

07.09.14

כבר רואים את מועד הסיום של מאגר תמר ותשלומי המס עשויים לשנות את קבלת ההחלטות.

קבוצת דלק

קבוצת דלק
המלצה : תשואת שוק
מחיר יעד : 1,450 ₪

דלק אנרגיה
המלצה : תשואת שוק
מחיר יעד : 2,538 ₪

דלק קידוחים
המלצה : קניה (תשואת חסר)
מחיר יעד : 23.68 ₪
(19.61 ₪ נטו)

אבנר
המלצה : קניה
(תשואת שוק)
מחיר יעד : 4.35 ₪
(3.6 ₪)

ישראלמקו
המלצה : קניה
(תשואת חסר)
מחיר יעד : 0.9 ₪
(0.75 ₪)

רציו
המלצה : קניה
(תשואת יתר)
מחיר יעד : 0.68 ₪
(0.56 ₪)

• **בסוגרים מחירים והמלצות נטו בניכוי מס.**

מזה למעלה משנה קבוצת דלק מסווגת את נכסיה לאלו המיועדים למכירה ואלו המניבים להחזקה. הקבוצה מכרה ומוכרת את דלק אירופה, הפניקס, Republic וברק קפיטל. דלק רכב ודלק US כבר מזמן מסווגות כהשקעות פיננסיות ועל המדף חברות נוספות דוגמת Roadchef ו IDE. נוסף על כך הודיעה החברה על בחינה להנפקת מניותיה בלונדון וכפי הנראה גם השטחת הפירמידה בין הקבוצה לשותפיות עודנה על הפרק. קבוצת דלק היא חברת החזקות עם חברות בנות מניבות ובעלות פוטנציאל נוסף בעתיד, בעלת יחס חוב למאזן נמוך ונכסים נוספים למכירה.

שותפיות חיפושי הנפט והגז

מאגר תמר החל להפיק גז לפני כשנה ואנו כבר יכולים לראות את שנת סיום המאגר. השותפיות חתמו על מכתב הבנות לייצוא גז מתמר ואנו מעריכים כי למצרים דרוש יותר גז מהכתוב במכתב ולכן משך החיים של תמר יהיה קצר יותר והתקבולים גבוהים יותר. אנו סבורים כי מרבית השווי כבר מתומחר בשווי המאגר.

מאגר לווייתן תלות בייצוא וחשיבות עליונה לסגירת הסכמים עוד השנה. המשק הישראלי קטן מדי בשביל לווייתן. המחסור הצפוי בגז בישראל בשנת 2015-18 יעמוד על כ- 3Bcm לשנה בלבד והשותפיות חייבות לקוח עוגן כדי להקל על גיוס המימון לפיתוח המאגר. נוסף על כך, קידוחים נוספים בקפריסין שמתחילים בחודשים הקרובים עלולים להוות תחרות קשה ללווייתן אם יתגלו ממצאים ועל כן התלות בייצוא גבוהה מתמיד.

מס

השותפיות טרם חילקו רווחים מתקבולי הגז וצפויות להתחיל בחלוקה לאחר רווחי שנת 2015 ועל כן נושא המיסוי בא כעת לידי ביטוי בהחלטת ההשקעה. בהמלצות ההשקעה אנו מציגים את שתי האפשרויות, למשקיעים פטורים ממס ולמשקיעים החייבים במס. השאלה המרכזית שעלינו לשאול עצמנו – **האם אנו רואים את השווי בניכוי מס ולכן ההמלצה היא תשואת חסר והקטנת החשיפה או שמא נעדיף להחזיק וליהנות מרווחי הון ?**

שווי דולרי לעומת שווי בשקלים

בשנה האחרונה תנודתיות שער הדולר הייתה גבוהה עם ירידות ועליות של כ- 5%. אנו סבורים כי תנודתיות זו בשער הדולר לא באה לידי ביטוי במלואה בשווי השותפיות. אנו סבורים כי כל שינוי של 1% בשער הדולר משקף שינוי בשווי של כ- 50-130 מיל' ₪ בשווי השותפיות, כל אחת לפי אחזקותיה.

שווי סחיר

בנוסף להערכת השווי הכלכלית ביצענו גם השוואה לשווי הסחיר של השותפיות הנגזר משווי ישראלמקו ורציו. שתי השותפיות נסחרות מעל השווי הסחיר אך יש העדפה לאבנר על פני דלק קידוחים.

	ללא מס		כולל מס		מחיר נוכחי	מניה \ יח"ש
	מחיר יעד	דיסקאונט	מחיר יעד	דיסקאונט		
קבוצת דלק	1,450 ₪	5%	1,450 ₪	5%	1,380 ₪	מניה \ יח"ש
אבנר	4.35 ₪	21%	3.60 ₪	0%	3.60 ₪	קבוצת דלק
דלק קידוחים	23.68 ₪	20%	19.61 ₪	-1%	19.77 ₪	אבנר
דלק אנרגיה	2,597 ₪	2%	2,597 ₪	2%	2,556 ₪	דלק קידוחים
ישראלמקו	0.90 ₪	16%	0.75 ₪	-4%	0.78 ₪	דלק אנרגיה
רציו	0.68 ₪	34%	0.56 ₪	11%	0.51 ₪	ישראלמקו

קבוצת דלק

קבוצת דלק מנקה את מרבית הנכסים שאינם מניבים ואינם בליבת עסקי האנרגיה ובחודשים האחרונים מבצעת שורת עסקאות בהיקף כולל של כ- 4 מיליארד ₪.

- מכירת הפניקס תמורת כ- 1.7 מיליארד ₪, משקף שווי של כ- 3.6 מיליארד ₪ (טרם נסגרה).
- מכירת דלק אירופה בכ - 355 מיל' אירו, כ - 1.7 מיליארד ₪.
- מכירת ברק קפיטל תמורת כ - 237 מיל' ₪.
- מכירת 36% מ Republic תמורת כ- \$80 מיל'. משקף שווי של כ- 220 מיל' דולר.

על חברת RoadChef מתנהל מו"מ ואנו מעריכים כי בנוסף לעסקאות אלו, החברה שמה לה למטרה למכור נכסים נוספים דוגמת IDE ובכך להיוותר עם חברות חיפוי הנפט והגז ודלק ישראל בתחום שיווק הדלקים. כמו כן, לא מן הנמנע כי החברה תנסה שוב למחוק את חברת דלק אנרגיה מהרישום למסחר. קבוצת דלק הכריזה בעבר על כוונתה לפצל את החברה לשתי חברות אולם לאחר שורת העסקאות נראה כי החברה תיוותר עם עסקי האנרגיה בלבד ועל כן עדכנה כי היא בוחנת את הנפקת מניותיה בבורסה בלונדון בנוסף לרישום בת"א, זאת על בסיס דוחות שנת 2014, קרי, לא לפני אפריל 2015.

אם כן, היכן המקום ל- Up-Side ? טוב נו, נשאו בעיקר שותפויות הגז...

מאגר תמר הנו ספק הגז היחיד למשק הישראלי ויישאר כזה לפחות עד שנת 2018, אז עתיד להיות מאגר לווייתן מפותח לחוף הישראלי. בכך אין חדשות, אולם מלבד זאת, כנראה שצפויים להשתנות סדרי עולם ושותפויות הגז עשויות להיות ספקיות הגז הגדולות, אם לא היחידות בשנים הקרובות, למתקני ההנזלה במצרים וספקיות הגז היחידות לירדן. למהלך זה השפעה רבה יותר מההשפעה הכלכלית, אולם לא בכך עסקינן מלבד ההוכחה לנחיצות ההסכם לירדן ומצרים. מעבר לשותפויות הגז, נותרו לחברה אחזקות פרטיות דוגמת IDE ו IPP שככל הנראה אין לחברה סנטימנט מיוחד כלפיהן ולכשימצא קונה הן תימכרנה.

קבוצת דלק	שיעור אחזקה	שווי חברה מיל' ₪	שיטת הערכה	שווי החזקה רגילי	אחוז מסך החזקות	שווי שוק מיל' ₪	החזקה החזיר	אחוז מסך החזקות
חברות סחירות								
דלק אנרגיה	86.7%	13,055	שווי כלכלי	11,319	50%	13,178	11,425	50%
דלק קידוחים	6.1%	10,466	שווי כלכלי	638	3%	10,830	661	3%
אבנר	8.5%	11,745	שווי כלכלי	998	4%	11,972	1,018	4%
כחן פיתוח	51.8%	1,253	שווי כלכלי	649	3%	874	453	2%
דלק רכב	24.2%	3,544	שווי סחיר	858	4%	3,544	858	4%
דלק US	7.5%	6,667	שווי סחיר	500	2%	6,667	500	2%
הפניקס	52.3%	3,176	שווי סחיר	1,661	7%	3,176	1,661	7%
חברות פרטיות								
דלק ישראל	100.0%	1,500	שווי כלכלי	1,500	7%	1,500	1,500	7%
החזקות בים תטיס	4.4%	40	שווי כלכלי	40	0.2%	40	40	0%
תמלוגים מדלק"ד (25%)	100.0%	505	שווי כלכלי	505	2%	505	505	2%
דלק אירופה	80.0%	1,700	שווי מכירה	1,360	6%	1,360	1,360	6%
Roadchef	100.0%	663	שווי כלכלי	663	3%	663	663	3%
REPUBLIC	100.0%	787	שווי מכירה	787	3%	787	787	3%
IDE	50.0%	1,718	שווי כלכלי	859	4%	859	859	4%
IPP	100.0%	191	שווי כלכלי	191	1%	191	191	1%
חברות אחרות	100.0%	300	בעיקר ברק קפיטל	300	1%	300	300	1%
שווי אחזקות								
נכסים פיננסיים נטו				-5,616			-5,616	
הפסדים צבורים				360			360	
הוצ' ניהול נטו				88			88	
סה"כ שווי כלכלי				17,486			17,437	
דיסקאונט כלכלי								
מניות בדילול מלא (מיל')	12,060	שווי שוק	16,073	דיסקאונט סחיר	7.8%			
שווי מניה	1,450	שער מניה	1,379					

שותפויות E&P (חיפוש והפקה)

סוגיית המס

סוגיית המס כמעט ונותרה עלומה עד כה אולם כעת כבר ניתן לראות באופק את חלוקת הרווחים מיחידות ההשתתפות ועל כן סוגיית המס תהיה רלוונטית. בניגוד לתשלומי דיבידנד, יחידות ההשתתפות מחויבות לחלק את כל רווחיהן לבעלי היחידות וזאת לאחר עמידה בכל ההתחייבויות וההתחייבויות העתידיות לפיתוח המאגר. במקרה של שותפויות תמר אנו סבורים כי רווחי שנת 2014 עדיין ישרתו את ההתחייבויות העתידיות לפיתוח תמר, בכללן עלות הפיתוח עד כה ותכניות ההרחבה ועל כן אנו צופים כי חלוקת הרווחים הראשונה תהיה במרץ 2016, זאת בגין הרווחים ממכירת גז בשנת 2015. יש לציין כי במידה ותחתם עסקת ייצוא הגז והשותפויות תדרשנה להשקעות נוספות לא תהיה חלוקת רווחים גם בשנת 2016.

אם כן, כיצד הדבר ישפיע על מחזיקי יחידות ההשתתפות? במודל הערכת השווי הפחתנו 17% מס מהתזרים החופשי של המאגרים שמתקבל לאחר תמלוג מדינה, תמלוג לשותף הכללי והיטל מיוחד (ששינסקי). פערי השווי עומדים על כ- 20% בין השווי לפני מס והשווי לאחר מס.

החלטת השקעה

פטור ממס? קניה

חייב במס? תשואת חסר

מחזיק יחידות אשר יחויב במס רואה מול עיניו שווי מופחת ועל כן המלצתנו הנה תשואת חסר, מחזיק יחידות הפטור ממס רואה שווי גבוה יותר בכ- 20% ועל כן ההמלצה הנה קניה. יחד עם זאת חשוב לציין כי להערכתנו תשלום המס הראשון יהיה במרץ 2016 בגין רווחי שנת 2015, עד אז יוכלו המשקיעים ליהנות מרווחי הון על מחיר היחידות. שיעור המס אותו לקחנו עומד על כ- 17%, נמוך ממס החברות עקב משתנים שמפחיתים את תשלום המס כגון פחת, מימון, הפסדים צבורים ועלויות פיתוח עתידיות בפרויקטים אחרים.

אנו מפרסמים לראשונה שני מחירי יעד, האחד כולל מס על רווחי השותפויות והשני אינו כולל מס.

רגישות לשער הדולר

שווי המאגרים נגזר ממחיר יחידת גז הנקוב בדולרים ומשתנה בהתאם לשינוי בשער הדולר, בשנה האחרונה ירד שער הדולר בכ- 4.5% ובחודש האחרון תיקן הדולר בחדות כלפי מעלה. תנודתיות זו, ובעיקר הירידות, לא באו לידי ביטוי בשווי שותפויות הגז לאורך השנה. להערכתנו כל שינוי של 1% בשער הדולר מביא לעלייה/ירידה של כ- 112 מיל' ₪ בשווי ישראלמקו, כ- 132 מיל' ₪ בשווי אבנר, כ- 117 מיל' ₪ בשווי דלק קידוחים וכ- 55 מיל' ₪ בשווי של רציו. על כן, המשך עליות בשער הדולר יביא לעלייה בשווי השותפויות.

מאגר תמר - רק התחיל כבר נגמר

מאגר הגז תמר הנו ספק הגז היחיד למשק הישראלי לפחות עד לשנת 2018, אז אמורה להתחיל אספקת גז לחוף ממאגר לווייתן. המאגר, בבעלות נובל, דלק קידוחים, אבנר, ישראלקו ואלון גז סיפק בתשעת החודשים של שנת 2013 כמות של כ- 5.4BCM, קצב שנתי של כ- 7.2BCM. קיבולת האספקה של המאגר עומדת על כ- 10BCM לשנה בשלב זה אולם השותפות פועלות להגדיל את יכולת האספקה בכ- 20% באמצעות שני פרויקטים – האחד, התקנת מדחסים, פרויקט שעלותו כ- 216 מיל' דולר וצפוי להסתיים בשנת 2016 והפרויקט השני ע"י הפיכת מאגר ים תטיס למאגר אחסון ובכך לספק בעתיד גז גם ממאגר זה. במחצית הראשונה לשנת 2014 סיפק המאגר כ- 3.4Bcm, קצב שנתי של כ- 6.8Bcm.

ייצוא

מלבד אספקת גז טבעי לחוף הישראלי דיווחו השותפויות על מגעים לייצוא גז טבעי למצרים. בתחילת חודש מאי חתמו השותפויות על מכתב כוונות בלתי מחייב לניהול מ"מ עם UFG (Union Fenosa Gas) הספרדית, לשם ייצוא גז טבעי למתקן ההנזלה בדמיטה, מצרים. המו"מ אמור להסתיים במהלך חודש נובמבר ותחילת הזרמת הגז צפויה להיות כשנתיים לאחר החתימה על ההסכם. בימים האחרונים התפרסמו ידיעות כי החברה הספרדית מעוניינת להקדים את החתימה על ההסכם ואת ייצוא הגז ועל כן אנו מכניסים את שווי עסקה זו לשווי המאגר. ההיקף המשוער של ההסכם, עליו דיווחו החברות, הנו לאספקה של כ- 4.5Bcm לשנה למשך 15 שנה ובסה"כ כ- 70Bcm, **יחד עם זאת, אנו מעריכים כי בהתאם לכמות החסרה במתקן ההנזלה, כ- 7Bcm לשנה, האספקה לייצוא בפועל תעמוד על כ- 6Bcm.** נקודת האספקה תהיה בגבול ישראל מצרים, בכך יישאו השותפויות בעלויות הפיתוח, להערכתנו שתי בארות נוספות, והלקוח יישא ביתר העלויות. להסכם הייצוא כמה השלכות על מודל הערכת השווי, בין היתר קיצור משך החיים של המאגר, עלות פיתוח נוספת, אך גם דחייה קצרה בתשלום המס ועלייה במחיר הגז.

החששות

העתיד הקרוב : 5-7 שנים מהיום נראות יציבות יחסית למאגר תמר. ההסכמים שנחתמו עם לקוחות המאגר הנם ארוכי טווח, כ- 15 שנה, אולם יכולים להיפתח בתום 7 שנים מתחילת האספקה. מסיבה זו אנו לא רואים איום אפשרי על המאגר בשנים הקרובות. יחד עם זאת, בשנים שלאחר מכן, עתיד מאגר לווייתן להיות מפותח, מאגרי תנין וכריש אולי יפותחו אך לשותפויות דלק קידוחים ואבנר כמעט ואין איומים חיצוניים כספק גז בכיר למשק הישראלי. במודל הערכת שווי המאגר, אנו מניחים ירידת מחיר מסוימת וירידה קלה בכמות המסופקת כתוצאה מתחרות זו. האיום הפוטנציאלי היחיד הוא בגזרת הייצוא בעיקר מקידוחי הגז בקפריסין ואיום זה לרוונטי בעיקר למאגר לווייתן.

אנו מעריכים את שווי מאגר תמר בכ - \$16.5 מיליארד. המודל מניח ייצוא החל מאמצע 2017, מחיר גז משוקלל ייצוא כ- \$6.05 עם הצמדה, עלות פיתוח נוספת הדרושה לייצוא עומדת על כ- \$1.3 מיליארד. היטל ששינסקי החל משנת 2019 20% ומשנת 2020 50%, שנת סיום המאגר – 2029. שעור היוון 8%. תמלוגים ומס חושבו בנפרד לכל שותפות.

2029	2025	2020	2015	2014	שווי תמר
15.5	13.5	12.6	9.0	7.3	מקומי וירדן (BCM)
4.5	5	6			ייצוא (BCM)
20.0	18.5	18.6	9.0	7.3	סה"כ BCM לשנה
4,545	4,044	4,191	1,955	1,581	הכנסות (מיל' \$)
523	465	482	225	182	תמלוגים למדינה
200		50	410	20	CAPEX
140	140	140	140	140	opex
3,682	3,439	3,519	1,053	1,112	תזרים נקי (מיל' \$)
569	723	1,088	957	1,091	תזרים מהוון בניכוי היטל (מיל' \$)

מאגר לווייתן – תלות גבוהה בייצוא

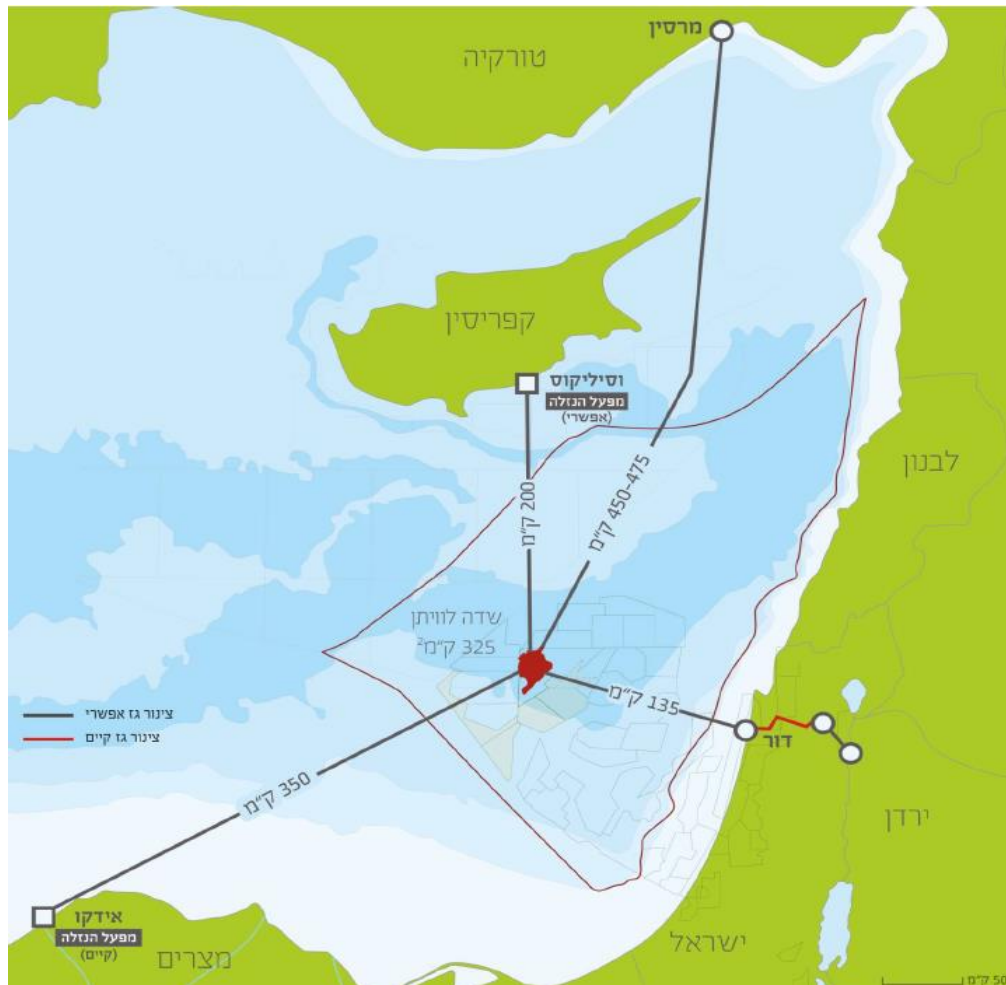
מאגר לווייתן מכיל כ- 22TCF, (כ- 622Bcm), זאת לאחר עדכון הכמויות כלפי מעלה מכ- 19TCF. תחילת ההפקה מלווייתן, לפי השותפים, אמורה להתחיל בסוף שנת 2017 או לכל המאוחר בתחילת שנת 2018. בשלב זה תכניות הפיתוח טרם נקבעו, אולם התכנית הרלוונטית היא להקמת מתקן צף בים לקבלה וטיפול בגז (FPSO) ודרכו הזרמת הגז הלאה, לחוף הישראלי או לייצוא. לפי תחזית הצריכה של משרד האנרגיה, עם ההרחבות המתוכננות בפרויקט תמר, למשק הישראלי לא יהיה מחסור בגז טבעי בשנת 2015-7 ובשנת 2018 המשק הישראלי עלול להיות במחסור של כ- 3Bcm בלבד, זאת עוד לפני שלקחנו בחשבון את הגדלת הכמות המופקת מתמר, ועל כן גדלה תלות לווייתן בייצוא. קיבולת מתקן ה FPSO עומדת על כ- 16Bcm לשנה ואנו מעריכים כי המשק הישראלי יצרוך כ- 4Bcm, ירדן כ- 4Bcm נוספים והיתר לייצוא. בעתיד הרחוק יותר, עם חתימה על הסכמי ייצוא נוספים, ישנה אפשרות להוסיף מתקני FPSO נוספים, מתקני הנזלה צפים (FLNG) או העברה למתקן הנזלה בקפריסין. אנו סבורים כי תרחישים אלו אפשריים בעתיד אולם כל עוד אין לקוח עוגן לשלב הראשון, אין תכניות פיתוח וישנה תחרות אופציונלית מצד הרשיונות בקפריסין, עדיין מוקדם לכלול תרחישים אלו במודל הערכת השווי.



- שקפים מתוך מצגות רציו ונובל

ייצוא

השותפויות חתמו על מכתב כוונות בלתי מחייב עם BG לצורך הזנת מתקן הנזלה באידקו, מצרים. היקף ההסכם הנו לאספקה של כ- 7Bcm לשנה למשך 15 שנים ובסה"כ כ- 105Bcm. אספקת הגז צפויה להתבצע מהמתקן הימי הצף כך שהלקוח צפוי להקים תשתית לצורך ייבוא הגז. לפני מספר ימים חתמו השותפויות על מכתב כוונות נוסף עם חברת החשמל הירדנית למכירה של כ- 3Bcm לשנה למשך 15 שנה ובסה"כ כ- 45Bcm. אפשרויות ייצוא נוספות הן חיבור צנרת לטורקיה, קפריסין או מתקן הנזלה צף. אנו מעריכים כי הקמת מתקן הנזלה ע"י השותפויות אינה עומדת על הפרק בשלב זה, בין היתר כתוצאה מיציאתה של וודסייד משותפות אפשרית.



קפריסין – בחודש יולי נערכה במלטה וועידת אנרגיה של האיחוד האירופאי, בוועידה הצביעו בכירים באיחוד וגורמים נוספים על הצורך המידי למצוא לאירופה חלופה ארוכת טווח לגז הרוסי. המשתתפים טענו כי החלופה היחידה הנה קפריסין אשר תשמש עורק ראשי להנזלת גז טבעי והעברתו לאירופה. המשתתפים ציינו כי זהו אינטרס אירופי משותף ויש לדאוג להקמת מתקן הנזלה במימון אירופאי משותף. אנו סבורים כי אפשרות זו בהחלט קוסמת לשותפויות לויתן וביתר שאת לדלק קידוחים ואבנר, שהנן שותפויות במאגר אפרודיטה, אולם מצד שני, אפשרות זו מהווה זרז לחברות אחרות שקיבלו רשיונות בקפריסין להאיץ את החיפושים.

קפריסין חילקה רישיונות קידוח למספר חברות זרות וחלקן צפויות להתחיל את קידוחי הגז כבר בחודשים הקרובים. שותפות החברות ENI-KOGAS יתחילו לקדוח בבלוקים 2,3,9 בספטמבר-אוקטובר 2014 וחברת TOTAL, בעלת רישיונות 10,11 צפויה להתחיל במחצית השנייה לשנת 2015. נבל תמשיך לקידוחים נוספים במאגר אפרודיטה במהלך 2015. כרגע, עם זרבות גז של 5TCf במאגר אפרודיטה, אין היתכנות לבניית מתקן הנזלה בקפריסין ולכן מתקיימות שיחות עם שותפויות לויתן לרכוש גז מלויתן. אם יהיו ממצאים נוספים בקפריסין יוכל לקום מתקן הנזלה בקפריסין והשותפויות עלולות לאבד את בלעדיות האספקה באגן הים התיכון.

מימון

שותפויות לווייתן טרם גייסו מימון לפיתוח המאגר, אנו מעריכים כי עלות פיתוח המאגר והקמת ה FPSO תעלה על \$6.5 מיליארד. בניגוד לפרויקט תמר בו היה ידוע מראש כי יהיה לקוח לכמות המסופקת ואף ליותר מכך, במקרה לווייתן אין לקוח עוגן וודאי והלקוחות הפוטנציאליים נמצאים מעבר לים. חוזי הספקת גז טבעי, אמנם חוזים ארוכי טווח, אולם לצורך מימון הפרויקט והורדת פרמיית הסיכון, במקרה לווייתן תדרשנה השותפויות לחתום עם לקוחות עוגן טרם גיוס המימון. אנו מעריכים כי על מנת לעמוד בלוח הזמנים שפורסם ע"י השותפויות, קרי, תחילת הזרמת גז לחוף בסוף 2017 או תחילת 2018, השותפויות נדרשות לאשר את תכניות הפיתוח עוד בשנת 2014, זאת כדי להתחיל הזמנות ולגייס מימון לפיתוח. להערכתנו, גיוס המימון יחייב לקוח עוגן **ואנו סבורים כי השותפויות חייבות לחתום עם לקוח עוגן עוד השנה.**

2051	2050	2040	2030	2020	2019	2018	לווייתן
20.0	20.0	20.0	20.0	16.0	13.0	8.0	BCM לשנה
\$318	\$315	\$285	\$258	\$233	\$231	\$229	מחיר ל BCM
6,357	6,294	5,697	5,158	3,735	2,405	931	הכנסות (מיל \$)
731	724	655	593	430	277		תמלוג מדינה
60	200	200	200	200	200	200	opex
5,566	5,370	4,842	4,365	3,106	1,928	731	תזרים נקי (מיל \$)
57	61	156	400	1,618	1,115	469	תזרים מהוון בניכוי היטל (מיל \$)

אנו מעריכים את שווי לווייתן בכ – **\$10.5 מיליארד**. המודל מניח עלויות הקמה של כ- \$6.5 מיליארד, תחילת הפקה בתחילת 2018 ושיעור היוון של 11%. כאמור, המודל אינו כולל בשלב זה ייצוא נוסף מעבר לשלב הראשון של 16Bcm לשנה.

השותפויות

אבנר ודלק קידוחים

שותפויות קבוצת דלק מחזיקות את החבל בשני קצותיו. מצג אחד עם מאגר תמר הפעיל והתזרימי, מצד שני עם מאגר לווייתן אשר אין ספק באשר לפיתוחו אולם תלוי בחוזי ייצוא ועל כן עדיין ישנם די הרבה סמני שאלה.

נוסף לאלה לשותפויות קבוצת דלק נכסים נוספים. ראשית מאגרי תנין וכריש. מאגרים אלו יחדיו מכילים כ- 57BCM, (תנין 35Bcm וכריש 22Bcm) ובהתאם להבנות שהושגו עם הרשות להגבלים עסקיים מאגרים אלו עומדים למכירה. נוסף למאגרים אלו תינתן לרוכש האפשרות לרכוש כ- 15Bcm נוספים ממאגר לווייתן בכדי להגיע לכמות שתהיה כדאית כלכלית. הוצאות החיפוש שהושקעו עד כה בשני מאגרים אלו עומדות על כ- \$160 מיל'. אנו מעריכים את שווי המאגרים בכ- 1 מיליארד דולר בשקלול תשואה לרוכש. בהתאם להחזקות דלק קידוחים ואבנר (26.47% כ"א ונובל 47.06%) אנו מעריכים כי התרומה לשווי במכירה תעמוד על כ- \$230-260 מיל'.

אפרודיטה. דלק קידוחים ואבנר מחזיקות כ- 15% כל אחת במאגר אפרודיטה המכיל כ- 4.5-5Tcf. אנו מעריכים את התרומה לשווי השותפויות בכ- \$200 מיל'.

שווי סחיר

אנו מפרסמים את פערי התמחור בין השותפויות לפי השווי הסחיר של ישראלמקו ורציו.

מתודולגיית עבודה: מהשווי הסחיר של ישראלמקו בנטרול חוב ותמלוגים חישבנו את שווי תמר וכך ביצענו לגבי שווי לווייתן משווי רציו בבורסה. לפי שווים אלו למאגרים חישבנו את שווי השותפויות תוך הורדת חוב ותמלוגים והוספת הערכתנו לשווי הנכסים הנוספים שבידי השותפויות.

להלן פערי השווי הסחיר

שווי חברות נגזר	תמר לפי ישראלמקו	לווייתן לפי רציו	שווי נגזר נה	שווי שוק נה	פרמיה
ישראלמקו	\$14,894,644				
רציו		\$7,758,662			
דלק קידוחים			9,676,244 נה	10,862,762 נה	12.3%
אבנר			11,243,486 נה	12,065,417 נה	7.3%

משווי השוק של השותפויות עולה כי השוק מתמחר את מאגר תמר בכ- \$15 מיליארד, בעוד השווי שלנו עומד על כ- \$16.5 מיליארד, ואת שווי לווייתן בכ- \$7.8 מיליארד, בעוד אנו מתמחרים אל לווייתן בכ- \$10.5 מיליארד. מעבר לפער שווי זה אנו בוחנים כאן את פער השווי הסחיר בין השותפויות ומנתונים אלו עולה כי שותפויות קבוצת דלק נסחרות בפרמיה של 7-12% על השווי הסחיר. על פי שווי סחיר זה המלצת ההשקעה צריכה להיות עם רציו בעדיפות ראשונה, לאחר מכן ישראלמקו, ולבסוף אבנר ודלק קידוחים.

בהינתן רמות סיכון שונות בין השותפויות ניתן להבין את הפער בין רציו לשותפויות דלק אך מבין שתי שותפויות דלק ישנה העדפה לאבנר על פני דלק קידוחים.

סיכום הערכות שווי

אבנר			
ברוטו	החזקות (מיל' ש' ודולר)	נטו	החזקות (מיל' ש' ודולר)
\$58	ים תטיס	\$58	ים תטיס
\$2,293	תמר	\$1,952	תמר
\$1,946	לוינתן	\$1,593	לוינתן
\$454	נכסים נוספים	\$454	נכסים נוספים
\$4,751	סה"כ	\$4,058	סה"כ
ש' 17,133.5	שווי בש"ח	ש' 14,633.7	שווי בש"ח
\$12	הנהלה וכלליות	\$12	הנהלה וכלליות
-\$700	סה"כ התחייבויות נטו	-\$700	סה"כ התחייבויות נטו
ש' 14,513	סה"כ שווי	ש' 12,014	סה"כ שווי
3,334,831	הון מונפק	3,334,831	הון מונפק
ש' 4.35	שווי ליה"ש	ש' 3.60	שווי ליה"ש
ש' 12,065	שווי בורסה	ש' 12,065	שווי שוק
3.60	שער המניה	3.60	שער המניה
20.9%	דיסקאונט	0.1%	דיסקאונט

דלק קידוחים

ברוטו	החזקות (מיל' ש' ודולר)	נטו	החזקות (מיל' ש' ודולר)
\$65	ים תטיס	\$65	ים תטיס
\$2,011	תמר	\$1,721	תמר
\$1,793	לוינתן	\$1,466	לוינתן
\$454	נכסים נוספים	\$454	נכסים נוספים
\$4,323	סה"כ	\$3,706	סה"כ
ש' 15,589.2	שווי בש"ח	ש' 13,364.8	שווי בש"ח
\$12	הנהלה וכלליות	\$12	הנהלה וכלליות
-\$700	סה"כ התחייבויות נטו	-\$700	סה"כ התחייבויות נטו
ש' 12,950	סה"כ שווי בש"ח	ש' 10,725	סה"כ שווי בש"ח
546,967	הון מונפק	546,967	הון מונפק
ש' 23.7	שווי ליה"ש	ש' 19.6	שווי ליה"ש
ש' 10,868	שווי שוק	ש' 10,868	שווי שוק
19.77	שער המניה	19.77	שער המניה
19.8%	דיסקאונט	-0.8%	דיסקאונט

דלק אנרגיה	
נטו	החזקות מיל"ש
6,718.3	דלק קידוחים
5,704.0	אבנר
12,422.3	סה"כ החזקות
0.0	תמלוגים מים תטיס
766.6	תמלוגים מתמר
1,194.5	תמלוגים מלוויתן
1,961.2	סה"כ תמלוגים
371.9	נכס מס נטו
-80.0	הוצאות מטה
-1,316.0	חוב פיננסי נטו
ע"ש 13,359.4	סה"כ שווי כלכלי
5,143,529.0	הון מונפק
ע"ש 2,597.3	שווי למניה
ע"ש 13,146.9	שווי שוק
ע"ש 2,556.0	שער המניה
1.6%	דיסקאונט

ישראל			
ברוטו	שווי החזקות מיל' ע	נטו	שווי החזקות מיל' ש
13,998	מאגר תמר	11,946	מאגר תמר
48	הוצאות הנהלה	48	הוצאות הנהלה
-2,319	נכסים פיננסיים נטו	-2,319	נכסים פיננסיים נטו
11,632	שווי החזקות	9,579	שווי החזקות
12,952,285	מספר מניות	12,952,285	מספר מניות
0.90 ש	שווי ליה"ש	0.74 ש	שווי ליה"ש
10,077	שווי בורסה	10,077	שווי שוק
0.78 ש	שער המניה	0.78 ש	שער המניה
15.3%	דיסקאונט	-5.1%	דיסקאונט

רציו			
ברוטו	החזקות (מיל' ש ודולר)	נטו	החזקות (מיל' ש ודולר)
\$1,503	ליותן	\$1,233	ליותן
\$100	רשיונות נוספים	\$100	רשיונות נוספים
5,737.6 ש	שווי בש"ח	4,771.0 ש	שווי בש"ח
8.0 ש	הנהלה וכלליות	8.0 ש	הנהלה וכלליות
30.9 ש	סה"כ התחייבויות נטו	\$9	סה"כ התחייבויות נטו
5,610.4 ש	סה"כ שווי בש"ח	4,643.9 ש	סה"כ שווי בש"ח
8,354,976	הון מונפק	8,354,976	הון מונפק
0.67 ש	שווי ליה"ש	0.56 ש	שווי ליה"ש
3,943 ש	שווי שוק	3,943 ש	שווי שוק
0.52 ש	שער המניה	0.52 ש	שער המניה
30.4%	דיסקאונט	7.9%	דיסקאונט

הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת אנליזה.

הערות לאנליזה

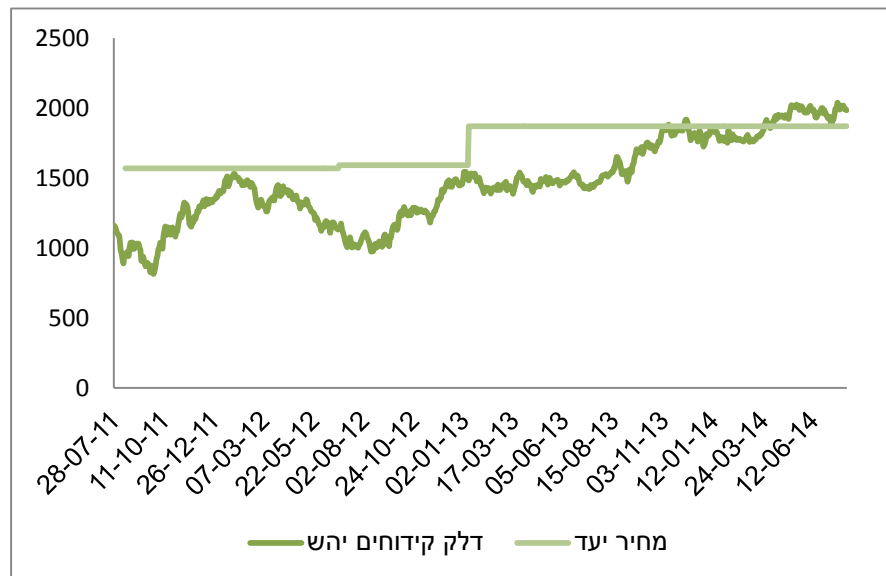
1. סולם המלצות

- **קניה** – המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **תשואת יתר** – המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10%-20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **תשואת שוק** – המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין תשואת יתר של 10% לתשואת חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 חודשים הבאים.
- **תשואת חסר** – המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10%-20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **מכירה** – המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.

2. גישת הערכת השווי של **שותפויות הגז** וקביעת מחירי היעד בוצעה בגישת היוון תזרימי המזומנים ממאגרי תמר ולוויתן. הערכת השווי של **דלק אנרגיה וקבוצת דלק** בוצעה לפי השווי הנכסי הנקי.

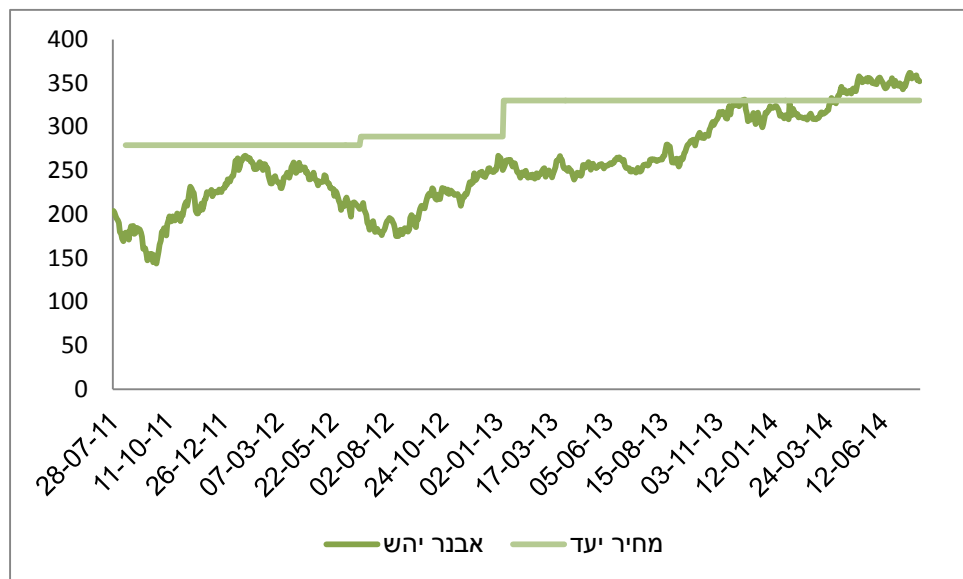
3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחירי היעד:

- רמת התערבות רגולטורית גבוהה בענף
 - תקלה במאגר תמר המפיק או תקלה באספקת הגז
 - אי חתימה על חוזי הייצוא במאגרים תמר ולוויתן
 - אי יכולת גיוס מימון וכפועל יוצא אי יכולת פיתוח מאגר לוויתן
 - תקלה במתקני ההתפלה (קבוצת דלק)
 - אבדן רישיונות ייבוא רכב (קבוצת דלק ע"י דלק רכב)
 - ירידה בשוק ההון וחשיפה לסיכונים ביטוחיים (קבוצת דלק ע"י הפניקס)
4. טבלת מניית דלק קידוחים ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



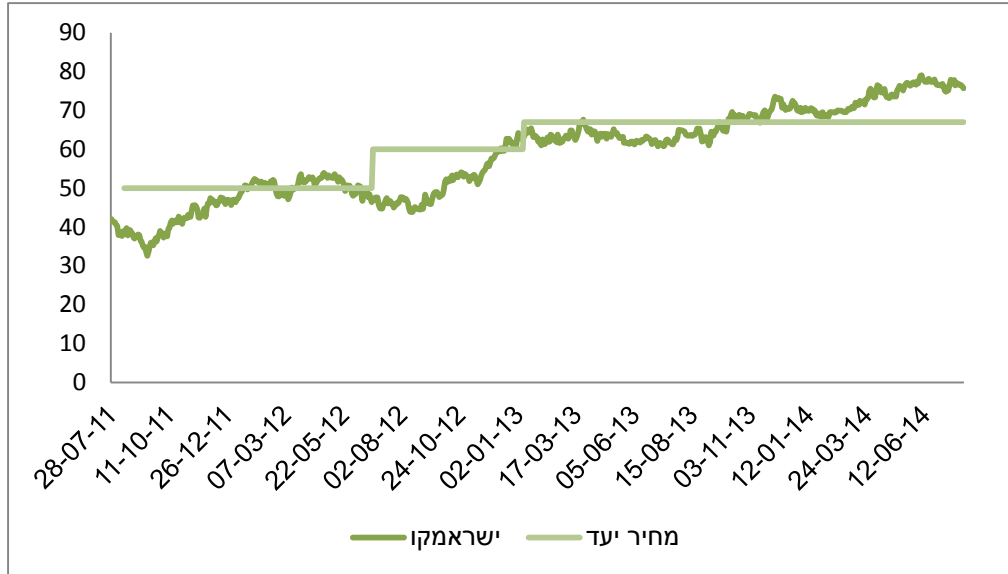
מניה	מחיר יעד המלצה	תאריך	מחיר בעת המלצה
דלק קידוחים	1568	15.8.11	976
דלק קידוחים	1591	27.6.12	1161
דלק קידוחים	1870	9.1.13	1540

5. טבלת מניית אבנר ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



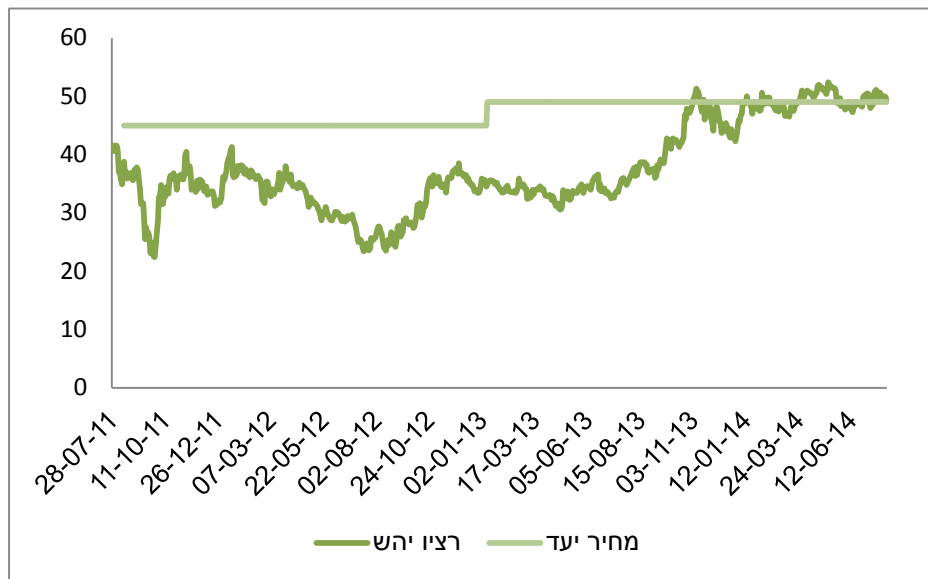
מניה	מחיר יעד	המלצה	תאריך	מחיר בעת המלצה
אבנר יהש	279	קניה	15.8.11	183
אבנר יהש	289	קניה	27.6.12	211
אבנר יהש	330	קניה	9.1.13	260

6. טבלת מניית ישראלמקו ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



מניה	מחיר יעד	המלצה	תאריך המלצה	מחיר בעת המלצה
ישראלמקו	50	תשואת יתר	15.8.11	40
ישראלמקו	60	קניה	27.6.12	47
ישראלמקו	67	תשואת שוק	9.1.13	63

7. טבלת מניית רציו ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



מניה מחיר יעד	המלצה	תאריך	מחיר בעת המלצה
רציו 45	תשאות יתר	15.8.11	38
רציו 45	קניה	27.6.12	29
רציו 49	קניה	9.1.13	35

- הערה – גרפי המניות מוצגים כשהם מותאמים לחלוקת דיבידנד, בעוד שמחירי היעד אינם מתואמים טרואקטיבית לתשלומי הדיבידנדים ומתייחסים למצב כפי שהוא בעת ההמלצה.

8. פרטי מכין האנליזה

ערן יונגר, ת.ז. 033057621.
מרחוב דרך ששת הימים 30, בני ברק.
בעל רישיון משווק השקעות מספר 12034
השכלה – לימודי כלכלה וניהול האוניברסיטה הפתוחה
ניסיון תעסוקתי – 2014 ואילך: אנליסט בכיר – מיטב-דש ברוקראז'
2010-2014: אנליסט בכיר – מגדל שוקי הון
2006-2010: אנליסט – הראל פיננסים

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה

מיטב דש ברוקראז' בע"מ.
רחוב דרך ששת הימים 30, בני ברק.
טלפון: 03-7903794; פקס: 03-7903818

גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

למכין האנליזה לא ידוע על ניגוד עניינים במועד פרסום האנליזה.

גילוי נאות מטעם מיטב דש ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

ניתוח זה נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר מיטב דש ברוקראז' בע"מ ומיטב דש השקעות בע"מ מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה/ו בדיקות עצמאיות לברור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. המידע המופיע בסקירה זו אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע פוטנציאלי ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. המידע, הפרטים והניתוח המפורטים, לרבות הדעות המובאות, בסקירה זו, עשויים להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. סקירה זו היא על דעת הכותבים בלבד ומשקפת את הבנתם ליום כתיבתה. סקירה זו אינה מהווה תחליף, בשום צורה שהיא, לייעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם. מיטב דש ברוקראז' בע"מ וחברות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, בעלי מניותיה, עובדיהם ו/או מי מטעמם לא יהיו אחראים, בכל צורה שהיא, לכל נזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בסקירה זו, ככל שייגרם כזה, וכן הם אינם יכולים לערוב ו/או להיות אחראים למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בסקירה זו. מיטב דש ברוקראז', הנמנית על קבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, מבירה כי היא וחברות אחרות בקבוצה עוסקות, במישרין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, חברות אחיות וחברות אחרות בקבוצה, בין היתר, במתן שירותי ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות פנסיה, חיתום ובנקאות השקעות וכתוצאה מכך, למיטב דש ברוקראז', חברות אחיות וחברות אחרות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ ו/או לבעלי עניין למי מבין החברות המפורטות דלעיל ולקוחותיהם, עשוי להיות עניין בניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנכללים בסקירה זו, ככל שמפורטים כאלה, מעת לעת, לפני פרסום הסקירה, בזמן פרסומה ולאחר פרסומה. מיטב דש ברוקראז' בע"מ אינה מתחייבת ואין בסקירה זו משום התחייבות להשגת תשואה כלשהי או רווח כלשהו כתוצאה מכל סוג של פעולה בהתאם לאמור בסקירה זו.

סקירה זו הינה רכושה הבלעדי של מיטב דש ברוקראז' בע"מ ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדוח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.

במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה, או למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור לו החזיקו החזקה מהותית, כהגדרתה בחוזר רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007, בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים.

מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור שלה שימשו (ועשויים לשמש בעתיד) כמפיצים ראשיים בהנפקות והפצות של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של הסקירה דלעיל וקיבלו מהתאגידים הנסקרים תמורה בגין מתן שירותים הנ"ל.

עצמאות שיקול הדעת

אני, ערן יונגר, בעל רישיון מספר 12034, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

07/09/2014

ערן יונגר

תאריך פרסום האנליזה