

דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ

Aa3	דירוג ISSUE- סידרה א'
-----	-----------------------

הדירוג ניתן לאג"ח סדרה א' שהנפיקה דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ ביולי 2007, קרן האג"ח בסך 760 מיליון ₪ צמודה למדד, תיפרע בשמונה תשלומים שווים בשנים 2009-2016, ונושאת ריבית נקובה בשיעור 5.1%. יתרת האג"ח ליום 31.3.08 היא 803 מיליון ₪.

פרופיל החברה

דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ (להלן: "החברה" או "דלק", או "דלק ישראל") היא חברה ציבורית המרכזת את פעילות קבוצת דלק בע"מ וחברות המוחזקות על ידה (כולן ביחד להלן: "קבוצת דלק" או "הקבוצה") בתחום משק הדלק בישראל. דלק ישראל פועלת בתחום זה במישרין ובאמצעות תאגידים מוחזקים, ובנוסף - מחזיקה אחזקות מיעוט במניותיהן של חברות אחרות בקבוצה, הפועלות בתחום האנרגיה באירופה ובארצות הברית. לחברה שלושה תחומי פעילות, המדווחים גם כמגזרים עסקיים בדוחותיה הכספיים: **מתחמי התדלוק והמסחר** - מכירת דלקים ב-223 תחנות תדלוק ציבוריות ללקוחות פרטיים וללקוחות ציי רכב, הפעלת כ-135 מתחמי תדלוק, לרבות הפעלת כ-85 חנויות נוחות במותג "מנטה"..
שיווק - שיווק והפצה של דלקים ללקוחות עסקיים, מוסדיים ופרטיים, הן בתחנות דלק פרטיות והן באמצעות סוכנים. לאחרונה החלה החברה גם בשיווק דס"ל לתעופה. החל מאוגוסט 2007 **אחסון וניפוק** - ניפוק דלקים לחברה ולחברות דלק אחרות וכן אחסון דלקים ללקוחות אחרים בארבעה אתרים שהגדול והעיקרי בהם מצוי באשדוד.

מחברת:

עינת ירחי
אנליסטית בכירה
cinat.yarhi@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר
ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל
בכירה, ראש תחום
תאגידים ומוסדות
פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

דלק, תוצאות כספיות עיקריות, במיליוני ₪

FY 04	FY 05	FY 06	FY 07	FY 07 IFRS	Q1 08 IFRS	במיליוני ש"ח
3,265	4,042	4,449	4,837	4,837	1,397	הכנסות, נטו
519	493	519	650	667	188	רווח גולמי
53	45	89	244	261	82	רווח תפעולי
123	113	151	310	326	100	EBITDA
(10)	(5)	48	260	265	28	רווח נקי
33	48	43	213	229	56	FFO
54	(205)	149	182	185	94	CFO
NA	2,987	2,574	3,664	3,722	3,801	סך נכסים
NA	405	397	935	679	668	רכוש קבוע, נטו
NA	2,006	1,560	1,954	1,954	1,872	חוב פיננסי
NA	430	479	949	1,022	992	הון עצמי
NA	82%	76%	67%	66%	65%	חוב ל-CAP
NA	14%	19%	26%	27%	26%	הון למאזן

בחודש יולי 2007 השלימה החברה רכישת פעילות האחסון והניפוק ושלוש חוות אחסון וניפוק הדלקים של פי גלילות מידי מדינת ישראל וחברות הדלק האחרות, ובכך הפכה לגוף בעל יכולות האחסון הגדולות ביותר בישראל. מחיר רכישת הפעילות ושלושת מתקני פי גלילות באשדוד, ירושלים ובאר שבע שנקבע במכרז היה 806 מיליון ₪. הרכישה לוותה בגיוס הון מהציבור בתמורה של כ-180 מיליון ₪ ובנוסף - גיוס אג"ח בסך 760 מיליון ₪. רכישת פי גלילות תוך הפרטתה התאפשרה כתוצאה משינויים מבניים משמעותיים שחלו בענף האנרגיה בישראל, בכלל זה פיצול והפרטת בית הזיקוק באשדוד ובחיפה, הפסקת פיקוח על מרבית המחירים בשערי בתי הזיקוק החל מינואר 2007. תוצאות החברות בענף האנרגיה בשנתיים האחרונות הושפעו לטובה מהנסיקה במחירי הנפט ותזקיית הנפט, ובפרט בשנה האחרונה.

באוגוסט 2007 רכשה החברה כ-20% מפעילות שיווק דלקים באירופה הכוללת 869 תחנות דלק בהולנד, בלגיה ולוקסמבורג, מרביתן ממותגות (TEXACO). יתרת המניות נרכשו ע"י החברה האם דלק פטרוליום. מחיר העסקה שנקבע במכרז הסתכם בכ-404 מיליון אירו, לאחר התאמות הון חוזר. מזה מומנו 63% באמצעות מימון בנקאי זר. היתר הון עצמי כאשר חלקה של דלק כ-170 מיליון ₪, ומרביתו ניתן כהלוואה בסכום של כ-135 מיליון ₪ (קרן). נתוני הפרופורמה של הפעילות שנרכשה כוללים הכנסות שנתיות (2007) בסך 1.8 מיליארד ₪ ורווח תפעולי בשיעור 1.1%. בספטמבר 2007, מכרה החברה את כל האחזקות (39%) בחברה הכלולה אמישראגז. המכירה הניבה רווח הון (לאחר מס) בסך 91 מיליון ₪. לדלק ישראל אחזקה פיננסית ב-Delek US (כ-2.4% בשרשור) חברה ציבורית (NYSE), ש.ש. 464 מיליון דולר (13.8.08), העוסקת בזיקוק נפט, שיווק תזקיקי נפט ומכירת דלקים בכ-500 תחנות תדלוק בארה"ב.

בעלות וניהול

קבוצת דלק, בעלת השליטה בחברה, מקנה לה מקור תמיכה הודות לאיתנותה וגיוון תחומי פעילותה

דלק ישראל נוסדה בשנת 1951, ובשנת 1959 נרשמו מניותיה למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב. במסגרת רה-ארגון בפעילויותיה בשנת 2000 הועברו כל הפעילויות בהן עסקה ושאינן קשורות במשק הדלק בישראל לקבוצת דלק בע"מ, ובמקביל - נמחקו מניותיה מהמסחר. בחודש אוגוסט 2007 שוב נרשמו המניות למסחר בבורסה לני"ע בת"א. דלק פטרוליום בע"מ, חברה פרטית מדווחת, מחזיקה במרבית (88%) מניות החברה, ומצויה בבעלותה המלאה של קבוצת דלק בע"מ, חברה ציבורית אשר נשלטת (כ-62%) ע"י מר יצחק תשובה. קבוצת דלק בע"מ שולטת על מספר רב של תאגידים הפועלים בישראל ובחו"ל בעיקר בתחומי האנרגיה, נדל"ן מניב, רכב ופיננסים. הכנסותיה (מאוחד) בשנת 2007 הסתכמו בסך 42 מיליארד ₪, מזה רווח נקי (מאוחד) המיוחס לבעלי המניות כ-1.3 מיליארד ₪. יצחק תשובה אינו נושא משרה בחברה. דלק ישראל משלמת דמי ניהול לקבוצת דלק בע"מ אשר הסתכמו בסך 1.4 מיליון ₪ בשנת 2007, ו-2.7 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2004-2006, וזאת לפי הסכם משנת 2000.

דלק פטרוליום, יחסי כיסוי

מיליוני ש"ח	שיעור אחזקה	שווי מותאם	31.12.07	הנפקת אג"ח	אומדן פירעונות מינואר ועד יולי 2008	עדכני 7.08
דלק ישראל (ש.ש.)	88%	1,659				
דלק US (ש.ש.) \$ = 3.44	74%	1,030				
דלק אירופה (עסקה) אירו 5.51	80%	1,516				
שווי אחזקות מותאם		4,205				4205
מזומנים			0	420		420
שווי אחזקות + מזומן						4,625
סך חוב פיננסי סולו			1,723	420	(190)	1,953
בניכוי חוב BTB לדלק ישראל						(560)
סך חוב סולו מותאם						1,393
יחס כיסוי החוב הפיננסי המותאם באמצעות הנכסים						3.3

השקעה משותפת עם החברה האם וקשרים עסקיים עם צדדים קשורים

- אחזקות מיעוט, במקביל לשליטה של החברה האם : החברה מחזיקה 20% בדלק אירופה, במקביל לאחזקות שליטה של החברה האם, דלק פטרוליום. עם זאת, מאחר שתחום פעילותן דומה והשינוי האסטרטגי שצפויה דלק אירופה לעבור כבר נעשה בדלק ישראל - הרי שדלק ישראל תורמת מניסיונה העסקי והידע הנצבר בה-מנכ"ל דלק ישראל משמש דירקטור בדלק אירופה. דלק ישראל תשתתף בהשקעות עתידיות בדלק אירופה להרחבת הפעילות בה: בפרט, בקרוב צפויה לצאת לפועל עסקה, שבעקבותיה יגדל סך ההשקעה של דלק ישראל בסך של עד 150 מיליון ₪, לפי מידע שמסרה הנהלת החברה.
- אחזקה פיננסית בדלק US, אשר נשלטת ע"י דלק פטרוליום.

- פעילות משותפת עם דלק נדל"ן- בפיתוח מתחמי תדלוק ומסחר, שכוללים תחנות תדלוק ציבוריות.

קשרי לווה- מלווה בין החברה לבין החברות המחזיקות בה, הנובע מהיות החברה פרטית משנת 2000 ועד לאחרונה
 כ-42% מחוב הפיננסי של החברה ליום 31.3.08 נובע מאשראי שניתן לה מאת החברה האם, דלק פטרוליום. למועד הדוח סך ההלוואות (קרן וריבית) הוא כ-650 מיליון ₪, מרביתו לפירעון עד שנת 2010. הלוואות אלה הועמדו לחברה ע"י החברה האם כאשר דלק ישראל הייתה חברה פרטית. דלק פטרוליום הנפיקה סדרות אג"ח (א' ו') ואת תמורתן העמידה לדלק ישראל, באותו לוח סילוקין ואותם תנאי אשראי, בתוספת מרווח מסוים בגין כיסוי הוצאות ההנפקה והוצאות שוטפות אחרות, הקשורות בהנפקות אלו. דלק ישראל העמידה בטחונות לפירעון ההלוואה ישירות למחזיקי האג"ח: ערבות ללא הגבלה בסכום וללא הגבלה בזמן, ובנוסף שיעבדה דלק ישראל לטובת סדרה א' של דלק פטרוליום את זכויותיה בנכס פיננסי- הלוואה שהעמידה דלק ישראל לקבוצת דלק בע"מ- ויתרתה לתאריך 31.3.08 כ-210 מיליון ₪. הנהלת החברה מסרה למידרוג כי אין כוונה לקבל הלוואות נוספות מהחברה האם.

שינויים בהנהלה הבכירה בשנים 2005-2006 הובילו לטיוב תיק הלקוחות והחמרת מדיניות מתן האשראי ללקוחות
 לאחר חילופים תכופים בהנהלה הבכירה בחברה במחצית הראשונה של העשור, במקביל לרישום הפסד נקי בשנים אלה, מונו בעלי תפקידים ושונתה מדיניות החברה ונוהלי העבודה בה במספר תחומים. בין השאר:

- הוחמרו הליכי הפיקוח על מתן אשראי ללקוחות: הוקמה יחידת בקרת האשראי אשר הוכפפה ישירות למנכ"ל החברה, עובתה באמצעות איושה במנהל יחידה וצוות עובדים יוצאי המערכת הבנקאית. כפועל יוצא טויב תיק הלקוחות, בעיקר הסיטונאים, וכך פסקו הוצאות כבדות שהיו לחברה בעבר לחובות מסופקים ואבודים.
- שונתה מדיניות החברה בניהול המלאי התפעולי ובעיקר בניהול הרכישות והניפוקים השוטפים – כך שתהיה הקבלה מלאה בין חבר ההזמנות של דלק מהספקים לבין המכירה בפועל ללקוחות החברה.
- מיקוד ההנהלה בהעמקת הרווחיות מפעילות קמעונאית בתחנות, שהתבטא בהעברת תחנות לניהול החברה והרחבת רשת חנויות הנוחות של החברה.

שידור הניהול בדלק

שם	תפקיד נוכחי	וותק בחברה (שנים)	ניסיון עסקי עיקרי
משה עמית	יו"ר דירקטוריון דלק ישראל	4	משנה מנכ"ל בנק הפועלים
אייל לפידות	מנכ"ל דלק ישראל	3	מנכ"ל ישיר אי.די.איי חברה לביטוח (ביטוח ישיר) משנה למנכ"ל בנק משכן
חיים אלמוזנינו	משנה למנכ"ל וסמנכ"ל קמעונאות	2	משנה למנכ"ל בשנים 2006-2008. סמנכ"ל כספים ותפעול בביטוח ישיר
משה משיח	סמנכ"ל כספים	18	חשב ומנהל מחלקת חשבות
יהודה בכר	סמנכ"ל מכירות סיטונאיות	12	מנכ"ל דלק שמנים, סמנכ"ל סיטונאות
יוסי צדיק	סמנכ"ל קשרי תחנות	16	מנהל המחלקה הכלכלית

אין מדיניות דיבידנד מוגדרת. יתרת העודפים גבוהה

לא קיימת בחברה מדיניות לחלוקת דיבידנד. לא נמשכו דיבידנדים מהחברה בשנים 2002-2007. במרץ 2008 הוחלט על חלוקת דיבידנד במזומן לבעלי המניות בסך 50 מיליון ₪. יתרת העודפים לאחריו היא כ-382 מיליון ₪. החברה האם, דלק פטרוליום ממונפת ותצטרך לממן החזר לאג"חים שהנפיקה, בניכוי אלה שכנגדם העמידה בעצמה הלוואות BTB לחברות הבת. לקבוצת דלק בע"מ מדיניות לחלוקת דיבידנד בשיעור שאינו עולה על 50%. ולחברת מידרוג, ימשכו בעתיד דיבידנדים מהחברה, בהתאם לנהוג בקבוצת דלק בע"מ.

אסטרטגיה

בתחום תחנות התדלוק

- רכישת תחנות הפועלות תחת המותג "דלק" ואינן בבעלות בחברה; הגדלת מספר התחנות בהפעלה עצמית של החברה באמצעות סיום הסכמים עם מפעילים קיימים. מעבר להפעלה עצמית יגדיל את ההוצאות התפעוליות אך מנגד יגדיל משמעותית את הרווחיות ויקטין את סיכון האשראי; שיפור הסכמי שכירות לא כלכליים של תחנות התדלוק.
- הגדלת מספר חנויות הנוחות לכ-160 חנויות במהלך 2009, תוך הגדלת מגוון המוצרים הנמכרים בהן.
- הקמת תחנות תדלוק חדשות וחנויות נוחות חדשות במיקומים אסטרטגיים, כולל באמצעות הקמת תחנות זעירות בשטחים מוניציפאליים, חלקן בשיתוף עם החברה הקשורה דלק נדל"ן.

בתחום האחסון והניפוק

- פיתוח מערך יבוא מוצרי דלק, בשיתוף פעולה עם גורם בינלאומי מוביל בתחום הסחר בדלקים; מיקסום כושר האחסון והניפוק במתקני דלק-פי גלילות, בכפוף לבדיקת כדאיות כלכלית.
- יבוא דלקים בהיקפים נרחבים לשיווק עצמי, ולמכירה לחברות הדלק האחרות, בכפוף לכדאיות כלכלית.

ובנוסף בחו"ל

- בחינת אפשרות להתרחבות נוספת של אחזקות החברה בחו"ל, בעיקר באירופה באמצעות דלק אירופה.

שיקולי הדירוג

ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בסיכון עסקי נמוך לנוכח ביקושים יציבים, רמת תחרות נמוכה יחסית וחסימי כניסה גבוהים; החברה בעלת מעמד עסקי דומיננטי בענף, המתבטא בוותק, נתח שוק משמעותי, מותג חזק ופריסה ארצית רחבה של רשת תחנות תדלוק, שלצידה רשת חנויות נוחות צומחת; רכש מתקני האחסון והניפוק של פי גלילות הינו בעל ערכים מוספים, התורמים ליתרון התחרותי של החברה גם מעבר לתוספת שלהם ליכולות האחסון והניפוק. עם זאת- יחסי כיסוי עלות הרכש בתזרימים שוטפים מפעילות זו הינם גבוהים מאלה של החברה; לחברה מדיניות לגידור מיטבי של חשיפות מט"ח, הנובעות מהון חוזר תפעולי ואין בכוונתה להגדיל את מלאי הדלקים למטרת רווחי מלאי מעליית מחירים; ירידה בסיכונים מאשראים ללקוחות כתוצאה מהגברת מנגנוני בקרה ופיקוח פנימיים בחברה וטיוב תיק הלקוחות; הזדמנויות בסביבה העסקית בשנה החולפת משפיעות לטובה על הרווחיות בענף וסיפקו רוח גבית לפעילויות הנהלת החברה, להעמקת הרווחיות והגדלת תזרימי המזומנים כך שנרשמה הטבה ביחסי הכיסוי, שיפור ביחסי המינוף ושיפור ביחסי האיתנות הפיננסית בשנה החולפת; החברה האם סיפקה לחברה תמיכה פיננסית בעבר והשתייכותה של החברה לקבוצת דלק ממשיכה לתרום לנגישותה לשוקי ההון ולאפשרויות מוגברות לפיתוח עסקי ולסינרגיה עם חברות קשורות בחו"ל; יכולת הצמיחה של רשת תחנות התדלוק הינה מוגבלת, בין השאר, בשל חסמים לפתיחת תחנות חדשות ותחרות גבוהה על מיקומים חדשים; הוראות הרגולציה לחברות בענף שיווק הדלקים עשויות להגביל את שיעורי הרווחיות; החמרת החקיקה בתחום איכות הסביבה עשויה להתבטא בצורך בהשקעות; איומים עתידיים מהתבססות חלופות לשימוש בדלקים; פעילות המבוססת על שימוש במנוף פיננסי; חשיפה לא מגודרת למדד המחירים לצרכן על מרבית החוב הפיננסי; יחסי כיסוי החוב באמצעות התזרימים עשויים להיות גבוהים מאלו שהציגה החברה ברבעונים החולפים, בשל מספר השלכות חיוביות על רווחיות החברות הפעילות בענף. יחד עם זאת, גם בניתוח רגישות שמרני מניחה מידרוג יחסי כיסוי מייצגים טובים.

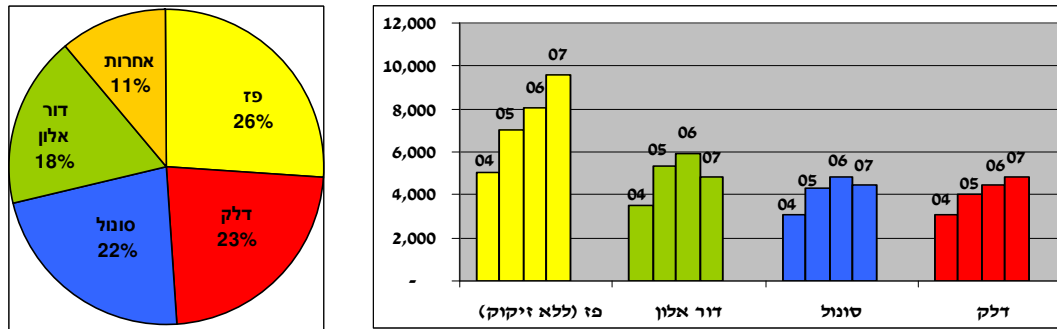
ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בסיכון עסקי נמוך הנובע מרמת ביקושים יציבה, ורמת תחרות נמוכה

הביקוש למוצרי דלק נגזר מהיקף הפעילות הכלכלית במשק הישראלי. עם זאת, הביקוש הינו קשיח יחסית בשל היות המוצרים מוצרי צריכה אלמנטאריים. הנתונים ההיסטוריים מצביעים על גידול מתון בביקוש למוצרי דלק של כ-0.6% לשנה על פני העשור האחרון. כמו כן, ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בחסמי כניסה גבוהים, הממתנים את רמת התחרות. קיימים יתרונות ברורים לפריסה ארצית (המצויה בידי המתחרים הוותיקים), וקיים גם קושי בפתיחת תחנות חדשות עקב הליכי רישוי סבוכים ותקנות בנושאי איכות סביבה. התוצאה של כל אלה היא מבנה ריכוזי ומיעוט שחקנים לנוכח גודל השוק המקומי. בנוסף, היעדר סחר בינלאומי משמעותי בתזקי נפט, מגבלות תשתית ורמה גבוהה של מעורבות של רשויות הרגולציה, כמו גם העובדה שמוצרי הדלקים מאופיינים בהומוגניות, והתוצאה של כל אלה הינה שהענף מאופיין ביציבות עסקית יחסית.

דלק נמנית על החברות הדומיננטיות בתחרות. הדבר מקנה לה יציבות ומאפשר ניצול יתרונות לגודל

דלק ישראל נמנית על ארבע החברות הגדולות בתחום. בנוסף פועלות בישראל עוד חברות שיווק קמעונאיות, המהוות יחד 11% מכלל התחנות. דלק פעילה בענף מזה עשרות שנים, במהלכן בנתה את מעמדה כשחקן דומיננטי בתחומה, והשניה בגודלה בישראל מבחינת מספר תחנות התדלוק. להערכת החברה, בתחנות התדלוק הציבוריות של המותג "דלק" נרכשים כ-20% מכלל הדלקים שרוכשים לקוחות פרטיים ולקוחות ציי רכב בישראל. להערכת החברה, חלקה במכירות לשוק ציי הרכב גדול מחלקה במכירות לשוק הדלק בכללותו. כמחצית מהם בעלי וותק העולה על חמש שנים. החברה השקיעה במיתוג מוצריה באמצעות המותג "דלק דרגון" המועשר בתוסף. החברה השקיעה בשנים האחרונות בשיפור נראות תחנות התדלוק ובפתיחת חנויות נוחות בשטחן על מנת להגדיל את סך הרווח מקמעונאות.

הכנסות חברות הדלק מתזקי נפט (בניכוי בלו) 2004-2007, במיליוני ש"ח סונול אינה ציבורית והנתונים הם של פעילות תזקי הנפט בגרנית הכרמל



שינויים מבניים בענף, ובכלל זה, הפרטת פי גלילות, הביאו לשיפור תנאי הסחר של החברה מול בז"ן. למתקן הניפוק באשדוד יתרונות יחסיים

מתיחת יכולות החברה על פני שרשרת הערך, כתוצאה מהבעלות על מתקני האחסון והניפוק, מקנה לדלק ישראל יתרון תחרותי, המתבטא ביתרונות לוגיסטיים, בגמישות תפעולית ובגמישות פיננסית כדלקמן:

- יכולות האחסון והניפוק מאפשרות לדלק לעסוק ביבוא דלקים ומכירתם לחברות הדלק האחרות, תוך תחרות עם בתי הזיקוק בישראל. בשנת 2007 ייבאה החברה כ-38% מהדלקים באמצעות הסכם יבוא עם ספקים בינלאומיים, במחיר שנקבע לפי נוסחה, המבוססת על המחיר המקומי. בשנת 2008 צפוי היקף היבוא לקטון משמעותית. לאור השיפור בתנאי הסחר של החברה מול בתי הזיקוק, אין לחברה כדאיות כלכלית לייבוא ואספקת מוצרי נפט בשנת 2008.
- להערכת החברה, מתקן הניפוק המרכזי באשדוד גדול ויעיל במידה משמעותית ממתקני הניפוק של המתחרות: תש"ן, ק.צ.א. ובית הזיקוק באשדוד.
- למתקן הניפוק באשדוד יתרונות יחסיים, כמתקן אחסון וניפוק מרכזי באזור הביקוש העיקרי לדלקים בישראל,

כאשר ההערכות הן כי מתקן אשדוד מנפיק כ-50% ממכירות בית זיקוק חיפה לאזור המרכז, ו-50% הנותרים יסופקו מהצפון, באמצעות מיכליות כביש. האפשרות לייבא דלקים ע"י פי גלילות עתידה אף היא להגדיל את היקף הניפוקים בו בשנים הקרובות.

- בכוונת הנהלת החברה לפעול להעלאה של מחירי שירותי האחסון והניפוק המצויים כיום בפיקוח ממשלתי, ואף לדרוש הסרת הפיקוח, על מנת להביא לעלייה ברווחיות מגזר הניפוק אשר סך הרווח ממנו אינו מהותי כיום.

פיזור הכנסות גבוה

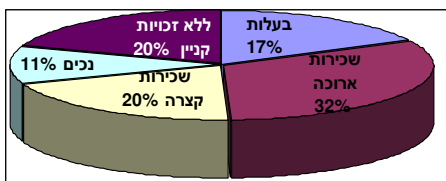
בסיס הלקוחות של דלק ישראל מבוסס על פני משקי בית פרטיים, ציי רכב, לקוחות עסקיים, ולקוחות הפעילים במגוון ענפי משק (תעשייה, תחבורה, הובלה וכיוצ"ב). כמו כן, לקוחות מוסדיים, הרוכשים באמצעות מכרזים. מנתוני החברה, אין לקוח או תחנת דלק בודדת המהווים מעל ל-5% ממכירות המגזר או הרווח הגולמי ממנו. לקוחות מגזר השיווק הישיר מאופיינים ברכישות עפ"י צורך ועם זאת, ביציבות ברכישות של רוב הלקוחות לאורך השנים האחרונות. לקוחות תחום האחסון והניפוק כוללים את חברת חשמל, משרד הבטחון, בז"ן, בז"א, משרד התשתיות ומגוון חברות הדלק.

המכירה ללקוחות קמעונאיים כוללת גם מוצרי נוחות

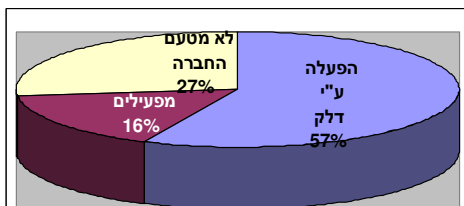
מכירת מוצרי נוחות ומזון ברשת חנויות הנוחות, אמנם מאופיינת בשיעורי רווח גולמי נאים, אך עדיין אינה מהותית להכנסות ולרווח מבחינת היקפה. עם זאת, צפוי גידול בהיקפי פעילות חנויות הנוחות עם הגידול במספרן, ולאחר תקופת התבססות ראשונית. במהלך 2007 הוכפל מספר חנויות מנטה מכ-35 לכ-71. בנוסף תפעיל דלק גם מזנונים תחת אותו שם מותג בשמונה תחנות רכבת ישראל.

עלייה בשיעור התחנות שבעלות החברה ועלייה בשיעור התחנות שבהפעלת החברה בשנים האחרונות

מבנה הבעלות על שטח תחנות, ליום 31.3.08



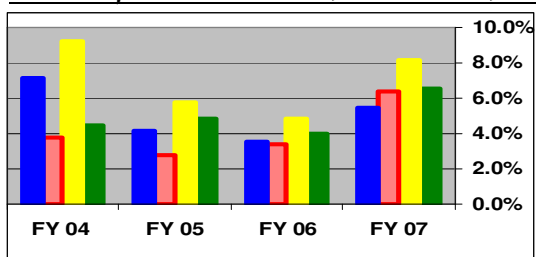
מבנה ההפעלה בתחנות התדלוק, ליום 31.3.08



מבנה הבעלות על תחנות התדלוק הציבוריות והמודל העסקי בהפעלה שלהן, מהווים גורם מבדל בין חברות הדלק וברמת רווחיותן. בשנים 2005-2007 חלה עלייה בשיעור התחנות בבעלות מ-14% (31 תחנות) ל-17% (39 תחנות). שיעור זה הינו ממוצע לעומת המתחרות. באותה תקופה חל גם גידול בשיעור התחנות שבהפעלה ישירה ע"י החברה: מכ-49% (110 תחנות) לכ-57% (127 תחנות) במרץ 2008. מספר התחנות שנושאות את מותג "דלק" נותר דומה-כ-225 תחנות בממוצע. שיפור זה בפרמטרים מגדיל בסופו של דבר את הרווחיות עקב גידול ביכולות השליטה בתחנות במגוון נושאים: פיתוח עסקי של מתחם התחנה, רמת השירות הניתן בה, גמישות תפעולית באספקת המלאים, ובקרה על סיכוני האשראי.

לאחר שיפור ניכר בשנים האחרונות – עומדת רווחיות החברה על הרמה הממוצעת בענף

ארבע הגדולות* - שיעורי ה-EBITDA מתוך ההכנסות



*סנוול אינה ציבורית והנתונים לעיל כוללים את כל פעילות תזקיית הנפט בגרנית הכרמל השקעות בע"מ אשר מחזיקה, בין היתר, בסנוול ובסופרגו

בשנים 2004-2006 אופיינה דלק ברווחיות נמוכה יחסית לממוצע בענף, הסיבות המרכזיות הינן הוצאות חומ"ס כבדות והפסדים תפעוליים אחרים. בדומה לחברות האחרות בענף בשנת 2007 נהנתה החברה מרווחיות גבוהה עקב הסרת הפיקוח על מחירי רכש המוצרים מבתי הזיקוק בישראל, ועליית מחירי המכירה אשר איפשרו רווחי מלאי. נוספו לכך גורמים המייחדים את דלק הקשורים בשיטות ניהול המלאי וטיוב תיק הלקוחות במגזר השיווק הישיר כך שנרשמה הכנסה בנטו בסעיף חומ"ס וכן שיפרה החברה את תנאי הסחר שלה ברכש דלקים הן מיבוא והן ומבתי הזיקוק בישראל.

עלייה בתזרימי המזומנים בשנת 2007 וברבעון ראשון 2008. שיפור הדרגתי ביחסי הכיסוי מאז 2005

דלק רשמה בשנת 2007 עליה בתזרימי המזומנים מפעילותה השוטפת, כפי שהיא מתבטאת בתזרים מפעולות לפני הון חוזר, FFO, ובתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, CFO. בשנת 2007 נרשם גם שיפור לטובה ביחסי הכיסוי לעומת שנת 2006, למרות שסך החוב בתום שנת 2007 היה גבוה יותר. גם ביחסי הכיסוי נרשם שיפור, כך שיחסי כיסוי החוב נטו באמצעות ה-EBITDA (בנטרול הוצאות חומ"ס) ירד בהדרגה, מכ-9 שנים בשנת 2005, לכ-6.3 שנים בשנת 2006, 5.2 שנים בשנת 2007, ו-3.7 שנים בקצב שנתי שמייצג הרבעון הראשון. גם ביחסי כיסוי החוב באמצעות ה-FFO ניכרת מגמת שיפור דומה.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

עליית מחירי הדלקים גוררת עלייה בצרכי ההון החוזר. תנודות במחירי הדלקים עשויים להביא להפסדים על המלאי
בשנים האחרונות עלו מחירי הדלקים ברציפות, למעט הפוגה במחצית השנייה של 2006. עליית מחירי הדלקים משפיעה על נפח הפעילות, על צורכי ההון החוזר התפעולי ובעיקר - יתרת הלקוחות וחשיפת האשראי הנגזרת ממנה, ובהתאמה עולים גם צורכי המימון. בנוסף, קיימת השפעה של המחירים על הרווחיות ממימוש המלאי התפעולי, כך שנוצרים לחברה רווחי מלאי, כתוצאה מעלייה מתמשכת במחירים והפסדי מלאי בתקופות של ירידת מחירים. החברה לא משתמשת במכשירים פיננסיים להגנה על המלאי, שערכו כ-150 מיליון ₪ בממוצע, המבטא מלאי תפעולי למשך שבוע עד שלושה שבועות. הנהלת החברה מסרה למידרוג כי אין כוונתה להשתמש במתקני האחסון כדי להגדיל מלאים כשלהערכתה מחירי הדלקים יעלו.

שינויים בתחרות כתוצאה ממעורבות רשויות הרגולציה

מרכזיותו של ענף האנרגיה לפעילות הכלכלית מביא למעורבות רבה יחסית של רשויות הרגולציה. פעילות החברה מושפעת משינויים רגולטוריים שחלים מעת לעת במשק הדלק בישראל אשר עשויים להשפיע לשלילה על הכנסות החברה, רווחיותה ואף מעמדה העסקי. להלן סקירת השפעות הרגולציה בשנים האחרונות על התחרות:

- הפרטת בתי הזיקוק ופיצולם האיצה את מהלך הסרת הפיקוח על מחירי מוצרי הדלקים בשערי בתי הזיקוק, כך שלמועד הדוח קיים פיקוח רק על מחירי סולר דל גופרית, ועל מחירי זפת. (בפרט נציין כי בינואר 2007 הוסר הפיקוח על תזקיית סטונאיים בשער בית הזיקוק, ובכלל זה סולר לתחבורה). להערכת מידרוג, ההפרטה והפיצול לא הגדילו במידה משמעותית את התחרות בשוק, בשל השליטה של פז על בית הזיקוק באשדוד. הייבוא,

על כל מגבלותיו, נותר לפיכך האיום התחרותי העיקרי מול בז"ן, שנקטה בחורדת מחירים, כך שהיבוא אינו כדאי כיום.

- בהדרגה הוסר הפיקוח על המחירים לצרכן, כך שכיום קיים פיקוח על המחיר לצרכן של בנזין 95 נטול עופרת ובנזין 96. כתוצאה גדלה הרווחיות (בפרט נציין כי הפיקוח על מחיר הסולר לצרכן הוסר לפני למעלה מעשור).
- הפרטת פי גלילות הובילה לרכישת ע"י החברה ולשינוי יחסי הכוחות בתחרות.
- מחירי שירותי האחסון והניפוק נתונים לפיקוח ממשלתי.
- שינויים במדיניות הממשלה בקשר לאחזקת מלאי חרום עשויים להשפיע על החברה באופן שבו יגדל היקף מלאי החרום, כך שבמקביל יגדל החוב הפיננסי לצורך מימונו.
- גדל מספר המתחרים בשיווק דלקים בתחנות התדלוק באמצעות כניסתן של חברות נוספות, קטנות יותר.
- הותרה הקמתן של תחנות תדלוק זעירות בתחומים מוניציפאליים ובכך מתאפשרת הרחבת הפריסה בדלק.
- חברות הדלק חויבו להציע שירותי תדלוק עצמי במחיר מוזל יותר, תוך פגיעה ברווחיותן.
- נכרתו הסכמים חליפיים בין החברה לבין תחנות תדלוק, כך שהוגבלה תקופת ההסכם והבלעדיות באספקת מוצרים בהתאם להוראות הרגולאציה.
- מתן היתר לבתי הזיקוק בחיפה ובאשדוד לעסוק במכירת דלקים למשתמש הסופי- בז"ן הצטרפה לתחרות זה מכבר במכירה סיטונאית למספר לקוחות עסקיים גדולים
- בתחום הניפוקים - סגירת פי גלילות הרצליה בשנת 2003, התחלת ניפוק מפי גלילות אשדוד, קצא"א/תשן אשקלון, ומבז"א באותה שנה.

צורכי השקעה בתחום איכות הסביבה

פעילות החברה כפופה להוראות שונות בתחום איכות סביבה ביחס למניעת זיהום מים, אוויר וקרקע, ושמירה על בטיחות הציבור. במהלך השנים חלה החמרה רצופה בדרישות איכות הסביבה, ובשנים האחרונות ניכרת מגמה של החמרה בחקיקה ואכיפה מוגברת ולכך השפעה בעיקר על ההשקעות הדרושות לצורך תחזוקת תחנות התדלוק. החברה מפעילה 163 תחנות תדלוק בהן מוטלת עליה ה אחריות לבקרה וטיפול בזיהומים. 109 מהן הוקמו טרם נקבעו התקנות המחייבות כיום, מהן הוגדרו 29 תחנות כבעלות הסיכון הגבוה ביותר ובהן נדרשה החברה לבצע בדיקות נוספות. ב-13 מתוך ה-29 שנבדקו התגלו זיהומי קרקע, ובגין התבצעה הפרשה של כ-10 מיליון ₪ בספרים. לאחר קבלת אمدן הזיהום יחל טיפול לשיקום הקרקע והמים. ב-10 תחנות לא נתגלה זיהום אך החברה נתבקשה לבצע מעקב שנתי. השקעות אלה אינן מגדילות את התפוקה ואינן תורמות לרווחיות. להערכת הנהלת דלק שנמסרה למידורג, החברה עומדת בתקנים הנדרשים כיום ובהסכמים שהוסכמו מול רשויות הרגולאציה הרלוונטיות. בשנים 2005-2007 הסתכמו סך השקעות ועלויות החברה בתחנות לרבות עלויות שיקום בתחנות בהן התגלו זיהום של מי תהום בכ-5 מיליון ₪ ולהערכת החברה זהו סך ההשקעה השנתי הצפוי בעתיד.

חשיפה לתביעות בסכומים מהותיים, חלקן ייצוגיות וחלקן עם חברות נוספות

תביעות משפטיות ייצוגיות בסכומים משמעותיים תלויות כנגד החברה וחברות בת, חלק מהתביעות הן יחד עם חברות אחרות בתחום. לגבי רובן אין ביכולתה של החברה להעריך את תוצאותיהן, אך לפי ייעוץ משפטי שקיבלה החברה העריכה כי סיכויי ההתממשות של מרביתן נמוכים ולפיכך לא נכללה הפרשה בדוחות הכספיים בגין מרביתן. קיימות גם תביעות נוספות הנובעות ממהלך העסקים הרגיל ולדעת הנהלת החברה ההפרשות בגין מספיקות.

ריכוזיות במוצרים בנזין וסולר. חשיפה לשינויים טכנולוגיים ולאיומים הנובעים מהתבססות חלופות כגון גז טבעי

דלק משווקת מוכרת ומפיצה מגוון מוצרים: בנזין לסוגיו, סולר לתחבורה חימום ותעשייה, מזוט ולאחרונה גם דס"ל לתעופה. כמו כן היא מוכרת שמנים זפת ומוצרי איטום ומוצרי לוואי לרכב מיבוא וייצור עצמי. עם זאת 45% ממכירות

החברה הם של בנזין 95 נטול עופרת, ובנזין 96. הגז הטבעי צפוי להחליף במהלך השנים את מרבית השימוש במזוט וסולר לתעשייה שהחברה משווקת. שינויים כאלה בתמהיל המוצרים דורשים היערכות של חברות הדלק להפצתם. קיימים גם איומים אסטרטגיים בטווח היותר רחוק כגון שימוש בחשמל ממקורות חלופיים לכלי תחבורה.

חשיפה בסיסית למדד המחירים לצרכן ולשינויים בשערי החליפין דולר-₪

חשיפה לשינויים במדד המחירים היא על קרן בסך כ-1.0 מיליארד ₪, לתאריך 31.12.07. החשיפה נובעת מהצמדת מרבית החוב הפיננסי למדד: אג"ח א' (760 מיליון ₪ ליום 31.12.07) וכן הלוואות מהחברה האם (540 מיליון ₪ למועד הדוח). מאידך העמידה החברה הלוואות צמודות למדד לחברה האם (כ-206 מיליון ₪ לתאריך 31.12.07) וללקוחותיה לז"א (כ-70 מיליון ₪ ליום 31.12.07).

כמו כן קיימת חשיפה לשער החליפין של דולר ארה"ב מול השקל הנובעת בעיקר מרכישת דלקים מהספקים בדולר ומכירתם על פי רוב בש"ח ללקוחות. החברה מגדרת חשיפה זו באמצעות רכישת FWD על מרבית החשיפה. יש לציין כי הלוואות צמודות לדולר מהמערכת הבנקאית ומהחברה האם, בסך של כ-160 מיליון ₪ ליום 31.12.07. מממנות את אחזקת המלאי הביטחוני המוחזק על-ידי החברה על פי הוראות חוק. הוצאות המימון הללו מוחזרות לחברה ע"י המדינה כך שאין חשיפה.

שינויים צפויים בהיקף הניפוקים במתקני גלילות, והפסדים אפשריים במהלך השנתיים הקרובות

שינויים בהיקפי הניפוק, גרמו לכך שהחל בשנת 2003 הופסק ניפוק בנזין במתקנים בירושלים ובבאר שבע כך שנרשם במתקנים אלה איזון תפעולי. החברה התחייבה להפעיל את מתקן באר שבע שנה מיום רכישתו ושלוש שנים את מתקן ירושלים מיום רכישתו. החברה בוחנת מכירת מתקן ירושלים לאחר התקופה האמורה. מתקן אשדוד ימשיך לפעול תוך ניצול יתרונותיו היחסיים. להערכת מידרוג, ייתכנו הפסדים במתקנים אלה עד לסגירתם.

חשיפה לסיכונים תפעוליים ומימוניים שכרוכים ביבוא שאינו לצריכה עצמית

בשנים האחרונות עלה שיעור היבוא שביצעה החברה לצרכים עצמיים, מכלל המוצרים שמכרה מכ-14% (2005), לכ-20% (2006) ול-38% (2007). בשנת 2008 צפוי השיעור לקטון משמעותית עקב אי כדאיות כלכלית. להערכת מידרוג, עיסוק החברה בעתיד ביבוא, שלא לצריכה עצמית, יחשוף אותה לסיכונים תפעוליים ומימוניים: סיכוני הובלה, שינויי מחירים ואספקה במועד ובכמות המוסכמת, גידול בצרכי המימון. מרבית היבוא נעשה עד כה תוך שיתוף פעולה עם שני ספקים בינלאומיים: Vitol Energy ו-Glencore. הסכמי המסגרת עימם כוללים התחייבות החברה לרכישת כמויות מסוימות, עם אופציות לשינויים. אך רק באחד ההסכמים נכלל סעיף, בו מתחייב הספק לספק דלקים ממקור חליפי כדי שלא להביא את החברה לידי חוסר.

מקורות אשראי בהיקפים ניכרים. למעלה ממחצית מהחוב מממן הון חוזר תפעולי

הענף כולו מאופיין ברמת מינוף גבוהה, הנובעת הן מצרכי הון חוזר גבוהים והן מביצוע השקעות ממונפות. רמת המינוף נמדדת בחוב המאזני מה-CAP. רמת המינוף של החברה נמוכה מעט מהממוצע בקרב המתחרות והיא אף ירדה באחרונה עקב הגידול בהון העצמי. שיעורי ההון העצמי מהמאזן גבוהים יותר בחברה מאשר הממוצע בקרב המתחרות. ההון החוזר התפעולי (לקוחות + מלאי בניכוי ספקים) מאופיין ברמת נזילות גבוהה והיקפו מהווה מעל למחצית מהחוב המאזני לאותו מועד. מניכוי ההון החוזר התפעולי, הן מצד החוב והן מצד הקאפ, חושב יחס מינוף מנוכה העומד על 47% בחברה לעומת ממוצע גבוה בהרבה בקרב המתחרות. הדבר נובע גם מהיקף גבוה, יחסית לממוצע בקרב המתחרות של אשראי ללקוחות.

יחסי מינוף של חברות העוסקות בשיווק דלקים בישראל

חוב מנוכה הון חוזר תפעולי CAP מנוכה הון חוזר			חוב מאזני ל- CAP מאזני			
תפעולי						
12.05	12.06	12.07	12.05	12.06	12.07	
63%	45%	43%	82%	76%	67%	דלק
69%	59%	45%	80%	72%	64%	פז
71%	71%	74%	84%	84%	83%	דור אלון

ימי הלקוחות גבוהים יחסית לענף, ועל כן צרכי ההון חוזר גבוהים מהממוצע בענף. ירידה ברבעון הראשון ביחס לעבר ימי הלקוחות אשר מחושבים מההכנסות נטו, נעים בדלק ישראל סביב 100, והם מן הגבוהים בענף לעומת ימי הלקוחות, המחושבים מההכנסות נטו בקרב המתחרות כ- 70 ימים בממוצע. לפיכך, סך ההון החוזר התפעולי (לקוחות בתוספת מלאי ובניכוי ספקים) אשר מגיע בחברה לכ- 1.0 מיליארד ₪ גבוה בערכו מהמקובל בקרב המתחרות (כ- 0.7 מיליארד ₪ בממוצע). באופן דומה שיעור ההון החוזר מההכנסות אשר נע בחברה בטווח 18%-26% גבוה מזה שרושמות המתחרות (כ- 15% מההכנסות בממוצע). ימי המלאי קרובים לממוצע בענף ונעים סביב כ-14.

יחסי הכיסוי המייצגים הינם טובים יחסית, בהתחשב, בין השאר, בכך שמרבית החוב מממן הון חוזר תפעולי. נוטרלו ההשפעות המיטיבות על התזרים ברבעונים האחרונים. היחסים מושפעים לרעה מהתרומה הנמוכה יחסית ל- EBITDA של פעילות האחסון והניפוק שבמתקני פי גלילות. כאשר יודגש כי תרומתה של פעילות פי הינה בהיותה סינרגטית לפעילות במגזרים האחרים ועל כן תורמת לרווחיות החברה בכללותה

מידרוג התבססה על ממוצע ה- EBITDA של החברה בשנים האחרונות, תוך התייחסות שמרנית לתזרימים הגבוהים שהציגה החברה ברבעונים האחרונים, הנובעים בחלקם מהשפעות חיוביות, שאינן פרמננטיות, דוגמת רווחי מלאי ושחיקת שער החליפין דולר/₪, שהביאה לקיטון בדמי שכירות תחנות. כמו כן, נלקח בחשבון כי ההוצאה לחובות מסופקים ואבודים בשנים האחרונות הינה חריגה. השקעות החברה בחו"ל קיבלו ביטוי בהתייחס לשווי הנכסי של החברה, אך מטעמי שמרנות לא הונחה תרומה משמעותית שלהם לתזרים המזומנים של החברה. לצורך בחינת יחס כיסוי החוב ל- EBITDA נוכח מהחוב הפיננסי נכסים פיננסיים, הכוללים הלוואה שניתנה לקבוצת דלק בע"מ והלוואה למנהל הדלק. על בסיס הנחות אלו, יחס הכיסוי המתקבל ליתרת החוב נטו ליום 31.3.2008 הינו 5 שנים. בהערכת יחס הכיסוי האמור נלקח בחשבון כי חלק מהותי מהחוב הפיננסי מממן הון חוזר תפעולי, ובעיקר יתרת לקוחות.

כמו כן, יש לציין כי יחסי הכיסוי הישירים הנגזרים מעלות הרכישה של מתקני האחסון והניפוק הינם נמוכים משמעותית, יחסית לפעילויות האחרות של דלק ישראל. עם זאת, במידרוג סבורים כי מתקני האחסון והניפוק מחזקים את מעמד החברה בתחרות ומקנים לה יתרונות תחרותיים.

אופק הדירוג

גורמים שעשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- קיטון מהותי ולאורך זמן בנטל החוב הפיננסי כפי שהוא מתבטא ביחסי כיסוי החוב, וגידול משמעותי באיתנות הפיננסית המתבטאת בשיעור ההון עצמי למאזן.

גורמים שעשויים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA מעל ל- 5.5 שנים.
- החוב הפיננסי נטו מחושב כדלקמן: חוב פיננסי במאזן אחרון, בניכוי הלוואה לדלק קבוצה, בניכוי ההלוואה למנהל הדלק ובניכוי פיקדונות לבז"ן. ה-EBITDA לצורך חישוב היחס יחושב בסכימת ה-EBITDA שנרשמה בארבעה רבעונים אחרונים.
- חלוקת דיבידנד שתעלה על 50% מהרווח הנקי.
- שינוי מבנה הבעלות בחברה.
- התממשות תביעות משפטיות בסכומים מהותיים כנגד החברה או החברות המוחזקות על ידה.
- השקעות שיש בהן להגדיל מהותית את רמת הסיכון המאפיינת את פעילות החברה וחברות המוחזקות על ידה.
- שינויים רגולאטוריים שיש בהם לפגום במידה מהותית ביציבותה העסקית של החברה.

ניתוח פיננסי

דלק, עיקרי דוח רווח והפסד, במיליוני ₪

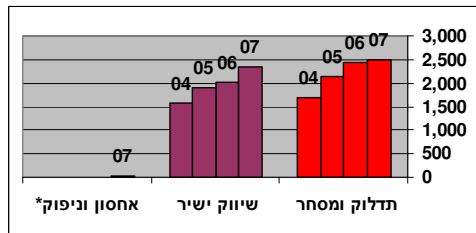
במיליוני ש"ח	Q1 08 IFRS	Q1 07 IFRS	FY 07 IFRS	FY 07	FY 06	FY 05	FY 04
הכנסות, נטו	1,397	999	4,837	4,837	4,449	4,042	3,265
רווח גולמי	188	142	667	650	519	493	519
מכירה והפעלת תחנות	86	77	327	327	340	347	352
הנהלה וכלליות	20	50	79	79	90	101	114
מזה: חומ"ס	NA	NA	NA	(13)	32	40	45
רווח תפעולי	82	15	261	244	89	45	53
EBITDA	100	29	326	310	151	113	123
עלויות מימון, נטו	45	19	112	96	59	74	55
רווח לאחר מימון	37	(3)	150	148	(30)	(29)	(2)
הכנסות אחרות	2	2	156	154	10	9	(8)
מיסים	10	0	58	60	21	11	11
חלקה ברווחי כלולות	0	5	23	23	34	30	13
רווח (הפסד) נקי	28	4	265	260	48	(5)	(10)

דלק, שיעורי רווחיות

	Q1 08 IFRS	Q1 07 IFRS	FY 07 IFRS	FY 07	FY 06	FY 05	FY 04
שיעור שינוי בהכנסות	39.7%	NA	8.7%	8.7%	10.1%	23.8%	NA
% ר. גולמי	13.4%	14.2%	13.8%	13.4%	11.7%	12.2%	15.9%
% ר. תפעולי	5.8%	1.5%	5.4%	5.0%	2.0%	1.1%	1.6%
EBITDA %	7.2%	2.9%	6.7%	6.4%	3.4%	2.8%	3.8%
% רווח (הפסד) נקי	2.0%	0.4%	5.5%	5.4%	1.1%	(0.1%)	(0.3%)

גידול בהכנסות בעיקר עקב עליית מחירי הדלקים כשבמקביל חל קיטון בכמויות המכירה

הכנסות לפי מגזרים 2005-2007, במיליוני ₪



*מגזר האחסון והניפוק ניכל רק מתוצאות הרבעון השלישי 2007

אוגוסט 2007 החלה דלק להפעיל את מתקני האחסון והניפוק שנרכשו: הכנסות מגזר זה במהלך 5 חודשים היו כ-31 מיליון ₪ בלבד, ואלו צפויים לגדול מהותית על פני שנה שלמה - לפי תחזיות החברה 85 מיליון ₪ בשנים הקרובות.

עלייה ברווח הגולמי החל בשנת 2006 וביתר שאת בשנת 2007 בעיקר בשל שיפור תנאי סחר ברכש דלקים ושיפור במרווחי השיווק

בשנת 2006 חלה עלייה ברווח הגולמי לאחר ירידה שחלה בשנת 2005. בשנת 2007 חל גידול חד ברווח הגולמי. גם ברבעון ראשון 2008 נרשם גידול ביחס לתקופה המקבילה. הרווח הגולמי בענף נגזר משני גורמים בסיסיים:

- מרווח השיווק - נקבע כסכום קבוע בש"ח ביחס ליחידת מידה של דלקים. בשנת 2005 חל קיטון במרווחי השיווק של החברה. בשנים 2006 ו-2007 חל בו שיפור. (המחיר לצרכן על בנזין בתחנה מצוי בפיקוח. הסולר אינו בפיקוח מזה למעלה מעשור).
- רווחי מלאי – נובעים משינויים בערך המלאי בעקבות מגמות מתמשכות במחירי הדלקים: בתקופה של עלייה מתמשכת במחירי הדלקים, נהנות החברות בענף מרווחי מלאי בגלל עליית ערכו של המלאי בעת מימוש. בעיתות של ירידת מחירים ערך המלאי מופחת למחיר השוק וכך נוצר הפסד מיידי כתוצאה מירידת המחיר.

חלק גדול מהוצאות הפעלת התחנות והנהלת החברה הינן הוצאות קבועות

הוצאות הפעלת התחנות והנה"כ בחברה מורכבות ברובן מהוצאות קבועות בגין דמי שכירות ואחזקת תחנות, שכר עבודה וכן פחת והפחתות. הוצאות אלו היוו כ-83%-80% מכלל הוצאות המכירה, הפעלת התחנות והנהלה וכלליות בשנים 2004-2007 (בניטרול חומ"ס). בשנת 2007 חל גידול חד בהוצאות קבועות אלה ביחס לשנת 2006 בתשלומי שכר עבודה ונלוות מכ-110 מיליון ש"ח בממוצע בשנים 2004-2006 לכ-150 מיליון ₪ בשנת 2007. מרבית העלייה (33 מיליון ₪) נובעת מהטבת אופציות למנכ"ל החברה, אשר נזקפו כולן במהלך הרבעון הראשון בשנת 2007. החברה משלמת לבעלי המקרקעין של תחנות הדלק דמי שכירות שנתיים בסך כ-165 מיליון ₪ בכל שנה, אך בעקבות הפיחות בשער החליפין של הדולר בשנת 2007 קטנו הוצאות אלה בסך כ-15 מיליון ₪ בשנת 2007 בהשוואה לשנת 2006. אם יחול פיחות בשקל ההוצאות יעלו. יתר ההוצאות הינן בעלי אופי משתנה: פרסום וקידום מכירות ועמלות אשר בהן לא חל גידול.

הוצאות חומ"ס גבוהות בשנים 2005-2006

דלק ספגה הוצאות ניכרות לחובות מסופקים וחובות אבודים בכל אחת מהשנים 2004-2006. מרבית החובות נובעים ממגזר השיווק הישיר שם המכירה מתבצעת לגורמים רבים ושונים שחלקם עוסקים בסחר בעצמם, והמכירה היא לרוב ללא בטחונות פיננסיים או קבועים על נכסים, לפי הנהוג בענף. בשנת 2007 וברבעון הראשון של שנת 2008 ניכרת ירידה ברמת החובות האבודים נוכח שינויים ארגוניים בהם נקטה החברה. בשנת 2007 הייתה סך ההוצאה נמוכה והסתכמה בכ-2 מיליון ₪, אך בגלל הסדר הנחות עם לקוח שבגינו נרשם חוב אבוד בעבר נרשמה הכנסה חשבונאית שאינה מגובה בתזרים בשנת 2007. סך ההוצאה המצטברת לחומ"ס בשנים אלה בניכוי הגביה היה בסך כ-104 מיליון ₪. הוצאות אלה

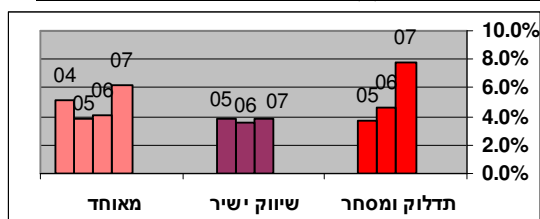
פגעו ברווחיות החברה שכן היוו 8%-6% מסך רווח הגולמי בשנים אלה, גבוה משמעותית בהשוואה לענף.

הכפלה של סך ה-EBITDA בשנת 2007, עקב עלייה ברווחיות, צמצום הוצאות חומ"ס וגידול בהכנסות

השיפור ב-EBITDA הוא הדרגתי משנת 2005 ואילך. סך ה-EBITDA הוכפל במהלך שנת 2007 (310 מיליון ₪), ביחס לשנת 2006 (151 מיליון ₪). הפער ביחס לשנים 2004-2005 גדול אף יותר. חישובי מידרוג ל-EBITDA המותאמת, קרי, בנטרול הוצאות חומ"ס לאורך השנים, מצביעים על אותה מגמה אך ההבדלים בין השנים מצטמצמים.

במיליוני ₪	FY 07	FY 06	FY 05	FY 04
סך EBITDA	310	151	113	123
מזה הוצאות (הכנסות) חומ"ס	(13)	32	40	45
EBITDA מותאמת	297	183	153	168
EBITDA %	6.4%	3.4%	2.8%	3.8%
EBITDA מותאמת %	6.1%	4.1%	3.8%	5.1%

EBITDA מתוקנן למגזרים * ו-EBITDA מאוחד



* EBITDA מתוקנן למגזר = רווח תפעולי במגזר בתוספת פחת במגזר ובניכוי הוצאות הנה"כ (מחצית לכל מגזר, ובניכוי הוצאות חומ"ס בחברה): שליש למגזר התדלוק והמסחר ושני שליש למגזר שיווק ישיר

השיפור בשיעורי רווחיות בחברה נובע בעיקר משיפור בשיעורי הרווחיות במגזר התדלוק בתחנות הנובע מגידול ברווחיות משיווק סולר; שיפור תנאי רכש דלקים בייחוד לאחר רכישת פי גלילות; רווחי מלאי כתוצאה מעלייה במחירי הדלקים; העברת תחנות לניהול החברה; התייעלות תפעוליות; חנויות נוחות; ירידה בהוצאות שכירת תחנות כתוצאה מהצמדת חלק מחוזי השכירות בתחנות לדולר; השיפור בסך הרווח נובע גם מגידול בכמויות המכירה בעיקר במגזר השיווק הישיר. ברבעון הראשון של 2008 המגמה נמשכת.

עלויות המימון תנודתיות בין הרבעונים, בהתאם לשינויים במדד

מרבית הוצאות המימון נובעות מריבית והצמדה למדד על אג"ח א' וההלוואות מהחברה האם. ברבעונים בהם המדד עולה בשיעורים גבוהים יחסית, החברה רשמת הוצאות מימון גבוהות יותר כפי שקרה ברבעונים האחרונים. החברה לא גידרה חשיפה זו, עד כה.

יתרת הוצאות המימון נובעת מבסיס ההצמדה של יתרת החוב הפיננסי בעיקר לפריים: כיום בעיקר הלוואות און-קול ונע"מ אך בשנים 2004-2006 היה מרבית החוב הפיננסי צמוד לפריים והוצאות המימון בגינו לא אופיינו בתנודתיות רבה.

לדלק הכנסות מימון מההלוואה צמודה למדד שהעמידה לקבוצת דלק בע"מ, הלוואה לדלק אירופה בסך 135 מיליון ₪ צמודת מדד, הלוואה למינהל הדלק וכן הלוואות שהועמדו ללקוחות החברה לזמן ארוך בסך של כ-80 מיליון ₪ שבבסיס ההצמדה בהם שונים.

בשנת 2007 תרמה מכירת אמישראל חלק מהותי מהרווח הנקי

מכירת חלקה באמישראל (39%) תרמה לחברה רווח הון ברוטו של כ-124 מיליון ש"ח וכ-91 מיליון ש"ח נטו לאחר מס. רווח זה נזקף לסעיף הכנסות אחרות. יתר ההכנסות האחרות בשנת 2007 (30 מיליון ₪ נוספים) נובעים מהכנסה מדיבדנד מחברת פי גלילות, ומחברות המדווחות לפי שיטת העלות, הכנסות בגין דמי ניהול, רווחי הון מממוש רכוש קבוע, הפרשות לירידת ערך הלוואות ורווחי הון אחרים. סעיף זה תרם כ-10 מיליון ₪ בשנים 2005-2006.

חלקה של דלק ברווחי חברות כלולות נע בין 20-30 מיליון ₪ בשנים האחרונות, ההכנסות אינן תזרימיות

הכנסות מרווחי חברות כלולות בשנים 2005-2007 כוללות בעיקר את החברות הבאות: דלק US (2.4% בשרשור), אמישאגז (39%) ו-טלוס בע"מ (51%). סך הרווח מדלק US בשנים 2004-2007 היה במצטבר כ-40 מיליון ₪, והיתרה בעיקר מרווחי אמישאגז. בעקבות מכירת האחזקה באמישאגז צפויה ירידה ברישום רווחים מחברות כלולות. חלקה של החברה ברווחים אינו תזרימי. במהלך 2007 נרכשו 20% מפעילות דלק אירופה, המאופיינת ברווח התפעולי (פרופורמה) בשיעור נמוך מאוד - כ-1.1%. להערכת מידרוג, בשנים הקרובות לא תהיה תרומה מהותית לתזרימי המזומנים מאחזקה זו.

שיפור ניכר בתזרים מפעולות FFO

הגידול החד ב-EBITDA בשנת 2007 הביא לגידול חד בתזרים מפעולות, FFO. יש לציין כי הוצאות שכר מבוססות מניות אינן תזרימיות. בתוך כך נרשמה עלייה בהוצאה התזרימית למס. ברבעון ראשון 2008 עלה ה-FFO בסך 20 מיליון ₪ ביחס לתקופה המקבילה. הגידול נבע בעיקר מהגידול ב-EBITDA בין התקופות בסך של כ-38 מיליון ₪ ב-EBITDA בין התקופות, זאת בנטרול הפרשה חשבונאית לשכר המנכ"ל. מאידך, חל גידול בהוצאות המימון התזרימיות (20 מיליון ₪). התזרים מפעילות שוטפת CFO, היה חיובי למעט בשנת 2005 אז נרשמה עלייה בלקוחות ועלייה במלאים לעומת מגמה הפוכה בשנת 2006.

דלק, נתוני תזרים, מיליוני ₪

מיליוני ₪	Q1 08 IFRS	Q1 07 IFRS	FY 07 IFRS	FY 07	FY 06	FY 05	FY 04
רווח נקי	28	4	265	260	48	(5)	(10)
EBITDA	100	29	326	310	151	113	123
FFO, תזרים מפעולות	56	36	229	213	43	48	33
CFO, תזרים מפעילות שוטפת	94	6	185	182	149	(205)	54
CAPEX	10	10	55	55	51	53	80
DIV	0	0	0	0	0	0	0
FCF	46	26	174	158	(7)	(5)	(47)

ההשקעות בשנים האחרונות נועדו הן לשימור הקיים והן לשיפורים ביכולות השיווק והתפעול

השקעות החברה בשנים האחרונות נעשו הן לשימור הקיים והן לשיפור: שיפוץ ושדרוג תחנות התדלוק ומתחמי המסחר בהן בממוצע כ-20 מיליון ₪ מדי שנה, כמו כן השקעות לרכישת מיכליות כביש כ-10 מיליון ₪ בממוצע לשנה. השקעות בציד במתחמי התדלוק וברכישת ספינת תדלוק, שאינן פרמנטיות, בסך מצטבר של 62 מיליון ₪.

דלק, נתוני מאזן עיקריים, במיליוני ₪

במיליוני ₪	3.08 IFRS	12.07 IFRS	12.07	12.06	12.05
יתרות נזילות	28	27	27	30	38
לקוחות	1,402	1,337	1,337	1,161	1,261
חייבים	108	64	69	81	107
מלאי	163	185	185	146	159
סך נכסים שוטפים	1,701	1,613	1,617	1,417	1,565
חברות כלולות ומוחזקות	251	254	279	232	193
נכסים פיננסיים זמינים למכירה	97	104			
הלוואות לבעל עניין	210	206	206	189	406

116	79	72	253	263	לקוחות ז"א
227	186	170			הלוואה למנהל הדלק
0	10	10			הלוואה לחברה האם
26	24	23	25	25	נדל"ן להשקעה, נטו
405	397	935	679	668	רכוש קבוע, נטו
			251	250	הוצ' מראש בגין חכירה תפעולית
48	40	352	324	323	מוניטין ורכוש אחר
2,987	2,574	3,664	3,722	3,801	סך נכסים
725	414	300	300	262	אשראי מבנקים
584	461	628	628	625	אשראי מהחברה האם
366	333	443	443	532	ספקים
168	173	249	249	302	זכאים ואחרים
				50	דיבידנד שהוכרז
1,842	1,380	1,620	1,620	1,770	סך התחייבויות שוטפות
		761	761	765	אגרת חוב
385	105	65	65	64	התחייבויות לבנקים ז"א
312	580	201	201	157	התחייבויות לחברה האם ז"א
6	15	52	52	53	הטבות לעובדים והפרשות אחרות
11	14	16	15	17	זכויות המיעוט
430	479	949	1,022	992	הון עצמי
2,987	2,574	3,664	3,722	3,801	סה"כ הון והתחייבויות

עיקר נכסי החברה כוללים לקוחות ורכוש קבוע. יציבות בצרכי ההון החוזר, אם כי הם גבוהים מהממוצע בענף. מימון הנכסים בעיקר באמצעות חוב פיננסי

עיקר נכסי החברה בשנים האחרונות כוללים לקוחות ורכוש קבוע. שיעור הרכוש הקבוע עלה מ-14% מהמאזן בשנת 2006 לכ-25% מהמאזן לאחר רכישת פי גלילות. מרבית עלות רכישת פי גלילות יוחסו לרכוש קבוע, והיתרה בסך 310 מיליון ש"ח לרכוש אחר ומוניטין. (עריכת הדוחות לפי תקני ה IFRS הביאה לסיווג חלק מנכסי פי גלילות כהוצאה מראש בגין חכירה תפעולית). סך ההון החוזר התפעולי (לקוחות בתוספת מלאי ובניכוי ספקים) נע בשנים הנבדקות סביב כ-1.0 מיליארד ש"ח, הגבוה מהמתחרות (כ-700 מיליון ש"ח בממוצע). שיעור ההון החוזר מההכנסות נע בטווח 18%-26%, כאשר ברבעון ראשון נרשמה ירידה בשיעור ההכנסות החברה עקב גידול בהתחייבויות לספקים. צרכי ההון החוזר מושפעים מימי לקוחות, המחושבים מההכנסות נטו ונעים סביב 100 יום, ימי המלאי קרובים לממוצע בענף ונעים סביב כ-14. מימון הנכסים מתבצע בעיקר באמצעות חוב פיננסי, ההון העצמי מממן את הרכוש הקבוע.

12/05	12/06	12/07	03/07IFRS	03/08IFRS	ניתוח נזילות
שנתי	שנתי	שנתי	רבעוני	רבעוני	
114	95	101	111	92	ימי לקוחות
16	14	16	14	12	ימי מלאי
38	31	39	35	40	ימי ספקים
(278)	37	(3)	(58)	(69)	נכסים שוט בניכוי התחייבויות שוט
0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	יחס שוטף
38	30	27	18	28	סך מזומן
1,054	973	1,078	1,008	1,033	הון חוזר תפעולי
26%	22%	22%	25%	18%	הון חוזר תפעולי מתוך ההכנסות
4,042	4,449	4,837	999	1,397	הכנסות
1,261	1,161	1,337	1,214	1,402	לקוחות
159	146	185	127	163	מלאי
366	333	443	332	532	ספקים

איזון בין הנכסים השוטפים לבין ההתחייבויות השוטפות. נזילות טובה יחסית לעומס הפרעונות. נגישות טובה למקורות מימון ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקפים מהותיים

היחס השוטף נע סביב 1.0 כך שסך הנכסים השוטפים מכסה כמעט במלואן את ההתחייבויות השוטפות. הפעילות השוטפת של החברה ממומנת בעיקר ע"י הלוואות לזמן קצר שמקורם מתאגידים בנקאיים ומני"ע מסחריים שהונפקו ע"י החברה האם והמגובים גם באמצעות הקצאת מסגרות אשראי בנקאיים של החברה לטובת ני"ע מסחריים אלו. לפיכך, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות במערכת הבנקאית בהיקפים ניכרים: לתאריך 31.12.07 היו לחברה מסגרות אשראי בנקאיות בהיקף של 1,150 מיליון ₪ מזה ניצלה לאותו תאריך רק 350 מיליון ₪. פרט לכך לחברה נגישות טובה למקורות מימון גם הודות להשתייכותה לקבוצת דלק וגם הודות לנגישותה של החברה עצמה לשוק ההון בישראל שהתבטאה בהנפקת ני"ע מסחריים בשתי פעמים בהיקף כולל של כ-120 מיליון ₪ בחודשים האחרונים. מחצית מהחוב הפיננסי של החברה ליום 31.3.08 הוא לזמן הקצר, ומרביתו מהמערכת הבנקאית בסך כ-360 מיליון ₪ היתר מורכב מחלויות שוטפות של קרן חוב שניתן ע"י החברה האם, מזה כ-266 מיליון ₪ עשויים להיפרע, לחילופין בשנת 2010. מהחברה נמסר כי 133 מיליון ₪ מהם כבר נפרעו למועד הדוח.

פירעונות קרן בשנים 2008-2016

מיליוני ₪	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	סה"כ
קרן לחברה האם	93	80	30	30	30	30				294
קרן לפירעון במהלך 2008 או לחילופין בשנת 2010	133	-	133							266
אג"ח א'		95	95	95	95	95	95	95	95	760
סה"כ	<u>226</u>	<u>175</u>	<u>258</u>	<u>125</u>	<u>125</u>	<u>125</u>	<u>95</u>	<u>95</u>	<u>95</u>	<u>1,640</u>

אחזקות בפעילות באירופה ובאר"ב, ללא השפעה עסקית מהותית, בשיתוף עם דלק פטרוליום. השקעות אלה לא תרמו עד כה דיבידנדים.

האחזקה העיקרית היא דלק אירופה (20%) אשר מוחזקת בשיתוף עם דלק פטרוליום- גובה האחזקה בספרים לתאריך 31.12.07 הוא בסך כ-170 מיליון ₪, מזה הלוואה בסך (קרן) כ-135 מיליון ₪. לחברה אחזקה פיננסית בדלק US (2.44% בשרשור). שוויה בספרי דלק ישראל ליום 31.12.07 כ-45 מיליון ₪ ושווי שוק למועד הדוח כ-80 מיליון ₪. בשנת 2006 נפרעו הלוואות אשר העמידה דלק ישראל בעבר לחברות המוחזקות - דלק US בסך 28 מיליון דולר, ולדלק הונגריה (המחזיקה בה) בסך 41 מיליון דולר.

למשך 4 חודשים במהלך שנת 2007 החזיקה דלק ישראל גם בכ- 25% ממניות חברה זרה המחזיקה בתחנות דלק

ממותגות (RoadChef) באנגליה Delek Motorway Services Limited . יתרת המניות נרכשו ע"י דלק נדל"ן (חברה קשורה). כחלק מהיערכות דלק ישראל להנפקה על פי התשקיף נמכרו ביולי 2007 האחזקות לחברה האם, דלק פטרוליום, בתמורה לעלות ההשקעה- 57 מיליון ₪.

גיוס הון תרם לירידה ביחסי המינוף ולשיפור ביחסי האיתנות. מעל למחצית מהחוב מממן הון חוזר תפעולי
סך החוב הפיננסי לתאריך 31.3.08 הוא כ- 1,872 מיליון ₪, כמחציתו לזמן ארוך ומחציתו לזמן קצר. מקורות החוב כוללים: את המערכת הבנקאית, החברה האם, וכן הנפקת אג"ח (סדרה א') במהלך 2007. החוב למערכת הבנקאית הוא בשיעור כ-20% מהחוב המאזני. יתר החוב מתחלק בחלקים דומים בין החברה האם לבין אג"ח א'. מרבית החוב לחברה האם ולבעלי אג"ח סדרה א' במעמד זהה, והחוב למערכת הבנקאית בכיר יחסית, לנוכח שעבוד המלאי והלקוחות לטובת הבנקים. חלק מהחוב לחברה האם מגובה גם בשעבוד הזכויות בגין הלוואה שהועמדה לקבוצת דלק בע"מ. בתום 2007 חלה עליה בחוב הכולל לסך 2,140 מיליון ₪ לאחר הנפקת אג"ח א'. מאז נפרעו בהדרגה חלק מהאשראים, כך שליום 31.3.08 סך החוב המאזני עומד על כ-1,830 מיליון ₪. בחודשים מאי ויולי 2008 הנפיקה החברה ניירות ערך מסחריים בסך מצטבר של כ-120 מיליון ₪. בסיס ההצמדה של מרבית החוב – מדד. ההון החוזר התפעולי (לקוחות + מלאי בניכוי ספקים) מהווה בין 55%-74% מסך החוב המאזני של החברה.

מיליוני ₪	03/08IFRS	12/07	12/06	12/05
חוב פיננסי	1,872	1,954	1,560	2,006
קאפ	2,853	2,905	2,042	2,438
חוב לקאפ	66%	67%	76%	82%
נכסים פיננסיים (1)	408	403	218	671
חוב נטו	1,464	1,551	1,342	1,336
קאפ נטו	2,445	2,502	1,823	1,767
יחס מינוף נטו	60%	62%	74%	76%
הון חוזר תפעולי (2)	1,033	1,078	973	1,282
חוב בניכוי הון חוזר	839	876	587	725
קאפ בניכוי הון חוזר	1,820	1,827	1,068	1,156
יחס מינוף בניכוי הון חוזר	46%	48%	55%	63%
חוב נטו, בניכוי הון חוזרתפעולי	431	473	368	54
קאפ הטו, בניכוי הון חוזר תפעולי	1,413	1,424	850	486
יחס מינוף נטו ובניכוי הון חוזר	31%	33%	43%	11%
הון עצמי למאזן	26%	26%	19%	14%

(1) נכסים פיננסיים- הלוואה לקבוצת דלק בע"מ בתוספת הלוואה למנהל הדלק
(2) הון חוזר תפעולי- לקוחות בתוספת מלאי ובניכוי ספקים

סך ההון העצמי לתאריך 31.3.08 הסתכם בכ-992 מיליון ₪, המהווה 26% מהמאזן המאוחד. ירידה (30 מיליון ₪) ביחס ל 31.12.07 (IFRS), בעיקר בגין חלוקת דיבידנד לאחר תאריך המאזן (בסך 50 מיליון ₪). ההון העצמי לפי IFRS עלה (70 מיליון ₪), בעיקר עקב שיערוך חלק מאחזקות החברה לפי שווי הוגן, כשהפרשים נרשמו לקרן הון (77 מיליון ש"ח). סך ההון העצמי הוכפל במהלך 2007 לאחר שעלה בשנת 2006, בעיקר כתוצאה מהרווחים בתקופות אלה אשר לא חולקו וכן כתוצאה מהנפקת הון (בסך 180 מיליון ₪). שיעור ההון העצמי מתוך סך הנכסים עלה מכ-14% בתום שנת 2005, לכ-19% בתום שנת 2006 וכ-26% בתום 2007. מקורות ההון העצמי נובעים בעיקר מהנפקות הון ופרמיה, בסך

כולל של כ-500 מיליון ₪, כשליש במהלך 2007. לחברה יתרת רווחים שלא חולקו בסך 382 מיליון ₪.

פירוט החובות לחברות האם, ונכס פיננסי בגין הלוואה לקבוצת דלק בע"מ

- דלק פטרוליום העמידה כהלוואות לדלק ישראל את כל הכספים שגויסו על ידיה בשש הנפקות פרטיות של אג"ח למשקיעים מוסדיים- אג"ח א'-ו', בסך מצטבר של כ-603 מיליון ₪, שהחלו להיפרע בשנת 2006 ופירעון יימשך עד לשנת 2013. יתרתן ל-12.07 היא בסך 560 מיליון ₪, מרביתו צמודה למדד.
- מאידך, דלק ישראל העמידה הלוואות לקבוצת דלק בע"מ בין השנים 1998-2000. קרן ההלוואות 170 מיליון ₪, יתרתן ל-3.08 כ-210 מיליון ₪. זמן הפרעון 2013, הריבית בשיעור 5.85%. זכויות החברה בהלוואה זו שועבדו לבעלי אג"ח א' של דלק פטרוליום משנת 2004, שמועד פירעונו נקבע לשנת 2013. אג"ח זה מובטח גם בערבות קבוצת דלק בע"מ.

שיפור ביחסי הכיסוי כתוצאה מהשיפור ברווחיות ובתזרים המזומנים

כיסוי הוצאות מימון באמצעות ה-EBITDA נמשך 2-3 שנים. יחסי הכיסוי של החוב הפיננסי ע"י ה-EBITDA היו דו ספרתיים בשנים 2005-2006, וירדו לכ-6 שנים במהלך שנת 2007. יחסי הכיסוי של החוב נטו ע"י ה-EBITDA הם 6-8 שנים ב-2005-2006 ומשתפרים לכ-5 שנים במהלך שנת 2007. מגמה דומה נכרת בכל יחסי הכיסוי התזרימיים.

דלק, יחסי כיסוי החוב

מיליוני ₪	Q1 08 IFRS	FY 07	FY 06	FY 05
הוצ' מימון/ EBITDA	2.2	3.2	2.5	1.5
חוב נטו ל-EBITDA מותאמת	3.7	5.2	6.3	8.7
חוב נטו ל-FFO	6.6	7.3	26.6	27.9
חוב נטו ל-CFO	3.9	8.5	7.8	neg
חוב ל-EBITDA	4.7	6.3	10.4	17.7
חוב ל-EBITDA מותאמת	4.7	6.6	8.5	13.1
חוב ל-FFO	8.4	9.2	35.9	42.0
חוב ל-CFO	5.0	10.7	10.5	neg

נכסי החברה משועבדים לטובת חלק מהמממנים

- מלאי הדלקים ותמורתו (חובות הלקוחות) של החברה, סולו, משועבדים, ללא הגבלה בסכום, להבטחת התחייבויות לבנקים העומדות לתאריך 31.12.07 בסך כ-365 מיליון ₪.
- החברה ערבה ישירות כלפי מחזיקי האג"ח שהנפיקה החברה האם ואת תמורתן העמידה BTB כהלוואות לדלק ישראל.
- קיים שיעבוד שוטף שלילי על יתרת הנכסים לבנקים המממנים.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו בניכוי הנחות והיטלים ממשלתיים (בלו) מדוח רווח"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ + הוצאות מימון שהוונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ + הוצאות מימון שהוונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי + פחת + הפחתות + מסים נדחים + זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות + הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים + הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+)ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמש במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר : CTD040808000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס אינבסטורס סרוויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמטודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.