



דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ

פעולת דירוג | יוני 2009

1

מחברות:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

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

אנשי קשר:

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

דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	A1	אופק דירוג: יציב
--------------------	----	------------------

בהמשך לפעולת הדירוג מחודש אפריל 2009, בה הודיעה מידרוג על הצבת אופק שלילי לדירוג האג"ח (סדרה א'), שהנפיקה דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ ("החברה" או "דלק"), מודיעה מידרוג על הורדת דירוג האג"ח מ-Aa3 ל-A1 תוך הצבת אופק דירוג יציב. כמו כן, מידרוג מעניקה דירוג A1 באופק דירוג יציב לגיוס אג"ח בסך כולל שלא יעלה על 800 מיליון ₪ בדרך של הרחבת סדרת האג"ח (סדרה א') ו/או הנפקה של סדרה נוספת אשר תיפרע בשלושה תשלומים שווים בשנים 2012-2014. קרן הסדרה הנוספת אינה צמודה ונושאת ריבית שנתית במרווח מקסימאלי של 3.9% מעל לאג"ח ממשלתי מס' 817 (לא צמוד). תמורת הגיוס תשמש לפירעון חוב בנקאי לזמן קצר ופירעון חלויות שוטפות של אגרות חוב.

הורדת הדירוג נובעת מהערכתנו כי תחול האטה ביחסי כיסוי החוב נטו, ביחס למסגרת שהציבה מידרוג במועד הדירוג הראשוני. הערכתנו נתמכת בצפי לעלייה בצורכי מימון הון חוזר בסביבת מחירי אנרגיה עולים, התפתחות אשר במקביל לגיוס החוב הנוכחי, עשויה להוביל לגידול בחוב הכולל ושחיקת יחסי הכיסוי. להערכת מידרוג, התזרים החופשי של החברה יושפע מהמשך גידול בהיקף ההשקעות בנכסים אשר מכבידים בטווח הקצר על ההוצאות ומהמשך חלוקת דיבידנדים בדומה לאשתקד. כמו כן עלתה אי הוודאות לגבי היקף התזרים שינבע לחברה מאחזקתה בדלק אירופה (20% מהון המניות) אשר תוצאותיה מושפעות ממגמות הביקוש במדינות בנלוקס.

הדירוג A1 נתמך בסיכון עסקי נמוך בתחום הפעילות לנוכח ביקושים יציבים יחסית לאורך זמן וחסמי כניסה גבוהים; נתח שוק מהותי ומיצוב דומיננטי בתחומה; אחזקה במתקני אחסון וניפוק המקנים יתרון אסטרטגי; שיפור ביכולת יצור המזומנים של החברה בשנים האחרונות כתוצאה מהעמקת האחיזה בתחום הקמעונאות ושיפור מתמשך במבנה הבעלות וההפעלה בתחנות התדלוק תוך הרחבה מתמשכת של בסיס הנכסים; יציבות ביחסי המינוף הנמדדים בחוב לקאפ וכן בשיעור ההון למאזן הנע סביב 25%; **גורמי הסיכון העיקריים** בפעילותה של החברה כוללים: צורך בניהול הדוק וקפדני של חובות הלקוחות; מגבלות על יכולת הצמיחה בשל חסמים לפתיחת תחנות חדשות; הוראות רגולטוריות העשויות לגרום להגבלת שיעורי הרווחיות של חברות בענף שיווק הדלקים או לצורך בביצוע השקעות הון; חשיפה לשינויים במדד ותנודות בשערי החליפין ₪/דולר; צורך בשירות חוב נוכח שימוש במנוף פיננסי; חוב מוטא לטווח הזמן הארוך אשר היקף פירעונותיו השנתיים עולה על סך ממוצע מקורות החברה מפעילות, FFO בשנים האחרונות. יחד עם זאת, לחברה נגישות טובה למערכת הבנקאית למרות מגבלת קבוצת לוויים הנובעת מהיותה חלק מקבוצת דלק.

אופק הדירוג היציב נתמך בשיפור הצפוי בגמישות הפיננסית לנוכח ייעוד תמורת הגיוס לפירעון אשראי בנקאי לז"ק. להערכת החברה, לאחר השלמת הגיוס יהיה היקף מסגרות האשראי הבנקאיות הפנויות כ-1.1 מיליארד ₪ לעומת כ-350 מיליון ₪ כיום. נזילות החברה טובה לנוכח יתרות נזילות בסך העולה על היקף פירעונות החוב לז"א בשנה קלנדרית.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 15/6/2009. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 31.3.09 (מיליוני ש"ח)	בסיס הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד ההנפקה	מס' ני"ע
2009-2016	827	מדד	5.1%	8.2007	6360069

התפתחויות עיקריות¹

התזרים התפעולי ברבעון הראשון הושפע לשלילה מקיטון בכמויות המכירה בשיווק הישיר, ועלייה בהוצאות תפעול תחנות. הכנסות מעסקאות לגידור עלות המכר נזקפות לסעיפי המימון

בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, פחת התזרים התפעולי (EBITDA) כתוצאה משתי מגמות עיקריות: האחת הינה קיטון בכמויות המכירה במגזר השיווק הישיר, כתוצאה מהחמרת מדיניות חיתום אשראי לקוחות. השפעה זו הסתכמה בכ- 20 מיליון ש"ח, ועשויה להתמתן, להערכת החברה, לנוכח גידול צפוי בכמויות המכירה במגזר מתחמי התדלוק וכן במסגרת מכרזים שהחברה בהם זכתה החברה לאחרונה. השפעה נוספת על ה- EBITDA נבעה מגידול בהוצאות התפעול של מגזר מתחמי התדלוק כתוצאה מגידול בבסיס הנכסים ועלייה בשיעורי הפעלה עצמית של תחנות. העמקת האחיזה בנכסים הנרכשים לאורך זמן צפויה להביא להבשלתם ולגידול בתרומתם לתזרים התפעולי. יש לציין כי הכנסות מפעילות גידור עלות המכר לשינויים בשע"ח דולר/ש"ח נזקפו להכנסות מימון ומסתכמות בכ- 9.0 מיליון ש"ח.

3

דלק מאוחד, נתוני רווחיות ותזרים במיליוני ש"ח

	FY 07	FY 08	Q1 08	Q1 09	
הכנסות	4,837	5,813	1,397	856	
רווח גולמי	667	670	188	174	
רווח גולמי %	13.8%	11.5%	13.4%	20.3%	
הוצאות מכירה	327	359	86	99	
הוצאות הנה"כ	79	91	20	28	
רווח תפעולי	261	220	82	48	
רווח תפעולי %	5.4%	3.8%	5.8%	5.6%	
EBITDA	326	298	100	66	
הוצאות מימון, נטו	79	109	45	1	
רווח נקי	265	58	28	38	
FFO	229	151	56	49	
CFO	185	177	94	101	
CapEx	55	81	10	99	
Div	0	50	0	0	

עלייה בהשקעות ברכוש קבוע

סך ההשקעות ברכוש קבוע רבעון עלו על ההיקף הממוצע עקב עסקאות לרכישת זכויות בעלות בשתי תחנות גדולות יחסית, בסך כולל של כ- 80 מיליון ש"ח.

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום דוח דירוג קודם באפריל 2009 הניתן לצפייה באתר מידרוג www.midroog.co.il

לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים

לחברה אין מדיניות לחלוקת דיבידנדים, ובשנים 2005-2007 לא חילקה דיבידנדים. בשנת 2008 חולקו כ-50 מיליון ₪ ובשנת 2009 חולקו עד כה כ-25 מיליון ₪. להערכת מידרוג, צורכי המימון של החברה האם גוזרים חלוקת דיבידנד רחבה יותר מזו שבוצעה בעבר. יתרת העודפים לחלוקה ליום 31.3.09 הינה כ-418 מיליון ₪.

יציבות בהיקף החוב נטו וביחסי המינוף והאיתנות לצד האטת יחסי הכיסוי

סך החוב הפיננסי ליום 31.3.09 הסתכם בכ-2,324 מיליון ₪, ובניכוי מזומנים ושווי מזומנים ונכסים פיננסיים (הלואה לקבוצת דלק, הלואה למנהל הדלק) עמד החוב נטו על כ-1,499 מיליון ₪, בדומה להיקפו ביום 31.12.08. יחס החוב נטו לקאפ נטו נותר כ-60%.

דלק מאוחד, נתוני איתנות ומינוף במיליוני ₪

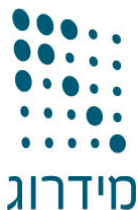
12/07	12/08	3/08	3/09	
1,954	2,193	1,872	2,324	חוב פיננסי
404	701	407	825	מזומן, שווי מזומן ונכסים פיננסיים
1,551	1,492	1,465	1,499	חוב נטו
1,022	1,024	975	1,018	הון עצמי
3,721	3,835	3,802	4,096	סך נכסים
61%	60%	60%	60%	חוב נטו לקאפ נטו
27%	27%	26%	25%	הון/סך נכסים

דלק מאוחד, יחסי כיסוי החוב הפיננסי באמצעות תזרים המזומנים

12/07	12/08	3/08	3/09	
4.8	5.0	3.7	5.7	חוב נטו / EBITDA
6.8	9.9	6.6	7.6	חוב נטו / FFO
6.0	7.4	4.7	8.8	חוב / EBITDA
8.5	14.5	8.4	11.8	חוב / FFO

מסגרות אשראי פנויות תומכות ביכולת הפירעון של החברה

לאחר השלמת הגיוס המתוכנן ינבעו מרבית מקורות המימון של החברה מאג"ח, תוך הסטת אשראי בנקאי לזמן קצר לחוב ארוך טווח. בהתחשב בגיוס החדש המתוכנן ובהרחבת הסדרה שבוצעה בחודש אפריל השנה, צפוי היקף הפירעונות השנתי הממוצע בשנים הקרובות לעמוד על כ-250-300 מיליון ₪ בכל שנה. זהו עומס פרעונות גבוה יחסית, אשר עולה על היקף התזרים החופשי, וצפוי להגדיל את תלותה של החברה במסגרות האשראי הקיימות כיום ובמחזור חוב בשוק ההון. כאמור, בכוונת החברה להשתמש בתמורת ההנפקה לצורך הקטנת אשראי בנקאי לזמן קצר, וכך להגדיל את הגמישות הפיננסית של החברה. להערכת החברה היקף המסגרות הפנויות יעמוד לאחר השלמת הגיוס על כ-1,150 מיליון ₪ לעומת כ-350 מיליון ₪ כיום. המסגרות אינן חתומות והנהלת החברה מעריכה כי ימשיכו להתחדש מעת לעת. החברה שיעבדה לטובת מממנים יתרות מלאי ולקוחות וכן נכס פיננסי (הלואה לקבוצת דלק בע"מ). לחברה התחייבות בפני הבנקים לשעבוד שלילי על הרכוש הקבוע.



למועד הדוח ממשיכה החברה להחזיק ביתרות נזילות, בהיקף העולה על החלויות השוטפות ל-12 החודשים הקרובים. להערכת מידרוג, החברה הוכיחה עד כה נגישות טובה יחסית למערכת הבנקאית בישראל, מצב הניכר בעלויות המימון ובהיקף מסגרות האשראי. יחד עם זאת, על החברה חלות מגבלות קבוצת לווים, מעצם השתייכותה לקבוצות דלק.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור אופק הדירוג

- קיטון מהותי ולאורך זמן בנטל החוב הפיננסי, אשר יתרום לשיפור ביחסי כיסוי החוב.

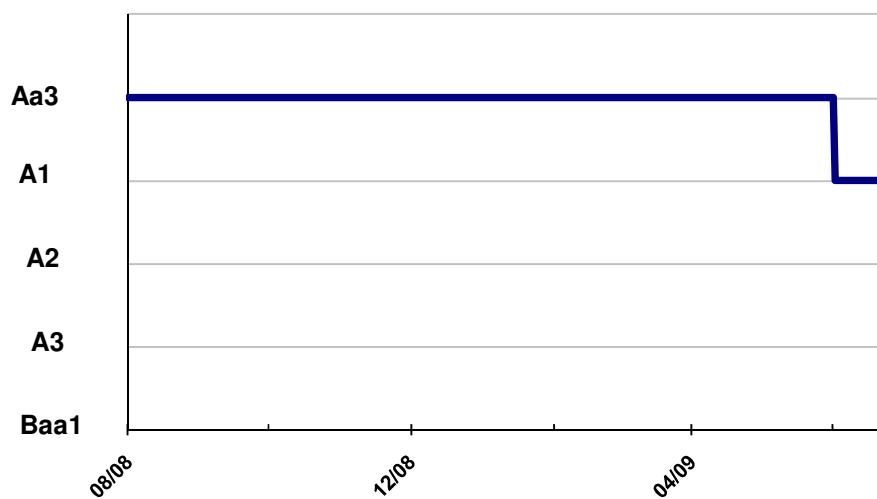
גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- עלייה ביחס כיסוי החוב נטו ל-EBITDA מעל 6.0 שנים. החוב הפיננסי נטו מחושב לפי חוב פיננסי במאזן אחרון, בניכוי הלוואה לקבוצת דלק בע"מ, בניכוי הלוואה למנהל הדלק, ובניכוי יתרות נזילות.
- חלוקת דיבידנד שתעלה על 50% מהרווח הנקי השנתי.
- השקעות שיש בהן להגדיל מהותית את רמת הסיכון המאפיינת את פעילות החברה וחברות המוחזקות על ידה.

אודות החברה

דלק עוסקת בעיקר בשיווק ומכירה של בנזין וסולר ללקוחות פרטיים, לציי רכב וללקוחות סטונאיים בישראל. כמו כן, משווקת החברה סולר ובנזין לחברות דלק קטנות יותר, באמצעות ארבעה מתקני אחסון וניפוק אשר הגדול והעיקרי שבהם מצוי באשדוד. בנוסף לחברה אחזקות בשיעור של 20% בחברה בדלק אירופה הפועלת בשיווק הדלקים במדינות בנלוקס ואחזקה פיננסית ב-Delek US (כ-2.4%), העוסקת בזיקוק ושיווק דלקים בארה"ב. מניות החברה הונפקו בבורסה לני"ע בתל אביב באוגוסט 2007, בעלת השליטה הינה קבוצת דלק בע"מ (86%) באמצעות חברת הצינור דלק פטרוליום בע"מ.

היסטוריית הדירוג



רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושוי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמשת 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 שאליה 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: CTD040609800M

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") 2009

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 לסיכונים 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 שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.