

## הפוטנציאל עוד לא הופנם, העלאת המלצה ל-3 שותפויות הגז

### עדכונים בדו"ח

- שינוי המלצה
- שינוי מחיר יעד
- שינוי תחזית

### נתונים עיקריים – אבנר

המלצה	ת. יתר
מחיר יעד (₪)	1.96
מחיר מניה (₪)	1.61
שווי שוק (מ' ₪)	5,376
גבוה 12 ח' (₪)	1.68
נמוך 12 ח' (₪)	0.53
שינוי 12 חודשים	203%
מחזור יומי (מ' ₪)	11.2
המלצה קודמת	ת. שוק
מחיר יעד קודם	1.66

### נתונים עיקריים – דלק קידוחים

המלצה	ת. יתר
מחיר יעד (₪)	11.3
מחיר מניה (₪)	9.1
שווי שוק (מ' ₪)	4,994
גבוה 12 ח' (₪)	10.5
נמוך 12 ח' (₪)	3.08
שינוי 12 חודשים	196%
מחזור יומי (מ' ₪)	6.9
המלצה קודמת	ת. שוק
מחיר יעד קודם	9.80

### נתונים עיקריים – ישראלקו

המלצה	קניה
מחיר יעד (₪)	0.75
מחיר מניה (₪)	0.57
שווי שוק (מ' ₪)	5,293
גבוה 12 ח' (₪)	0.62
נמוך 12 ח' (₪)	0.19
שינוי 12 חודשים	212%
מחזור יומי (מ' ₪)	16.2
המלצה קודמת	ת. יתר
מחיר יעד קודם	0.75

אנו מעלים המלצתנו למניית ישראלקו לקניה (מתשואת יתר) תוך הותרת מחיר היעד למניה על 0.75 ₪. בנוסף, אנו מעלים המלצתנו למניות אבנר ודלק קידוחים לתשואת יתר (מתשואת שוק) תוך העלאת מחיר היעד למניית אבנר ל-1.96 ₪ (מ-1.66 ₪) והעלאת מחיר היעד לדלק קידוחים ל-11.3 ₪ (מ-9.1 ₪). אמנם מדובר במניות ברמת סיכון גבוהה אך מעניינות להחזקה לטווח ארוך כשלהערכתנו היחס סיכוי-סיכון מעניין.

אלה הנקודות העיקריות:

- צפי לקצב מכירות גבוה לסקטור החשמל ולתעשייה** – להערכתנו, חברת החשמל ויצרני חשמל פרטיים צפויים לצרוך בשנת 2015 כ-8.6 BCM לעומת כ-6.1 BCM לפי תחזית משרד התשתיות. בשנת 2008 צרכה חברת החשמל כ-3.4 BCM והגז הטבעי היווה כ-26% מייצור החשמל בארץ כך שתאיורטית אילו כל ייצור החשמל היה נעשה ע"י גז טבעי אזי חברת החשמל הייתה צורכת כ-13 BCM. במודל שלנו הונח גידול בביקוש בקצב של כ-4% לשנה וכי בשנת 2015 הגז הטבעי יהווה שיעור של 50% מייצור החשמל בארץ. במקביל תחזית משרד התשתיות לקצב צריכת הגז הטבעי ע"י התעשייה מהווה להערכתנו רף תחתון לביקושים הצפויים. יודגש כי ביקוש זה הינו פונקציה של התגליות הקיימות כך שאם תתגלה תגלית משמעותית נוספת יתבסס משק הגז הטבעי בארץ ויעלה הביקוש.
- השוק מגלם סיכון גבוה לתמר** – ללא תגלית נוספת לא יהא עודף היצע של גז טבעי בארץ כפי שקורה בעולם כך שלהערכתנו רמת הסיכון לתגליות הנוכחיות נמוכה מהמגולם בשוק. בנוסף, צפויה בקרוב התקדמות באבני הדרך מאחר ש-3 השותפויות אינן צפויות כיום להיתקל בקשיי מימון ותוכנית הפיתוח מסתמנת לקראת סגירה.
- פוטנציאל לתגליות נוספות** – רוב רישיונות החיפוש בשטח הכלכלי הימי במים עמוקים של מדינת ישראל מוחזק ע"י השותפויות אבנר, דלק קידוחים וישראלקו הודות לתעוזתם ונטילת סיכונים טרם גילוי תמר. בשטח זה מצויים מספר פרוספקטים פוטנציאליים בגדלים שונים, העשויים בחלקם להיות גדולים ממבנה תמר. תגליות תמר ודלית מגבירות את פעילות חיפושי גז טבעי בים על ידי השותפויות ומעלות את הסיכוי לתגלית נוספת. מאידך, העיתוי בעל חשיבות מכרעת לעניין זה כאשר למשל רצף של הצלחה-כשלון-כשלון לא יהא דומה לרצף של כשלון-כשלון-הצלחה. בשלב זה יש להמתין בסבלנות לתוצאות 3D ברישיונות רציו-ים.
- עלייה בשווי המאגרים** – בעקבות עדכון המודל שלנו העלנו את שווי מאגר תמר ודלית לכ-7 מיליארד \$ (כ-5.5-6.0 מיליארד \$ במודל הקודם). בנוסף, העלנו את שווי מאגר ים תטיס לכ-1.9-2.0 מיליארד \$ בהנחה כי מאגר נועה יפותח. כמו כן, שווי רישיונות רציו-ים בהתבסס על מחיר השוק של מניית רציו עודכן לכ-1.4 מיליארד \$. שווי המאגרים במודל המעודכן מוצג **לפני** תשלומי תמלוגים לשותפים הכלליים ולאחרים (שאינם המדינה) שחושבו בנפרד.

### לסיכום,

אנו ממשיכים בהמלצה להחזיק בסקטור הגז מעל למשקלו. אמנם מניית ישראלקו מועדפת הודות לאפסייד הקיים אך מומלץ להחזיק גם באבנר ובדלק קידוחים מעל משקלן.

### הנחות מרכזיות

רציו-ים	תמר+דלית	ים תטיס	
סקר D3	221.0	20.6	היקף זרבות (BCM)
	שנת 2013	שנת 2004	תחילת מכירות
	<b>10.0%</b>	7.5%	שיעור היוון
	<b>5.3</b>	4.3	מחיר הגז (\$/mmbtu)
	50	20	עלות הפקה שנתית (מיליון \$)
	2,800	365	השקעות עתידיות (מיליון \$)
	250	-	השקעות נוספות אחת לכל 6 שנים (מיליון \$)
	10.5%	10.5%	תמלוגים למדינה (% מההכנסות)
			תמלוגים לשלם לאחרים (% מההכנסות):
-	5.4%	-	ישראל-קו - עד החזר השקעה
-	9.5%	-	ישראל-קו - לאחר החזר השקעה
2.6%	2.6%	-	דלק קידוחים - עד החזר השקעה
11.0%	11.0%	11.0%	דלק קידוחים - לאחר החזר השקעה
5.0%	5.0%	5.0%	אבנר - קבוע לאורך כל התקופה
6.0%	-	-	רציו - עד החזר השקעה
8.0%	-	-	רציו - לאחר החזר השקעה

### ים תטיס

**היקף זרבות** – עדכנו את המודל הקודם מתוך הנחה כי מאגר נועה יחובר בכדי להבטיח אספקת גז סדירה ללקוחות עד להתחלת פעילות תמר בקצב מלא. נכון לסוף 2009 במאגר מרי יתרת זרבת 1P של 13.4 BCM ויתרת 2P של 14.0 BCM. במאגר נועה שעוד לא פותח ולא חובר לצנרת זרבת 1P של 6.2 BCM ויתרת 2P בסך של 7.6 BCM. בסה"כ במרי נועה נותרה זרבת 1P של 19.6 BCM ויתרת 2P של 21.6 BCM. נלקח ממוצע הזרבות 1P ו- 2P במרי נועה בסך של 20.6 BCM.

**תקופה** – הונח כי ים תטיס ימשיך למכור גז עד להתכלותו בשנת 2019 כאשר משנת 2013 יפעל בקצב נמוך במקביל למכירות תמר-דלית.

**מחיר הגז** – הונח כי מחיר הגז יעמוד בשנים 2010-2012 בממוצע על \$4.3 ומשנת 2013 יעלה למחיר של \$5.3 (זהה למחיר בתמר-דלית).

**השקעות עתידיות** – הונחה עלות בסך של 385 מיליון \$ שתכלול קומפרסיה (מתקני דחיסה) בסך 85 מיליון \$, 2 בארות (מרי 8, מרי 9) בסך 80 מיליון \$ וחיבור נועה בסך של 200 מיליון \$.

### תמר+דלית (התייחסות כמאגר אחד)

**היקף זרבות** – בסך של 221 BCM לפי ממוצע הפוטנציאל בתמר של 207 BCM ובדלית 14 BCM.

**תקופה** – הונח כי המאגר יחל למכור גז בתחילת 2013 ויפעל 20 שנה עד לסימומו בשנת 2032.

**מחיר הגז** – הפחתנו את מחיר המכירה של הגז ביחס למודל הקודם ממחיר של \$6 למחיר של \$5.3 (בטווח של \$5.5-\$5). יצוין כי המודל בעל רגישות רבה למחיר הגז.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



**השקעות עתידיות** – הונח כי עלות ההשקעות להקמת הפרויקט תסתכם בסך של 2.8 מיליארד \$, בנוסף, הונח כי אחת ל-6 שנים תבוצע השקעה נוספת בסך של 250 מיליון \$. יחד עם זאת, להערכתנו עלות זו כוללת רכיב הוצאות בלתי צפויות בהיקף משמעותי.

**שיעור היוון** – הונח כי שיעור ההיוון המתאים הינו 10% (לעומת 12.5% במודל הקודם).

### תחזית צריכת הגז הטבעי בארץ ונתחי שוק

3	2	1					
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	
<b>תחזית משרד התשתיות (BCM):</b>							
6.1	5.9	5.6	5.3	5.0	4.4	3.8	גז טבעי לייצור חשמל
2.9	2.6	2.3	1.9	1.4	0.9	0.4	גז טבעי בתעשייה וחלוקה
<b>9.0</b>	<b>8.5</b>	<b>7.9</b>	<b>7.2</b>	<b>6.4</b>	<b>5.3</b>	<b>4.2</b>	<b>סה"כ תחזית משרד התשתיות</b>
6.5%	7.0%	10.5%	11.7%	20.8%	26.2%	13.5%	שיעור צמיחה
<b>תחזית כלל פיננסים (BCM):</b>							
<b>8.6</b>	<b>7.8</b>	<b>7.0</b>	<b>6.2</b>	<b>5.4</b>	<b>4.6</b>	3.8	גז טבעי לייצור חשמל
<b>4.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	0.4	גז טבעי בתעשייה וחלוקה
<b>12.6</b>	<b>11.4</b>	<b>10.2</b>	<b>7.6</b>	<b>6.5</b>	<b>5.6</b>	<b>4.2</b>	<b>סה"כ תחזית במודל</b>
10.6%	11.9%	34.5%	16.8%	16.0%	33.1%	13.5%	שיעור צמיחה
40.2%	34.9%	29.0%	6.0%	1.3%	5.5%	0.0%	% פער לעומת תחזית משרד התשתיות
<b>1.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	4.5	3.8	3.1	2.9	ים תטיס
7.4	5.6	4.0	=	=	=	=	תמר+דלית
<b>8.4</b>	<b>7.6</b>	<b>6.5</b>	<b>4.5</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>סה"כ גז ישראלי</b>
67%	67%	64%	59%	58%	55%	69%	נתח שוק גז ישראלי
4.2	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	1.3	EMG
33%	33%	36%	41%	42%	45%	31%	נתח שוק גז מצרי

### דגשים:

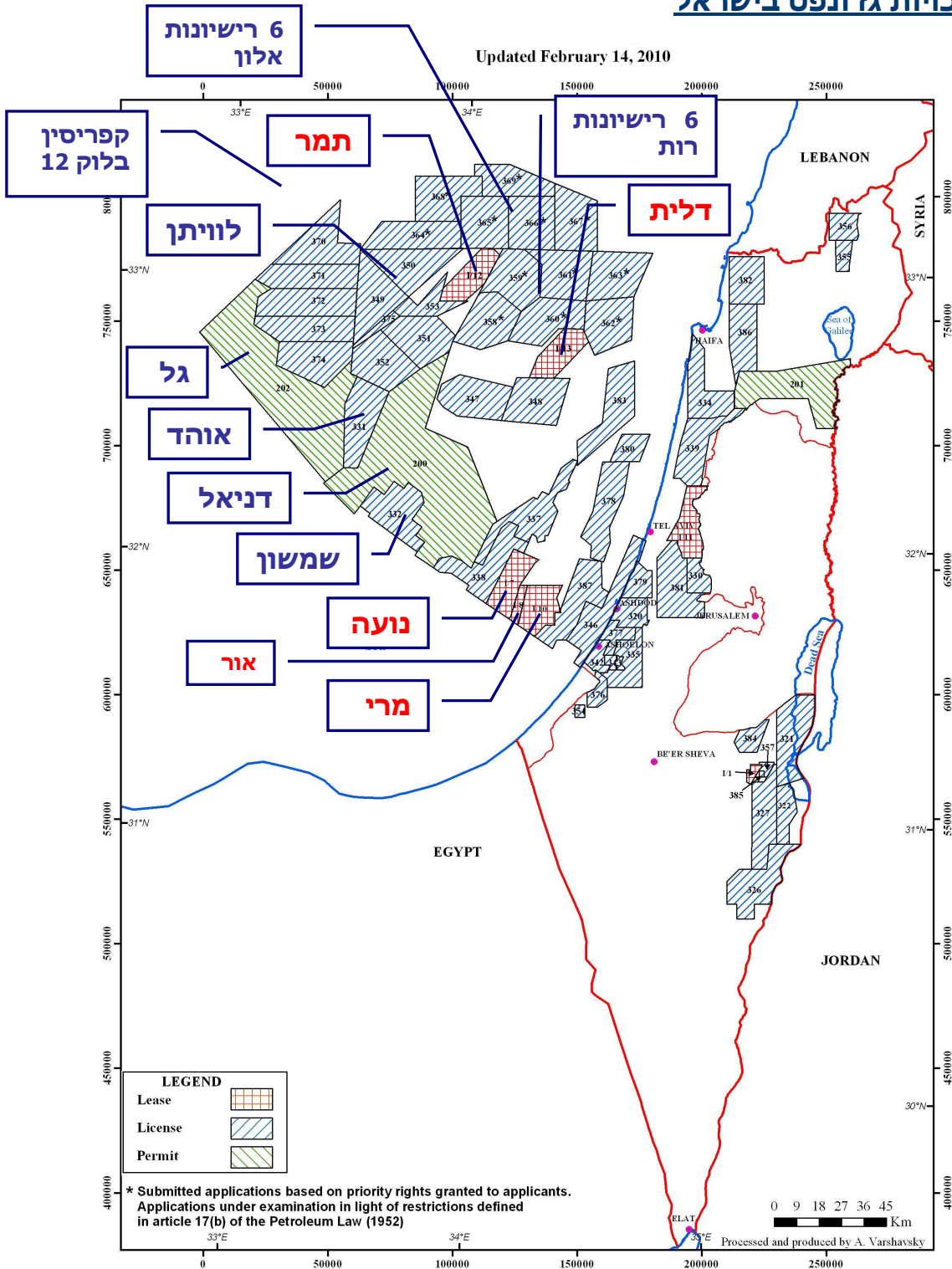
- תחזית משרד התשתיות מתוך מצגת של רשות הגז הטבעי מפרברואר 2010. תחזית זו מציגה רק שנים אי זוגיות (עד 2029) כך שהשנים הזוגיות הושלמו בקו ליניארי (ממוצע).
- שנת 2015 שימשה כשנה מייצגת במודל עבור היקפי הצריכה ונתחי השוק.
- תחזית משרד התשתיות מגלמת משנת 2016 ואילך גידול שנתי לצריכת הגז בשיעור של 3.8% (בתחום החשמל גידול של 4.4% ובתחום התעשייה גידול של 2.3%). במודל שלנו הונח גידול שנתי בשיעור של 4%.
- במודל הונח כי משנת 2015 ואילך הגז הטבעי יהווה שיעור של 50% מייצור החשמל בארץ לעומת 26% בשנת 2008 (בה צרכה חברת החשמל כ- 3.4 BCM ויצרני החשמל הפרטי היוו היקף לא מהותי).
- במודל הונח כי משנת 2015 ואילך הגז הישראלי יחזיק בנתח שוק של שני שלישי (67%) והגז המצרי יהווה שליש מהשוק.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

**מפת זכויות גז ונפט בישראל**



**אבנר ודלק קידוחים** – החזקות בתמר, דלית, נועה, מרי, רציו-ים (כולל לויתן), אלון, רות ואוהד.  
**ישראל-קו** – החזקות בתמר, דלית, אור, שמשון ודניאל. **רציו** – החזקות ברציו-ים (לויתן) וגל.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלכל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלכל פיננסים ברוקראד'

בית רובינסטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

### רישיונות רציו-ים (כולל לויתן)

רישיונות רציו-ים הינם 5 רישיונות מערבית לתגלית תמר בהם קיים המבנה הגיאולוגי לו ניתן הכינוי "לויתן". נובל אנרג'י מחזיקה בשיעור של 39.66%, דלק קידוחים ואבנר מחזיקות כל אחת בשיעור של 22.67% ורציו מחזיקה 15%. בשלב זה ממתנים לתוצאות פענוח סקרי 3D שביצעה נובל בשטח זה. חילצנו את שווי השוק של רישיונות רציו-ים משווי השוק של רציו בהתאמה ליתרת מזומנים של כ-190 מיליון \$, עלויות הניהול ותמלוגים. שווי רישיונות רציו-ים מוערך בכ-1.4 מיליארד \$.

### רישיונות נוספים

**שותפויות דלק** - הונח בשיעור של 10% משווי רישיונות רציו-ים, זאת בגין הפוטנציאל ברישיונות אלון, רות, אוהד ובלוק 12 בקפריסין.

**ישראלקו** - הונח סך של כ-45 מיליון \$ בגין החזקה של 49.9% במאגר אור (מד יבנה) של BCM 1. בשלב זה לא נלקח בחשבון למרות שקיים פוטנציאל בשמשון ודניאל. ישראלקו מחזיקה 79% ברישיון שמשון ו-59% בהיתר דניאל.

### סיכום

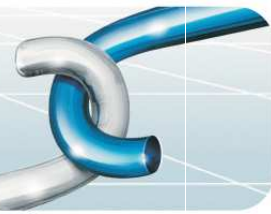
אבנר	דלק קידוחים	ישראלקו	ללא רישיונות נוספים (מ' ₪)
3,805	3,488	6,515	מאגר תמר+דלית
1,580	1,594	0	ים תטיס
(5)	(15)	376	מזומן (חוב) נטו
(43)	(10)	(81)	עלות הניהול נטו
<b>5,337</b>	<b>5,057</b>	<b>6,810</b>	<b>סה"כ שווי ללא רישיונות נוספים</b>
5,376	4,994	5,293	שווי נוכחי
3,335	547	9,352	מס' יח' השתתפות (מ')
<b>1.60</b>	<b>9.25</b>	<b>0.73</b>	<b>שווי ליח' השתתפות (₪)</b>
1.61	9.13	0.57	שער נוכחי (₪)
<b>-1%</b>	<b>1%</b>	<b>29%</b>	<b>פער למחיר היעד</b>

אבנר	דלק קידוחים	ישראלקו	כולל רישיונות נוספים (מ' ₪)
1,101	1,012	0	רישיונות רציו-ים
110	101	169	רישיונות אחרים
<b>6,548</b>	<b>6,170</b>	<b>6,979</b>	<b>סה"כ שווי</b>
5,376	4,994	5,293	שווי נוכחי
<b>1.96</b>	<b>11.28</b>	<b>0.75</b>	<b>שווי ליח' השתתפות (₪)</b>
1.61	9.13	0.57	שער נוכחי (₪)
<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>32%</b>	<b>פער למחיר היעד</b>

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



### כלל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי				
נאור אל חי מנהל חדר מסחר 03-5653552 <a href="mailto:neor@clal-fin.co.il">neor@clal-fin.co.il</a>		רונן ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 <a href="mailto:ronen@clal-fin.co.il">ronen@clal-fin.co.il</a>		
אסף קרפה 03-7611985 <a href="mailto:asafk@clal-fin.co.il">asafk@clal-fin.co.il</a>		חגית דלאל 03-5653543 <a href="mailto:hagitd@clal-fin.co.il">hagitd@clal-fin.co.il</a>		אריה לנצברג 03-5653541 <a href="mailto:ariehl@clal-fin.co.il">ariehl@clal-fin.co.il</a>
עשיית שוק			אג"ח	
גל בר 03-5653548 <a href="mailto:galba@clal-fin.co.il">galba@clal-fin.co.il</a>	דרור וסרמן 03-7611905 <a href="mailto:drorw@clal-fin.co.il">drorw@clal-fin.co.il</a>	אסף לוינסון 03-7613702 <a href="mailto:traasafk@clal-fin.co.il">traasafk@clal-fin.co.il</a>	בני סימון 03-7611988 <a href="mailto:benis@clal-fin.co.il">benis@clal-fin.co.il</a>	משה בן אסאייג 03-5653550 <a href="mailto:mosheba@clal-fin.co.il">mosheba@clal-fin.co.il</a>
דסק בינלאומי				
מריסה בנדר 03-6251014 <a href="mailto:marisab@clal-fin.co.il">marisab@clal-fin.co.il</a>	אלירן אליהו 03-5653646 <a href="mailto:eliran@clal-fin.co.il">eliran@clal-fin.co.il</a>	אלה מוריס 03-5653540 <a href="mailto:ellam@clal-fin.co.il">ellam@clal-fin.co.il</a>	אבי ויינרב 03-5653556 <a href="mailto:aviwe@clal-fin.co.il">aviwe@clal-fin.co.il</a>	סער גולן 03-7611987 <a href="mailto:saarg@clal-fin.co.il">saarg@clal-fin.co.il</a>
אג"ח בינלאומי				
			גיא מגן 03-5652565 <a href="mailto:guyma@clal-fin.co.il">guyma@clal-fin.co.il</a>	יסכה ארז 03-6251024 <a href="mailto:yisca@clal-fin.co.il">yisca@clal-fin.co.il</a>
מחקר				
נדב אופיר אג"ח חו"ל 03-6251039 <a href="mailto:nadavo@clal-fin.co.il">nadavo@clal-fin.co.il</a>	ירון זר אנרגיה 03-5652546 <a href="mailto:yarozze@clal-fin.co.il">yarozze@clal-fin.co.il</a>	אבירן רביבו כימיה 03-6274883 <a href="mailto:aviranr@clal-fin.co.il">aviranr@clal-fin.co.il</a>	צחי אברהם תקשורת, מזון וטכנולוגיה 03-5652510 <a href="mailto:tsahiav@clal-fin.co.il">tsahiav@clal-fin.co.il</a>	יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 <a href="mailto:yuvalb@clal-fin.co.il">yuvalb@clal-fin.co.il</a>
Back office			נגזרים	
אתי סאבח 03-7613732 <a href="mailto:etisa@clal-fin.co.il">etisa@clal-fin.co.il</a>	בטי מזרחי 03-5653537 <a href="mailto:betty@clal-fin.co.il">betty@clal-fin.co.il</a>	נדב קליק 03-7611990 <a href="mailto:nadavk@clal-fin.co.il">nadavk@clal-fin.co.il</a>	טיראן מאיר 03-5653560 <a href="mailto:tiranm@clal-fin.co.il">tiranm@clal-fin.co.il</a>	צחי סוקול 03-7616450 <a href="mailto:tzahiso@clal-fin.co.il">tzahiso@clal-fin.co.il</a>
מנהלה				
			יעל זומר 03-7613654 <a href="mailto:yaelzo@clal-fin.co.il">yaelzo@clal-fin.co.il</a>	סימה דקל 03-5653557 <a href="mailto:simade@clal-fin.co.il">simade@clal-fin.co.il</a>

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



## הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

א. פרטי מכין האנליזה

**ירון זר**

ת.ז. 024236622

רישיון משווק השקעות מספר 6844

רחוב מנחם בגין 37, תל אביב

השכלה - מוסמך (MA) במנהל עסקים ובסטטיסטיקה, האוניברסיטה העברית;

בוגר (BA) בכלכלה ובסטטיסטיקה, האוניברסיטה העברית.

ניסיון - תפקידי מחקר ואנליזה משנת 1996 ועד היום (14 השנים האחרונות) בחברות הבאות:  
כלל פיננסים, הלמן אלדובי, ישיר בית השקעות, אקסלנס, קופ"ג יהב, דלויט, זינגר את אבן.

ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום של האנליזה. אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

ג. 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 ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים 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.

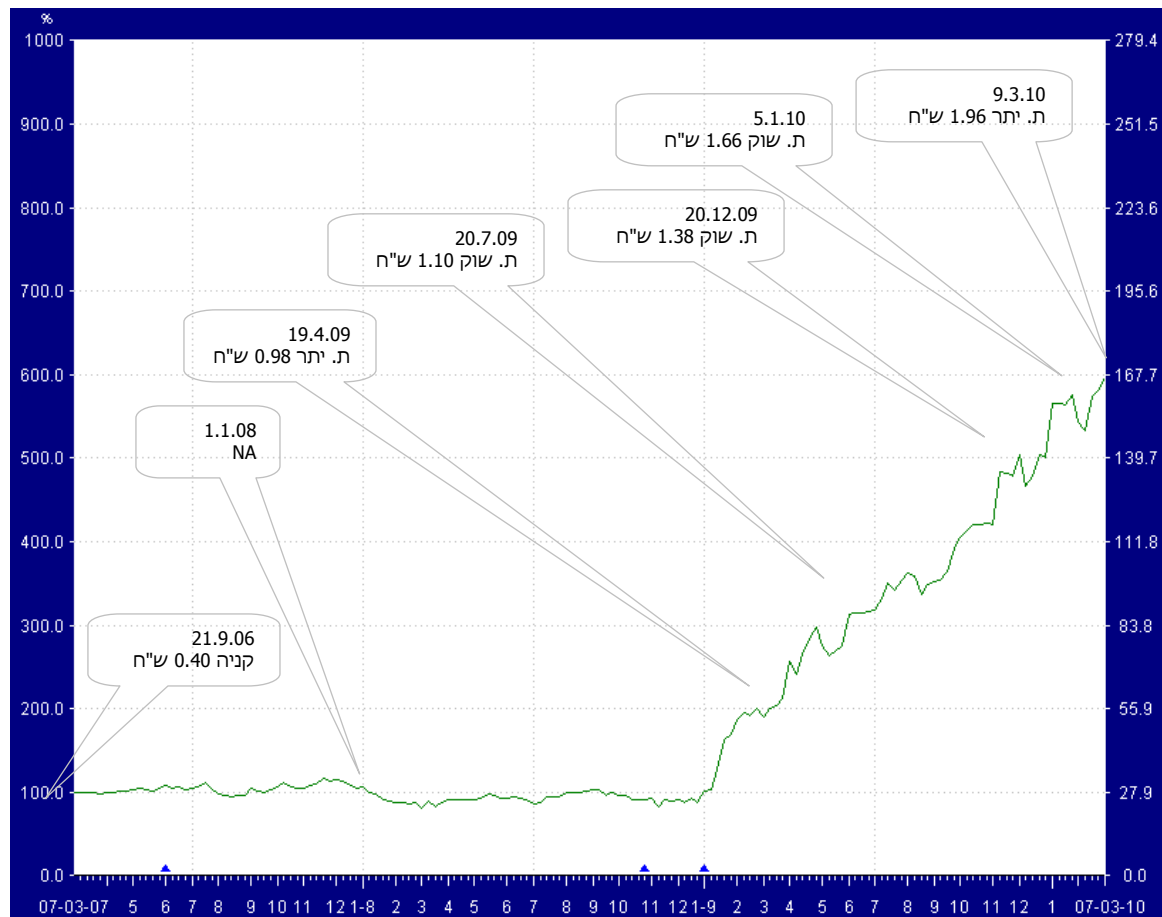
2. גישת הערכת השווי לדלק קידוחים ואבנר, וקביעת מחיר היעד בוצעה לפי היוון תזרים המזומנים הצפוי לנבוע לשותפויות מהחזקתן בפרויקט ים תטיס וכן במאגרים תמר ודלית, בתוספת אומדן לרישיונות הנוספים והתאמות נוספות.

גישת הערכת ישראלמקו וקביעת מחיר היעד בוצעה לפי היוון תזרים המזומנים הצפוי לנבוע לישראלמקו מהחזקתה במאגרים תמר ודלית בתוספת שווי תיק ני"ע והתאמות נוספות.

3. סיכונים עיקריים העלולים להשפיע מהותית על מחירי היעד לשותפויות:

- תוצאות מאכזבות בסקרים הסיסמיים ברישיונות הנוספים.
- מחיר המכירה של הגז הטבעי עלול להיות נמוך מהערכותינו במודל.
- הביקוש לגז טבעי עלול להיות נמוך מהתחזית במודל.
- נתח השוק של הגז הישראלי עלול להיות נמוך מהערכותינו במודל.
- תקלות תפעוליות והוצאות גבוהות מעבר להערכותינו במודל.
- דחייה באם תחול בתאריך תחילת הפקת הגז.
- קושי בהשגת מקורות מימון לפיתוח התגליות.
- שינוי שע"ח \$ ושינויי ריבית.
- שינוי לרעה ברגולציה.
- אירועים ביטחוניים

4. גרף מניית **אבנר** בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניה מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



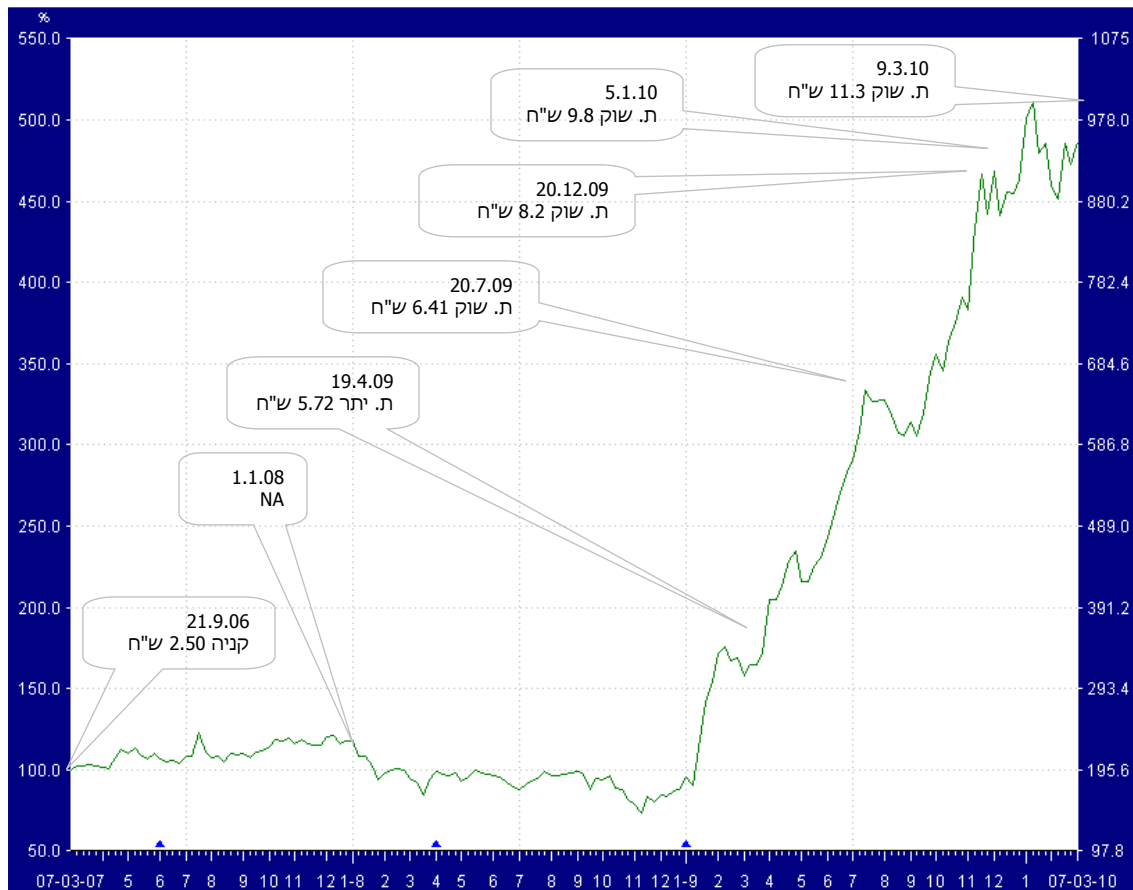
\* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת לטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.  
 \*\* עד לתאריך 1.1.08 סיקרה יסכה ארז. בשנים 2008-2009 סיקרה גל רייטר. בתחילת 2010 סיקר יובל בן זאב. מיום 9.3.10 מסקר ירון זר.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

גרף מניית דלק קידוחים בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניה מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



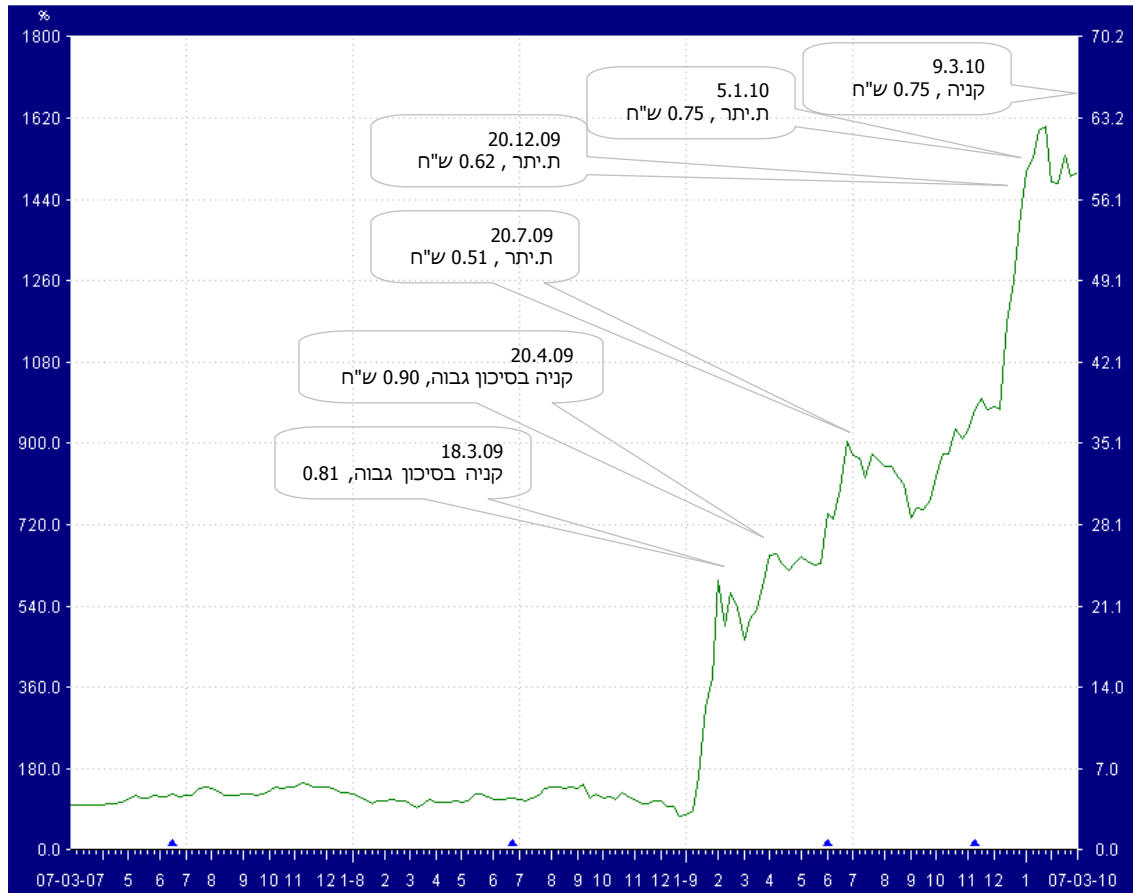
\* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.  
 \*\* עד לתאריך 1.1.08 סיקרה יסכה ארז. בשנים 2008-2009 סיקרה גל רייטר. בתחילת 2010 סיקר יובל בן זאב. מיום 9.3.10 מסקר ירון זר.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

גרף מניית **ישראלמקו** בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניה מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



\* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.  
 \*\* עד לתאריך 1.1.08 סיקרה יסכה ארז. בשנים 2008-2009 סיקרה גל רייטר. בתחילת 2010 סיקר יובל בן זאב. מיום 9.3.10 מסקר ירון זר.

### ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, ירון זר, בעל רישיון מספר 6844, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ירון זר

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



### ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים ניהול השקעות בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. התקיימו הצעות לציבור של ניירות ערך של חברות הקשורות לדלק קידוחים, אבנר וישראלמקו, שהתאגיד המורשה או תאגיד קשור שלו ניהל או ייעץ להם, בין לבדו ובין ביחד עם אחרים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של האנליזה.
2. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה בסוג מסוים של ניירות ערך של שותפיות ישראלמקו, דלק קידוחים ואבנר.
3. מועד פרסום האנליזה – דוח זה פורסם ביום ג', 9.3.10.

### ו. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו 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 כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים, עליה נמנית גם כלל פיננסים, עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל עניין בכלל פיננסים ברוקראז'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.