



"דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

מעקב | אוגוסט 2013

1

מחברים:

עמית ברון, אנליסט
amitb@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

"דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

דירוג סדרות	Baa1	אופק דירוג: חיובי
-------------	------	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 תוך שינוי אופק הדירוג מיציב לחיובי לאגרות החוב (סדרות א' -ד') שהנפיקה "דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ" ("דלק ישראל" או "החברה").

הדירוג חל על סדרות האג"ח במחזור כדלקמן:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/03/2012 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	6360069	08/2007	5.1%	צמוד מדד	798	2013-2016
ב'	6360127	06/2009	משתנה *	לא צמוד	189	2013-2014
ג'	6360150	05/2011	משתנה **	לא צמוד	222	2014-2018
ד'	6360168	05/2011	6.6%	לא צמוד	106	2013-2016

* שיעור הריבית שנושאות איגרות חוב ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 3.6%.
** שיעור הריבית שנושאות איגרות חוב ממשלתיות מסוג "ממשל 520", בתוספת מרווח שנתי של 2.1%.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

החל משנת 2012 החברה מיישמת מהלכים התומכים באסטרטגיה להקטנת מינוף. מיום 31.12.2011 ועד ליום 31.03.2013 הורידה החברה את היקף החוב נטו בכ- 700 מיליון ₪. החברה צפויה להמשיך באסטרטגיה זו ולהקטין את רמת החוב נטו בכ-175 מיליון ₪ נוספים עד לתום שנת 2014. הקיטון ברמות החוב הנו תוצאה של החזר הלוואה מקבוצת דלק בתחילת שנת 2013, הקטנת ימי אשראי לקוחות במגזר השיווק הישיר, מעבר לתהליך סליקה עצמית חלף סליקה חיצונית ומימוש נכסים שאינם בליבת פעילות החברה. הצפי לקיטון נוסף ברמות החוב עד לתום שנת 2014 נסמך על פירעון הלוואה אשר ניתנה לדלק אירופה וקיימת לפירעונה ערבות בלתי חוזרת של קבוצת דלק (A1 יציב) וכן מהמשך מימוש נכסים שאינם בליבת פעילות החברה. יש לציין כי חלק מהורדת נטל החוב האמורה נלקחה בחשבון בקביעת הדירוג במועד המעקב הקודם. **אופק הדירוג החיובי** נתמך בהערכת מידרוג, כי בטווח הבינוני תציג החברה שיפור ביחסי הכיסוי ובמדדי המינוף אשר תואמים דירוג A3, כך שתציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDAR בטווח של 8-9. השיפור האמור הינו בעיקר על רקע המשך המגמה המתמשכת של קיטון בחוב הפיננסי (חלף מדיניות מיחזור חוב בשנים עברו) ופוטנציאל לשיפור מתון ברווחיות. העלאת דירוג עשויה לבוא לידי ביטוי בכפוף לכך שנגיע למסקנה כי היחסים הפיננסיים שיושגו יהיו עמידים לאורך זמן. להערכת מידרוג, עדיין קיימת אי ודאות מסוימת לגבי מימוש מלא של התוכנית האסטרטגית של החברה, היקף ועיתוי תקבולים ממימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות וחסימים רגולטוריים כגון הידוק הפיקוח בתחום הסולר. כל זאת, במקביל לסיכונים האינהרנטיים של ענף הפעילות של החברה, הכוללים צורכי הון חוזר תנודתיים, המושפעים בעיקר ממחירי הדלקים בעולם והתחרות העזה הנרשמת במגזר מתחמי התדלוק.

בחודש אפריל 2013 פרסמה קבוצת דלק הצעת רכש ל-13.1% ממניות דלק ישראל וזאת- בתמורה לסך של כ-157 מיליון ₪. בעקבות הצלחת הצעת הרכש, החל ממאי 2013 דלק ישראל הינה חברה פרטית מדווחת.

תוצאות החברה בשנת 2012 נחלשו במקצת ביחס לשנת 2011, בשל ההפחתה המשמעותית שחלה במרווח השיווק. ברבעון הראשון של 2013 בנטרול רווחי/הפסדי מלאי, החברה הציגה שיפור של כ-2.6% במרווח התפעולי ברבעון.



הראשון של 2013 מול הרבעון המקביל אשתקד. לצד שיפור מהותי ברווחיות מגזר השיווק הישיר, החברה רשמה שחיקה ברווחי מגזר מתחמי התדלוק נוכח הירידה ברווחי המלאי ברבעון ושחיקת מחירי הסולר על רקע התחרות בענף. עם זאת, בנטרול הירידה ברווחי המלאי ברבעון, רשמה החברה גידול של כ-3 מיליון ₪ ברווחי המגזר. מנגד, נרשמה התייעלות תפעולית, אשר קוזזה ע"י עלייה בהוצאות האנרגיה, שכר העובדים (עקב עליית שכר המינימום) והארנונה. במגזר ניפוק הדלקים החברה הציגה שחיקה ברבעון הראשון של 2013 לעומת התקופה המקבילה אשתקד אשר מיוחסת לקטון בהיקף הפעילות.

הדירוג נתמך במעמדה העסקי החזק של החברה בענף שיווק הדלקים. החברה מאופיינת בפריסה ארצית רחבה של תחנות התדלוק, שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית והחזקה אסטרטגית במסופי האחסון והניפוק של "פי גלילות". ענף שיווק הדלקים מאופיין בסיכון בינוני. מחד, הענף מאופיין בביקושים יציבים יחסית ובחסמי כניסה גבוהים, מאידך, הענף מושפע מרגולציה גבוהה, מהשקעות הוניות כבדות. הוצאות אלו נרשמו (בין היתר) לאור דרישות איכות סביבה ומתחרות עזה במתחמי התדלוק. תחרות זו התעצמה בשל כניסת רשתות קטנות. בנוסף, התחרות על מיקומי תחנה אטרקטיביים הביאה לכריתת הסכמי שכירות ארוכי טווח, המקשים על התאמה מהירה של עלויות המכירה וההפעלה לשינויים בסביבה העסקית.

דלק ישראל - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	Q1 2012	Q1 2013	
4,290	5,136	6,254	6,624	1,596	1,699	הכנסות, נטו
736	775	758	748	184	179	רווח גולמי
225	189	132	125	26	22	רווח תפעולי
30.6%	24.4%	17.5%	16.7%	14.3%	12.6%	רווח תפעולי / רווח גולמי
112	113	111	101	27	21	הוצאות מימון נטו
95	60	18	24	0	-2	רווח נקי
401	244	36	68	297	398	יתרות נזילות
2,435	2,672	2,700	2,344	3,021	2,333	חוב פיננסי ¹
2,034	2,428	2,664	2,276	2,724	1,935	חוב פיננסי נטו ¹
1,099	1,095	1,112	1,144	1,108	1,145	הון עצמי
23.9%	22.6%	22.2%	24.1%	20.7%	24.3%	הון עצמי למאזן
299	270	219	215	49	46	EBITDA
220	125	67	77	19	39	FFO
44	(9)	(72)	456	(17)	62	CFO
(239)	(218)	(167)	(104)	(23)	(24)	CAPEX
(25)	(25)	(10)	0	0	0	DIV
8.1	9.1	10.4	9.6	11.8	9.6	חוב פיננסי ברוטו/EBITDA ²

¹ חוב פיננסי מוצג בניכוי הלוואה למינהל הדלק.

² יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמות חכירה תפעולית. חוב פיננסי לצורך יחסי הכיסוי מחושב בקיזוז הלוואה למינהל הדלק.

7.2	8.6	10.3	9.4	11.0	8.6	חוב פיננסי נטו/EBITDA ²
11.3	16.9	22.4	19.4	30.2	17.5	חוב פיננסי ברוטו/FFO ²
10.1	15.9	22.2	19.0	28.1	15.6	חוב פיננסי נטו/FFO ²
1.1	1.1	0.7	0.8	0.5	0.7	רווח תפעולי/הוצאות מימון ³

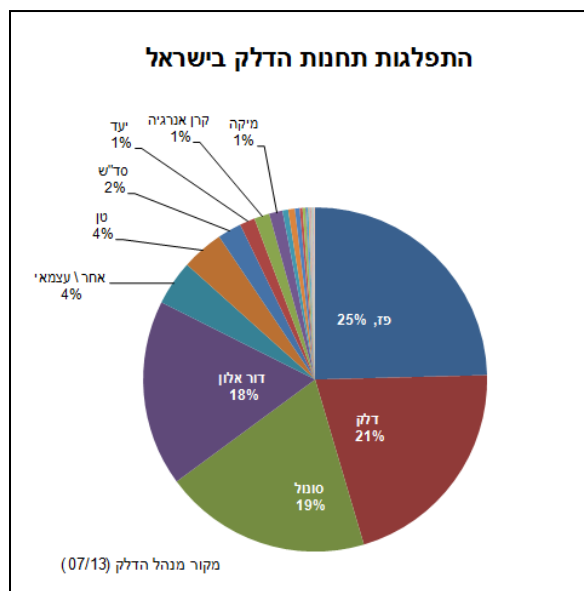
דלק ישראל - נתונים על תחנות תדלוק וחנויות נוחות (סוף תקופה)

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	Q1 2012	Q1 2013	
244	246	246	242	243	244	מספר תחנות תדלוק
132	162	187	192	191	195	מספר חנויות נוחות

פירוט גורמי מפתח בדירוג

נוכחות חזקה בפריסה ארצית, אחזקה אסטרטגית במתקן פי גלילות, בענף בעל רמת סיכון בינונית

החברה הינה משווקת הדלקים השנייה בגודלה בישראל, נהנית ממיצוב עסקי גבוה, מאופיינת בנתח שוק (תחנות) משמעותי של כ-21%. נכון לחודש 03/13 החברה פועלת באמצעות כ-244 תחנות תדלוק בפריסה ארצית. החברה עוסקת גם בקמעונאות מזון, באמצעות כ-195 חנויות נוחות בתחנות הדלק במותג "מנטה". המיצוב העסקי מתבסס על פריסה ארצית רחבה של תחנות הדלק, שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית (כ-80%), מיצוב גבוה של רשת חנויות הנוחות במותג "מנטה", תוך פוטנציאל גידול במספר חנויות הנוחות. בשנת 2007 החברה רכשה את פי גלילות ובכך



הקנתה לעצמה יתרון יחסי, המתבטא במתן גמישות ויעילות בשירותי אחסון וניפוק, כבסיס תשתיתי לפעילות שיווק הדלקים, לצרכים עצמיים ולמכירה לחברות מתחרות וחברות אחרות. מידרוג רואה יתרון אסטרטגי באחזקתה של דלק ישראל במתקני פי גלילות, לאור שטח האחסון הגדול ומיקומו המרכזי של המתקן באשדוד, המוזיל את עלויות הובלת הדלק.

ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בביקוש קשיח וחסימי כניסה גבוהים, הנובעים מהרגולציה הכבדה על רישוי תחנות דלק חדשות, מרמת השקעות גבוהה וריתוק אשראי בהיקפים מהותיים, המקבל ביטוי בעיקר במגזר השיווק הישיר. הענף מאופיין בצמיחה מתונה של הביקושים לדלקים שפוצתה עד כה

בפיתוח תחום חנויות הנוחות. הענף בישראל מתאפיין ברמת תחרות גבוהה, אשר קיבלה את ביטוייה בשנים 2009-2011 בתחרות חריפה על מחירי הסולר ובמתן הנחות על מחירי המזון, במאבקים על חוזי הפעלה של תחנות תדלוק

³ לחברה הכנסות מימון ניכרות, ממוצע הכנסות המימון של החברה בשנים 2010-2012 הינו כ- 60 מיליון ₪.



ועל קרקעות למתחמי תדלוק ובתחרות גוברת בענף על קהל ציי הרכב ומועדוני צרכנים. במהלך שנת 2012, עם הטמעת השלכות הורדת מרווח השיווק, התמתנה רמת התחרות בענף והערכתנו היא כי מגמה זו צפויה להימשך בטווח הזמן הקצר - הבינוני. בהמשך למגמות שנת 2012, אנו מניחים צמצום בהיקף ההשקעות של השחקניות בענף וירידה ברמת המינף.

תכנית ההתייעלות הכללית ושיפור בתוצאות מגזר השיווק הישיר מיתנו את השחיקה ברווחיות התפעולית של מגזר מתחמי התדלוק והמסחר

בהמשך להורדת מרווח השיווק, נראה כי במהלך שנת 2012 החברה חוזרת לרווח דומה לשנת 2011 וזאת - כתוצאה מצעדי נגד שבהם נקטה החברה, הכוללים צמצום משמעותי בהנחות לציי רכב ומועדוני צרכנים, צמצום בכוח אדם וייעול תהליכים לוגיסטיים. להערכת מידרוג, לא צפויה חזרה לרמות רווחיות של השנים 2009-2010. לצד מהלכי התייעלות בהם נקטה החברה, הרווח התפעולי הושפע לרעה מגידול בעלויות המכירה והשיווק, קרי שכירות, ארנונה, שכר עבודה, חשמל הוצאות לטובת איכות סביבה וכיו"ב. הוצאות האחזקה והשכירות בתחנות עלו בין השנים 2011 ל-2012 בסך של כ- 20 מיליון ₪ וכשיעור מהרווח הגולמי עלו מ- 33% ל-37%, העלייה בהוצאות השכירות היא תוצאה של תחרות בענף על חידוש חוזי הפעלה של תחנות בשנים קודמות, להערכת מידרוג, הוצאות אלו מהווה משקולת, במיוחד בעיתות של הידוק הרגולציה והתחזקות התחרות בענף. בנוסף, החברה רשמה בשנת 2012 הוצאות חומ"ס בסך 9 מיליון ₪ כתוצאה מפשיטת רגל של מספר לקוחות וזאת- בדומה לחומ"ס בשנת 2011 בסך 10 מיליון ₪ סכומים אלה מהווים כ-7% מסך הרווח התפעולי. נדגיש כי קיימת חשיפה ללקוחות מוסדיים גדולים בתחום השיווק הישיר.

5

החברה הציגה רווח תפעולי של כ- 125 מיליון ₪ (16.7% רווח תפעולי/רווח גולמי) ו- 132 מיליון ₪ (17.5% רווח תפעולי/רווח גולמי) לשנת 2012 ולשנת 2011, בהתאמה יש לציון כי תוצאות החברה לשנת 2012 הושפעו מתוצאות חזקות ברבעון השלישי, אשר ניתן ליחס לגידול בנפח מכירת הדלקים והפעילות הקמעונאית הנלווה.

מגזר מתחמי תדלוק ומסחר הנו מחולל ההכנסות הגבוה ביותר של החברה. החל משנת 2009, נראה כי רווחיות המגזר הנה במגמת ירידה בעקב נוכח התחרות העזה ורפורמת מרווח השיווק, אשר גרמו לשחיקת מרווחים, הן בבנזין והן בסולר והעלייה במחירי שכירות התחנות, ותקורות אחרות כגון שכר, מים, חשמל, ארנונה אגרות שילוט והוצאות איכות סביבה. לאור האמור לעיל, שיעור הרווחיות התפעולית של מגזר מתחמי התדלוק והמסחר נשחק, מרמה של כ- 83 מיליון ₪ (14.1% מהגולמי) בשנת 2011 לכ- 66 מיליון ₪ (11.2% מהגולמי) בשנת 2012 וזאת - בהמשך לשחיקה מתמשכת בשיעור הרווח התפעולי לרווח הגולמי, כתוצאה משחיקת המרווחים ומעלייה בהוצאות התפעול, כאחוז מהרווח הגולמי. ברבעון הראשון של שנת 2013 נרשם רווח תפעולי בסך 13 מיליון ₪ לעומת 16 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. עם זאת, בנטרול הירידה ברווחי המלאי, עלה הרווח התפעולי במגזר זה בכ 3 מיליון ₪.

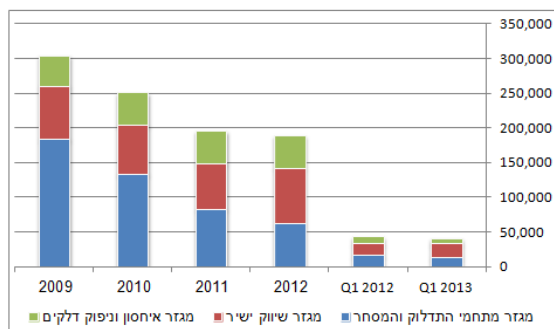
לצד הוצאות תחזוקה ושכירות גבוהות יחסית, קיימת במגזר מתחמי התדלוק והמסחר תחרות עזה, המקבלת ביטוי בשחיקה במרווחי הסולר, לאור אסטרטגיית תפיסת נתח שוק של רשתות ה- HEAVY DISCOUNT אשר להן מבנה הוצאות גמיש. החברה מנסה להתמודד עם מגמה זו במגוון אמצעים שיווקיים, הנותנים מענה נקודתי באזורים אשר בהם טעם הצרכנים מוטה מחיר. מישור נוסף אשר תורם לרווחיות הינו תחום חנויות הנוחות אשר הכנסותיו גדלו בשיעור 11% בין השנים 2011-2012. פעילות זו בעלת תרומה גבוהה יותר ברווחיות המגזר.

ככלל, החברה מציגה רווחיות סבירה בלבד יחסית לענף, בעיקר לאור ביצועי מגזר מתחמי התדלוק והמסחר, בו קיימת רמת תקורות גבוהה ומגזר קמעונאי מתון. להערכת מידרוג, החברה תוסיף להתמודד עם אתגרים רבים במגזר זה אשר מהווים חסם לחזרה לרווחיות אשר הציגה בעבר.

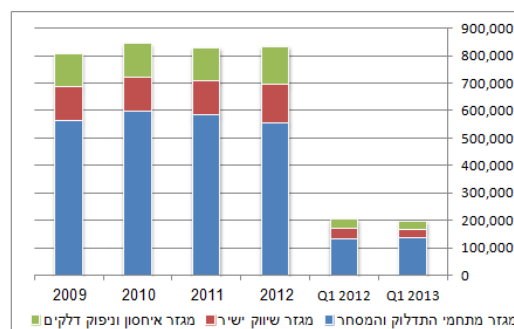
החברה הינה מוטת שיווק ישיר (כ-44% מסך המכירות במאוחד-ממוצע תלת שנתי), פעילות אשר מתאפיינת ברמת סיכון ענפי גבוהה יותר יחסית לפעילות התחנות ומרתקת היקף חוב גבוה למימון אשראי לקוחות, במרווחים גולמיים נמוכים. עם זאת, במחצית השנייה של שנת 2012 החברה צמצמה משמעותית את אשראי הלקוחות ואת ההנחות במגזר זה. לאור זאת, הרווח התפעולי של מגזר השיווק הישיר רשם שיפור משמעותי, מסך של 66 מיליון ₪ ו 53.9% תפעולי מגולמי לסך של 80 מיליון ₪ ו 57.5% תפעולי מגולמי. בשל היתרון לגודל והמורכבות הלוגיסטית, שוק זה נשלט בעיקר ע"י חברות שיווק הדלקים הגדולות בלבד. השיפור במגזר זה נרשם כתוצאה משיכוך התחרות בין חברות שיווק הדלקים אשר נבעה מהצורך לפצות על הפגיעה ברווחיות התחנות לאור הקטנת מרווח השיווק.

במגזר ניפוק הדלקים הופגנה יציבות בשנת 2012. קיטון בנפח הפעילות בתחילת שנת 2013, הביא את החברה להציג ברבעון הראשון של 2013 קיטון ברווח התפעולי לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

פירוט רווח מגזרי לאורך השנים (מיליוני ₪):



פירוט רווח גולמי לפי מגזרי פעילות (מיליוני ₪):



צפי להורדת מינוף ושיפור יחסי הכיסוי בטווח הקצר-בינוני

בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 31.03.2013 רשמה החברה תזרים תפעולי (EBITDA), בהיקף של כ-211 מיליון ₪, גבוה במקצת מהנתון בתקופה המקבילה אשתקד, כ-199 מיליון ₪. עלות החוב הממוצעת של החברה בשנת 2012 הייתה כ-6% והינה גבוהה יחסית, כך שהוצאות המימון מעיבות על החברה ופגעו במקורות מפעילות (FFO). בשנת 2012 החברה הציגה היקף FFO של כ-77 מיליון ₪ לעומת כ-67 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. להערכת מידרוג, נוכח אסטרטגיית הקיטון בחוב, החברה צפויה במהלך שנת 2013 להציג קיטון בהוצאות המימון של כ-15%. וכנגזרת- להציג שיפור בהיקף ה-FFO.

החוב הפיננסי נטו של החברה⁴ ליום 31.03.2013 הסתכם בסך של כ-1.9 מיליארד ₪, בהשוואה לסך של כ-2.7 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. העלייה בהיקף החוב עד לשנת 2011 נבעה בעיקרה מצורכי הון חוזר, בעיקר במגזר השיווק הישיר, כתוצאה מעלייה במחירי הדלק בעולם, השקעות ברכוש קבוע וכן מהשקעות בחו"ל באמצעות דלק אירופה. עם הורדת מרווח השיווק גיבשה החברה תוכנית אסטרטגית להורדת נטל החוב בשנים 2012-

⁴ חוב פיננסי נטו הינו בניכוי הלוואה למינהל הדלק.

2015. הקיטון בחוב בשנת 2012 וברבעון ראשון 2013 נבע ברובו מקיטון בצורכי הון חוזר בסך 344 מיליון ₪ (בעיקר ברבעון השני והשלישי בשנת 2012, נוכח קיצור ימי אשראי לקוחות בתחום החוץ תחנה וציי הרכב והקדמת מועדי סליקת כרטיסי אשראי) וכן מפירעון בהיקף של כ-315 מיליון ₪ של הלוואה שניתנה בעבר לקבוצת דלק. הקטנת החוב הובילה לשיפור מסוים ביחסי הכיסוי, כך שיחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDAR ירד מ-11.8 ברבעון ראשון 2012 ל-9.6 ברבעון ראשון 2013. במקביל, החברה הציגה שיפור ביחס כיסוי החוב הפיננסי ל-FFOR, אשר ירד ל-17 ליום 31.03.2013. עפ"י אסטרטגיית החברה, החברה ממשיכה בתהליכים לצמצום החוב, הכוללים מימוש נכסים שאינם בליבת פעילות החברה (נכון למועד דו"ח זה דיווחה החברה על תזרים צפוי בשנת 2013 של כ-38 מיליון ₪ ממכירת תחנת הטורים בי-ם ומגרש הכח בראשל"צ), החזר ההלוואה מדלק אירופה המגובה בערבות קבוצת דלק (כ-180 מיליון ₪ במאי 2014 וכ-90 מיליון ₪ ב מאי 2015). בנוסף, ביום 23.07.13 דיווחה החברה על אי הבשלת המ"מ למכירת חלק ממניות פי גלילות מסופי נפט וצינורות בע"מ נוכח אי קבלת אישור מאת שר האוצר לעסקה. מכירת המניות הייתה צפויה לתרום תזרים בהיקף של כ-50 מיליון ₪ במהלך השנה הקרובה. החברה פועלת לקבלת אישור שר האוצר בנדון. להערכת מידרוג, התמורות הצפויות מהמהלכים שלעיל, יחד עם יצירת תזרים חופשי ממקורות עצמיים, צפויים לתרום להמשך מגמת הקיטון בחוב נטו במהלך השנים 2013-2014 בכ-175 מיליון ₪ נוספים. יש לציין כי חלק מהמהלכים הינם בתחילת דרכם וקיימת אי ודאות לגבי מועד מימושם. בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים קיטון ברמות החוב תוך שימור רמות הרווחיות וזאת לאור הערכתנו כי פוטנציאל ההתייעלות של החברה הינו מוגבל. כפועל יוצא, אנו צופים יחס כיסוי חוב ל-EBITDAR בטווח של 8-9 בשנים 2013-2014 חלף יחס כיסוי חוב ל-EBITDAR של בין 9.0 ל-10.0 אשר הוצב במועד המעקב הקודם. הצגת יחס כיסוי של חוב ל-EBITDAR בטווח של 8-9 לאורך זמן, תומכת בדירוג גבוה יותר. יש לציין כי יחסי הכיסוי של החברה מוטים מעלה בשל השקעות נדלניות אשר אינן מניבות (בעיקר קרקע בירושלים), השקעות ניכרות בחברות מוחזקות (דלק אירופה, דלק US, אורפק) אשר אינן תורמות ל-EBITDA, מאפייני ההשקעה בפי גלילות (רמת סיכון נמוכה ומינוף), ופעילות השיווק הישיר, הכוללת מתן אשראי ניכר המאט את יחסי הכיסוי.

נזילות סבירה במגמת שיפור, מהלכים לעיבוי הנזילות בטווח הבינוני-הארוך

רמת הנזילות של החברה הינה סבירה מול צורכי שירות החוב ובמגמת שיפור, ומבוססת על יתרות המזומנים, מהלכים למימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות ומסגרות אשראי בלתי מנוצלות. היתרות הנזילות בחברה ליום 31.03.2013 הסתכמו לסך של כ-397 מיליון ₪ בעקבות החזר ההלוואה מקבוצת דלק בינואר 2013. יתרות הנזילות מכסות בצורה טובה את צורכי קרן החוב עד לתום שנת 2013. לחברה עומס פירעונות גבוה בשנים הקרובות: צרכי פירעון קרן החוב (בנקים ואג"ח) לשנים 2013 ו-2014 הינם כ-310 מיליון ש"ח ו-370 מיליון ש"ח, בהתאמה. מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס, כי בשנת 2014 שירות החוב יתבסס על תזרים מפעילות שוטפת ומפירעון חלק הארי (כ-180 מיליון ₪) של ההלוואה לדלק אירופה במאי 2014. יתרת ההלוואה (כ-90 מיליון ₪) צפויה להיפרע במאי 2015. פירעון ההלוואה מגובה בערבות חברת קבוצת דלק. מידרוג רואה ודאות גבוהה להחזר סכום זה, לאור ערבות קבוצת דלק בע"מ (A1) לחוב, אשר עפ"י תנאיה, ניתן להמחותה לתאגידים בנקאיים ולנכותה כנגד מזומן. תזרים המזומנים החופשי (FCF) של החברה הסתכם בסך של 352 מיליון ₪ לשנת 2012 לעומת תזרים חופשי שלילי של כ-248 מיליון ₪ לשנת 2011. היקף התזרים החופשי הושפע בעיקר מהקיטון בהון החוזר האופייני למגזר השיווק הישיר אשר קיבל ביטוי בעיקרו ברבעון שני וברבעון שלישי 2012 וכן מירידה במחירי הדלקים. בשנת 2011, פעילות השקעה אגרסיבית וצורכי הון חוזר תרמו להצגת התזרים החופשי השלילי. החברה הציגה תזרים מזומנים מפעילות

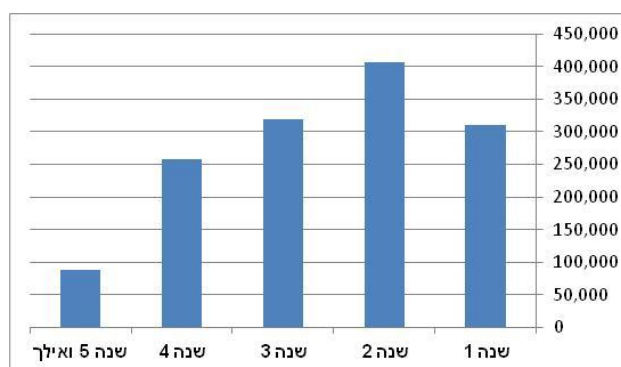


שוטפת חיובי בהיקף של כ- 456 מיליון ₪ לשנת 2012 (לעומת תזרים שלילי בסך של כ- 72 מיליון ₪ לשנת 2011). בנוסף, ההשקעות ההוניות של החברה מצויות במגמת ירידה בשנה האחרונה. להערכת מידרוג, במהלך שנת 2013 לא צפוי צמצום נוסף בימי אשראי לקוחות.

31/12/09	31/12/10	31/12/11	31/12/12	31/3/12	31/3/13	
109	104	102	77	98	74	ימי אשראי לקוחות
42	40	40	37	42	37	ימי אשראי ספקים
17	14	16	15	19	15	ימי מלאי - סה"כ

לדלק ישראל מספר התניות פיננסיות הקשורות לאג"ח סדרה ג' ו-ד' בהן היא עומדת במרווח מספק. מידרוג מציינת לטובה את הגמישות הפיננסית של החברה נוכח נגישות טובה למימון בנקאי (נכון ליום 31.03.2013 לחברה מסגרות אשראי פנויות על סך של כ- 611 מיליון ₪, מתוכן כ-180 מיליון ₪ חתומות, המקנות לה גמישות להמשך), בעלות על נכסים משמעותיים נקיים משעבוד ושמירה על בסיס הון איתן ויחס הון למאזן בולט לחיוב יחסית לענף, המהווה כרית ספיגה. לחברה גמישות פיננסית גבוהה הנובעת גם מהשקעות היסטוריות, אשר אינן בליבת הפעילות של החברה. בטווח הבינוני-ארוך החברה פועלת למימוש אחזקות ו/או נכסי נדל"ן, במסגרת עסקאות עם צדדים קשורים ו/או במסגרת מכירה לצד ג'.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א ליום 31.03.2013, באלפי ₪



*לא כולל אשראי בנקאי לז"ק בסך כ-1,200 מיליון ₪.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הורדה ברמת המינוף תוך שיפור ביחסי הכיסוי התזרימיים.

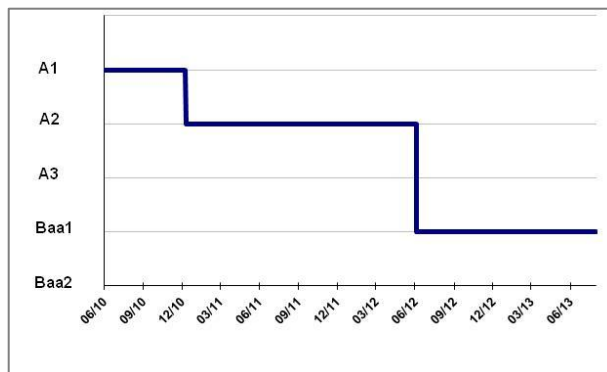
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה ברמת הנזילות של החברה ביחס לצורכי שירות החוב ופגיעה בגמישות הפיננסית.
- אי שיפור יחס החוב הפיננסי ל-EBITDA, תוך חריגה לאורך זמן מיחס של 9-10 (יחס מותאם להוצאות חכירה תפעולית).
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.

אודות החברה

דלק חברת הדלק הישראלית ("דלק" או "החברה") עוסקת בעיקר בשיווק ומכירה של בנזין וסולר ללקוחות פרטיים, לצי רכב וללקוחות סיוטנאיים בישראל. נכון לסוף הרבעון הראשון של שנת 2013, לחברה 244 תחנות תדלוק ציבוריות ו-195 חנויות נוחות, תחת המותג "מנטה". פעילות זאת מהווה את מגזר התדלוק והמסחר והינה פעילות הליבה של החברה. פעילות שיווק מוצרי הנפט מחוץ למתחמי התדלוק מהווה את מגזר השיווק הישיר. כמו כן, החברה פעילה בתחום אחסון וניפוק דלקים לשימושה שלה, של חברות הדלק האחרות בישראל ולשם החזקת מלאי בטחוני של המדינה ומלאי של גופים מסחריים אחרים. פעילות זו נעשית באמצעות שלושה מתקני אחסון וניפוק ("פי גלילות") אשר נרכשו בשנת 2007 בתמורה לסך של כ-800 מיליון ₪. בנוסף, לחברה אחזקות בשיעור של 20% בחברת דלק אירופה, המפעילה תחנות תדלוק וחנויות נוחות במדינות בנלוקס ובשנת 2010 רכשה פעילות דלק ומסחר באזור צרפת. לחברה אחזקה פיננסית בחברת דלק הונגרית (1.58%), אשר מחזיקה (53%) בחברת Delek US Holdings, Inc (דלק US). פעילות דלק US כוללת זיקוק ושיווק דלקים והפעלת מתחמי תדלוק ומסחר בארה"ב. בחודש ספטמבר 2011 דיווחה החברה על הסכם לרכישה והקצאת 51% ממניות קפה ג'. בעלת השליטה בחברה הינה קבוצת דלק בע"מ, אשר מחזיקה בשיעור של כ-100% בדלק ישראל החל מחודש מאי 2013. מנכ"ל החברה הינו מר אברהם בן אסאייג ויו"ר הדירקטוריון החל מחודש ינואר 2013 הינו מר אודי ניסן.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [דלק ישראל, דו"ח מעקב יוני 2012](#)
- [דוח מיוחד ענף שיווק הדלקים](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 14.08.2013

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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

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 מאוד.	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 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 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.

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") 2013.

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 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.