

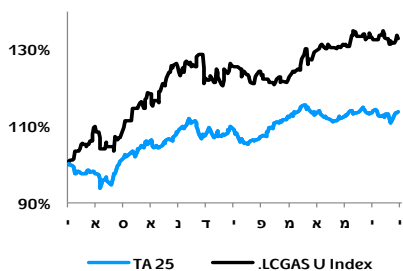
סקטור הגז: התרחיש האזורי עדיין רלוונטי

אלה פריד

24.07.2014 סקירה ענפית

המלצה	מחיר יעד (ש"ח)	שווי שוק (למניה נשח)
אבנר	3.85	3.26
דלק קידוחים	21.2	18.44
דלק אנרגיה	2,453	2362
ישראלקו	0.78	0.84
רציו	0.49	0.50

גרף מניה (12 החודשים האחרונים)



מחלקת מחקר מניות

אייל דבי | מנהל מחקר מניות
eyald@bll.co.il

אלה פריד | אנליסטית - אנרגיה
ella.fried@bll.co.il

גיל דטנר | אנליסט - תקשורת ומזון
gil.dattner@bll.co.il

אגרות חוב ומאקרו

דודי רזניק | מנהל מחקר אגרות חוב
dudir@bll.co.il

ניירות ערך זרים

עופר הלל | ראש דסק מחקר בנקאות פרטית
oferhil@bll.co.il

רוני יונסיאן | מנהל דסק מחקר מוסדיים
ronny@bll.co.il

אוהד חיים | אנליסט
ohad.haim@bll.co.il

בעקבות עדכון הערכת משאבים של לוויתן בכ-16% ל-21.93 TCF וכמות הקונדנסאט לכ-40.3 מיליון חביות, אשר התפרסם בשבוע הראשון של הלוחמה בעזה, השהינו את תגובתנו עד להתבהרות חלקית של התמונה.

להערכתנו, לאירועים הגיאוגרפיים פוליטיים האחרונים אין בשלב זה השפעה מהותית על סיכויי קיומה של אופציית היצוא האזורי בכלל, ועל היצוא מצרים ולתורכיה בפרט. אי לכך, העלנו את מחירי היעד שלנו לרוב מניות הסקטור, תוך הותרת ההמלצה על "תשואת שוק", עד שתושג התקדמות ממשית באחד מה-MOU's העומדים על הפרק.

מחירי היעד החדשים

		Rating	Target Price	Current Share Price	Upside
Delek Energy	DLEN	Market Perform	2,453	2,469	-1%
Delek Drilling	DEDRRL	Market Perform	21.2	20.1	6%
Avner	AVNRL	Market Perform	3.85	3.6	8%
Ratio Oil	RATIL	Market Perform	0.49	0.50	-2%
Isramco	ISRAL	Market Perform	0.78	0.76	2%

לנו נראה, כי עליית היקף העתודות בלוויתן מקזזת את עליית אי-הוודאות הגיאופוליטית בטווח הקצר. זאת ועוד, התרחיש המצרי קיבל בשבועיים האחרונים רוח גבית, ובמקביל, לא נראה כי הייתה השפעה מהותית על סיכוי התממשות התרחיש המצרי (2.5 BCM בשנה לפנונזה הספרדית מתמר, וכ-7 BCM בשנה ל-BG מלוויתן החל מ-2016). נציין כי גם האופציה התורכית, שקיבלה משנה תוקף בתחילת החודש (10 BCM בשנה החל מ-2018-2020) לא הושפעה מהותית עד כה, אלא ביחס ללוחות הזמנים בטווח הקצר. לוחות הזמנים ביחס ליעד יצוא זה יתבהרו במלואם, רק לאחר הבחירות לנשיאות וסיום הלוחמה בעזה, כך שמכאן נובע גם התמחור היחסית שמרני שלנו. לפי האומדן שבידינו, כל המניות הנסחרות מתומחרות קרוב לשווי, ובשלב זה, כל תחזית לתזרים מזומנים מלוויתן הינה סקיצה בלבד, כאשר הדבר היחיד הידוע בה בשלב זה, זו עלות הפיתוח, הנאמדת בכ-5.5 מיליארד דולר בשלוש השנים הקרובות. זה המקום לציין, כי בשל הפערים בשערי ההיוון, הנגזרים מיכולות המימון ורמות הנזילות השונות של השותפים, אנו אומדים את לוויתן ב-7.2 מיליארד דולר עבור רציו ובכ-7.6 מיליארד דולר עבור שותפיות מקבוצת דלק.

מספר נקודות משמעותיות נוספות

- דלק אנרגיה - אנו ממשיכים לראות הזדמנות מסחרית במניה, אף שהיא נסחרת בשווי הוגן ביחס לשותפיות - בשל הפיזור, הדיווידנדים, וההזדמנויות הנובעות מהפיצול הצפוי והרישום המתוכנן בלוונדון של נכסי האנרגיה.
- רציו - על אף שנקטנו בגישה שמרנית כלפי השותפות, בשל ריבוי הקצוות הפתוחים ביחס לפיתוח הנכס העיקרי שבבעלותה, חובה לומר, כי בסך הכל מידת האופטימיות שלנו לגבי יכולתה לגייס מימון, לצורך חלקה בהשקעה הקפיטאלית בסך 825 מיליון דולר, בשלוש השנים הקרובות, עלתה. זאת משום

שלהערכתנו חל שיפור בסיכויי המוניטציה של הפרויקט כולו.

- לוויתן משקף כעת היטב את המחזור הגלובאלי של תעשיית הגז והנפט, שבו נמצא סייקל האקספלורציה על סף סיום, ומתבצעת הסטה של המיקוד לעבר פיתוח ומוניטציה של נכסים קיימים. נציין, כי בדומה ללוויתן, בכלל התעשייה, עלה חלקם של מאגרי המיים העמוקים בשנים האחרונות, והם היוו את החלק הארי של הגילויים מתחילת העשור.

טבלת רגישות מניית הסקטור ללוויתן

Leviathan \$ bn.	RATIL ILS	DEDRL ILS	AVNRL ILS	DLEN ILS
5,200	0.36	17.81	3.29	2,087
5,700	0.39	0.00	3.40	2,163
6,200	0.43	19.22	3.52	2,239
6,700	0.46	19.93	3.64	2,315
7,000	0.48	20.36	3.71	2,361
7,200	0.49	20.64	3.76	2,392
7,600	0.51	21.21	3.85	2,453
8,100	0.55	21.92	3.97	2,529
8,600	0.58	22.62	4.09	2,605
9,100	0.61	23.33	4.21	2,681
9,600	0.64	24.04	4.33	2,758

הנחות בסיס:

- אומדן שווי של כ-13.6 מיליארד דולר למאגר תמר (כולל דלית ו-SW), לאחר תמלוג המדינה ולפני תמלוגי העל לשותפים הכלליים.
- אומדן של 1.9 מיליארד למאגר ים תטיס, האופציות בבלוק 12, תנין וכריש.
- 70 מיליון שווי לרישיון גל ואופציות נוספות שבידי רציו, לרבות חלקה ברישיון ערן (החופף חלקית לתמר SW).
- 200 מיליון דולר שווי לסך הרישיונות המצויים בידי ישראלמקו, לרבות שמשון.

שורה תחתונה: אנו מתירים את המלצתנו למניות הסקטור על "תשואת שוק" עם עליה מתונה בכל מחירי היעד, וממשיכים להפגין אופטימיות ביחס לאופציה האזורית. המניה המועדפת עלינו כעת היא אבנר, עם אפ-סייד של 8%.

גילוי נאות

עבודה זו בוצעה בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור. אין לראות בעבודה זו המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות, או ייעוץ - בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. הנתונים נלקחו ממערכות מגמה, גרפיט, בלומברג ועוד, למעט מקרים שבהם נכתב אחרת. לא בוצעו כל בדיקות אחרות על מנת לאמת את המידע ששימש בסיס לעבודה זו. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לתוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד. לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע. לבנק לאומי, מתוקף היותו מוסד בנקאי בישראל, ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין עשויים להיות קשרים עסקיים כאלו ואחרים עם החברה המסוקרת ו/או בעלי השליטה בה.

עבודה זו מיועדת אך ורק ללקוחות כשירים כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה - 1995. אין להפיץ, להעביר, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מהבנק מראש ובכתב.

חדר עסקאות ניירות ערך ישראליים

מירב בר קיימא
 מנהלת חדר עסקאות נ"ע ישראלים
 076-8859055
 meiravb@bankleumi.co.il

מחקר מניות

אילה פריד אנליסטית בכירה 076-8859699 ella.fried@bankleumi.co.il	גיל דטנר אנליסט מניות 076-8858553 gil.dattner@bankleumi.co.il	אייל דבי מנהל תחום מחקר מיקרו 076-8858553 eyald@bankleumi.co.il
---	---	---

דסק מניות ונגזרים isequity@bankleumi.co.il

דניאל שרמן סוחר 03-5112606 daniel.shermen@bankleumi.co.il	מיכל קלוג-גלנטי סוחרת 03-5112606 michal.klug-galanti@bankleumi.co.il	דניאל רפופורט מנהל הדסק 03-5112606 daniel.rapoport@bankleumi.co.il
	עוז יחזקאל סוחר 03-5112606 oz.yehezkel3@bankleumi.co.il	גיל שילה סוחר 03-5112606 gil.shilo@bankleumi.co.il

דסק השאלות isseclen@bankleumi.co.il

מיכאל סברדליק סוחר 03-5112605 michael.sverdlik2@bankleumi.co.il	גיל יהב סוחר 03-5112605 gjlya@bankleumi.co.il	אדי שטלצר מנהל דסק השאלות 03-5112605 edis@bankleumi.co.il
---	---	---

מחקר אג"ח

דודי רזניק
 מנהל תחום מחקר מאקרו
 076-8859343
 dudir@bankleumi.co.il

דסק אג"ח isbond@bankleumi.co.il

גיא שיין סוחר 03-5112602 guy.shine@bankleumi.co.il	מזי שמחוני לריה סוחרת 03-5112602 mazil@bankleumi.co.il	שחר ליבוביץ מנהל דסק 03-5112602 shaharl@bankleumi.co.il
	איתן ונגרובר סוחר 03-5112602 eitan.vengrober@bankleumi.co.il	יניב כץ סוחר 03-5112602 yaniv.katz@bankleumi.co.il