

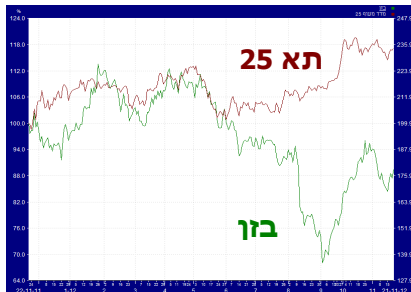
## עדכונים בדו"ח

- שינוי המלצה
- שינוי מחיר יעד
- שינוי תחזית

## נתונים עיקריים

המלצה	ת. יתר
<b>מחיר יעד (₪)</b>	2.20
<b>מחיר מניה (₪)</b>	1.79
שווי שוק (מ' ₪)	4,360
גבוה 12 ח' (₪)	2.27
נמוך 12 ח' (₪)	1.36
שינוי 12 חודשים	-12%
שינוי ת"א 12 ח' (%)	16%
סחורה צפה	32%
מחזור יומי (מ' ₪)	6
המלצה קודמת	ת. שוק
מחיר יעד קודם	1.80

גרף שנה אחורה:



מנכ"ל בזן סיפק בשיחת ועידה 3 הבהרות חשובות: עקומת הלימוד להפעלת הפצחן צפויה להיות קצרה בזמן, היתר בניה לפרויקט משמעותי ליצור פרופילן צפוי להתקבל בקרוב, והסכם לקבלת גז מתמר צפוי להיחתם בימים הקרובים. בנוסף, בחודש האחרון ירדו משמעותית תשואות אגרות החברה, ובמודל שלנו חלה התקדמות על ציר הזמן. **אנו מעלים המלצתנו לתשואת יתר ואת ומחיר היעד מ-1.8 ₪ ל-2.2 ₪.**

אלה הנקודות העיקריות:

1. **עקומת הלימוד של הפצחן שבועיים בלבד** – בניית המיד"ן (פצחן מימני) הושלמה ועד סוף השנה צפויה הפעלה מסחרית מלאה. להערכת החברה, בהתבסס על ניסיונה מפרויקטים אחרים צפויה עקומת לימוד של שבועיים בלבד עד להפעלת הפצחן בהספק מלא.
2. **עמידה בתקציב הפצחן** – לאור סיום בניית הפצחן החברה צופה כי לא תהייה סטייה מהותית ממסגרת תקציב הפרויקט. אמנם מדובר באירוע צפוי אך עדיין סיום ההקמה בהתאם לתקציב מפחיתה את סיכון הפרויקט.
3. **מרווחי הפצחן הנוכחיים מעל \$4** – בתקופה האחרונה מחירי הסולר גבוהים. סימולציה שלנו לפצחן מציגה תרומה תיאורטית של מעל \$4. למרות זאת, במודל שלנו הונח תרומה של \$2.6 לחבית.
4. **היתר בנייה חשוב צפוי בקרוב** – פרויקט הגדלת יצור פרופילן ממתין מזה שנתיים להיתר בניה. לאחרונה נתקבל אישור מהותי ממשד הגנת הסביבה שהיווה תנאי הכרחי לקבלת ההיתר מהועדה המחוזית. לפי החברה היתר הבניה צפוי להתקבל עד סוף השנה.
5. **עסקה עם תמר בימים הקרובים** – לפי מנכ"ל בזן בימים הקרובים צפוי להיחתם ההסכם לקבלת גז טבעי מתמר. עבור בזן זהו אירוע חשוב אך מבחינתנו מדובר באירוע טכני צפוי. בסה"כ שווי בזן בעל רגישות נמוכה למחיר הגז אך חשיבות גבוהה להגעת הגז.
6. **הדוח הכספי לרבעון השלישי בהתאם לצפי שלנו** – הדוח הכספי לרבעון השלישי אכזב מעט אך באופן לא מהותי. החוב נטו עלה בכ- 182 מיליון \$ בשל גידול של כ- 149 מיליון \$ בהון החוזר (לאור עליית מחיר הנפט בכ- 16\$) והמשך השקעות בפצחן. יחד עם זאת, מגמות אלה נלקחו מראש במודל שלנו.
7. **הרבעון הרביעי מסתמן כבינוני** – עד להגעת תרומת הפצחן ברבעון הראשון בינתיים הרבעון הרביעי מסתמן כבינוני. להערכתנו, הודות למרווחי הזיקוק הגבוהים בחודש אוקטובר, הרווח EBITDA מנוטרל ברבעון צפוי לעמוד על 30-40 מיליון \$
8. **שיפור בניהול ציפיות השוק** – להערכתנו, הנהלת החברה הפנימה את חשיבות שיפור השקיפות והאמינות בעיני המשקיעים. לאור זאת, אנו מייחסים משקל גבוה להצהרות האופטימיות של הנהלת החברה בשיחת הוועידה.

לסיכום,

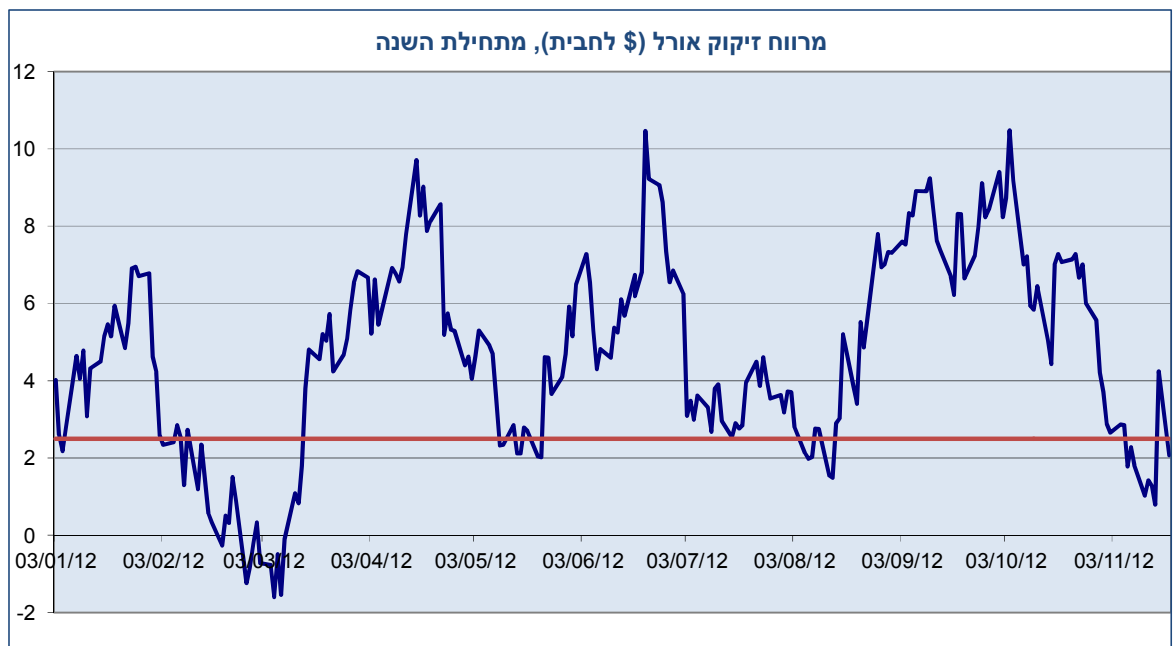
אנו מעלים המלצה לתשואת יתר.

### מרווח זיקוק אורל

להלן נתוני עבר של מרווח זיקוק אורל עד ליום 19/11/2012 (\$ לחבית):

שנתי	Q4	Q3	Q2	Q1	
<b>*4.7</b>	<b>*5.1</b>	5.1	5.6	3.0	<b>2012</b>
<b>1.2</b>	1.4	1.2	1.6	0.5	<b>2011</b>
<b>2.9</b>	2.8	1.8	3.5	3.6	<b>2010</b>
<b>1.9</b>	1.3	1.6	1.4	3.4	<b>2009</b>
<b>5.6</b>	5.5	6.7	6.3	3.7	<b>2008</b>
<b>5.3</b>	4.6	3.7	7.3	5.7	<b>2007</b>
<b>5.4</b>	4.1	5.4	7.0	4.9	<b>2006</b>
<b>5.3</b>	5.4	6.2	6.3	3.3	<b>2005</b>
<b>5.2</b>	6.6	5.3	5.3	3.8	<b>2004</b>
<b>3.2</b>	2.4	2.6	3.0	4.6	<b>2003</b>
<b>1.3</b>	1.8	1.0	1.3	1.2	<b>2002</b>
<b>1.9</b>	1.9	0.9	2.7	2.2	<b>2001</b>
<b>3.6</b>	4.9	4.8	3.2	1.7	<b>2000</b>
<b>0.8</b>	0.7	0.8	0.6	1.0	<b>1999</b>
<b>2.0</b>	2.0	1.5	2.5	1.9	<b>1998</b>
<b>1.8</b>	1.5	2.0	2.4	0.8	<b>1997</b>

\* נתונים עד ליום 19/11/2012.



הערה: הקו האדום הינו מרווח האורל המייצג (\$2.5) במודל הערכת השווי שלנו.

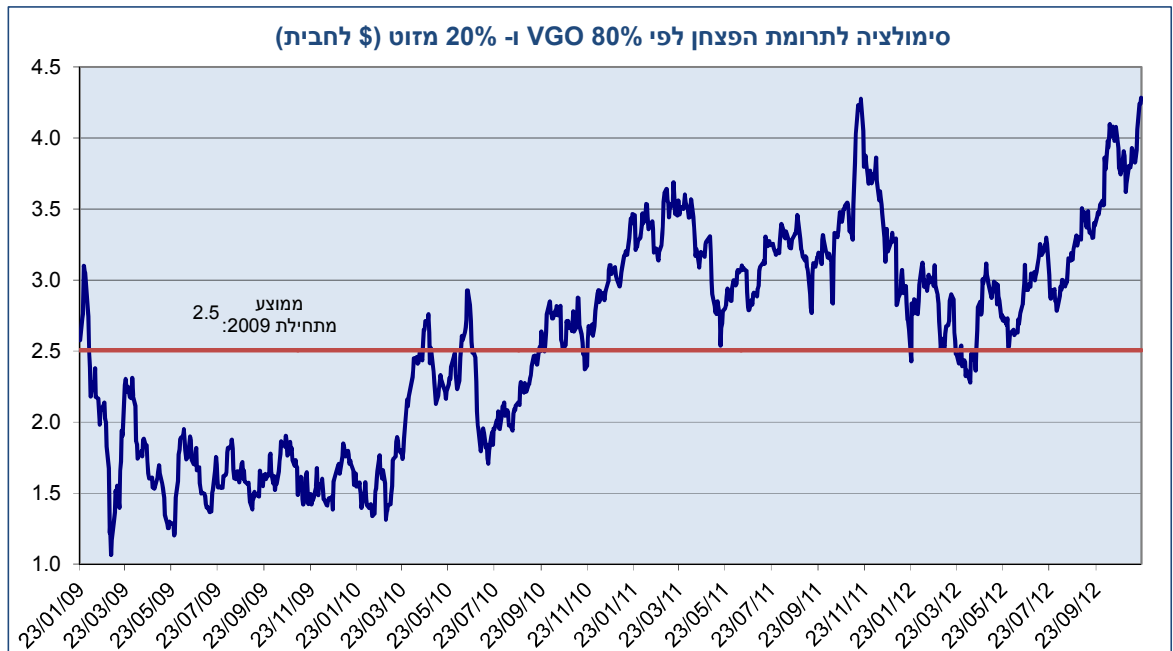
העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלכל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלכל פיננסים ברוקראד'

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

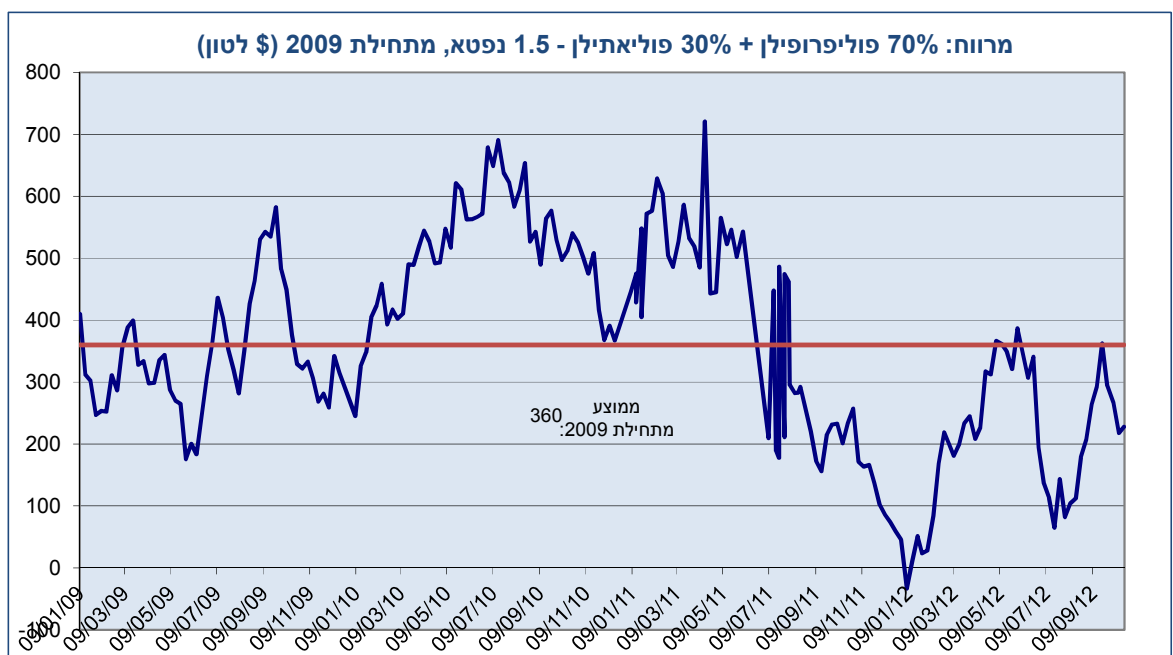
### סימולציה לפצחן

התרשים הבא מציג סימולציה שלנו לתרומת הפצחן המימני:



### מרווחי פולימרים

התרשים הבא מציג את פונקציית מרווחי הפולימרים. מרווח זה מביא בחשבון את משקלות היקפי היצור של המוצרים הסופיים ובהנחה שבכדי לייצר 1 טון מוצר סופי נדרש 1.5 טון נפטא. להלן המרווח משנת 2009 ועד ליום 20/10/2012, במונחי \$ לחבית:



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

### כלל פיננסים ברוקראז' בע"מ

#### דסק ישראלי

רונו ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 <a href="mailto:ronen@clal-fin.co.il">ronen@clal-fin.co.il</a>	נאור אל חי 03-5653552 <a href="mailto:neor@clal-fin.co.il">neor@clal-fin.co.il</a>	משה בן אסאיג מנהל חדר מסחר 03-5653550 <a href="mailto:mosheba@clal-fin.co.il">mosheba@clal-fin.co.il</a>	אסף קרפה 03-5653541 <a href="mailto:asafk@clal-fin.co.il">asafk@clal-fin.co.il</a>	מעוז הראל 03-5653549 <a href="mailto:maozh@clal-fin.co.il">maozh@clal-fin.co.il</a>	לי ברט טלמור 03-6251080 <a href="mailto:leeb@clal-fin.co.il">leeb@clal-fin.co.il</a>	חגית דלאל 03-5653543 <a href="mailto:hagitd@clal-fin.co.il">hagitd@clal-fin.co.il</a>
---	--	---	--	---	--	---

#### אג"ח

צחי אדיר 03-7611037 <a href="mailto:zahiad@clal-fin.co.il">zahiad@clal-fin.co.il</a>	אסף לוינסון 03-7613702 <a href="mailto:traasaf@clal-fin.co.il">traasaf@clal-fin.co.il</a>	עשיית שוק דרור וסרמן 03-7611905 <a href="mailto:drorw@clal-fin.co.il">drorw@clal-fin.co.il</a>
--	---	---

#### דסק בינלאומי

סער גולן 03-7611987 <a href="mailto:saarg@clal-fin.co.il">saarg@clal-fin.co.il</a>	עדי בבאני 03-5653556 <a href="mailto:adibab@clal-fin.co.il">adibab@clal-fin.co.il</a>	אלה מוריס 03-5653540 <a href="mailto:ellam@clal-fin.co.il">ellam@clal-fin.co.il</a>	אלין אליהו 03-7613646 <a href="mailto:eliran@clal-fin.co.il">eliran@clal-fin.co.il</a>	דקלה מנדלבי 03-7611985 <a href="mailto:diklam@clal-fin.co.il">diklam@clal-fin.co.il</a>
--	---	---	--	---

#### אג"ח בינלאומי

מני גרנדר 03-6252565 <a href="mailto:Menahemq@clal-fin.co.il">Menahemq@clal-fin.co.il</a>	עדן הגמן 03-5651039 <a href="mailto:edeh@clal-fin.co.il">edeh@clal-fin.co.il</a>	נגזרים צחי סוקול 03-7616450 <a href="mailto:tzahis@clal-fin.co.il">tzahis@clal-fin.co.il</a>
---	--	---

#### מחקר

ירון זר אנרגיה 03-5652546 <a href="mailto:yaronze@clal-fin.co.il">yaronze@clal-fin.co.il</a>	יונתן קרייזמן כימיה, פרמצבטיקה 03-6274883 <a href="mailto:jonathank@clal-fin.co.il">jonathank@clal-fin.co.il</a>	ברורית פיין נדל"ן, אחזקות 03-7616449 <a href="mailto:bruritf@clal-fin.co.il">bruritf@clal-fin.co.il</a>	דב רוזנברג תקשורת, טכנולוגיה 03-5652510 <a href="mailto:dovro@clal-fin.co.il">dovro@clal-fin.co.il</a>
---	---	--	---

#### Back office

נדב קליק 03-7611990 <a href="mailto:nadavk@clal-fin.co.il">nadavk@clal-fin.co.il</a>	בטי מזרחי 03-5653537 <a href="mailto:betty@clal-fin.co.il">betty@clal-fin.co.il</a>	אתי סאבח 03-7613732 <a href="mailto:etisa@clal-fin.co.il">etisa@clal-fin.co.il</a>	ליעד דקל 03-5653570 <a href="mailto:liadd@clal-fin.co.il">liadd@clal-fin.co.il</a>
--	---	--	--

#### מנהלה

סימה דקל 03-5653557 <a href="mailto:simade@clal-fin.co.il">simade@clal-fin.co.il</a>	מריסה בנדר 03-6251014 <a href="mailto:marisab@clal-fin.co.il">marisab@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

כתובת: רחוב מנחם בגין 37, תל אביב

השכלה - מוסמך (MA) במנהל עסקים ובסטטיסטיקה, האוניברסיטה העברית; בוגר (BA) בכלכלה וסטטיסטיקה, האוניברסיטה העברית.

ניסיון - תפקידי מחקר ואנליזה משנת 1996 ועד היום (17 השנים האחרונות) בחברות הבאות: כלל פיננסים ברוקראז', הלמן אלדובי, ישיר בית השקעות, אקסלנס ברוקראז', בנק יהב קופ"ג, דלויט (ברייטמן-אלמגור) ייעוץ כלכלי, זינגר את אבן ייעוץ כלכלי.

מכין האנליזה נמנה על קבוצת כלל פיננסים בע"מ (להלן: "כלל פיננסים"), שכתובתה דרך מנחם בגין 37, תל אביב; טלפון: 03-5653501

ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

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

אין למכין האנליזה ניגוד עניינים, ישיר או עקיף, עליו הוא יודע במועד פרסום עבודת 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 בן וקביעת מחיר היעד בוצעה בגישת היוון תזרימי המזומנים.

3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של בן:

- ירידה במרווח הזיקוק.
- ירידה במרווחי הפרויקטים העתידיים, כגון הפצחן המימני.
- ירידה במחיר המזוט.
- ירידה במרווחי הפולימרים.
- מצב מתמשך של שוק נסוג במחירי הנפט.
- אי הגעת גז טבעי בכמות הנדרשת לשימוש כלל פעילויות החברה.
- ירידה בניצולת ובביקוש למוצרי החברה בשל האטה כלכלית ו/או שינויים גיאופוליטיים ו/או התגברות התחרות ו/או מוצרים תחליפיים.
- תקלות תפעוליות ו/או דחיה בהקמת הפרויקטים החדשים.
- תביעות בנושא איכות סביבה.
- רגולציה העלולה לפגוע בסביבה העסקית.

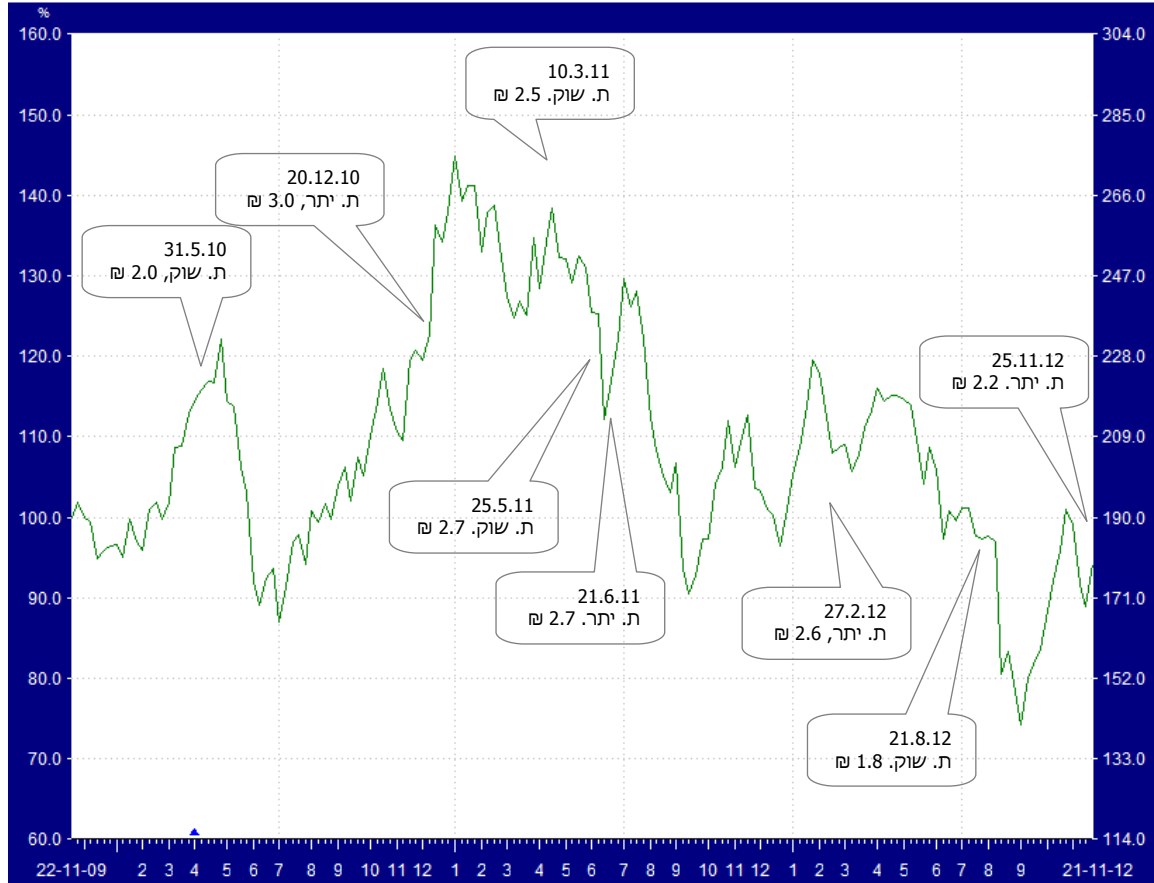
העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראז'

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

4. גרף מניית בזן ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



הערות לגרף:

א. גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.

ב. מיום 31.5.10 מסקר ירון זר.

ג. המלל על הגרף מציג את המועדים בהם מכין האנליזה העניק או שינה המלצה מפורשת או מחיר יעד לנייר האמור.

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:

להלן גילוי על ניגוד עניינים ישיר או עקיף של כלל פיננסים, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה:

1. התקיימו הנפקות פרטיות והצעות לציבור של ניירות ערך של בזן, שכלל פיננסים ו/או תאגיד קשור שלה 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, כלל פיננסים או, למיטב ידיעת כלל פיננסים, תאגיד קשור אליה, החזיקו בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של בזן.
3. מועד עריכת ופרסום האנליזה: דוח זה נערך ופורסם ביום 25.11.2012.

### ו. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים

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 וההמלצות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ ו/או שיווק השקעות המתחשבים בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

כלל פיננסים, חברות בשליטתו וכך בעלי מניותיו ועובדיהן, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה ו/או בהמלצות הכלולות בו, 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 עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטת כלל פיננסים ובעלי מניותיו, או גורמים אחרים הקשורים עמו 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 בשליטתו, בעלי מניותיו או גורמים אחרים הקשורים עמו, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמו 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.

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 בהחלט.