



# "דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

פעולת דירוג, רשימת מעקב | מאי 2011

1

## מחברים:

ליאת קדיש, רו"ח, אנליסטית בכירה  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)  
אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## "דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

| אופק דירוג: יציב<br>רשימת מעקב | A2 | דירוג סדרות |
|--------------------------------|----|-------------|
|--------------------------------|----|-------------|

מידרוג מודיעה על דירוג A2, באופק דירוג יציב לאגרות חוב בסך של עד 400 מיליון ש"ח ערך נקוב שתנפיק "דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ ("החברה") באמצעות סדרות חדשות. אגרות החוב יישאו ריבית משתנה/קבועה. מח"מ הסדרות יעמוד על 3.5-5.0 שנים. אגרות החוב לא יובטחו בביטחונות כלשהם. תמורת הנפקת אגרות החוב מיועדת לפירעון חוב פיננסי (ליום 31.12.2010 לחברה חלויות שוטפת של הלוואות לז"א בסך של כ- 340 מיליון ש"ח מכך כ-190 מיליון ש"ח אגרות חוב לפירעון) ולמימון הפעילות השוטפת.

### פעולת דירוג זו מחליפה פעולות דירוג מחודש פברואר 2011 ומחודש אפריל 2011.

במקביל מודיעה מידרוג על הכנסת הסדרות המדורגות והסדרות החדשות לרשימת מעקב, זאת בהמשך לבדיקת מינהל הדלק בנוגע לניתוח מרווח השיווק של בנזין 95 ובכלל זה - שינוי שיטת עדכון. במהלך החודשים הקרובים צפויה להתקבל החלטה במשרד התשתיות בנוגע למידת הפחתת מרווח השיווק.

להערכת מידרוג, בחינה זו של משרד התשתיות עלולה להוביל להפחתת מרווח השיווק לחברות הדלקים, תוך פגיעה בתוצאות החברה ועליה בסיכויי האשראי. היקף הפגיעה ייגזר ממהות השינוי עליו יוחלט, אשר כיום קיימת אי וודאות גבוהה לגבי והצעדים אותם תנקוט החברה על מנת לצמצם את מידת הפגיעה.

תוצאות החברה לשנת 2010 הושפעו משינוי במרווח הסולר, אשר ירד בשני הרבעונים הראשונים של השנה ושופר ברבעון השלישי, מגידול במספר התחנות בהפעלה והוצאות השכירות ומהוצאות והפחתות חד פעמיות, בייחוד ברבעון הרביעי. התאוששות מרווח הסולר וצעדי התייעלות משמעותיים בהם נוקטת החברה, בפרט לאחר כניסת המנכ"ל החדש במחצית שנת 2010, צפויים לתרום לרווחיות החברה, אולם אלו ייבחנו גם על רקע איום הפחתת מרווח השיווק. מידרוג תמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות השונות ותבחן את דירוג החברה על רקע החלטת משרד התשתיות ויכולת התמודדות החברה עם האתגרים השונים בענף והשלכותיהם על סיכון האשראי של החברה.

להצגת השיקולים העיקריים לדירוג אנו מפנים לדוח מעקב מחודש ינואר 2011 המצוי באתר מידרוג:

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 1/5/2011. 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.

### סדרות האג"ח הכלולות בדוח זה:

| סדרה | מועד הנפקה  | ערך נקוב ליום 31.12.2010 במיליוני ש"ח | ריבית נקובה | הצמדה    | יתרה בספרים ליום 31.12.2010 במיליוני ש"ח | שנות פירעון הקרן |
|------|-------------|---------------------------------------|-------------|----------|------------------------------------------|------------------|
| א'   | אוגוסט 2007 | 1,003                                 | 5.1%        | מדד      | 1,133                                    | 2009-2016        |
| ב'   | יוני 2009   | 287                                   | משתנה*      | לא צמודה | 287                                      | 2012-2014        |

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

### נתונים פיננסיים עיקריים<sup>1</sup>, במיליוני ₪

| FY2007 | FY2008 | FY2009 | FY2010 |                         |
|--------|--------|--------|--------|-------------------------|
| 4,837  | 5,813  | 4,290  | 5,136  | הכנסות נטו              |
| 261    | 220    | 225    | * 189  | רווח תפעולי             |
| 79     | 109    | 112    | 113    | הוצאות מימון נטו        |
| 265    | 58     | 95     | * 61   | רווח נקי                |
| 5.4%   | 3.8%   | 5.3%   | 3.68%  | רווח תפעולי/ הכנסות     |
| 39.2%  | 32.9%  | 30.6%  | 24.4%  | רווח תפעולי/ רווח גולמי |
| 233    | 532    | 650    | 515    | נכסים פיננסיים          |
| 1,784  | 2,024  | 2,435  | 2,702  | חוב פיננסי              |
| 3,721  | 3,835  | 4,607  | 4,845  | סך מאזן                 |
| 326    | 298    | 299    | 271    | EBITDA                  |
| 233    | 155    | 222    | 124    | FFO                     |
| 1,001  | 119    | 273    | 228    | CAPEX                   |
| -      | 50     | 25     | 25     | דיבידנד ששולם           |
| 63.1%  | 66.6%  | 69.2%  | 71.0%  | חוב/ CAP                |
| 6.21   | 7.17   | 8.1    | 9.15   | Debt/EBITDA LTM         |
| 9.6%   | 8.7%   | 3.9%   | 2.5%   | CFO/Debt LTM            |
| 27.5%  | 26.7%  | 23.9%  | 22.6%  | הון עצמי/ מאזן          |

\* ברבעון הרביעי של שנת 2010 רשמה החברה רווח תפעולי של 31 מיליון ₪ והפסד נקי של כ-14 מיליון ₪. הירידה ברווח התפעולי נבעה כולה מהפחתות ומהוצאות חד פעמיות בסך של כ-15 מיליון ₪ אשר נטרלו את השיפור במרווח הסולר בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד. להפסד הנקי הוביל גם הפסד אקוויטי בגין האחזקה (2.5%) בדלק ארה"ב.

### אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור משמעותי ברווחי החברה שיוביל לשיפור יחסי הכיסוי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור יחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDA, תוך חריגה לאורך זמן מיחס של 8.5<sup>2</sup> (הנתונים מותאמים חכירה תפעולית)
- הצגת תזרים מזומנים חופשי שלילי לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד, במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה

<sup>1</sup> יחסי הכיסוי מותאמי חכירה תפעולית - ראה קישור לאתר מידרוג:

[http://www.midroog.co.il/upload/infocenter/info\\_images/hahira%2008.11.10.pdf](http://www.midroog.co.il/upload/infocenter/info_images/hahira%2008.11.10.pdf)

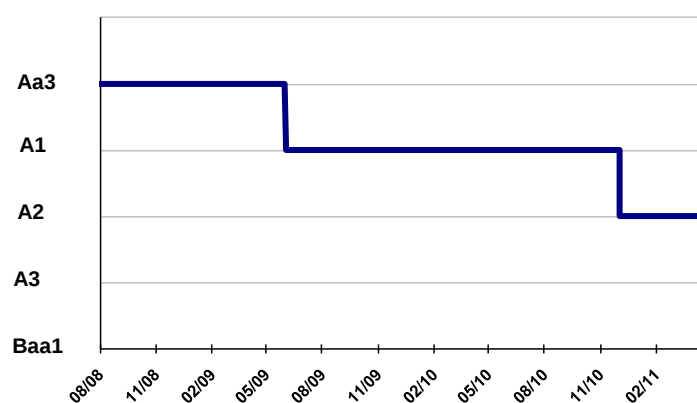
<sup>2</sup> טווח יחס הדירוג הותאם בהשוואה לדוחות הדירוג הקודמים על מנת לשקף את המעבר לחישוב יחסי כיסוי חוב ברוטו, מותאמי תשלומי חכירה תפעולית ומתחשב בנדל"ן עודף והשקעות אחרות.

## אודות החברה

דלק עוסקת בעיקר בשיווק ומכירה של בנזין וסולר ללקוחות פרטיים, לצי רכב וללקוחות סטונאיים בישראל. נכון לסוף שנת 2010, לחברה 246 תחנות תדלוק ציבוריות (מתוכן 195 בהפעלה עצמית) ו-170 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 למועד 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.

## היסטוריית הדירוג



## מונחים פיננסיים עיקריים

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



דו"ח מספר: CTD040511400M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://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](http://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 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 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.