



# קבוצת דלק בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2010

1

**מחברת:**

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## קבוצת דלק בע"מ

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

הדירוג ניתן לאגרות חוב להמרה בסך של עד 450 מיליון ש"ח ערך נקוב שתנפיק קבוצת דלק בע"מ ("החברה"). אגרות החוב יעמדו לפירעון בתשלום אחד בשנת 2012. תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת במלואה לפירעון מוקדם של חוב בנקאי שיבוצע במהלך שנת 2010 ועד לתום הרבעון הראשון של שנת 2011. גיוס אגרות החוב כאמור יגדיל את עומס הפירעונות בשנת 2012. מידרוג מצפה כי החברה תפעל מבעוד מועד לצמצום עומס הפירעונות בשנת 2012. פרעון החוב הבנקאי ילווה בשחרור היקף משמעותי של נכסים המשועבדים כיום לטובת הבנקים. עד לפרעון החובות כאמור תופקד תמורת הגיוס בחשבון/בפיקדון בנקאי ייעודי.

ייעוד תמורת הגיוס לצורך פרעון חובות, 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.

*דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 13/4/2010. 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.*

להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה קבוצת דלק עד ליום 31/12/2009 עליהן חל הדירוג:

שנת פרעון הקרן	יתרה בספרים, 31/12/09 במיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. במיליוני ש"ח	מועד הנפקה ראשוני	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2010	34	מדד	5.25%	30	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	392	מדד	5.40%	357	7/2006	לא סחיר	יא
2015-2017	659	מדד	5.35%	596	11/2006	לא סחיר	יב
2013-2014, 2019-2021	1,023	מדד	4.60%	913	3/2007	1105543	יג
2018	119	-	8.5%	119	7/2009	1115062	יד
2015-2017	1,048	-	8.5%	1,048	7/2009	1115070	טו
2012-2015	260	-	5.5%	260	9/2009	1115385	טז
2012-2015	90	-	משתנה	90	9/2009	1115401	יז
2016-2022	301	מדד	6.1%	300	11/2009	1115823	יח
2019-, 2012, 2021	556	מדד	4.50%	500	6/2007	1106046	כב
2011-2014	1,410	מדד	4.75%	1,314	10/2007	1107465	כג

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

החוזקות העיקריות ששימשו בקביעת הדירוג הינן: פרופיל עסקי בולט לטובה של האחזקות העיקריות, תוך אחיזה דומיננטית בענפי האנרגיה והתשתיות בישראל; שליטה אפקטיבית במרבית החברות המוחזקות; גמישות פיננסית גבוהה, הנשענת על מרכיב גבוה של השקעות סחירות (כ-70% משווי הנכסים) ושיעור גבוה של נכסים לא משועבדים (כ-80% משווי הנכסים). הגמישות הפיננסית שופרה במהלך הרבעון האחרון עם פרעון חובות בנקאיים ושחרור נכסים משועבדים בהיקף מהותי, והיא מתוכננת להמשיך ולהשתפר באמצעות שחרור שעבודים נוספים; נזילות טובה,

המתבטאת ביתרות נזילות גבוהות המכסות במידה טובה את צרכי פירעון החוב בממוצע לשנה. בהערכת הנזילות, מידרוג לוקחת בחשבון מחד גיסא, את עומס הפרעונות המתעצם בשנים הקרובות ואת הכיסוי התפעולי הנמוך יחסית ומאידך גיסא, את הסחירות הגבוהה של האחזקות ואת השיפור בגמישות הפיננסית. יש לציין כי כוונת החברה להקל את עומס הפירעונות בשנים הקרובות באמצעות מחזור החוב הנוכחי; לחברה מדיניות חלוקת דיבידנדים סבירה, לפיה היא מחלקת מדי שנה כ-50% מהרווחים השוטפים.

גורמי הסיכון העיקריים שהשפיעו בקביעת הדירוג: הישענות על דיבידנדים מדלק רכב המהווה את מקור ההכנסה השוטף העיקרי של החברה. להערכת מידרוג, יתר האחזקות אינן צפויות לתרום לחברה תזרים משמעותי בשנים הקרובות ומידרוג צופה היחלשות ביחס הכיסוי התפעולי בשנים 2009-2010. בטווח הארוך מצפה מידרוג לשיפור של ממש בכיסוי התפעולי על רקע הבשלת אחזקות; חשיפה גבוהה לתחום הפקה וחיפוי נפט וגז המאופיין בסיכון עסקי גבוה; יחס חוב פיננסי נטו לשווי החזקות בשיעור של כ-50%<sup>1</sup>, המבטא רמת מינוף גבוהה, אם כי הולמת את רמת הדירוג. מידרוג מצפה כי כדי לשמור על הדירוג הנוכחי, החברה לא תגדיל את רמת המינוף הנוכחית במידה מהותית; מבנה אחזקות מורכב וריבוי הלוואות בין-חברתיות פוגם בשקיפות העסקית והפיננסית בקבוצה.

**רווח תפעולי לפי מגזרים עיקריים, נתוני רווח והפסד מאוחדים והון עצמי, במיליוני ש"ח**

1-12/07	1-12/08	1-12/09	
258	222	230	דלקים בישראל
650	188	189	דלקים בארה"ב
69	129	97	דלקים באירופה
670	872	460	רכב
135	240	265	חיפוי והפקת נפט וגז
576	(350)	300	ביטוח ופיננסים בישראל
216	(139)	77	ביטוח בארה"ב
3	105	137	מגזרים אחרים
59	(271)	(223)	התאמות *
2,636	996	1,532	סך רווח מפעולות רגילות
870	1,458	840	הוצאות מימון נטו
367	69	518	רווח ממיוש השקעות בחברות מוחזקות, נטו **
174	(12)	191	חלק החברה ברווח (בהפסד) כלולות, נטו
607	(37)	215	מסים על הכנסה (הטבת מס)
536	(1,945)	17	רווח (הפסד) מפעילות שהופסקה <sup>2</sup>
2,236	(2,313)	1,203	רווח (הפסד) נקי
1,297	(1,809)	864	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי המניות של החברה
1,925	(3,961)	1,602	רווח (הפסד) כולל
1,079	(2,818)	1,113	רווח (הפסד) כולל מיוחס לבעלי המניות בחברה
4,596	1,518	2,108	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה - סוף תקופה

\* כולל הוצאות מימון, עליית (ירידת) ערך נכסים פיננסיים, מטה ומס שלא יוחסו למגזרים וחלק החברה ברווחים תפעוליים של החברות הכלולות. כמו כן, בשנת 2009 כולל הסעיף הפחתה בסך של כ-74 מיליון ש"ח בהשקעה במניות רודשף.  
\*\* בשנת 2009 כלל הסעיף רווחי הון לפני מס כדלקמן: כ-195 מיליון ש"ח ממכירת מניות הוט, כ-200 מיליון ש"ח מהנפקת מניות דלק אנרגיה בתמורה לקבלת יחידות השתתפות באבנר קידוחים וכ-92 מיליון ש"ח ממיוש 2% ממניות דלק אנרגיה.

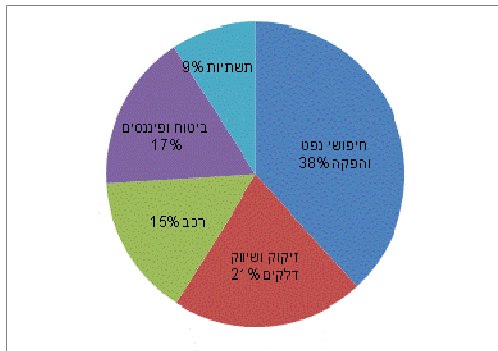
<sup>1</sup> היחס בין החוב הפיננסי בניכוי יתרות נזילות לבין שווי האחזקות לפי מחירי השוק (לאחזקות סחירות) או שווי הספרים (לאחזקות פרטיות). לצורך שמרנות, חישוב היחס על ידי מידרוג אינו מתבסס על מחירי השוק האחרונים, אלא מניח התאמות לגבי אחזקות מסוימות, לגביהן נלקח מחיר השוק הממוצע לאורך שנה/שנתיים אחרונות. יחס המינוף על פי מחירי השוק האחרונים לכלל האחזקות בסמוך למועד דוח זה הינו כ-40%.  
<sup>2</sup> בעקבות חלוקתן של מניות דלק נדל"ן כדיבידנד בעין לבעלי המניות של החברה ביום 31/3/2009, סווגו תוצאות דלק נדל"ן לתקופות הקודמות לחלוקה כפעילות שהופסקה. יתרת חלקה של החברה (5%) במניות דלק נדל"ן מוצגת על פי שיטת השווי המאזני.

## פירוט גורמי מפתח בדירוג

### גיוון אחזקות תוך חשיפה גבוהה לתחום אנרגיה והפקה וחיפוש של נפט וגז

החברה הינה אחת מחברות האחזקה הגדולות בישראל. שווי אחזקותיה, על בסיס מחירי השוק בסמוך למועד דוח זה, הינו כ- 15 מיליארד ש"ח. מרבית נכסיה הן אחזקות ליבה, בהן היא מחזיקה בשליטה לאורך זמן. תיק האחזקות מאופיין בריכוזיות יחסית, כאשר שווי שלוש האחזקות הגדולות מהווה כ-52% מסך שווי הנכסים.

קבוצת דלק: התפלגות אחזקות לפי ענפים<sup>3</sup>



החברה חולשת על ארבעה ענפים עיקריים: ענף האנרגיה על כל שרשרת הערך (חיפוש נפט וגז וקידוחים, זיקוק ושיווק), ביטוח ופיננסים, רכב ותשתיות. לחברה אחזקות מובילות בתחומן במרבית הענפים בהן היא פועלת. דלק רכב, שהינה בעלת תרומה מהותית לרווחי הקבוצה, אוחזת בנתח שוק גבוה ויציב לאורך זמן בענף הרכב, ובעלת מיצוב פיננסי חזק. חרף הגיוון הענפי, לחברה חשיפה מהותית לתחום חיפוש וקידוח נפט וגז, המהווה חלק הולך וגדל בשווי תיק האחזקות (כשליש משווי התיק על בסיס מחיר השוק).

ענף חיפוש הנפט מאופיין בסיכון עסקי ופיננסי גבוה על רקע השקעות כבדות בחיפוש ובקידוח ופער השנים שבין מועד ההשקעה לבין הנבת התזרימים. בשנה החולפת חלו התפתחויות חיוביות בפעילות שותפויות אבנר ודלק קידוחים, ובעיקר בקשר עם תגליות גז בהיקף משמעותי בקידוח "תמר 1", אשר הובילו לעליית ערך מהותית במחירי השוק של אחזקות החברה בתחום.

### הרחבת ההשקעות בחו"ל בתחומי הליבה

בשנים האחרונות הרחיבה החברה את השקעותיה בארה"ב ובאירופה בתחומים בהם היא כבר פעלה בישראל, ובפרט בתחומי הדלקים והפיננסים.

אחזקות החברה בארה"ב ובאירופה הפגינו ביצועים חלשים במחצית השנייה של שנת 2009, הן על רקע ההאטה הכלכלית בשווקים והן על רקע מאפייני פעילותן.

פעילות דלק ארה"ב בתחומי הזיקוק והקמעונאות סבלה ברבעונים האחרונים על רקע שורת גורמים: שריפה שפרצה בבית הזיקוק טיילר והשביתה את פעילותו עד למאי 2009, ירידה חדה במרווחי הזיקוק במהלך הרבעון השלישי והרביעי, ירידה חדה במרווח שיווק הדלקים בשנת 2009, האטה בצריכה ורמת האבטלה הגבוהה בארה"ב. התפתחויות אלו הובילו לירידה חדה ברווחיות של כל מגזרי הפעילות בדלק ארה"ב בשנת 2009 וכמו כן נרשמה הפחתת מוניטין בסך של כ-7 מיליון דולר בגין מספר תחנות דלק שנרכשו בעבר. במקביל, התוצאות הכספיות הושפעו לטובה מתקבולי ביטוח בשנת 2009 בסך של כ-419 מיליון ש"ח בגין נזקי אירוע השריפה. מגמות ההאטה הכלכלית בארה"ב מוסיפות להעיב על הפעילות בתחום הדלקים וחנניות הנוחות. דלק ארה"ב מחזיקה בבית זיקוק קטן יחסית אך בעל מורכבות פיצוח גבוהה, לאחר השקעות כבדות שבוצעו בשנה החולפת בעקבות ההשבתה. ענף הזיקוק בארה"ב מאופיין בסיכון עסקי גבוה, בשל תחרות גבוהה וחשיפה לתנודתיות מרווחי הזיקוק.

בספטמבר 2009 העמידה החברה לדלק ארה"ב הלוואה לז"ק בסך 65 מיליון דולר העומדת לפירעון ב-10/10/2010.

<sup>3</sup> ההתפלגות חושבה מתוך שווי תיק האחזקות על בסיס מחירי השוק לתחילת חודש מרץ 2010.



## מידרוג

דלק בנלוקס העוסקת בשיווק דלקים לצד חנויות נוחות בשלוש מדינות באירופה, רשמה בשנת 2009 שיפור קל בתזרים התפעולי (בנטרול הוצאות רה-ארגון) השיפור הושג בעיקר נוכח צמיחת תחום חנויות הנוחות, בין השאר נוכח השקעות בפיתוח.

תוצאותיה של חברת הביטוח האמריקאית ריפבליק, העוסקת בביטוח רכוש וביטוח כללי אחר במדינות מסוימות בארה"ב הושפעו לרעה בשנת 2009 בשל סופת ברד חריגה בטקסס.

בשנת 2009 ביצעה החברה השקעה פיננסית במניות Nobel Energy Inc, מפעילת קידוחים אמריקאית הנסחרת בבורסה בניו יורק (יתרת ההשקעה במניות נובל ליום 31/12/2009, המסווגת כנכס זמין למכירה, הסתכמה בכ-440 מיליון ש"ח - מרביתה מומנה בהלוואה ייעודית ממוסד פיננסי זר כנגד שעבוד המניות). החברה הודיעה לאחרונה כי היא בוחנת השקעה מהותית (כ-180 מיליון אירו), יחד עם החברה הבת דלק ישראל, בתחנות דלק תחת המותג BP בצרפת. דלק אירופה מצויה בשלבים מתקדמים של גיוס מימון לעסקה.

### **מבנה קבוצה מורכב תוך ריבוי הלוואות הדדיות מצמצם את השקיפות**

קבוצת דלק בנויה במבנה עסקי ופיננסי מורכב, הכולל במספר רבדים של חברות מטה, המחזיקות, ישירות ובאמצעות חברות צינור, בחברות התפעוליות. חברות המטה וחלק מחברות הצינור הינן בעלות חוב פיננסי מבנקים ואג"ח. בנוסף, בקבוצה קיים ריבוי הלוואות בין חברתיות בהיקף משמעותי.

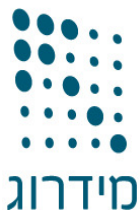
### **תלות בדלק רכב כספקית דיבידנד עיקרית**

דלק רכב היוותה את המרכיב העיקר בדיבידנדים שקיבלה החברה מהחברות המוחזקות בשנים 2006-2009. להערכת מידרוג, מצב זה צפוי להימשך גם בשנים הקרובות. דלק רכב רשמה בשנת 2009 יציבות בהכנסות תוך עלייה קלה במספר כלי הרכב שנמכרו. הרווח הגולמי והרווח התפעולי רשמו ירידה חדה לעומת השנתיים הקודמות על רקע התחזקות מטבעות הייבוא. חלק מהשחיקה ברווח התפעולי קוזז דרך הכנסות מימון משערך עסקאות הגנה. הרווח הנקי השנה הושפע לטובה מהכנסות מימון בגין שערך מניות פורד. להערכת מידרוג, לדלק רכב איתנות פיננסית גבוהה ויכולת יצור תזרימי מזומנים גבוהים לאורך זמן. בשנים האחרונות חילקה דלק רכב את מרבית הרווח הנקי כדיבידנדים לבעלי המניות.

יחס הכיסוי התפעולי, שהינו היחס בין הכנסות החברה מדיבידנדים ומריבית לבין הוצאות הריבית והמטה, נועד לאמוד את יכולת החברה לשרת את הוצאותיה השוטפות מהדיבידנדים השוטפים המתקבלים. יש לציין כי בחישוב היחס מידרוג אינה מביאה בחשבון החזר הלוואות מהחברות המוחזקות או תמורה ממימוש אחזקות. בכל אחת מהשנים 2007-2008 עמד יחס הכיסוי התפעולי על כ-2.3. בשנת 2007 הושפע היחס לטובה מהוצאות מימון נמוכות יחסית. בשנת 2008 הוא הושפע לטובה מדיבידנדים גבוהים מדלק רכב ומפניקס אחזקות. בשנת 2009 עמד היחס על כ-1.0. להערכת מידרוג, גם בשנת 2010 צפוי יחס של 1.0. הירידה ביחס הכיסוי התפעולי בשנים 2009-2010 הינה נוכח ירידה ברווח הנקי של דלק רכב ובדיבידנד הנגזר ממנו בהשוואה לשנים האחרונות והיעדר צפי לדיבידנד בהיקף משמעותי מאחזקה נוספת. בטווח הארוך מצפה מידרוג לשיפור משמעותי בכיסוי התפעולי על רקע הבשלת החזקות המצויות כיום בשלבים של השקעות כבדות (דוגמת דלק אנרגיה) או בתהליכי הבראה ושיפור (דוגמת הפניקס ודלק בנלוקס).

### **מינוף פיננסי גבוה לצד נזילות וגמישות פיננסית טובות**

החוב הפיננסי של החברה יחד עם חברות המטה ליום 31/12/2009 הסתכם בכ-8.1 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ-7.7 מיליארד ש"ח ליום 31/12/2008. החוב כלל כ-6.5 מיליארד ש"ח אגרות חוב והיתר הלוואות מבנקים ואחרים וכן ערבויות לצדדים שלישיים. במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2009 פרעה החברה התחייבות לבנקים בהיקף של כ-800 מיליון ש"ח, פירעונות שמומנו מגיוס אגרות חוב שבוצע באוקטובר 2009. צעד זה הוביל לקיטון בהיקף החוב הבנקאי על



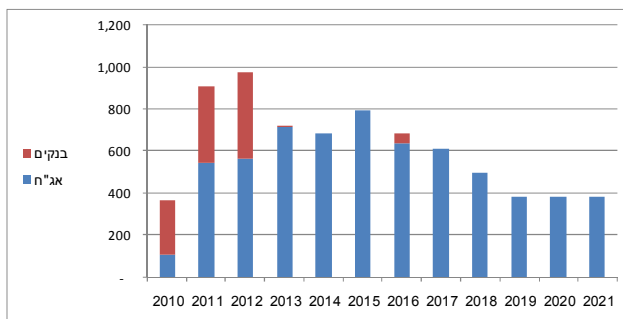
חשבון גידול בהיקף אגרות החוב, לצד גידול משמעותי בהיקף הנכסים המשוחררים משעבוד. מרבית הנכסים ששוחררו הינם סחירים. להערכת מידרוג, שחרור הנכסים תרם במידה ניכרת לגמישות הפיננסית.

יתרות המזומן והשקעות לז"ק בחברה ובחברות המטה ליום 31/12/2009 הסתכמו בכ-1.8 מיליארד ש"ח (כ-1.3 מיליארד ש"ח ליום 31/12/2008). הגידול ביתרות הנזילות נבע בעיקר ממימוש מניות הוט (כ-12%) בתמורה לכ-402 מיליון ש"ח. לחברה מרכיב מהותי של מניות סחירות בתיק הנזיל (כ-30%).

יחס החוב הפיננסי, בניכוי היתרות הנזילות, לשווי האחזקות מוערך על ידי מידרוג בכ-50%. חישוב שווי האחזקות מבוסס על מחיר השוק של האחזקות הסחירות ושווי הספרים של האחזקות הפרטיות. מחיר השוק של האחזקות הסחירות התבסס בעיקר על מחיר השוק הממוצע בשנתיים האחרונות עד סמוך למועד דוח זה. עם זאת, האחזקות בחברות בתחום חיפוש והפקת גז נפט נלקחו על בסיס מחיר השוק הממוצע בשנה האחרונה.

רמת הנזילות בחברה סבירה ביחס לאופי פעילותה ולעומס הפירעונות. בבחינת רמת הנזילות, נלקח בחשבון כי כושר שירות החוב של החברה נשען בעיקר על יכולתה למחזר חוב פיננסי ועל דיבידנדים מהחברות המוחזקות, ובמקרה זה - ממקור עיקרי אחד. בבד, המרכיב הגבוה של הנכסים הסחירים בתיק האחזקות (כ-70% משווי התיק) והמרכיב הגבוה של נכסים לא משועבדים מהווים גורמים תומכים. במהלך השנים 2010-2012 נדרשת החברה לפרוע בממוצע כ-750 מיליון ש"ח לשנה קרן התחייבויות נומינלית, כאשר עומס הפירעונות הממוצע גדל משמעותית בשנים 2011-2012. החברה פועלת להקלת עומס הפירעונות בשנתיים הקרובות באמצעות מחזור הלוואות בנקאיות באמצעות גיוס אגרות חוב. היתרות הנזילות הקיימות מכסות פי 2.5 את היקף פרעון הקרן הממוצע כאמור, שהינו יחס סביר בהתחשב בפרמטרים שהוזכרו. לחברה מדיניות לשמירה על יתרות מזומן גבוהות לאורך זמן.

להלן לוח הסילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א של החברה וחברות המטה ליום 31/12/2009 (במיליוני ש"ח):



### אופק הדירוג - יציב

אופק הדירוג היציב נתמך ברמת הנזילות הגבוהה ובמדיניות החברה לשמור על יתרות מזומן משמעותיות לאורך זמן.

#### 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 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 המתאם מעבר לטווח של 52%.
- היחלשות מתמשכת בפעילות אחזקות ליבה, בתוצאותיהן הפיננסיות או ביכולתן לחלק דיבידנדים.
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית שתפגע ביחסי האיתנות של החברה או המוחזקות.

קבוצת דלק הינה חברת אחזקות המחזיקה בשליטתה בחברות במגוון תחומי פעילות בישראל ובחו"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 בחוב ני"ע) המרכזות תחתן את האחזקות התפעוליות. דלק פטרוליום מרכזת את האחזקות בתחום הדלקים בישראל ובחו"ל (לרבות דלק ישראל - 77.4%, דלק ארה"ב - 71.4% ודלק בנלוקס - 80%). דלק השקעות מרכזת את האחזקות הנותרות, לרבות דלק אנרגיה (79.7%), דלק רכב (54.8%) ופניקס החזקות בביטוח (53.7%) המחזיקה בחברת הביטוח פניקס (100%) ובבית ההשקעות אקסלנס (66%).

דלק אנרגיה פועלת בתחום הקידוחים וחיפוי נפט וגז, באמצעות אחזקתה בשותפויות דלק קידוחים (62%) ואבנר חיפוי נפט (45.5%). החברה מחזיקה גם ישירות בדלק קידוחים (6.9%) ובאבנר (13.3%). 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 חיפויים 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 וב-100% מהון המניות של אי.פי.פי אשקלון, המפעילה תחנת כוח פרטית לייצור חשמל בהיקף של 80 מגאוט. עד לרבעון הראשון של 2009 החזיקה החברה גם ב-79.92% מהון המניות של דלק נדל"ן בע"מ. בחודש מאי 2009 השלימה החברה מהלך בו חילקה את עיקר מניות דלק נדל"ן שבידה כדיבידנד לבעלי המניות ונתרה עם אחזקה של כ-5% בדלק נדל"ן. בעל השליטה בחברה ובעל המניות העיקרי הינו מר יצחק תשובה המחזיק כ-63% בהון המניות וכ-65% בזכויות ההצבעה.

**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> 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	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
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 מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות 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 קטגוריית הדירוג שאליה 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](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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](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 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 (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.