

Fdfd

מודל הערכת השווי – תמר

להלן תמצית מודל הערכת השווי של מאגר תמר, בהתאם להנחות שפורטו לעיל:

Tamar (thousands of \$)	2011	2012	2013	2014	2015...	...2018	2019...	...2043
Gas sold (BCM)			5.2	7.2	8.3	10.3	10.3	1.1
Revenue (thousands of \$)			1,100,923	1,554,985	1,796,449	2,314,163	2,337,305	301,368
Gas price			5.95	6.01	6.07	6.25	6.32	8.02
Royalties from gas			123,303	174,158	201,202	259,186	261,778	33,753
Opex	89,223	191,542	44,037	62,199	71,858	85,113	85,113	8,643
Capex	-1,293,787	-1,000,000	-150,000	-250,000	-250,000	0		0
Cash flow before gas tax	-1,383,010	-1,191,542	783,583	1,068,627	1,273,388	1,969,863	1,990,413	258,972
Gas Tax			0%	0%	0%	34%	50%	50%
Free Cash flow after gas tax	-1,240,502	-1,191,542	783,583	1,068,627	1,273,388	1,293,336	995,207	129,486

אנו מעריכים את שווי הכלכלי של מאגר תמר בכ- 7.3 מיליארד דולר.

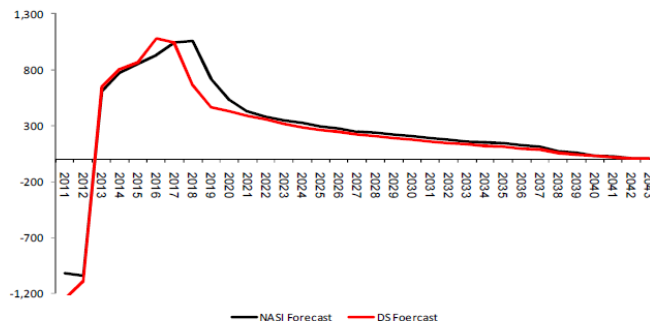
נציין כי מהערכת השווי שפרסמו שותפיות קבוצת דלק, אשר נעשו על ידי חברת NASI עולה – כי שווי של מאגר תמר הינו 8.65 מיליארד דולר (כ- 15% יותר מהערכת השווי שלנו). נציין כי לצורך בדיקה זו, נאלצנו לעשות מספר התאמות בהערכת השווי של חברת NASI בכדי לחלץ את שווי של מאגר תמר, אך אנו מעריכים כי הסטייה המקסימלית נמוכה מ- 5%.

כמה נקודות חשובות בהערכת השווי של מאגר תמר ובכלל בהערכות שווי של מאגרי גז:

לקצב הפקת ומכירת הגז יש בהערכות שווי מעין זו תפקיד מהותי. בניגוד להערכת שווי לחברות תעשייתיות (כהן קיימת שנה מייצגת אותה אנו מהווים לאין סוף, ומירב שוויה של החברה מגיע בדרך כלל מאותה שנה מייצגת המהווה לאין סוף (ערך שארית)). בהערכת השווי למאגר גז יש תאריך יעד בו המאגר יתרוקן. נקודה זו יוצרת רגישות עצומה לתזרימי המזומנים המתקבלים או יוצאים בשנים הראשונות בחיי המאגר. לדוגמא: גילוי של 50 BCM נוספים, אשר סביר שלא יצריך את הגדלת כושר ההפקה של המאגר, ערכו הנכחי הינו 343 מיליון דולר בלבד (ערכו הלא מהוון של ערך זה הינו 6 מיליארד דולר, לאחר היטל הגז).

אנו רואים למעשה שתוספת של 19.5% לגודלו של מאגר תמר, תעלה את שוויה הכלכלי בכ- 4.8% בלבד. כמוכן תחת ההנחה שבעקבות הגילוי לא יגדילו את יכולת ההפקה של המאגר.

נמחיש את הנקודות הנ"ל בעזרת תרשים הבא, המתאר את תזרימי המזומנים המהווים בהערכות השווי שלנו ושל חברת NASI (מיליוני דולר):



נציין לחיוב כי חריגה סבירה בתקציב ההקמה, לא צפויה לשנות במידה רבה את הערכת השווי. למעשה, חריגה של 15% (420 מיליון דולר) בתקציב ההקמה תגרור ירידת שווי של פחות מ- 2.5% בשווי המאגר (176 מיליון דולר). **מדוע? בגלל שיטת חישוב היטל המס (R factor).** על פי שיטה זו שיעור ההיטל הינו למעשה פונקציה של היקף ההשקעה במאגר וההכנסות המצטברות. לכן, חריגה בתקציב תדחה למעשה את תשלום ההיטל.

מודל הערכת השווי – תמר

להלן תמצית מודל הערכת השווי של מאגר תמר, בהתאם להנחות שפורטו לעיל:

Tamar (thousands of \$)	2011	2012	2013	2014	2015...	...2018	2019...	...2043
Gas sold (BCM)			5.2	7.2	8.3	10.3	10.3	1.1
Revenue (thousands of \$)			1,100,923	1,554,985	1,796,449	2,314,163	2,337,305	301,368
Gas price			5.95	6.01	6.07	6.25	6.32	8.02
Royalties from gas			123,303	174,158	201,202	259,186	261,778	33,753
Opex	89,223	191,542	44,037	62,199	71,858	85,113	85,113	8,643
Capex	-1,293,787	-1,000,000	-150,000	-250,000	-250,000	0		0
Cash flow before gas tax	-1,383,010	-1,191,542	783,583	1,068,627	1,273,388	1,969,863	1,990,413	258,972
Gas Tax			0%	0%	0%	34%	50%	50%
Free Cash flow after gas tax	-1,240,502	-1,191,542	783,583	1,068,627	1,273,388	1,293,336	995,207	129,486

אנו מעריכים את שווי הכלכלי של מאגר תמר בכ- 7.3 מיליארד דולר.

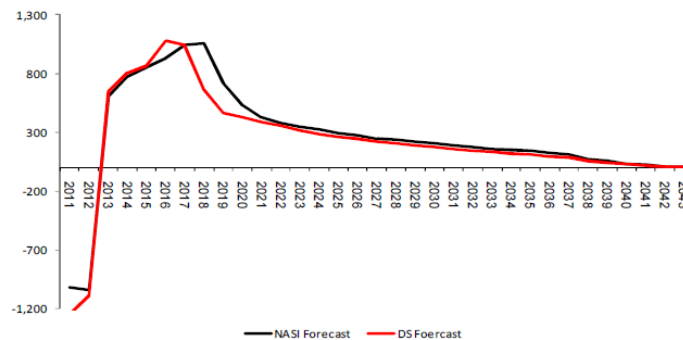
נציין כי מהערכת השווי שפרסמו שותפויות קבוצת דלק, אשר נעשו על ידי חברת NASI עולה – כי שווי של מאגר תמר הינו 8.65 מיליארד דולר (כ- 15% יותר מהערכת השווי שלנו). נציין כי לצורך בדיקה זו, נאלצנו לעשות מספר התאמות בהערכת השווי של חברת NASI בכדי לחלץ את שווי של מאגר תמר, אך אנו מעריכים כי הסטייה המקסימלית נמוכה מ- 5%.

כמה נקודות חשובות בהערכת השווי של מאגר תמר ובכלל בהערכות שווי של מאגרי גז:

לקצב הפקת ומכירת הגז יש בהערכות שווי מעין זו תפקיד מהותי. בניגוד להערכת שווי לחברות תעשייתיות (בהן קיימת שנה מייצגת אותה אנו מהווים לאין סוף, ומירב שוויה של החברה מגיע בדרך כלל מאותה שנה מייצגת המהונת לאין סוף (ערך שארית)), בהערכת השווי למאגר גז יש תאריך יעד בו המאגר יתרוקן. נקודה זו יוצרת רגישות עצומה לתזרימי המזומנים המתקבלים או יוצאים בשנים הראשונות בחיי המאגר. לדוגמא: גילוי של 50 BCM נוספים, אשר סביר שלא יצריך את הגדלת כושר ההפקה של המאגר, ערכו הנכחי הינו 343 מיליון דולר בלבד (ערכו הלא מהוון של ערך זה הינו 6 מיליארד דולר, לאחר היטל הגז).

אנו רואים למעשה שתוספת של 19.5% לגודלו של מאגר תמר, תעלה את שווייה הכלכלי בכ- 4.8% בלבד. כמוכך תחת ההנחה שבעקבות הגילוי לא יגדילו את יכולת ההפקה של המאגר.

נמחיש את הנקודות הנ"ל בעזרת תרשים הבא, המתאר את תזרימי המזומנים המהווים בהערכות השווי שלנו ושל חברת NASI (מיליוני דולר):



נציין לחיוב כי חריגה סבירה בתקציב ההקמה, לא צפויה לשנות במידה רבה את הערכת השווי. למעשה, חריגה של 15% (420 מיליון דולר) בתקציב ההקמה תגרור ירידת שווי של פחות מ- 2.5% בשווי המאגר (176 מיליון דולר). **מדוע?** בגלל שיטת חישוב היטל המס (R factor), על פי שיטה זו שיעור ההיטל הינו למעשה פונקציה של היקף ההשקעה במאגר וההכנסות המצטברות. לכן, חריגה בתקציב תדחה למעשה את תשלום ההיטל.