

**אבנר ודלק קידוחים – ההתפתחויות החיוביות בטווח הקצר מגולמות ברובן
ישראלמקו – עוד יש מקום לאפסייד**

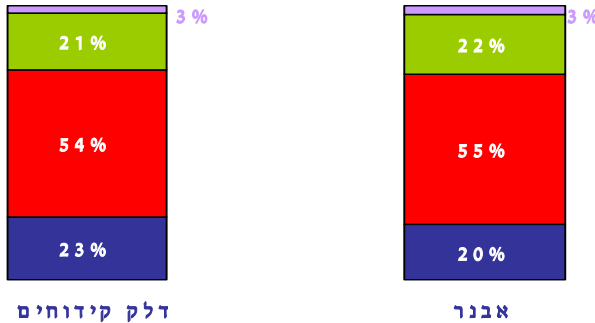
הסיקור לחברות הגז אבנר, דלק קידוחים ולחברת האם דלק אנרגיה מושק בהמלצת תשואת שוק. לטעמנו נ"ע נסחרים במחירים הוגנים המייצגים את הפוטנציאל המשמעותי הטמון בפיתוח שדות הגז תמר ודלית, המשך הגידול בביקושים לגז טבעי במשק ובאיתור תגלית מסחרית מהותית בפרוספקט לווייתן. מנגד, אין לשכוח גם את אי הודאות הכרוכה במועד תחילת ההפקה, תעריפים, אופן ועלויות הפיתוח הסופיות של תמר, גובה התמלוגים וכן את הסיכון הכרוך באכזבה בלווייתן, גורמים אשר התפתחות שלילית בהם תוביל לפגיעה בשווי המאגרים וכפועל יוצא בשווי השותפויות.

על רקע עדכון הערכת השווי לפרויקט תמר אנו מעלים את מחיר היעד לישראלמקו מ 55 אג' ל 59 אג'. לאור דיסקאונט של כ 20%, אנו מעלים המלצתנו מתשואת יתר לקנייה.

❖ שווי אבנר ודלק קידוחים נגזר בעיקר מאחזקותיהן בים תטיס, בתמר ובפרוספקט לווייתן.

אלפי דולרים	שווי
ים תטיס	1,708,694
תמר	6,124,469
לווייתן (50%)	1,857,619

❖ תרומת הפרויקטים לשווי המוערך על ידינו:



❖ במסגרת הערכת השווי לים תטיס הנחנו פיתוח של שדה נועה כמאגר גישור עד לתחילת ההפקה מתמר. בנוסף ניתנה התייחסות לפוטנציאל הכלכלי הכרוך בהסבת שדה מרי למאגר אחסון אסטרוטי עם מיצוי רזרבות הגז.

❖ בהערכת השווי לתמר הנחנו כי תבחר חלופה יבשתית למתקן קליטת הגז, דבר אשר יתמוך בעלויות פיתוח המקורבות להערכות נובל (2.8 מיליארד דולר לעומת 3 מיליארד דולר-בהערכותינו) ותחילת הפקה בשנת 2013.

❖ את פוטנציאל השווי בלווייתן הערכנו על בסיס הנחת תגלית גז מסחרית בהיקף של כ 453 BCM, בהסתברות של 50%, המיועדת ליצוא.

❖ לתוצאות קידוח האקספלורציה בפרוספקט לווייתן צפויות להיות השלכות דרמטיות על תמחור נ"ע. הצלחה תוביל לעדכון משמעותי כלפי מעלה של מחירי היעד ואילו כישלון להורדה. להלן מחירי יעד כפועל יוצא של הצלחה או כישלון בפרוספקט לווייתן:

הצלחה	נוכחי (הסתברות: 50%)		כישלון		
	מחיר יעד	פער	מחיר יעד	פער	
דלק אנרגיה	1,211	-3%	970	-27%	728
דלק קידוחים	12.54	2%	10.37	-20%	8.21
אבנר	2.23	-1%	1.83	-23%	1.43

❖ השקעה במניית דלק אנרגיה מקנה חשיפה לפעילויות הפקה וחיפושי נפט וגז בארה"ב, רוסיה ואוסטרליה פרט לפעילות הגז המקומית. עם זאת עיקר השווי נובע מההחזקות באבנר ובדלק קידוחים. הערכת השווי של דלק אנרגיה כוללת את התמלוגים הצפויים מההחזקות בדלק קידוחים. מאידך נוכח מיסים שלהערכתנו תיאלץ החברה לשלם כנגד חלקה ברווחים השוטפים.

❖ בהערכות השווי לא ניתן ביטוי לפוטנציאל לתגליות גז אפשריות במבנים גיאולוגיים אשר זוהו במסגרת הסקר התלת מימדי שנערך בשטחי רצויים לרבות לאפשרות גילוי עתודות נפט. עם זאת הממצאים מעידים על פוטנציאל להצפת ערך נוספת בעתיד.

תאריך	21.7.2010
מחיר (₪)	1.84
מחיר יעד (₪)	1.83
המלצה	ת.שוק
דיסקאונט	-1%

דלק קידוחים

מחיר (₪)	10.20
מחיר יעד (₪)	10.37
המלצה	ת.שוק
דיסקאונט	2%

דלק אנרגיה

מחיר (₪)	1,000
מחיר יעד (₪)	970
המלצה	ת.שוק
דיסקאונט	-3%

ישראלמקו

מחיר (₪)	0.49
מחיר יעד	0.59
המלצה	קניה
דיסקאונט	20%

אבנר, דלק קידוחים, דלק אנרגיה וישראלמקו מול ת"א 100
12 חוד'



ראה נספח גילוי גאות בעמוד האחרון

טל שיריזלי
03-7968683

talsh@psagot.co.il

מחלקת מחקר Sell Side

פסגות ניירות ע"ד בע"מ

משק הגז הישראלי: רישיונות, פרויקטים ותחזית ביקושים

רצ"ב מפת הרישיונות הימיים של ישראל. הרישיונות בהם מעורבות אבנר ודלק קידוחים מסומנים באדום ופי שניתן להתרשם הם מהווים את הרוב המכריע.

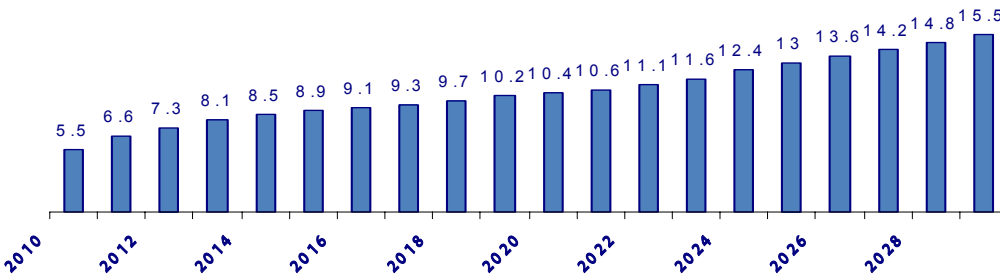


- באדום- רישיונות של אבנר ודלק קידוחים.
- ירוק בהיר- רישיונות. ירוק כהה- היתרים מוקדמים.
- צהוב- אחזקות

סה"כ מחזיקות השותפות ב 22 רישיונות ימיים בשטח של כ 7,600 קמ"ר ובכולן הן שותפות לנובל.

שוק הגז הטבעי – תחזית ביקושים (BCM)

על פי הערכות רשות הגז הטבעי, השימוש בו כמקור אנרגיה צפוי לעלות באופן עקבי ומהיר:



מקור: רשות הגז הטבעי

נציין כי ההערכות מניחות הקמת שתי תחנות כוח פחמיות שהפעלתן צפויה ב 2015 וב 2020. ביטול תחנת הכוח המתוכננת ל 2015 עשוי להוביל לגידול של כ 1.5 BCM בצריכת הגז של המשק.

❖ בשלב זה נתח ייצור החשמל על בסיס גז עומד על כ 45%-40%. בעקבות ממצאי הסקר התלת מימדי שנערך בשטחי רציו ים והכרה מתחזקת בפוטנציאל לגילוי תגליות גז נוספות, נשמעים קולות התומכים בהגדלת נתח ייצור החשמל על בסיס גז תוך שימור כושר מעבר מהיר לחלופות פחות ידידותיות כדוגמת פחם, מזוט וסולר. במסגרת זו נבחנת האפשרות כי תחנות הכוח הפחמיות המתוכננות, יוקמו כתחנות דו דלקיות אשר יופעלו באמצעות גז טבעי כאשר במקרה של פגיעה באספקת הגז יעשה מעבר לשימוש בפחם.

❖ בימים אלה הודיעה חברת חשמל על מכרז לרכישת גז טבעי בהיקף שנתי של כ 2.4 BCM אשר נועד לתמוך בהסבת יחידות כוח הפועלות על בסיס פחם לגז. השלמת מערכת ההולכה הארצית, גיבוי וחזיקת תשתית ההולכה, מציאת תגליות גז נוספות, שימוש במאגרים המדללים כמאגרי אחסון והקמת תחנות כוח דו שימושיות צפויים להוביל להגדלת נתח שימוש וצריכה בשנים הבאות.

❖ צריכת הגז הטבעי מושפעת מרמת הפעילות במשק, מזג אוויר, זמינות מתקנים, עלויות וקיום מקורות אנרגיה אלטרנטיביים (סולר, מזוט, פחם, סולארי), קצב פריסת מערכת ההולכה וקצב חיבור מתקני יצור. בשנת 2009 לדוגמא, חלה ירידה במכירות הגז הטבעי לחברת חשמל מחמת ירידת הפעילות במשק, חורף קל ותקלה אשר השביתה את אחת מיחידות היצור של חברת חשמל.

פסגות נירות ערך בע"מ

- אבנר ודלק קידוחים:
- 22 רישיונות ימיים
- שטח של כ 7,600 מ"ר

צריכת הגז הטבעי במשק צפויה להכפיל את עצמה בעשור הקרוב!

ביטול תחנות הכוח הפחמיות/ הקמת תחנות דו דלקיות – צפויים להאיץ את הצריכה

עם הפנים ליצוא: LNG

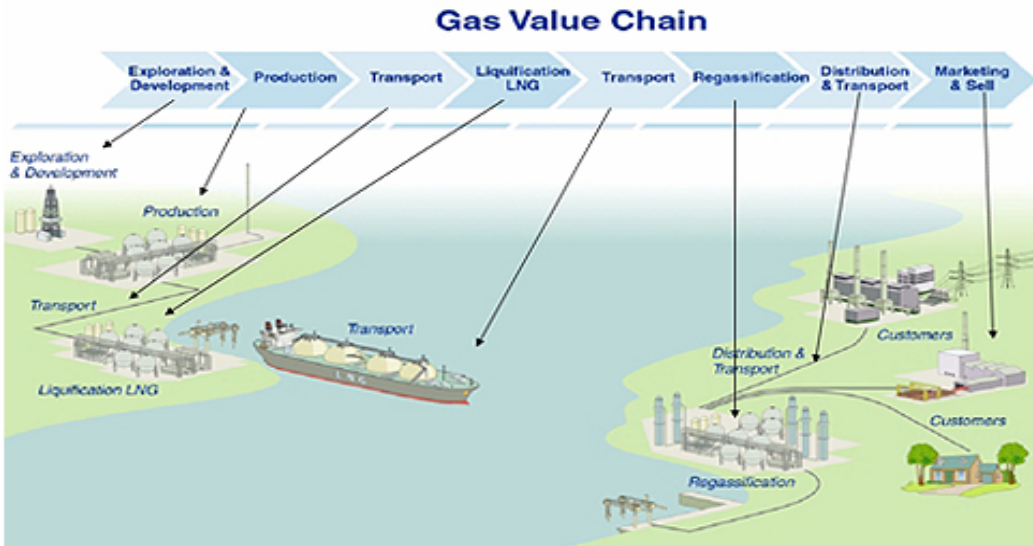
על רקע היקף התגליות בתמר לעומת צורכי השוק המקומי כמו גם מעורבות השותפויות מקבוצת דלק ונובל הן בתמר והן ברישיונות בהם מצוי פרוספקט לווייתן, ההערכה הרווחת היא כי עתודות גז חדשות שיפותחו ישמשו לייצוא. לשם כך נבחנות חלופות להעברת גז באמצעות תשתית צינורות לטורקיה ויוון כמו גם החלופה הנראית רלבנטית יותר של ייצוא כ LNG.

- ❖ גז טבעי נוזלי (LNG) הינו גז טבעי אשר הומר זמנית למצב נוזלי על מנת לאפשר את העברתו ליעדים מרוחקים אשר אינם מחוברים בתשתית הולכה (מערכת צינורות) למאגרי הפקת הגז. הטכנולוגיה מבוססת על תהליכי דחיסה וקירור אשר בהם נפח הגז מצטמצם פי 600 והוא מקורר לטמפרטורה של 162- מעלות.
- ❖ המסחר בגז טבעי נוזלי מתאפיין בצמיחה מהירה על רקע שילוב של מעבר גלובלי לגז טבעי (משיקולי עלויות, יעילות אנרגטית ואיכות סביבה), התפתחויות טכנולוגיות המוזילות את עלויות תהליך ההנזלה ופיתוח מואץ של מתקנים תומכים. שוקי היבוא הגדולים בעולם הינם יפן, דרום קוריאה, טיוואן, צרפת, ספרד ואיטליה. יצואניות הגז הגדולות בעולם הינן: קטאר, מלזיה ואינדונזיה. השחקניות המרכזיות בשוק הינן חברות רב לאומיות דוגמת BP, Exxon, Royal Dutch Shell ועוד. המסחר ב LNG החל לראשונה בשנת 1964 ולאורך השנים צמח בקצב שנתי ממוצע של כ 7%. קצב הצמיחה צפוי להאיץ בשנים הקרובות: ב 2008 הסתכם הסחר העולמי ב LNG בכ 237 BCM (כמעט הגודל של מאגר תמר) והוא צפוי לעלות עד 2012 ל 414 BCM. המסחר ב LNG מספק כ 7% מהביקוש העולמי לגז טבעי. בשנים הבאות צפוי ההיצע והסחר ב LNG להתרחב משמעותית בעקבות השלמת מתקנים גדולים בקטאר אוסטרליה, ניגריה, אינדונזיה.
- ❖ הסכמי הסחר מתאפיינים בחוזים ארוכי טווח ל 20-25 שנים, בשיטת ה Take Or Pay כאשר התעריפים מבוססים על נוסחאות בעלות רכיבים קבועים ומשתנים (בד"כ על פי מחירי סלי דלקים) וזאת לצד מסחר על פי מחירי SPOT. על רקע ההשקעות האדירות הנדרשות לפתוח הפרויקטים (החל מעלויות איתור שדות הגז הטבעי וכלה בהפקה והעיבוד), מהווים חוזי עוגן ארוכי טווח בסיס מחייב להשגת מימון.
- ❖ הדומיננטיות של רוסיה בכל הנוגע ליצוא גז טבעי לאירופה ולמזרח לצד ניהול מדיניות חוץ קשוחה, עשויים להוות תמריץ לביצוע רכישות גז מהשותפות בלווייתן כאמצעי לפיזור מקורות אספקה והקטנת התלות ביצוא הרוסי. עוד נציין, כי מגעים המתקיימים בהובלת יצואניות הגז הרוסיות עלולים לעודד התנהגות של קרטל בהקשר של תעריפים והיקפי הפקה בדומה לאופ"ק בתחום הנפט.

שרשרת הערך של הגז הטבעי כוללת את השלבים הבאים:

- ❖ איתור ופיתוח שדות גז טבעי.
- ❖ הפקה ועיבוד- הפקת הגז הטבעי, ביצוע תהליכי עיבוד הכוללים הפרדת מים, מוצקים ועוד.
- ❖ הנזלה- המרת הגז הטבעי למצב נוזלי באמצעות תהליכי קירור.
- ❖ העברה – אחסון וטעינת הגז על מכולות מיוחדות המעבירות את הגז במצב נוזלי לשוקי היעד.
- ❖ גיזוז- בשוקי היעד מומר הגז הטבעי הנוזלי בחזרה מנוזל לגז.
- ❖ העברה ללקוחות הקצה- באמצעות תשתיות ההולכה היבשתיות.

שרשרת הערך מתוארת בתרשים הבא:



הפקה מלווייתן תיועד לייצוא כגז נוזלי לאסיה ואירופה

LNG- גז טבעי אשר הומר זמנית למצב נוזלי

בשנים הבאות צפויה צמיחה מהירה בהיקף הסחר העולמי ב LNG על רקע מעבר גלובלי לגז טבעי והשלמת מתקנים תומכים

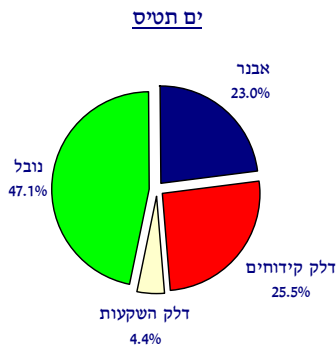
הסכמי סחר ארוכי טווח בשיטת ה Take Or Pay מהווים חוזי עוגן מחייבים לשם השגת מימון

רצון להימנע מתלות בגז הרוסי עשוי להוות תמריץ לרכש מהספקיות הישראליות

משק הגז הטבעי: הפרויקטים המשמעותיים

1. ים תטיס

❖ הפרויקט כולל את המאגרים מרי ונועה שכללו רזרבות הגז מקוריות של 32 BCM. היתרה הנוכחית מוערכת בכ 20-24 BCM. עד כה נמכרו כ 29 BCM מהם סופקו כ 12 BCM (ממאגר מרי בלבד). במהלך התקופה האחרונה הועלתה הערכת הרזרבות במאגרים. הפעלת הפרויקט נעשית ע"י נובל (Noble Energy Mediterranean Ltd) והפעילות נעשית במסגרת עסקה משותפת (JOA)



❖ פרויקט ים תטיס כולל שני שלבים:

- שלב א' (הושלם): פיתוח מאגר מרי, הקמת תשתית הפקה, צנרת להולכת גז אל החוף, מתקן קבלה קבוע וחיבור למערכת ההולכה הארצית של הגז הטבעי.
- שלב ב' (טרם הושלם): פיתוח מאגר נועה- השלמה תת ימית של שדה "נועה" וחיבורו לפלטפורמת ההפקה.
- עלויות הפיתוח של נועה מוערכות בהיקף של כ 200 מיליון דולר.
- ההחלטה לגבי הפיתוח צפויה להתקבל ככל הנראה לקראת סוף שנת 2010. ההחלטה תוכרע על פי הערכת לוח הזמנים הנדרש לפיתוח תמר והיכולת להבטיח עד אז אספקת גז סדירה בגין חוזים קיימים, כמו גם חוזים פוטנציאליים אשר אלמלא כן עלולים להיחתם עם המתחרה, ספקית הגז המצרית EMG.

❖ השקעות עתידיות:

- בשנתיים הקרובות צפויות השותפות להשקיע כ 297 מיליון דולר (מתוך 315 במקור):
- התקנת מתקני דחיסה על גבי פלטפורמת ההפקה נוכח ירידה ברמת הלחצים במאגר מרי והשלכותיה על קצב הפקת הגז הטבעי.
- פיתוח מאגר נועה (במקרה שתתקבל החלטה לבצע את הפיתוח): על רקע חששות מפני עיכובים בתחילת ההפקה מתמר והיווצרות מחסור בגז בשנים הקרובות, החלה חב' חשמל להסיט רכש ל EMG ולבחון חלופות יבוא עצמאיות בדרך של LNG. הסטת הרכש עלולה לפגוע בהכנסות ים תטיס וחמור מכך בהכנסות העתידיות מתמר- לפי כך ולאור גובה ההשקעה הנדרשת, להערכתנו נועה תפותח.

❖ במסגרת פרויקט ים תטיס נחתמו חוזי אספקה עם: חברת חשמל, בית זיקוק אשדוד, מפעלי נייר חדרה, תחנת הכוח אי.פי.פי דלק וכ"ל. חברת חשמל מהווה את הלקוח המרכזי- עם נתח של כ 80% במכירות הגז הטבעי בכלל החוזים שנחתמו עד כה.

❖ ים תטיס- היום שאחרי:

- להערכתנו רזרבות הגז במרי ימוצו בשנים 2012/2013 ואחריהן יוסב המאגר למתקן אחסון ותפעול למלאי אסטרטגי. חברת החשמל, השותפות בים תטיס והשותפות בפרויקט תמר התקשרו במכתבי כוונות לפיהם צפוי להירכש מלאי אסטרטגי מפרויקט תמר, אשר יוחדר למאגר מרי. את שרותי ההחדרה, האחסנה והוצאת הגז צפוי לספק פרויקט ים תטיס.
- בשלב זה אין בידי השותפויות רישוי המתיר שימוש במאגר לצרכי אחסון אך על רקע שימוש גובר בגז טבעי במשק ותלות במקורות מוגבלים הרי שקיים אינטרס לאומי בהקמת מתקן אחסון אסטרטגי. פרט להקלת התלות, יאפשר המתקן וויסות ביקושים בזמן נתון, יגדיל את קיבולת השימוש ויעודד תחרות (למשל באמצעות יבוא של גז טבעי כ LNG).

פרויקט ים תטיס כולל את המאגרים מרי ונועה:

- ❖ מרי:
 - מאגר הפקת הגז הישראלי הפעיל היחיד.
 - צפוי להתרוקן עד 2013.
 - עשוי לשמש כמאגר לאחסון מלאי אסטרטגי בהמשך.

- ❖ נועה:
 - טרם התקבלה החלטת פיתוח.
 - החלטה תתקבל על בסיס הערכות למועד תחילת ההפקה מתמר.

על רקע חששות מפני דחיית מועד תחילת ההפקה מתמר והידללות מאגר מרי, החלה חברת חשמל להסיט רכש לטובת EMG

- טרם גילוי תמר ודלית הוחלט על קיום מכרז להקמת מתקן לקבלת גז טבעי נוזלי, אולם עם גילוי התגליות פחתה הנחיצות מה גם שקיימת אלטרנטיבת אחסון. **לאור האמור לעיל אנו מניחים כי בפרוטנציאל השימוש במרי כמאגר אחסון טמון ערך כלכלי.** אולם יודגש כי אי הודאות הגלומה בתמחור הערך הכלכלי גבוהה ממספר סיבות: 1. רגולציה - לאור היעדר היתר תקף להשתמש במאגר לשם אחסון. 2. כימות ההכנסות - טרם הוחלט כיצד ייקבעו התעריפים ופרט למכתב הכוונות הבלתי מחייב מול חברת חשמל, אשר אינו נוקב בתעריפים, אופי והיקף שימוש, סוגיית השימוש בתשתיות לא קיבלה התייחסות. 3. עלויות והיקף שימוש - כמדיניות, עשוי להיות עניין בהגברת התחרות בתחום באמצעות עידוד כניסת גופים בינלאומיים זרים אשר יהוו מקור אספקה נוסף של גז טבעי למשק.
- להערכתנו בדומה לתעריפי התשתיות בשוק הדלק ובשוק הגז הטבעי (נתיבי גז), תעריפי שירותי מתקן האחסון יהיו נתונים לפיקוח, ויקבעו על פי שיקולי תשואה הולמת בגין השקעה. מניסיון העבר עולה כי התשואות הנדרשות בגין השקעות בפרויקט תשתיות נעות בין 10% ל 20% בהתאם לסיכונים ולחלופות זמינות.

ים תטיס: הערכת שווי

תחת הנחת תמלוגים למדינה בלבד מוערך הפרויקט בשווי של כ 1.7 מיליארד דולר. ההנחות המרכזיות אשר שימשו בהערכת שווי ים תטיס:

- ❖ יתרת עתודות גז: כ BCM 22 (מרי ונועה)
- ❖ תעריפים:

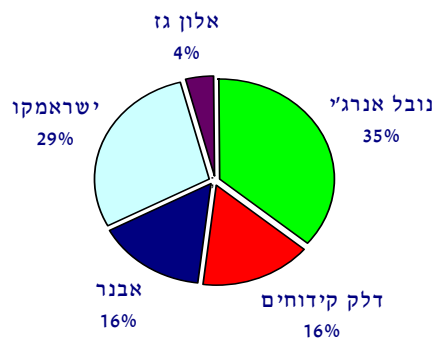
- במהלך השנים 2010-2012 כ 4 דולר ל MMBTU- על בסיס החוזים הנוכחיים.
- בשנים 2013 ו 2014 צפויים התעריפים לעלות עד לרמה של 5.2 דולר ל MMBTU.
- ❖ תמלוגים למדינה- 10.5% (תמלוגים מופחתים על רקע התחשבות בהוצאות הקמה ותפעול).
- ❖ מאגר נועה יפותח על מנת להבטיח אספקה סדירה של גז טבעי עד להפעלת תמר.
- ❖ השקעות צפויות:
- 97 מיליון דולר- הסדרת לחצים (עד כה הושקעו כ 18 מיליון דולר מתוך 115 במקור).
- 200 מיליון דולר- פיתוח מאגר נועה.
- ❖ ריבית היוון: 8%
- ❖ שירותי תשתית- הסבת מרי למאגר אחסון אסטרטגי- שווי כלכלי: 118 מיליון דולר.
- השקעה מוערכת כבסיס לקביעת תשואה על הון- 200 מיליון דולר.
- תשואה על הון 10%.
- תחילת הפעלת שירותי האחסון והתפעול בשנת 2013.
- ריבית ההיוון אשר שימשה לצורך שיערוך הפעילות 14%.

2014	2013	2012	2011	4-12/2010	הנחות	אלפי דולרים
1	2.7	4.8	4.4	2.5		BCM
5.2	5.2	4.2	4.2	4.2		MMBTU
186,103	502,478	721,506	661,381	375,785		הכנסות צפויות ים תטיס - כלכלי (אלפי דולרים)
19,541	52,760	75,758	69,445	39,457	10.50%	תמלוגים- מדינה
166,562	449,717	645,748	591,936	336,327		סדרת הכנסות בניכוי תמלוגים
23,043	23,043	23,043	23,043	23,043		עלויות הפקת הגז
143,519	426,674	622,705	568,892	313,284		EBITDA
			200,000	97,000		קידוחי הסדרת לחצים- מרי
143,519	426,674	622,705	368,892	216,284		תזרים
					8.00%	ריבית היוון- ים תטיס וכלליות- מהיוון
103,480	332,253	523,695	335,058	210,131		תזרים מהיוון
					118,416	שירותי תשתית (2013 ואילך)
					1,708,694	שווי

ים תטיס: טבלת רגישות (אלפי דולרים)				
10%	9%	8%	7%	6%
1,651,281	1,679,504	1,708,694	1,738,895	1,770,154

2. תמר ודלית

- ❖ מאגר תמר צפוי להיות מקור הגז הטבעי המרכזי של המשק הישראלי בשלושת העשורים הקרובים. רזרבות הגז (ממוצע הפוטנציאל הכלכלי) מוערכות בכ 252 BCM. לפי תוכנית העבודה הרשמית של נובל, תחילת ההפקה מתוכננת ל 2012 ועלות ההקמה מוערכת בכ 2.8 מיליארד דולר.
- ❖ טרם נפתרה סוגיית מיקום מתקן הקבלה, דבר המאיים על עמידה בלוח הזמנים השאפתני ועל עלויות ההקמה. בעקבות זאת עדיין לא גובשה תוכנית הפיתוח הסופית. עם זאת חלה התקדמות רבה בכל הנוגע לגיוס המימון הנדרש ע"י השותפויות בפרויקט כאשר אבנר, דלק קידוחים ואלון גז סגרו את המימון קצר הטווח לנתח שלהן (מול ברקליס ו HSBC) ונראה כי גם ישראל מקו מתקרבת לסגירה (מול דויטשה בנק ובנקים/מוסדיים ישראלים).
- ❖ בשלב זה נבחנות מספר חלופות יבשתיות למיקום מתקן קליטת הגז מתמר לצד בחינת חלופה ימית על גבי אסדה. להערכתנו, על רקע תמיכת משרדי התשתיות והגנת הסביבה כמו גם שיקולי זמינות הגז, אמינות אספקה ויכולת אבטחה- תיבחר אחת מהחלופות היבשתיות בחדרה או בעכו. בחירה בחלופה הימית עלולה לדחות את תחילת ההפקה לשנת 2015 ולייקר את עלות ההקמה בכמיליארד דולר. לצד יתרונות סביבתיים של מרחק ממרכזי אוכלוסייה ושליטה בלחץ הגז המגיע אל החוף סובלת אלטרנטיבה ימית ביחס ליבשתית מאמינות אספקה נמוכה יותר, פגיעות גבוהה יותר למתקפות טרור וממילא אינה פוטרת הקמת מתקן יבשתי. ההחלטה לגבי מיקום מתקן הקליטה תתקבל כנראה לקראת סוף השנה או הרבעון הראשון של 2011.
- ❖ נובל היא מפעילת הפרויקט והשותפות בו מתפלגות ע"פ הגרף הבא:



השקעות

עד כה אושר תקציב בסכום כולל של כ 614 מיליון דולר לצורך רכישת ציוד ושירותים בעלי זמן אספקה ארוך הנדרשים לפיתוח שדות הגז.

מכתבי כוונות למכירות עתידיות

עד כה בוצעו מספר התקשרויות למכירות עתידיות בהיקף העולה על 10 מיליארד דולר (כלל השותפים) ובהם:

- חברת חשמל: מו"מ למכירת גז טבעי בכמות שנתית מינימאלית של 2.7 BCM במשך 15 שנים. נציין כי הכמות השנתית עשויה להיות גבוהה משמעותית. הערכות בתקשורת דיברו על הכנסות שנתיות של כ 400-750 מיליון דולר (בכפוף לכמויות שירכשו ותעריפי המכירה אשר יושפעו, בין היתר, ממחירי הדלקים בעת האספקה). ההכנסות הכוללות מההסכם צפויות לעמוד על כ 9.5 מיליארד דולר.
- תחנת כח דרום ודימונה סיליקה: אספקת גז טבעי בהיקף כולל של 2.8 BCM על פני 17 שנים. הכנסות הפרויקט מוערכות בכ 0.5 מיליארד דולר.
- דליה אנרגיות: אספקת גז טבעי בהיקף כולל של 5.6 BCM על פני 17 שנים החל מ 2013 (עם הפעלת התחנה). ההכנסות מוערכות בכ 1 מיליארד דולר. לפי העיתונות נמצא תהליך ההתקשרות בהקפאה עד להתבהרות ל"ז לפיתוח תמר.
- ❖ נציין, כי הערכת השווי שלנו אינה מתבססת על חוזים אלה, אלא על תחזית ביקוש מתקננת למשק הישראלי והערכה לנתח השוק שיגיע מתמר, כפי שמפורט בעמוד הבא.

רזרבות גז: 252 BCM

• תמר: 238 BCM

• דלית: 14 BCM

יעדים רשמיים:

• תחילת הפקה: מהלך 2012

• עלות הקמה: 2.8\$ מיליארד

התקדמות בגיוס חבילות מימון

העדר הכרעה בדבר מיקום מתקן הקליטה מעכב הליכים

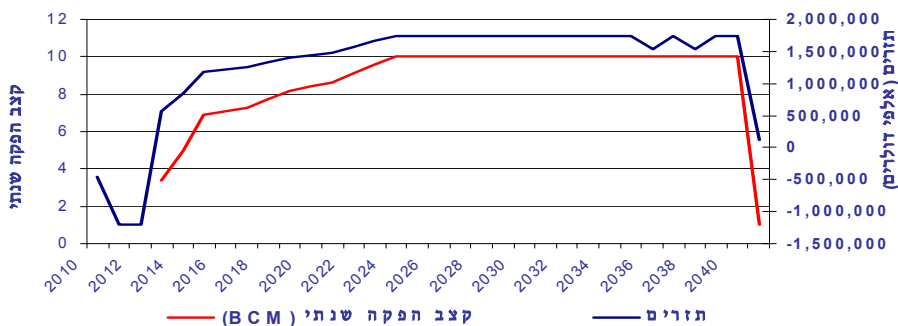
תקציב מאושר עד כה: 614\$ מיליון

מו"מ בגין מכירות במעל 10\$ מיליארד

❖ **תמר ודלית - הערכת שווי:**

- שווי המאגרים, בהנחת תמלוגים למדינה בלבד, מוערך בכ 6.1 מיליארד דולר, לעומת הערכה קודמת ל 5.7 מיליארד ד' (הסיבות לעדכון כלפי מעלה מפורטות בעמוד הבא).
- להלן ההנחות המרכזיות אשר שימשו בהערכת השווי הנוכחית:
 - פיתוח מאגר תמר בעוד ההשקעות בפיתוח דלית ידחו לשלב מאוחר יותר.
 - עתודות גז כוללות: כ 252 BCM.
 - עלויות הקמה: 3 מיליארד דולר (מהם הוצאו כבר כ 140 מיליון דולר).
 - להערכתנו תבחר אחת מהחלופות היבשתיות למתקן קליטת הגז ועם זאת הסטייה מהחלופה המועדפת ע"י השותפות עלולה להוביל לייקור עלויות ההקמה מעבר להערכה המקורית (2.8 מיליארד דולר).
 - עלות פיתוח דלית הוערכה בכ 200 מיליון דולר והיא צפויה להתבצע לקראת סוף חיי מאגר תמר ב 2038, לאור כמויות המספקות ממילא את צרכי המשק.
 - תחילת הפקה מסחרית במהלך 2013.
 - פוטנציאל הפקה שנתי מקסימאלי: 10 BCM. התשתית המקורית תומכת בהפקה של 8.5 BCM. לשם הגדלת קצב ההפקה הנחנו השקעות בהיקף מצטבר של 200 מיליון דולר בשנים 2019 ו 2020.
 - קצב ההפקה השנתי עולה מכ 3 BCM עד 10BCM (החל מ 2024). תחמנו את כושר ההפקה ל 10 BCM היות ומעבר לכך יידרשו השקעות מאסיביות. יתר על כן, ייתכנו תגליות נוספות על ידי שותפויות אחרות, שיתחרו על הביקוש במשק.
 - הערכת המכירות השנתיות התבססה על תחזיות צריכת רשות הגז הטבעי להן הוספנו כ 1.5 BCM לשנה על רקע הערכה כי תחנת הכוח הפחמית שתוכננה במקור תוקם כתחנה דו-דלקית ועיקר היצור בה יתבסס על גז טבעי כשהפחם משמש כגיבוי. בנוסף הערכנו כי מרבית תוספת הביקוש תופנה לתמר החל מ 2015.
 - ב 2013 ו 2014 הוערכה מכירת מלאי אסטרטגי לחברת חשמל בהיקף מצטבר של כ 2 BCM (כמות המייצגת להערכתנו עתודת מלאי ל 3 חודשי צריכה).
 - תעריף ממוצע: 5.2 דולר ליחידת MMBTU.
 - למדינה ישולמו תמלוגים מופחתים בשיעור של 10.5%. להערכתנו, למרות הבחינה המחודשת של שיעור תמלוגי המדינה בגין אוצרות טבע, על ההכנסות העתידיות של הפרויקט יחול משטר התמלוגים הנוכחי לאור ההשקעות שכבר בוצעו וחיוניות הפיתוח למשק האנרגיה הישראלי.
 - עלויות שוטפות שנתיות: 55 מיליון דולר.

תמר ודלית: התפתחות קצב ההפקה והתזרים



מודל הערכת השווי (שנים נבחרות מהתזרים החזוי)

2041	2040	2024	2013	2012	2011	2010	תמר ודלית
1	10	10	3.4				BCM
186,103	1,861,028	1,861,028	632,750				הכנסות
186,103	1,861,028	1,861,028	632,750	-1,200,000	-1,200,000	-460,000	תזרים
19,541	195,408	195,408	66,439				תמלוגים
166,562	1,665,620	1,665,620	566,311	-1,200,000	-1,200,000	-460,000	תזרים - בניכוי תמלוגי מדינה
55,000	55,000	55,000	41,250				עלויות הפקת גז
111,562	1,610,620	1,610,620	525,061	-1,200,000	-1,200,000	-460,000	תזרים
4,655	74,392	378,346	377,337	-954,661	-1,056,810	-442,795	תזרים מהוון
							דולרי שקלי
					23,644,737	6,124,469	שווי תמר - בניכוי תמלוגי מדינה

* בין השנים 2024-2041 צפוי קצב ההפקה השנתי לעמוד על כ 10 BCM.

פסגות ניירות ערך בע"מ

תמר ודלית : הערכת שווי					
דיביית היוון					
11.0%	10.7%	10.0%	9.0%	8.5%	
3,856,613	4,073,667	4,621,878	5,520,745	6,029,236	4.0
4,683,753	4,928,168	5,545,215	6,556,165	7,127,654	4.5
5,841,750	6,124,469	6,837,887	8,005,752	8,665,440	5.2
7,165,175	7,491,670	8,315,226	9,662,424	10,422,910	6.0
7,992,316	8,346,171	9,238,563	10,697,843	11,521,329	6.5

התקדמות הפיתוח בהתאם לתחזיות המודל צפויה להוביל לעליה דרמטית בשווי המוערך בשנים הבאות עם התבהרות התמונה הכוללת וצמצום הסיכונים.

על רקע השלב המוקדם בו מצוי הפרויקט, העדר תוכנית פיתוח מגובשת, אי בהירות לגבי התעריפים בעתיד והצריכה בפועל, אנו מעריכים כי השווי הכלכלי הראוי לפרויקט בשלב זה הינו כ 6.1 מיליארד דולר. עם תחילת ההפקה המסחרית עשוי השווי לעלות לרמה של כ 8.7-8 מיליארד דולר.

הפער בין הערכת השווי הנוכחית למקורית נובע בעיקר מהעלאת תחזיות המכירה השנתיות לאור האצת המגמה המסתמנת של הגדלת נתח יצור החשמל על בסיס גז כתחליף לפחם. המלצות מהעת האחרונה להקמת תחנת כוח דו דלקית שתפעל בעיקר על בסיס גז כתחליף ליעד מקורי של תחנה פחמית והסבות יחידות יצור מפחם לגז עשויות להגדיל את הביקושים השנתיים לגז טבעי בכ 1.5 BCM. מאידך לאור אינדיקציות, בלתי מחייבות, לתעריפים שפורסמו בכלי התקשורת בחרנו להנמיך את תחזית תעריף המכירה הממוצע ל 5.2 דולר ל MMBTU (לעומת 5.6 דולר).

3. רישיונות רציונים

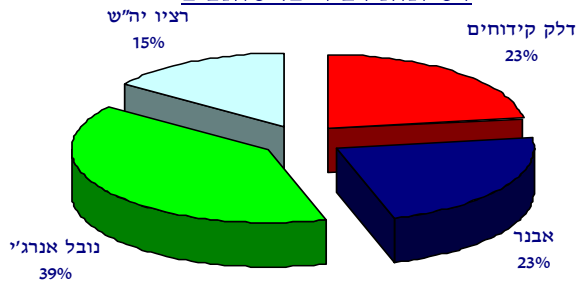
תוצאות הסקר הסיסמי התלת מימדי שנעשו לאחרונה בחלק משטחי רציו ים הצביעו על פוטנציאל למציאת תגליות גז בהיקף כולל של כ BCM 850:

❖ פרוספקט לווייתן (בשטחי רישיונות רחל ועמית): פוטנציאל כלכלי בהיקף של כ BCM 453 ברמת הסתברות של 50%.

❖ רישיונות:

- חנה, דוד וערן – פוטנציאל לעתודות גז בהיקף של BCM 85. ממצאים בסיסיים שאינם כוללים הערכת הסתברות גיאולוגית.
- אחרים (לרבות בלוק 12 בקפריסין):
- נובל העריכה כי קיים פוטנציאל לתגליות גז נוספות בהיקף של כ BCM 340. ההערכות מבוססות על פרוספקטים שזוהו במסגרת סקרים תלת ודו מימדיים אולם טרם הוצגה ההסתברות גיאולוגית.

רישיונות רציו ים: שותפים



▪ בנוסף נבחנת התכנות מאגרי נפט בשכבות עמוקות יותר, לרבות בשטחי החזקות תמר ודלית.

לאור עתודות גז בתמר אשר ביכולתן לספק את תצרוכת השוק המקומי בשלושת העשורים הקרובים ומעורבות השותפים ברישיונות רציו גם בתמר, הרי שתגלית גז משמעותית תיועד ליצוא.

בעקבות ממצאי הסקר בפרוספקט לווייתן, ברבעון הרביעי השנה צפוי להיערך קידוח אקספלורציה לשם בחינת קיום מאגר הגז.

פסגות נירות ע"ד בע"מ

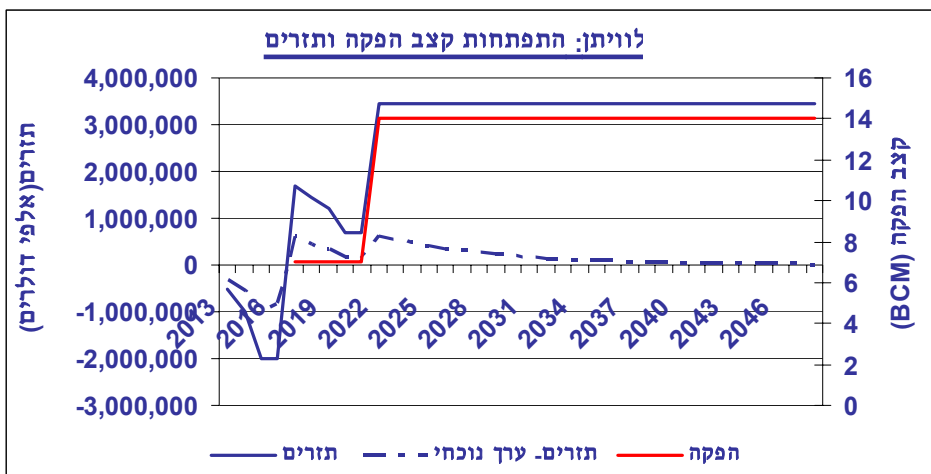
❖ פרויקט לויתן- הערכת שווי:

שווי מאגר לויתן מוערך בכ 1.86 מיליארד דולר. ההערכה מניחה תמלוגי מדינה בלבד והסתברות הצלחה של 50%. הצלחה תעלה את ההערכה ל 3.72 מיליארד דולר בעוד כישלון הקידוח יבטל את הערך.

להלן ההנחות המרכזיות אשר שימשו בהערכת השווי:

- עתודות גז: כ 453 BCM.
- הסתברות הצלחה: 50%.
- שנות פעילות: 2017-2048.
- המאגר יפותח בשני שלבים בעלות כוללת של כ 8.3 מיליארד דולר:
- שלב א':
 - עלות הקמה: 5.5 מיליארד דולר.
 - השקעות מרכזיות: 2013 עד 2016.
 - הפקה: 7 BCM החל משנת 2017.
- שלב ב':
 - עלות הקמה: 2.8 מיליארד דולר.
 - השקעות מרכזיות: 2018 עד 2021.
 - הפקה: 7 BCM נוספים החל משנת 2022.
- שוקי יצוא: אסיה ואירופה (יפן, קוריאה, ספרד וכיו"ב).
- תעריף: 9.2 דולר ל MMBTU (דיסקאונט של 5% על מחירי SPOT לפי הבלומברג).
- תמלוגי מדינה – 14%
- להערכתנו בעקבות הלחץ הציבורי, התמלוגים יועלו ל 16% לעומת 12.5% עתה.
- בפועל יעמדו התמלוגים על כ 14% (לאחר הכרה בעלויות הקמה ותפעול שוטף).
- עלויות שוטפות ומשתנות (דולר ל MMBTU):
 - קבועות והנזלה:
 - 100 מיליון דולר- בין השנים 2017-2021.
 - 150 מיליון דולר- בין השנים 2022-2048.
 - הובלה: 0.7
 - גיזוז: 0.15
- עלויות שנתיות קבועות: 75 מיליון דולר.
- כ 8%-10% מרזרבות הגז צפויות לשמש לצריכה עצמית- לפי כך הוערכה הכמות האפקטיבית בכ 413 BCM.

שווי מוערך ללויתן:
1.86 מיליארד דולר
בהסתברות הצלחה של 50%



*ירידת התזרים בין השנים 2018 ל 2021 נובעת מההשקעות בשלב ב' הצפוי להכפיל את קצב ההפקה החל משנת 2022.

מודל הערכת השווי (שנים נבחרות):

2048	2047	2022	2021	2018	2017	2016	לוויתן (אלפי דולרים)
14	14	14	7	7	7		BCM
4,593,339	4,593,339	4,593,339	2,296,670	2,296,670	2,296,670		הכנסות
			1,000,000	250,000		2,000,000	השקעות
4,593,339	4,593,339	4,593,339	1,296,670	2,046,670	2,296,670	-2,000,000	סה"כ
643,067	643,067	643,067	321,534	321,534	321,534		תמלוגים
150,000	150,000	150,000	100,000	100,000	100,000		עלויות קבועות + הנולה
350,732	350,732	350,732	175,366	175,366	175,366		עלויות חובלה
75,157	75,157	75,157	37,578	37,578	37,578		עלויות גז
575,889	575,889	575,889	312,945	312,945	312,945		עלויות הפקה
3,449,540	3,449,540	3,449,540	699,770	1,449,770	1,699,770	-2,000,000	תורים
16,446	18,913	622,605	145,246	457,659	617,065	-834,965	תזרים מהון

טבלת רגישות לשווי מאגר לוויתן (תחת הסתברות הצלחה של 50%):

ריבית היוון

17%	16%	15%	14%	13%	
727,529	945,316	1,208,928	1,528,966	1,918,855	7.7
1,070,264	1,333,761	1,650,966	2,034,180	2,498,964	8.7
1,230,493	1,515,358	1,857,619	2,270,367	2,770,165	9.2
1,755,735	2,110,650	2,535,043	3,044,608	3,659,182	10.7
2,098,470	2,499,095	2,977,081	3,549,821	4,239,292	11.7

תעריף
(\$ ל MMBTU)

שותפויות: הערכות שווי

❖ אבנר ודלק קידוחים

- שתי השותפויות מקבוצת דלק מהוות את זרוע חיפושי הנפט והגז של הקבוצה בישראל. השותפויות מעורבות באותם הפרויקטים בד"כ אולם הן נבדלות בשיעורי התמלוגים המשולמים לבעלי העניין בהן ובהוצאותיהן התפעוליות. בסה"כ מחזיקות השותפות ב 22 רישיונות ימיים בשטח של כ 7,600 קמ"ר אשר כולן הן שותפות לנובל.
- נכסי הנפט המרכזיים בהן מחזיקות השותפויות הינם: ים תטיס- אשר הינו פרויקט מניב, תמר ודלית אשר הוכרזו כתגליות מסחריות ופרוספקט לווייתן שעתודות הגז בו מוערכות בכ 453 BCM בהסתברות של 50%.
- השנים הקרובות צפויות להתאפיין בעשייה אינטנסיבית מבחינת שותפויות הגז: פיתוח שדה הגז תמר הצפוי לספק את תצרוכת הגז הטבעי של המשק הישראלי לאורך שלושת העשורים הבאים, קידוח אקספלורציה בפרוספקט לווייתן, אשר הצלחתו ואישוש ההערכות בדבר מאגר גז טבעי בהיקף של 453 BCM (כפול מתמר בקירוב) עשוי להפוך את ישראל ליצואנית גז, אפשרות פיתוח שדה הגז נועה כמאגר גישור עד להפקה מתמר, הסבת מרי למאגר אחסון אסטרטגי, בחינת פוטנציאל תגליות נפט בשכבות עמוקות יותר באזורי הרישיונות ועוד.
- מבחינת תרומת הפרויקטים לשווי השותפויות (על בסיס ההערכות שיפורטו בהמשך), הרי שההחזקות בתמר מהוות את ההחזקה המרכזית- מעל ל 50% ואילו ההחזקות בים תטיס ובלווייתן (תחת הסתברות הצלחה של 50%) תורמות לשווי כ 20%-23% כ"א.
- נכסים נוספים העשויים להציף ערך בעתיד אולם לא נכללו בהערכת השווי מפאת היעדר מהות או יכולת לכימות הסתברותי מהימן:
 - ממצאי הסקר הסייסמי התלת מימדי בשטחי רישיונות רציו ים, הצביעו על פוטנציאל לזרבות גז בהיקף של מעל ל 400 BCM (פרט ללווייתן) ובנוסף הוחלט לבחון קיום עתודות נפט בשכבות עמוקות יותר.
 - האחזקות ברישיון זרח במובלעת צוק תמרור וזכויות בקפריסין (בלוק 12). לעת עתה תקנון הבורסה לני"ע אינו מאפשר לשותפויות להשתתף בפעולות חיפושים הנמצאות מחוץ למים הכלכליים של ישראל).

בעלי עניין מרכזיים:

- אבנר: דלק אנרגיה (46.5%), דלק השקעות (13.6%), ציבור ומוסדיים (36.4%).
- דלק קידוחים: דלק אנרגיה (62.7% במישרין ובעקיפין דרך חב' בת בבעלות מלאה), דלק השקעות (7.5%) ציבור ומוסדיים (27.5%).

הערכות שווי

להלן ההנחות ששימשו בהערכות השווי הפרטניות של השותפויות:

דלק קידוחים	אבנר	ים תטיס
25.5%	23%	אחזקות
23.5%	15.7%	תמלוגים:
		תמר ופרוספקט לווייתן
15.6%	15.6%	אחזקות-תמר
22.7%	22.7%	אחזקות-לווייתן
		תמלוגים לבעלי עניין*:
2.6%	5.1%	עד להחזר השקעה (אפקטיבי)
11.1%	5.1%	לאחר החזר השקעה (אפקטיבי)
		הנה"כ ודמי ניהול לשותף הכללי
770 אלף דולר	700 אלף דולר	עודף נכסים כספיים נטו
9.8 מיליון דולר	19.6 מיליון דולר	

* לא כולל תמלוגי מדינה.

פסגות ניירות ערך בע"מ

תמצית הערכת שווי: אבנר

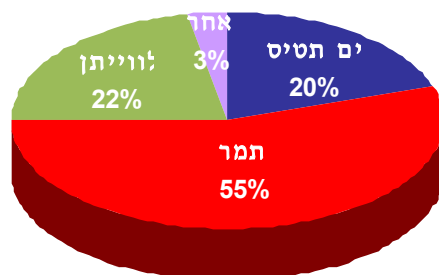
אבנר מומלצת בתשואת שוק במחיר יעד של 1.83 ₪ הנמוך ב 1% ממחיר השוק.

תמצית הערכת שווי - אבנר	
318,032	ים תטיס (לרבות הוצ' תפעוליות עד 2014)
869,221	תמר ודלית (2010-2042)
349,626	לווייתן
27,236	שירותי תשתית (2013 ואילך)
19,649	עודף נכסים כספיים נטו
1,583,763	סה"כ שווי (אלפי דולרים)
3,334,830,628	ערך נקוב
0.47	מחיר יעד- דולרי
1.83	מחיר יעד שקלי
1.84	מחיר מנייה בשוק
-1%	פער

המלצה: תשואת שוק
מחיר יעד: 1.83

- ❖ יה"ש של אבנר מתומחרת סביב מחיר היעד הכלכלי העולה מהמודל.
- ❖ תרומת לווייתן למחיר היעד נאמדת בכ 40 אגורות.
- ❖ הצלחה בקידוח האקספלורציה בלווייתן, בנתונים הקיימים, תעלה את מחיר היעד ל 2.23₪, כ 21% מעל המחיר הנוכחי. מאידך כישלון יוריד את המחיר ל 1.43 ש"ח, כ 23% מתחת למחיר השוק הנוכחי.

אבנר: פילוח שווי לפי פרויקטים



* אחר- תוספת ערך מהסבת מאגר מרי למאגר אחסון ועודף הנכסים הכספיים.

מחיר יעד כפועל יוצא של היוון האחזקות בפרויקטים ים תטיס ותמר

ריבית היוון ים תטיס						ריבית היוון תמר
10%	9%	8%	7%	6%	1.83	
2.37	2.38	2.39	2.39	2.40	8%	
2.14	2.15	2.15	2.16	2.17	9%	
1.94	1.95	1.95	1.96	1.97	10%	
1.82	1.83	1.83	1.84	1.85	10.7%	
1.63	1.63	1.64	1.65	1.66	12%	

תמצית הערכת שווי: דלק קידוחים

דלק קידוחים מומלצת בתשואת שוק במחיר יעד של 10.37 ש"ח הגבוה ב 2% ממחיר השוק.

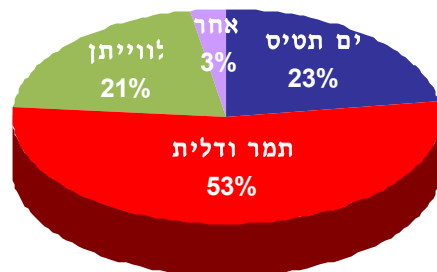
תמצית הערכת שווי- דלק קידוחים	
340,104	ים תטיס (לרבות הוצ' תפעוליות עד 2014)
801,497	תמר ודלית (2010-2042)
30,196	שירותי תשתית (2013 ואילך)
311,591	שווי לויתן
9,805	עודף נכסים פיננסיים
1,493,194	סה"כ שווי (אלפי דולרים)
546,958,185	ערך נקוב
2.73	מחיר יעד- דולרי
10.37	מחיר יעד שקלי
10.20	מניה בשוק
2%	פער

המלצה: תשואת שוק
מחיר יעד: 10.37

❖ תרומת לווייתן למחיר היעד נאמדת בכ 2.16 ש"ח.

❖ הצלחה בקידוח האקספלורציה בלווייתן, בנתונים הקיימים, תעלה את מחיר היעד ל 12.54 ש"ח, כ 23% מעל המחיר הנוכחי. מאידך כישלון יוריד את המחיר ל 8.21 ש"ח הנמוך בכ 20% מהמחיר הנוכחי.

דלק קידוחים: פילוח שווי לפי פרויקטים



* אחר- תוספת ערך מהסבת מאגר מרי למאגר אחסון ועודף הנכסים הכספיים.

דלק קידוחים- מחיר יעד כפועל יוצא של היוון ההחזקות בפרויקטים ים תטיס ותמר

ריבית היוון- ים תטיס						
10%	9%	8%	7%	6%	10.37	
13.28	13.32	13.37	13.41	13.46	8%	ריבית היוון תמר
12.01	12.05	12.10	12.14	12.19	9%	
10.94	10.98	11.03	11.07	11.12	10%	
10.29	10.33	10.37	10.42	10.47	10.7%	
9.25	9.29	9.34	9.38	9.43	12%	

❖ **דלק אנרגיה**

פעילות החברה בישראל מתבצעת באמצעות השותפויות אבנר (45.9%) ודלק קידוחים (62.6%) ומחוץ לישראל באמצעות אשכול חברות הפועלות תחת חברת הבת דלק אנרגיה בינלאומית. מעבר לחלקה ברווחי השותפויות אבנר ודלק קידוחים, זכאית דלק אנרגיה ל 75% מתמלוגי דלק קידוחים לבעלי עניין כדלקמן:

- עד החזר ההשקעה – 3% -בנכסי נפט בים ו 5%- בנכסי נפט ביבשה.
- לאחר מועד החזר ההשקעה- 13% בנכסי נפט בים ו15%- בנכסי נפט ביבשה.

אחזקות בינלאומיות:

- ELK (100%) – עוסקת בהפקה ומכירה של נפט וגז, בפיתוח נכסי נפט וגז קיימים ובחיפוש נפט וגז במדינות יוטה, ניו יורק ומקסיקו.
- AriesOne (83.49%) - בעלת נכסי נפט הממוקמים בדרום ארה"ב וכוללים נכסים מפיקים ושטחי אקספלורציה.
- 50% מזכויות חיפוש והפקה של גז טבעי בפרויקט בנפת Wise בטקסס.
- **דלק גיברלטר**- בעלת זכויות בפרויקט חיפוש בים הצפוני.
- Matra (29.25%) -חברה ציבורית הרשומה באנגליה, אשר לה זכויות בפרויקט חיפוש והפקה ברוסיה.
- Nexus – חברה ציבורית העוסקת בחיפוש והפקה של נפט וגז באוסטרליה.

בעלי עניין: דלק השקעות (78.9%), ציבור ומוסדיים (21.1%)

הערכת השווי

דלק אנרגיה מומלצת בתשואת שוק. מחיר היעד הכלכלי לפי מודל NAV עומד על 970 ₪ ואילו מחיר היעד הסחיר הוא 955 ₪ כ 3% ו 5% מתחת למחיר השוק בהתאמה.

שיטת הערכת	נתח בהחזקות (לפי כלכלי)	שווי אחזקה		אחזקה
		כלכלי	סחיר	
הערכת פסגות	40.2%	2,837,688	2,859,484	46.5%
הערכת פסגות	51.2%	3,609,217	3,499,690	62.7%
	91.4%	6,446,906	6,359,174	
שווי בספרים	7.1%	500,916	500,916	100%
שווי בספרים	0.9%	65,504	65,504	100%
שווי שוק	0.4%	31,570	31,570	29.3%
שווי שוק	0.2%	11,107	11,107	1.4%
	8.6%	609,098	609,098	
		710,065	710,065	
		1,452,258	1,452,258	
		92,000	92,000	
		109,569	109,569	
		446,931	446,931	
		187,110	187,110	
		122,894	122,894	
		443,059	434,286	
		5,158,036	5,079,077	
		5,016,477	5,016,476	
		302,541	302,541	
		5,319,018	5,319,017	
		970	955	
		1,000	1,000	
		-3%	-5%	

המלצה: תשואת שוק.
מחיר יעד:
כלכלי- 970 ₪.
סחיר- 955 ₪.

- ❖ התמלוגים הצפויים להתקבל מדלק קידוחים נלקחו לפי ערך נוכחי ובניכוי מס.
- ❖ מחלק החברה ברווחי השותפויות נוכו מיסים תוך התחשבות בהוצאות המוכרות לצורך מס דוגמת אזילה ופחת.
- ❖ החברות הזרות שוקללו לפי הערך בספרים או שווי שוק.
- ❖ אופציות- שוקללו בהתאם לתוכניות התגמול למנכ"ל וליור"ר שהוכרזו בעבר.
- ❖ הוצאות בגין מינוי יו"ר- הוכללו במסגרת הוצאות מטה, האופציות בשלב זה לא שוקללו היות והתגמול הינו על בסיס תוכנית פאנטום כאשר מחירי היעד שלנו נמוכים ממחיר המימוש הרלבנטי לצורך התגמול.
- ❖ חבות מס בגין רווחי הון- הנחנו מס בגובה של 10% על רווח ההון העולה מהפער בין שווי ההשקעות בשותפויות בספרים לשוויין על פי הערכת השווי הכלכלית ושווי השוק. גובה המס הנבחר, מגשר בין חבות מס מחד ומאידיך העדר מועד יעד למימוש החזקות.

❖ ישראלמקו

אנו מעלים את המלצתנו לישראלמקו לקניה ואת מחיר היעד ל 59 אג' (כ 20% מעל מחיר השוק). זאת לעומת המלצה קודמת של תשואת יתר ומחיר יעד של 55אג'.

ישראלמקו: תמצית הערכת שווי	
1,485,461	סה"כ שווי פעילות (דולרי)
5,720,807	שווי פעילות- שקלי
430,620	עודף נכסים על התחייבויות
35,000	הנה"כ
6,116,427	סה"כ שווי
10,390,764,639	ערך נקוב
0.59	מחיר יעד
0.49	מחיר שוק
20.1%	פער

המלצה: קניה.
מחיר יעד: 59 אג'

שינוי ההמלצה מתבסס על עדכון הערכת השווי לתמר (כפי שפורט בגוף העבודה).
להלן השינויים המרכזיים שבוצעו בהערכת השווי:

- האצת קצב מכירות הגז הטבעי השנתי.
- הורדת תחזית תעריף המכירה הממוצע ל 5.2 דולר ל MMBTU (לעומת 5.6 דולר).

מחלקת מחקר sell side

לימור גרובר מנהלת מחקר כימיה ופרמצבטיקה.	טליה לויברג תקשורת, רשתות שיווק, מזון	נעם פינקו חברות אחזקה, גדל".	טל שירזלי אנרגיה, תעשייה ומסחר וטכנולוגיה.
03-7968868 limorg@psagot.co.il	03-7968973 talial@psagot.co.il	03-7968818 noamp@psagot.co.il	03-7968683 talsh@psagot.co.il

אהוד ניר
בנקים

03-7968688
ehudn@psagot.co.il

מחלקת ברוקראג'

עדי אולסקר מנהל מחלקה 03-5114705 adio@psagot.co.il	אודי ביטון 03-7968825 udib@psagot.co.il	עידו אמירליו 03-7968831 idoam@psagot.co.il	ברק שמידט 03-7968828 baraks@psagot.co.il
יואל קירש	סטיבן שין	גיל שלה	זק הרצוג
03-7968917 joelk@psagot.co.il	03-7968830 stevens@psagot.co.il	03-5114710 gilsh@psagot.co.il	03-7968825 zachh@psagot.co.il

עוזי דר

03-5114703
uzid@psagot.co.il

אלעד בורשטיין

03-7968832
eladb@psagot.co.il

שי אטיאס

03-7968827
shaya@psagot.co.il

פלי שביב

03-7968922
pellys@psagot.co.il

נמרוד מריאן

03-5114741
nimrodm@psagot.co.il

הערות וביאורים לגבי הדו"ח.

מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים.

סולם המלצות

קנייה חזקה (Strong Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחריגה על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

קנייה (Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת יתר (Outperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת שוק (Marketperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת חסר (Underperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

מכר (Sell) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.

קנייה ספקולטיבית (Speculative Buy) – המניה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הבאים באם תתקיים התפתחות תלויה

Disclaimer

דוח זה הינו רכוש של פסגות ניירות ערך בע"מ (להלן-"פסגות"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן ו/או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את הדוח, ו/או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ופורסמו על ידי פסגות ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקיפים, דוחות כספיים, דוחות לבורסות וניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. ייתכן שבמועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו או מחזיקים או עשויים להחזיק בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. ייתכן שפסגות ניירות ערך בע"מ קיבלה או מקבלת במהלך 12 החודשים האחרונים וייתכן שהיא צפויה לקבל, לאחר מועד הפרסום של עבודת האנליזה, תגמול בהיקף מהותי מקבוצת חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. ייתכן שמועד פרסום עבודת האנליזה בעל השליטה בפסגות ניירות ערך בע"מ החזיק או מחזיק או עשוי להחזיק החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. אין לראות בדוח זה שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם. אין להעביר דוח זה לצד ג' כלשהו.

פסגות ניירות ערך בע"מ

מקבוצת פסגות בית השקעות ← גמל והשתלמות / קרנות נאמנות / ניהול תיקי השקעות / תעודות סל / ברוקראג' ושירותי מחקר
← רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142 / טלפון 03-7968900 / פקס. 03-7968899 ← www.psagot.co.il

Sell Side מחקר מחלקת

נספח גילוי נאות:

שם בעל הרישיון: טל שיריזלי
 מספר הרישיון: 9361
 כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142
 פרטי השכלה: אקדמאית
 נסיון: כ 10 שנים בשוק ההון בתפקידי אנליזה וניהול השקעות

שם התאגיד: פסגות ניירות ערך בע"מ
 כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142
 טל: 03-7968888

גילוי נאות – אבנר

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברות המוזכרות בעבודה.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה.

הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ביום ההמלצה
פלי שביב	12/08/2009	buy	₪1.40	₪1.00
פלי שביב	11/08/2009	buy	₪1.40	₪0.97
פלי שביב	23/07/2009	buy	₪1.36	₪0.89
פלי שביב	01/07/2009	buy	₪1.10	₪0.86
פלי שביב	14/06/2009	buy	₪1.10	₪1.00
פלי שביב	17/05/2009	buy	₪1.00	₪0.75
פלי שביב	14/05/2009	buy	₪1.00	₪0.71
פלי שביב	16/03/2009	buy	₪1.00	₪0.57
פלי שביב	11/02/2009	buy	₪1.00	₪0.55
פלי שביב	18/01/2009	buy	₪0.53	₪0.45
פלי שביב	12/01/2009	buy	₪0.53	₪0.33
פלי שביב	21/12/2008	buy	₪0.53	₪0.25

שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:

DCF

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

DCF: צריכה ותעריפי גז טבעי נמוכים יותר, עיכובים ועלויות פיתוח גבוהות יותר בפרוייקטים והעלאת תמלוגים מעבר להערכתנו.

גילוי נאות – דלק קידוחים

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברות המזכרות בעבודה.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה.

הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ביום ההמלצה
פלי שביב	12/08/2009	outperform	7.6	6.41
פלי שביב	11/08/2009	outperform	7.60	6.47
פלי שביב	23/07/2009	outperform	7.32	6.03
פלי שביב	01/07/2009	buy	6.98	5.60
פלי שביב	14/06/2009	buy	6.98	6.00
פלי שביב	17/05/2009	buy	6.00	4.30
פלי שביב	14/05/2009	buy	6.00	4.23
פלי שביב	16/03/2009	buy	6.00	3.28
פלי שביב	11/02/2009	buy	6.00	3.42
פלי שביב	18/01/2009	buy	3.20	3.15
פלי שביב	12/01/2009	buy	3.20	1.99
פלי שביב	21/12/2008	buy	3.20	1.70

שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:

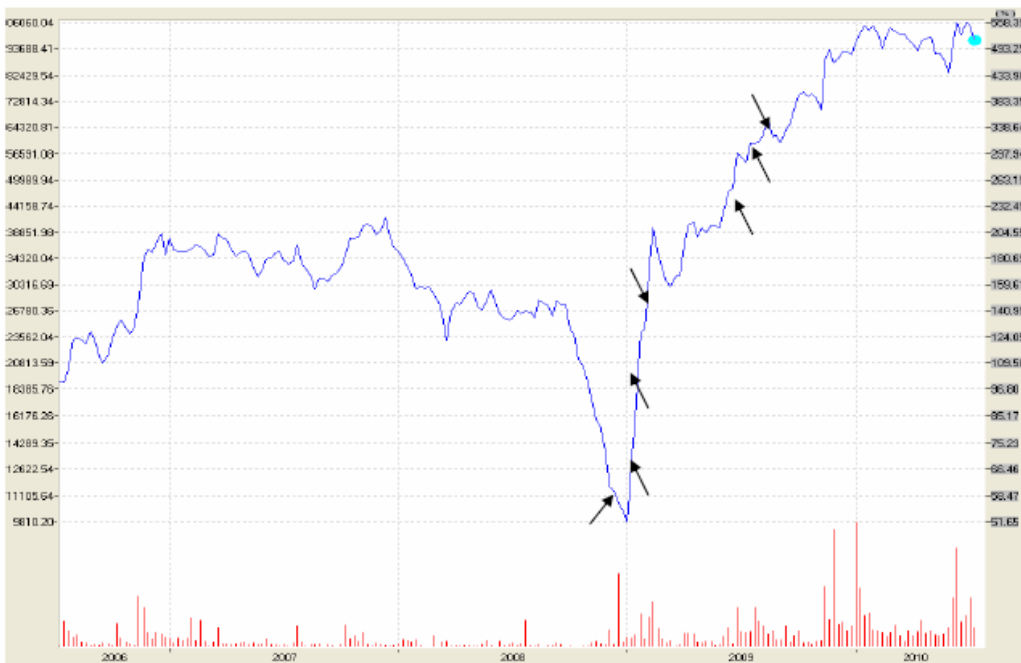
DCF

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

DCF: צריכה ותעריפי גז טבעי נמוכים יותר, עיכובים ועלויות פיתוח גבוהות יותר בפרוייקטים והעלות תמלוגים מעבר להערכתנו.

גילוי נאות – דלק אנרגיה

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברות המוזכרות בעבודה.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה.

הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

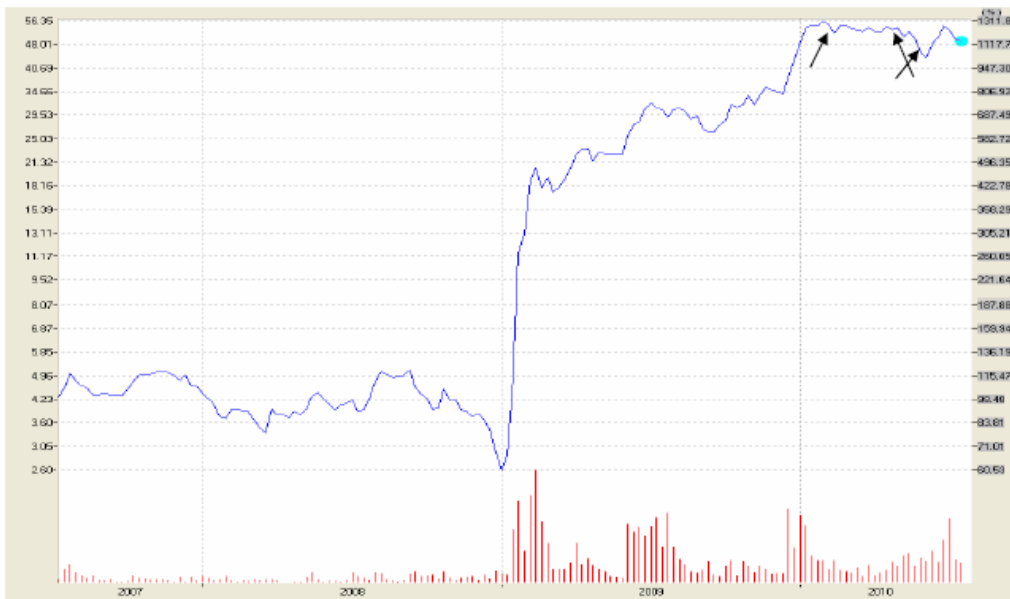
שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ביום ההמלצה
פלי שביב	11/08/2009	outperform	₪908.00	₪650.00
פלי שביב	23/07/2009	outperform	₪846.00	₪570.00
פלי שביב	14/06/2009	outperform	₪609.00	₪635.00
פלי שביב	11/02/2009	outperform	₪609.00	₪425.50
פלי שביב	18/01/2009	outperform	₪261.00	₪159.00
פלי שביב	12/01/2009	outperform	₪261.00	₪171.00
פלי שביב	21/12/2008	outperform	₪260.80	₪108.30

שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:
NAV

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:
NAV: שינוי בשווי חברות מוחזקות, שינוי בהון העצמי של החברה, הנפקות וחלוקת אופציות

גילוי נאות – ישראלמקו

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברות המוזכרות בעבודה.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה.

הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ביום ההמלצה
טל שיריזלי	02/06/2010	buy	₪0.55	₪0.41
טל שיריזלי	09/05/2010	outperform	₪0.55	₪0.48
טל שיריזלי	15/02/2010	marketperform	₪0.58	₪0.59

שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:

DCF

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

DCF: צריכה ותעריפי גז טבעי נמוכים יותר, עיכובים ועלויות פיתוח גבוהות יותר בפרוייקטים והעלאת תמלוגים מעבר להערכתנו.

אני, טל שיריזלי, בעל רישיון מספר 9361, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

מועד עריכת ופרסום העבודה: 21.07.2010.

טל שיריזלי

חתימה