



"דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

דוח מעקב | ינואר 2011

1

מחברים:

מתן אייל, רו"ח, אנליסט

matane@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il

"דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

דירוג סדרה	A2	אופק דירוג: יציב
------------	----	------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות החוב (סדרה א' ו-ב') שהנפיקה "דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ" ("דלק" או "החברה") מ-A1 ל-A2 תוך הותרת אופק הדירוג יציב.

סדרות האג"ח הכלולות בדוח זה:

סדרה	מועד הנפקה	ערך נקוב ליום 30.09.2010 במיליוני ש"ח	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים ליום 30.09.2010 במיליוני ש"ח	שנות פירעון הקרן
א'	אוגוסט 2007	*1,290	5.1%	מדד	*1,399	2009-2016
ב'	יוני 2009	287	משתנה**	לא צמודה	284	2012-2014

* כולל הנפקה פרטית במאי 2009 בסך של כ- 107 מיליון ש"ח ע.ג.

** שיעור הריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817" בתוספת מרווח שנתי של 3.6%.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מהשחיקה בתוצאות התפעוליות של החברה ומהעלייה בחוב הפיננסי אשר הובילו להחלשות ביחסי הכיסוי. השחיקה בתוצאות התפעוליות נבעה מירידה ברווח הגולמי, על רקע שחיקה במרווחי הסולר ועלייה בהוצאות מכירה ושיווק, נוכח תחרות חריפה בין חברות שיווק הדלקים בשני מגזרי הפעילות העיקריים: מתחמי התדלוק והשיווק הישיר. היקף החוב הפיננסי עלה, על מנת לממן השקעות הוניות בהיקפים גבוהים במתחמי תדלוק וכן למימון עלייה בצרכי ההון החוזר. מידרוג מעריכה כי התמתנות רמת התחרות והפחתת לחץ המחירים, בעיקר בתחום הסולר, כמו גם פעולות התייעלות שנוקטת החברה, יתרמו לשיפור בתוצאות החברה ברבעונים הבאים. יחד עם זאת, הביטוי של שיפור זה ביחסי הכיסוי יהיה מתון בלבד וזאת לנוכח העלייה החדה בהיקף החוב. יחסי הכיסוי מושפעים לשלילה ממגזר השיווק הישיר המאופיין בצורכי הון חוזר גבוהים ביחס לרווח התפעולי. כמו כן, יחסי הכיסוי מושפעים לשלילה מהשקעות שבוצעו בנכסים אשר אינם תורמים כיום לתזרים ובעיקר- ההשקעה בנכסי הנדל"ן פי גלילות, ההשקעה בפעילות שיווק הדלקים באירופה והשקעה במתחמי תדלוק ומסחר שטרם מניבה פירות באופן מלא. רמת הנזילות של החברה ביחס לעומס הפירעונות נמוכה יחסית. לחברה תזרים חופשי שלילי, לפני שירות קרן החוב, והיא נשענת בעיקר על מחזור חוב. לחברה מסגרות אשראי בנקאיות בלתי מנוצלות בהיקף מהותי. מידרוג מציינת לטובה את הגמישות הפיננסית של החברה נוכח נגישות טובה למימון בנקאי, בעלות על נכסים משמעותיים נקיים משעבוד ושמירה על בסיס הון איתן.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכת מידרוג כי עצמת התחרות בענף מצויה בהתמתנות, מגמה שתביא לגידול במרווחי שיווק הסולר, לאחר תקופה בה ניתנו הנחות משמעותיות. כמו כן, מידרוג מצפה כי ההשקעות ההוניות בהרחבת פעילות חנויות הנוחות ומתחמי התדלוק יניבו את פירותיהן בטווח הקצר עד הבינוני ויבואו לדי ביטוי בשיפור הרווחיות התפעולית של החברה.

נתונים פיננסיים עיקריים¹, במיליוני ₪

FY2006 ²	FY2007	FY2008	FY2009	1-9/2009	1-9/2010	
4,449	4,837	5,813	4,290	3,079	3,812	הכנסות נטו
89	261	220	225	188	158	רווח תפעולי ³
59	79	109	112	92	83	הוצאות מימון נטו
53	265 ⁴	58	95	84	75	רווח נקי
2.0%	5.4%	3.8%	5.3%	6.1%	4.1%	רווח תפעולי/ הכנסות
17.2%	39.2%	32.9%	30.6%	33.4%	26.9%	רווח תפעולי/ רווח גולמי
502	233	532	650	1,029	429	נכסים פיננסיים ⁵
1,374	1,784	2,024	2,435	2,742	2,702	חוב פיננסי ⁶
2,574	3,721	3,835	4,607	4,873	4,865	סך מאזן
151	326	298	299	242	217	EBITDA
48	233	155	222	168	85	FFO
117	1,001 ⁷	119	273	100	95	CAPEX
-	-	50	25	25	26	דיבידנד ששולם
74.0%	63.1%	66.6%	69.2%	72.3%	71.0%	חוב/ CAP
N/A	6.21	7.17	8.1	10.7	9.14	Debt/EBITDA LTM
N/A	9.6	8.7	3.9	11.1	NEG.	CFO/Debt LTM
18.6%	27.5%	26.7%	23.9%	22.0%	22.8%	הון עצמי/ מאזן

פירוט גורמי מפתח בדירוג

ענף שיווק הדלקים מאופיין בסיכון עסקי בינוני

ענף שיווק הדלקים בישראל הינו ענף בסיסי, המאופיין בביקושים יציבים, לצד צמיחה מתונה. חוזקות הענף כוללות חסמי כניסה גבוהים, בין היתר, על רקע הסכמי חכירה תפעולית ארוכי טווח עם בעלי תחנות הדלק הנהוגים בענף ומהווים עוגן עסקי חזק. לצד זאת, לענף מספר סיכונים בולטים, הכוללים: רווחיות תפעולית בינונית יחסית לענפים אחרים במשק, חשיפה לתביעות צרכניות ורגולציה גבוהה; אופי הפעילות המקומי יוצר חשיפה לשינויים במבנה הפיקוח על הדלק ואספקתו; צורכי ההון החוזר בענף תנודתיים ונגזרים מרמת מחירי הדלקים והם עשויים לגדול בתקופה של עליות מתמשכות במחירי הנפט ובגובה הבלו. העלייה בצורכי ההון החוזר בתקופות אלו משפיעה גם על הגדלת סיכון האשראי, בפרט במגזר השיווק הישיר. הפיתוח המואץ של תחום חנויות הנוחות הינו ניסיון להאיץ את צמיחת הפעילות ושולי הרווח. ברם, היקף פעילות זה עדיין נמוך יחסית, ושואב משאבים פיננסיים בהשקעות, בהעברת תחנות להפעלה עצמית ובפיתוח מתחמים קמעונאיים.

הענף בישראל מתאפיין ברמת תחרות גבוהה, אשר קיבלה את ביטוייה בשנתיים האחרונות בתחרות חריפה על מחירי הסולר ובמתן בהנחות על מחיר המחירון וכן במאבקים על חוזי הפעלה של תחנות תדלוק ועל קרקעות למתחמי

¹ LTM - מתייחס לתקופה של שנים עשר החודשים האחרונים. יחסי הכיסוי מותאמי חכירה תפעולית - ראה קישור לאתר מידרוג: http://www.midrog.co.il/upload/infocenter/info_images/hahira%2008.11.10.pdf

² טור ההשוואה לשנת 2006 בלבד הינו על פי כללי חשבונאות מקובלים בישראל.

³ הרווח התפעולי מוצג לפני הכנסות/הוצאות אחרות וירידת ערך נדל"ן, בשונה מדרך ההצגה בדוחות הכספיים.

⁴ כולל רווח הון נטו ממכירת "החברה האמריקאית הישראלית לגז" בסך של 91 מיליון ₪.

⁵ הנכסים הפיננסיים כוללים: מזומנים ושוי מזומנים, פיקדון לזמן קצר לבז"ן והלוואות לקבוצת דלק.

⁶ החוב הפיננסי כולל: חוב בנקאי, אג"ח, הלוואה מדלק פטרולים (חברת האם), בניכי הלוואה למנהל הדלק.

⁷ ההשקעות ההוניות לשנת 2007 כוללות רכישת מסופי פי גלילות בסך של 818 מיליון ₪.

תדלוק, שהביאו להאמרת עלותם או חכירתם. ניכרת גם תחרות גוברת בענף על קהל ציי הרכב (דלקים) ומועדוני צרכנים. להערכת מידרוג, מיעוט המתחרים בענף וחסימי הכניסה הגבוהים ימתנו את רמת התחרות לאורך זמן ויביאו לשיפור ברווחיות.

מיצוב עסקי חזק בענף בדגש על פריסה ארצית רחבה והאחזקה במתקן פי גלילות

החברה הינה משווקת הדלקים השנייה בגודלה בישראל, נהנית ממיצוב עסקי גבוה ובעלת נתח שוק של כ-24% ממספר תחנות התדלוק הציבוריות וכ-22% מסך המחזור של ארבע החברות המובילות במשק (מחזור המסתכם בשנת 2009 לכ-19.3 מיליארד שקל). המיצוב העסקי מתבסס על פריסה ארצית רחבה של תחנות הדלק, שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית (88%), מיצוב גבוה של רשת חנויות הנוחות במוטג "מנטה", תוך פוטנציאל גידול במספר חנויות הנוחות. החברה הציגה בשנתיים האחרונות אסטרטגיה של הגדלת מספר תחנות הדלק בבעלות ובהפעלה עצמית תוך הרחבת רשת 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 באחזקה של דלק במתקני פי גלילות, לאור שטח האחסון הגדול ומיקומו המרכזי של המתקן באשדוד, המוזיל את עלויות הובלת הדלק.

תחרות חריפה במגזר מתחמי התדלוק העיבה על הרווחיות - מסתמנת מגמה של שיפור

בשנת 2009 רשמה החברה רווח תפעולי דומה לזה של שנת 2008, תוך עלייה בחלקו של מגזר התדלוק והמסחר ברווח התפעולי המאוחד וירידה בחלקו של מגזר השיווק הישיר. מגזר התדלוק והמסחר תרם לרווח התפעולי כ-184 מיליון ₪ לעומת כ-130 מיליון ₪ בשנת 2008. העלייה נבעה משיפור ברווח הגולמי על רקע העברת כ-28 תחנות להפעלה עצמית, מגידול של כ-5% בכמות המשווקת ומגידול של כ-14% בהיקף מכירות חנויות הנוחות שפעלו מעל לשנתיים (S.S.), תוך גידול מתון יחסית בהוצאות מכירה ושיווק. כאמור, העלייה בתרומת מגזר התדלוק והמסחר קוזזה בירידה בתרומתו של מגזר השיווק הישיר ברווח התפעולי מסך של כ-118 מיליון ₪ בשנת 2008 לסך של כ-76 מיליון ₪ בשנת 2009. ירידה זו נבעה בעיקר מקיטון בהיקפי הפעילות על רקע ההאטה הכלכלית בשנת 2009 ומשחיקת מרווחים במגזר זה.

בתשעת החודשים הראשונים של 2010 נרשמה ירידה חדה ברווח התפעולי של מגזר מתחמי התדלוק, לכ-103 מיליון ₪ לעומת כ-152 מיליון ₪, בתקופה המקבילה. הירידה נבעה מירידה חדה במרווח הסולר, בעיקר בשני הרבעונים הראשונים של השנה, מגידול בהוצאות המכירה והפעלת התחנות, שנבעה בין השאר מהעברת תחנות להפעלה עצמית, מעלייה בהוצאות השכירות ומפתיחה מואצת של תחנות וחנויות נוחות (10 ו-25, בהתאמה). בסה"כ בשלושת הרבעונים הראשונים של 2010 חלה עלייה של כ-25% בהוצאות התפעול של מגזר התדלוק והמסחר וזאת, להערכת מידרוג, מהווה את הגורם המשמעותי ביותר להרעה בתוצאות החברה יחסית לתקופה מקבילה אשתקד.

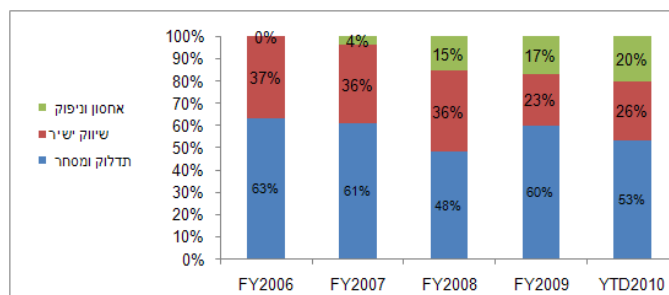
ברבעון השלישי של 2010 ניכרת התאוששות במרווח הסולר והיא צפויה להמשיך ברבעונים הקרובים. בנוסף, צפוי שיפור ברווחיות התפעולית לאור הבשלה של חנויות נוחות חדשות ותחנות שהועברו להפעלה עצמית. יש לציין עם זאת כי העלייה במחירי השכירות צפויה להוסיף ולהעיב על ההוצאות התפעוליות לאורך זמן.

החל מחודש אוגוסט 2010 הועלתה עמלת הסליקה שמשלמות חברות שיווק הדלקים לחברות כרטיסי האשראי בגין העסקאות בתחנות הדלק. השינוי אינו צפוי לחול על עסקאות ציי רכב שאינן נושאות עמלה צולבת. שינוי זה צפוי להשפיע במידה מסוימת על רווחיות החברה. אנו מעריכים כי החברה תצליח למתן את מרבית הפגיעה, בין השאר באמצעות צמצום הנחות.

מגזר השיווק הישיר מכביד על הרווחיות ויחסי הכיסוי

החברה הנה מוטת שיווק ישיר (כ-45% מסך המכירות במאוחד), פעילות אשר מתאפיינת ברמת סיכון ענפי גבוהה יותר יחסית לפעילות התחנות, מרתקת היקף חוב גבוה למימון אשראי לקוחות וכפועל יוצא, מאופיינת בתשואה נמוכה יחסית לפעילות במתחמי התדלוק. פעילות זו צומצמה משמעותית בשנה וחצי האחרונות, בדומה לרוב החברות בענף, עקב קיטון בביקושים וירידה במרווחי השיווק. את הירידה החדה בכמויות ניתן לייחס לקיטון בביקוש לדלקים, בעיקר בענף הבנייה והייצור והן בשיווק דלקים להובלה ימית. לטענת החברה, גורם נוסף לצמצום פעילות זאת הינו בחירה סלקטיבית ושמרנית של לקוחות. החברה פועלת להרחבת מגזר זה בדגש על לקוחות קטנים יחסית ורווחיים יותר, ובחודש אוגוסט 2010 רכשה 65% מפעילות השיווק הישיר של קבוצת קליאט אנרגיה בתמורה לכ-18 מיליון ₪⁸. בתשעת החודשים הראשונים של 2010, תרומת מגזר האחסון והניפוק לתזרים התפעולי המאוחד הסתכמה בכ-55-60 מיליון ₪. מתוך סכום זה, כ-50 מיליון ₪ תרומה ישירה ולהערכת החברה, סך של 5 עד 10 מיליון ₪ תרומה סינגטית לפעילות הליבה של החברה - שיווק הדלקים (כ-50% מניפוקי הדלקים היו לצרכי החברה). מידרוג אינה צופה עלייה בתרומה של מגזר זה לרווח התפעולי בתקופה הקרובה.

שיעור התרומה לתזרים התפעולי (EBITDA) על פי מגזרי פעילות⁹



פעילות השקעה אגרסיבית וצרכי הון חוזר ממצים את מרבית מקורות החברה מפעילות¹⁰

בשנת 2009 ובשלושת הרבעונים הראשונים של 2010 ביצעה החברה השקעות הוניות בסך של כ-240 מיליון ₪ וכ-196 מיליון ₪, בהתאמה. חלק ניכר מההשקעות הופנו לרכישת מקרקעין למתחמי תדלוק. סך של כ-80 מיליון ₪ הופנה לרכישת מתחמי תדלוק מחברות קשורות מקבוצת דלק. החברה צופה קיטון ניכר בהיקף ההשקעות בשנת 2011. חרף השקעות הוניות נרחבות, השחיקה ברווחיות לצד עלייה בהוצאות המימון פגעו במקורות מפעילות (FFO) כך שבשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2010, היקף ה-FFO¹¹ הסתכם כ-85 מיליון ₪ לעומת כ-168 מיליון ₪ בתקופה מקבילה אשתקד. מרבית התמורה מהנפקת האג"ח ברבעון 2 של 2009 נוצלה למחזור חוב לזמן ארוך ולהשקעות הוניות ובמקביל - הגידול בהון החוזר צרך הגדלת היקף האשראי לזמן קצר. הגידול בהון חוזר נבע בעיקר מעליית מחירי תזקי הנפט ברבעונים האחרונים. משנת 2008 וכולל, חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-100 מיליון ₪.

⁸ בהתקיים תנאים מתלים, קיימת אופציה או התחייבות לרכישת יתרת המניות בסך של 9.6 מיליון ₪ צמוד בתקופה של שלוש עד חמש שנים מיום ההסכם. סכום זה ניתן מראש כהלואה בריבית של 6% צמוד.

⁹ בנטרול עלויות שאינן מיוחסות.

¹⁰ הנתונים התזרימיים מוצגים לפני התאמות חכירה תפעולית. יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמות לחכירה תפעולית.

¹¹ בנטרול הכנסות/הוצאות חד פעמיות.

הגדלת ההשקעה בדלק אירופה שאינה צפויה להניב תזרים בזמן הקצר

בחודש יוני 2010 חתמה דלק אירופה (חברה כלולה בשיעור החזקה של 20%) על עסקה לרכישת פעילות תדלוק ומסחר בצרפת (נתח שוק של כ-3%) מחברת BP, בסך של כ-875 מיליון ש"ח (175 מיליון יורו). פעילות זו מצטרפת לפעילות דומה של דלק אירופה באזור בנלוקס. חלקה של החברה במימון העסקה הינו על פי שיעור האחזקה (20%), כך שכ-55 מיליון ש"ח כהלוואת בעלים והשאר (כ-120 מיליון ש"ח) כערבויות לחברות בקבוצת דלק. הרכישה טומנת פוטנציאל לסינרגיה מסוימת עם הפעילות הקיימת באירופה. מנגד, השקעות החברה בפעילות באירופה, שהסתכמו ליום 30.9.2010 בכ-266 מיליון ש"ח, הביאו לעלייה ברמת המינוף. בשיקולי הדירוג נלקחה ההנחה כי החזקות האקוויטי של החברה בדלק אירופה לא יניבו לחברה תזרימי מזומנים משמעותיים בעתיד הקרוב.

שחיקה ביחסי כיסוי חוב עקב רמת מינוף גבוהה¹²

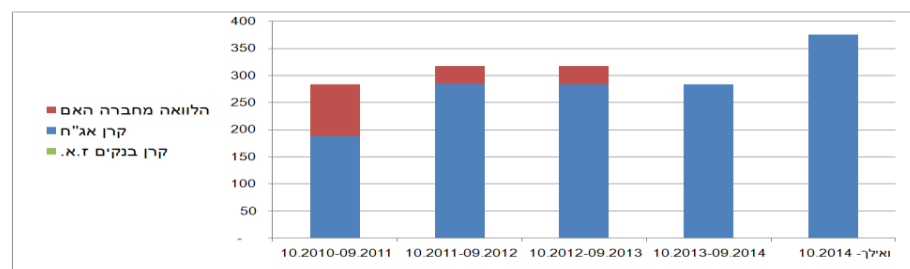
סך החוב הפיננסי של החברה בסוף רבעון 3 2010 עומד על כ-2,702 מיליון ש"ח (כולל הלוואה מהחברה האם ובניכוי הלוואה למנהל הדלק) לעומת כ-2,024 מיליון ש"ח בסוף שנת 2008. הגידול ביתרת החוב נובע בעיקר מהנפקת אג"ח במהלך רבעון שני 2009, בהיקף כולל של כ-914 מיליון ש"ח ומנגד - פירעון חוב פיננסי לזמן ארוך במהלך התקופה בסך כולל של כ-540 מיליון ש"ח. לאור הגידול בחוב כאמור לעיל, יחס המינוף חוב לקאפ עלה בין התקופות לעיל מ-66.6% לכ-71.0% ונתמך בהון עצמי גבוה יחסית לענף. הגידול המשמעותי בחוב הביא לעלייה ביחס כיסוי החוב ל-EBITDA המותאם וכיום יחס זה עומד על כ-9.14 לעומת יחס של כ-7.17 בסוף שנת 2008. אנו מצפים כי בשנה הקרובה תציג החברה שיפור מסוים ביחס כיסוי החוב ל-EBITDA.

צפי להמשך הצגת תזרים מזומנים חופשי שלילי - משפיע לרעה על הנזילות, הנשענת בעיקר על מסגרות אשראי

רמת הנזילות של החברה הינה נמוכה יחסית לצורכי שירות החוב בהתחשב ביתרות המזומנים בקופה ובתזרים חופשי שלילי. היתרות הנזילות בחברה ליום 30.9.2010 הסתכמו לסך של כ-164 מיליון ש"ח. לחברה עומס פירעונות גבוה בשנים הקרובות: צרכי שירות החוב בשנתיים הקרובות (ללא אשראי לזק. ואון-קול) הינם כ-600 מיליון ש"ח (מתוכם כ-283 מיליון ש"ח כבר בשנה הראשונה). מכאן, מעריכה מידרוג, כי שירות החוב יתבסס על ניצול יתרות המזומן הקיימות, שימוש במסגרות אשראי וגיוס אג"ח. נכון ל-30.09.2010 לחברה מסגרות אשראי פנויות וברובן לא חתומות, אשר מותנות בחידוש על בסיס שנתי, על סך של כ-475 מיליון ש"ח. בהקשר הזה נציין כי החברה חשופה למגבלת "לווה בודד" נוכח שייכותה לקבוצת דלק.

חלק מהגמישות הפיננסית של החברה קשור בפעילותה בתחום השיווק הישיר אשר בתרחיש של צמצום הפעילות, ישתחרר לחברה מסגרות אשראי.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א ליום 30.09.2010, במיליוני ש"ח¹³



¹² יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמות חכירה תפעולית.

¹³ לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק שיתרתו ליום 30/9/2010 הינה בסך של כ-1,385 מיליון ש"ח.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי וביחסי המינוף - ההון העצמי למאזן והחוב לקאפ

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור יחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDA תוך חריגה לאורך זמן מיחס של 8.5¹⁴ (הנתונים מותאמים חכירה תפעולית)
- הצגת תזרים מזומנים חופשי שלילי לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד, במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה

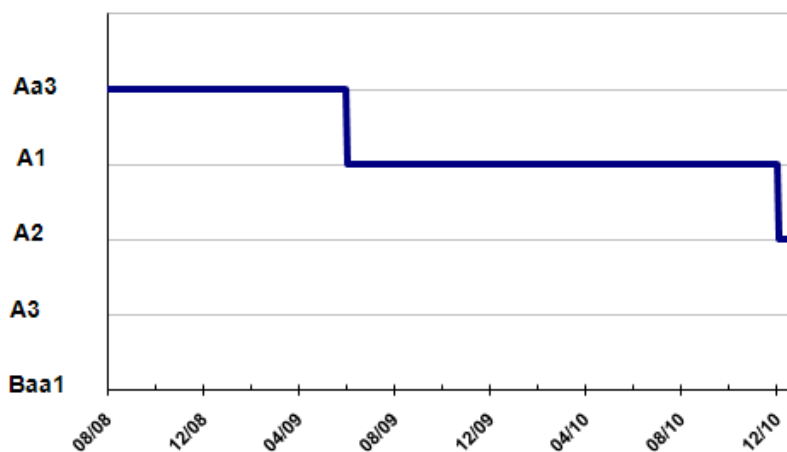
אודות החברה

דלק עוסקת בעיקר בשיווק ומכירה של בנזין וסולר ללקוחות פרטיים, לציי רכב וללקוחות סטונאיים בישראל. נכון לסוף רבעון 3 2010, לחברה 243 תחנות תדלוק ציבוריות (מתוכן 189 בהפעלה עצמית) ו-163 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 ארבעה מתקני אחסון וניפוק ("פי גלילות") אשר נרכשו בשנת 2007. 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 ב-Delek USA (כ-2.44%), העוסקת בזיקוק ושיווק דלקים והפעלת מתחמי תדלוק ומסחר בארה"ב. מניות החברה הונפקו בבורסה לני"ע בתל אביב באוגוסט 2007 (החברה נסחרת בבורסה גם בין השנים 1959-2000) ובעלת השליטה בה, נכון ליום דוח זה, הינה קבוצת דלק בע"מ (כ-77%).

במאי 2010, מנכ"ל החברה, מר דוד קמיניץ, הודיע על התפטרותו. בתאריך ה-22 לאוגוסט 2010, נכנס לתפקידו המנכ"ל החדש, מר אברהם בן אסאייג.

¹⁴ טווח יחס הדירוג הותאם בהשוואה לדוחות הדירוג הקודמים על מנת לשקף את המעבר לחישוב יחסי כיסוי חוב ברוטו מותאמי תשלומי חכירה תפעולית ומתחשב בנדל"ן עודף והשקעות אחרות.

היסטוריית הדירוג



דוחות מתודולוגיים:

מתודולוגיה - "ענף קמעונאות - מתודולוגיית דירוג", אוגוסט 2010.

התאמות ליחסים פיננסיים - מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים לתשלומי חכירה, נובמבר 2010.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

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 הונית - 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.

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 מאוד.
	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.

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") 2011.

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 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 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 מודי'ס (Moody's 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.