

מועד הפרסום: 27 בינואר 2010

מני כהן

**עדכון מלא**

**תשואת שוק**

**סיכון בינוני**

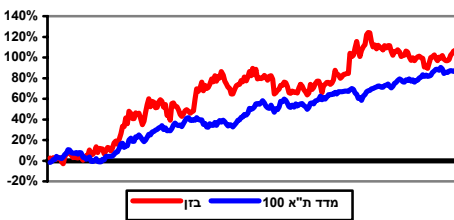
מחיר היעד:	2.2 ₪
מחיר נוכחי:	1.93 ₪

המלצה קודמת: **תשואת שוק**

**נתוני מסחר:**

מספר נייר	2590248
סימול	ORL
טווח מחיר המניה (52 שבועות):	0.94-2.16 ₪
שווי שוק נוכחי:	4,790 מיליון ₪
מכפיל רווח 4 רבעונים:	-
מכפיל הון:	1.72
מחזור יומי ממוצע (3 ח')::	16,424 אלפי ₪
מדד ת"א 100:	1,066 נקודות
משקל במדד ת"א 25:	1.09%

**ביצועי המניה (12 חודשים)**



**תיאור החברה:**

החברה פועלת ב-3 תחומים עיקריים: תחום הזיקוק, תחום הסחר ותחום הפטרוכימיה. כמו כן, לחברה פעילויות נוספות בחברות מוחזקות בעיקר בתחום הביוכימיה ושירותים לתעשיית הנפט.

**בעלי מניות עיקריים:**

חברה לישראל	37.08%
פטרוכימיים	30.72%
הון צף	32.20%

**בזן**

**הסביבה העסקית עודנה מאתגרת**

**מרווח זיקוק גבוה ברבעון השלישי:** אנו סבורים, כי מרווח הזיקוק הגבוה שרשמה בז"ן ברבעון השלישי של 2009 (8.1 דולר לחבית), כולל השפעות חד פעמיות ואינו מייצג את פעילות החברה בעת הנוכחית. להערכתנו, פער של כ-6.5 דולר לחבית ממרווח הייחוס הינו חריג, הן לעומת הפער ההיסטורי והן על רקע הסביבה העסקית המאתגרת. אנו מעריכים, כי החברה תתקשה לשחזר ברבעונים הקרובים פער גבוה כל כך ממרווח הייחוס. עם זאת, מרווח הזיקוק והפער בין מרווח בז"ן לבין מרווח הייחוס, צפוי לצמוח בהדרגה עם התקדמות התוכנית האסטרטגית.

**שדרוג המתקנים צפוי לתרום לשיפור המרווחים:** במהלך שנת 2009 ערכה החברה שיפוץ תקופתי בבית הזיקוק, שבמסגרתו שודרגו מתקנים. בעקבות זאת צפוי שיפור בגמישות התפעולית של בית הזיקוק ובתמהיל התזקיקים הסופי. אנו סבורים, כי שדרוג המתקנים כמו גם המשך תהליכי ההתייעלות וחיבור בעתיד לצינור הגז הטבעי, יסייעו לחברה להמשיך ולהציג ביצועים עודפים בהשוואה למרווח הייחוס. קפיצת המדרגה המשמעותית צפויה בתחילת שנת 2012, עם הפעלתו של הפצחן המימי.

**הושלם מיזוג פעילות כאו"ל לתוך בז"ן:** לאחרונה השלימו בז"ן והמפעלים הפטרוכימיים בישראל (מפ"ב) את עסקת מכירת מניות כרמל אולפינים (כאו"ל). מתווה העסקה כלל חילופי מניות, כשמפ"ב מוכרה את אחזקותיה (50%) בכאו"ל, תמורת הקצאה של 17.75% נוספים בבז"ן. עם השלמת העסקה, מחזיקה מפ"ב בכ-30.7% בבז"ן, שמחזיקה במלוא הבעלות בכאו"ל. להערכתנו, מיזוג כאו"ל צפוי לתרום לפעילותה של בז"ן, בעיקר בתחום הפטרוכימי, שהוא סינרגטי לפעילות הזיקוק.

**ענף הזיקוק צפוי להמשיך ולהפגין חולשה:** חרף סימני ההתאוששות בכלכלה הגולבלית ענף הזיקוק ממשיך להפגין חולשה. מרווחי הזיקוק טרם התאוששו ומצויים עדיין ברמות שפל. כבר עתה ניתן להעריך את תוצאות מגזר הזיקוק לרבעון הרביעי של 2009 על בסיס התנהגות מרווח הייחוס, המהווה אינדיקציה לסביבה העסקית בה פועל בית הזיקוק. מרווח הזיקוק לנפט מסוג Ural (מרווח הזיקוק לייחוס המצוטט ע"י רויטרס), עמד ברבעון הרביעי על כ-1.3 דולר לחבית בלבד, לעומת כ-5.5 דולר לחבית ברבעון המקביל ב-2008. לאור זאת, אנו מניחים כי התוצאות המנטרלות של מגזר הזיקוק ברבעון הרביעי צפויות להיות חלשות.

**סיכום:**

אנו סבורים, כי התקדמות בתוכנית האסטרטגית של בז"ן בעיקר בנושא הפצחן המימי, צפויה להניב לחברה ערך רב ולחזק את מעמדה בטווח הארוך. עם זאת, בטווח הקצר והבינוני הסביבה העסקית של בית הזיקוק עודנה מאתגרת. מרווחי הזיקוק צפויים להיות על רמה נמוכה ולהעיב על שורת הרווח. מודל הערכת השווי גוזר למניית החברה מחיר יעד של 2.2 שקל, מחיר הגבוה בכ-14% ממחירה בשוק. לאור זאת, אנו מותירים את המלצתנו למניית בז"ן על **"תשואת שוק"**.

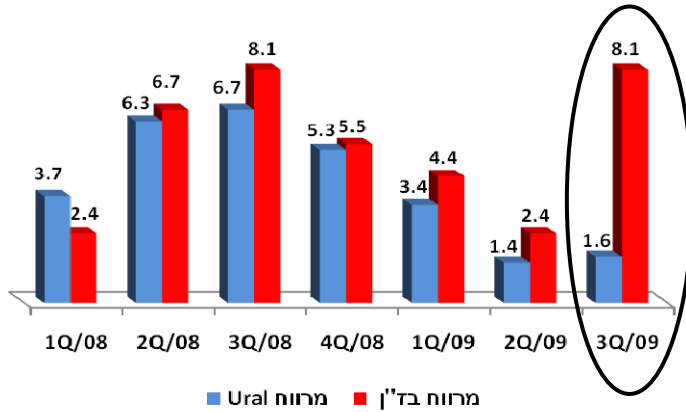
נתונים עיקריים (במיליוני דולר)

	YoY	Q1-Q3/08	Q1-Q3/09	
הכנסות	-48%	6981	3647	
רווח גולמי	2%	241	247	
רווח תפעולי	1%	165	167	
רווח נקי	127%	74	167	
שולי רווח גולמי		3.5%	6.8%	
שולי רווח תפעולי		2.4%	4.6%	
שולי רווח נקי		1.1%	4.6%	

## מרווח זיקוק גבוה ברבעון השלישי

חרף הסביבה העסקית המאתגרת הציגה החברה ברבעון השלישי של 2009 מרווח זיקוק גבוה משמעותית בהשוואה למרווח הייחוס. מרווח הזיקוק המנוטרל של החברה (בנטרול השפעת מלאי וגזרים), עמד ברבעון השלישי על 8.1 דולר

### מרווח בז"ן מנוטרל לעומת מרווח ה-Ural (דולר לחבית)



### מקור: דוחות החברה

הינו חריג, הן לעומת הפער ההיסטורי, שנע בטווח של 1-1.5 דולר לחבית (ראה/י גרף), והן על רקע הסביבה העסקית המאתגרת. אנו מעריכים, כי החברה תתקשה לשחזר ברבעונים הקרובים פער גבוה כל כך ממרווח הייחוס. עם זאת, מרווח הזיקוק והפער בין מרווח בז"ן לבין מרווח הייחוס, צפוי לצמוח בהדרגה עם התקדמות התוכנית האסטרטגית.

## שנתיים לתוכנית האסטרטגית – תמונת מצב

כזכור, בנובמבר 2007 הציגה החברה תוכנית השקעות אסטרטגית בהיקף של כמיליארד דולר. התוכנית כללה בין היתר השקעות מאסיביות בתחומי הליבה, בפיתוח תחומים משיקים וכן השקעות בתחום איכות הסביבה. חלפו שנתיים ממועד הצגת התוכנית, פרק זמן מתאים לסיכום ביניים. להלן תמונת מצב נכון לסוף הרבעון השלישי של שנת 2009:

- הגדלת גמישות הזיקוק במתקן זיקוק גלם 4 – הפרויקט הושלם במהלך השיפוץ התקופתי, שנערך בחודשים יוני-יולי 2009. שדרוג המתקן, מאפשר לחברה לזקק תחום רחב יותר של סוגי נפט גולמי ובכך לנצל הזדמנויות רבות יותר לשיפור המרווחים. בנוסף, עלתה קיבולת הזיקוק של המתקן מ-180 אלף חביות ליום לכ-197 אלף חביות ביום.
- הסבת מה"ד HVGO לפצחן מימני מתון – בחודש מאי 2009 הושלם והופעל השלב הראשון בהסבת מתקן להדחת גופרית מ-HVGO (חומר גלם לפצחן הקטליטי), לפעולה כפצחן מימני מתון. הסבת המתקן מניבה תוספת של כ-2%-1.5% סולר בשנה. השלב השני צפוי להתבצע ברבעון השני של 2010 ולהניב תוספת תפוקה דומה.
- הקמת הפצחן המימני – הקמת מתקן הפצחן המימני הינו המרכיב המרכזי ביישום התוכנית האסטרטגית. הפצחן בעל כושר ייצור של כ-25 אלף חביות ביום, צפוי להיות תפעולי בתחילת שנת 2012. עם הפעלתו, יגדיל המתקן את המורכבות של בית הזיקוק באופן משמעותי, בכך שיאפשר הפקת יותר תזקיקים בעלי ערך מוסף גבוה (סולר וקרוסין) מכל חבית. כמו כן, יגביר המתקן את גמישות בית הזיקוק בבחירת חו"ג ותמהיל המוצרים, כדי להתאימם לתנאי שוק משתנים. בעקבות המשבר הכלכלי פחתה עלות הקמת הפצחן לכ-500 מיליון דולר, לעומת הערכה המקורית שעמדה על כ-670 מיליון דולר. הנהלת החברה נמצאת כעת בשלב הסדרת חבילת המימון.
- הקמת תחנת כח – הסתיים שלב בדיקת הקונפיגורציה.
- איכות הסביבה – היקף ההשקעות המתוכננות בתוכנית עמד על כ-270 מיליון דולר. במהלך השנתיים האחרונות, ביצעה החברה פרויקטים שונים בתחומי איכות הסביבה בהיקף של כ-52 מיליון דולר.

אנו סבורים, כי שדרוג המתקנים כמו גם המשך תהליכי ההתייעלות וחיבור בעתיד לצינור הגז הטבעי, צפויים לסייע לחברה להמשיך ולהציג ביצועים עודפים בהשוואה למדד הייחוס. קפיצת המדרגה המשמעותית צפויה בתחילת שנת 2012 עם הפעלתו של הפצחן המימני. עם זאת, אנו מעריכים כי בטווח הקצר והבינוני הסביבה העסקית של בית הזיקוק נותרה מאתגרת. מרווחי הזיקוק צפויים להיות על רמה נמוכה ולהיעב על שורת הרווח. כבר עתה ניתן להעריך את תוצאות מגזר הזיקוק לרבעון הרביעי של 2009 על בסיס התנהגות מרווח הייחוס, המהווה אינדיקציה לסביבה העסקית בה פועל בית הזיקוק. מרווח הזיקוק לנפט מסוג Ural עמד ברבעון הרביעי על כ-1.3 דולר לחבית בלבד, לעומת כ-5.5

דולר לחבית ברבעון המקביל ב-2008. לאור זאת, אנו מניחים כי התוצאות המנוטרלות של מגזר הזיקוק ברבעון הרביעי צפויות להיות חלשות.

### הושלם מיזוג פעילות כאו"ל לתוך בז"ן

נקודה מרכזית נוספת בתוכנית האסטרטגית הייתה הרחבת הפעילות במגזר הפטרוכימיה. לאחר הסדרת נושא היתר השליטה, השלימו לאחרונה בז"ן והמפעלים הפטרוכימיים בישראל (מפ"ב) את עסקת מכירת מניות כרמל אולפינים (כאו"ל). נזכיר, כי מתווה העסקה כלל חילופי מניות, כשמפ"ב מוכרה את אחזקותיה (50%) בכאו"ל, תמורת הקצאה של 17.75% נוספים בבז"ן. עם השלמת העסקה, מחזיקה מפ"ב בכ-30.7% בבז"ן, שמחזיקה במלוא הבעלות בכאו"ל.



להערכתנו, מיזוג כאו"ל צפוי לתרום לפעילותה של בז"ן, בעיקר בתחום הפטרוכימיה, שהוא סינרגטי לפעילות הזיקוק. מתקני הייצור של כאו"ל ממוקמים בסמוך למתקני הזיקוק של בז"ן ומהווים מפעל המשך לבית הזיקוק. חומרי הגלם שמשמשים את כאו"ל מסופקים לה על ידי בז"ן,

כשבמקביל, חומרי הלוואי הנוצרים במהלך הייצור בכאו"ל מוחזרים לבז"ן ומשמשים אותה ואת החברה הבת גדיב (שמתקניה צמודים גם הם לבית הזיקוק) בפעילותן. השלמת העסקה צפויה להוביל למימוש מלוא הפוטנציאל הסינרגטי האפשרי בין תעשיית הזיקוק והפטרוכימיה, בכך שתאפשר ביצוע אופטימיזציה בהליכי הייצור וחסכון בעלויות התפעוליות. בנוסף, רכישת כאו"ל מצמצמת את הסיכונים שהיו מרוכזים עד כה בתחום הזיקוק, המאופיין בתנודתיות גבוהה.

### הערכת שווי

הערכנו את השווי התפעולי של מגזר הזיקוק לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). המודל מתבסס על ההנחות הבאות:

#### • מרווחי זיקוק:

**מרווח ה-Ural:** אנו מניחים, כי הרמה הממוצעת שרשם מרווח ה-Ural בשנת 2009 (1.9 דולר לחבית) מהווה נקודת שפל. אנו סבורים, כי מרווח ה-Ural יתאושש במהלך שנת 2010, אולם עדיין יעמוד על רמה נמוכה, בהשוואה לרמות שנרשמו במהלך השנים האחרונות (מרווח הגבוה מ-5 דולר לחבית). להערכתנו, ההתאוששות במרווחי הזיקוק צפויה להיות איטית והדרגתית, ותושפע בעיקר מקצב התאוששות הכלכלה העולמית. לאור זאת, הנחנו עלייה הדרגתית במרווח הייחוס לאורך שנות התחזית.

**מרווח בז"ן:** בדומה למרווח ה-Ural, צפוי מרווח בז"ן להתאושש הדרגתית במהלך השנים הקרובות, כשהפער מול מרווח הייחוס צפוי לצמוח בהדרגה, עם התקדמות התוכנית האסטרטגית. אנו מעריכים, כי התרומה של שדרוג המתקנים צפויה לבוא לידי ביטוי כבר במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2009. כמו כן, חיבור בעתיד לצינור הגז הטבעי צפוי לחסוך בעלויות האנרגיה ולהניב שיפור נוסף במרווחים. קפיצת המדרגה המשמעותית צפויה בתחילת שנת 2012, עם הפעלתו של הפצחן המימי. להערכתנו, השלמת תוכנית ההשקעות תאפשר לבז"ן להציג, החל משנת 2012, מרווח זיקוק הגבוה בכ-3 דולר לחבית ממרווח הייחוס.

• **ניצולת:** המיקום האסטרטגי של בז"ן מאפשר לה להפנות את עודפי הייצע מהשוק המקומי למדינות באגן הים התיכון. לפיכך, לא הנחנו ירידה בניצולת, למעט בשנת 2013 שנת השיפוץ.

• **השקעות:** הנחנו רמת השקעות של כ-750 מיליון דולר עד שנת 2012, בהתאם לתוכנית האסטרטגית.

• **שיעור ההיוון שנלקח לצורך הערכת השווי של מגזר הזיקוק הינו 9% ושיעור הצמיחה לטווח ארוך הינו 1%. ממודל זה נגזר למגזר הזיקוק שווי פעילות של כ-1.7 מיליארד דולר.**

• **כאו"ל:** לצורך הערכת השווי של כאו"ל התבססנו על מגמת המחירים של CMAI (חברת ייעוץ בינלאומית בתחום האנרגיה), המניחה ירידה הדרגתית במחירי הפולימרים עד לשנת 2011, ולאחר מכן חזרה לתוואי של גידול בביקושים ועלייה במחירים. שווי הפעילות של כאו"ל נאמד על ידנו בכ-1.1 מיליארד דולר.

• **שווי אחזקות נוספות:** הערכנו את שווי האחזקות הנוספות לפי שווי בשוק (מפ"ב 12.3%, וגדות 23.2%) או על פי השווי המאזני (גדיב 100%). האחזקה בשב"ח (74.5%) הוערכה על פי השווי מהעסקה האחרונה עם פז, ששיקפה לשב"ח שווי של כ-240 מיליון שקל. שווי האחזקות הנוספות מסתכם בכ-258 מיליון דולר.

• **שווי בז"ן מסתכם בכ-1.4 מיליארד דולר, כ-2.2 ש"ח למניה.**

להלן עיקרי התחזית למגזר הזיקוק:

מ' דולר	2009	2010	2011	2012	2013
מרווח Ural (\$ לחבית)	\$1.9	\$3.0	\$3.8	\$4.5	\$5.0
מרווח בז"ן (\$ לחבית)	\$4.4	\$4.5	\$5.5	\$7.5	\$8.0
מספר חביות (מ')	57	65	65	65	61
רווח תפעולי מנוטרל	65	45	78	201	226
EBITDA מנוטרל	109	104	149	272	294

### סיכום הערכת שווי בז"ן

שם החברה	שיעור האחזקה	שווי האחזקה (במ' דולר)	בסיס ההערכה
שווי תפעולי בית הזיקוק שווי תפעולי כאו"ל בניכוי התחייבויות פיננסיות, נטו סה"כ	100%	1,703	הערכת שווי בנה"פ
	100%	1,115	הערכת שווי בנה"פ
שווי אחזקות נוספות		1,644	
		1,174	
סך שווי האחזקות		258	שווי מאזני/שוק
		1,432	

שווי כלכלי בז"ן (מ'):	₪5,347	שע"ח שקל דולר
שווי כלכלי למניה:	₪2.20	₪3.73
מחיר המניה בבורסה:	₪1.93	מספר מניות (מ')
פרמיה:	14%	2,432

חדר מסחר למוסדיים		
<p>אודי יצחקוב מנהל דסק אג"ח 03-5675164 <a href="mailto:ehud.itzhakov@mailpoalim.co.il">ehud.itzhakov@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>שמואל פלטיניק מנהל חדר מסחר 03-5676297 <a href="mailto:shmuel.platnick@mailpoalim.co.il">shmuel.platnick@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>אג"ח ענת רונן 03-5675518 <a href="mailto:anat.ronen@mailpoalim.co.il">anat.ronen@mailpoalim.co.il</a></p>
<p>אוהד עוזרי 03-5675514 <a href="mailto:ohad.ozeri@mailpoalim.co.il">ohad.ozeri@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>יואל נסים 03-5675518 <a href="mailto:yoel.nissim@mailpoalim.co.il">yoel.nissim@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>מניות ואופציות מור תמר 03-5675717 <a href="mailto:mor.tamar@mailpoalim.co.il">mor.tamar@mailpoalim.co.il</a></p>
<p>שלומי אוסקטו 03-5675649 <a href="mailto:shlomi.uskatu@mailpoalim.co.il">shlomi.uskatu@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>עופר עמר 03-5675136 <a href="mailto:ofer.amar@mailpoalim.co.il">ofer.amar@mailpoalim.co.il</a></p>	
מחקר		
		<p>רחלי גרשון מנהלת יחידת המחקר 03-5675884 <a href="mailto:racheli.gershon@mailpoalim.co.il">racheli.gershon@mailpoalim.co.il</a></p>
<p>משה סני אנליסט פיננסים 03-5675359 <a href="mailto:moshe.sani@mailpoalim.co.il">moshe.sani@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>אורלי ניר אסטרטגית אג"ח 03-5676808 <a href="mailto:orly.nir@mailpoalim.co.il">orly.nir@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>ירון פרידמן אסטרטג מניות 03-5675871 <a href="mailto:aron.fridman@mailpoalim.co.il">aron.fridman@mailpoalim.co.il</a></p>
<p>גדעון לינדנבאום אנליסט נדל"ן 03-5675078 <a href="mailto:gideon.lindenbaum@mailpoalim.co.il">gideon.lindenbaum@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>תמר ברינקר אנליסטית נדל"ן + מט"ח 03-5674877 <a href="mailto:tamar.brinker@mailpoalim.co.il">tamar.brinker@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>גלעד שריג אנליסט כימיה, פרמצבטיקה וחברות אחזקה 03-5674005 <a href="mailto:gilad.sarig@mailpoalim.co.il">gilad.sarig@mailpoalim.co.il</a></p>
<p>מני כהן אנליסט אנרגיה 03-5675255 <a href="mailto:meny.cohen@mailpoalim.co.il">meny.cohen@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>יקירה אזיאל אנליסטית מזון וקמעונאות 03-5674221 <a href="mailto:yakira.aziel@mailpoalim.co.il">yakira.aziel@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>דוד לוינסון אנליסט תקשורת וטכנולוגיה 03-5675428 <a href="mailto:david.levinson@mailpoalim.co.il">david.levinson@mailpoalim.co.il</a></p>
		<p>עידית קלי נוח מנהלת דסק שוקי הון גלובליים 03-5674073 <a href="mailto:edit.kelly-naveh@mailpoalim.co.il">edit.kelly-naveh@mailpoalim.co.il</a></p>
<p>עידן פיקלני אנליסט 03-5674562 <a href="mailto:idan.pikelny@mailpoalim.co.il">idan.pikelny@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>אפי ליכט אנליסט 03-5675626 <a href="mailto:efi.licht@mailpoalim.co.il">efi.licht@mailpoalim.co.il</a></p>	<p>תמיר בראנץ אנליסט 03-5673049 <a href="mailto:tamir.baranes@mailpoalim.co.il">tamir.baranes@mailpoalim.co.il</a></p>

## הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

### 1. פרטי מכין עבודת האנליזה:

שם האנליסט: מני כהן  
מס' סוג הרשיון: רשיון ליעוץ בהשקעות שמספרו 9087  
כתובת: בנק הפועלים בע"מ, יהודה הלוי 62 תל אביב.  
השכלה: תואר ראשון בניהול, האוניברסיטה הפתוחה.  
תואר שני מנהל עסקים התמחות במימון, הקריה האקדמית.  
ניסיון: משנת 1997 עובד בנק הפועלים.  
משנת 2005 עובד יחידת המחקר אג"ף ני"ע (שוק ראשוני).

התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:  
בנק הפועלים בע"מ  
שד' רוטשילד 50 תל אביב  
טל' 5673333 (מרכזיה)

### 2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה:

אין לעורך האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום עבודת האנליזה.

### 3. הערות לאנליזה:

#### 3.1 סולם המלצות

- **תשואת יתר (OUTPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת יתר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת שוק (MARKET PERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת חסר (UNDERPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת חסר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

#### 3.2 דרוג סיכון

- **סיכון גבוה (High Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה גבוה מסיכון השוק.
- **סיכון בינוני (Medium Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה דומה לסיכון השוק.
- **סיכון נמוך (Low Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה נמוך מסיכון השוק.

#### 3.3 הערות ובאורים לגבי הדוח:

מחיר היעד מתייחס ל-12 החודשים הקרובים.  
כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני ש"ח, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא בש"ח; כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני \$, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא ב-\$. מכפיל הרווח בטבלה זו הינו מכפיל רווח (P/E) הנגזר מרווחיות החברה בארבעת הרבעונים המדווחים האחרונים וממחיר המניה כיום. מכפיל רווח 4 רבעונים - מכפיל הרווח מחושב על סמך הרווח המצטבר שהציגה החברה ב-4 הרבעונים המדווחים האחרונים.  
רווח מתוקן - הרווח המדווח, בניטרול הכנסות/הוצאות חד-פעמיות שאינן קשורות לפעילות העיסוקית השוטפת של החברה. מכפיל רווח מתוקן - מכפיל רווח המחושב תוך שימוש ברווח המתוקן.  
מחזור יומי ממוצע - מחושב על סמך הממוצע ב-3 החודשים האחרונים; לגבי חברות הנסחרות בבורסה בת"א הוא מוצג במיליוני ש"ח; לגבי חברות הנסחרות בארה"ב ובאירופה הוא מוצג במספר מניות.  
טווח מחירי המניה - המחיר הגבוה והנמוך ביותר של המניה ב-52 השבועות האחרונים (מתואם לספליטים וכו').

#### 4. שיטת הערכה בהן נעשה שימוש לצורך מחיר היעד:

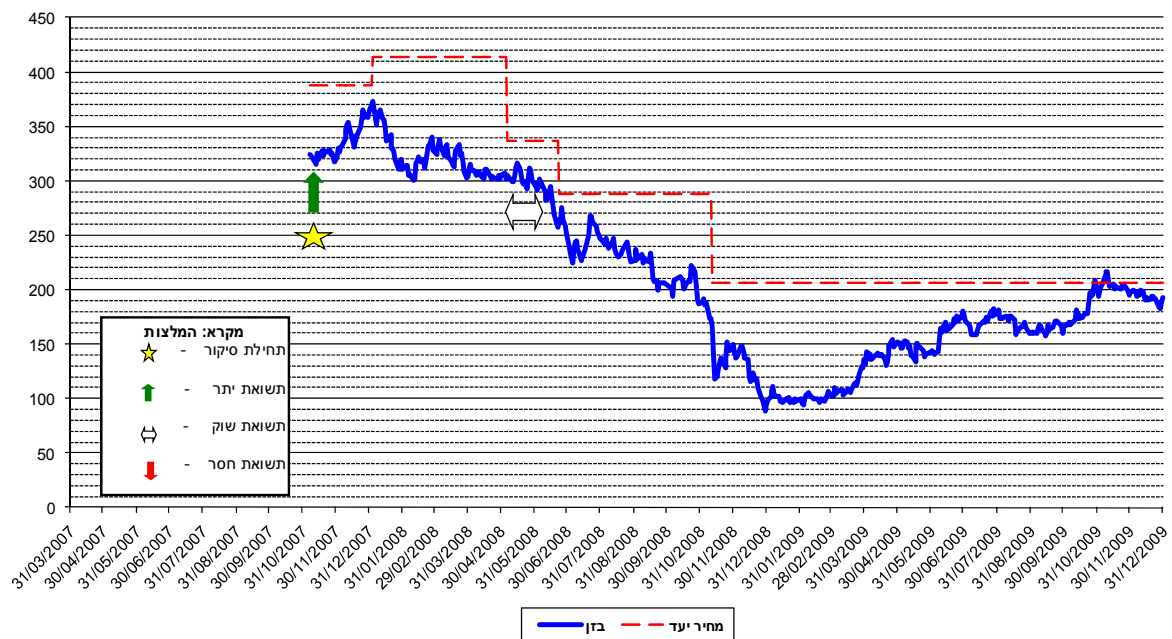
שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF).

#### 5. סיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

- האטה כלכלית במשק המקומי ו/או העולמי.
- חשיפה לשינויים בשערי החליפין ו/או הריביות בישראל ובעולם.
- חשפה לשינויים במחירי הנפט ובמרווחי הזיקוק.
- שינויים רגולטוריים.
- תקנות בנושא איכות הסביבה, בריאות ובטיחות. כמו כן – הליכים משפטיים ופעולת המשרד להגנת הסביבה בנוגע לזיהום נחל הקישון.
- מעבר למוצרים חלופיים לנפט.
- תלות בחברות התשתית פי גלילות, תש"ן וקצא"א.
- אי התממשות הציפיות בנוגע לתוכנית האסטרטגית של החברה.
- השקעה מהותית במתקני החברה הבת, כאו"ל.

#### 6. גרף מניית בזן ושינוי המלצות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.

התנהגות מניית בזן מול מחירי היעד וההמלצות



## 7. הערות ואזהרות כלליות נוספות:

האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בו פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או הבנק לשם בירור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או הבנק או מי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה.

הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל.

תוכנה של אנליזה זו מבוססת על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים.

האנליזה מהווה חומר מסייע ביעוץ, ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהו. עורך האנליזה ו/או הבנק לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.

בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או החזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שבהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף ליעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין היא באה במקומם.

אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מהבנק בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או הבנק, הינם אסורים בהחלט.

אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף ליעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע.

הבנק ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה, ועשויים לבצע, בין היתר, עסקאות שלא על פי האמור בדו"ח זה.



## 8. הצהרת האנליסט:

אני, מני כהן, בעל רשיון יעוץ שמספרו 9087, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מני כהן

יחידת המחקר – האגף לני"ע ונכסים פיננסיים, בנק הפועלים: רח' יהודה הלוי 62, תל אביב 65227; טלפון: 03-5675269; פקס: 03-5676340; דואר אלקטרוני: [research@bnhp.co.il](mailto:research@bnhp.co.il); אתר האינטרנט של בנק הפועלים (בעברית, אנגלית ושפות נוספות): [www.bankhapoalim.co.il](http://www.bankhapoalim.co.il).