

8.06.2021

עסקת מובדאלה מתקדמת: השווי הנגזר לחברות במאגר תמר

סקטור הגז

חברה	שווי שוק למניה (₪)	מחיר יעד למניה (₪)	המלצה
ישראלקום* COM	0.75	0.98	BUY
תמר פטרויליום	4.8	5.38	HOLD

גרף מניה/מדד (12 חודשים)



מחלקת מחקר מניות

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

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

מרב פישר-שרוני | אנליסטית - פארמה
merav@leumipartners.com

ברי גנדנשטיין | אנליסט - נדל"ן
barryg@leumipartners.com

רוני סלוצקי | אנליסטית מניות
ronis@leumipartners.com

עומרי לפידות | אנליסט - טכנולוגיה
omril@leumipartners.com

אג"ח וריביות

דודי רזניק | אסטרטג ריביות
dudir@bll.co.il

מט"ח ונגזרים

קובי לוי | אסטרטג מט"ח
Kobby.levi@bankleumi.co.il

ניירות ערך זרים

גיל דטנר | אסטרטג מניות חו"ל
gil.dattner@bll.co.il

אלה פריד

בעקבות מזכר ההבנות, שנחתם בסוף חודש אפריל, בין דלק קידוחים לחברת MUBADALA PETROLEUM מאבו דאבי, לרכישת האחזקה בשיעור של 22% ממאגר תמר, בדקנו כיצד משפיעה העסקה על שוויין של ישראלקום ותמר פטרויליום המחזיקות גם הן במאגר. נציין כי **דלק קידוחים ממשיכה במסלול העסקה** וכבר סיווגה את האחזקה בדוח הכספי כפעילות שהופסקה.

מבנה העסקה: סך של 1 מיליארד דולר תמורה בלתי מותנית על 22% מהמאגר, ותמורה מותנית של עד 100 מ' דולר בכפוף לתנאים ויעדים מוסכמים.

נקדים ונאמר, העסקה תומכת בהמלצה הקודמת ואף מעצימה אותה: נציין שתמורת העסקה תומכת לחלוטין ברוח ההמלצות שלנו, תוך העצמה של האפסייד לישראלקום לכדי 31% (לפני הדיווידנד). גם השווי הנגזר למניית תמר פטרויליום עקבי עם המלצת ה"חזקת" שנתנו למניה, כאשר הטווח מדגים את ההשפעה הדרמטית של המינוף.

שווי של תמר פטרויליום וישראלקום הנגזר מהעסקה

	תמר פטרויליום	ישראלקום	עסקת MOU MUBADALA
שיעור ההחזקה בתמר	16.75%	28.75%	22.00%
שיעור השתתפות ברוחי "תמר" בניכוי תמלוגים של בעלי ההון	13.90%	22.48%	17%
שיעור חוב פיננסי נטו משווי פעילות	85%	43%	0%
סה"כ ממוצע שווי פעילות לפי עסקת מובדאלה + 50% תלוי ביצוע תוחלת מס משוערת *	858,529	1,372,159	1,050,000
סה"כ שווי אחזקה בניכוי מס חוב פיננסי נטו	-55,000	68,608	168,000
	858,529	1,303,551	882,000
דיבידנד לשלם	767,000	475,000	40,000
שווי כלכלי לחברה/שותפות באלפי \$ מספר יחידות השתתפות	146.529	788.551	88.2
שווי כלכלי למניה (יה"ש) (לפי ה-Com \$)	88,495,576	2,590,457,012	882,000
שווי כלכלי למניה (יה"ש) (לפי ה-Com \$)	\$1.66	\$0.30	
שווי כלכלי למניה (יה"ש) (לפי ה-Com \$)	₪ 5.38	₪ 0.98	
דיווידנד למניה ₪		₪ 0.05	
מחיר כלכלי למניה (יה"ש) ביום ה-X שווי שוק של מניה		₪ 0.93	
	₪ 4.83	₪ 0.75	
אפ-סייד/דאונייד למניה לפי 1 מיליארד דולר	-20%	24%	
אפ-סייד/דאונייד למניה לפי 1.1 מיליארד דולר	42%	45%	
אפ-סייד/דאונייד למניה לפי 1.05 מיליארד דולר	11%	31%	

*תוחלת מס משוערת מושפעת מריחוק אירוע המכירה התיאורטי. אנו הנחנו במודל השווי לפי עסקה ריאלית, כי המס במקרה של ישראלקום, נע בטווח של כ-13% בהנחה שהמכירה מתבצעת מחר - לבין 0% באירוע רחוק. כך, הנחנו תוחלת מס של 5% בלבד שמהווה כ-30% מהמס התיאורטי המשוער במקרה של מכירת האחזקה כיום, בשקלול פחת מואץ והשקעות שכנגד. חשוב לציין, שהאפ-סייד בישראלקום מתייחס לשווי השותפות לאחר תשלום מס למדינה בלבד, ואינו מתייחס לפרופיל המס הייחודי לפי פרופיל המשקיעים השונים בשותפות. **במקרה של תמר פטרויליום הנחנו אפס מס ונכס מס מהוון בסך של כ-55 מ' ד'.

שורה תחתונה:

אנו ממליצים על יה"ש של ישראלקום בהמלצת קניה ובמחיר יעד של 0.98 ש"ח, כולל דיבידנד שהוכרז בסך 0.05 ש"ח. לאחר הדיבידנד יעמוד החוב הפיננסי נטו של השותפות על 43% משווי הפעילות, וסביר כי עם העלייה בהיטל רווחי נפט וגז (שיינסקי) מבנה ההון של

השותפות צפוי להיות יעיל יותר. אנו מותירים את ההמלצה למניית תמר פטרוליום על "החזק", על אף הסיכון שבה, בעיקר בשל תחזית חיובית לסקטור התומכת במבנה הון ממונף בטווח הקצר.

גילוי נאות בעמוד 4

מגמות בעולם ומגמות אזוריות

נציין שתחום האנרגיה הפוסילית ממשיך כצפוי להיות סוּעֵר עם התעוררות האקטיביזם בנושאי אקלים. בעולם בלטו בשבועות האחרונים שתי מגמות עיקריות הרלבנטיות לגז ישראלי.

✓ **התגברותו של האקטיביזם המוסדי**, שסימן מטרות והצליח בהחלט לתת מכה בכנף של כמה מחברות הנפט המובילות. מהלכים אלה כללו פסיקה משפטית מחמירה נגד רויאל דאט'ץ' של (RDSA) בהולנד, הכנסת דירקטורים אלמוניים ובעלי אג'נדה ירוקה לדירקטוריון אקסון (XOM) ודרישת משקיעים מ-(CVX) שברון השותפה במאגרים המקומיים – לבצע מעקב ולדווח על פליטות חממה של הלקוחות. בחלק מהחברות, המשקיעים מפעילים לחץ בדרישה להפחית השקעות ולחלק יותר דיבידנד. להערכתנו, מגמה זו עלולה להביא להתייקרות מחירי נפט בטווח הבינוני, אבל בינתיים היא עשויה להתבטא בהרחבת ערוצי יצוא למצריים ופיתוח אפרודיטה.

✓ **הטרנד תומך בגז הטבעי על חשבון הנפט**, הקונדנסט והזיקוק. חשוב לציין, שהתפתחויות אלה כמובן אינן חיוביות לסקטור הנפט אבל בטווח הקצר הן מפעילות לחץ אקוטי על החברות לשינוי תמהיל מהיר, והגז בפורטפוליו הוא פתרון קל וזמין.

הגז הטבעי עדיין עשוי למלא את התפקיד שיועד לו כסחורת מעבר - למרות הרתיעה של חלק מהמשקיעים מהדלקים הפוסיליים, הגז הטבעי עשוי בכל זאת בסבירות לא מועטה, למלא בשנים הקרובות את תפקידו כסחורת מעבר בין האנרגיה המסורתית למתחדשת, בשל הריצה לאנרגיה מתחדשת שמקדימה את התשתיות.

מגמות אזוריות: כמחצית מהגז שהופק בישראל נועד ליצוא

נציין, שבטווח הקצר העלאת שיעור היצוא הרגולטורי מהמאגרים גדולים בישראל אינה דרמטית. במציאות הקיימת כיום - המאגרי ממתנים להרחבת צנרת (נתג"ז) ולהגדלת חוזי יצוא.

התמחור של השותפויות עדיין מוטא חלק מאיומי עודף ההיצע, שנוצרו הקדמת מאגרים לביקוש מקומי וכניסה של אנרג'יאן ל האנרגיה המתחדשת למשק המקומי.

בטווח הבינוני – ארוך, בהנחת יציבות גיאופוליטית מדובר כמובן בהתפתחויות חיוביות לסקטור כולו. היצוא הישראלי ברבעון 1 ה מאוד, ואף סתר את העונתיות, אך השתייך ברובו למאגר לווייתן. היצוא ממאגר תמר עמד ברבעון על כ-0.55 BCM והיווה כ-5% מסך היצוא מישראל.

רבעון חלש יחסית לתמר בגלל "מחסנית" ה-Carry FORWARD של נח

Q1 2021	Q1 2020	
1.7	2	תמר 100% BCM
2.71	1.64	לווייתן 100% BCM
4.41	3.64	סה"כ
2	0.9	יצוא סה"כ ברבעון מתמר ולווייתן
2.41	2.74	הפקה לשימוש מקומי
1.15	2.01	תמר ישראל BCM
0.55		תמר מכירות ליצוא BCM
1.26	0.73	לווייתן מכירות בישראל ישראל BCM
47%	25%	שיעור יצוא מצרפי מישראל %
32%	-	שיעור יצוא של מאגר תמר מישראלי
4.57\$	5.35\$	מחיר ממוצע ממאגר תמר
4.98\$	5.43\$	מחיר ממוצע ממאגר לווייתן

מקור הנתונים: דוחות כספיים

נח"י המתינה לירידת המחיר עם מחסנית עודף הקניות מתמר (הסכמי Carry Forward)

היקף הגז הנמכר (100%) ממאגר תמר הסתכם בכ-1.73 BCM לעומת 2.4 BCM ברבעון הקודם ו-2.4 BCM ברבעון המקביל עיקר הירידה במכירות הושפעה ממייעוט המכירות לחח"י שהסתכמו בכ-0.34 BCM בלבד מול מכירות של כ-2.6 BCM בשנת 2017, שגם בה חלק גדול מהמכירות מעבר לחוזה, הופנו ללוויתן. כצפוי, חח"י ניצלה את יתרת הקניות שנצברה לה ממאגר תמר בסך של כ-1.75 BCM במסגרת הסכם Carry Forward בציפי למחצית ת השנה השנייה. ב-1 ביולי צפוי מחר הגז לחח"י לרדת בהתאם לחוזה לכ-4.6 ד' ליחידת גז במועד ההתאמה שחל ב-1 נציין שלאחר ששברון, סימנה את מאגר לוויתן - כמאגר המיועד ליצוא אזורי ונחתמה עסקת מובדלה, הסתרת שקט ביחסים בין ש ולוויתן. בינתיים, קיבלו שותפי תמר אישור לשיווק נפרד של גז רשות התחרות הביעה דרישה לבטל את "התניית התחרות" בחוזה של חח"י מול לוויתן.

ביצועי חברות המחזיקות במאגר תמר ברבעון הראשון ותחזית

לפי דוח רבעון ראשון מאגר תמר צפוי לעמוד בתחזית מכירות של 8.2 בי.סי.אם או קרוב לכך. היקף ההפקה של המאגר תמר ברמת 100% ירד ברבעון בכ-13.5% ל-1.73 BCM. הכנסות המאגר לפני תמלוגים ירדו בכ-26% לכ-284.2 מ' ד'.

הירידה נבעה מקיטון בכמויות וירדת מחירים. המחיר הממוצע ליחידת גז ירד בכ-15% מול הרבעון המקביל ל-4.57 דולר. מחיר הקונדנסט ירד בכ-11%. כנגזר מהמחיר, תמלוגים בפי הבאר למדינה פר יחידת גז ירדו בכ-21% ל-0.48 ד' ליח' תפוקה. תקבולים מיחידת תפוקה לבעלי יה"ש של ישראלמקו לאחר תמלוגים למדינה וצדדים שלישיים ירדו בכ-32% ל-2.66* דולר. תקבולים נטו לבעלי יחידת תפוקה של תמר פטרוליום ירדו בשיעור של 26% ל-3.12 ד'. שותפי תמר התחילו לשלם היטל רווחי נפט וגז (מס ששינסקי). הרווח התפעולי של ישראלמקו רשם ירידה בשיעור של 67% מול הרבעון המקביל ל-23 מ' ד'. הרווח התפעולי של תמר פטרוליום ירד בשיעור של 59% לכ-15.9 מיליון ד'. כנגזר מהפערים ב-LTV של שתי החברות, הוצאות מימון קבעו את הפערים בשורה התחתונה. הרווח הנקי של ישראלמקו עמד על 17.6 מ' ד' מול הפסד נקי של 6.87 מ' ד' לתמר פטרוליום.

שורה תחתונה:

אנו ממליצים על יה"ש של ישראלמקו בהמלצת קניה ובמחיר יעד של 0.98 ש"ח, כולל דיבידנד שהוכרז בסך 0.05 ש"ח. לאחר הדיבידנד יעמוד החוב הפיננסי נטו של השותפות על 43% משווי הפעילות, וסביר כי עם העלייה בהיטל רווחי נפט וגז (ששינסקי) מבנה ההון של השותפות צפוי להיות יעיל יותר.

אנו מותירים את ההמלצה למניית תמר פטרוליום על "החזק", על אף הסיכון שבה, בעיקר בשל תחזית חיובית לסקטור התומכת במבנה הון ממונף בטווח הקצר. למרות שאנו מאמינים שהטרנד הנוכחי תומך במבנה ממונף, אנו רואים בתמר פטרוליום השקעה בעלת סיכון משמעותי בשל מבנה ההון שלה.

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

בנק לאומי לישראל בע"מ ולאומי שוקי הון ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אל מי מהם (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהן ו/או עשוי להיות למי מהן עניין במידע שבסקירה זו. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה. כמו-כן, אין לראות בסקירה זו כיעוץ, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, ואין בה כדי להחליף את שיקול הדעת העצמאי של הקורא.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד במכלול השיקולים שיש לשוקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע לפי העניין.

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק לאומי לישראל בע"מ פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1967. פטור זה ניתן לבנק לאומי לישראל בע"מ משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין יעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. הפרדה המבנית הקיימת בבנק לאומי לישראל בע"מ מורכבת מהפרדה ארגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רישיון המכין את עבודת האנליזה כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

האמור בסקירה זו לא מהווה ייעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. לאומי שוקי הון ובנק לאומי אינם מתחייבים להודיע לקוראים בדבר כלשהי, על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת לאומי שוקי הון, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי לאומי שוקי הון במישרין.

ועובד/ת בבנק לאומי לישראל בע"מ, רח' יהודה הלוי 35 מס' טלפון 076-8858553, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת

ת נאמנה את דעותיה האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ניסיוני: 12 שנים

פרטי השכלתי: מוסמך במנהל עסקים

התגובה הוכנה בתאריך 7 יוני 2021

פורסמה בתאריך 8 יוני 2021

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.

באם אינך מעוניין לקבל סקירה זאת, נא לשלוח הודעה לתיבת המייל

bl.unsubscribe@bankleumi.co.il

גילוי נאות

תיעוד המלצות

Company	Date	TP	Recommendation
ISRAL	21.04.2021	82	Buy
ISRAL	9.12.2020	77	Outperform
ISRAL	14.9.2020	77	Overweight
ISRAL	6.2.2019	54	Overweight
ISRAL	11.11.2018	57.5	Overweight
ISRAL	9.10.2018	52	Overweigh
ISRAL	21.2.2018	55	Overweight
ISRAL	30.1.2018	50	Overweight
ISRAL	16.07.2017	62.5	Outperform
ISRAL	10.05.2017	0.77	Outperform
ISRAL	12.09.2016	0.78	Outperform
ISRAL	28.03.2016	0.78	Outperform
RATIL	09.12.2020	1.41	Market Perform
RATIL	14.09.2020	1.41	Market Perform
RATIL	14.09.2020	1.2	Outperform
RATIL	6.2.2019	3.4	Outperform
RATIL	11.11.2018	3.4	Outperform
RATIL	10.9.2018	3.4	Outperform
RATIL	21.2.2018	242	Outperform
RATIL	13.2.2018	2.2	Market Perform
RATIL	16.07.2017	2.8	Outperform

RATIL	16.04.2017	2.8	Outperform
RATIL	23.2.2017	3.2	Outperform
RATIL	12.09.2016	2.5	Market Perform
RATIL	28.03.2016	2.5	Market Perform
DEDRL	21.04.2021	5.54	Buy
DEDRL	18.03.2021	5.54	Buy
DEDRL	9.12.2020	4.8	Outperform
DEDRL	14.9.2020	3.85	Outperform
DEDRL	1.4.5020	9.4	Market Perform
DEDRL	1.4.2020	9.4	Outperform
DEDRL	6.7.2019	11.	Outperform
DEDRL	6.2.2019	11.	Market Weight
DEDRL	11.11 2018	11.6	Market Weight
DEDRL	9.10.2018	11	Market Weight
DEDRL	20.2.2018	11	Overweight
DEDRL	13.2.2018	8.5	Market Weight
DEDRL	11.11.2017	11.6	Market Perform
DEDRL	16.07.2017	13.1	Market Perform
DEDRL	25.04.2017	14.2	Market Perform
DEDRL	12.09.2016	14.7	Outperform
DEDRL	28.03.2016	14.7	Outperform
TMPR	21.4.2021	4.71	Hold
TMPR	9.12.2020	2.38	Market Perform
TMPR	14.9.2020	2.24	Market Perform
TMPR	14.9.2020	2.24	Market Perform
TMPR	10.12.2020	2.38	Market Perform
TMPR	21.4.2021	4.8	Market Perform