



קבוצת דלק בע"מ

פעולת דירוג | אוקטובר 2009

1

מחברת:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

קבוצת דלק בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

וועדת הדירוג של מידרוג אישרה מתן דירוג A1 באופק דירוג יציב לאגרות חוב בסך של עד 800 מיליון ש"ח שתנפיק קבוצת דלק בע"מ ("החברה") במסגרת הרחבת סדרת אגרות חוב (סדרה ט"ו) ובמסגרת סדרה חדשה של אגרות חוב (סדרה י"ח). אגרות חוב (סדרה ט"ו) עומדות לפירעון בשלושה תשלומים שנתיים שווים בשנים 2015-2017, אינן צמודות למדד כלשהו ונושאות ריבית קבועה בשיעור שנתי של 8.5%. אגרות חוב (סדרה י"ח) צמודות מדד ועומדות לפירעון בשישה תשלומים שנתיים שווים בשנים 2016-2017 ובשנים 2019-2022.

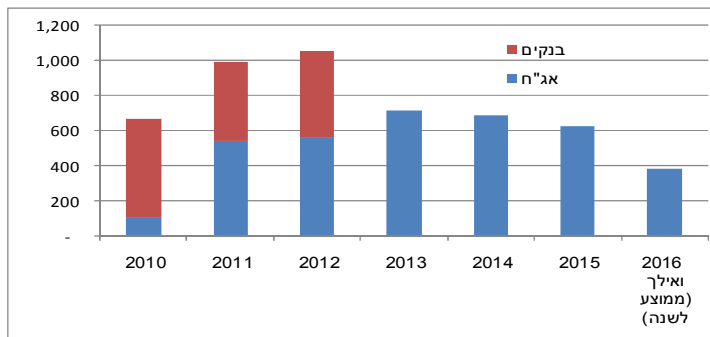
תמורת גיוס אגרות החוב בסך של עד 800 מיליון ש"ח מיועדת לפירעון חוב בנקאי (לא כולל און קולים) ואגרות חוב במהלך שנת 2010 בחברה ובחברות המטה והיא תופקד בחשבון בנקאי ייעודי/בפיקדון בנקאי ייעודי עד לשימוש בה כאמור לעיל. פירעון החובות הבנקאיים במהלך שנת 2010 ילווה בשחרור נכסים המשועבדים כיום לטובת הבנקים, בהיקף משמעותי.

ייעוד תמורת הגיוס לצורך פרעון חובות במהלך שנת 2010, כמו גם שיפור הגמישות הפיננסית הצפוי לנבוע משחרור השעבודים בגין החובות שייפרעו, היוו שיקולים עיקריים בדירוג אגרות החוב. מידרוג מצפה כי הגמישות הפיננסית שתיווצר כתוצאה משחרור השעבודים תישמר בטווח הזמן הארוך.

יתרת החוב הפיננסי של החברה וחברות המטה ליום 30/9/2009 הינה כ-7.9 מיליארד ש"ח, מכך כ-5.6 מיליארד ש"ח אגרות חוב, כ-2.0 מיליארד ש"ח הלוואות ואשראי מבנקים וכ-0.3 מיליון ש"ח הלוואה מחברה בת (הנתונים כוללים גם אגרות חוב והלוואות שגויסו במהלך הרבעון השלישי של שנת 2009 וטרם נכללו במאזניה האחרונים של החברה)¹. יתרת התיק הנזיל של החברה לאותו מועד (ללא מניות באוצר) נאמדת בכ-1.5 מיליארד ש"ח. יחס החוב הפיננסי נטו לשווי המותאם של תיק האחזקות נאמד בכ-50%.

אופק הדירוג היציב נתמך ברמת הנזילות הגבוהה בחברה ובמדיניותה לשמור על יתרות מזומן משמעותיות לאורך זמן.

להלן לוח הסילוקין של קרן החוב הפיננסי של החברה וחברות המטה ליום 30/9/2009 (במיליוני ש"ח) בחלוקה בין אגרות חוב לבין הלוואות בנקאיות (ללא אשראי און קול):



לעיון בשיקולים העיקריים לדירוג אנו מפנים לדוח דירוג ראשוני מחדש מאי 2009 ולדוח פעולת דירוג מחדש ספטמבר

2009 באתר מידרוג: www.midroog.co.il

¹ נתון אגרות החוב אינו כולל אגרות חוב שהונפקו על ידי דלק פטרוליום בע"מ ("פטרוליום") בערבות מלאה של דלק ישראל בע"מ ועומדות כנגד הלוואה בתנאים מקבילים שהעמידה פטרוליום לדלק ישראל.



דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 27/10/2009. 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 שהנפיקה קבוצת דלק עד ליום 30/9/2009 עליהן חל הדירוג:

שנות פרעון הקרן	יתרה בספרים 30/9/09 במיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת עג. 30/9/09 במיליוני ש"ח	מועד הנפקה ראשוני	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2010	69	מדד	5.25%	60	12/2004	לא סחיר	ו
2008-2011	60	מדד	3.95%	52	3/2005	לא סחיר	ז
2011	57	מדד	4.05%	51	9/2005	לא סחיר	ח
2010	19	מדד	4.60%	17	12/2005	לא סחיר	ט
2012	31	מדד	4.85%	28	12/2005	לא סחיר	י
2018	391	מדד	5.40%	357	7/2006	לא סחיר	יא
2015-2017	657	מדד	5.35%	596	11/2006	לא סחיר	יב
2013-2014							
2019-2021	1,021	מדד	4.60%	913	3/2007	1105543	יג
2018	119	-	8.5%	119	7/2009	1115062	יד
2015-2017	548	-	8.5%	548	7/2009	1115070	טו
2012-2015	260	-	5.5%	260	9/2009	1115385	טז
2012-2015	90	-	משתנה	90	9/2009	1115401	יז
2019-2021, 2012	555	מדד	4.50%	500	6/2007	1106046	כב
2011-2014	1,407	מדד	4.75%	1,293	10/2007	1107465	כג

אופק הדירוג

3

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 בהתייחס ללוח הפירעונות של החברה שנה קדימה.
- אי שיפור הגמישות הפיננסית במידה משמעותית בעקבות פרעון הלוואות בנקאיות.
- גידול בהיקף החוב שיוביל לעלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לטווח של 52%.
- 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 ובייחמה. 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 הנתרות של החברה, לרבות דלק מערכות אנרגיה בע"מ ("דלק אנרגיה", 88.9%) ודלק מערכות רכב בע"מ ("דלק רכב", 54.9%) - שתיהן חברות ציבוריות, וכן דלק קפיטל בע"מ ("דלק קפיטל", 94%), המחזיקה ביחד עם דלק השקעות ונכסים בכ-55.3% 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 ונותרה עם אחזקה של כ-5% בדלק נדל"ן. בעל השליטה בחברה ובעל המניות העיקרי הינו מר יצחק תשובה המחזיק כ-63% מהון המניות וכ-65% 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: CHDG011009800M

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 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.