



קבוצת דלק בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2009

1

מחברים:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה

einat@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

קבוצת דלק בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	אג"ח (סדרה ל')
------------------	----	----------------

וועדת הדירוג של מידרוג אישרה מתן דירוג A1 באופק דירוג יציב לאג"ח (סדרה ל') בסך של עד 350 מיליון ש"ח שתגייס קבוצת דלק בע"מ ("החברה") במסגרת סדרה חדשה של אג"ח להמרה שקלית. קרן האג"ח תיפרע בתשלום אחד בשנת 2013 (מח"מ של כ-3 שנים). לפחות מחצית מתמורה הגיוס החדש מיועדת ליתרות הנזילות של החברה. אישור זה מתווסף לתוספת חוב בסך של עד 300 מיליון ש"ח שאושרה לחברה בדירוג A1 בחודש מאי 2009 ונוצלה בחודש יולי 2009.¹ הדירוג A1 ואופק הדירוג היציב חלים גם על סדרות האג"ח במחזור המדורגות על ידי מידרוג.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 13/8/2009. 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.

להלן סדרות האג"ח במחזור עליהן חל הדירוג:

שנת פרעון הקרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח יולי 2009	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. במיליוני ש"ח יולי 2009	מועד הנפקה ראשוני	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2010	67	מדד	5.25%	60	12/2004	לא סחיר	ו'
2008-2011	59	מדד	3.95%	52	3/2005	לא סחיר	ז'
2011	56	מדד	4.05%	51	9/2005	לא סחיר	ח'
2010	18	מדד	4.60%	17	12/2005	לא סחיר	ט'
2012	30	מדד	4.85%	28	12/2005	לא סחיר	י'
2018	382	מדד	5.40%	357	7/2006	לא סחיר	יא'
2015-2017	642	מדד	5.35%	596	11/2006	לא סחיר	יב'
2013-2014, 2019-2021	997	מדד	4.60%	913	3/2007	1105543	יג'
2018	119	-	8.5%	119	7/2009	לא סחיר	יד'
2015-2017	548	-	8.5%	548	7/2009	לא סחיר	טו'
2019-2021, 2012	542	מדד	4.50%	500	6/2007	1106046	כב'
2011-2014	1,377	מדד	4.75%	1,314	10/2007	1107465	כג'

להלן השיקולים העיקריים לדירוג: תיק אחזקות בעל גיוון ופיזור גבוהים על בסיס ענפי וגיאוגרפי; סיכון ענפי ממוצע של תיק האחזקות; אחזקה גבוהה ומבוצרת במוחזקות, חלקן חברות ציבוריות, המקנה שליטה בפועל ותורמת לגמישות העסקית והפיננסית; אחזקות ליבה בעלות מעמד תחרותי בולט לטובה בתחומן, בהן דלק רכב, דלק אנרגיה ודלק ישראל; אסטרטגיה ממוקדת ועקבית תוך מעורבות גבוהה של המטה בניהול המוחזקות; תלות גבוהה יחסית בתזרימי המזומנים העולים מדלק רכב - אשר אחראית למחצית מהכנסות המטה בשנים האחרונות. זאת ועוד, פוטנציאל חלוקת העודפים מצד הפניקס אחזקות נחלש בתקופה האחרונה נוכח מגבלות רגולטוריות; הפניקס ביטוח עומדת בפני אתגרים משמעותיים של השבחת הפעילות והרווחיות; יחס מינוף חברות המטה לשווי התיק המותאם ערב הגיוס הנוסף מוערך בכ-50%. הכללת תמורת הגיוס המתוכנן בצד החוב ובצד ההשקעות תשמור על יחס מינוף בשיעור דומה - סביר לרמת הדירוג הנוכחית; רמת נזילות סבירה ביחס לצורכי שירות החוב בזמן הקצר. בטווח הזמן הבינוני והרחוק, ובעיקר בשנים 2011-2013 לחברה עומס פרעונות גבוה יחסית והיא נסמכת - בנוסף לדיבידנדים השוטפים, על מחזור חוב או

¹ ראה דוח אנליטי מחודש מאי 2009 באתר מידרוג www.midroog.co.il

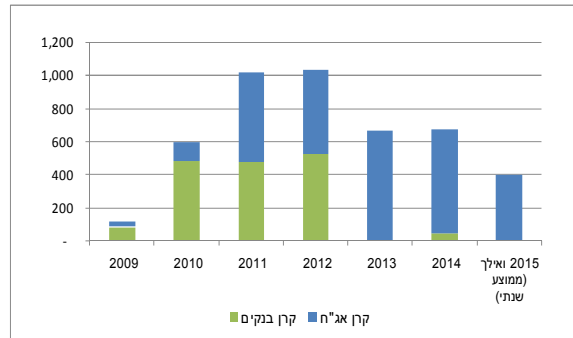


מידרוג

מימוש נכסים כמרכיב מהותי במקורות המימון; גמישות פיננסית מוגבלת נוכח מגבלת קבוצת לוויים ושעבוד של מרבית הנכסים; מבנה האחזקות בקבוצה גוזר נחיתות למחזיקי האג"ח של החברה במפל הקדימויות בקבוצה, נוכח אג"ח וחוב בנקאי בחברות בנות בבעלות מלאה המוחזקות על ידי החברה; תגלית תמר 1 וסימני התגלית בדלית 1 השביחו במידה ניכרת את נכסי החברה בתחום הקידוחים בישראל, ומהווים פוטנציאל לתזרימים חזקים בעתיד. עם זאת, עד להוכחה כללית מלאה של הפוטנציאל ויישומו, נדרשות השקעות מהותיות וקיימת מידה רבה של אי וודאות.

אופק הדירוג היציב נתמך ברמת הנזילות הגבוהה ובמדיניות החברה לשמור על יתרות מזומנים משמעותיות לאורך זמן.

להלן לוח הסילוקין לחוב הפיננסי של החברה וחברות המטה (לפני תוספת החוב הנוכחית) בשנים הבאות (במיליוני ש"ח):



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הבשלת אחזקות משמעותיות, המצויות בשלבי צמיחה או השבחה, לכדי אחזקות בשלות ומניבות תזרימים פרמננטיים משמעותיים.
- שיפור משמעותי ומתמשך ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית, תוך מדיניות לשמירה על יתרות מזומן מהותיות לאורך זמן.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על יתרות נזילות בהיקף מהותי, ולפחות בקירוב לרמה היתרות החופשיות במאזן ליום 31/3/2009, בתוספת כמחצית מתמורת הגיוס המתוכנן.
- גידול בהיקף החוב אשר יוביל לעלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לטווח של 50%-55%.
- היחלשות מתמשכת בפעילות של אחזקות ליבה, בתוצאותיהן הפיננסיות או ביכולתן לחלק דיבידנדים.
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית שתפגע ביחסי האיתנות של החברה או המוחזקות.

אודות החברה

קבוצת דלק הינה חברת אחזקות המחזיקה בשליטתה במגוון חברות בתחומי פעילות שונים בישראל ובחו"ל, תוך התמקדות בתחום האנרגיה והתשתיות. החברה פועלת בכל שרשרת הערך של תחום האנרגיה: קידוח והפקת נפט וגז טבעי, זיקוק נפט, שיווק דלקים ומוצרים אחרים במתחמי תדלוק ומסחר וכן בתחום התשתיות (התפלת מים והפעלת תחנות כוח). כמו כן לחברה אחזקות בתחום שיווק כלי רכב, ביטוח, פיננסים ובייכמייה. פעילות קבוצת דלק נפרסת על פני ישראל, ארה"ב ואירופה. החברה פועלת באמצעות שתי חברות בנות בבעלות מלאה: דלק פטרוליום בע"מ ("דלק פטרוליום") חברת אחזקות פרטית (מדווחת) בבעלות מלאה, המרכזת תחתיה את האחזקות בפעילות הדלקים בישראל ובחו"ל ודלק השקעות ונכסים בע"מ ("דלק השקעות ונכסים") - חברת אחזקות פרטית בבעלות מלאה המרכזת תחתיה את האחזקות הנותרות של החברה, לרבות דלק מערכות אנרגיה בע"מ ("דלק אנרגיה", 87.9%) ודלק רכב בע"מ ("דלק רכב", 54.2%) - שתיהן חברות ציבוריות, וכן דלק קפיטל בע"מ ("דלק קפיטל", 94%), המחזיקה ביחד עם דלק השקעות ונכסים בכ-55.1% בהון המניות של הפניקס אחזקות בע"מ ("הפניקס אחזקות"). המחזיקה בבעלות מלאה בפניקס חברה לביטוח בע"מ ("הפניקס ביטוח"). דלק קפיטל מחזיקה גם במלוא הון המניות של Republic Companies Group Inc ("רפבליק"), חברת ביטוח אמריקאית הפועלת בעיקר בתחום ביטוח רכוש במספר מדינות בארה"ב. דלק השקעות ונכסים מחזיקה בבעלות מלאה בדלק תשתיות בע"מ המחזיקה 49.8% מהון המניות של IDE Technologies Ltd ("IDE") הפועלת בתחום הקמה והפעלה של מתקני התפלה בישראל ובעולם וב-100% מהון המניות של אי.פי. פי דלק אשקלון בע"מ המפעילה תחנת כוח פרטית לייצור חשמל בהיקף של 80 מגאוט, המספקת חשמל בעיקר למתקן ההתפלה באשקלון. עד לאחרונה החזיקה החברה גם ב-79.92% מהון המניות של דלק נדל"ן בע"מ ("דלק נדל"ן"). בחודש מאי 2009 השלימה החברה מהלך בו חילקה את עיקר מניות דלק נדל"ן שבידה כדיבידנד לבעלי המניות ונתרה עם אחזקה של 5% בדלק נדל"ן. בעל השליטה בחברה ובעל המניות העיקרי הינו מר יצחק תשובה המחזיק כ-64% מהון המניות וכ-66% בזכויות ההצבעה.

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 ושווי 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 בציוד, 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) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* Free Cash Flow (FCF)

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

סולם דירוג התחייבויות:

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות 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 לפדיין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיין קרן או ריבית.	C	

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 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: CHDG010809350M

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 פסיקה 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 צריכה 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 שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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. בו 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.