

תוכן עניינים:

חלק א'- סקירת הענף ומאפייניו.

- רציו חיפושי נפט (1992) שותפות מוגבלת-רקע.
- חברות מתחרות בשוק המקומי.
- חברות בת- רציו חיפושי נפט (מימון)
- יעדים ואסטרטגיה עסקית.
- תלות בקבלנים.
- תחום פעילותה של השותפות.
- נכסי השותפות.

חלק ב'- ניתוח דוחות כספיים 2011-2015

- יחסי נזילות.
- יחסי רווחיות.
- יחסי שוק.
- מכפיל רווח.
- יחסי איתנות פיננסית.

חלק ג'- הערכת שווי

- מידע רלוונטי עבור הערכת השווי.
- הערכת שווי בשיטת DCF.
- ביאורי עזר והצגת שיטות חישוב.
- ניתוח רגישות.
- המלצת אנליסטים.

חלק א': סקירת הענף ומאפייניו

בעשור האחרון עבר ענף האנרגיה בעולם ובישראל בפרט תמורות מרחיקות לכת.

מחירי הנפט העולמי ירדו מרמת שיא של כ-150 \$ לחבית בשנת 2008, לרמה של כ-50 \$ לערך חבית כיום, תוך תנודתיות גבוהה ביותר.

במקביל, בצד ההיצע, עברו מדינות העולם ובראשן ארה"ב מחשש של התדלדלות מקורות הנפט והגברת התלות במדינות "אופק", למצב של גידול משמעותי בהיצע הנפט, בעיקר עקב שיפורים בטכנולוגיית הפקת נפט וגז מפצלי שמן בישראל, שזיינה השנה אחד-עשר שנים למהפכת הגז הטבעי, נפתחה השנה הנוכחית כאשר תחום הגז נמצא בעיצומו של דיון ציבורי ומצב של חוסר ודאות רגולטורי, שלתוצאותיו תהיה השפעה מכרעת על קצב פיתוח ענף האנרגיה בישראל בכלל, ומאגרי הגז בפרט.

תגלית הגז הענקית האחרונה במצרים מהווה תזכורת נוספת לפוטנציאל הגז והנפט באזורנו, אם בוחנים את הדעה הרווחת בקרב אנשי המקצוע בענף, מגלים כי הסאגרד חוקה מלהסתיים, וכראייה לכך נזכיר כי בטווח הקצר מאד התגלו כשלושה מאגרים, כאשר האחרון בהם הינו באזור ים המלח.

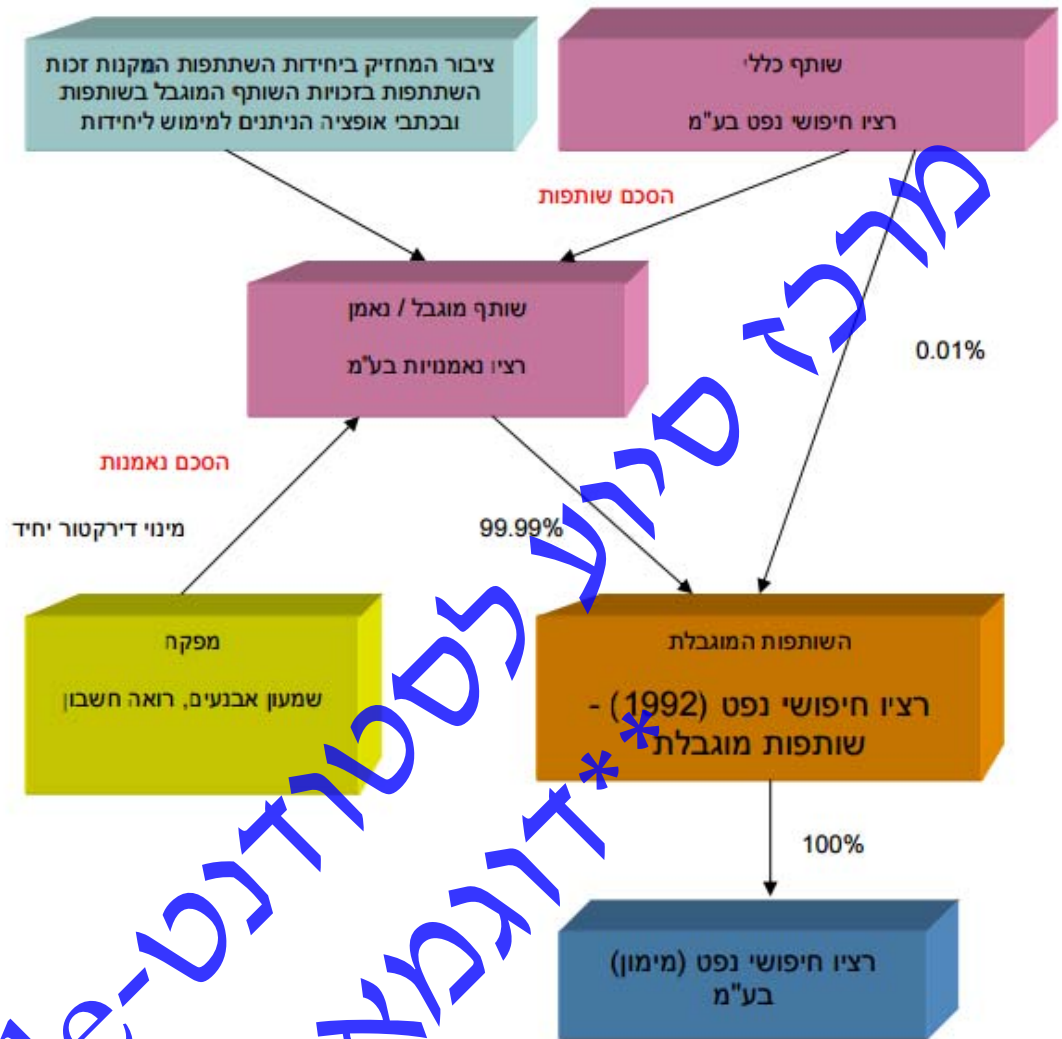
המשך חיפוש ופיתוח מאגרי גז ונפט במים הכלכליים של ישראל הינו אינטרס כלכלי לאומי מרכזי של המשק הישראלי, ויש הצופים כי בעתיד ישראל תצליח להפיק חלק בלתי נבוטל מהאנרגיה הנצרכת בעזרת גז.

התרומה של פיתוח מאגרים נוספים למשק הינה כפולה: הן להגדלת התוצר ומקורות האנרגיה והן ליצירת תנאי תחרות עתידית באספקת גז טבעי לשוק המקומי.

חשוב לציין כי בדומה לענף הביו מד והסטרט-אפ ענף האנרגיה גם הוא הולך ונענף "בינארי", שניזון בראשיתו בעיקר ממשקיעים חיצוניים ו/או ע"י מימון חברות בת עם בעלי עניין שמחזיקים באינטרס משותף. כתוצאה מכך מדובר בחברות שנמצאות בסיכון גבוה וכן, מעוררות תשומת לב רבה בקרב משקיעים בארץ ובעולם.

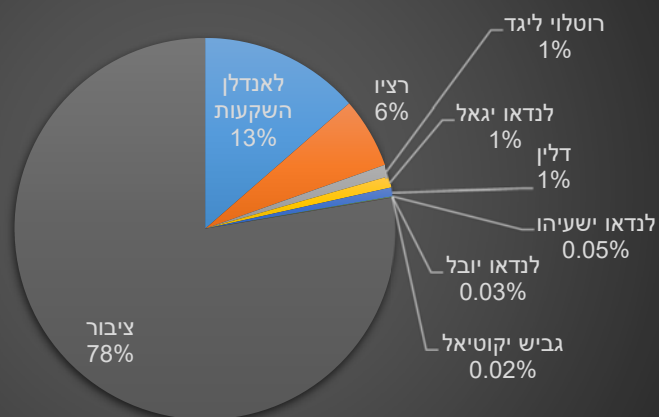


בגרף הנ"ל ניתן לראות את מדד השוק בהשוואה למדד ת"א נפט-גז, באופן לא מפתיע ניתן לאשש את הנאמר בפסקה לעיל ולקבוע חד-משמעית שמדובר בענף תנודתי ומורכב, המושפע מעשרות גורמים אנדוגניים ואקסוגניים עליהם נרחיב בהמשך.



- התפלגות האחזקות בחברה לרבות הציבור ובעלי עניין משמעותיים.

בעלי עניין



חברות מתחרות בשוק המקומי:

דלק קידוחים-

שותפות דלק קידוחים הינה חברת הקידוחים הראשונה, יחד עם שותפתה "אבנר חיפושי נפט", שהפעילה שדה גז טבעי בישראל בעל פוטנציאל כלכלי אשר מימשה את רישיון "ים תטיס" הכולל את קידוחי ("נועה" ו"מרי") למול חופי המדינה, והחלה להפיק את הגז שבו.

בנוסף ל"ים תטיס", בו חלקה של השותפות כיום הוא 25.5%, שותפה דלק קידוחים גם בקידוחי "דלית" ו"תמר" בהם נמצא גז וחלקה בהם 15.6%, כשבין השותפות ב 22.5% מ"לוויתן" עליו דווח כי ישנם 453 מיליארד מטר גז טבעי.

ישראמקו-

- חזקת "תמר" (חלקה של השותפות: 28.75%) - רזרבות הגז הטבעי בשדה תמר כוללות צפי סביר למכירת BCM 8.7 cubic
- חזקת "מד יבנה" (חלקה של השותפות: 49.8633%) - בחזקה מצוי מאגר הגז הטבעי "אור".
- חזקת "דלית" (חלקה של השותפות: 28.75%) - בחזקה מצוי מאגר הגז הטבעי "דלית".

אבנר חיפושי נפט בע"מ-

הפרויקט הראשון בו הייתה מעורבת אבנר היה שותפות ים תטיס שמצאה שני מאגרי גז - מאגר הגז "נועה", שהתגלה ב-1999 ומאגר הגז "מרי", שהתגלה ב-2000.

מאגר מרי הוערך ב-32 מיליארד מ"ק ואילו מאגר נועה הוערך ב-2 מיליארד מ"ק.

אבנר (15%) ודלק קידוחים (15%) יחד עם חברת נובל אנרג'י (70%) בעלות זכויות במאגר "אפרודיטה" שבמים הכלכליים של קפריסין.

ביוני 2015 הכריזו השותפות על אפרודיטה כעל מאגר מסחרי שיש בו כ-4.54 TCF (טריליון רגל מעוקב) של גז טבעי.

נפטא חברה ישראלית לנפט בע"מ-

התאגדה בישראל ביום 2 בפברואר 1956 כחברה ממשלתית, ניירות הערך של החברה נרשמו לראשונה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בחודש יוני 1989.

בשנת 1996 הפכה י.ו.א.ל. ירושלים אויל אקספלוריישן בע"מ לבעלת השליטה בחברה לאחר שרכשה ממזכרת ישראל כ-44.11% מההון המונפק של החברה ולאחר רכישת מניות נוספות של החברה בבורסה.

חזקת "ערד" - החברה הייתה בעלת מלוא הזכויות בחזקת ערד, באמצעות חברת הבת, חברת הנפט לישראל, שתוקפה פקע באוקטובר 2011.

בתחום החזקה נמצא שדה גז פעיל "זוהר" המפיק גז בכמויות הולכות ופוחות במשך שנים. מאחר שמאגר ערד מספק כמויות מזעריות אך הכרחיות לתושבי ערד ולמספר מפעלים בסביבה ועד לחיבור אזור ערד לתשתית הארצית של הגז הטבעי, חתם מינהל אוצרות טבע משרד התשתיות הלאומיות, הסכם עם חברת חנ"ל להמשיך ולהפעיל את המאגר תמורת 30% מההכנסות, 70% מההכנסות לאחר ניכוי הוצאות עוברות למדינה.

לסיכום, אוסיף כי החברות המוצגות לעיל הינן חברות רווחיות בעלות מאגרים פעילים, והן מפיקות נפט/גז כל אחת למטרתה שלה, בענף זה חברות לא יכולות להתקיים לאורך זמן ללא גילוי משמעותי שיביא להכנסות בעתיד, מבחינה זו "רציו" עדיין לא הגיעה לשלב הרצוי ובהמשך ננתח את כדאיות ההשקעה בחברה אל מול הסיכונים הטמונים בסביבתה העסקית.

חברות בת- רציו חיפוש נפט (מימון)

במהלך חודש מרץ 2014 הקימה השותפות חברה בת ייעודית בבעלותה המלאה בשם רציו חיפוש נפט (מימון) בע"מ, אשר מטרתה הינה, בין היתר, גיוס חוב ומתן הלוואות לשותפות, אשר תשמשנה את השותפות לצורך מימון חלקה בהוצאות בקשר עם חזקות "לוויתן", בשטח נמצא שדה הגז הטבעי לווייתן.

כאמור, בכדי להניע את החברה למקסם את פיתוחם של אסדות הגז והנפט, חברת "רציו" מימון הנפיקה סדרות אג"ח ששימשו כהלוואה לחברה בתנאים זהים לזו של האג"ח המונפקת.

כמו כן, מנציקת רציו לרציו מימון שירותי ייעוץ להלן: שירותי מנכ"ל, חשבות, ייעוץ פיננסי, חשבונאי וכו'.

יעדים ואסטרטגיה עסקית

החברה תמשיך לבצע חיפוש נפט וגז בישראל, לרבות בשטחים בהם היא מחזיקה ברישיונות, וכמו כן תמשיך לבחון מעת לעת פרויקטים חדשים בשאיפה לקבלת זכויות על קידוחים שונים בנכסי נפט ו/או גז.

החברה תמשיך ותפתח את שותפות לווייתן, ותפעל לסיום הסאגה הרגולטורית, כמו כן החברה בוחנת אפשרויות למסחר עם הנכסים שבבעלותה, הן בשוק המקומי והן בשוק הבינלאומי שם המצב יותר מורכב מפאת הקושי והעלויות הגבוהות הכרוכות בייצוא גז.

כמו כן, החברה בוחנת אפשרויות מימון אטרקטיביות, בריביות סבירות שישמרו על אינטרס הרווחיות, חשוב לציין כי עד שלא יאושר מתווה הגז באופן מלא, החברה לא תוכל להשיג מימון משמעותי שיוביל למימוש הפוטנציאל של מאגר לווייתן, המאגר גדול והמשמעותי ביותר לחברה בפרט ולמדינה בכלל כיום.

בנוסף תפעל החברה, בהתאם להתפתחות הרגולטורית, לבנות צימוד הנזלה שישמשו להובלת גז לשוק הבינלאומי, יש לומר שמדובר בטכנולוגיה חדישה שאמינותה ועלויותיה אינן ידועות באופן שיקוף ובהיר.

תלות בקבלנים

חברת רציו מחזיקה במאגרים המצריכים קידוחים תת-ימיים, בעיה משמעותית איתה מתמודדת החברה הינה שבכדי לקדוח היא חייבת להיות תלויה בקבלני משנה חיצוניים, דבר המקשה על העמידה בזמנים, על התחזיות וכמו כן כרוך בעלויות נוספות שפוגעות ברווחיות החברה, וכראיה לכך ניתן להביא את ההתרחשויות האחרונות בנושא המתווה, כאשר נדחה והשותפויות נאלצו לבטל את ספינת הקידוח, עיכוב משמעותי שכרוך בהוצאות רבות ובאי ודאות לגבי המשך פיתוח המאגר.

תחום פעילותה של השותפות

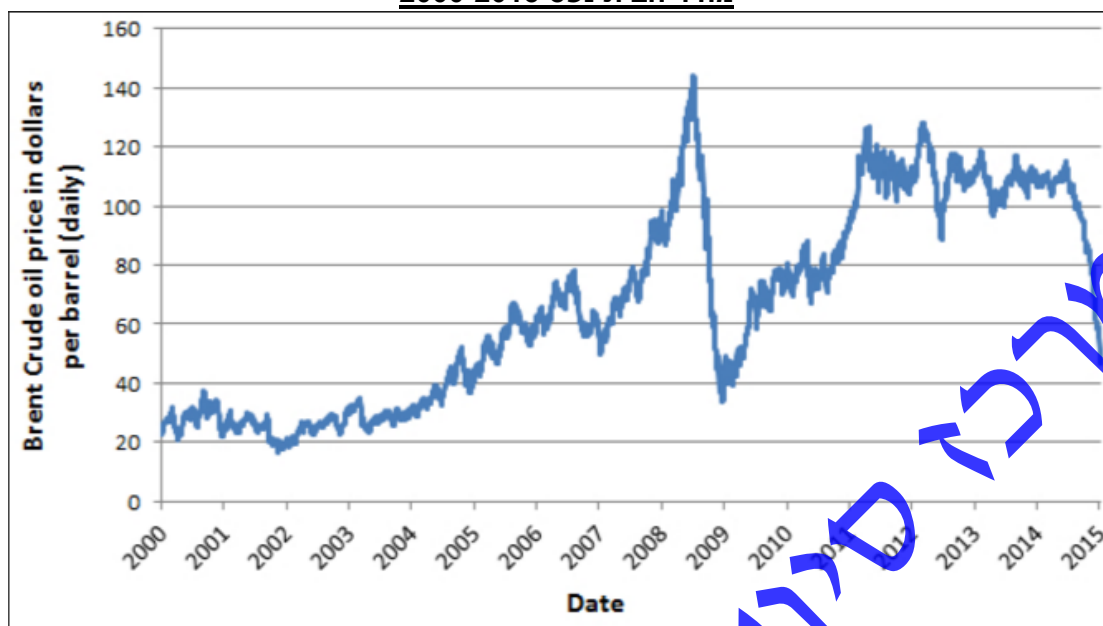
פעילותה היחידה של החברה הינה חיפוש והפקת נפט וגז בישראל.

נכון להיום עוסקת החברה בעיקר בחיפוש נפט ו/או גז, באיזורים ימיים בישראל, בשטחי רציו-ים (לווייתן דרום ולווייתן צפון), וכמו כן מחזיקה ברישיון הקידוח של המאגרים: "דולפין" "רועי" ו"ערן", עליהם נרחיב בהמשך.

בהסכם השותפות נקבע כי עיקר הוצאותיה של החברה תתמקדנה בעלויות מחקר ופיתוח.

יש לומר כי הכנסותיה של החברה כיום הינם דלילים וכמו כן תזרימי המזומנים שליליים אך לצד זה החברה מבצעת השקעות וכן יש לה אפיק התפתחותי משמעותי שצפוי להניב רווחים נאים בעתיד.

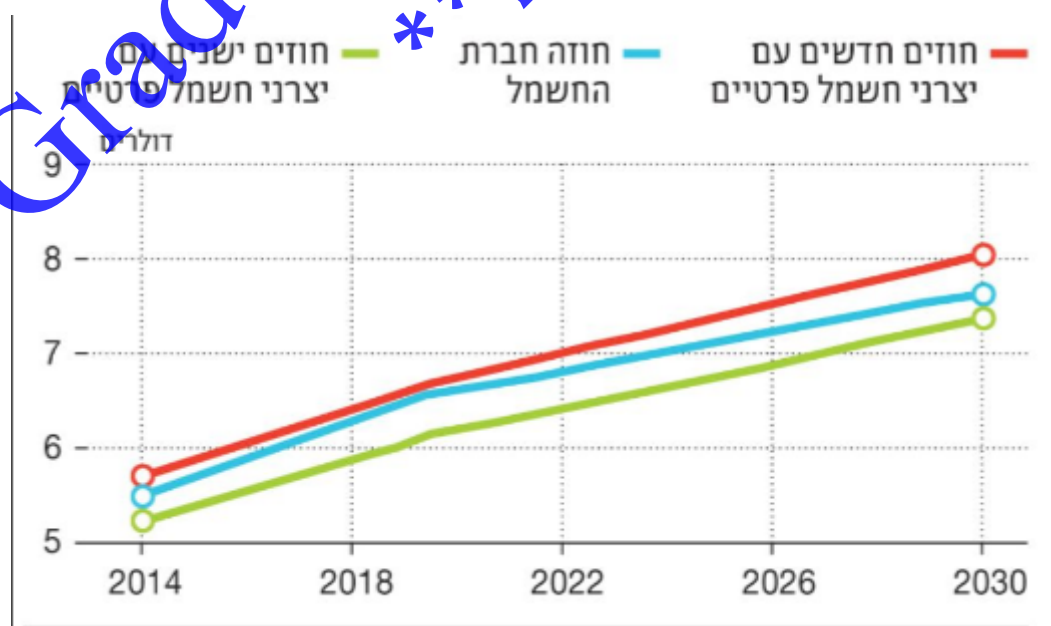
מחיר חבית נפט 2000-2015



לצד תנודתיות גבוהה, שבלשון המעטה לא מספקת ביטחון לציבור המשקיעים, ישנה סוגייה לא פחות משמעותית והיא שוויה של חבית נפט כיום לעומת העבר, ישנו פער של כמעט 70% ממחיר השיא למחיר כיום כלומר, אם נניח שכל הפרמטרים קבועים, פדיון חברות המוכרות נפט צנחו במלוא ירידת המחיר, חוזה אומר, כאשר מגלים מאגר נפט בשנת 2015, הכנסותיו לעומת גודל המאגר נמוכים משמעותית משהיו לצורך ההשוואה בשנת 2008.

את הממצא הנ"ל ניתן לבחון משתי נקודות מבט, מחיר הנפט כחולשה המשפיעה לרעה על הכנסות הפירמה, והשנייה כהזדמנות לתפוס נתח שוק משמעותי באספקת הגז הן לשוק המקומי והן כייצואנית לשוק הבינלאומי, כאשר הביקוש גדל בקצב ממוצע של 10% בשנה.

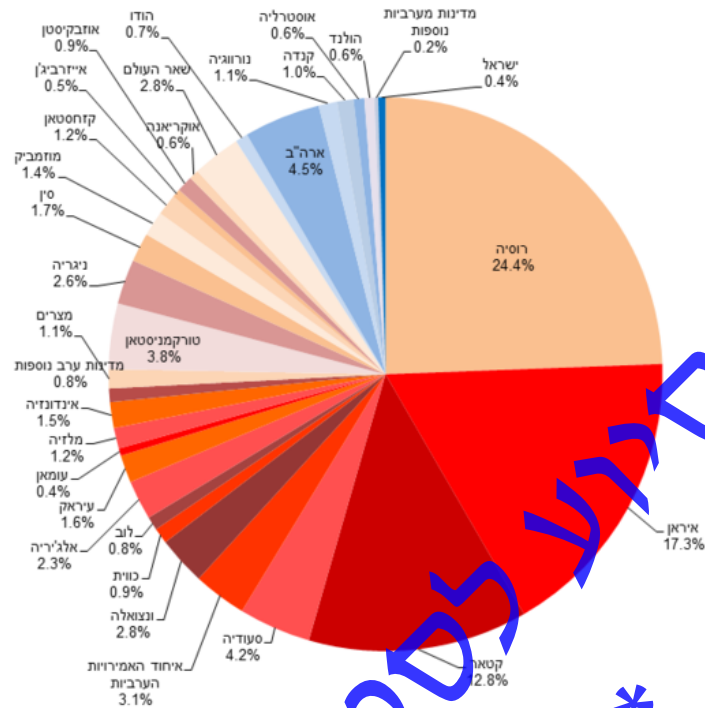
חשוב לומר שבעולם כיום ישנה חשיבות אקולוגית רבה לשימוש בגז, ובראיה מרחבית ניתן לשער כי הביקוש ימשיך לגדול עקב מעבר הדרגתי של המדינות המפותחות במקור צריכת האנרגיה כאמור, ישנו תודיף מובהק של צריכת גז אל מול צריכת הנפט כיום.



תחזית מחירי הגז בשוק המקומי בדולרים למיליון btu, כאשר גרף זה מתייחס לצרכן הגז המשמעותי ביותר כיום, המהווה את עיקר הביקוש במדינת ישראל.

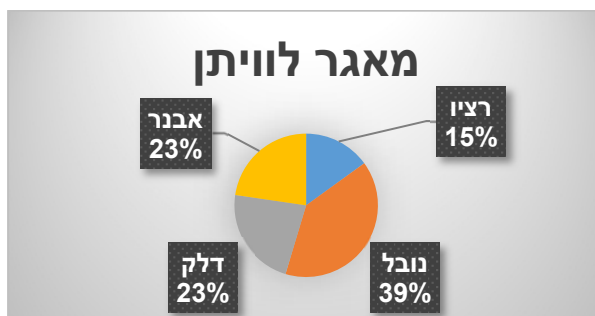
יש לציין שעליית המחיר המובאת בגרף לעיל מתייחסת ומביאה בחשבון את עליית הביקוש הצפויה במהלך השנים.

עתודות מוכחות של גז טבעי בעולם



כמות הגז המוכחת בישראל כנתון נומינלי, אמנם נמוך יחסית לשאר המדינות, אך אם מביאים בחשבון את גודלה של המדינה, תוצרה ומספר התושבים בה, ניתן להבחין כי אמנם מבחינה צואנית לישראל יש מתחרות רבות, אך במשק קטן כשלנו מדובר בתוספת משמעותית, שתביא להגדלת התוצר, התוצר לנפש ולא צד זה גם תתרום בעקיפין או במישרין לאיכות ורווחת האזרחים במדינה.

Ez-Grade-***
 הממלא***



בחודש יוני 2014 נחתם מזכר הבין השותפות המחזיקות בלווייתן לבין חברת בריטיש גז לייצוא BCM 7 בשנה על פני 15 שנה, למתקני הנזלת גז של החברה שנמצאים באידקו במצרים.

מתקן זה משמש לשם הנזלת גז והובלת באוניות, לשם ייצוא גז למדינות מרוחקות, ולא לשם הספקת גז טבעי למצרים.

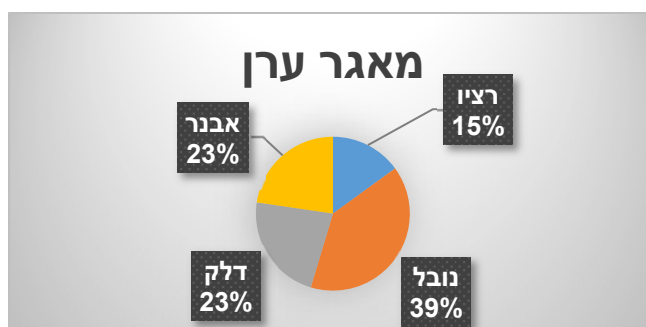
מתקנים אלה הושבתו מפעילות עקב מחסור בגז במשק המצרי.

במסגרת חוזה זה אמורים להימכר BCM105 שהם כ-20% מתוך העתודות המוכחות של לווייתן, כך שזהו החוזה הגדול ביותר של גז במשק הישראלי (החוזה השני בגודלו הוא של מאגר תמר הנשלט ע"י נובל אנרג'י אל מול חברת החשמל לישראל בהיקף של BCM 82.5) חוזה זה נחשב למשמעותי ביותר עבור השותפות שמחזיקות בלווייתן משום שהוא נחשב ל"עסקת עוגן" שתאפשר להן להשיג מימון בנקאי שדרוש להן למימון פיתוח המאגר.

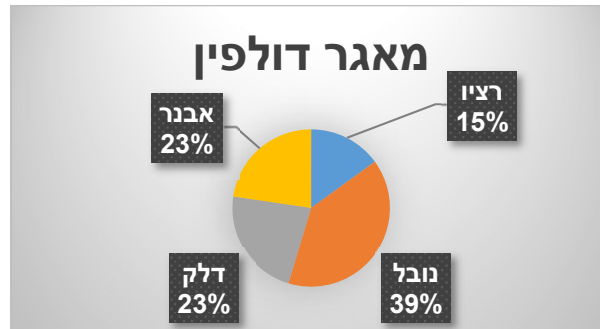
בחודש ספטמבר 2014 נחתם הסכם הבנות עם ממשלת ירדן לכישת BCM 45 כ-8.5% ממאגר לווייתן לתקופה של 15 שנה, במחיר של 7.5 דולר ליחידת גז) מיליון. (BTU) ההסכם נחתם בחוץ אמריקאי שלצורך העסקה תקים חברה בבעלות מלאה של נובל אנרג'י אשר תרכוש את הגז מישראל ותמכור אותו במחיר הנקוב ליחיד, זאת לאור ההעדפה הירדנית שלא לקיים עסקה ישירות מול ישראל.

חשוב לומר שמאגר זה עדיין לא מייצר הכנסות בעיקר בעקבות חסמים רגולטוריים המוכרים לכולנו כ"מתווה הגז" שכמובן לא יצא לפועל נכון לימים אלו, מאידך בג"ץ נתן לממשלה קוביית זמן של עד שנה להגיע להסדר עם שותפויות הגז ולא יבוטל המתווה.

ראוי להוסיף כי שתי הצדדים מעונינים להגיע להסכם הרי שמדובר באינטרס משותף, עוד מצויין בדו"ח החברה כי השותפות מעוניינת בהסדרה של המתווה להמשך פעילות תקינה ורווחית בהמשך.



רשיון מאגר "ערן" פקע ביום 14.6.2013 ואולם, נכון למועד הדוח השותפים בו הגישו עתירה לבג"צ הכוללת בעיקרה בקשה למתן צו על תנאי נגד שר האנרגיה והממונה, אשר בתוכנו מובא מדוע לא תבוטל החלטת שר האנרגיה, הדוחה את הערעור שהוגש לשר האנרגיה על החלטת הממונה שלא להאריך את תוקף הרישיון, כלומר כיום המאגר מוקפא ולא מתבצעות בו עבודות קידוח ופיתוח שונים.

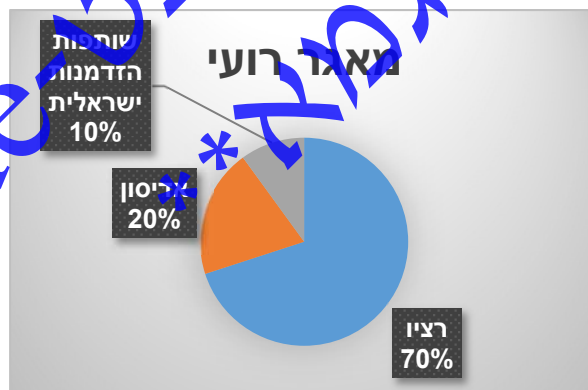


מאגר דולפין נחשב לאחד המאגרים הקטנים בשטחי ארץ ישראל, כאשר נפח הגז שיש שם נאמד בפברואר 2012 בכ-2.8 מיליארד מ"ק, כמות ששווה לכארבעה חודשי צריכה בלבד במונחי השוק המקומי. לשם השוואה, מאגר לווייתן מכיל על פי האומדנים כ-620 מיליארד מ"ק של גז טבעי.

נכון למועד פרסום הדוח, השותפות יחד עם שותפיה פועלים בתיאום עם הממונה על ענייני הנפט להכרזה על ממצא הגז במאגר דולפין כתגלית, כמשמעה בחוק הנפט וכן להאזנת תוקף הרשיון.

נכון להיום, בכוונת השותפים לשלב את תוכנית הפיתוח של מאגר "לווייתן" עם תוכנית הפיתוח של מאגר "דולפין" שממוקם 30 ק"מ מזרחית ממאגר לווייתן.

כמו כן, לא ניתן לבצע שיערוך ו/או לוח זמנים לפעולות עתידיות שוב בגלל חסמים רגולטוריים ואי ודאות לגבי המשך החזקת רשיון הקידוח אצל השותפות.



דו"ח NSAI מעריך כי פוטנציאל הגז בפרוספקט מגיע לכ-3.2 Tcf כאשר הטווח עומד על בין 1.9 Tcf ל-5.0 Tcf.

במידה והקידוח אכן ימצא גז טבעי בהיקפים אלו, מאגר "רועי" יהפוך למאגר השלישי בגודלו בתוך השטח הימי הישראלי אחרי לווייתן-21.9 Tcf ותמר-11 Tcf והרביעי בגודלו באגן הלבנט.

יצוין כי עצם גילוי הגז אינו מספיק על מנת לקבוע כי קיימת כדאיות כלכלית להפקתו. זאת משום שכדאיות זאת מותנית, בין היתר, במחיר ובכמות שניתן יהיה למכור למשק הישראלי ובכמות שניתן יהיה לייצא לחו"ל.

כיום התאריך הנוכחי לפקיעת רשיון הקידוח הינו 14.4.2017.

חלק ב': ניתוח דוחות כספיים 2011-2015

הקדמה: כאמור, החברה מחזיקה בשלושה מאגרי גז/נפט שעדיין לא ייצרו הכנסות משמעותיות שיטו את הכף וישיאו אותה לאחוזי רווח כמקובל בענף, מתוקף כך ניתן לומר כי ניתוח הדוחות הכספיים הינו מסוויג ואין בנתונים היבשים בכדי לקבוע האם החברה ברת השקעה או לאו.

חשוב להבהיר שבחברה מסוג זה באופן ספציפי עדיף להתמקד בניתוח מעמיק יותר והבנתי בענף, בכל הנוגע להתקדמות ו/או גילוי מאגרים חדשים, שווים, אופק התפתחותם וכמו כן, כוחות השוק וסביבת הפעילות של החברה.

יחסי נזילות:

בחברה האמורה אין מלאי ולכן היחס השוטף והמהיר זהים.

יחס מהיר בעצם בודק את הנזילות של החברה לטווח הקצר כאשר מחלקים את סך הנכסים השוטפים בסך ההתחייבויות השוטפות, יש להזכיר כי חלק גבוה מן הנכסים השוטפים של החברה נמצא בסעיף מזומנים ושווי מזומנים, הנובע בעיקר מגיוס כספים של החברה ע"י רציו מימון ו/או משקיעים חיצוניים.

מכאן ניתן לומר, שישנם לא מעט משקיעים שמאמינים באופק התפתחותה העתידי של החברה והיא לא נמצאת בבעיית נזילות כספית שתמנע ממנה לבצע מחקר ופיתוח בכל הנוגע לתחום פעילותה בעתיד.

הון חוזר נטו - המתייחס ללקוחות כלומר כסף שאני אמור לקבל, פחות הספקים כאמור כסף שאני אמור לשלם.

במילים פשוטות, האם אני מרוויח מהפעילות השוטפת בה החברה מתעסקת.

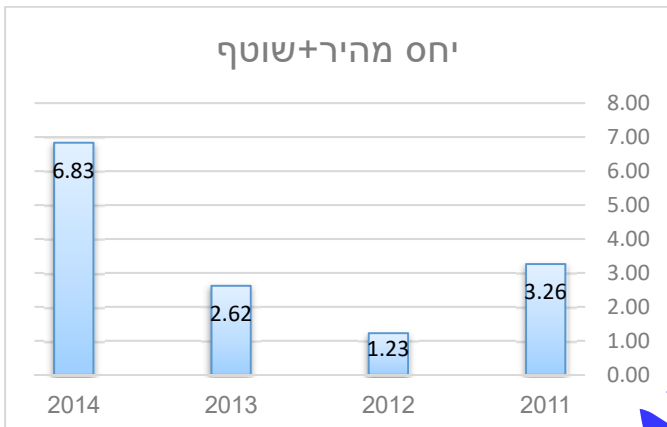
חשוב לציין כי מרבית ההכנסות בסעיף לקוחות נובע מהכנסות מחברות קשורות ו/או מהשותפויות הקשורות לחברה במאגרים השונים, וכמו כן אנו יודעים שלחברה אין הכנסות מפעילות שוטפת לכן לא ניתן לצאת עם מסקנה לגבי החברה לפי מדד זה.

מחזור הלקוחות - מחושב לפי מכירות לחלק לממוצע לקוחות כלומר דו"ח חייבים של החברה, כמובן שחברה מעדיפה מחזור לקוחות כמה שיותר גבוה המעיד על גבייה מהירה לצד מכירות גבוהות.

שוב, מפאת הסיבה שהחברה לא מכניסה כסף מפעילות שוטפת אין אפשרות להוציא מסקנה חד משמעית לגבי הנתונים הנ"ל.

מהביאורים עולה כי הגדילה בהכנסה התפעולית נובע מהעברת כספים מחברות הקשורות לחברה האמורה.

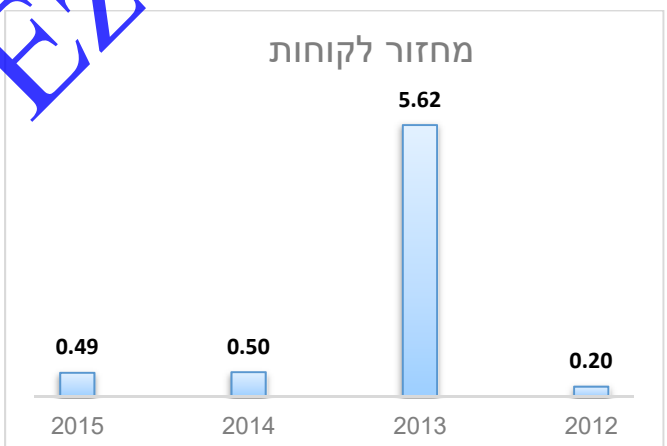
יחס מהיר+שוטף



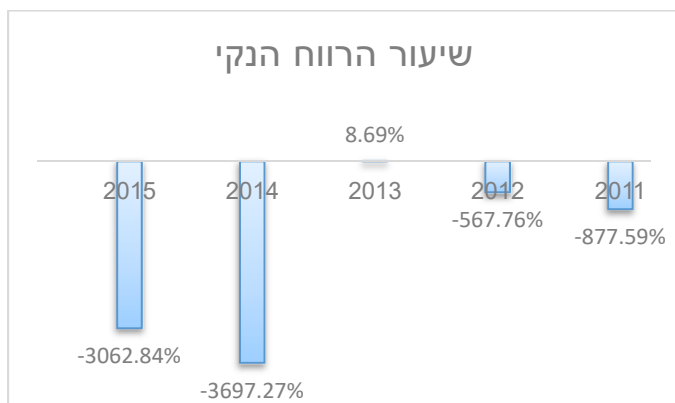
יחס נזילות פשוט - הון חוזר נטו



מחזור לקוחות



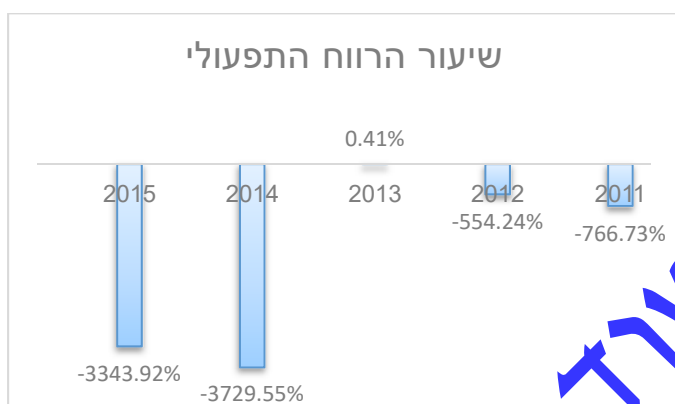
שיעור הרווח הנקי



כאמור, החברה אינה מכניסה כסף בגין פעילותה, ורוב הכנסותיה שייכות להפרשי שיערי החליפין ו/או העברות כספים מחברות קשורות ומשקיעים חיצוניים, לכן אין בנתונים האמורים בכדי לגבש דעה מוצקה להמשך עתיד החברה או מצבה הפיננסי בעתיד.

כנ"ל לגבי שיעור הרווח התפעולי שמוצג גם הוא.

שיעור הרווח התפעולי



שיעור הרווח התפעולי - יש לציין שהסיבה לכך שהרווח הנקי גבוה מהרווח התפעולי בחלק מהשנים, הינה בגין הכנסות מימון שנבעו מהפרשי שער והכנסות מפיקדונות.

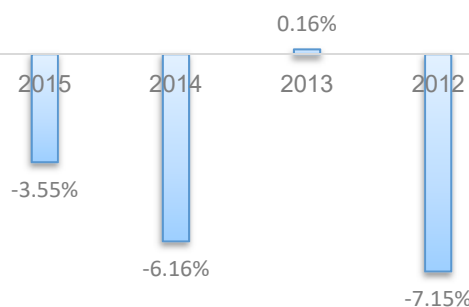
שיעור תשואה על השקעות



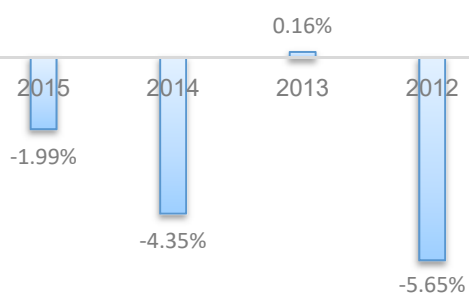
שיעור תשואה על השקעות - מוגדר לפי הרווח הנקי מחולק בממוצע הנכסים התפעוליים (השקעות), ומציג את התנובה של החברה אל מוש השקעתה בנכסים.

במקרה הנוכחי לא ניתן להוציא מסקנה משמעותית כי ידוע לנו שהחברה בהפסד ללא הכנסה שוטפת מפעילות.

שיעור תשואה על ההון העצמי (ROE)



שיעור תשואה על נכסים



שיעור תשואה על ההון העצמי - מחושב לפי
ההון הנקי מחולק לממוצע הון עצמי, למרות הערכים השליליים, ניתן לראות כי הינם יציבים יחסית דבר המראה על בקרה ושליטה במנגנון הכנסת הכספים, הן ממשקיעים חיצוניים והן מהכנסות בעלי העניין וחברות הקשורות.

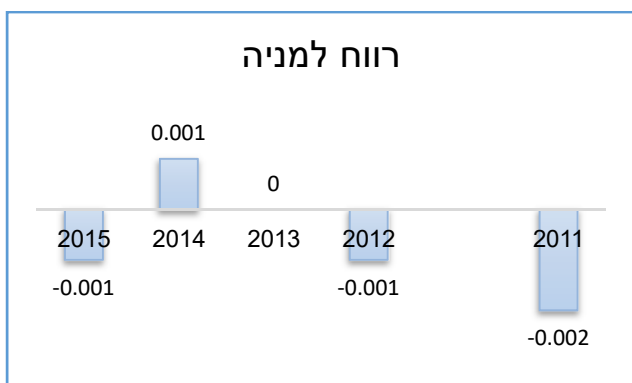
שיעור תשואה על הנכסים - מחושב לפי
הרווח הנקי מחולק בממוצע סך הנכסים, כלומר התנובה של החברה אל מול הנכסים שלה באחוזים.

כמובן שחברה בהפסד תהיה עם שיעור תשואה על נכסים שלילי, למעט בשנת 2013 כאשר בשנה זו רוב רווחי החברה הגיעו מהכנסות מימון ולא מפעילות שוטפת.

מחשבת סתירה לסטודנט - דוגמא**

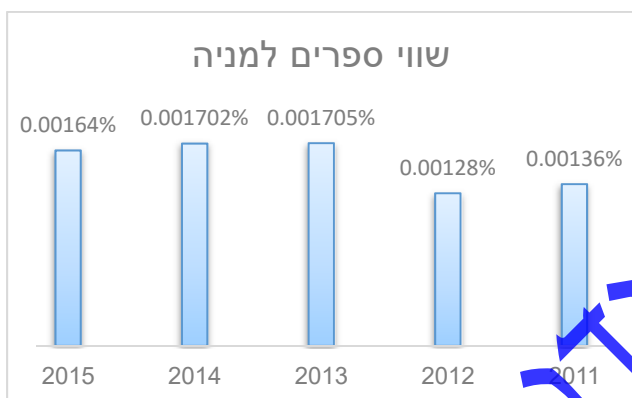
Ez-Grade

רווח למניה



רווח למניה (eps) - מחושב לפי הרווח הנקי מחולק למספר המניות, אנו רואים ערכים דומים ברוב השנים דבר המעיד על התנהלות פיננסית מבוקרת, ולא על הפסד חסר פרופורציה ושליטה.

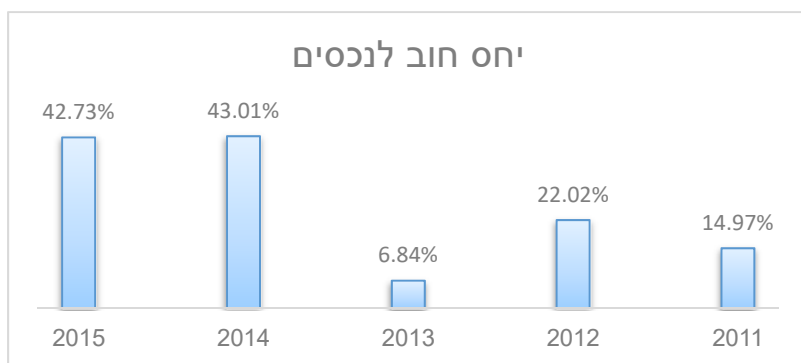
שווי ספרים למניה



שווי ספרים למניה - מציג את שיעור שוויה של מניה אחת כאחוז מההון העצמי, ניתן לראות יציבות המראה על התנהלות תקינה בכל הנוגע להנפקות והון עצמי.

מכפיל רווח - מציג את מספר השנים בהם ניתן להחזיר את ההשקעה, ומחושב כמחיר המניה מחולק ברווח למניה, יש לומר שבעוד החברה מפסידה מקובל לציין שמכפיל הרווח הינו הפסד כנ"ל לתשואת דיבידנד, החברה לא הניבה רווחים בשנים האמורות ולכן לא חילקה דיבידנד. מכך שתשואת הדיבידנד אינה רלוונטית.

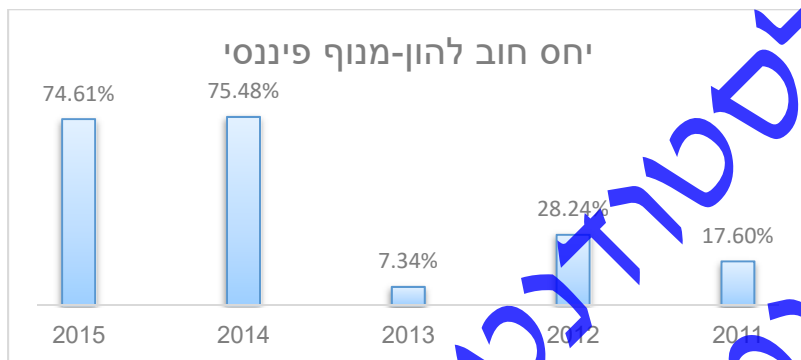
יחס חוב לנכסים



יחס חוב לנכסים - חוב החברה ברובו, מקורו בהנפקת אג"ח של חברת הבת "רציו מימון", ומתן הלואה בריבית זהה לריבית האג"ח, מכאן בחברתנו באופן פרטני אין חלוקה לבין חוב נושא ריבית לחוב שאינו נושא ריבית.

תוך חשיבה אסטרטגית, פועלת החברה להשקיע את רוב כספה בפיתוח וחקר המאגרים, במהלך השנים אנו רואים עלייה ביחס החוב לנכסים בעיקר בגלל עלייה בצד החוב אשר הכרחי לשם פיתוח ומחקר המאגרים הקיימים לשם הפקת רווחים עתידיים חזויים.

יחס חוב להון-מנוף פיננסי



יחס חוב להון-מנוף פיננסי - בדומה למגמה המוצגת לעיל, אנו עדים לגדילה גם כן של יחס החוב להון, שוב בעיקר בגלל גדילה משמעותית בחוב, בעת גילוי מאגרי גז, הכרחי להשקיע משאבים נוספים, וכמו כן להשיג מימון נוסף שכמובן מתבטא בחוב הולך וגדל.

יחס כיסוי ריבית



יחס כיסוי ריבית - מייצג את מספר השנים אשר לחברה יידרש לכסות את חוב הריבית שלה, כמובן שכאשר אין רווחים לחברה אין אפשרות לכסות את החוב, ומתקבלים ערכים שליליים לא הגיוניים, ניתן להוסיף כי הוצאות המימון של החברה הנם נמוכים יחסית, כאשר הריבית הממוצעת על האג"ח הקונצרני כיום אותה נדרשת החברה לשלם לחברת הבת שלה "רציו מימון" בגין ההלוואה הינה 2.5%.

חלק ג'- הערכת שווי בשיטת היוון תזרים מזומנים חופשי (dfcf)

מתוקף כך שהחברה אינה בעלת הכנסות כיום, נדרשנו לערוך תחזית מלאה לשווייה של החברה, התחזית נעשתה באופן קצת שונה מהנלמד בכיתה, וכללה בעיקרה הערכת שווי של מאגר "לוויתן" שהינו המאגר המשמעותי ביותר של החברה, המייצג באופן מדויק יחסית את שווייה ההוגן של החברה.

רקע על הערכת השווי-אנחנו צופים תחילת הפקה ממאגר לוויתן באמצע שנת 2020 (דחייה של שנה מהמועד הצפוי להיקבע בשטר החזקה) ומפת ביקושים המורכבת בעיקרה על אופציות הייצוא הידועות נכון להיום. ההנחות שלנו למחירי הגז בייצוא נוכח מחירי הנפט הנכחיים משקפות פרמיה של \$1 מעל מחירי השוק המקומי. **מודל תזרים המזומנים מביא אותנו לשווי מאגר של 6.3 מיליארד דולר אחרי מס.** נכון להיום אנחנו לא מתמחרים במודל את חלום הנפט ומותירים אותו בגדר אופציה רחוקה מהכסף.

חשוב לציין כי שווי המאגר מתמחר פרמיית סיכון יחסית גבוהה, כל התקדמות בפיתוח, בחוזים שיחתמו, בוודאות הרגולטורית ובמימון הפרוייקט יובילו להצפת ערך, כפי שקרה בתמר בתחילת הדרך.

משאבים מותנים	אחוז אחזקה ברשיון	סיכויי הצלחה גיאולוגיים	סוג משאב	שווי לרזרבות במאגר (\$mm)	שווי לחברה (\$mm)
לוויתן	15%	אחרי גילוי	גז	6,321.20	948.18
דולפין (חנה)	15%	אחרי גילוי	גז	23.40	3.51
חקר ופיתוח					
לוויתן-שכבות עמוקות	15%	18%	גז	204.90	30.74
לוויתן-שכבות עמוקות	15%	18%	נפט	168.40	25.26
רועי	70%	36%	גז	229.70	160.79
נטע	70%	36%	גז	-	-
					1,168.48

2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	ממוצע שינוי	מכירות
789,423.00	689,586.60	545,197.80	519,832.20	500,482.80	326,435.76	80.96	94.14	109.46	127.28	148.00		תמלוגים למדינה
-53,000.00	-51,000.00	-33,000.00	-53,000.00	-51,000.00	-33,333.00	-	-	-	-	-		(עלות המכר)
-30,000.00	-30,000.00	-30,000.00	-30,000.00	-30,000.00	-30,000.00	-	-	-	-	-		רווח גולמי
706,423.00	608,586.60	482,197.80	436,832.20	419,482.80	263,102.76	80.96	94.14	109.46	127.28	148.00		
-3,407.30	-3,184.93	-2,977.07	-2,782.77	-2,601.16	-2,431.39	-2,272.71	-2,124.38	-1,985.74	-1,856.14	-1,735.00	6.98%	(הוצאות הנהלה וכלליות)
-169,517.63	-114,538.94	-77,391.17	-52,211.63	-35,331.98	-23,872.96	-16,130.38	-10,898.90	-7,364.12	-4,975.76	-3,362.00	48%	(הוצאות תפעוליות אחרות)
533,498.07	490,862.73	401,829.56	381,798.10	381,549.66	206,798.41	-18,322.13	-12,929.15	-9,240.40	-6,704.62	-4,949.00		רווח תפעולי
-450,805.87	-414,779.01	-339,545.90	-322,385.59	-322,409.46	-200,094.65	-	-	-	-	-		(מס על הכנסה)
82,692.20	76,083.72	62,283.58	59,172.50	59,140.20	36,703.75	-18,322.13	-12,929.15	-9,240.40	-6,704.62	-4,949.00		תזרים שוטף
127,500.00	127,500.00	127,500.00	105,750.00	10,115.00	9,075.00	49,650.00	30,900.00	8,325.00	8,325.00	8,325.00		פחת שנצבר
				-150,000.00	-150,000.00	-150,000.00	-187,500.00	-187,500.00	-150,000.00	-75,000.00		(השקעות)
210,192.20	203,583.72	189,783.58	164,922.50	-80,744.80	-104,221.25	-118,672.13	-169,529.15	-188,415.40	-148,379.62	-71,624.00		תזרים חופשי fcf

שנה	תזרים חזוי
2015	-71,624.00
2016	-148,379.62
2017	-188,415.40
2018	-169,529.15
2019	-118,672.13
2020	-104,221.25
2021	-80,744.80
2022	14,922.50
2023	182,283.58
2024	196,083.72
2025	201,762.20
	-348,502.43

היוון תזרים המזומנים-ערך טרמינלי	2,425,317.06
ערך נוכחי של תזרימים	-348,502.43 ₪
עודף נכסים או התחייבויות שוטפות	53,762
<u>שווי חברה חזוי</u>	2,130,576.62
שער מניה חזוי	0.275
שער מניה בפועל	0.25
מס' מניות מונפקות	7,761,212,314
<u>שווי חברה בפועל</u>	1,940,303.08

ביאורי עזר:

פחת שנצבר: הוצאות הפחת נלקחו מנתונים "צופי פני עתיד", כאמור, לחברה כיום אין הוצאות פחת על נכסיה שכן הם רשומים על חברות שולטות ו/או נשלטות, לכן אין באמור לייצג את הוצאות הפחת כיום אלא רק תחזית שמתבססת על דוחות החברה, וכן על חברות מתחרות בענף.

מחיר ההון הזר (kd): תנאי המימון של החברה הינם בעיקרם בהנפקת אג"ח ע"י חברת הבת "רציו מימון", ותנאי ההלוואה הינם זהים לתנאי האג"ח המונפקת ועומדים על 2.5%, הממוצע בענף עומד על 3.5%, ובשקלול עם הבאה בחשבון של מקרי קיצון, הנחת הבסיס הינה שמחיר ההון הזר הינו 3.5%.

השקעות: ההשקעות מתייחסות בעיקר למחקר ופיתוח המאגרים של החברה, כאשר הגדול ביניהם הוא כאמור מאגר "לוויתן", מנתוני החברה והערכות שווי ביד מומחים ניתן למצוא תחזיות השקעה במאגר, עד שנת 2022, שם עתיד להסתיים הפיתוח המסיבי של המאגר המסביר את היחידה התלולה בהשקעות החברה.

מחיר ההון העצמי חושב כדלקמן:

$$Ks = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Ks - מחיר ההון העצמי-17.1%

Rf-תשואת ריבית חסרת סיכון-1.78%

Rm- תשואת שוק ממוצעת- 10.4%

חישוב מחיר ההון המשוקלל (wacc):

$$wacc = Kd * \frac{d}{d + e} + Ks * \frac{s}{d + e}$$

41.59%	90,848	חוב
58.41%	127,580	הון עצמי

Wacc-11.45%

חישוב ערך טרמינלי:

$$\frac{Fcf10 * (1 + g)}{(wacc - g)} \\ (1 + wacc)^{10}$$

G- מהווה נתון צמיחה, ממוצע מדד ת"א נפט-גז בשנים האמורות הינו 4.84%, בתוספת 2% צמיחה ממוצעת של ביקושי הגז בעולם וכן הנחה כי מחיר הגז עתיד לעלות כתוצאה מעליית הביקושים הצפויה.

כמו כן נלקח בחשבון מדד הקשר ביטא שעומד על 1.77, בהתחשב בתשואת השוק הצפויה בשנים הנידונות נניח שעור צמיחה כללי משוקלל 8.4%.

ניתוח רגישות

שיעור צמיחה/wacc	10.0%	10.5%	11.0%	11.4%	12.0%	13.0%	13.5%	14.0%
0.065	2,018,477.19	1,630,774.86	1,333,192.10	1,121,592.69	909,398.67	625,346.57	516,729.94	424,319.85
0.07	2,425,938.47	1,924,148.63	1,552,286.11	1,294,614.78	1,041,684.98	711,453.72	587,660.87	483,408.88
0.075	2,996,384.26	2,315,313.64	1,833,978.40	1,511,489.15	1,203,368.26	813,216.71	670,413.62	551,588.53
0.08	3,852,052.95	2,862,944.67	2,209,568.13	1,791,306.54	1,405,472.35	935,332.31	768,212.33	631,131.45
0.084	4,921,638.81	3,488,808.70	2,614,049.37	2,081,311.87	1,607,576.44	1,052,138.53	860,258.17	704,992.74
0.087	6,155,776.34	4,140,750.40	3,009,737.54	2,354,269.93	1,791,307.43	1,154,004.42	939,360.07	767,705.15
0.09	8,130,396.38	5,053,468.77	3,524,132.16	2,694,196.05	2,011,784.61	1,271,150.19	1,029,008.88	837,943.05
0.093	11,797,547.90	6,422,546.34	4,220,077.83	3,129,181.31	2,281,256.73	1,407,292.57	1,131,464.67	917,147.49
0.096	20,965,426.70	8,704,342.28	5,214,285.92	3,705,581.79	2,618,096.88	1,567,460.09	1,249,682.89	1,007,152.54

מייצג את שווי החברה, כאשר משנים את מחיר ההון המשוקלל כנגד שינוי שיעור הצמיחה, בצהוב ניתן לראות מהם הפרמטרים הדרושים בכדי ששווי החברה יהיה בקירוב (סטייה של 500,000), לשוויה הנוכחי כיום, העומד על 1,940,303 אלפי ₪

סיכום אנליטי

חברת "רציו" נמצאת כיום בפרשת דרכים, התפתחות רגולטורית שונה כגון, אישור הממונה על ההגבלים, אישור המתווה האמור יכולים ליצור תנודות משמעותיות בשער המניה, שיכולות להתבטא בתשואות יתר או חסר של עשרות רבות של אחוזים, כמו כן לפי מדד הקשר ביטא, ניתן לראות שהמנייה נמצאת בסיכון גבוה וכן גם פרמיית הסיכון גבוהה גם היא.

חשוב מאד לציין שמתווה הגז הכרחי ומשמעותי הן לשותפות במאגר והן למדינה, יש לזכור שהאינטרס הוא משותף מותקף כך שמדובר במאגר הגדול במזרח התיכון עם פוטנציאל הרווח הגדול ביותר במדינה כיום, לעניות דעתנו בעוד בית המשפט העליון קבע זמן אחרון לאישור המתווה כאמור לעיל עד סוף שנת 2016, אישור המתווה קרוב מתמיד ועשוי להביא לתשואות יתר במניית החברה.

חשוב לציין שלאורך התקופה האחרונה, יוצאת הודעות חוזרות ונשנות לגבי מתווה הגז, ואנו רואים מגמה לאישורו כנגד התפשרות שני הצדדים.

אם נביט על גרף המניה בחודשים האחרונים ניתן לראות כי המנייה נמצאת בסג של שפל כל הזמנים כאשר המחיר הכי נמוך בו הייתה סביב 0.22-0.24, אנו צופים אפסייד בשנה הקרובה עד למחיר 0.4 ליה".

יש לזכור כי מדובר בענף תנודתי מאד ולהביא בחשבון, שאם וכאשר יבטל המתווה ולא ייצא לפועל, או כמו כן רשינו יפקע ויועבר לחזקת המדינה, שווי החברה "יחתך" משמעותית ויכול אף להגיע ל-0.1-0.05, כמו כן החזקת השווי הנוכחית צפינו שעד לשנת 2020 לחברה לא יהיו הכנסות משמעותיות אחרות, ולא הבאנו בחשבון גילוי של מאגרים חדשים לחברה, בעוד שבדוחותיה צוין במפורש כי החברה תמשיך ותחפש מאגרים חדשים כחלק מאסטרטגיה מבנית בה דוגלת במהלך השנים, מתוקף כך כאמור לעיל אנו ממליצים על קנייה, אך עם זאת ניתן לסייג את האמור בכך שלא מומלץ לסכן סכומי כסף גדולים שכן החברה נמצאת בסיכון גבוה יחסית לשאר חברותיה בענף, הרבה בעקבות הסתמכותה על נכס אחד בלבד.

כמו כן נדרש לבצע מעקב צמוד הן על ההתפתחות הרגולטורית והן על הודעות החברה בנוגע למאגרים אחרים, ויש לומר כי אם וכאשר החברה תגלה מאגרים חדשים בעתיד הנראה לעין ובכלל, שוויה יכול לעלות משמעותית ולגדול בעשרות אף מאות רבות של אחוזים, בהסתמך על נתוני העבר כאשר חברות לחיפוש נפט וגז דיווחו על גילויים משמעותיים שהיוו תוספת משמעותית לשוויה של החברה.