלים המקובלים קבעו כי אין לכלול שום הטבת מס בהערכת השווי של הנכסים הבלתי-מוחשיים משום שהקונה לא יוכל לבצע הפחתה של הנכסים הבלתי-מוחשיים שנרכשו למטרות דיווח למס הכנסה, ולכן לא ירוויח מן החיסכון במס הקשור בהפחתה של הנכסים.

מאידך גיסא, כאשר המטרה של הערכת השווי היא לאמוד את הערך ההוגן כפי שמונח זה מוגדר בתקינה החשבונאית, הערך של הטבות הפחתת המס הקשורות בנכסים בלתי-מוחשיים צריך להיכלל גם בעסקאות שבהן לא יותר לקונה לגלם ולהפחית את ערך הנכסים הבלתי-מוחשיים שנקנו למטרות מס הכנסה (כלומר, קומבינציות עסקיות פטורות ממס במקום רכישות נכסים).

בהתאם לסעיף 5.3.102 במדריך לשכת רואי-החשבון האמריקנית, הערך ההוגן של נכסים בלתי-מוחשיים כולל את הערך של הטבת המס הנובעת מהפחתת הנכסים הללו. הטבת המס הנובעת (כאמור, מעשית או תיאורטית) מהפחתת הנכסים הבלתי מוחשיים שהוערכו על ידינו מתווספות לשווי הכלכלי "נטו" של הנכסים ומוצגות כסכום אחד.

כאמור, אנו הנחנו כי ההפחתה של הנכסים הבלתי-מוחשיים שנרכשו יוכרו למטרות דיווח למס הכנסה. יחד עם זאת יצוין, כי טרם הובעה עמדת רשויות המס בנושא. בהיעדר קביעת רשויות המס לכאן או לכאן, הנחתנו מתבססת על הוראות המדריך הלשכה האמריקאית והפרקטיקה המקובלת כפי שבאה לידי ביטוי בעבודות הקצאת עלות רכישה שפורסמו בשנה החולפת. ייתכן, כי עמדת רשויות המס תהיה שונה מההנחה שבבסיס עבודה זו, ולפיכך פירטנו עבור כל נכס בלתי מוחשי, את מרכיב מגן המס הכלול בו.

חישוב מגן המס הינו חישוב איטרטיבי, הכולל שני חישובים הנערכים סימולטאנית:
(1) חישוב ערך מגן המס הינו תזרים המזומנים הנובע מהפחתת הנכס הבלתי מוחשי מוכפל בשיעור המס; (2) חישוב ערך הנכס המופחת הכולל את ערך מגן המס.

4. הערכת שווי הנכסים הבלתי מוחשיים

4.1 צבר הזמנות

4.1.1 מתודולוגיה

השווי הכלכלי של צבר ההזמנות עבור החברות כאו"ל וגדיב הוערך על ידי היוון תזרים המזומנים הנקי (DCF) הצפוי ממנו. גישה זו מהווה יישום של גישת ההכנסה בהערכת שווי נכסים.

שיטת היוון תזרימי המזומנים מכירה במפורש כי ערכו השוטף של נכס נקבע על פי הנחות שונות לגבי התועלות הכלכליות העתידיות הצפויות לנבוע ממנו, כגון הכנסות תקופתיות ו/או חיסכון בעלויות. השווי הכלכלי של הנכס מוערך ע"י היוון תזרימי המזומנים הנקיים הצפויים לנבוע ממנו בשיעור היוון המשקף הן את מחיר ההון של פעילות כל אחת מהחברות הכוללת והן את הסיכונים הגלומים בנכס הספציפי.

4.1.2 סיכום הערכת שווי צבר הזמנות

להלן סיכום הערכת שווי צבר ההזמנות, באלפי ש"ח (פירוט החישובים מובא בנספחים), רמת 100%:

הפחתה (שנים)	סה"כ שווי כלכלי (אלפי ₪)	
1	1,050	צבר הזמנות כאו"ל לפני מגן מס
1	406	מגן מס כאו"ל
1	1,456	צבר הזמנות כאו"ל לאחר הטבת מס
1.5	27,585	צבר הזמנות גדיב לפני מגן מס
1.5	9,763	מגן מס גדיב
1.5	37,348	צבר הזמנות גדיב לאחר הטבת מס

4.1.3 הנחות בבסיס תחזית תזרים המזומנים

1. הכנסות - על פי נתונים שנמסרו לנו על ידי הנהלת החברה לכאו"ל הזמנות חתומות בסכום של כ- 1,368 מיליוני ₪, ולגדיב הזמנות חתומות בסכום של כ- 55 מיליוני ₪.
2. עלויות - על פי נתונים שנמסרו לנו מהנהלת החברה העלויות הקשורות בהכנסות מצבר ההזמנות דומות לעלויות של כלל פעילות החברה ושיעורי הרווחיות הצפויים בגין צבר זה דומים לשיעורי הרווחיות הקבועים של החברה.
3. Contributory charges - על פי בחינת פעילות החברה הכללנו "חיובים תורמים" בתזרים המזומנים של בסיס הלקוחות בגין 3 נכסים תורמים:

- א. **רכוש קבוע** - הכללנו הוצאה בשיעור של 6% נטו ממס (להערכתנו, התשואה הכלכלית הנדרשת הראויה על הרכוש הקבוע) מיתרת שוויו ההוגן של הרכוש הקבוע.
- ב. **כוח אדם** - למרות שכוח האדם על פי בחינתנו אינו נכס מוחשי הניתן להערכה באופן נפרד, יש לכלול בגינו חיוב תורם. חיוב זה צריך לבטא את העלות של השכרת והכשרת כוח האדם של החברה ממצב שבו אין לחברה כל כוח אדם. על פי נתונים והערכות שנמסרו לנו ע"י הנהלת החברה ועל פי ניסיונו הזמן הממוצע למהלך כזה עומד על כ-3 חודשים ועל כן הכללנו בתחזית תזרים המזומנים חיוב יחסי עבור 3 חודשי שכר וזאת על בסיס הוצאות השכר בשנת 2006.
- ג. **הון חוזר** - ההון החוזר (working capital) של החברה מייצג את הכספים הדרושים לפירמה לשם מימון עסקיה השוטפים ולגישור על פערי הזמן שבין מועד הוצאת הכספים בתהליך הייצור לבין מועד קבלת התשלומים. עלות ההון החוזר חושבה בהתבסס על שיעור ההון החוזר של החברות בשנת 2006. נלקח שיעור תשואה 6%.
4. **הכללת הטבת המס בשווי הנכס** - כפי שהסברנו בפרק המתודולוגיה, הנחנו כי הפחתת הנכס תהיה מוכרת לצורכי מס.

5. סיכום ההערכה

5.1 התאמות נוספות בנכסים מוחשיים

ערכנו את ההתאמות הבאות בנכסים המוחשיים הבאים של החברה, נכון למועד העסקה:

5.1.1 הון חוזר

שווי ההון החוזר, הכולל לקוחות, חייבים, ספקים וזכאים הוערך על בסיס ערכו בספרי החברה ליום 30.6.07. אנו סבורים כי שווי בספרים של ההון החוזר מהווה קירוב נאות לשווי ההוגן.

5.1.2 מלאי

הטבלה שלהלן מציגה את שווי ההוגן של המלאי למול שווי בספרים, זאת בהתאם לנתונים שהתקבלו מהחברה:

הפרש	שוק	עלות		
169,104	2,354,086	2,184,982	נפט גלמי	בז"ן
75,262	938,563	863,301	מוצרי דלק	
-	46,772	46,772	חומרי עזר	
-	11,365	11,365	כימיקלים	
244,366	3,350,786	3,106,420		
638	12,878	12,240	חמרי גלם ומוצרי ביניים	גדיב
-	3,401	3,401	חמרי עזר ואריזה	
5,314	120,676	115,362	מוצרים מוגמרים	
5,952	136,955	131,003		
11,859	114,639	102,780	תוצרת גמורה	כאו"ל(50%)
-	52,588	52,588	חמרי גלם	
11,859	167,226	155,368		
262,177	3,654,967	3,392,791		סה"כ (מאוחד)

5.1.3 השקעה בחברות מוחזקות

במסגרת עבודתנו יצרנו עודף עלות עבור הפער בין שווי השוק והשווי בספרי בז"ן של ההשקעות בחברות גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ ומפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ, כאמור בטבלה מטה (אלפי ₪):

שם חברה	אחוז אחזקה	בספרים	שווי שוק	שווי אחזקה	הפרש מקורי
גדות	23.15%	46,742	234,279	54,236	7,494
מפעלים פטרוכימיים	**12.30%	72,304	1,391,460	171,150	98,846

* נתוני הבורסה בתל אביב ליום ה-30.6.2007.

** יצוין כי בתאריך 5.6.2007 הקצתה מפעלים פטרוכימיים בע"מ (מפ"ב) 800,000 מניות למשקיעים מוסדיים שמהוות בדילול מלא כ-2.63% מהונה. כתוצאה מכך ירד שער האחזקה של בז"ן ל-12.3%.

לדעתנו, עודפי העלות העשויים להיווצר, אם בכלל, בגין ההשקעה בשב"ח אינו מהותי.

בהתאם להבהרות שהתקבלו מהחברה עודפי העלות, אם בכלל, בחברות המוחזקות האחרות אינם מהותיים.

העתודה למס עבור עודפי העלות בגין חברות מוחזקות חושבה בהתאם להנחת החזקה בנכס ושיעור מס עתידי של 25%.

5.1.4 רכוש קבוע

להלן טבלה המפרטת את עודף העלות שיוחס לציוד בהתאם להערכת לודן:

החזקה	הפרש מקורי (א' ₪)	שווי הוגן	שער דולר	שווי הוגן דולרי 30.6.2007	ערך בספרים	הפרש מקורי לרכוש קבוע
100%	3,305,951	5,287,711	4.249	1,244,460	1,981,760	ציוד, בז"ן סולו
100%	967,958	1,315,745	4.249	309,660	347,787	ציוד, גדיב

להלן טבלה המפרטת את עודף העלות שיוחס לקרקע ולזכויות בה בהתאם להערכת השמאי, בן ציון גולדשטיין:

זכויות בגין קרקע, בז"ן		
שקלים	דולרים	
532,964,817	125,433,000	שווי זכויות בקרקע
(182,707,000)	(43,000,000)	דמי הרשאה למדינת ישראל
350,257,817	82,433,000	שווי זכויות בז"ן בקרקע*
שווי מקרקעין, בז"ן		
שקלים	דולרים	
91,353,500	21,500,000	שווי מבנים
33,992,000	8,000,000	שווי פיתוח צמוד
125,345,500	29,500,000	סה"כ שווי לפי שמאי
9,667,000		שווי מאזני קרקעות בז"ן סולו
28,136,878	6,622,000	שווי קרקעות גדיב
11,721,000		שווי מאזני קרקעות גדיב
132,094,378		עודף עלות קרקעות בזן מאוחד

* זכויות בז"ן במקרקעין מוצגות בספריה כחכירה מהוונת בסכום של כ- 29,217 אלפי ₪. עודף העלות חושב כפער בין השווי ההוגן כפי שמופיע בהערכת השמאי לבין השווי האמור בספרי החברה. יצויין, כי בהתאם להבהרות שמאי המקרקעין, זכויות בז"ן בקרקע הינן זכויות חכירה.

להלן טבלה המפרטת את שווי ההוגן של הרכוש הקבוע של חברת כאו"ל, כפי שהוערך בספרי כאו"ל (בספרי בז"ן מופיע רכוש זה על פי שווי העלות שלו):

₪	שווי רכוש קבוע, כאו"ל
2,434,908	שווי בספרים
3,014,955	שווי הוגן
580,047	עודף עלות
50%	אחוז החזקה
290,024	עודף עלות משוקלל

לדעתנו, בהתאם להבהרות שהתקבלו מהחברה, פרט להתאמה זו, שווים ההוגן של יתר פריטי הרכוש הקבוע, תואם לשווים בספרים. העתודה למס עבור הרכוש הקבוע חושבה בהתאם להנחת החזקה בנכס ושיעור מס עתידי של 25%.

5.1.5 השקעות נדרשות באיכות סביבה

בהתאם להבהרות שהתקבלו מהחברה, השקעות אלו הינן במהלך העסקים הרגיל אליה נדרשת החברה, ולפיכך לא יצרנו עודף עלות בגין השקעות אלו.

5.1.6 אופציית סקיילקס

החברה לישראל התחייבה כלפי סקיילקס קורפוריישן בע"מ (להלן: "סקיילקס") וחברה בשליטתה, פטרוליום קפיטל הולדינגס בע"מ (להלן: "PCH"), במסגרת כתב התחייבויות בלתי חוזר במסגרתו נקבע, בין היתר, כי אם PHC וסקיילקס יקבלו את כל האישורים הנדרשים לשליטה והפעלת אמצעי שליטה בבז"ן, עד ולא יאוחר מיום 15 במאי, 2009 אזי במקרה כזה החברה תתקשר עימן בהסכם שליטה משותפת בבז"ן (להלן: "הסכם השליטה") בהתאם לנוסח שהוסכם בין הצדדים.

בהתאם להבהרות שהתקבלו מהרוכשים, נכון ליום חתימת הדוחות הכספיים עליהם מבוססת העבודה, לא ניתן להעריך את סבירות מימושה של אופציה זו, התלויה בגורמים רגולטורים וסטטוטוריים שלא ניתן להעריך את החלטתם בשלב זה.

כן יצוין, כי שווי האופציה בהנחת מימוש תוך 120 יום ובהתעלם ממגבלות רגולטוריות אלו איננו מהותי¹.

5.1.7 מכשירים פיננסיים

בהתאם לנתונים שנמסרו לנו על ידי הנהלת החברה, שווים בספרים של המכשירים הפיננסיים של החברה מהווה קירוב נאות לשווים הכלכלי, בהתאמות המפורטות להלן, בהתאם למידע בדבר השווי ההוגן של המכשירים הפיננסיים בדוח הדירקטוריון של החברה:

בחברת בז"ן:

הלוואות דולריות	אג"ח דולרי לז"א	אג"ח דולרי צמוד לז"א	
2,037,216	26,051	922,638	סה"כ שווי הוגן
2,035,391	25,613	872,666	סה"כ ערך בספרים
1,825	438	49,972	עודף עלות בגין הלוואות מתאידיים בנקאיים, לפני מס

בחברת כאו"ל:

הלוואות דולריות	אג"ח שקלי לז"א	הלוואות יורו	כאו"ל אלפי ₪
939,685	849,310	281,863	סה"כ שווי הוגן
940,497	856,028	283,775	סה"כ ערך בספרים
406	3,359	956	עודף עלות (רמת 50%)

¹ שווייה הכלכלי של האופציה בהתאם להנחת אלו הינו בטווח שבין 30-40 מיליון ₪, כאמור לאור הקושי להעריך את סבירות מימושה של אופציה זו לא התחשבנו בסכום זה בעת קביעת תמורת הרכישה.

6. מחיר ההון ושיעורי ההון

6.1 כללי

כאמור לעיל פעילותה העיקרית של החברה הינה בשלושה תחומים עיקריים: תחום הזיקוק, תחום המוצרים הארומטיים, ותחום הפולימרים.

למעשה, שלושת תחומי הפעילות הללו כרוכים זה בזה ולפיכך יש להתייחס אל כולם כאילו תחום אחד: זיקוק הנפט ומוצרים נלווים. לכן, השתמשנו באותו מחיר הון הן לפעילות החברה והן לפעילות החברות הבנות.

בהיעדר חברות סחירות דומות בארץ, מחיר ההון המשוקלל נקבע בשיעור של 8%, על סמך ניסיונו ושיקול דעתנו המקצועי. **כבדיקה משלימה** לצורך אמידת מחיר ההון של פעילות הקבוצה, נעשתה אמידה של מחיר ההון המשוקלל של החברה, ה-WACC (תוך שימוש במודל ה-CAPM לחישוב מחיר ההון העצמי) ותוך השוואה לחברות בחו"ל העוסקות בפעילות דומה).

6.2 תחשיב ה-WACC

מחירי ההון חושבו על ידינו תוך שימוש במודל ה-CAPM (לחישוב שיעור התשואה הנדרשת על ההון העצמי של החברה), והנחות נוספות בדבר מחיר החוב ומבנה החוב הראויים של החברה.

להלן פירוט שלבי תחשיב ה-WACC עבור תחום האנרגיה:

• מחיר ההון העצמי (Ke)

הטבלה להלן מביאה סיכום של הפרמטרים העיקריים ששימשו אותנו בהערכת ה-Ke הראוי של החברה:

הערות	הנחה	פרמטר
1	3.80%	ריבית חסרת סיכון
2	6.5%	פרמיית תשואת שוק
3	0.62	β

הערות לטבלה:

(1) שיעור התשואה הריאלית לפדיון הרב שנתי של אג"ח ממשלתית צמוד (לתקופות של כ-10 שנים).

(2) השתמשנו בפער הממוצע בין התשואה הריאלית השנתית של מדד המניות הכללי בבורסה בתל אביב לבין הריבית חסרת הסיכון בשוק בתקופה שבין 1990-2005. שיעור זה דומה לשיעורים המקובלים המצוטטים בספרות המימונית.

(3) בכדי לקבוע את ה- β של החברה בחנו קבוצה של חברות דומות/מתחרות של החברה. האמידה התבססה על ערכי ה- β של חברות ברחבי העולם העוסקות בפעילות דומה לפעילות החברה.

הטבלה הבאה מפרטת את הממצאים העיקריים של תהליך בחינת ותחשיב הביטא כפי שפורט לעיל:

D/V	β^2	סימבול	שם החברה
18%	1	SUN	Sunoco Inc.
3%	0.48	IMO	Imperial Oil Ltd.
7%	0.1	MUR	Murphy Oil Corp.
6%	0.89	RDS-B	Royal Dutch Shell plc
9%	0.62		ממוצע השוואתי

• **מחיר החוב**

מחיר החוב לאחר בחינת המאפיינים הספציפיים של החברה מחיר החוב של החברה הינו 6.5% (ברוטו). הנחנו שיעור מס של 25% בכדי לקבל את מחיר החוב, נטו, לצורך תחשיב ה-WACC.

• **חישוב ה-WACC**

בהתבסס על התחשיבים לעיל ותוך שימוש ביחס הון עצמי/חוב של 15% (המבוסס על בחינת החברות הדומות ומאפייני הענף ובהתחשב במבנה ההון הנוכחי והצפוי בשנים הקרובות של החברה) ה-WACC הראוי של החברה הינו כ- 8%.

יצוין כי מחיר ההון שהתקבל הינו דומה למחיר ההון המקובל לפרויקטי ולחברות תשתית גדולות בישראל. כמו כן מחיר הון זה דומה למחיר ההון של בתי זיקוק בסדר גודל דומה בארה"ב (באירופה מקובל להעריך בתי זיקוק במחיר הון בטווח שבין 7%-9%).

² נתוני ה- β מתבססים על נתוני yahoo finance.

7. סיכום הקצאת עלות הרכישה

להלן סיכום הקצאת עלות הרכישה (רמת 100%, מיליוני ש"ח), לפני יחוס מוניטין שלילי:

מיליוני ₪	
2,430.0	תמורת רכישה
36.8%	אחוז נרכש (סה"כ)
6,603.3	תמורת הרכישה (מגולמת לרמת 100%)
3,206.4	הון עצמי (רמת 100%)
3,396.8	עודף עלות לייחוס
3,306.0	הפרש מקורי מיוחס לציוד בז"ן סולו
968.0	הפרש מקורי מיוחס לציוד גדיב
321.0	הפרש מקורי מיוחס לזכויות במקרקעין בז"ן
132.1	הפרש מקורי מיוחס למבנים ופיתוח צמוד בז"ן
32.8	הפרש מקורי מיוחס למקרקעין כאו"ל
257.2	הפרש מקורי מיוחס לציוד כאו"ל
244.4	הפרש מקורי מיוחס למלאי בז"ן
28.5	אחר
98.8	הפרש מקורי מיוחס לאחזקה בפטרוכימיים
37.3	צבר הזמנות גדיב
(50.0)	הפרש מקורי בגין אג"ח צמוד בז"ן
(1,356.0)	עתודה למס
4,020.1	סה"כ הפרש מקורי מיוחס (רמת 100%)
(623.3)	מוניטין (רמת 100%)

ת"מ 081

פומבי

בתי זקוק לנפט בע"מ
OIL REFINERIES LTD

מספר ברשם: 520036658

ניירות ערך של התאגיד רשומים למסחר בבורסה בתל-אביב

שם מקוצר: בתי זיקוק

רחוב: ת"ד 4, חיפה 31000

טלפון: 04-8788111, 04-8788114, פקס: 04-8788850

דואר אלקטרוני: bazan@orl.co.il

תאריך שידור: 30/03/2008

אסמכתא: 2008-01-088119

לכבוד

רשות ניירות ערך

www.isa.gov.il

לכבוד

הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ

www.tase.co.il

דוח מתקן לדוח משובש שנשלח בתאריך 20/03/2008 שמספר אסמכתא שלו: 2008-01-078348

השיבוש: עדכון תאריך האקס

סיבת השיבוש: תיקון טכני

עיקרי התיקון: עדכון תאריך האקס ל-11 במאי

דוח מידי על חלוקת דיבידנד במזומן

תקנה 37 (א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), תש"ל - 1970

- הרינו לדווח כי בתאריך 19/03/2008 החליט דירקטוריון התאגיד על חלוקת דיבידנד.
- סכום הדיבידנד שישולם הינו בסך 240,000,000 ש"ח.
- הדיבידנד הינו בשיעור של 011.9999% מההון המונפק והנפרע.
- המועד הקובע (יום הקום): 06/05/2008
- יום האקס: 11/05/2008
- תאריך חלוקת הדיבידנד: 20/05/2008
- שיעור המס שינוכה במקור
- שיעור המס שינוכה במקור מיחידים תושבי ישראל יהיה כ-18.979% ומחברות ישראליות כ-3.064%. על תושבי חו"ל יחולו שיעורי ניכוי מס במקור כחוק. בהתחשב בשיעורים הקבועים באמנות בדבר מניעת כפל מס.
- הסבר: נבקשכם לפרט בנפרד את שיעור המס שינוכה במקור בגין יחידים ובגין חברות.
- יתרת רווחי התאגיד כהגדרתם בסעיף 302 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. לאחר החלוקה נשוא דוח זה הינם בסך של 883,630,000 ש"ח.
- הליך אישור חלוקת הדיבידנד
- 19/03/2008 - אישור דירקטוריון.
- 28/04/2008 - חלוקת הדיבידנד מובאת לאישור האסיפה הכללית.
- במקרה שהחלטת האסיפה הכללית לאשר את חלוקת הדיבידנד תתקבל במועד אחר, הנהלת החברה תהיה מוסמכת לקבוע את היום הקובע ואת יום תשלום הדיבידנד בהתאם.

7.

מספר נייר זכאי	סכום דיבידנד שישולם בש"ח או במטבע אחר למניה	מטבע תשלום	תאריך שער תשלום
2590248	0.1199999	ש"ח	

הסבר: יש לציין את סכום הדיבידנד שישולם בדיוק של עד 7 ספרות לאחר הנקודה העשרונית

- מספר המניות הרדומות של התאגיד שאינן זכאיות לתשלום דיבידנד ואשר בגינן יש להמציא מכתב ויתור לקבלת תשלום הדיבידנד
- במידה וקיימים לחברה ניירות ערך המיריים להון, פרט את השפעת חלוקת הדיבידנד עליהם:

הערה: שיעורי המס המפורטים בסעיף 4 לעיל נקבעו בהתחשב בכך שחלק מסכום הדיבידנד המחולק הוא בגין רווחי מפעל מאושר ועל-כן מחויב בניכוי מס במקור בשיעור של 15%.

מספרי אסמכתאות של מסמכים קודמים בנושא (אין האזכור מהווה הכללה על דרך הפניה):

שמות קודמים של ישות מדווחת:

תאריך עדכון מבנה הטופס: 14/02/2008

שם מדווח אלקטרוני: מורדוך אליהו , שם חברה מעסיקה: , תפקידו: עו"ד/יועץ משפטי
ת"ד 4 חיפה 31000 , טלפון: 04-8788135 , פקס: 04-8788741 , דואר אלקטרוני: emordoch@orl.co.il