



# קבוצת דלק בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2010

1

**מחברת:**

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)



## קבוצת דלק בע"מ

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

מידרוג מעניקה דירוג A1 באופק דירוג יציב לאגרות חוב בסך של עד 600 מיליון ש"ח ערך נקוב שתנפיק קבוצת דלק בע"מ במסגרת סדרה חדשה של אגרות חוב צמודות מדד שיעמדו לפירעון בשנים 2019-2022 (מח"מ של כ-8.5 שנים). הגיוס המיידית יכול שיהיה נמוך מסך של 600 מיליון ש"ח ערך נקוב. תמורת אגרות החוב מיועדת במלואה לפירעון חלויות שוטפות של התחייבויות פיננסיות החל מהרבעון השני של שנת 2011 ועד לתום שנת 2011. עד לפירעון ההתחייבויות כאמור תופקד תמורת הגיוס בחשבון/בפיקדון בנקאי ייעודי.

*דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 3/11/2010. 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.*

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

**החוזקות העיקריות ששימשו בקביעת הדירוג הינו:** פיזור ענפי רחב יחסית, תוך אחיזה דומיננטית בענפי האנרגיה והתשתיות בישראל; פיזור גיאוגרפי רחב יחסית, תוך הרחבה לאחרונה של הפעילות הבינלאומית בתחום הדלקים עם רכישת פעילות הדלקים בצרפת של תאגיד BP; שליטה אפקטיבית במרבית החברות המוחזקות; גמישות פיננסית גבוהה, הנשענת על מרכיב גבוה של השקעות סחירות ונכסים לא משועבדים. הגמישות הפיננסית שופרה במהלך שנת 2010 עם התקדמות המהלך להחלפת הלוואות בנקאיות באגרות חוב, תוך שחרור נכסים משועבדים בהיקף מהותי; יתרות נזילות גבוהות המכסות במידה טובה את צרכי שירות החוב (קרן וריבית) שנה קדימה; מדיניות חלוקת דיבידנדים עקבית לפיה מחלקת החברה מדי שנה כ-50% מהרווחים השוטפים.

**גורמי הסיכון העיקריים שהשפיעו בקביעת הדירוג:** חשיפה גבוהה לתחום הפקה וחיפוי נפט וגז המאופיין בסיכון עסקי גבוה, ומהווה להערכתנו כ-45% משווי האחזקות (כולל מניות נובל). העלייה באי הוודאות סביב הרגולציה בנושא שיעור התמלוגים ו/או שיעור המס מתגליות הגז מוסיפה נדבך של סיכון במגזר אשר לא נלקח במלואו בדירוג נוכח אי הוודאות הגבוהה; מבנה אחזקות מרובד ומדיניות של הלוואות בין-חברתיות פוגמים בשקיפות העסקית והפיננסית בקבוצה. בהקשר זה, אנו סבורים כי עסקת רודשף, אותה בוחנת החברה כפי שדיווחה לאחרונה ובכפוף לתמורה שתיקבע, מצביעה על כוונה לתמיכה עקיפה בחברה הקשורה דלק נדל"ן המצויה בפרופיל פיננסי חלש, גורם שהינו בעל משמעות שלילית בשיקולי הדירוג. בד בבד, אנו סבורים כי העסקה, ככל שתתממש, עשויה לשפר את הסיכוי כי מקורות בהיקף של כ-350 מיליון ש"ח שיועמדו בעבר לדלק נדל"ן בדרך של הלוואה אשר מועד פירעונה בחודש דצמבר 2010, יישאו תשואה באמצעות המרתם לאחזקה ברודשף. ככל שהעסקה תתממש, השפעתה על דירוג התחייבויות החברה תוסיף להיבחן על ידינו.

יחס כיסוי תפעולי<sup>1</sup> חלש הנובע מהיעדר אחזקות התורמות לחברה דיבידנדים שוטפים בהיקף מהותי ביחס לצרכי המימון השוטפים (ריבית ומטה). עד לאחרונה היוותה דלק רכב את מקור ההכנסה השוטף העיקרי של החברה. הקטנת האחזקה בדלק רכב (מ-55% ל-33%) בעסקה שהושלמה לאחרונה עשויה להחליש את יחס הכיסוי השוטף של החברה (להערכתנו מיחס של כ-1.0 ליחס של כ-0.8), נוכח דומיננטיות הדיבידנדים מדלק רכב בשנים האחרונות והיותה של

<sup>1</sup> יחס הכיסוי השוטף אומד את המידה בה החברה מכסה את הוצאות המימון והמטה השוטפות ממקורות הכנסה פרמננטיים הכוללים: דיבידנדים שוטפים מחברות מוחזקות, הכנסות ריבית על הלוואות שניתנו למוחזקות והכנסות שוטפות אחרות. היחס נמדד בדגש על הכנסות והוצאות פרמננטיות, שאינן חד פעמיות וחריגות.



האחרונה מקור יציב לדיבידנדים. יחד עם זאת לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי. ערב מכירת מניות דלק רכב, אשר נמכרו בתמורה ברוטו של כ-1.0 מיליארד ש"ח, החזיקה החברה תיק נזיל הנאמד על ידינו בכ- 1.3 מיליארד ש"ח. סכום זה אינו כולל את האחזקה במניות נובל (כ-2.7% מהון המניות של נובל) בשווי של כ-1.3 מיליארד ש"ח (לפי שווי השוק למועד דוח זה).

על רקע הצפי להחלשת יחס הכיסוי השוטף ונוכח זאת שאיננו צופים שיפור של ממש ביחס הכיסוי גם בשנת 2011, אנו מצפים כי החברה תוסיף להותיר יתרות נזילות גבוהות יחסית, אשר לא יפחתו מכ-10% מהיקף החוב הפיננסי ברוטו המותאם<sup>2</sup> (היתרות הנזילות הנדרשות כאמור לעיל אינן כוללות את האחזקה בנובל שנלקחה בחשבון בצד ההשקעות). בטווח הארוך מצפה מידרוג לשיפור של ממש בכיסוי התפעולי על רקע הבשלת אחזקות. בהקשר זה נציין לחיוב את השיפור בתוצאות העסקיות של פניקס אחזקות.

החוב הפיננסי ברוטו המותאם למועד דוח זה מורכב מסך של כ-8.0 מיליארד ש"ח והלוואות מבנקים, סך של כ-0.3 מיליארד ש"ח הלוואה מדלק ישראל, סך של כ-0.6 מיליארד ש"ח הלוואה כנגד מניות נובל וערביות פיננסיות לחברות מוחזקות שאינן חברות מטה בסך של כ-0.6 מיליארד ש"ח נוספים. היחס בין החוב הפיננסי נטו המותאם לבין שווי האחזקות המותאם מוערך על ידינו בכ-52%<sup>3</sup>.

דירוג החברה יוסיף להיבחן נוכח תמהיל האחזקות ומידת השמירה על פרופיל פיננסי הולם לרמת הדירוג, לרבות יתרות נזילות מספקות כאמור לעיל ויחס חוב פיננסי נטו לשווי אחזקות מתואם שלא יחרוג מ-55%-50%.

## אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג:

- הבשלת אחזקות משמעותיות, המצויות בשלבי צמיחה או השבחה, לכדי הנבת תזרימים פרמננטיים משמעותיים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- 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 55%-50%
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית שתפגע ביחסי האיתנות של החברה או המוחזקות

## 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-77.4%, דלק ארה"ב - 72.6% ודלק בנלוקס - 80%). דלק השקעות מרכזת את האחזקות הנותרות, לרבות דלק

<sup>2</sup> החוב הפיננסי המותאם הינו החוב הפיננסי של החברה סולו בצירוף החוב הפיננסי של חברות בנות בבעלות מלאה ("חברות המטה") ובצירוף ערביות של החברה ושל חברות המטה להבטחת התחייבויות פיננסיות של חברות מוחזקות שאינן חברות מטה.

<sup>3</sup> היחס בין החוב הפיננסי בניכוי יתרות נזילות לבין שווי האחזקות לפי מחירי השוק (לאחזקות סחירות) או שווי הספרים/הון עצמי (לאחזקות פרטיות). לצורך שמרנות, חישוב היחס על ידי מידרוג אינו מתבסס על מחירי השוק האחרונים, אלא מניח התאמות לגבי אחזקות מסוימות, לגביהן נלקח מחיר השוק הממוצע לאורך שנה/שנתיים אחרונות.



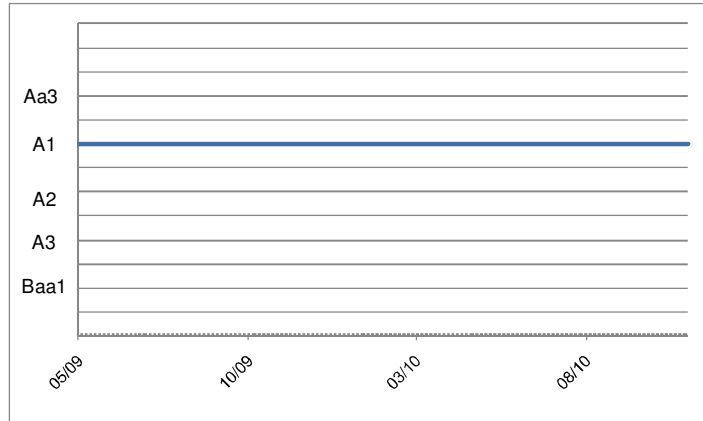
אנרגיה (79.0%), דלק רכב (32.8%) ופניקס החזקות בביטוח (53.7%) המחזיקה בחברת הביטוח פניקס (100%) ובבית השקעות אקסלנס (73%).

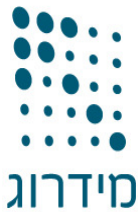
דלק אנרגיה פועלת בתחום הקידוחים וחיפושי נפט וגז, באמצעות אחזקתה בשותפויות דלק קידוחים (62%) ואבנר חיפושי נפט (46.4%). החברה מחזיקה גם ישירות בדלק קידוחים (7.5%) ובאבנר (13.6%). עיקר פעילותן של דלק קידוחים ואבנר הינה באחזקתן בעסקה המשותפת ים תטיס (25.5% ו-23%, בהתאמה), העוסקת משנת 2004 באספקת גז מתגלית הגז מרי, ובמסגרת השתתפותן בפרויקט קידוחי תמר ודלית (15.625% כל אחת) אשר הסתיימו במהלך 2009 בתגלית גז משמעותית. לדלק אנרגיה זכויות בפעילות חיפושים וקידוחים במקומות נוספים בעולם.

דלק השקעות, באמצעות דלק קפיטל (94%) מחזיקה גם במלוא הון המניות של Republic Companies Group Inc ("רפבליק"), חברת ביטוח הפועלת בעיקר בתחום ביטוח רכוש במספר מדינות בארה"ב. דלק השקעות מחזיקה 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 מגאווט. עד לרבעון הראשון של 2009 החזיקה החברה גם ב-79.92% מהון המניות של דלק נדל"ן בע"מ.

להלן פרטי אגרות החוב במחזור של החברה המדורגות על ידי מידרוג:

שנת פרעון הקרן	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת עג. במיליוני ש"ח	מועד הנפקה ראשוני	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2010	מודד	5.25%	30	12/2004	לא סחיר	ו
2008-2011	מודד	3.95%	26	3/2005	לא סחיר	ז
2011	מודד	4.05%	51	9/2005	לא סחיר	ח
2010	מודד	4.60%	17	12/2005	לא סחיר	ט
2012	מודד	4.85%	28	12/2005	לא סחיר	י
2018	מודד	5.40%	357	7/2006	לא סחיר	יא
2015-2017	מודד	5.35%	596	11/2006	לא סחיר	יב
2019-2021, 2013-2014	מודד	4.60%	913	3/2007	1105543	יג
2018	-	8.5%	419	7/2009	1115062	יד
2015-2017	-	8.5%	1,048	7/2009	1115070	טו
2012-2015	-	5.5%	260	9/2009	1115385	טז
2012-2015	-	משתנה	90	9/2009	1115401	יז
2016-2022	מודד	6.1%	800	11/2009	1115823	יח
2019-2021, 2012	מודד	4.50%	500	6/2007	1106046	כב
2011-2014	מודד	4.75%	1,293	10/2007	1107465	כג
2012	-	4.10%	255	4/2010	1118884	ל (המ')





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: CHD011110600M

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") 2010.

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](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 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 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 (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.