



קבוצת דלק בע"מ

דוח אנליטי ו מאי 2009

1

מחברים:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat@midroog.co.il

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

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
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

A1	דירוג סדרות במחזור דירוג סדרה חדשה / הרחבת סדרה קיימת
-----------	--

הדירוג A1 ניתן לאג"ח שהנפיקה קבוצת דלק בע"מ, כמפורט להלן, ולגיוס נוסף של אג"ח אשר החברה שוקלת להנפיק, בסך של עד 300 מיליון ש"ח. הגיוס הנוסף ייערך במסגרת סדרה חדשה או במסגרת הרחבת סדרות קיימות.

להלן סדרות האג"ח במחזור עליהן חל הדירוג:

שנות פרעון הקרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח 31/12/2008	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת עג. במיליוני ש"ח 31/12/08	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2009	1	מדד	5.50%	1	11/2004	לא סחיר	ה'
2006-2010	66	מדד	5.25%	60	12/2004	לא סחיר	ו'
2008-2011	87	מדד	3.95%	79	3/2005	לא סחיר	ז'
2011	55	מדד	4.05%	51	9/2005	לא סחיר	ח'
2010	18	מדד	4.60%	17	12/2005	לא סחיר	ט'
2012	30	מדד	4.85%	28	12/2005	לא סחיר	י'
2018	494	מדד	5.40%	468	7/2006	לא סחיר	יא'
2015-2017	1,172	מדד	5.35%	1,100	11/2006	לא סחיר	יב'
2013-2014, 2019-2021	985	מדד	4.60%	913	3/2007	1105543	יג'
2019-, 2012, 2021	536	מדד	4.50%	500	6/2007	1106046	כב'
2011-2014	1,050	מדד	4.75%	1,000	10/2007	1107465	כג'

פרופיל החברה

קבוצת דלק בע"מ ("קבוצת דלק", או "החברה") הינה חברת אחזקות המחזיקה בשליטתה במגוון חברות בתחומי פעילות שונים בישראל ובחול, 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 וביוכימיה. 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 ובחול ודלק השקעות ונכסים בע"מ ("דלק השקעות ונכסים") - חברת אחזקות פרטית בבעלות מלאה המרכזת תחתיה את האחזקות הנותרות של החברה, לרבות דלק מערכות אנרגיה בע"מ ("דלק אנרגיה", 87.9%) ודלק רכב בע"מ ("דלק רכב", 54.2%) - שתיהן חברות ציבוריות, וכן דלק קפיטל בע"מ ("דלק קפיטל", 94%), המחזיקה ביחד עם דלק השקעות ונכסים בכ-55.5% 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"ב¹. 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

¹ החברה, ביחד עם חברות המטה: דלק פטרוליום (וחברות המטה שלה - דלק אירופה ודלק הונגריה) ודלק השקעות ונכסים (ביחד עם חברת המטה שלה דלק קפיטל) - ייקראו להלן "חברות המטה", "המטה" או "סולו מורחב".

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 כל מניות דלק נדל"ן שבידה כדיבידנד לבעלי המניות. הניתוח העסקי והפיננסי בדוח זה יתבצע בנטרול דלק נדל"ן, למעט אם יוזכר אחרת.
בשנים 2006-2008 גייסו החברה ודלק פטרוליום, אג"ח מהציבור בסך מצטבר של כ-4,401 מיליון ש"ח ערך נקוב (מכך 3,981 מיליון ש"ח החברה וכ-420 מיליון ש"ח דלק פטרוליום - לא כולל אג"ח בערבות דלק ישראל שהונפקו קודם לשנת 2008). תמורות הגיוסים שימשו בין השאר לביצוע רכישות ומיזוגים בתחומי הדלקים, האנרגיה והביטוח בישראל ובעולם וכן בתחום הנדל"ן.

קבוצת דלק: אחזקות עיקריות לפי ענפי פעילות				
תחום פעילות	חברה מוחזקת	שיעור אחזקה משורשר	אזורי פעילות עיקריים	פעילות עיקרית
אנרגיה	דלק אנרגיה	87.9%	ישראל, ארה"ב וויאטנם	הפקת גז טבעי וחיפושי נפט וגז באמצעות החזקה בשותפויות אבנר ודלק קידוחים
זיקוק	דלק ארה"ב	71.2%	טקסס, ארה"ב	הפעלת בית זיקוק וצנרת הולכה בטקסס
שיווק דלקים ומתחמי נוחות	דלק ישראל	85.7%	ישראל	שיווק מוצרי דלק באמצעות 233 תחנות ו-120 מתחמי מסחר בישראל, כ-880 תחנות במדינות בנלוקס ו-458 תחנות ומתחמי מסחר בארה"ב
	דלק ארה"ב	71.2%	ארה"ב	
	דלק בנלוקס	80.0%	בנלוקס	
שיווק כלי רכב	דלק רכב	54.2%	ישראל	ייבוא ושיווק כלי רכב מתוצאת מאזדה ופורד
ביטוח ופיננסים	הפניקס ריפבליק	54.0% 100%	ישראל, ארה"ב	ביטוח כללי וחסכון לטווח ארוך בישראל, וביטוח כללי בארה"ב

להלן ההשקעות המהותיות שבוצעו בקבוצה בשנים האחרונות:

פעילות זיקוק בארה"ב - Delek US Holdings Inc ("דלק ארה"ב"), חברה בת המוחזקת בשיעור אחזקה של 73.4% באמצעות דלק פטרוליום - החלה את פעילותה בשנת 2001, בעיקר בתחום שיווק דלקים וחנויות בארה"ב. בהדרגה במהלך השנים הגדילה את פעילותה בתחום וכיום היא מחזיקה כ-458 מתחמי תדלוק ומסחר, בעיקר במדינות טנסי אלבמה וג'ורג'יה. בחודש אפריל 2005 רכשה דלק ארה"ב בית זיקוק וצנרת להובלת נפט גולמי במדינת טקסס ארה"ב, בעלות של כ-68.1 מיליון דולר, לאחר התאמות. מאז הרכישה השקיעה דלק ארה"ב בשידרוג מתקני בית הזיקוק - לרבות טיפול בנזקי פיצוץ שפרץ בבית הזיקוק במהלך נובמבר 2008, סך של כ-220 מיליון דולר וסך נוסף של כ-120 מיליון דולר צפוי להיות מושקע במהלך 2009. ההשקעות העלו במידה ניכרת את מורכבות בית הזיקוק, שהחל לפעול מחדש בחודש מאי השנה. מרבית ההשקעות מומנו מהתזרים השוטף של דלק ארה"ב ומגיוס הון ראשוני שבוצע בשנת 2006 בבורסת ניו יורק; **תחום הביטוח והפיננסים** - בשנים 2005-2006 רכשה החברה, באמצעות דלק השקעות ונכסים ודלק קפיטל, כ-61.55% מהון המניות של הפניקס אחזקות, שעיקר פעילותה הינה אחזקה בחברת הביטוח הפניקס. תמורת המניות שילמה החברה כ-1,871 מיליון ש"ח (במספר עסקאות שונות). במהלך השנים 2006-2007 הנפיקה הפניקס אחזקות למשקיעים מוסדיים כ-6% מהון מניותיה, ושיעור האחזקה בה ירד לכ-55.5% (כ-54.0% בשרשור לחברה). במחצית הראשונה של שנת 2006 רכשה הפניקס החזקות כ-40% ממניות אקסלנס השקעות בע"מ ("אקסלנס") תמורת 322.5 מיליון ש"ח. במסגרת הסכם הרכישה נקבע כי החל מינואר 2009 קיימת לרוכשים אופציית call והחל מפברואר 2009 קיימת למוכרים אופציית put לרכישת כ-40% מניות נוספות מהמוכרים על ידי הפניקס



מידרוג

אחזקות על פי נוסחה שהוסכמה². בחודש דצמבר 2006 השלימה החברה את רכישת מלוא הון המניות של ריפבליק תמורת כ-298 מיליון דולר (כ-1,249 מיליון ש"ח). עסקת הרכישה מומנה בחלקה באמצעות הלוואה לזמן ארוך מתאגיד בנקאי בישראל. **פעילות דלקים באירופה** - באוגוסט 2007 הושלמה עסקת לרכישת פעילת שיווק הדלקים של שברון אנרגיה בארצות בנלוקס אשר כללה כ-803 מתחמי תדלוק מסחר תחת המותג טקסקו ו-66 תחנות דלק במוטגים פרטיים. מרבית התחנות בהולנד. הרכישה בוצעה באמצעות דלק בנלוקס ("בנלוקס"), חברה בת בבעלות מלאה של דלק אירופה המוחזקת על ידי דלק פטרוליום ועל ידי דלק ישראל בשיעור של 80% ו-20%, בהתאמה. תמורת הרכישה שילמו פטרוליום ודלק ישראל כ-404 מיליון אירו לאחר התאמות הון חוזר. כשליש מהעסקה מומנה בהזרמות בעלים והיתר בהלוואה בנקאית לז"א. מאז הרכישה גדל שיעור התחנות בהפעלה ובבעלות החברה ונרכשו מספר תחנות נוספות. כמו כן החברה ביצעה צעדי התייעלות מקיפים במטה ובתפעול; **פעילות דלקים בישראל** - ביולי 2007, במסגרת מכרז בו נבחרה כמציע מועדף, רכשה דלק ישראל את שלושת מסופי הדלק של פי גלילות, הכוללים מתקני אחסון וניפוק נפט בירושלים, בבאר שבע ובאשדוד, תמורת כ-806 מיליון ש"ח; **פעילות חיפוש והפקת אנרגיה** - פעילות זו מתבצעת בעיקר על ידי האחזקה בדלק אנרגיה, הפועלת ביחד עם שותפים בתחום חיפוש והפקה של גז טבעי בישראל ובעולם. פעילות דלק אנרגיה בישראל מתבצעת באמצעות אחזקה בשתי שותפויות - אבנר חיפוש נפט וגז - שותפות מוגבלת ("**אבנר חיפוש**" - זכות ל-39% מרווחי השותפות) ודלק קידוחים - שותפות מוגבלת ("**דלק קידוחים**", 62%) ("**השותפויות**")³. עיקר הכנסותיה של דלק אנרגיה נובעות היום מאחזקות השותפויות בקידוחי ים תטיס בישראל, באמצעות זכויותיה לחלוקת רווחים וקבלת תמלוג על. היקף מאגר הגז הנותר בים תטיס הינו כ-20 BCM, מרביתם מובטחים במסגרת חוזה עם חח"י; בחודש פברואר 2008 רכשה דלק אנרגיה את מלוא הון המניות של Elk ("ELK") Resources LLC בתמורה לסך של כ-95.5 מיליון דולר. ELK הינה חברה פרטית העוסקת בהפקה ומכירה של נפט וגז, בפיתוח נכסי נפט וגז קיימים ובחיפוש גז ונפט בסיכון נמוך. הנכס העיקרי שלה הינו שדה נפט במדינת יוטה. מימון העסקה נעשה במלואו בהלוואה מתחדשת ל-10 שנים שקיבלה דלק אנרגיה מבנק זר (הלוואה ללא זכות חזרה לדלק אנרגיה). במסגרת הרכישה התחייבה דלק אנרגיה להשקיע כ-100 מיליון דולר בחיפוש במהלך שלוש השנים העוקבות, מכך הושקעו בשנת 2008 כ-40 מיליון דולר; **תגליות תמר ודלית** - שתי תגליות גז שהכמות בהן טרם נקבעה סופית (Probable) ולפי הממצאים עד כה תהיה בהיקף כולל של לפחות 142 BCM בתמר (כ-80 ק"מ מחופי חיפה) ו-15 BCM בדלית (כ-60 ק"מ מחופי חדרה). השדות מצויים בעומק מים רב יחסית: כ-1,700 מטר וכ-1,400 מטר, בהתאמה. תנאים אלה משליכים על המורכבות הטכנולוגית בהפקה לעומת קידוחי ים תטיס שנעשו בעומק מים של כ-236 מטר. להערכת דלק אנרגיה, קיימת סינרגיה עסקית ותפעולית בין קידוחי ים תטיס לבין התגליות החדשות, אשר עשויה לקצר את לוחות הזמנים להפקת גז מהתגליות החדשות, כך שכבר בשנת 2012 יכול שתתאפשר תחילת אספקת גז טבעי מתמר או מדלית. עד לתחילת קידוחי ההפקה (שלב האקספלורציה) יידרשו השקעות משמעותיות בקידוחי האימות, אשר כבר החלו, בהתאם לשיעור אחזקת דלק אנרגיה בפרויקט (כ-31% באמצעות השותפויות דלק קידוחים ואבנר). לצד זאת, רשמה דלק אנרגיה הוצאות בגין קידוחים שננטשו בים הצפוני ובויאטנם בהיקף של כ-74 מיליון ש"ח בשנת 2008 וכ-59 מיליון ש"ח בשנה הקודמת.

² הערך הנוכחי של אומדן התמורה לפי הנוסחה מסתכם ליום 31/12/2008 בכ-571 מיליון ש"ח. הצדדים להסכם היו חלוקים באשר ליישום מימוש האופציה, אולם ביום 25/5/2009 הודיעה הפניקס אחזקות על מתווה מו"מ, לפיו היא אמורה לרכוש מחצית מהמניות שבמסגרת האופציה תמורת כ-340 מיליון ש"ח והמחצית השנייה - בארבעה חלקים שווים לאורך ארבע השנים הקרובות, ובסכום שלא יפחת מ-70 מיליון ש"ח בכל שנה; על פי הערכת שווי שבוצעה עבור הפניקס אחזקות, השווי ההוגן של מניות האופציה נאמד בכ-404 מיליון ש"ח. נוכח הפער בין אומדן התמורה על פי נוסחת ההסכם לבין השווי ההוגן, רשמה הפניקס הפרשה של כ-166.6 מיליון ש"ח בגין חוזה מכביד.

³ בנוסף לאחזקה בדלק אנרגיה, לחברה אחזקה ישירה באבנר חיפוש המקנה לה זכות של 12.6% ברווחים שתחלק אבנר חיפוש ואחזקה ישירה בדלק קידוחים המקנה לה 6.5% ברווחים שתחלק דלק קידוחים. כמו כן לחברה זכות של 2.8% בתמלוג על בפרויקט ים תטיס מכוח אחזקותיה בדלק קידוחים.

מידרוג ניתחה את קבוצת דלק על פי המתודולוגיה של מודי'ס לניתוח חברת החזקות בעלת מאפיינים של קונגלומרט. המבחנים העיקריים להיותה של הקבוצה כזו הינם: בשליטתה מעל לשלוש אחזקות מהותיות בתחומים שונים - מרביתן אחזקות ליבה לטווח הארוך; שיעורי אחזקה גבוהים במוחזקות; היעדר פעילות עצמאית לחברות המטה; אינטגרציה מועטה בין האחזקות השונות; זהות גבוהה בין חברות הקבוצה, אם כי לא מלאה; מעורבות ויכולת השפעה גבוהות של החברה בניהול המוחזקות; שליטה גבוהה על מימון הקבוצה תוך קיומן של ערבויות, בטוחות והלוואות בין חברתיות; בהתאם למתודולוגיה של מודי'ס, ביצעה מידרוג את הצעדים העיקריים הבאים בהערכת סיכון האשראי של החברה: הערכת סיכון האשראי בכל אחת מחברות הליבה, בהתאם למאפיינים ענפיים, עסקיים, ניהוליים ופיננסיים, ואת התרומה הכוללת שלה לסיכון האשראי של הקבוצה; ניתוח נזילות וגמישות פיננסית של אחזקות הליבה ושל החברה וחברות המטה; ניתוח איתנות פיננסית, יחסי כיסוי ותחזית תזרים מזומנים הן על בסיס סולו מורחב (החברה באיחוד עם חברות מטה בבעלות מלאה) והן על בסיס מאוחד.

שיקולים עיקריים לדירוג

להערכת מידרוג, מאפייני הפיזור של תיק האחזקות, הפרופיל הענפי של התיק, הפריסה הגיאוגרפית, איכות המוחזקות, האסטרטגיה והניהול של הקבוצה - כל אלו תואמים את דרגת ההשקעה הגבוהה (קבוצת דירוג Aa). מאידך, רמת המינוף הפיננסי, רמת הנזילות והערכת הגמישות הפיננסית מצויות בדרגת ההשקעה הבינונית (קבוצת דירוג A). בשקלול סך המאפיינים נקבע הדירוג בחלק העליון של קבוצת ה-A.

החוזקות העיקריות: תיק אחזקות בעל גיוון ופיזור גבוהים על בסיס ענפי וגיאוגרפי; הסיכון הענפי הממוצע של תיק האחזקות מוערך על ידי מידרוג כבינוני, וכ-70% מהתיק (במונחי שווי מותאם) מוערך כבעל סיכון עסקי נמוך מהממוצע. יתר התיק מאופיין בסיכון גבוה מהממוצע; לחברה אחזקה גבוהה ומבוצרת במוחזקות, חלקן חברות ציבוריות, המקנה שליטה בפועל ותורמת לגמישות העסקית והפיננסית; אחזקות הליבה בעלות מעמד תחרותי בולט לטובה בתחומן, בהן דלק רכב המחזיקה בנתחי שוק מובילים, דלק אנרגיה השותפה בפרויקטים המובילים בתחומה בישראל ודלק ישראל שהינה בין ארבע משווקות הדלקים הגדולות בארץ; החברה הינה חלוצה בתחום ייזום תשתיות ואנרגיה בישראל, לרבות באחזקות בים תטיס, תחנת הכוח אשקלון ותחנת ההתפלה בחדרה. להערכת מידרוג, מעמד זה נתמך באסטרטגיה ממוקדת ועקבית; ניהול הקבוצה מוערך ברמה גבוהה, מסוקד ויציב. למטה מעורבות גבוהה ושוטפת בניהול המוחזקות.

הסיכונים העיקריים: תלות גבוהה יחסית בתזרימי המזומנים העולים מדלק רכב - אשר אחראית למחצית מהכנסות המטה בשנים האחרונות. זאת ועוד, פוטנציאל חלוקת העודפים מצד הפניקס אחזקות נחלש בתקופה האחרונה נוכח הפסדים הגבוהים שנצברו ודרישה רגולטורית ענפית להגדלת הלימות ההון בשנים הקרובות. הפניקס ביטוח, שהינה החברה השלישית בגודלה בענף הביטוח בישראל, בלטה לרעה בשנה החולפת בתשואות ההשקעה, אשר העיבו על תוצאות חיתומיות טובות בענפי הליבה. בנוסף, ההתפתחויות האחרונות בקשר עם עסקת אקסלנס מציבים אי וודאות לגבי הפרופיל הפיננסי של הפניקס אחזקות; יחס מינוף חברות המטה לשווי התיק המותאם, בשיעור של כ-50%, הינו גבוה יחסית, אולם עומד בקבוצת ה-A; רמת נזילות סבירה ביחס לצורכי שירות החוב בזמן הקצר. בטווח הזמן הבינוני, ובעיקר בשנים 2011-2012, נסמכת החברה - בנוסף לדיבידנדים השוטפים, על מחזור חוב או מימוש נכסים כמרכיב מהותי במקורות המימון; גמישות פיננסית מוגבלת נוכח מגבלת קבוצת לוויים ושעבוד של מרבית הנכסים; מבנה הקבוצה גוזר נחיתות למחזיקי האג"ח בחברה ביחס ליתר ההתחייבויות בקבוצה, לרבות אג"ח וחוב בנקאי בחברות צינור המוחזקות על ידי החברה;



מידרוג

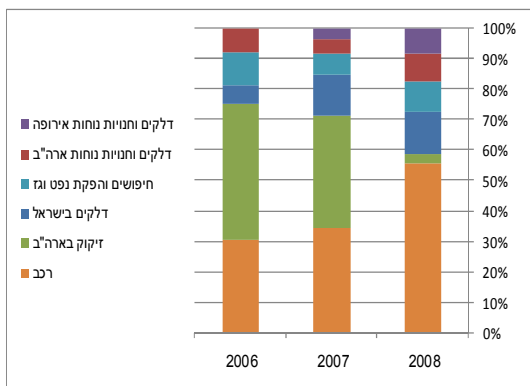
תגלית תמר 1 וסימני התגלית בדלית 1 השביחו במידה ניכרת את נכסי החברה בתחום הקידוחים בישראל, ומהווים פוטנציאל לתזרימים חזקים בעתיד. עם זאת, עד להוכחה כלכלית מלאה של הפוטנציאל ויישומו, נדרשות השקעות מהותיות וקיימת מידה רבה של אי וודאות.

פירור וגיוון תיק האחזקות

גיוון רחב של החזקות על בסיס עסקי וגיאוגרפי

לחברה תיק החזקות רחב הנפרס על פני מספר מגזרי ליבה. מגזר שיווק הדלקים וחנויות הנוחות, מגזר הרכב ומגזר הזיקוק היו הדומיננטיים בתרומה לרווח התפעולי המאוחד בשנים האחרונות. חלקו של מגזר שיווק הדלקים מצוי במגמת גידול, כתוצאה משיפור תפעולי בישראל והרחבת הפעילות באירופה ובאר"ב בשנתיים האחרונות, למעט הרבעון הרביעי של שנת 2008, שאופיין בהפסדי מלאי על רקע הירידה החדה במחירי הדלקים וכן האטה בהיקף הפעילות על רקע ההאטה הכלכלית.

תרומת מגזרים לרווח התפעולי המאוחד ללא נדל"ן וביטוח



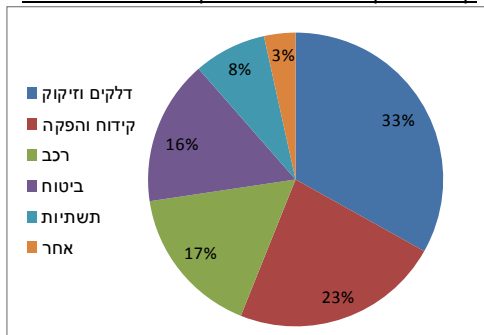
מגזר ייבוא הרכב רשם גידול משמעותי בשנת 2008 על רקע שיפור תנאי הסחר. מגזר הזיקוק רשם ירידה חדה בשנת 2008 לעומת השנתיים הקודמות, כתוצאה מקיטון ניכר במרווחי הזיקוק במהלך שנת 2008. פעילויות הביטוח בישראל ובאר"ב - שתיהן מאוחדות לחברה החל ב-31/12/2006, רשמו רווחים גבוהים יחסית בשנת 2007 והפסדים עמוקים בשנת 2008, ובעיקר ברבעון הרביעי. מגזר הביטוח בישראל הסב בשנת 2008 הפסד של 432 מיליון ש"ח לרווח התפעולי המאוחד, לעומת רווח של 576 מיליון ש"ח בשנה הקודמת.

הביטוח בארה"ב הסב הפסד של 139 מיליון ש"ח לעומת רווח של 216 מיליון ש"ח. לחברה גיוון גיאוגרפי רחב יחסית באחזקותיה, אם כי מרבית הרווח המאוחד נובע מפעילות בישראל.

תמהיל המגזרים גוזר סיכון ענפי ממוצע

הסיכון הענפי של תיק האחזקות מוערך על ידי מידרוג כממוצע, וזאת בשל הדומיננטיות של מגזרי תחנות הדלק וחנויות הנוחות, מגזר הרכב ומגזר הביטוח. ענפים אלו מוערכים על ידי מידרוג כבעלי סיכון נמוך מהממוצע הכללי ענפי, וזאת בשל היותם ענפים בסיסיים בכלכלה, המאופיינים ביכולת השבת רווחים גבוהה ובתזרימי מזומנים חזקים ויציבים יחסית. מגזרי הזיקוק הקידוח וההפקה - בהיותם במעלה הזרם, מאופיינים בחשיפה גבוהה למחירי האנרגיה, להשקעות כבדות במתקנים וציוד ולזעזועים חיצוניים המשפיעים על מחירי הסחורות, גורמים המעלים את רמת הסיכון העסקי אל מעל הממוצע.

קבוצת דלק: התפלגות שווי תיק מותאם לפי ענפים*



* שווי תיק מותאם - שווי השוק של אחזקות סחירות לפי ממוצע של 24 חודשים אחרונים שעד ליום 3/5/2009 (למעט דלק אנרגיה לגביה נלקח שווי שוק אחרון) ושווי הספרים של האחזקות הפרטיות.

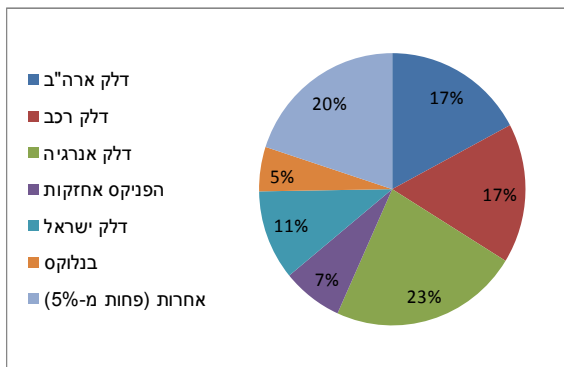
בנוסף לאמור לעיל: מגזר שיווק הדלקים בישראל מאופיין ברמת סיכון נמוכה נוכח שוק סגור, תחרות בין מעטים וחסמי כניסה גבוהים. מרווח השיווק הקבוע מצמצם את החשיפה לתנודתיות במחירי הדלקים. מגזר תחנות הדלק באירופה ובארה"ב, בניגוד לישראל, הינו תחרותי יותר. הסיכונים המאפיינים את תחום שיווק הדלקים, בכל האזורים, כוללים רגולציה כבדה (בתחום מיסוי ואיכות סביבה), צורכי השקעות גבוהים יחסית בפיתוח רשת תחנות ממוגות ודרישות ניהול הדוק ומנוסה; מגזר ייבוא הרכב חשוף לסיכונים האופייניים לענפי הסחר, ובהם חשיפה לגורמים אקסוגניים דוגמת שערי חליפין, רגולציה בנושא מסי ייבוא וסיכון מלאי. מעבר לכך, מאופיין ענף הרכב בתלות גבוהה ביצרני רכב ובטעמי השוק המקומי. מאידך גיסא, הביקושים בענף יציבים יחסית והוא מאופיין ברווחיות גבוהה יחסית; ענף הביטוח מאופיין ביכולת השבת רווחים גבוהה לאורך זמן ובתחרות נמוכה יחסית. הענף חשוף ברווחיו לתנודתיות שוק ההון, סיכון אשר קיבל ביטוי חריף בתוצאות הרבעון הרביעי של שנת 2008. בנוסף, זהו ענף בעל רגולציה כבדה.

אינתות פיננסית ויחסי כסוי

רמת מינוף גבוהה יחסית על בסיס סולו מורחב, הנסמכת ברובה על שווי סחיר

בבחינת רמת המינוף על בסיס סולו מורחב, מידרוג מתבססת בעיקר על יחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות. יתרת החוב הפיננסי ברוטו של החברה וחברות המטה ליום 31/12/2008 (לרבות הלוואות לחברה הבת דלק ישראל והלוואה שניטלה לאחר תאריך המאזן בסך של 150 מיליון ש"ח) הינה כ-7.3 מיליארד ש"ח. בניכוי תיק נזיל בסך של כ-0.9 מיליארד ש"ח (כולל כספי ההלוואה כאמור המצויים בקופת החברה) ובניכוי אחזקה סחירה בהוט (16%) לפי שווי של כ-0.4 מיליארד ש"ח (ובסך הכול כ-1.3 מיליארד ש"ח תיק נזיל), עומד החוב הפיננסי נטו על סך של כ-6.0 מיליארד ש"ח. יצוין כי הלוואות שהעמידו חברות המטה לחברות תפעוליות לא נלקחו כנכס פיננסי בחישוב החוב נטו, אלא נלקחו כחלק משווי תיק האחזקות.

התפלגות שווי תיק האחזקות המותאם לפי חברות עיקריות



שווי תיק האחזקות המותאם למאי 2009 נאמד על ידינו בכ-12.6 מיליארד ש"ח. שווי זה מורכב משווי השוק של השקעות סחירות (לפי מחיר המניה הממוצע ב-24 החודשים שעד ליום הבדיקה האחרון שהינו 3/5/2009, למעט בקשר עם דלק אנרגיה, דלק קידוחים ואבנר, לגביהן נלקח שווי השוק ליום 3/5/2009), ושווי הספרים או הערכות שווי של יתר ההשקעות ("שווי תיק האחזקות המותאם"). הערכות שווי, כולל מקדמי רגישות, נלקחו לאחזקות הפרטיות: IDE ו-א.פי.פי אשקלון.

שוויה של הפניקס אחזקות נלקח לפי סכום הונה העצמי ליום 31/12/2008. השווי הסחיר מהווה כ-70% משווי תיק האחזקות המותאם וערך הספרים או הערכות שווי אומדים כ-30% נוספים. על בסיס נתונים אלו, עומד יחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות המותאם על שיעור של כ-47.5%. בהתחשב גם בערבויות שהעמידה החברה לצדדים שלישיים, לטובת חברות מוחזקות, שיתרתן ליום 31/12/2008 מוערכת בכ-300 מיליון ש"ח, גדל היחס לכ-50.0%.

במהלך שנת 2008 חלה עלייה ברמת המינוף של חלק מהחברות המוחזקות, בעיקר נוכח רכישות חדשות

הניתוח הפיננסי המאוחד נסמך על מאזן ליום 31/12/2008 ודוח רווח והפסד לשנת 2008 אשר מנטרלים את פעילות הנדל"ן ואת איחוד הפניקס אחזקות, המוצגת בדוחות הללו על בסיס אקוויטי במקום באיחוד מלא כפי שהדבר בדוחות הפומביים ("דוחות איחוד פרפורמה"). על בסיס דוחות איחוד פרפורמה, החוב הפיננסי המאוחד ליום 31/12/2008

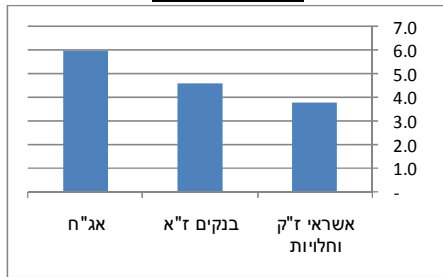


מידרוג

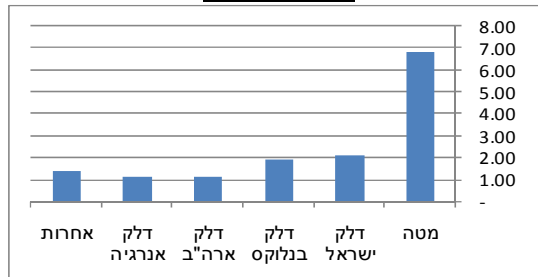
הסתכם בכ-14.4 מיליארד ש"ח, כמחציתו במטה והיתר בחברות התפעוליות. החוב המאוחד כולל כ-6.0 מיליארד ש"ח אג"ח (הנובעים ברובם מהמטה) והיתר חוב לבנקים, מכך כ-3.8 מיליארד ש"ח לז"ק (בעיקר מחברות המטה ומדלק ישראל). במהלך שנת 2008 חלה עלייה בחוב הפיננסי של מרבית חברות הקבוצה כתוצאה מרכישות חדשות (בעיקר דלק בנלוקס ודלק אנרגיה), השקעות במתקנים וציוד (דלק ישראל) והרחבת הפעילות (דלק רכב). כמו כן, חברות המטה הגדילו את החוב באמצעות גיוס אג"ח (דלק פטרולים) וחוב בנקאי (החברה), בעיקר לצורך השקעות בעסקת רודשף באמצעות דלק נדל"ן והגדלת יתרות המזומן.

ברבעון הראשון של שנת 2009 פעלה החברה למחזור חוב בנקאי לז"ק בחברות המטה ולגיוס חוב בנקאי נוסף בחברה בהיקף של כ-150 מיליון ש"ח.

**מבנה החוב (מאוחד פרופורמה) 31/12/2008
(במיליארדי ש"ח)**



**התפלגות חוב פיננסי (מאוחד פרופורמה) ליום 31/12/2008
(במיליארדי ש"ח)**



יחס החוב לקאפ מאוחד פרופורמה ליום 31/12/2008 עומד על כ-82.2%, ובניכוי יתרות נזילות בסך של כ-1.6 מיליארד ש"ח: כ-80.4%. יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן פרופורמה מאוחד עומד על כ-12.9%. יחס החוב לקאפ בחברות התפעוליות נע בין 70% (דלק ישראל, בנלוקס ודלק אנרגיה) לבין 60% (דלק רכב). דלק ארה"ב מאופיינת ברמת מינוף נמוכה יחסית. יחס החוב ברוטו ל-EBITDA ויחס החוב ברוטו ל-FFO על בסיס האיחוד פרופורמה נאמדים בכ-6.4 ו-11.7, בהתאמה. בניכוי יתרת התיק הנזיל, שמרביתן נובעות מהחברה סולו, היחסים יורדים ל-5.7 ו-10.4 בהתאמה.

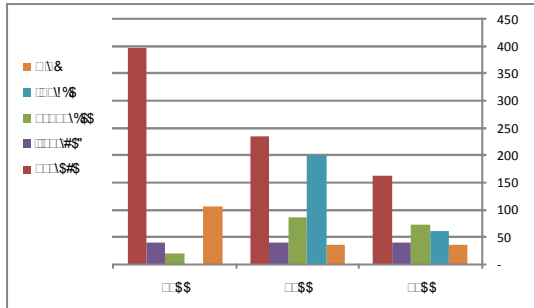
מידרוג מציגת כי בדוחות האיחוד קיימים מספר עיוותים הנובעים מהמדיניות החשבונאית, ומשפיעים על יחסי הכיסוי והמינוף, וזאת בכיוונים שונים: (1) הדוח אינו מאחד אחזקה משורשרת בשיעור של כ-51% באבנר חיפושים (ישירות ובאמצעות דלק אנרגיה שאינה מאחדת את אבנר חיפושים); (2) הדוח מאחד את תוצאותיה של דלק רכב במלואן, המוחזקת בשיעור של 54% בלבד, ומאופיינת ביחסי כיסוי ומינוף טובים יחסית; (3) דוח הפרופורמה המוצג לעיל אינו מאחד את הפניקס אחזקות, אשר לה חוב פיננסי סולו (אג"ח) בהיקף של כ-645 מיליון ש"ח; (4) דוחותיה של דלק אנרגיה, המאוחדים במלואם, אינם נותנים ביטוי לשווי ההון של נכסי הגז והנפט, אלא מוצגים על בסיס עלות היסטורית. במקביל, נגזרים פיננסיים על מחירי הנפט והגז משוערכים לשווי הוגן. מצב זה עשוי להוביל לכך ששווי ההון העצמי של דלק אנרגיה נמוך משווי הכלכלי.

תזרים תפעולי, נזילות וגמישות פיננסית

בשנתיים האחרונות מומנה הפעילות מעודפי התזרים השוטף ומגיוס חוב בנקאי ואג"ח. החברה הציגה תזרים תפעולי חזק אשר כיסה היטב את הוצאות המימון

החברה, באיחוד עם חברות המטה, הציגה בשלוש השנים האחרונות עודף תפעולי גבוה ויציב אשר נבע בעיקר מהכנסות מדיבידנדים והחזר הלוואות מחברות בנות, אשר כיסו במידה גבוהה את הוצאות המימון. השנים 2006-2007 הושפעו לטובה מהגאות הכלכלית בישראל ובשווקי ההון, מגמה שהתהפכה החל ברבעון השלישי של שנת 2008.

החברה וחברות המטה: התפלגות דיבידנדים והחזרי הלוואות מאחזקות עיקריות (על בסיס מזומן), במיליוני ש"ח



תרומת הפניקס החזקות לתזרימים הייתה תנועתית - בשנת 2007, שהייתה חיובית מאוד בענף, התקבל דיבידנד משמעותי, אולם שנת 2008 הסתיימה בהפסד ובגרעון בהון המחושב לעומת ההון הנדרש, ולא חולקו עודפים. בחודש מרץ 2009 פורסם מכתבו של המפקח על הביטוח לפיו, חברות הביטוח לא תחלקנה דיבידנדים החל מרווחי שנת 2008 ועד דצמבר 2010, אלא באישור המפקח. לפי המכתב, ככלל, המפקח לא יאשר חלוקה של מעל ל-25% מהרווח הנקי הראוי לחלוקה. בנוסף, עתידה של עסקת מימוש האופציה לרכישת אקסלנס עדיין אינו ברור, וכך גם השלכותיו הכספיות על הפניקס אחזקות. לאור זאת, במידרוג צופים היחלשות ביכולת התרומה של הפניקס החזקות, לפחות בטווח הזמן הקצר.

לחברה תזרים יציב, בהיקף של 50-60 מיליון ש"ח לשנה, מתמלוג על המתקבל מההשקעה בפרויקט ים תטיס ומדמי ניהול מחלק מהחברות המוחזקות.

בשנים הקרובות צופה החברה הגדלת התרומה של דלק אנרגיה בתזרים ההכנסות שלה, בעיקר על בסיס הרחבת החוזה עם חח"י ומכירת נכסים.

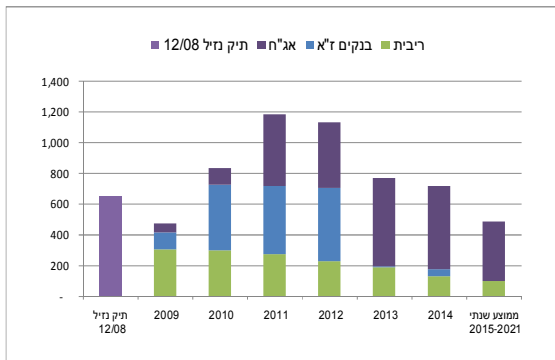
רמת נזילות סבירה נוכח צורכי שירות החוב עד לסוף 2010. ברם, צורכי שירות החוב מתגברים בשנת 2011, ותלותה של החברה במחזור חוב גדלה

היתרות הנזילות בחברה ביחד עם חברות המטה, נכון לדצמבר 2008 (כולל כספי הלוואה שנלקחה לאחר תאריך המאזן), מסתכמות בכ-640 מיליון ש"ח⁴. להערכת מידרוג, רמת הנזילות של החברה הינה סבירה יחסית לצורכי שירות החוב עד לסוף שנת 2010, ונסמכת בעיקר על יתרות הנזילות כאמור, על תחזית דיבידנדים שמרנית יחסית מהחברות הבנות, ועל מימוש נכסים או מחזור חוב בהיקף מתון. ואולם, עומס הפירעונות גדל בחדות בשנים 2011-2012, בעיקר כלפי מחזיקי האג"ח בחברה. לאורך ארבע השנים 2009-2012 נדרשת החברה, ביחד עם חברות המטה, לפירעון קרן אג"ח בסך מצטבר של כ-1.1 מיליארד ש"ח - שהם כ-275 מיליון ש"ח בממוצע לשנה, וכן לפירעון ריבית (אג"ח ובנקים) בסך של כ-325 מיליון ש"ח לשנה. סכום שני אלו (קרן שנתית ממוצעת 2009-2012 וריבית שנתית ממוצעת) גוזרים צורכי שירות חוב שנתיים ממוצעים של כ-590 מיליון ש"ח, וזאת ללא הכללת שירות הקרן לבנקים. בהתחשב גם בגיוס האג"ח המתוכנן (ובהנחת עבודה כי יחל להיפרע בשנת 2011 בארבעה תשלומים שנתיים שווים), צורכי שירות החוב הממוצעים בשנים 2009-2012, במתווה החישוב לעיל, גדלים לכ-650 מיליון ש"ח בשנה.

לאור אומדנים אלו, מידרוג מצפה כי החברה תוסיף לשמור על יתרות נזילות בהיקף משמעותי, ובקירוב ליתרת הנזילות הנוכחית.

⁴ לצורך ניתוח רמת הנזילות, הנבחנת אל מול צורכי שירות החוב בזמן הקצר, נוכח מהתיק הנזיל, בסך של כ-1.3 מיליארד ש"ח, נ"ע סחירים המשועבדים לטובת און קולים (כ-264 מיליון ש"ח) וכן לא נלקח שווי האחזקה בהוט (כ-400 מיליון ש"ח).

לוח סילוקין החברה וחברות המטה, במיליוני ש"ח



נוסף על היתרות הנזילות, היכולת לשרת את צורכי החוב בשנים 2011-2012 נסמכת על המרכיבים הבאים: יכולת למחזר חוב במערכת הבנקאית ובשוק החוב בשנתיים הקרובות, קבלת דיבידנדים והחזר הלוואות מהחברות המוחזקות, הן מרווחים שוטפים והן כפועל יוצא של מימוש נכסים, וכן מימוש אחזקות סחירות על ידי החברה וחברות המטה. להערכת מידרוג, לחברה פוטנציאל גבוה למימוש אחזקות סחירות זאת מלי לפגוע ביכולת השליטה במוחזקות.

גמישות פיננסית סבירה: מחד גיסא, מגבלת קבוצת לווים ומרכיב גבוה של נכסים ושעבודים, מאידך גיסא, מרכיב גבוה של אחזקות סחירות בשיעורי אחזקה גבוהים מאוד

במסגרת הסכם מימון לקבלת הלוואות לזמן קצר ולזמן ארוך בהיקף מצטבר של כ-1.5 מיליארד ש"ח (ממנו מנצלת החברה כיום כ-1.4 מיליארד ש"ח), התחייבו החברה, דלק השקעות ונכסים ודלק קפיטל כלפי תאגיד בנקאי לשורה של שעבודים ואמות מידה פיננסיות. במסגרת זו, שעבדה החברה את מלוא אחזקותיה בדלק פטרולים, לרבות זכויותיה בהלוואה שהעמידה לדלק פטרולים וכן שעבדה את זכויותיה בהלוואה שהעמידה לדלק נדל"ן; דלק השקעות ונכסים שעבדה 98.5% מאחזקותיה בדלק רכב. דלק קפיטל שעבדה כ-17% מאחזקותיה בפניקס אחזקות ודלק פטרולים שעבדה כ-21% מאחזקותיה בדלק ישראל. במסגרת הסכם המימון האמור, התחייבו החברה, דלק השקעות ונכסים ודלק קפיטל לאמות מידה פיננסיות, שעיקרן כדלקמון: הסכום הכולל של הערבויות במצטבר של החברה וחברות המטה לא יעלה על 1.5 מיליארד ש"ח; יחס שווי הנכסים בבעלות החברה וחברות המטה לגובה החוב הפיננסי והערבויות החוץ בנקאיות לא יפחת מ-1.2; בנוסף, רשאי התאגיד להעמיד לפרעון מידי את האשראי שהעמיד לחברה ולחברות המטה בקרות אחת מאלו: אם דירוג החברה יהיה נמוך מ-A2, אם יחול שינוי בשליטה בחברה או אם תבצע החברה פרעון מוקדם/רכישה עצמית של אג"ח בהיקף מצטבר העולה על 300 מיליון ש"ח; נכון להיום עומדת החברה באמות המידה הפיננסיות. יש לציין כי יחס הבטוחות לחוב שהעמיד התאגיד הבנקאי לחברה ולחברות המטה הינו גבוה במידה מהותית מהמגבלה התחתונה. במסגרת אשראים ומסגרות שהתקבלו מבנקים אחרים, שעבדה דלק נכסים והשקעות כ-60% מאחזקותיה בדלק אנרגיה וכמחצית מאחזקותיה בהוט.

השעבוד על מרבית הנכסים ומגבלת קבוצת הלווים החלה על החברה והחברות בקבוצה מהווים אתגר לגמישות הפיננסית. כמו כן, מרבית המימון מתקבל היום מבנק אחד. יחד עם זאת, בשיקולי הדירוג התחשבה מידרוג במרכיב הגבוה של האחזקות הסחירות (כ-70% משווי תיק האחזקות המותאם) ובשליטה המבוצרת בהן, כאלמנטים התורמים לרמת הגמישות הפיננסית.

אסטרטגיה וניהול

התמקדות בענפי האנרגיה והתשתיות, בהחזקות בעלות יכולת השפעה מהותית

הנהלת החברה רואה בתחומי האנרגיה והתשתיות את עסקי הליבה של הקבוצה בפיתוח העסקים הקיימים ובהמשך התרחבות בישראל ובחו"ל. בתוך כך מדגישה החברה, המשך השקעות בתחום תחנות הדלק באירופה והשקעות בתחנות חשמל פרטיות בישראל. החברה רואה בפיצול תחום הנדל"ן מתוכה כצעד שיגביר את המיקוד של הקבוצה



בתחומי הליבה. בתוך כך, שואפת החברה לשמור על שיעורי אחזקה גבוהים באחזקות הליבה, באופן אשר יקנה לה יכולת השפעה מהותית. הנהלה הקבוצה מעורבת במידה רבה ובאופן שוטף בניהול הכולל של אחזקות הליבה, כחלק ממדיניותה. בתוך כך, הנהלת החברה ממנה את המנכ"לים ונוכחת בדירקטוריון.

מדיניות דיבידנדים מתונה יחסית

לחברה מדיניות לחלוקה של 50% לכל היותר מהרווח הנקי השוטף. בתוך כך, מדגישה ההנהלה מדיניות של גיבוי הדיבידנדים היוצאים בתזרימי דיבידנדים או החזר הלוואות מהחברות הבנות. בגין רווחי 2006, 2007 ושני הרבעונים הראשונים של שנת 2008 חילקה החברה לבעלי מניותיה סך של כ-1,240 מיליון ש"ח במצטבר, המהווים כ-30% מהרווח הנקי המצטבר בתקופות האמורות. בנוסף, בשנת 2008 יצאה החברה בתוכנית לרכישה עצמית של מניותיה, בהיקף של כ-100 מיליון ש"ח שהושלמה במהלך דצמבר 2008. יתרת העודפים לחלוקה ליום 31/12/2008, פרופורמה לאחר חלוקת מניות דלק נדל"ן, עומדת על כ-500 מיליון ש"ח.

מבנה קבוצה מורכב ומרובה קומות - מצב הפוגם בשקיפות הפיננסית

קבוצת דלק בנויה במספר רבדים של חברות מטה, המחזיקות, ישירות ובאמצעות חברות צינור, בחברות התפעוליות. חברות המטה וחלק מחברות הצינור הינן בעלות חוב פיננסי מבנקים ואג"ח. מבנה זה מכביד על הניתוח הפיננסי ומונע את היכולת לנתח את דוחות התזרים של חברות המטה על בסיס הדוחות הציבוריים לבדם; בנוסף, בקבוצה קיימות הלוואות בין חברתיות בהיקף רחב, חלקן הלוואות בעלים וחלקן הלוואות מימוניות. לצד כל זאת יש לציין כי לחברה ניסיון רב בפעילות מול שוק ההון, והיא נוהגת בשקיפות רבה בדוחותיה הכספיים.

אופק הדירוג

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, ולפחות בקירוב לרמה הנוכחית;
- גידול בהיקף החוב אשר יוביל לעלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לטווח של 50%-55%;
- היחלשות מתמשכת בפעילות של אחזקות ליבה, בתוצאותיהן הפיננסיות או ביכולתן לחלק דיבידנדים;
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית שתפגע ביחסי האיתנות של החברה או המוחזקות;

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, מהאיכות 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: CHDG010509000M

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.

14

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 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 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.