

קבוצת דלק בע"מ (DLEKG) - התרחבות בקצב מהיר

נקודות מרכזיות

- אנו מעריכים את מניית דלק בכ-884 ש"ח (לפי NAV סחיר), 18% מעל מחירה הנוכחי (דיסקאונט של 15%). דיסקאונט נוסף גלום בהחזקות הסחירות, כש-5 העיקריות (80% ממודל NAV) בעלות פוטנציאל השבחה. הקבוצה נהנית משילוב של מנועי צמיחה ואינה תלויה באחד מהם. דלק צפויה להרחיב פעילותה תוך כניסה לשווקים חדשים בתחומי האנרגיה, הביטוח והנדל"ן. לאור זאת, אנו ממשיכים בהמלצת "קניה".
- הצפת ערך בדלק נדל"ן** (23% מ-N.A.V) - spin off של פעילות נדל"ן החברה בחו"ל בהנפקתו בבורסת AIM בלונדון, ברבעון הראשון של 2007, תציף ערך בקבוצה. בנוסף, דלק נדל"ן גדלה בקצב מהיר ותחזיק בכ-15% מאזורים מהמובילות בארץ בבניה למגורים (שוויה בשוק כ-540 מ' \$), במידה שדנקנר השקעות תמוזג לאזורים. מאידך, החזקת הקבוצה בדלק נדל"ן תדולל בכ-3.4% בעקבות הקצאה פרטית בקרוב של 5% מניות חדשות (בכדי לעמוד ברף החדש לסחורה צפה במדד ת"א 100). ההקצאה צפויה במחירי שוק.
- התאוששות דלק ארה"ב** (21% מ-N.A.V) - מרווח הזיקוק צפוי להתאושש בשנת 2007 לעומת הרבעון הרביעי המשפיע על התמחור בשוק כיום.
- שיפור בדלק רכב** (11% מ-N.A.V) - מכירות דלק רכב תשתפרנה בשנת 2007 לעומת ירידה ברבעון הרביעי המשפיע על התמחור בשוק כיום.
- פניקס תכנס לת"א 100** (15% מ-N.A.V) - לאחר שהשיגה את השליטה בפניקס תפעל דלק להכנסתה למדד ת"א 100 בשנת 2007, ע"י הגדלת הסחורה הצפה.
- גילוי נפט בוייטנאם** - בפרויקט בוייטנאם בו דלק אנרגיה מחזיקה 25%, בקידוח התגלית Blackbird נמצאו 70 מטר של שכבות נושאות נפט ובקידוח Dua-5X הושלמו בהצלחה מבחני ההפקה. החברה תפרסם בקרוב אומדן של היקף הפוטנציאל.
- חדירה לשווקים חדשים** - בתחום האנרגיה דלק עשויה לשכפל לאירופה את הצלחתה בארה"ב ונותרה מועמדת בלעדית לרכוש משרון כ-750 תחנות בבנלוקס (יותר מהכפלת תחנות הקבוצה). דלק תשלים השנה את רכישת רפבליק (RUTX) שתהווה פלטפורמה לכניסה לשוק הביטוח בארה"ב. בנוסף, הקבוצה בוחנת כניסה לנדל"ן בצרפת ואיטליה.

הערכת השווי

המלצה:	קניה
המלצה קודמת:	קניה
מחיר יעד (ש"ח):	884.00
% פער מעל השוק:	18%

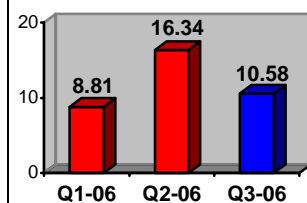
מחיר נוכחי בבורסה

מחיר מניה (ש"ח):	749.50
שווי שוק (מש"ח):	8,721
תשואה מת. השנה:	21%
מכפיל רווח היסט':	6.4

דלק ארה"ב-רווח למניה (\$)

Q1 2006	: 0.33
Q2 2006	: 0.88
Q3 2006	: 0.51
Q4 2006E	: 0.28
2006E	: 2.00
2007E	: 1.70
P/2007E (P=16.5)	: 9.7

דלק ארה"ב-מרווח זיקוק (\$)



תוכן עניינים

1.....	נקודות מרכזיות
2.....	תאור החברה
3.....	תרומת מגזרי הפעילות
3.....	החזקות הקבוצה
4.....	סיכום הערכת השווי

תאור החברה

קבוצת דלק נשלטת ע"י מר יצחק תשובה והינה חברת החזקות מהגדולות בישראל. הקבוצה עוסקת בעיקר בתחומי האנרגיה, בנכסים מניבים, בביטוח וביבוא רכבים (וכן עוסקת בתקשורת, בתשתיות ובביובים).

מגזר האנרגיה מהווה כ-40% משווי החזקות הקבוצה. בתחום האנרגיה הקבוצה פועלת באמצעות דלק ארה"ב (כ-21% משווי החזקות הקבוצה) שרכשה בית זיקוק בטיילר שבטקסס באפריל 2005 בעל כושר ייצור נוכחי של כ-60 אלף חביות ליום (CRKS532C) במורכבות נלסון 7.9, וכן משווקת מוצרי דלק ומפעילה תחנות תדלוק תחת המותג MAPCO בדרום-מזרח ארה"ב (בעיקר בטנסי ואלבאמה). בנוסף, הקבוצה מחזיקה בדלק ישראל שהינה חברת הדלק השנייה בגודלה בארץ, שבין החזקותיה כלולה החזקה באמישראל, המשווקת גפ"מ. כמו כן, לקבוצה החזקות בפרויקט "ים תטיס" הכולל מאגר גז טבעי מוכח מול חוף אשקלון בהיקף של כ-30 BCM (מיליארד מ"ק), כאשר בשנת 2004 החלה אספקה לחברת החשמל.

בתחום הנדלי"ן (כ-23% משווי החזקות הקבוצה) הקבוצה מחזיקה בדלק נדלי"ן בעלת נכסים מניבים בעיקר באנגליה, בקנדה ובגרמניה, בדרך כלל במסגרת חוזים ארוכי טווח לשוכרים איכותיים במיקומים מרכזיים. בנוסף, באמצעות דלק נדלי"ן באמצעות דנקר השקעות פועלת בתחום בניה למגורים בישראל.

בתחום הביטוח הקבוצה (כ-19% משווי החזקות הקבוצה ללא ריפבליק וכ-25% כולל ריפבליק) דלק מחזיקה בשליטה בחברת הפניקס, חברת הביטוח הרביעית בגודלה בישראל ומחזיקה במנורה שהינה חברת הביטוח החמישית בגודלה בישראל. בתחום הרכב (כ-11% משווי החזקות הקבוצה) הקבוצה מחזיקה בדלק רכב יבואנית הרכבים המובילה בישראל בעלת נתח של כ-24%, הודות למאזדה - מותג הרכב מס' 1 בארץ, ופורד - מותג הרכב מס' 4 בארץ. בתחום התשתיות לקבוצה החזקה בפרויקט ים תטיס שהוזכר לעיל, החזקה בחברת הנדסת התפלה (IDE) שמחזיקה, בין השאר, בפרויקט וי.איי.די באשקלון שהינו מתקן התפלת מים הגדול בעולם בתחום אוסמוזה הפוכה, וכמו כן הקבוצה מקימה באשקלון מתקן לייצור חשמל. לקבוצת דלק החזקות נוספות בחברת הכבלים מת"ב ובגדות ביובים המייצאת פרוקטור וחומצת לימון.

הרווח הנקי של הקבוצה הינו במגמת עלייה והסתכם בשנת 2002 בכ-101 מ"ח, בשנת 2003 בכ-183 מ"ח, בשנת 2004 בכ-403 מ"ח ובשנת 2005 בכ-622 מ"ח. בשנת 2006 הרווח הנקי הגיע ברבעון הראשון לכ-310 מ"ח, ברבעון השני לכ-710 מ"ח (בעיקר מהנפקת דלק ארה"ב) וברבעון השלישי לכ-210 מ"ח.

תרומת מגזרי הפעילות

1-9/05	1-9/06	7-9/06	4-6/06	1-3/06	
194	301	80	156	65	פעילות דלק ארה"ב
2	13	5	4	4	פעילות הדלקים בישראל
(3)	77	50	16	11	פעילות חיפוש והפקת נפט וגז
155	112	40	42	30	פעילות הרכב
66	147	18	101	28	פעילות הנדלי"ן
27	18	4	7	7	פעילות הביובים
-	53	27	1	25	פעילות הביטוח
(35)	(35)	(6)	(10)	(19)	פעילות התקשורת
94	544	8	393	159	רווחי הון ואחרים
500	1,230	210	710	310	סה"כ רווח נקי (מליון ש"ח)

החזקות הקבוצה

פרטים	שווי החברה (מליון ש"ח)	% החזקה בחברה	% מסך החזקות	שווי ההחזקה (מליון ש"ח)	
חברות סחירות:					
דלק ארה"ב לפי שווי שוק (מחיר מניה \$16.50)	3,603	77.40%	21.0%	2,789	
דלק נדל"ן לפי שווי שוק (מחיר מניה 37.38 ש"ח)	4,239	71.42%	22.8%	3,028	
דלק רכב לפי שווי שוק (מחיר מניה 28.94 ש"ח)	2,622	55.37%	10.9%	1,452	
פניקס לפי שווי שוק (מחיר מניה 17.80 ש"ח)	3,353	59.8%	15.1%	2,005	
מנורה לפי שווי שוק (מחיר מניה 50.51 ש"ח)	3,110	14.43%	3.4%	449	
דלק אנרגיה לפי שווי שוק (מחיר מניה 351.30 ש"ח)	1,620	88.87%	10.9%	1,440	
דלק קידוחים לפי שווי שוק (מחיר מניה 2.06 ש"ח)	1,125	6.53%	0.6%	73	
אבנר חיפושי נפט לפי שווי שוק (מחיר מניה 0.32 ש"ח)	1,064	12.59%	1.0%	134	
מת"ב לפי שווי שוק (מחיר מניה 35.00 ש"ח)	1,058	40%	3.2%	423	
גדות ביוכימיה לפי שווי שוק (מחיר מניה 25.04 ש"ח)	281	64.11%	1.4%	180	
אורפק לפי שווי שוק (מחיר מניה 1.63 ליש"ט)	451	7.9%	0.3%	36	
			90.5%	12,008	סה"כ חברות סחירות
חברות לא סחירות:					
דלק חברת הדלק הישראלית, ללא כלולות לפי מכפיל 12 לתזרים תפעולי נקי מייצג בסך של כ-140 מיליון ש"ח, בניכוי חוב נטו בסך של כ-1.3 מיליארד ש"ח	390	100%	2.9%	390	
ים תטיס אומדן	7,000	4.44%	2.3%	311	
הנדסת התפלה (איי.די. אי טכנולוגיות) לפי מכפיל 12 לאומדן רווח נקי שנתי מייצג של כ-23 מיליון ש"ח	276	50%	1.0%	138	
אי.פי.פי דלק אשקלון לפי ההון העצמי בעלות ההשקעה	50	100%	0.4%	50	
אמישראלגז לפי מכפיל 14 לאומדן רווח נקי שנתי מייצג של כ-46 מיליון ש"ח	644	39%	1.9%	251	
פי גלילות אומדן	750	15.3%	0.9%	115	
			9.5%	1,255	סה"כ חברות לא סחירות
			100.0%	13,263	סה"כ שווי החזקות

סיכום הערכת השווי

פרטים	מליון ש"ח	
		שווי החברה:
	13,263	סה"כ שווי החזקות
כולל חובות נטו (דלק השקעות, דלק הונגריה ודלק עצמה), תמורה ששולמה בנובמבר בסך של כ-924 מליון ש"ח לרכישת 28.5% מהפניקס, וכד'	(2,435)	התאמות
	10,828	סה"כ
בשיעור של 5% מהשווי	(541)	ניכיון בגין חברת החזקות, נטו
	10,287	סה"כ שווי החברה
	8,721	שווי שוק החברה
		שווי למניה (ש"ח):
	11,636	מספר מניות (באלפים)
	884.04	שווי מניה
	749.50	מחיר מניה נוכחי
	18%	% פער לעומת השוק
	15%	% דיסקאונט

אנשי קשר – אקסלנס נשואה שירותי בורסה

רון סירני, מנכ"ל, 03 – 7532045, rons@xnes.co.il

רועי לאופר, מנהל חדר מסחר, 03 – 7532047, royl@xnes.co.il

שאול זילברשטיין, סוחר דסק מוסדי, 03 – 7532074, shaulz@xnes.co.il

מיכה גולדברג, מנהל מחקר, 03 – 7532036, michag@xnes.co.il

ריצ'ארד גסו, אנליסט בכיר, 03 – 7532035, richardg@xnes.co.il

גיל דטנר, עוזר מחקר, 03 – 7532038, gilda@xnes.co.il

ירון זר, אנליסט בכיר, 03 – 7536538, yaronz@xnes.co.il

שלמה מעוז, כלכלן ראשי, 03 – 7532038, shlomom@xnes.co.il

דן פרחי, מנהל מכירות בינלאומי, 03 – 7532058, danf@xnes.co.il

יעל פולוס, מנהלת מכירות בינלאומי, 03 – 7532072, yaelp@xnes.co.il

שרה רוס, מנהלת מכירות בינלאומי, 03 – 7536540, sarahr@xnes.co.il

אמיר לב, סוחר דסק זרים, 03 – 7532075, amirl@xnes.co.il

מפתח דירוג ההמלצה

קניה : צפי לעליית מחיר המניה בשנה הקרובה ומחיר יעד גבוה לפחות ב-15% מהמחיר הנוכחי (מחיר בסיס).

נייטרלי : צפי ליציבות מחיר המניה ביחס לשוק.

מכירה : צפי לירידת מחיר המניה ו/או מחיר היעד נמוך מהמחיר הנוכחי.

הבהרה וגילוי נאות

מסמך זה הוכן על ידי אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ מקבוצת אקסלנס השקעות בע"מ (להלן: "קבוצת אקסלנס נשואה"). הוא הוכן בהסתמך על מידע הנגיש לכלל הציבור, על נתונים שפותחו בחברה ועל מקורות אחרים הנחשבים למהימנים. על אף שנקטנו בכל כללי הזהירות הסבירים על מנת לוודא כי העובדות המובאות להלן מדויקות וכי הדעות המובאות סבירות והגיוניות בזמן פרסומן, אין הדירקטורים, המנהלים והעובדים אחראים בכל דרך שהיא לתוכן.

מסמך זה מובא אך ורק לידיעתם של משקיעים מקצועיים ומנוסים, האמורים לבצע את החלטתם בנוגע להשקעות בלי להסתמך שלא לצורך על מסמך זה, או על כל תיעוד אחר הקשור אליו. אקסלנס נשואה, הדירקטורים שלה, מנהליה ועובדיה אינם לוקחים על עצמם כל אחריות שהיא לכל הפסד ישיר או נסיבתי הנובע משימוש במסמך זה או מסמכים אחרים הקשורים אליו.

מסמך זה אינו מהווה הזמנה לקנות או למכור ניירות ערך. העושה שימוש באמור במסמך זה עושה זאת על אחריותו הבלעדית.

קבוצת דלק בע"מ בעלת השליטה בחברת הפניקס אחזקות בע"מ, שהינה בעלת שליטה משותפת בקבוצת אקסלנס נשואה. קבוצת אקסלנס נשואה ו/או חברות קשורות לה, הדירקטורים שלה ו/או מנהליה עשויים, בהתאם למגבלות החוק, להחזיק, למכור ו/או לרכוש ו/או להתעניין במסחר בניירות ערך הקשורים בצורה ישירה או עקיפה לנושא דוח זה או דוחות אחרים, שהופצו ע"י קבוצת אקסלנס נשואה. כמו כן, אקסלנס נשואה עשויה להתקשר בעסקאות ו/או להעניק שירותים לחברות המוזכרות בדוח זה, ו/או לחברה הנסקרת ו/או לחברות קשורות לחברה הנסקרת, ו/או לכל חברה אחרת הנזכרת במסמך התיעוד הקשורים לדוח. חברת החיתום מקבוצת אקסלנס נשואה שימשה אחד המשווקים בהנפקה פרטית של אג"ח דלק השקעות. חברות מקבוצת אקסלנס נשואה המנהלות קופ"ג, פנסייה, קרנות נאמנות ותיקי השקעות במסגרת פעילותן השוטפת מחזיקות ו/או עשויות להחזיק ו/או למכור ני"ע של החברה הנסקרת וחברות קשורות לה, וכן רכשו ני"ע בהנפקות שביצעו חברות מקבוצת דלק. קבוצת אקסלנס נשואה מקיימת נכון למועד זה קשרים עסקיים נרחבים ומגוונים עם החברה הנסקרת והיא עשויה לקיים קשרים עסקיים נוספים.

אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ בעלת רשיון למתן שירותי שיווק השקעות מטעם הרשות לניירות ערך וחברה בבורסה לני"ע בת"א בע"מ.

מסמך זה הוא בבעלות אקסלנס נשואה, כמו גם זכויות היוצרים עליו, ואין להעתיק או להפיץ כל חלק ממנו בשום אמצעי ללא אישור מפורש מראש ובכתב מאת אקסלנס נשואה.

© אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ