



"דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

מעקב | פברואר 2014

1

מחברים:

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	A3	אופק דירוג: יציב
-------------	----	------------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אגרות החוב (סדרות א, ב, ג ו-ד) שהנפיקה דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ ("דלק ישראל" או "החברה") מ- Baa1 ל-A3 ושינוי אופק הדירוג מחיובי ליציב.

הדירוג חל על אגרות החוב במחזור כדלקמן:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח למיליוני ₪ 30.9.2013	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א	6360069	08/2007	5.1%	צמוד מדד	611	2014-2016
ב	6360127	06/2009	משתנה *	לא צמוד	95	2014
ג	6360150	05/2011	משתנה **	לא צמוד	222	2014-2018
ד	6360168	05/2011	6.6%	לא צמוד	87	2013-2016

* "ממשל 817" בתוספת 3.6% ** "ממשל 520" בתוספת 2.1%

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

העלאת הדירוג מגלמת את התממשות הערכותינו הקודמות לגבי הורדה משמעותית ברמת המימון ושיפור הנזילות ויחסי הכיסוי. הקיטון ברמת החוב הינו פועל יוצא של מימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות, והוא צפוי להימשך גם בשנים 2014-2015. העלאת הדירוג בשלב הזה משקפת כי חלק משמעותי מהמהלכים כבר התבצע וגדלה הוודאות לגבי ביצוע של מהלכים עתידיים. מהלך זה לווה בבלימת השקעות הוניות, שאנו צופים שתימשך בקצב מתון יותר. העלאת הדירוג נתמכת להערכתנו, גם במחויבות הגבוהה של ההנהלה להקטנת החוב.

הדירוג נתמך בנתחי השוק הגבוהים של החברה בענף שיווק הדלקים. לחברה פריסה ארצית רחבה של תחנות תדלוק במותגים "דלק" ו-"דיסקאונט", רשת חנויות נוחות בתוך תחנות הדלק במותגים "מנטה" ו-"מנטה-ג'ו", שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית, שיעור גבוה של לקוחות דלקנים, נתחי שוק גבוהים באספקה ישירה של דלקים ובעלות על מסופי האחסון והניפוק של "פי גלילות".

ענף שיווק הדלקים הוא בעל סיכון בינוני להערכתנו. הענף מאופיין בביקושים יציבים יחסית ובחסמי כניסה גבוהים. מאידך, הענף מושפע מתחרות המתמקדת במחירי המכירה נוכח אחידות המוצרים, מרגולציה לא מבטלת ומצורכי השקעה גבוהים. רמת הרווחיות בענף נשחקה בשנתיים האחרונות עם הורדת מרווח השיווק בסוף שנת 2011. כמו כן, לאורך השנים התחרות על מיקומי התחנות הובילה להתייקרות בהוצאות השכירות. מגמות אלו קוזזו בחלקן מצד צמיחה משמעותית בפעילות חנויות הנוחות.

אנו מעריכים יציבות יחסית בתוצאות בשנת 2014 לעומת שנת 2013, וזאת בנטרול הפסדי מלאי שפגעו בתוצאות החברה בשנה החולפת. בתוך כך, אנו מעריכים כי הרווח הגולמי יושפע לטובה מגידול כמותי מתון בליטרים, גידול מתון בפעילות הקמעונאית ומזכיה במכרז לניפוק דלקים עבור משרד הביטחון. מגמות חיוביות אלו עלולות להתקזז בחלקן מצד המשך שחיקה במרווח הסולר, המצוי בשנה האחרונה בלחצי מחיר. ההוצאות התפעוליות, ובראשן הוצאות השכירות ואחזקת התחנות צפויות להתייקר ולשחוק חלק מהגידול הטבעי.

להערכתנו, לחברה רווחיות נמוכה יחסית. הדבר נובע בין השאר מהוצאות שכירות תחנה גבוהות וכן עלויות מימון מכבידות. יחס כיסוי הוצאות המימון על ידי הרווח התפעולי עומד על כ-1.0 והוא צפוי להשתפר להערכתנו עד לרמה של כ-1.5, בעיקר נוכח הערכתנו לירידה נוספת בהוצאות המימון. יחס זה מושפע בין השאר מהיקף גבוה של נכסים שאינם בליבת הפעילות ואינם מניבים לחברה רווח תפעולי שוטף (להערכתנו, כ-700 מיליון ₪ ליום 30.9.2013). בתוך כך כלולות ההשקעה בדלק אירופה, חלק מההשקעה בפי גלילות, החזקה במלאי חירום ועוד נכסים קטנים יותר. כאמור לעיל, אנו

מעריכים מימוש של מרבית נכסים אלו בטווח הזמן הקצר. רמת המינוף של החברה שופרה במידה ניכרת בשנים 2012-2013, כאשר יחס החוב הפיננסי המותאם לקאפי' ליום 30.9.2013 עמד על כ-60% לעומת כ-70% בתחילת שנת 2012. אנו מעריכים יציבות ביחס זה בטווח הזמן הקצר-הבינוני. הורדת המינוף הובילה גם לשיפור יחסי הכיסוי התזרימיים. אנו מעריכים כי יחס החוב הפיננסי המותאם ל-EBITDA ירד לרמה של 7.5-8.0 עד לסוף שנת 2014 (לעומת 8.7 ליום 30.9.2013) ויחס החוב הפיננסי המותאם ל-FFO ישתפר לרמה של כ-13.0 (לעומת 16 כיום). נזילות החברה סבירה ומושתתת על תזרים חופשי גבוה הצפוי בשנים 2014-2015 כתוצאה מימוש נכסים שאינם בליבה. כמו כן הנזילות נסמכת על מסגרות אשראי פנויות בהיקף מהותי לתמיכה בצורכי מיחזור החוב בשנים הקרובות וכן בצורכי הון חוזר. החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות במרווח גבוה. אופק הדירוג היציב מושתת על הערכתנו ליציבות התוצאות הכספיות ועמידה סבירה ביחסים הפיננסיים הנדרשים לדירוג.

דלק ישראל - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	1-9/2012	1-9/2013	
4,290	5,136	6,254	6,624	4,968	4,948	הכנסות, נטו
736	775	758	748	572	563	רווח גולמי
225	189	132	125	106	90	רווח תפעולי
30.6%	24.4%	17.5%	16.7%	18.4%	16.0%	רווח תפעולי / רווח גולמי
112	113	111	101	81	63	הוצאות מימון נטו
95	60	18	24	27	37	רווח נקי
401	244	36	68	116	54	יתרות נזילות
2,435	2,672	2,700	2,344	2,684	2,157	חוב פיננסי
1,099	1,095	1,112	1,144	1,148	1,185	הון עצמי
23.9%	22.6%	22.2%	24.1%	23.5%	27.7%	הון עצמי למאזן
299	270	219	215	173	160	EBITDA
220	125	67	77	85	98	FFO
44	(9)	(72)	456	410	132	CFO
(252)	(342)	(208)	(108)	(85)	(90)	CAPEX
(25)	(25)	(10)	0	0	0	DIV
7.2	8.6	10.3	9.4	9.6	8.7	חוב פיננסי מותאם נטו/EBITDA
10.1	15.9	22.2	19.0	20.7	15.8	חוב פיננסי מותאם נטו/FFO
1.4	1.4	0.9	1.0	1.0	1.1	EBIT/Adj. Gross Finance

פירוט גורמי מפתח בדירוג

פרופיל עסקי חזק בענף בעל רמת סיכון בינונית

פרופיל סיכון האשראי של החברה מושפע לטובה מהיותה משווקת הדלקים השנייה בגודלה בישראל ובעלת מיצוב עסקי גבוה בתחומה. לחברה נתח שוק משמעותי של כ-21% במספר תחנות וכ-24% בליטרים (כולל שיווק ישיר). נכון לסוף שנת 2013 מונה רשת דלק כ-246 תחנות דלק בפריסה ארצית. כמו כן מחזיקה החברה ברשת חנויות הנוחות מנטה המונה כ-195 נקודות מכירה, מרביתן בתוך תחנות הדלק. המיצוב העסקי מתבסס על פריסה ארצית רחבה של תחנות

¹ לצורך חישוב יחסי המינוף והכיסוי נמדד החוב הפיננסי בניכוי מלאי חירום למנהל הדלק.



הדלק, נתח שוק גבוה בתחום הדלקנים, שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית (כ-83%) וכן נתח שוק משמעותי בשיווק הישיר של מוצרי דלק. לחברה בעלות על מתקני אחסון וניפוק פי-גלילות המקנים לה תשתית משמעותית ומאפשרים לה גמישות בניהול שרשרת האספקה.

ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בביקוש יציב וקשיח יחסית ובחסמי כניסה גבוהים, הנובעים מרגולציה בקשר עם רישוי תחנות חדשות, מרמת השקעות גבוהה וריתוק אשראי בהיקפים מהותיים לצורכי הון חוזר. הענף מאופיין בצמיחה מתונה בביקוש לדלקים, שפוצתה עד כה באמצעות פיתוח תחום חנויות הנוחות. רמת התחרות גבוהה, ומתעצמת מעת לעת. התחרות מתמקדת במחירי הסולר, בחוזים מול ציי הרכב הגדולים וכן בתחרות אזורית מול רשתות דיסקאונט. הורדת מרווח השיווק לקראת סוף שנת 2011 ביטאה את סיכון הרגולציה המאפיין את הענף. הפגיעה התמתנה כבר במחצית השנייה של 2012 באמצעות צמצום הנחות ודעיכת הלחצים על מרווח הסולר וכן נוכח התייעלות בהוצאות התפעול. הצמיחה בחנויות הנוחות (תוך צמיחת מכירות חנויות זהות משמעותית) תרמה אף היא לשורת הרווח. החברות הגדולות בענף נקטו בצמצום אשראי לקוחות (בעיקר חוץ-תחנה) באופן שהוזיל את עלויות המימון (אף כי הוביל לפגיעה מסוימת ברווח הגולמי) ובריסון ההשקעות. בשנה החולפת ניכרת עלייה חוזרת בלחצי המחיר על הסולר בתחנות, מגמה שצפויה להמשיך בטווח הקצר.

שלושה מגזרי פעילות בעלי מאפיינים שונים וסינרגיה התורמים לפיזור העסקי

לחברה יתרון בדמות שלושה מגזרי פעילות משמעותיים: מגזר מתחמי תדלוק ומסחר (כ-40% מהרווח התפעולי בשנת 2013), מגזר השיווק הישיר (43%) ומגזר אחסון וניפוק דלקים (17%). **מגזר תחנות התדלוק: העמקת הפעילות הקמעונאית תרמה לקיזוז מגמות שליליות בתחום הדלקים וצפויה להמשיך בכך בשנים הקרובות.** הביקושים במגזר מתחמי התדלוק קשיחים יחסית, צומחים במתינות ומוגבלים ביכולת החברה להרחיב את פריסת התחנות במידה משמעותית. התחרות גבוהה ומתמקדת במחירי הסולר, בחוזים עם הציים הגדולים ומועדוני הלקוחות ובחידוש חוזי חכירה. לחברה יתרונות מובנים בשל פריסה רחבה ונוכחות במיקומים מרכזיים וכן שיעור גבוה יחסית לענף של תחנות בהפעלה עצמית ובבעלות. החלק הארי של חוזי החכירה הוא לתקופה העולה על 3 שנים. החברה מתמודדת מול רשתות מוזלות, בעלות מבנה עלויות רזה וגמיש. כחלק מכך השיקה החברה לפני שנתיים את רשת "דיסקאונט" שנועדה לתת מענה לתחרות מקומית. מגזר מתחמי התדלוק נפגע בתרומה וברווח בשנים 2011-2012, בעיקר בשל הורדת מרווח השיווק וגידול בהוצאות השכירות. מגמות אלו קוזזו בחלקן באמצעות צמיחת התרומה של חנויות הנוחות, שיפור הדרגתי במרווחים, התייעלות בהוצאות המכירה וצמיחה כמותית במכירות. החדירה של חנויות מנטה בתחנות בהפעלה עצמית חצתה מזה זמן את שיעור ה-90, ותרומתה לרווחי החברה גדלה בשיעורים גבוהים יחסית. בשנים הקרובות צפויה העמקת הפעילות הקמעונאית באמצעות ההטמעה של רשת "קפה ג'ו", הרחבת סל המוצרים בחנויות וכניסה לתחומי ההסעדה, הנון פוד, שירותים כספיים ועוד. להערכתנו מדובר באתגר ניהולי לא פשוט בעיקר בתחום ניהול שרשרת האספקה, המלאי והמכירות על פני מגוון רחב של פריטים שלא היה קיים קודם. להערכתנו, פעילות זו תורמת לשיפור הרווחיות ולציבות הרווחים.

בשנת 2013 חיזקה החברה את מעמדה במגזר התחנות, בעיקר בתחום הסולר והדלקנים והגדילה באופן משמעותי את הליטרים הנמכרים, וזאת לאחר שנתיים של ירידה כמותית. תוצאות המגזר בשנת 2013 הושפעו לשלילה משחיקה במרווחי הסולר בשל התעצמות התחרות וכן משערך שלילי של המלאי בשל ירידת מחירי הדלקים. אנו מעריכים גידול מתון בליטרים במגזר זה שיקוזז בחלקו בהמשך מגמת השחיקה במרווח הסולר. כמו כן אנו מעריכים צמיחה במכירות חנויות הנוחות. להערכתנו, צמיחת הרווח המגזרי בתחנות תקוזז בחלקו מצד עלייה זוחלת בהוצאות השכירות והאחזקה. איננו צופים שינויים רגולטוריים שיש בהם השפעה מהותית על החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני. תוצאות המגזר חשופות לתנודתיות מחירי הדלקים, לשערך שלילי של המלאי בעת מגמה של ירידת מחירים ורווחי מלאי במגמה הפוכה.

מגזר השיווק הישיר רגיש למחזוריות הכלכלית ולמחיר. התחרות בו גבוהה יותר ומתמשכת. לחברה מעמד דומיננטי באספקת דלקים לגופים גדולים בתחום התחבורה, התעשייה והשירותים וכן לסוכנים שונים ברחבי הארץ. הפעילות כרוכה במכרזים ומכאן החשיפה לאובדן לקוחות מרכזיים ולפגיעה ישירה בתרומה.

דלק ישראל: רווח מגזרי, במיליוני ש"ח



פעילות השיווק הישיר כרוכה בריתוק הון חוזר בהיקפים משמעותיים לאשראי לקוחות ובחשיפה לסיכון האשראי. בהתחשב ברמת הרווחיות הנמוכה, השפעתן של ההוצאות להפסדי אשראי על שורת הרווח במגזר השיווק הישיר הינה מהותית. בשנים 2012-2013 הציגה החברה התייעלות בהיקפי אשראי הלקוחות, במידה שהובילה לשחיקה ברווחיות המגזר אולם מנגד, תרמה לתזרים מפעילות שוטפת ולהקטנת החוב הפיננסי. אנו מעריכים יציבות יחסית בהיקף הפעילות במגזר זה, כאשר הצמיחה המתונה במשק תקוזז מצד תחרות על לקוחות גדולים.

מעמד ייחודי בתחום האחסון והניפוק נוכח בעלות על תשתיות לוגיסטיות חשובות, מקנה לחברה גמישות בניהול שרשרת האספקה והמלאי. הכנסות מגזר זה חשופות לסיום התקשרויות עם לקוחות גדולים, שינוי בתעריפים ושינויים בשער הדולר. אנו צופים שיפור בהכנסות ובתרומה, לאחר שאלו נפגעו בשנת 2013 בעקבות סיום ההתקשרות עם אחד הלקוחות, נוכח זכיית החברה במכרז לאספקה וניפוק של דלקים למשרד הביטחון.

הוצאות שכירות גבוהות מכבידות על הרווחיות

החברה מחזיקה כ-27% מהתחנות בבעלותה והיתר בעיקר בשכירות לטווח בינוני וארוך. חלקן של הוצאות השכירות במרווח הלך וגדל בשנים האחרונות, עם כניסה להסכמים חדשים וחידוש הסכמים תחת לחצי תחרות גוברים, והוביל לשחיקת הרווחיות התפעולית לאורך זמן. להערכתנו, הוצאות השכירות חושפות את החברה לשחיקה מהירה ברווח בתקופות של אתגרים בסביבה העסקית. ניכר כי בשנתיים האחרונות החברה אימצה מדיניות שמרנית יותר בקשר עם התרחבות הרשת, תוך התמקדות בהעמקת ההכנסות מהמתחמים הקיימים. מאמצי החברה להתאים את הוצאות השכירות לתנאי השוק המשתנים, ובפרט לירידה שחלה במרווח השיווק, כרוכים בתהליך איטי והדרגתי אשר קיבלו ביטוי חלקי בשלב זה.

היקף מהותי של השקעות לא תפעוליות שהחברה פועלת למימושן

במסגרת מדיניות החברה לצמצם נכסים שאינם בליבה, פועלת החברה למכירת מקרקעין והשקעות שאינם מייצרים תזרימים שוטפים, ומכבידים על המאזן והרווח. הנכסים העיקריים בקטגוריה זו כוללים את ההשקעה בדלק אירופה (20%), כאשר 80% נוספים מוחזקים על ידי קבוצת דלק, השקעה בפי גלילות בע"מ (15.3%), השקעה באורפק תעשיות בע"מ (12.8%) וכן חטיבות קרקע שונות ברחבי הארץ. במסגרת עסקה מול החברה האם, נקבע כי הלוואת הבעלים שהעמידה החברה לדלק אירופה בשנים 2007-2010 שיתרתה כ-290 מיליון ₪ תיפרע על ידי קבוצת דלק בשנים 2014 (כ-198 מיליון ₪) ו-2015 (כ-92 מיליון ₪). יש לציין כי ביום 30.1.2014 הודיעה קבוצת דלק על מו"מ מתקדם למכירת האחזקה בדלק אירופה לצד שלישי. כמו כן בשנת 2014 צפויה החברה להשלים את מכירת האחזקה בפי גלילות. במקביל פועלת החברה להשבחה של מקרקעין פי גלילות בירושלים, במטרה למכור אולם תהליך זה אינו צפוי להסתיים בזמן הקצר.

הירידה ברמת המינוף צפויה להימשך

בשנים 2012-2013 ייצרה החברה תזרים חופשי משמעותי, בהיקף של כ-1.0 מיליארד ₪ שנותר ברובו להקטנת החוב הפיננסי באמצעות פירעונות שוטפים של אג"ח והלוואות לז"א. המקורות לצמצום החוב נבעו בעיקר מקיטון אשראי לקוחות, מפירעון הלוואה שהועמדה בעבר לבעלי המניות ומבלימת השקעות הוניות. כמו כן תרמו לכך מימושים שונים כגון מקרקעין "הטורים" ונכסי מקרקעין נוספים, מימוש חלקי של מניות דלק ארה"ב וחלוקת התמורה כדיבידנד ועוד. אנו מעריכים כי מגמת הקיטון בחוב תימשך בשנה הקרוב נוכח צפי לפירעון הלוואות הבעלים שהעמידה החברה לדלק אירופה, מכירת מלאי החירום למדינה ומכירת האחזקה בפי גלילות בע"מ. יחס החוב הפיננסי לקאפ ירד משיעור של כ-70% בתחילת שנת 2012 לשיעור של כ-60% ליום 30.9.2013 (היחס נמדד על ידינו כבר היום בניכוי מלאי החרום).

התזרים הפרמננטי בניכוי השקעות הוניות עודנו חלש, אולם יכולת שירות החוב שופרה בעקבות קיטון הוצאות המימון, התמתנות ההשקעות ויציבות התזרים התפעולי

התזרים הפרמננטי של החברה עדיין מושפע לשלילה מרווחיות נמוכה לצד עלויות מימון גבוהות יחסית, חלקן בגין נכסים לא תפעוליים כמתואר לעיל. יחס כיסוי המימון $EBIT/Adj\ Gross\ Finance^2$ עמד בשנים 2011-2013 על כ-1.0 בממוצע. אנו מעריכים כי צמצום החוב הפיננסי בשנים 2013-2014 יקבל ביטוי בקיטון הוצאות המימון ושיפור היחס לרמה של כ-1.5 בשנת 2014. אנו מעריכים כי התזרים הפרמננטי FFO בניכוי השקעות הוניות CapEx (כולל בעיקר השקעות ברכוש קבוע) יסתכם בשנת 2013 בטווח של 20-40 מיליון ₪, כאשר עיקר העודף נבע מדיבידנדים שהתקבלו ממימוש האחזקה בדלק ארה"ב³ ובניטרול מימוש זה, FFO בניכוי השקעות הינו אפסי. לשנת 2014 אנו גם מעריכים תזרים FFO-CapEx נמוך, מבלי להתחשב במימוש נכסים, המבוסס על הערכתנו ל-EBITDA בניטרול הפסדי המלאי דומה לזה של שנת 2013 (כ-220 מיליון ₪), קיטון בהוצאות המימון בשל הקטנת החוב וירידת הריבית המשתנה ומנגד אנו מעריכים עלייה בהשקעות ברכוש קבוע, בין השאר נוכח השקעות מתוכננות בתחום הגז הטבעי. בהתאם להערכתנו הקודמת, יחסי כיסוי החוב של החברה שופרו, ובשנת 2013 צפוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA לעמוד על כ-8.5 שנים, לעומת 9.5 ו-10.5 בשנים 2012 ו-2011, בהתאמה. לשנת 2014 אנו מעריכים שיפור נוסף ביחס לרמה של 7.5. יחס חוב פיננסי מותאם ל-FFO צפוי לעמוד על כ-13.5 בשנת 2013 ולרדת להערכתנו לרמה של 12-13 בשנה הקרובה. יחסי כיסוי גבוהים אלו נתמכים במרכיב גבוה של הון חוזר תפעולי ונזיל יחסית וכן נכסי נדל"ן בבעלות החברה. הערכתנו זו לגבי תזרימי המזומנים החופשיים ויחסי הכיסוי מוגבלת בגלל הקושי לחזות את צורכי ההון החוזר של החברה, הנגזרים ממחירי הדלקים ומהיקף ההון הנדרש לממן את אשראי הלקוחות והמלאי.

הנזילות שופרה ונשענת על צפי למימוש נכסים נוסף ומסגרות אשראי בהיקף מהותי

נזילות החברה סבירה, ונסמכת בעיקר על תזרים חופשי חיובי בהיקף מהותי הצפוי בשנים 2014-2015 (מעל ל-300 מיליון ₪ להערכתנו) אשר נובע ברובו ממימוש נכסים כמתואר לעיל. כמו כן, להערכתנו לחברה גמישות פיננסית טובה מבעבר למחזר חלק מהתחייבויותיה על בסיס יציבות התזרים התפעולי, ירידה ברמת המינוף ומסגרות אשראי פנויות בהיקפים גבוהים אשר עומדות לה כיום, ממספר רב של בנקים, ומסתכמות בכ-700 מיליון ₪, מרביתן מסגרות לא חתומות. להערכתנו, החברה תידרש למחזר כמחצית מחלויות החוב הארוך (כ-370 מיליון ₪ חלויות ז"א ליום 30.9.2014 וכ-300

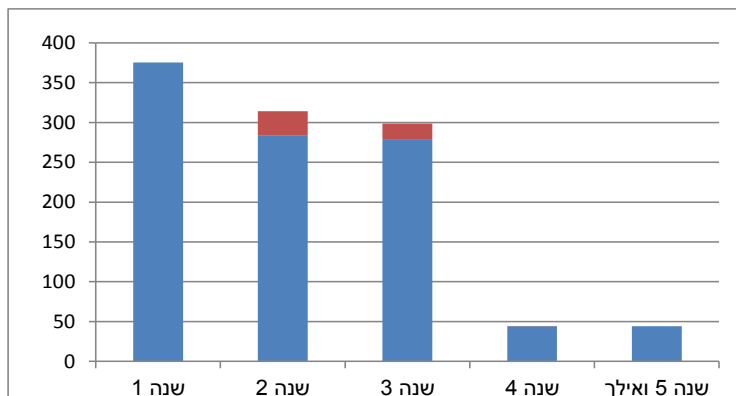
² היחס הינו הרווח התפעולי לפני הכנסות/הוצאות אחרות מחולק בהוצאות המימון ברוטו בניכוי הכנסות מימון פרמננטיות הנובעות מהפעילות השוטפת.

³ דלק ישראל מחזיקה 1.58% בדלק הונגריה שבשליטת חברת האם דלק קבוצה. הנכס העיקרי של דלק הונגריה הינו האחזקה בדלק ארה"ב, שמומשה בחלקה בשנים 2012-2013 על ידי החברה האם.



מיליון ₪ ליום (30.9.2015). נזילות החברה מושפעת לשלילה מצורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים שלא ניתן לחזותם, ועלולים להוביל לניצול מסגרות אשראי ולהרעה ביחס השוטף. לחברה מספר אמות מידה פיננסיות שהיא עומדת בהן כיום במידה טובה.

דלק ישראל: לוח סילוקין התחייבויות לז"א ליום 30.9.2013, במיליוני ₪ *



* לא כולל אשראי לז"ק שיתרתו ליום 30.9.2013 כ-1.08 מיליארד ש"ח

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

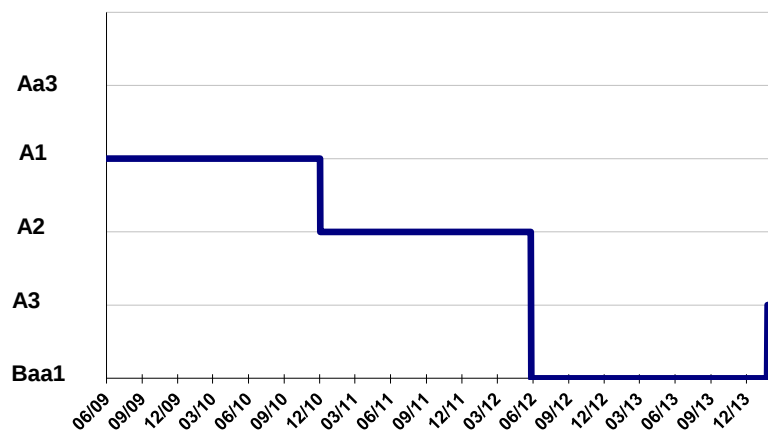
- שיפור ברמת הרווחיות וביחס כיסוי הרווח התפעולי להוצאות המימון לרמה של 2.0
- הורדה ברמת המינוף תוך שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי התזרימיים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA מעל 9.0
- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לקאפ אל מעל 65%

אודות החברה

דלק ישראל עוסקת בעיקר בשיווק ומכירה של בנזין וסולר ללקוחות פרטיים, לציי רכב וללקוחות סיטונאיים בישראל. נכון לסוף שנת 2013, לחברה 246 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 מוּחָץ 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 בלגיקה וצרפת. לחברה אחזקה פיננסית בחברת דלק הונגריה (1.58%), אשר מחזיקה (30.5%) בחברת Delek US Holdings, Inc. 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.



דוחות קשורים

- [דלק ישראל, דו"ח מעקב אוגוסט 2013](#)
- [מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים תשלומי חכירה, נובמבר 2010](#)
- [מתודולוגיה לדירוג ענף הקמעונאות, אוגוסט 2010](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 26.2.2014

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 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 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.

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 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.

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") 2014.

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 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. 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.