

קניה | מחיר יעד: 755 ש"ח | DLEKG  
אנליסט: יואב בורגן | 03-6845756 | [yoav@leader.co.il](mailto:yoav@leader.co.il)

גז טבעי –  
האופטימיות רחוקה מלהסתיים

נתונים עיקריים



נתונים עיקריים

4,499.7	שווי שוק (מ' ₪)
396.8	שער נוכחי (₪)
755	מחיר יעד (₪)
109.0-635.67	טווח 52 שבועות (₪)
27.62%	סחורה צפה (%)
21,612.0	מחזור ממוצע (א' ₪)
8.9%	תשואת דיבידנד

בעלי מניות עיקריים

יצחק שרון תשובה	64.05%
-----------------	--------

נתוני רווח והפסד עיקריים

2007	2008	10-12/08	(מ' ₪)
42,396	47,894	7,329	הכנסות
7,184	6,956	1,164	רווח גולמי
4,114	1,167	(956)	רווח תפעולי
1,298	(1,809)	(1,438)	רווח נקי

נקודות עיקריות

במסגרת פרסום הדוחות הכספיים לשנת 2008 בערב יום ה' בשבוע שעבר, חברת החשמל ציינה כי בכוונתה לפתוח במהלך השבועות הקרובים במו"מ לרכישת גז טבעי מן השותפות בקידוח הימי "תמר" (כ-90 מול חיפה). חברת החשמל מעריכה כי פיתוח השדה, לרבות הקמת צינור גז לחופי ישראל, יימשך כ-3.5 שנים, כלומר שהזרמת הגז הטבעי תחל לא לפני שנת 2013. נראה, כי חברת החשמל אינה לוקחת בחשבון בשלב זה את הערכותיהן של השותפות בקידוחי הגז הטבעי הימיים בדבר האפשרות של תחילת אספקה למשק הישראלי כבר בשנת 2012, וזאת באמצעות פיתוח המאגר "דלית 1" שמול חופי חדרה (בעל עתודות משוערות של כ-14.2 BCM) לפני המאגר הגדול והמורכב יותר של "תמר 1" (כ-142 BCM).

ביום חמישי האחרון גם פרסמה חברת Noble (NYSE: NBL), השותפה המפעילה של קידוחי "תמר" ודלית", את תוצאותיה הכספיות לרבעון הראשון. להלן הממצאים שלנו משיחת הועידה שקיימה הנהלת החברה:

Noble מציינת כי על סמך המידע הסיימי שנאסף עד כה (2D), קיים פוטנציאל לגילוי מאגרי גז טבעי גדולים יותר מ"תמר" בים התיכון, וכי בהחלט ייתכן ו-Noble תשלח שוב אסדה על מנת לבצע פעילויות אקספלורציה נוספות במחצית השנייה של 2010 או בראשית 2011 (נזכיר, כי אסדת הקידוח Atwood Hunter, אשר ביצעה את קידוחי אקספלורציה "תמר 1" ו"דלית 1", צפויה לעזוב את האזור בעוד כשלושה חודשים עם סיומו הצפוי של קידוח האימות "תמר 2"). בכלל, Noble נהיית בטוחה יותר ויותר במודל הגיאולוגי שלה ובממצאים הסיימיים ביחס לאגן הלבנטיני.

מנהלי Noble ממשיכים את קו ההתבטאויות מצד השותפות הישראליות ב"תמר וב"דלית", בדבר האפשרות לייצא גז טבעי ולא רק להסתפק במכירות ללקוחות גז טבעי ישראליים, ייתכן כטקטיקה במסגרת המו"מ העתידי עם חברת החשמל והלקוחות המקומיים הפוטנציאליים האחרים.

נקודה מעניינת נוספת העולה משיחת הועידה של Noble, היא השיעור הגבוה של שאלות אנליסטים על הקידוחים הימיים "תמר" ו"דלית" – שיעור זה, המצוי במגמת עלייה משיחה לשיחה, משקף להערכתנו את רמת העניין הגוברת של משקיעים זרים בקידוחי הגז הטבעי הימיים של ישראל, ומכאן הפוטנציאל להמשך אפסייד משמעותי למדי ב"מניות הגז" השונות (ראו להלן). אנו סבורים, כי עם הפרסום הצפוי של תוצאות קידוח האימות "תמר 2" מתישהו בראשית הרבעון השלישי, יותר ויותר אנליסטים זרים ירגישו נוח בניסיונות לכמת את הפוטנציאל הכלכלי של מאגרי "תמר" ו"דלית".

מניה / יחידת השתתפות	אפסייד משוער
דלק אנרגיה	110%
ישראלמקו	101%
קבוצת דלק	90%
דלק קדוחים	51%
אבנר	33%

מודל ה-NAV

קבוצת דלק - מודל NAV לפי שווי כלכלי לקידוח "תמר"					
במיליוני ₪:		במיליוני ₪:		מתדולוגיה	החזקות בחברות ציבוריות:
תרומה לשווי	שווי החזקה	שיעור החזקה	שווי שוק		
24.5%	3,359	88.9%	3,780	שווי כלכלי - "תמר" + ים תטיס	דלק אנרגיה
12.0%	1,648	71.0%	2,323	שווי שוק	דלק US
9.8%	1,339	85.7%	1,562	שווי שוק	דלק חברת הדלק הישראלית, כולל חברות כלולות
11.7%	1,609	54.2%	2,968	שווי שוק	דלק רכב
3.3%	457	12.6%	3,631	שווי כלכלי - "תמר" + ים תטיס	אבנר נפט וגז
3.1%	419	79.9%	524	שווי שוק	דלק נדל"ן
4.6%	635	52.1%	1,219	שווי שוק	הפניקס
2.7%	364	16.0%	2,282	שווי שוק	HOT
1.8%	243	6.5%	3,728	שווי כלכלי - "תמר" + ים תטיס	דלק קידוחים
0.5%	75	64.1%	117	שווי שוק	גדות ביזימיה
<b>73.9%</b>	<b>10,149</b>				
במיליוני ₪:		במיליוני ₪:		מתדולוגיה	החזקות בחברות פרטיות:
תרומה לשווי	שווי החזקה	שיעור החזקה	שווי חברה		
9.1%	1,248	100.0%	1,248	מחיר העסקה	Republic Companies Group
7.6%	1,040	50%	2,081	שווי מינימלי משוער להנפקת IDE	א.י.ד.א, ו.א.י.ד.
4.7%	641	80.0%	802	מחיר העסקה	דלק איחפה
2.5%	346	100%	346	עלות הקמת תחנת הכוח בנינו הפחת	א.י.פ.י
2.0%	269	4.4%	6,070	הערכת שווי	ים תטיס
0.3%	36	25.0%	142	מחיר העסקה	RoadChef
<b>26.1%</b>	<b>3,581</b>				
				במיליוני ₪:	שווי החזקות בחברות ציבוריות
				10,149	שווי החזקות בחברות פרטיות
				3,581	סך שווי החזקות
				13,730	
				(4,847)	חוב סולו, נטו
				(60)	תקורות מהוונות
				8,823	סך שווי
				8,823	דיסקאונט - חברות החזקות
				0%	
				11,6864	מספר מניות - במיליונים
				755	שווי למניה
				397	מחיר המניה
				90%	אפסייד
				-47%	דיסקאונט

שווי העסקה (100%) הינו 34+342 מיליון אירו שכבר שולמו + 17-18 מיליון אירו התאמות נוספות בגין הון חוזר + עלויות נוספות נלוות לעסקה = כך, שבסופו של דבר, העלות הכוללת של העסקה משקפת שווי חברה של 400~ מיליון אירו לדלק בנלוקס.  
מזה הורד חוב שהועמס על דלק בנלוקס בגובה של 1,406 מיליון אירו.

חוב נטו סולו עפ"י דוח 31.12.2008

הוצאות הנה"כ מדוח החברה סולו לשנת 2008, בניכוי דמי ניהול לאותה תקופה, מהוון לאינסוף.

קבוצת דלק - מודל NAV סחיר					
במיליוני ₪:			במיליוני ₪:		
תרומה לשווי	שווי החזקה	שיעור החזקה	שווי שוק	מתדולוגיה	החזקות בחברות ציבוריות:
13.6%	1,602	88.9%	1,802	שווי שוק	דלק אנרגיה
11.4%	1,339	85.7%	1,562	שווי שוק	דלק חברת הדלק הישראלית, כולל חברות כלולות
13.7%	1,609	54.2%	2,968	שווי שוק	דלק רכב
14.0%	1,648	71.0%	2,323	שווי שוק	דלק US
3.6%	419	79.9%	524	שווי שוק	דלק נדל"ן
5.4%	635	52.1%	1,219	שווי שוק	הפניקס
3.1%	364	16.0%	2,282	שווי שוק	HOT
2.9%	343	12.6%	2,721	שווי שוק	אבנר נפט וגז
1.4%	161	6.5%	2,472	שווי שוק	דלק קידוחים
0.6%	75	64.1%	117	שווי שוק	גדות ביזנימיה
<b>69.6%</b>	<b>8,196</b>				
תרומה לשווי	שווי החזקה	שיעור החזקה	שווי חברה	מתדולוגיה	החזקות בחברות פרטיות:
10.6%	1,248	100.0%	1,248	מחיר העסקה	Republic Companies Group
8.8%	1,040	50.0%	2,081	שווי מינימלי משוער להנפקת IDE	א"י.ד.א, ו.א.י.ד
5.4%	641	80.0%	802	מחיר העסקה	דלק איחופה
2.9%	346	100.0%	346	עלות הקמת תחנת הכוח בנינו הפחת	א"י.פ.פי
2.3%	269	4.4%	6,070	הערכת שווי	ים תטיס
0.3%	36	25.0%	142	מחיר העסקה	RoadChef
<b>30.4%</b>	<b>3,581</b>				
				במיליוני ₪:	
				<b>8,196</b>	<b>שווי החזקות בחברות ציבוריות</b>
				<b>3,581</b>	<b>שווי החזקות בחברות פרטיות</b>
				<b>11,776</b>	<b>סך שווי החזקות</b>
				(4,847)	חוב סולו, נטו
				(60)	תקורות מהוננות
				6,869	<b>סך שווי</b>
				6,869	<b>דיסקאונט - חברות החזקות</b>
				0%	
				11,6864	מספר מניות - במיליונים
				588	שווי למניה
				397	מחיר המניה
				48%	אפסייד
				-32%	דיסקאונט

שווי העסקה (100%) הינו 342+34 מיליון אירו שכבר שולמו + 17-18 מיליון אירו התאמות נוספות בגין הון חוזר + עלויות נוספות נלוות לעסקה = כך, שבסופו של דבר, העלות הכוללת של העסקה משקפת שווי חברה של 400~ מיליון אירו לדלק בנלוקס. מזה הורד חוב שהועמס על דלק בנלוקס בגובה של 1,406 מיליון אירו.

חוב נטו סולו עפ"י דוח 31.12.2008

הוצאות הנה"כ מדוח החברה סולו לשנת 2008, בניכוי דמי ניהול לאותה תקופה, מהוון לאינסוף.

## גילוי נאות

פרטי מכין עבודת האנליזה

שם: יואב בורגן

כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב

e-mail: yoav@leader.co.il

השכלה: M.Sc מימון-חשבונאות – אוניברסיטת ת"א

B.A כלכלה – אוניברסיטת חיפה

LL.B משפטים – אוניברסיטת חיפה

ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסט (ספטמבר 2006 ואילך)

פועלים סהר – אנליסט (2004-2006)

Vega Consultants (כיום BDO זיו האפט) – אנליסט ויועץ כלכלי (2000-2004)

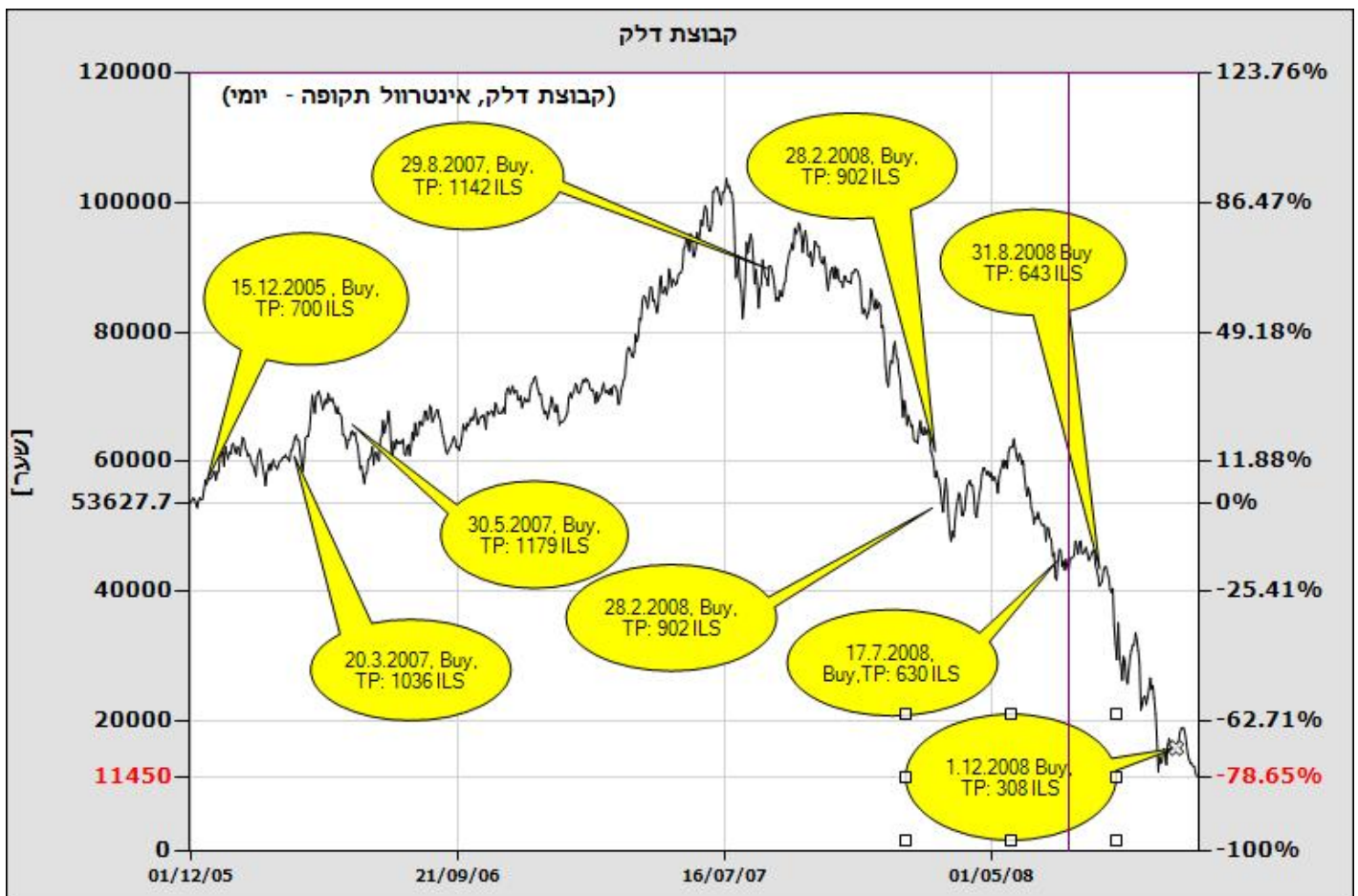
## פרטי התאגיד

לידר ושות' בית השקעות בע"מ

רח' הארבעה 21, תל-אביב

טל: 03-6845757

## ביצועים היסטוריים של המניה ושינויים בהמלצות ובמחיר היעד



## סולם המלצות

- קניה - תשואת יתר של מעל 20% בשנה הקרובה
- ת. יתר - תשואת יתר של 20% - 10% בשנה הקרובה
- ת. שוק - תשואה של +/- 10% בשנה הקרובה
- ת. חסר - תשואת חסר של 20% - 10% בשנה הקרובה
- מכירה - תשואת חסר של מעל 20% בשנה הקרובה

**מתודולוגיה**

הערכנו את שווייה של קבוצת דלק על בסיס שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV – Net Asset Value).

**גורמי סיכון**

- שינויים בשערי מט"ח - בגין הלוואות הנקובות במט"ח, וכן הואיל וחלק מהותי מרכישותיה ומהכנסותיה של הקבוצה נקובים במט"ח.
- שינויים בשערי הריבית - בגין הלוואות שקליות בשיעור משתנה.
- מצב שוקי ההון הגלובליים - לאור רגישות הקבוצה לשינויים במחירי ניירות הערך הסחירים המוחזקים ע"י הקבוצה.
- שינויי רגולציה בתחומי הדלקים, הגז, איכות הסביבה.

**גילוי מטעם התאגיד**

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו יעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוץ מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

לידר ושות' ותאגידים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך של לידר ושות' יש זיקה אליהם מכוח השתייכותה לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפיציהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.

לידר ושות' או תאגיד קשור אליה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

**גילוי והצהרת האנליסט**

אני, יואב בורגן, בעל רישיון מס' 7310, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יואב בורגן