



קבוצת דלק בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2012

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@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

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

קבוצת דלק בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1	דירוג סדרות
-------------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A1 באופק שלילי לאגרות חוב בסך של עד 700 מיליון ₪ ערך נקוב שתנפיק קבוצת דלק בע"מ ("קבוצת דלק" או "החברה") באמצעות הרחבת סדרות אג"ח קיימות ו/או באמצעות הנפקת סדרות חדשות. בתוך כך מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק שלילי לאגרות החוב במחזור שהנפיקה קבוצת דלק.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 01/04/2012. 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, עליהן חל הדירוג:

סדרת אג"ח	מס' ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרות האג"ח ליום 31/12/2011 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
י	לא סחיר	12/2005	4.85%	מדד	32	2012
יא	לא סחיר	7/2006	5.40%	מדד	411	2018
יב	לא סחיר	11/2006	5.35%	מדד	691	2015-2017
יג	1105543	3/2007	4.60%	מדד	1,073	2019-2013-2014-2021
יד	1115062	7/2009	8.5%	שקלי	419	2018
טו	1115070	7/2009	8.5%	שקלי	1,486	2015-2017
טז	1115385	9/2009	5.5%	שקלי	260	2012-2015
יז	1115401	9/2009	משתנה	שקלי	90	2012-2015
יח	1115823	11/2009	6.1%	מדד	1,120	2016-2022
יט	1121326	11/2010	4.65%	מדד	576	2019-2022
כב	1106046	6/2007	4.50%	מדד	583	2019-2021, 2012
כג	1107465	10/2007	4.75%	מדד	1,109	2011-2014
ל (המ')	1118884	4/2010	4.10%	שקלי	255	2012

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

בחודש יולי 2011 הציבה מידרוג אופק דירוג שלילי לאגרות החוב של החברה. הצבת האופק השלילי נבעה מהיחלשות מקורות התזרים הפרמננטיים של החברה, על רקע מכירת חלק מהאחזקות בדלק רכב, והיעדר אחזקות בעלות תרומה תזרימית פרמננטית וזאת לצד צורכי חלוקת דיבידנד רחבה. אופק הדירוג השלילי משקף גם היחלשות בגמישות הפיננסית של החברה למחזר התחייבויות נוכח החולשה בשוק החוב החוץ בנקאי וכן נוכח הסדר החוב בחברה האחות דלק גדל"ן. עם זאת יש לציין כי לחברה רמת גמישות פיננסית גבוהה, הנובעת מרמת מינוף מתונה ומרכיב גבוה וסחיר של אחזקות שאינן משועבדות. החברה פועלת בנוסף במספר דרכים לעיבוי הנזילות ומצויה בתהליך בחינה של מימוש אחזקתה ב- IDE בהצפת ערך משמעותית.

במהלך שנת 2011 נחלשו תוצאות החברות המוחזקות דלק רכב, ריפבליק, דלק ישראל וכן גדות. בנוסף, במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2011 רשמה החברה הפחתות חשבונאיות בגין ירידת ערך השקעות בסך כולל של כ-713 מיליון

ש. ההפחתות נרשמו בגין ההשקעה בדלק רכב (כ- 250 מיליון ש"ח), ריפבליק (כ- 233 מיליון ש"ח) וגדות ביוכימיה (כ- 230 מיליון ש"ח).

הותרת אופק הדירוג השלילי משקפת את הערכותינו להמשך תזרימי מזומנים חלשים מהחברות המוחזקות בטווח אופק הדירוג שאף עלולות לתבוע מהחברה מקורות תזרימיים. בשבועות האחרונים דיווחו שותפיות הגז על חתימת הסכם אספקת גז ממאגר תמר עם חח"י, נוסף על הסכמים מהותיים נוספים שנחתמו. להערכתנו, חתימת ההסכם עם חח"י מהווה אבן דרך משמעותית בתוכנית העסקית של תמר ומימונה. התוכנית העסקית של מאגר תמר מניחה כי המאגר יחל בהפקת גז במהלך שנת 2013. לאורך זמן, אנו מעריכים כי הפעלת מאגר תמר תגדיל את מקורות התזרים של החברה ואת גמישותה הפיננסית. יחד עם זאת, להערכתנו, עדיין קיימים סיכונים הקמה לא מבוטלים כמו גם אי וודאות לגבי תחילת מועד ההפקה.

קבוצת דלק: רווח תפעולי (מאוחד) לפי מגזרים עיקריים, במיליוני ש"ח

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	
222	230	189	140	דלקים בישראל
188	189	62	1,036	דלקים בארה"ב
129	97	190	184	דלקים באירופה
872	460	480	89	רכב (*)
240	265	268	601	חיפוש והפקת נפט וגז
(350)	448	647	471	ביטוח ופיננסים בישראל
(139)	77	65	(451)	ביטוח בארה"ב
126	286	115	(126)	מגזרים אחרים
(1,215)	(902)	(791)	(331)	התאמות
73	1,150	1,225	1,613	סך רווח מפעולות רגילות
1,300	924	1,384	1,325	הוצאות מימון נטו
28	518	(4)	3,749	רווח ממימוש השקעות בחברות מוחזקות נטו (**)
(2,313)	1,203	1,954	3,256	רווח נקי

(*) החל מרבעון רביעי לשנת 2010 מציגה הקבוצה את השקעתה בדלק רכב לפי שיטת השווי המאזני, בעקבות ירידה משליטה (55%) לשיעור אחזקה של כ-32%. בשנת 2011 כללה החברה את חלקה בתוצאות דלק רכב עפ"י חלקה היחסי ברווח התפעולי של דלק רכב (לעומת שנת 2010, עד להפסקת האיחוד נכלל מלוא הרווח התפעולי של דלק רכב).

(**) רווח מימוש השקעות בשנת 2011 כולל שערור אחזקה בסך של כ- 3.2 מיליארד \$ באבנר חיפוש גז. במהלך רבעון רביעי 2011, השלימה החברה עסקה לרכישת מניות כהן פיתוח, חברה ציבורית המחזיקה כ- 50% ממניות השותף הכללי באבנר חיפוש נפט. בעקבות זאת הפכה החברה לבעלת השליטה בשותפות אבנר ושערכה את השקעתה בה עפ"י שווי השוק.

הרווח התפעולי של החברה בשנת 2011 הושפע לטובה בעיקר ממגזר הדלקים בארה"ב וממגזר הפקת הגז. השיפור הניכר בתוצאות מגזר הדלקים בארה"ב בשנת 2011 לעומת שנת 2010 נבע מרמת מרווחי זיקוק גבוהה בארה"ב ועלייה ברמת הכמויות המוזקות. אנו מעריכים כי רמת המרווחים הממוצעת בשנת 2011 אינה משקפת את הטווח הקצר.

אי אספקת הגז ממצריים לישראל במהלך רוב שנת 2011, השפיעה לחיוב על פעילות הפקת הגז בקבוצה באמצעות ים תטיס. להערכתנו, תוצאות מגזר זה לשנת 2012, תהיינה נמוכות מהתוצאות לשנת 2011.

דלק רכב מציגה בשנת 2011 חולשה ברווח התפעולי וזאת בשל קיטון בנתח השוק והתחזקות היין היפני במהלך השנה. החברה צופה שיפור משמעותי בתוצאות דלק רכב בשנת 2012 לאור היחלשות היין היפני וכניסת דגמים חדשים.



מגזר הדלקים בישראל הציג חולשה בתוצאות במהלך שנת 2011 לעומת שנת 2010. עיקר הפגיעה נובע מהורדת מרווח השיווק החל מספטמבר 2011 ומלחץ על מרווחי הסולר נוכח תחרות חזקה בענף. במהלך החודשים האחרונים, דלק ישראל החלה בביצוע תהליכי רה-ארגון, הכוללים מהלכי התייעלות למיתון עוצמת פגיעת הפחתת מרווח השיווק.

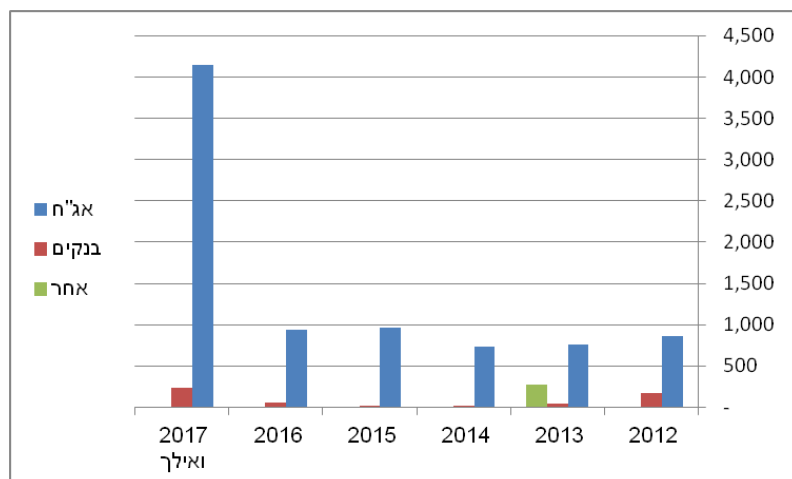
מגזר הביטוח והפיננסים בישראל (הפניקס) הציג חולשה בתוצאות למול שנת 2010, שנה בולטת לחיוב, בעיקר עקב חולשה בשוק ההון אשר השפיעה על רווחי השקעות, ונוכח המשך אי גבייתם של דמי ניהול משתנים. מגזר הביטוח בארה"ב (ריפבליק) הציג חולשה בתוצאות למול שנת 2010 עקב הפסד תפעולי בענפי הפעילות השונים והפחתת מוניטין.

במהלך שנת 2011, העמיקה גדות את הגרעון בהון העצמי. נכון לשנת 2011 תמכה החברה בגדות בהיקף של כ-44 מיליון דולר. מידרוג מניחה המשך תמיכת בעלים בגדות, בהיקף מהותי, בטווח אופק הדירוג.

החברה שומרת על רמת מינוף סבירה לרמת הדירוג. לאורך השנים, רמת החוב של החברה ביחס לשווי המותאם של ההשקעות¹ (על בסיס סולו מורחב) מצויה בטווח של 50%-55%. נכון לתום שנת 2011, החברה נמצאת ברף העליון של טווח זה. היקף שווי תיק האחזקות של החברה עלה במהלך השנים האחרונות בעיקר עם הצפת הערך בשותפויות הגז בעקבות תגליות הגז. נכון למועד דו"ח זה תחום חיפוש הגז והנפט מהווה כ- 45% משווי תיק האחזקות של החברה. תחום חיפוש הגז והנפט מאופיין ברמת סיכון גבוהה בעיקר בקשר עם מאגר לווייתן נוכח אי הוודאות וההשקעות הרבות הצפויות. דירוג החברה יוסיף להיבחן נוכח תמהיל האחזקות ושמירה על יחסי מינוף ההולמים לרמת הדירוג.

במהלך רבעון ראשון 2012, פורסמו המלצות וועדות הריכוזיות הכוללות בין השאר התייחסות להפרדת אחזקות ריאליות ואחזקות פיננסיות. להערכתנו, להמלצות אלו תהיה השפעה בטווח הבינוני- הארוך על מבנה החברה ורמת המינוף.

לוח סילוקין של חוב לזמן ארוך - החברה וחברות המטה ליום 31/12/2011 (במיליוני ₪)



¹ שווי השוק של האחזקות הסחירות ושווי הספרים של אחזקות שאינן סחירות

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לשפר את אופק הדירוג:

- הצגת יכולת קבלת תזרימי מזומנים בסכומים משמעותיים ולאורך זמן מהחברות המוחזקות
- הורדה משמעותית ברמת החוב הפיננסי וברמת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- סטייה לאורך זמן מהמתווה המקורי של לוחות הזמנים לתחילת הפקת הגז ממאגר תמר
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית שתפגע ביחסי האיתנות של החברה
- אי שמירה על יתרות נזילות בהיקף מהותי ביחס לצורכי שירות החוב, ולפחות בהיקף של 10% מגובה החוב הפיננסי ברוטו המותאם
- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו המותאם לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לטווח של 50%-55%

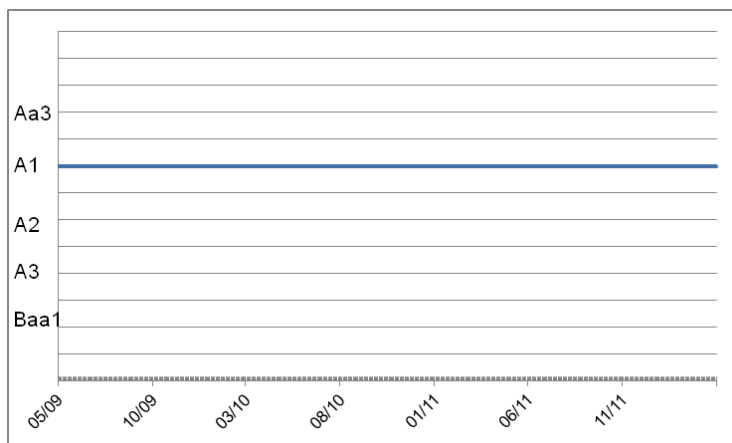
אודות החברה

קבוצת דלק הינה חברת אחזקות המחזיקה בשליטתה בחברות במגוון תחומי פעילות בישראל ובח"ל. החברה פועלת באמצעות שתי חברות בנות בבעלות מלאה: דלק פטרוליום בע"מ ("דלק פטרוליום") ודלק השקעות ונכסים בע"מ ("דלק השקעות") - שתיהן חברות אחזקה פרטיות (הראשונה גם חברה מדווחת לפי הגדרת מונח זה בחוק ני"ע) המרכזות תחתן את האחזקות התפעוליות. דלק פטרוליום מרכזת את האחזקות בתחום הדלקים בישראל ובח"ל (לרבות דלק ישראל- 86.9%, דלק ארה"ב - 68.0% ודלק אירופה BV - 80%). דלק השקעות מרכזת את האחזקות הנותרות, לרבות דלק אנרגיה (86.7%), דלק רכב (32.4%) ופניקס החזקות בביטוח (55.5%) המחזיקה בחברת הביטוח פניקס (100%) ובבית ההשקעות אקסלנס (78.4%).

דלק אנרגיה פועלת בתחום הקידוחים וחיפושי נפט וגז, באמצעות אחזקתה בשותפויות דלק קידוחים (63%) ואבנר חיפושי נפט (47%). החברה מחזיקה גם ישירות בדלק קידוחים (6.5%) ובאבנר (9.1%). עיקר פעילותן של דלק קידוחים ואבנר הינה באחזקתן בעסקה המשותפת ים תטיס (25.5%-23%, בהתאמה), העוסקת משנת 2004 באספקת גז מתגלית הגז מרי, ובמסגרת השתתפותן בפרויקטי קידוחי תמר ודלית (15.625% כל אחת) אשר הסתיימו במהלך 2009 בתגלית גז משמעותית.

הקבוצה מחזיקה גם במלוא הון המניות של Republic Companies Group Inc ("רפבליק"), חברת ביטוח הפועלת בעיקר בתחום ביטוח רכוש במספר מדינות בארה"ב. הקבוצה מחזיקה ב- 49.8% מהון המניות של IDE Technologies Ltd ("IDE") הפועלת בתחום הקמה והפעלה של מתקני התפלה בישראל ובעולם ו-100% מהון המניות של אי.פי.פי אשקלון, המפעילה תחנת כוח פרטית לייצור חשמל בהיקף של 80 מגאוט.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

קבוצת דלק בע"מ - פעולת דירוג (יולי 2011)

מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה - דוח מיוחד (דצמבר 2011)

תאריך הדוח: 01.4.2012

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות 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 קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CHD040412700M

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") 2012

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 במישורין 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 שרותי 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.