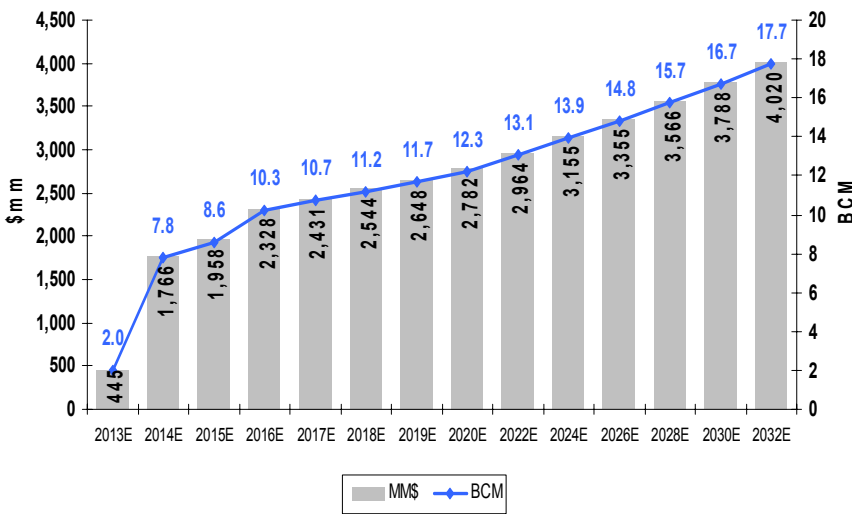


תמר - לקראת ההסכם מול חברת החשמל

להערכתנו, תמר לקראת החתימה על חוזי ההספקה הארוכים בהיקף של כ-25-22 מיליארד \$ מול חברת החשמל.

- ההסכם הצפוי להיחתם ישקף, להערכתנו, עלייה חדה במחירי הגז לרמה ממוצעת של **6\$/mmBTU**, בין היתר, בזכות:

תחזית מכירות למאגר תמר (mm\$, BCM)



(1) נסיקה של 50% בעלות הישירה של הפחם לחברת החשמל לרמה של למעלה מ-6\$/mmBTU.

(2) הבלעדיות של תמר כמקור גז ישראלי זמין יחסית בשנת 2013.

(3) האינטרס הנמוך של המדינה להתערב כל עוד מחירי הגז ברמות מחירים המשקפות קשר סביר למחירי האנרגיה, 6-7\$/mmBTU, בין היתר, בזכות חלקה של המדינה ברווחי המאגר לאחר אימוץ המלצות וועדת ששינסקי.

- הביקוש לגז טבעי יכפיל את עצמו עד 2013, דבר שיתבטא כבר בהכפלת הכמות החוזית מול חברת חשמל, לרמה התחלתית של 5-5.5 BCM וגידול הדרגתי בכמויות בהמשך.

- מאוחר יותר עשויים להיחתם הסכמים נוספים מול החברה לישראל, פז ודליה.

*המכירות בשנת 2013 כוללת מכירות חד פעמיות של 2 BCM למלאי חירום לחברת החשמל.

- יתכן וחברת החשמל תחליט להקדים את הסבת התחנה בחדרה ותתחייב על כמות גדולה יותר של גז מתמר בהמשך, על מנת לקבל הוזלה בתעריף. תרחיש זה לא נלקח בתחזיות ולהערכתנו, עשוי אף להעלות את השווי הכלכלי של תמר.

- להערכתנו, גבוהים הסיכויים שתחנת הכוח בחדרה (או חלקה) תוסב עד אמצע העשור הנוכחי למתכונת עבודה על גז טבעי, דבר שיגדיל את צריכת הגז השנתית בישראל בכ-2.2-4.5 BCM לשנה (תלוי בהיקף ההסבה). אולם, מטעמי שמרנות לקחנו בחשבון בתחזיותינו כי תמר תהנה רק ממחצית מהכמות הנמוכה (1.1 BCM), החל משנת 2016 (היתרה תסופק מספק נוסף / EMG).

- פיתוח נעה או ייבוא גז נוזלי עלולים לגזול שנת מכירות ראשונה מתמר - לאור חוסר הוודאות לגבי הספקתו הסדירה של הגז המצרי והגעת תמר לחוף במועד המתוכנן, עשויה (שלא נאמר צריכה ומחויבות...) הממשלה לפתח היום אלטרנטיבות מגירה לתמר, אשר לא היו מועלות לולא המשבר במצרים. שתי האלטרנטיבות הרלוונטיות הינן מאגר נעה וייבוא גז נוזלי. לאור חוסר הוודאות במשק הגז ומטעמי שמרנות, לקחנו בחשבון בתחזיותינו פיתוח של אחת מהאלטרנטיבות הנ"ל אשר תגזול מתמר שנת מכירות ראשונה, גם במידה ותגיע לחוף במועדה (2013).

- חסמי הכניסה הגבוהים יקשו מאוד על כניסת מתחרים נוספים - להערכתנו, הסיכויים לכניסה של מתחרה ישראלי, בנוסף לספק המצרי, נמוכים. זאת מפאת העלות הגבוהה בפיתוח מאגר במים עמוקים, מחד והחוזים הארוכים שיחתמו מרבית הלקוחות מול השותפים בתמר, מאידך, אשר לא יותירו בשוק כמויות אשר תצדיק את פיתוחן.

- באופן פרדוקסאלי, לשותפים בתמר יש אינטרס שזרימת הגז ממצרים תמשך כסדרה ו EMG ימשיך לשמש על תקן של מתחרה על כל מגבלותיו הקיימות. זאת, מכיוון שהפסקה בזרימת הגז ממצרים עלולה להאיץ תוכניות מגירה והתערבות של הרגולטור בענף בעת חתימת ההסכמים ואף לעקב את התפתחות משק הגז בישראל בעתיד.

לסיכום, להערכתנו, בשבועות הקרובים עשויה חברת חשמל לחתום על הסכם הספקה ארוך טווח ראשון עם השותפים בתמר, בהיקף של 22-25 מיליארד \$, אשר ישקף כמויות שנחזיות התחלתית של כ-5.5-5 BCM לשנה, עם גידול הדרגתי בכמויות בהמשך ומחיר ממוצע של 6\$/mmBTU. יתכן וחברת החשמל תחליט להקדים את הסבת תחנת הכוח בחדרה ותתחייב על כמות גדולה יותר של גז מתמר בהמשך, על מנת לקבל הוזלה בתעריף.

לאור חוסר הוודאות במשק הגז ומטעמי שמרנות, יש לקחת בחשבון פיתוח מאגר נעה או ייבוא גז נוזלי, אשר יגזלו מתמר שנת מכירות (2013), גם במידה ותגיע לחוף במועדה.

לאור כך, אנו מעדכנים את שווי מאגר תמר ובהתאם מעלים את מחיר היעד ליה"ש ישראל מקו מ-42 אג' ל-51 אג' ליחידה.

תמר לקראת חתימה על חוזה הספקה ענק בהיקף של 22-25 מיליארד \$.

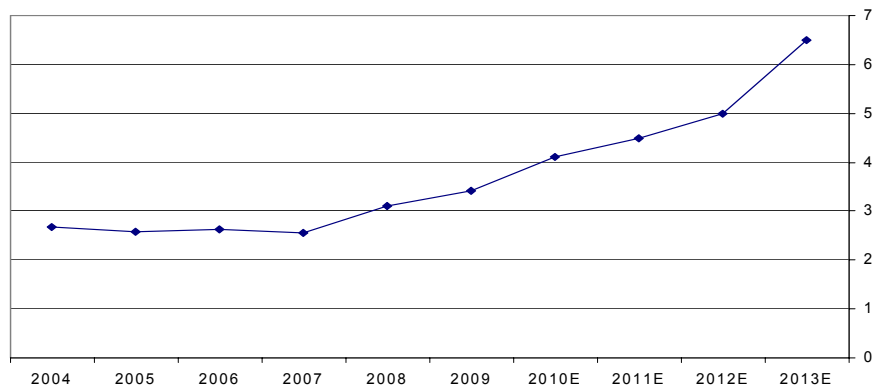
החוזה החדש מול ח"י ישקף רמת מחירים ממוצעת של 6\$/mmBTU וכמות התחלתית של כ-5.5-5 BCM לשנה במשך 20 שנה.

מחירי הגז בישראל צמודים למחירי האנרגיה בעולם. בגרף מימין מתוארת תחזיותינו על המצביעה העלייה במחירי הגז הישראלי.

תמר לקראת החתימה על חוזה הספקה הארוכים בהיקף של כ-25-22 מיליארד \$ מול חברת החשמל – בצל חזרתו של הגז המצרי תמר מתקרבת לנקודת ההכרעה – חתימה על חוזה הספקה גדולים לטווח של 20 שנה, מול חברת החשמל. חשוב לזכור שרצף האירועים האחרון מתרחש בחלון הזדמנויות צר בו מתקיימים מספר מו"מ להסכמי הספקה ארוכי טווח בין ספקי הגז והלקוחות הגדולים; ולכן לעיתוי ולרצף האירועים יש השלכות מהותיות על נתח השוק העתידי של שני המתחרים הנוכחיים. לקראת מועד החתימה, ניסינו להעריך את מבנה ההסכם, המחירים, הכמויות, ההזדמנויות והאימונים והשוויו הנגזר לתמר מההסכם שבדרך, כדלהלן:

1. **עלייה חדה במחירי הגז** - אנו דבקים בעמדתנו כי מחירי הגז הישראלי שיחתמו בחוזה הספקה הארוכים, בין השותפים בתמר ובין לקוחותיה השונים, יצביעו על עליית מחירים חדה מרמה של 4.5-5\$/mmBTU לרמה של 6-6.5\$/mmBTU בין היתר בזכות:
 - **עלייה של כ-50% בעלות הישירה של הפחם לחברת החשמל** (בלו + עליית מחירים), **לרמה של למעלה מ-6\$/mmBTU** - הפחם נחשב תמיד למקור אנרגיה הזול ביותר ונחות ביחס לגז, בין היתר, מפאת העלויות העקיפות, התחזוקה והזיהום. מחירי הפחם בעולם ממשיכים לזנק ועל רקע המתרחש ביפן נסחרים כיום ברמות של כ-130 \$ לטון.
 - **הבלעדיות של תמר** כמקור גז ישראלי זמין יחסית בשנת 2013 והקושי של הספק המצרי לחתום על הסכמי הספקה חדשים בטווח הזמן הקרוב על אף חידוש ההספקה ולאור חוסר הוודאות הקיים.
 - **האינטרס הנמוך של המדינה להתערב** כל עוד מחירי הגז ישמרו על קשר סביר למחירי האנרגיה, קרי ישקפו רמות מחירים נוכחיות של 6-7\$/mmBTU, בין היתר, בזכות חלקה של המדינה ברווחי המאגר לאחר אימוץ המלצות וועדת ששינסקי.

התפתחות מחירי גז הנמכר משותפיות ים תטיס ותמר (\$/mmBTU)



2. **עלייה חדה בכמויות הנמכרות** – בהתאם להערכתנו המוקדמות, במידה ותמר תגיע במועדה לחוף, **הביקוש לגז טבעי בישראל יכפיל את עצמו** ויסתכם בשנת 2013 ברמה של **BCM 11**. הגידול המשמעותי בהיקף הביקושים לגז בישראל יונע בעיקר בזכות חברת החשמל אשר תכפיל את הכמויות ממזכר ההבנות הראשוני שנחתם, לרמה התחלתית של כ-5.5-5 BCM. הגידול הנ"ל בנתח השימוש של הגז מסך השימוש בסל הדלקים בחברת החשמל, מרמה של 32% בשנת 2009, לרמה של כ-65% יבבע, בין היתר, בזכות ההסבות שבוצעו לתחנות הכוח של החברה בהספק כולל של 1,400 מגה וואט.
3. **פגיעה במוניטין ובנתח השוק של EMG ואובדן אפשרי של חוזים בהיקף של 1.2 BCM לטובת תמר** - להערכתנו, רצף הדחיות בחידוש ההזרמה, חוסר הוודאות השלטוני במצרים והחשיבות בביטחון האנרגטי בעיני הלקוחות (והממנים של יצרני החשמל הפרטיים), יקשו על EMG לחתום על הסכמי הספקה חדשים, בטווח הנראה לעין. המשמעות הינה אובדן אפשרי של כ-1.2 BCM לשנה שהיו אמורים להיחתם מצדה של EMG מול חברת חשמל / דליה / פז לטובת השותפים בתמר וניצול איטי יותר של המנדט (7 BCM לשנה) שניתן בזמנו לחברת EMG מהשלטון הקודם במצרים.

להערכתנו, בשבועות הקרובים עשויה חברת חשמל לחתום על הסכם הספקה ארוך טווח ראשון עם השותפים בתמר, בהיקף של 22-25 מיליארד \$, אשר ישקף כמיות שנתיות התחלתיות של כ-5.5-5.5 BCM. לאור הפגיעה הקשה במוניטין של EMG, לאחר חתימת ההסכם עם חברת חשמל עשויים להגיע ולהצטרף, במחירים גבוהים יותר, גם החברה לישראל, פז ודליה, בהיקף כולל של 10 מיליארד \$ נוספים.

מנגד, חוסר הוודאות במצרים, מחד ובהגעת תמר לחוף בתחילת 2013, מאידך מגדילים את ההסתברות לפיתוח פתרונות מגירה

חוסר הוודאות הן לגבי הספקתו הסדירה של הגז המצרי והן לגבי הגעת הגז מתמר לחוף בתחילת 2013, מעמידים את משק האנרגיה בישראל בסכנה של משבר אנרגיה חריף ומחסור בגז למשך תקופה של חודשים. תרחיש אפשרי שכזה עלול להסב למדינה הפסדים של מאות מיליוני דולרים וזיהום אוויר מתמשך כתוצאה משריפה מוגברת של מזוט יקר ומזהם.

לאור חוסר הוודאות עשויה, **שלא נאמר צריכה ומחויבת...**, הממשלה לפתח היום אלטרנטיבות מגירה לתמר, אשר לא היו מועלות לולא המשבר. יש לציין, כי היכולות להגדלת התפוקה לאורך זמן ממאגרי תטיס המתדלדל, מוגבלות ופיתוח האלטרנטיבה המהירה ביותר תארך לפחות שנה. לכן, על מנת להימנע ממשבר אפשרי, יש להיערך **ולהחליט היום** למציאת פתרונות אלו, אשר עלולים בתרחישים מסוימים להעיב על השווי הכלכלי של מאגר תמר.

שני האיזמים המרכזיים שאנו רואים היום:

1. **לאן נעלמה נעה?** - רזרבות הגז המוכחות במאגר נועה אשר הוערכו עד ליום הדוח השנתי בכ-6.2 BCM, "הצטמקו" בדוחות השנתיים במחצית לרמה של BCM 3.5. רזרבות אלו טרם הופקו ומאגר זה הינו האופציה הראשונה שעשויה לשמש "כמאגר גישור" בתקופה הנוכחית. עלות ההשקעה שתידרש על מנת להפיק גז מהמאגר מוערכת בכ-200 מ' \$ ובזכות הקרבה לים תטיס משך הפיתוח מוערך בשנה. להערכתנו, לאור הנסיבות מחובתה של הממשלה להורות על פיתוחו בהקדם, על מנת למזער את הסיכויים לתרחיש הקיצוני הצפוי, לכן הסיכוי לפיתוחו גבוהים. דבר שעלול בתרחיש מסוים לעכב בשנה את תחילת מועד המכירות הצפוי של מאגר תמר לתחילת שנת 2014 גם במידה ופיתוחו יושלם במועד המתוכנן (2013).

2. **יבוא גז נוזלי** – המשבר האנרגטי שאליו נקלעת ישראל עשוי להוביל אותה למצב בו היא המדינה היחידה בעולם אשר רזרבות הגז הטבעי שלה במצב של נסיקה ובאותה העת היא מכינה תשתית וחומת חוזים לייבוא גז נוזלי. כיום קיימת טכנולוגיה זמינה יחסית, אשר מסוגלת לייבוא גז נוזלי אל מתקני גיזוז צפים (FSRU – Floating Storage Re-gasification Unit) ולהזרימו ישירות אל רשת ההולכה הארצית. עלות הגז הנוזלי במחירי הספוט של צפון אירופה (NBP) עמדה לפני אפקט יפן על 8\$/mmBTU ובנוסף, נדרשת השקעה של כ-100 מ' \$ במתקן תשתית לקליטת הגז למערכת ההולכה (אשר כבר זכה לעתירה מטעם עריית חדרה....) וכ-55 מ' \$ נוספים לשנה לחכירת מתקן הגיזוז הצף. אולם, לבניית תשתית קליטה לגז נוזלי וחתימה על חוזה הספקה קצר טווח של שנה עם אופציה לשנה נוספת, יש כמה יתרונות מהותיים:

- 1) **נותן מענה הולם לתקופת המעבר של שנת 2013.**
- 2) **יגביר את התחרות בשוק הגז בכך שיאפשר לחברת החשמל לייבא גז על בסיס של עסקאות ספוט אופורטוניסטיות אשר עשויות לעיתים להיות זולות בהשוואה לתמר.**
- 3) **יגדיל את הביטחון האנרגטי הרעוע של מדינת ישראל גם לאחר שתמר תחובר בכך שיאפשר יבוא גז נוזלי בעת תקלות בלתי צפויות (בצנרת ההולכה, בקבלה וכו').**

בנוסף, ליתרונות הנ"ל, לחברת החשמל ישנה אפשרות להחליט על הסבת תחנת הכוח בחדרה לגז ולייעד את הגז הנוזלי המיובא לתחנת זו, כאשר במידה ותמר לא תגיע אל החוף במועד המתוכנן, יופנה הגז לתחנות האחרות והתחנה בחדרה תמשיך במתכונת הפחם עד להגעת הגז מתמר לחוף. אולם, למרות היתרונות לעיל ולאור הכוחות הפועלים, ספק אם פתרון זה יתפתח מעבר לתקופה של שנה.

לאור חוסר הוודאות במשק הגז ומטעמי שמרנות, לקחנו בחשבון בתחזיותינו פיתוח של אחת מהאלטרנטיבות הנ"ל אשר תגזול מתמר שנת מכירות ראשונה, גם במידה ותגיע לחוף במועדה (2013).

לאור הבטחון האנרגטי הרעוע בישראל לקראת שנת 2013, הממשלה מחויבת לפתח היום לפחות אחת מהאלטרנטיבות שברשותה (נעה / גז נוזלי).

יש לקחת בחשבון פיתוח אלטרנטיבה אשר תגזול שנת מכירות ראשונה מתמר.

מחירי הפחם הגואים והתחרות שבפתח (יצרני חשמל פרטיים) יאיצו את הסבתן של תחנות הפחם של חברת החשמל לגז.

לאור הדומיננטיות ויכולת ההשפעה הבלתי מעורערים של וועד עובדי חברת החשמל על החלטות החברה, התפישה הייתה שחברת חשמל לא תמהר להסב את תחנות הפחם שלה לגז, בין היתר, מפאת העובדה שתחנה פחמית דורשת יותר ידיים עובדות. להערכתנו, חל שינוי מהותי בדפוס החשיבה (לא באינטרס) של וועד עובדי חברת החשמל אשר הולך ומפנים את המציאות המשתנה ואת הכניסה של היצרנים הפרטיים, אשר עלולה לכרסם בנתח השוק של החברה ולהוות איום עיקרי על החברה ועל עובדיה. על מנת להתמודד עם האיום ולבלום את הכניסה של היצרנים הקטנים, תשאף חברת החשמל להקטין את עלויות הייצור שלה ואת תעריף החשמל הנגזר ממנו.

תחנות הכוח הפחמיות של החברה בחדרה ובאשקלון נמצאות כיום בנחיתות כלכלית משמעותית, אשר תקשה עליהן להתחרות מול תחנות הכוח החדשות, במתכונת גז טבעי, של יצרני החשמל הפרטיים במספר פרמטרים, כדלהלן:

- **יעילות** – תחנות הכוח באשקלון ובחדרה חלקן מופעלות על טורבינות בנות למעלה מ-30 שנה, דבר הפוגם ביעילותן בהשוואה לתחנות כוח חדישות על גז.
- **זיהום** - בעקבות תקנות זיהום אוויר החדשות לזיהום יש עלויות כבדות של טיפול והשקעה בסולקנים וקנסות כבדים על פליטות מזהמים.
- **פחם, כבר לא זול כבעבר** - מחירי הפחם הגואים והטל הבלו האמירו את עלות הפחם לחברה מרמה של 4\$/mmBTU, לרמה של 6\$/mmBTU ומעלה.

להערכתנו, גבוהים הסיכויים שתחנת הכוח בחדרה (או חלקה) תוסב עד אמצע העשור הנוכחי למתכונת עבודה על גז טבעי. דבר שיגדיל את צריכת הגז השנתית בישראל בכ-2.2-4.5 BCM לשנה (תלוי בהיקף ההסבה). אולם, מטעמי שמרנות לקחנו בחשבון בתחזיותינו כי תמר תהנה רק ממחצית מהכמות הנמוכה (1.1 BCM), החל משנת 2016 (היתרה תסופק מספק נוסף / EMG).

יתכן וחברת החשמל תחליט להקדים את הסבת התחנה ותתחייב על כמות גדולה יותר של גז מתמר, על מנת לקבל הוזלה בתעריף. תרחיש זה לא נלקח בתחזיות ולהערכתנו, עשוי אף להעלות את השווי הכלכלי של תמר.

חסמי הכניסה הגבוהים יקשו מאוד על כניסת מתחרים נוספים – להערכתנו, הסיכויים לכניסה של מתחרה ישראלי בנוסף לספק המצרי, נמוכים. זאת מפאת העלות הגבוהה בפיתוח מאגר במים עמוקים, מחד והחוזים הארוכים שיחתמו מרבית הלקוחות מול השותפים בתמר, מאידך, אשר לא יותירו בשוק כמויות אשר תצדיק את פיתוחן. להערכתנו, התרחיש העיקרי שיכול לקדם כניסה של מתחרים עוברת דרך החלטה של חברת החשמל להסב את אחת מתחנות הכוח שלה לגז, במועד מתוזמן עם פיתוח אפשרי של מאגר לחוף.

תרחיש של הפסקה בזרימת הגז המצרי - חשוב לציין, כי לא לקחנו בחשבון תרחיש בו זרימת הגז ממצרים לישראל תופסק למרות העובדה שלא ניתן להוציא תרחיש זה מכלל אפשרות. ההשפעה של התרחיש הנ"ל על תמר אינה חד משמעית ותלויה בעיתוי המאורע. בין היתר, מכיוון שהפסקה בזרימת הגז ממצרים עלולה להאיץ תוכניות מגירה והתערבות של הרגולאטור בענף בעת חתימת ההסכמים ואף לעקב את התפתחות משק הגז בישראל. אי לכך, בתרחישים מסוימים ובעיתוי הנוכחי עדיף לשותפים בתמר שהספקת הגז ממצרים תמשך, בינתיים, כסדרה ו EMG ימשיך לשמש על תקן של מתחרה על כל מגבלותיו הקיימות.

העלייה של היצרנים הפרטיים המטרידה מאוד את חברת החשמל והנחיתות הכלכלית של תחנות הכוח הפחמיות מול המתחרים יאיצו את הסבתן לגז.

חסמי הכניסה הגבוהים לאחר חתימת ההסכמים של תמר, מפחיתים משמעותית את הסיכויים לכניסתם של ספקים נוספים לשוק.

באופן פרדוקסאלי, השותפים בתמר מעדיפים כרגע שהגז ממצרים ימשיך לזרום, בעיקר בכדי לא לעורר את הרגולטור או תוכניות מגירה, טרם החתימה על החוזים.

לסיכום, להערכתנו, בשבועות הקרובים עשויה חברת חשמל לחתום על הסכם הספקה ארוך טווח ראשון עם השותפים בתמר, **בהיקף של 22-25 מיליארד \$**, אשר ישקף כמויות שנתיות התחלתיות של כ-**5.5-5.5 BCM** לשנה, עם גידול הדרגתי בכמויות ומחיר ממוצע של **6\$/mmBTU**.

לאור חוסר הוודאות במשק הגז ומטעמי שמרנות, יש לקחת בחשבון פיתוח מאגר נעה או ייבוא גז נזלי, אשר יגזלו מתמר שנת מכירות (2013), גם במידה ותגיע לחוף במועדה.

להערכתנו, גבוהים הסיכויים שתחנת הכוח בחדרה (או חלקה) תוסב עד אמצע העשור הנוכחי למתכונת עבודה על גז טבעי. דבר שיגדיל את צריכת הגז השנתית בישראל בכ- **2.2-4.5 BCM** לשנה (תלוי בהיקף ההסבה). יתכן אף שחברת החשמל תחליט להקדים את הסבת התחנה ולהתחייב על כמות גדולה יותר של גז מתמר, על מנת לקבל הוזלה בתעריף.

לאור כך, אנו מעדכנים את שווי מאגר תמר ובהתאם מעלים את מחיר היעד ליה"ש ישראלמקו ל-**51** אג' ליחידה.

להלן טבלה המסכמת את המלצתנו למניות תמר עם מחירי יעד לכל מניה ויהש בנפרד*:

מניה / יה"ש (ש)	מחיר נוכחי	מחיר יעד	המלצה
דלק אנרגיה	1,377	1,540	תשואת שוק
דלק קידוחים	13.4	14.0	תשואת שוק
אבנר	2.40	2.44	תשואת שוק
ישראלמקו	0.44	0.51	קניה
אלון גז	34	50	קניה

* שיעור המס שנלקח בחשבון בהערכת השווי ליה"ש הינו בגובה מס חברות.

תשואת שוק | מחיר יעד: 1,540 ₪
 אנליסט: עוז לוי 03-6845756
oz@leadercm.co.il

דלק אנרגיה אלטרנטיבה עדיפה על אבנר ודלק קידוחים

מניית דלק אנרגיה מול ת"א-100



נתונים עיקריים	
7,000	שווי שוק (מ' ש"ח)
1,377	שער נוכחי (ש"ח)
1,540	מחיר יעד (ש"ח)
770-1,490	טווח 52 שבועות (₪)
19.7%	סחורה צפה (%)
8.3	מחזור ממוצע (מ' ₪)

בעלי מניות עיקריים	
78.9%	דלק השקעות
0.9%	אקסלנס
0.3%	פניקס משתתפות

הערכת שווי	
10,143	סה"כ שווי החזקות:
250	שווי הפסד לצרכי מס
1,638	חוב סולו נטו (מ')
157	הוצאות הנהלה (10 שנים)
8,599	סה"כ שווי NAV
5,016	הון נפרע
1,714	שווי NAV למניית החברה
1,398	מחיר מניה
7,013	שווי שוק
-18%	דיסקאונט (פרמיה)

נקודות עיקריות

- דלק אנרגיה - נסחרת בדיסקאונט של 18% לשווי הסחיר, למרות מסלול המס העדיף.
- מניית דלק אנרגיה מוערכת על ידינו כחברת החזקות לפי מודל שווי נכסים NAV, על פי החלק הסחיר היחסי שהיא מחזיקה בדלק קידוחים (62.73%), באבנר (47.26%), במטרה פטרוליום (29.3%) ובנקסוס אנרג'י (2.80%); בתוספת עלות ההשקעה או מימוש צפוי בהחזקות הפרטיות והשווי המהוון של תמלוגי העל, בניכוי החוב נטו ומס חברות.
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- השווי הכלכלי של נכסי החברה הנגזר מהמודל מסתכם בכ- 2.5 מיליארד \$ ומניית החברה נסחרת בדיסקאונט של 18% על שווי זה (כאשר לוקחים את אבנר ודלק קידוחים לפי שווי כלכלי בניכוי מס חברות).
- להערכתנו, בעקבות שיעור המס הגבוה החל לגבי קרנות הפנסיה וקופות הגמל על רווחי יחידות השתתפות לעומת מס חברות, דיסקאונט זה צריך להמשיך ולהצטמצם לרמה של כ-10%.

מניית החברה מומלצת על ידנו כאלטרנטיבה עדיפה על יהש דלק קידוחים ואבנר, בהמלצת תשואת שוק עם מחיר יעד של 1,540 ₪ למניה

החזקות בחברות ציבוריות	שיעור החזקה	שווי כלכלי (M\$)	מספר מניות / יהש (מ')	מס' מניות של החברה (מ')	שווי מניה / יהש (₪)	שווי סחיר לחברה (מ' ₪)	שווי כלכלי לחברה (מ' ₪)	אחוז משווי ה-NAV
דלק קידוחים	62.7%	2,168	547	343	13.52	4,639	4,723	46%
אבנר	47.3%	2,303	3,335	1,576	2.43	3,826	3,779	38%
Matra Petroleum PLC	29.3%	61	1,065	312	0.20	63	63	1%
Nexus Energy	2.8%	512	1,020	28	1.74	49	49	0%
סה"כ החזקות ציבוריות		5,044				8,577	8,614	84%
								99%

החזקות בחברות פרטיות	שיעור החזקה	עלות השקעה	שווי במ' ₪	שווי החזקות לחברה	אחוז משווי ה-NAV
ELK	100%	486	486	486	6%
Aries One	100%	147	147	147	2%
תמלוגים	75%	1,275	1,275	956	11%
סה"כ החזקות פרטיות			1,908	1,589	7%

הנחות להערכת השווי:

- הערכת שווי לפי מודל NAV.
- שווי יה"ש ותמלוגי העל שנלקחו הינו לאחר מס.
- שווי הפסדים צבורים לצרכי מס הוערך בכ-250 מ' ₪.
- חוב נטו לחברה כ-1,638 מ' ₪.
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.

תשואת שוק | מחיר יעד: 14.0₪
 אנליסט: עוז לוי 03-6845756
oz@leadercm.co.il

דלק קידוחים

ה"ש דלק קידוחים מול ת"א-100



נקודות עיקריות

- יחידת ההשתתפות דלק קידוחים מוערכת על ידינו לפי מודל היוון תזרים מזומנים, על פי החלק היחסי שהיא מחזיקה במאגר ים תטיס (25.5%), במאגר תמר (15.625%) ובפרויקט לויתן (22.67%).
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שווי השותפות הנגזר מהחלק היחסי של החזקות במאגרים לאחר קיזוז תמלוגי על, דמי ניהול, מס בגובה מס חברות ומלא ההמלצות המעודכנות של וועדת ששינסקי, מסתכם בכ-2.2 מיליארד \$.

נתונים עיקריים

7,330	שווי שוק (מ' ₪)
13.4	שער נוכחי (₪)
14.0	מחיר יעד (₪)
8.0-16.4	טווח 52 שבועות (₪)
	סחורה צפה (%)
26.8%	מחזור ממוצע (מ' ₪)
16.5	

בעלי מניות עיקריים

50.2%	דלק אנרגיה
12.5%	דלק ניהול קידוחים
7.8%	דלק השקעות

הערכת שווי

2,213	סה"כ שווי תזרימי (EV)
34	שווי פוטנציאל נפט בלויתן נכסים (חוב) פיננסי, נטו
(33)	
2,215	שווי שותפות
547	מס' יהש - במיליונים
4.05	שווי יהש - בדולר
3.47	שע"ח
14.0	מחיר יעד יהש - בש"ח

ה"ש דלק קידוחים מומלצת על ידינו בהמלצת תשואת שוק במחיר יעד של 14.0₪

2021-2040E	2020E	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	
											מכירות - במיליוני \$:
											ים תטיס
7,573	420	399	384	367	351	296	267	45	234	170	תמר
12,808	640	640	640	640	640	640	640	66			לויתן
20,381	1,060	1,040	1,024	1,007	992	936	908	111	234	170	סה"כ מכירות
2,222	116	113	112	110	108	102	99	12	26	19	תמלוגים לממשלה (10.9%)
2,310	120	118	116	114	112	80	24	7	27	19	תמלוגי על (3-13%)
15,849	824	809	796	783	771	754	785	92	182	132	מכירות נטו
672	45	45	45	45	50	47	45	6	8	8	עלויות הפקה ותפעול
3%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	מכירות %
10	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	דמי ניהול
369	77	31									קידוחים
15,167	702	732	751	738	721	707	739	86	173	124	תזרים תפעולי לפני מס
	0	0	77	143	143	143	143	168	165	55	פחת
15,167	702	732	674	595	578	564	596	-82	8	70	רווח תפעולי
7,588	351	349	311	235	163	5	0	3	26	12	היטל
50%	50%	48%	41%	32%	23%	1%	0%	4%	15%	10%	שולי היטל %
1,364	63	69	65	65	75	112	125	-19	0	0	מס
18%	18%	18%	18%	18%	18%	20%	21%	22%	0%	0%	שולי מס
								-15	-158	-217	CAPEX Tamar
								-340	-227		CAPEX Leviathan
									147	112	תזרים ים תטיס
2,309	114	120	140	160	171	186	181	101	-158	-217	תזרים תמר
3,905	174	193	234	279	312	404	433	-340	-227		תזרים לויתן
6,215	288	314	375	438	483	590	614	-239	-238	-105	Total FCF
									130	107	ים תטיס 8.5% NPV
422	44	52	66	83	99	119	127	79	-136	-206	תמר 10.5% NPV
487	59	74	100	133	167	242	291	-256	-191		לויתן 12% NPV
904	103	125	167	217	266	361	419	-177	-197	-99	Total NPV

הנחות להערכת השווי:

- ההכנסות וגובה ההשקעה בהתאם לחלק היחסי של יה"ש בכל פרויקט.
- תמלוגי מדינה אפקטיביים 10.9%.
- תמלוגי על של 3% עד ה- Pay out ו-13% אחריו.
- שיעור היוון של 8.5%, 10.2% ו-12% להכנסות מים תטיס, תמר ולויתן, בהתאמה.
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שיעור המס שנלקח בחשבון הינו בגובה מס חברות.

תשואת שוק | מחיר יעד: 2.44 ₪
 אנליסט: עוז לוי 03-6845756
oz@leadercm.co.il

אבנר

יה"ש אבנר מול מדד ת"א-100



נקודות עיקריות

- יחידת ההשתתפות אבנר מוערכת על ידינו לפי מודל היוון תזרים מזומנים, על פי החלק היחסי שהיא מחזיקה במאגר ים תטיס (23.0%), במאגר תמר (15.625%) ובפרויקט לווייתן (22.67%).
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שווי השותפות הנגזר מהחלק היחסי של החזקות במאגרים לאחר קיזוז תמלוגי על, דמי ניהול, מס בגובה מס חברות ומלא ההמלצות המעודכנות של וועדת ששינסקי, מסתכם בכ-2.4 מיליארד \$.

נתונים עיקריים

8,000	שווי שוק (מ' ₪)
2.40	שער נוכחי (₪)
2.44	מחיר יעד (₪)
2.72-1.29	טווח 52 שבועות (₪)
31%	סחורה צפה (%)
25.5	מחזור ממוצע (מ' ₪)

בעלי מניות עיקריים

47.3%	דלק אנרגיה
13.96%	דלק השקעות
4.1%	פסגות

הערכת שווי

2,341	סה"כ שווי תזרימי (EV)
34 (27)	שווי פוטנציאל נפט בלווייתן נכסים (חוב) פיננסי, נטו
2,348	שווי יהש
3,335	מס' יהש - במיליונים
0.70	שווי יהש - בדולר
3.47	שע"ח
2.44	מחיר יעד יהש - בש"ח

יה"ש אבנר מומלצת על ידינו בהמלצת תשואת שוק במחיר יעד של 2.44 ₪

2021-2040E	2020E	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	2012	2011	2010	
												מכירות - במיליוני \$:
												ים תטיס
									41	211	153	107
									70			
7,848	435	414	397	380	364	306	276					תמר
12,808	640	640	640	640	640	640	640					לווייתן
20,656	1,075	1,054	1,038	1,020	1,004	946	916	110	211	153	107	סה"כ תזרימים
2,251	117	115	113	111	109	103	100	12	23	17	12	תמלוגים לממשלה (10.9%)
1,126	59	57	57	56	55	52	50	6	12	8	6	תמלוגי על (5.45%)
17,278	899	882	868	853	840	792	767	92	177	128	89	מכירות נטו
672	45	45	45	45	50	47	46	6	8	7	6	עלויות הפקה ותפעול
3%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	6%	ממכירות
10	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	דמי ניהול
244	77	31										קידוחים
16,596	777	805	823	808	789	744	720	86	169	121	82	תזרימים תפעולי לפני מס
	0	0	77	143	143	143	143	168	165	55		פחת
16,596	777	805	745	665	647	601	578	-82	3	66	82	רווח תפעולי
8,303	389	393	348	254	176	5	0	3	25	12		היטל
50%	50%	49%	42%	31%	22%	1%	0%	4%	15%	10%	0%	שולי היטל %
1,493	70	74	71	74	85	119	121	-19	0	0	0	מס
18%	18%	18%	18%	18%	18%	20%	21%	22%	0%	0%	0%	שולי מס
								-15	-158	-217		CAPEX Tamar
								-340	-227			CAPEX Leviathan
									143	109	82	תזרימים תפעולי
2,521	129	133	154	179	191	200	180	101	-158	-217		תזרימים תמר
4,114	190	205	248	301	337	419	419	-340	-227			תזרימים לווייתן
6,635	318	338	403	480	528	620	599	-254	-242	-108	82	Total FCF
									127	105	82	ים תטיס NPV 8.5%
471	50	57	73	93	111	128	127	79	-136	-206		תמר NPV 10.5%
532	65	78	106	144	181	252	282	-256	-191			לווייתן NPV 12%
996	114	135	179	238	291	380	409	-177	-201	-102	48	Total NPV

הנחות להערכת השווי:

- ההכנסות וגובה ההשקעה בהתאם לחלק היחסי של יה"ש בכל פרויקט.
- תמלוגי מדינה אפקטיביים 10.9%.
- תמלוגי על של 6%.
- שיעור היוון של 8.5%, 10.2% ו-12% להכנסות מים תטיס, תמר ולווייתן, בהתאמה.
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שיעור המס שנלקח בחשבון הינו בגובה מס חברות.

קניה | מחיר יעד: 0.51 ₪
 אנליסט: עוז לוי 03-6845756
oz@leadercm.co.il

ישראל

יה"ש ישראל מול מדד ת"א-100



נתונים עיקריים

שווי שוק (מ' ₪)	5,000
שער נוכחי (₪)	0.44
מחיר יעד (₪)	0.51
טווח 52 שבועות (₪)	0.32-0.58
סחורה צפה (%)	67.1%
מחזור ממוצע (מ' ₪)	33

בעלי מניות עיקריים

חנ"ל ניהול	12.7%
נפטא חיפושים	8.6%
חנ"ל שותף כללי	8.1%

בעלי מניות עיקריים

סה"כ שווי תזרימי (EV)	1,587
מזומנים (חוב) פיננסי, נטו	72
שווי שותפות	1,659
מס' יהש - במיליונים	11,347
שווי יהש - בדולר	0.15
שע"ח	3.47
מחיר יעד יהש - בש"ח	0.51

נקודות עיקריות

- יחידת ההשתתפות ישראל מוערכת על ידינו לפי מודל היוון תזרים מזומנים, על פי החלק היחסי שהיא מחזיקה בחשיפה נטו למאגר תמר (28.75%).
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שווי השותפות הנגזר מהחלק היחסי של החזקה בתמר לאחר קיזוז תמלוגי על, דמי ניהול, מס בגובה מס חברות ומלא ההמלצות המעודכנות של וועדת ששינסקי, מסתכם בכ-1.7 מיליארד \$.

אנו מעלים את מחיר היעד ליהש ישראל מ-51 אג' ומתירים המלצת הקניה ליה"ש.

2021-2032E	2020E	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	2012E	2011E	סה"כ	
13,729	772	735	706	675	646	545	492	122			18,421	מכירות - במיליוני \$
1,496	84	80	77	74	70	59	54	13			2,008	תמלוגים לממשלה (10.9%)
1,140	64	61	59	56	54	25	23	6				תמלוגי על (4.7-8.3%)
11,093	624	594	571	545	522	460	415	103				מכירות נטו
352	24	24	24	24	32	27	25	6				עלויות הפקה ותפעול
3%	3%	3%	3%	4%	5%	5%	5%	5%				ממכרות %
	58	58										קידוחים
10,740	542	512	546	521	490	433	390	97				תזרים תפעולי לפני מס
	0	0	0	121	121	121	121	121	158	101		פחת (15%)
10,740	542	512	546	400	369	312	270	-24	-158	-101		רווח תפעולי
5,370	271	225	148	0	0	0	0	0				היטל
50%	50%	44%	27%	0%	0%	0%	0%	0%				שולי היטל
967	49	52	72	72	66	62	57	0				מס
18%	18%	18%	18%	18%	18%	20%	21%	2%				שולי מס %
								-19	-291	-399	-709	CAPEX
4,403	222	235	327	449	423	370	334	78	-291	-399		FCF
815	92	107	164	248	258	249	247	64	-261	-395	1,587	NPV

הנחות להערכת השווי:

- ההכנסות וגובה ההשקעה בהתאם לחלק היחסי של יה"ש בתמר.
- תמלוגי מדינה אפקטיביים 10.9%.
- תמלוגי על של 5.3% עד ה- Pay out ו-9.5% אחריו.
- שיעור היוון של 10.2%.
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שיעור המס שנלקח בחשבון הינו בגובה מס חברות.

קניה | מחיר יעד: 50 ₪
 אנליסט: עוז לוי 03-6845756
oz@leadercm.co.il

אלון גז האטרקטיבית ביותר בסקטור

מניית אלון גז מול מדד ת"א-100



נתונים עיקריים

שווי שוק (מ' ₪)	480
שער נוכחי (₪)	34
מחיר יעד (₪)	50
טווח 52 שבועות (₪)	40.9-33.7
סחורה צפה (%)	16.9%
מחזור ממוצע (מ' ₪)	1.1

בעלי מניות עיקריים

אלון חברת הדלק	75.4%
אפריקה לישראל	6.7%
דור גז	1.0%

הערכת שווי

226	סה"כ שווי תזרימי (EV)
(23)	מזומנים (חוב) פיננסי, נטו
203	שווי חברה
14	מס' מניות - במיליונים
14.53	שווי מניה - בדולר
3.47	שע"ח
50	מחיר יעד מניה - בש"ח

נקודות עיקריות

- חברת אלון גז מוערכת על ידינו לפי מודל היוון תזרים מזומנים, על פי החלק היחסי שהיא מחזיקה בחשיפה נטו למאגר תמר (3.8%).
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שווי השותפות הנגזר מהחלק היחסי של החזקה בתמר לאחר קיזוז תמלוגי על, דמי ניהול, מס בגובה מס חברות והמסקנות המעודכנות של וועדת ששינסקי, מסתכם בכ-205 מיליון \$.
- מניית אלון גז מקנה חשיפה נטו לתמר במחיר אטרקטיבי יותר מישראל, השותפה שלה לאותו מאגר.
- המניה סובלת מחוסר סחירות אשר מסביר חלק מהפער הניכר בין השווי שוק לשווי הכלכלי שלה.
- לחברה מחלוקת בנושא תמלוגי העל עם חברת ישראל. מטעמי שמרנות נלקח בחשבון תמלוג העל הגבוה -11.5%.

המלצתנו למניית אלון גז הינה קניה במחיר יעד 50 ₪

2021-2032E	2020E	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	2012E	2011E	1.47
1,909	106	101	97	92	88	74	67	17			מכירות - במיליון \$
208	12	11	11	10	10	8	7	2			תמלוגים לממשלה (10.9%)
191	11	10	10	9	9	7	7	2			תמלוגי על (2.4%)
1,509	84	80	76	73	70	59	53	13			מכירות נטו
47	3	3	3	3	4	4	3	1			עלויות הפקה ותפעול
2%	3%	3%	3%	3%	5%	5%	5%	5%			ממכירות %
	8	8									קידוחים
14	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	דמי ניהול
1,449	72	68	72	69	65	54	49	12			תזרים תפעולי לפני מס
				16	16	16	16	16	21	13	פחת (10%)
1,449	72	68	72	53	49	38	33	-4	-21	-13	רווח תפעולי
731	36	32	22	0	0	0	0	0			היטל
50%	50%	47%	30%	0%	0%	0%	0%	0%			שולי היטל
129	6	6	9	10	9	8	7	0			מס
18%	18%	18%	18%	18%	18%	20%	21%	5%			שולי מס
								-3	-38	-53	CAPEX
582	29	29	41	59	56	46	42	9	-38	-53	FCF
104	11	12	19	31	32	30	30	7	-33	-50	NPV (IRR 10.5%)

הנחות להערכת השווי:

- ההכנסות וגובה ההשקעה בהתאם לחלק היחסי של החברה בפרויקט תמר.
- תמלוגי מדינה אפקטיביים 10.9%.
- תמלוגי על של 11.5%.
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.

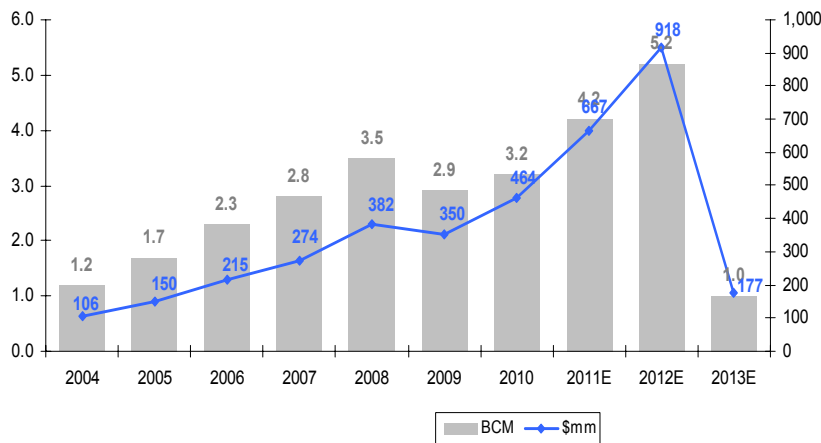
ים - תטיס

2013E	2012E	2011E	2010E	Q4/10	Q3/10	Q2/10	Q1/10	2009	
1.0	5.2	4.2	3.2	0.8	1.1	0.8	0.5	2.9	מכירות גז - BCM
35	184	148	113	28	39	28	18	102	מכירות גז (mmBTU)
5.00	5.00	4.50	4.10	4.05	3.99	4.05	4.54	3.42	מחיר גז (\$/mmBTU)
177	918	667	464	114	155	114	80	350	מכירות - במיליוני \$
19	100	73	51	12	17	12	9	38	תמלוגים לממשלה (10.9%)
157	818	595	413	102	138	102	71	312	מכירות נטו
10	33	30	28	7	8	7	6	23	עלויות הפקה ותפעול
5.7%	3.6%	4.5%	5.9%	7.2%	4.9%	6.0%	7.8%	6.6%	מכירות %
147	785	565	386	95	130	95	65	289	תזרים תפעולי
37	118	56							היטל
25%	15%	10%							שולי היטל
110	667	508	386	95	130				FCF
									שווי תשתית
92	605	500	386	95	130				NPV (IRR 8.5%)

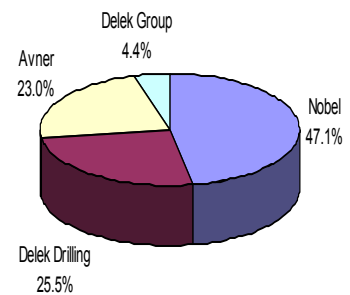
הנחות מודל הערכת השווי למאגר:

- מתבסס על מודל תזרים מזומנים.
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שווי המאגר – B.1.5\$.
- שיעור ההיוון – 8.5%.
- היטל ראשוני של 10% כולל הנחה של כ-50%, בהתאם להמלצות הסופיות של הוועדה.
- קצב המכירות על פי הערכתנו שבטבלה ובגרף מטה.
- תמלוגים למדינה אפקטיביים – 10.9%.

מכירות ים תטיס (mm / BCM\$)



ים תטיס - הרכב בעלות השותפות



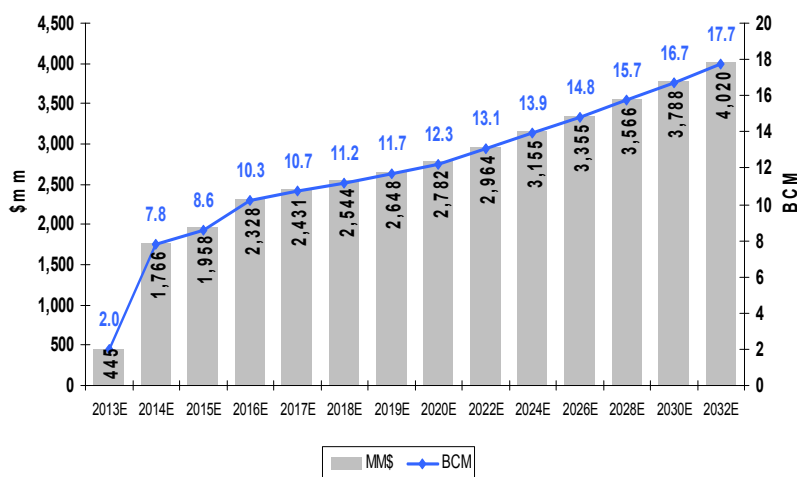
תמר

2021-2032E	2020E	2019E	2018E	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	2012E	2011E	
											מכירות גז:
181	12.3	11.7	11.2	10.7	10.3	8.6	7.8	2.0			מכירות גז - BCM
6,392	433	412	395	378	362	304	274	71			מכירות גז (mmBTU)
6.20	6.21	6.21	6.21	6.21	6.21	6.24	6.25	6.00			מחיר גז (\$/mmBTU)
39,635	2,686	2,556	2,456	2,347	2,248	1,894	1,710	424			מכירות - במיליוני \$
4,320	293	279	268	256	245	206	186	46			תמלוגים לממשלה (10.9%)
35,315	2,393	2,278	2,188	2,092	2,003	1,688	1,523	378			מכירות נטו
860	84	84	84	84	112	95	85	21			עלויות הפקה ותפעול
2.2%	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%			מכירות %
400	200	200	200	200							קידוחים
34,055	2,109	1,994	1,904	1,808	1,890	1,593	1,438	356			תזרים תפעולי לפני מס
								-67	-1,012	-1,388	CAPEX
17,027	1,054	877	514	0	0	0	0	0			היטל
50%	50%	44%	27%	0%	0%	0%	0%	0%			שולי היטל
17,027	1,054	1,117	1,390	1,808	1,890	1,593	1,438	356	-1,012	-1,388	FCF
3,780	436	508	698	1,000	1,152	1,070	1,064	291	-909	-1,375	NPV

הנחות מודל הערכת השווי למאגר:

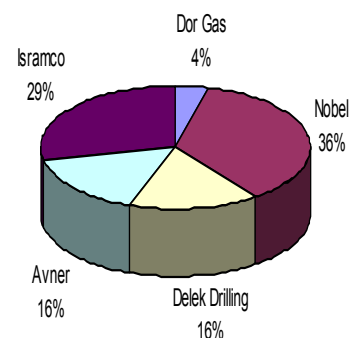
- מועד הפקה ראשון לשוק – 2014 (למעט מכירה למלאי רזרבי).
- קצב מכירות מעודכן – כמפורט בתחזית מטה
- מלא המסקנות של וועדת ששינסקי מגולמות במודל.
- שווי המאגר – 7.7 מיליארד \$ (כולל ההשקעה שבוצעה עד תאריך המאזן).
- השקעה של 481 מ' \$ בוצעה נכון לתאריך המאזן.
- שיעור ההיוון – 10.2%.
- ההשקעה בפיתוח שנותרה נכון לתאריך המאזן – \$2.52B והשקעה נוספת של כ-1,200 מ' \$ בקידוחים לאורך חיי הפרויקט.
- הוצאות חיפוש, פיתוח ומימון לצורך חישוב ההיטל של 3,650 מ' \$.
- פיתוח לפני שנת 2014 שיקנה הטבה בחישוב ההיטל על פי המסקנות הסופיות של הוועדה.
- קצב המכירות על פי הערכתנו שבטבלה ובגרף מטה.
- עלות הפקה ממוצעות – כ- 4.1% מהמחזור.
- תמלוגים למדינה אפקטיביים – 10.9%.

תחזית מכירות למאגר תמר (mm\$, BCM)



* המכירות בשנת 2013 כוללת מכירות חד פעמיות של 2 BCM למלאי חירום לחברת החשמל.

תמר ודלית - הרכב בעלות השותפות



גילוי נאות

פרטי מכין עבודת האנליזה

שם: עוז לוי

כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב

e-mail: Oz@leadercm.co.il

השכלה: M.B.A מנהל עסקים מגמת מימון – אוניברסיטת בן גוריון
B.A כלכלה מנהל עסקים – אוניברסיטת חיפה

ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסט (אפריל 2010 ואילך)

דלתא גליל תעשיות - עוזר מנכ"ל, סמנכ"ל תפעול וכספים חטיבתי, יועץ אסטרטגי (2004-2010)

הפניקס – אנליסט (2002-2004)

אגף נ"ע בנק הפועלים – אנליסט (1999-2002)

פרטי התאגיד

לידר ושות' בית השקעות בע"מ

רח' הארבעה 21, תל-אביב

טל: 03-6845757

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 החברה על בסיס שיטת היוון תזרימי המזומנים החופשיים (DCF – Discounted Cash Flow), וכן על בסיס השוואת מכפילים.

גורמי סיכון

• יישום מלא של המלצות ועדת ששינסקי

• תקלות בתהליך ההפקה או במערכת ההולכה

• ירידה במחירי הנפט

• אי מציאת שווקים לייצוא

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 ייעוץ 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 מפציהם 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). במהלך שנים עשר החודשים האחרונים נתנו חברות מקבוצת לידר שוקי הון שירותי ניהול, הפצה וחיתום להנפקות ציבוריות ופרטיות של רציו חיפוי נפט (1992) בע"מ וחברות בשליטת בעלת השליטה בה, ושל חברות מקבוצת דלק בע"מ, בעלת השליטה בדלק מערכות אנרגיה בע"מ, דלק קידוחים שותפות מוגבלת ואבנר חיפוי נפט וגז שותפות מוגבלת.

גילוי והצהרת האנליסט

אני, עוז לוי, בעל רישיון מס' 4682, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

עוז לוי