STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

תאריך: 22.07.2008

הודעה לציבור

דלק פטרוליום בע"מ

Standard & Poor's מעלות (להלן: "S&P מעלות") מודיעה בזאת על מתן דירוג סופי **(A+)/Stable** לאג"ח בסך כ- 265 מיליון ₪ (סדרה ז') ולאג"ח בסך כ- 154 מיליון ₪ (סדרה ח') שהנפיקה דלק פטרוליום בע"מ (להלן: "דלק פטרוליום" או "החברה") בהנפקה ציבורית.

הדירוג תקף גם לאגרות החוב הפרטיות של החברה אשר במחזור.

מצ"ב שיקולים עיקריים לדירוג.

האם אתה משקיע בקרנות נאמנות? מעוניין בדירוגי קרנות? מידע עדכני ניתן למצוא באתר מעלות דירוג קרנות נאמנות
www.maalot-funds.co.il

רישום למועדון המינויים אפשרי באתר מעלות www.maalot.co.il

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

שיקולים עיקריים לדירוג

דלק פטרוליום בע"מ

יולי 2008

אנליסט לחברה:
סופיה גרץ'

דירוג:

סדרה	דירוג
סדרה א'	AA/Stable
סדרות ב' – ו'	(A+)/Stable
סדרה ז'	(A+)/Stable
סדרה ח'	(A+)/Stable

דירוגי S&P מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר מעלות מאמינה כי הנם מהימנים. S&P מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P מעלות אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P מעלות או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו למעלות כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות.
אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני.
אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות ל-S&P מעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P מעלות, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

1. אג"ח במחזור:

שם הסדרה	תאריך הנפקה	ערך במאזן ליום 31.03.2008 (אלפי ₪)	בסיס הצמדה	שיעור הריבית	מועד פירעון יתרת קרן
סדרה א' (*)	ינואר 2004	151,340	מדד	5.7%	2008-2013
סדרה ב'	מרץ 2004	4,807	מדד	6.3%	2008-2009
סדרה ג'	מרץ 2004	8,964	דולר ארה"ב	6.0%	2008-2009
סדרה ד'	נובמבר 2004	266,555	מדד	שנתיים ראשונות- 5.1%, שנתיים הבאות - 5.3%, לאחר מכן 5.5%	2008 ו-2010 עם תחנות יציאה במועדים אלו
סדרה ה'	ספטמבר 2005	13,695	מדד	ריבית התחלתית - 4.2%, הריבית עולה כל שנה עד ל-4.8% בשנים 2009-2010	2008-2010
סדרה ו'	ספטמבר 2005	70,899	מדד	4.5%	2008-2009

1.1. הנפקת אג"ח חדשה

במועד הדירוג הנפיקה דלק פטרוליום בע"מ (להלן: "דלק פטרוליום" או "החברה") באמצעות הנפקה ציבורית אג"ח סדרה ח' בהיקף של כ-265 מיליון ₪ ואג"ח סדרה ז' בהיקף של כ-154 מיליון ₪. תמורת ההנפקה מיועדת למחזור חוב פיננסי קיים ולהשקעות בתחומים הסינרגטיים לפעילות החברה, בין היתר בהרחבת הפעילות באירופה.

אג"ח סדרה ז' הינן צמודות מדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית שנתית של 4.75%. הקרן של סדרה ז' תיפרע ב-10 תשלומים שווים בשנים 2010, 2011 ו-2013-2016. הריבית תשולם בתשלומים חצי שנתיים החל מדצמבר 2008.

אג"ח סדרה ח' לא צמודות ונושאות ריבית שנתית של 7.6%. הקרן של סדרה ח' תיפרע ב-5 תשלומים שווים בשנים 2011, 2013 ו-2014. הריבית תשולם בתשלומים חצי שנתיים החל מדצמבר 2008.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

2. התפתחויות ממועד הדירוג האחרון

פעילות בישראל

- **רכישת פי גלילות** – ביולי 2007 הושלמה עסקת רכישת שלושת המסופים (אשדוד, ירושלים ובאר שבע) של חברת פי גלילות מסופי נפט וצינורות בע"מ (להלן: "פי גלילות") על ידי "דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ (להלן: דלק ישראל"), זאת לאחר שהתקיימו הוראות נוהל המכירה והתקבל אישור הממונה על ההגבלים העסקיים. סכום התמורה המותאם, אשר שולם במועד השלמת העסקה, הינו בסך של כ-806 מיליוני ₪.
- **הנפקת דלק ישראל** – באוגוסט 2007 הושלמה ההנפקה הראשונה לציבור של ני"ע (מניות ואגרות החוב) שהוצעו על ידי דלק ישראל. בעקבות ההנפקה, שיעור ההחזקה של קבוצת דלק (בשרשור) בדלק ישראל ירד ל-88.89%. תמורת ההנפקה הכוללת לדלק ישראל (לפני הוצאות הנפקה) הינה כ-940 מיליון ₪ ורווח הון שנבע לחברה כתוצאה מהנפקת המניות הסתכם בכ-75 מיליון ₪.
- **מכירת אחזקה באמישראגז** – בספטמבר 2007 הודיעה דלק פטרוליום על מכירת אחזקתה בחברה האמריקאית הישראלית לגז בע"מ (להלן: "אמישראגז") (כ-39% בשיעור האפקטיבי) לשותפיה בחברה, משפחת פרדיס, תמורת כ-67.5 מיליון דולר ארה"ב. עם השלמת העסקה כאמור, חדלה דלק פטרוליום מלהחזיק במניות אמישראגז. הרווח לפני מס הסתכם בכ-124 מיליון ₪.

פעילות בארה"ב

- **רכישת חנויות נוחות נוספות בארה"ב** – באפריל 2007 השלימה חברת הבת של דלק ארה"ב, Mapco Express Inc. (להלן: "מפקו") (מדורגת B/Stable על ידי S&P) רכישת 107 חנויות נוחות ותחנות תדלוק מידי חברת Calfee תמורת 65 מיליון דולר (לא כולל מלאים). חנויות הנוחות והתדלוק ממוקמות באזור מזרח טנסי וג'ורג'יה ופועלות תחת המותג "Favorite Markets". נכון להיום מפעילה דלק ארה"ב כ-500 תחנות תדלוק וחנויות נוחות בארה"ב.
- **רכישת אחזקה בחברת "Lion Oil" והנפקה פרטית של דלק ארה"ב**– ביולי 2007 חתמה דלק ארה"ב על הסכמים עם מספר בעלי מניות בחברת "Lion Oil" (להלן: "לאיון אוייל") לרכישת אחזקות המיעוט שלהם, לפיהם דלק ארה"ב תרכוש כ-28.3% ממניות לאיון אוייל בהשקעה של כ-65.4 מיליון דולר. בנוסף הנפיקה דלק ארה"ב 3.7% ממניותיה המונפקות לאחד המוכרים, חברת TransMontaigne, חברת בת בבעלות מלאה של Morgan Stanley Capital Group INC. לאחר ההקצאה כאמור, מחזיקה קבוצת דלק בשרשור כ-74% מההון של דלק ארה"ב. הרווח אשר נבע מההקצאה כאמור הסתכם בכ-100 מיליון ₪.

באוגוסט 2007 נחתם הסכם נוסף לרכישת 6.3% נוספים תמורת כ-23 מיליון דולר. עם השלמת העסקה בספטמבר 2007 שיעור אחזקות דלק ארה"ב בלאיון אוייל מסתכם בכ-34.6%. לאיון אוייל הינה חברה פרטית, המפעילה בית זיקוק בהיקף של כ-75 אלף חביות נפט ביום, באל דוראדו, ארקנסו. בנוסף בבעלותה שלושה צינורות להולכת נפט גולמי ושני מסופים לשיווק דלקים בנאשוויל ובממפיס (טנסי), אשר באמצעותם היא משווקת דלקים לצדדים שלישיים לרבות לחברת דלק ארה"ב, המפעילה 188 תחנות תדלוק וחנויות נוחות באזורים אלה.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

- דלק ארה"ב בוחנת רכישה אפשרית של פעילות זיקוק, קמעונאות, סיטונאות ושיווק דלקים בארה"ב (להלן: "העסקה") במחיר רכישה הנאמד בשלב זה בכ-1 מיליארד דולר. הואיל ונכון למועד זה המשא ומתן הנו בשלב ראשוני ובלתי מוגדר, לא ניתן להעריך את הסתברות קיום העסקה, תנאי העסקה האפשריים (לרבות היקף ומחיר העסקה והנכסים הנרכשים) ולוח זמנים משוער להשלמת העסקה. S&P מעלות תמשיך ותעקוב אחר התקדמות המו"מ ובאם העסקה הנ"ל תבשיל, תפעל בהתאם לנוהלי S&P מעלות לבחינת השלכות העסקה על דירוג אגרות החוב שהונפקו ע"י דלק פטרוליום.

פעילות באירופה

- **רכישת תחנות תדלוק של שברון** – באוגוסט 2007 הושלמה העסקה לרכישת פעילות השיווק של חברת הבת של שברון בארצות בנלוקס (הולנד, בלגיה ולוקסמבורג), הכוללת כ-803 תחנות תדלוק ממותגות וכ-66 תחנות תחת מותגים פרטיים. תמורת הרכישה עומדת על סך של כ-342 מיליון אירו, לפני התאמות הון חוזר. הרכישה מומנה באמצעות מימון בנקאי זר (63%), אשר גויס על ידי דלק בנלוקס (להלן: "החברה הרוכשת") וכן הון אשר העמידה חברת האם, דלק אירופה (באמצעות דלק פטרוליום ודלק ישראל) לחברה הרוכשת. הפעילות הנרכשת מוחזקת, בשרשור, על ידי דלק פטרוליום (80%) ודלק ישראל (20%).
- **מזכר הבנות לרכישת תחנות תדלוק ופעילויות נוספות בתחום הדלקים באירופה** – חברת בת זרה בבעלות החברה חתמה בינואר 2008 על מזכר הבנות עם צד שלישי והחלה בבדיקת נאותות בקשר עם רכישת פעילות תחנות תדלוק ופעילויות נוספות בתחום הדלקים באירופה. היקף העסקה נאמד בכ-150 מיליון יורו, לפני התאמות שתנבענה כתוצאה מבדיקת הנאותות. סוכם בין הצדדים כי ניתנה לחברת בת זרה של דלק פטרוליום תקופת בלעדיות של כ-6 חודשים לביצוע הבדיקות.
- **רכישת שליטה מלאה במיזמים משותפים** – בפברואר 2008 רכשה דלק בנלוקס את מניות השותפים במיזמים DGV BV ו- SCHREURS BV והפכה לבעלת המניות היחידה (100%) בשני מיזמים אלה (דלק בנלוקס החזיקה טרום הרכישה בכמחצית מהזכויות במיזמים). תמורת הרכישה הסתכמה בסך של כ-36.7 מיליון אירו. שני מיזמים אלה כוללים כ-140 תחנות תדלוק בהולנד, אשר נכללו במניין 870 תחנות שנרכשו משברון.

3. שיקולים עיקריים לדירוג

דלק פטרוליום עוסקת, באמצעות חברות בנות, במכירת דלקים ושמנים, בהפעלת תחנות תדלוק וחנויות נוחות בישראל, ארה"ב ואירופה ובפעילות זיקוק דלקים בארה"ב. דלק פטרוליום היא חברת בת בבעלות מלאה של קבוצת דלק בע"מ (להלן: "קבוצת דלק" או "הקבוצה") המדורגת בדירוג AA/Stable על ידי S&P מעלות.

פעילויות הדלק של הקבוצה מפוצלות על בסיס גיאוגרפי לשלוש חברות: דלק – חברת הדלק הישראלית בע"מ (להלן: "דלק ישראל"), הכוללת את כל החברות והפעילויות בתחום הדלקים בישראל (מדורגת A+/Stable) על ידי S&P מעלות), חברת Delek US Holdings Inc (להלן: "דלק ארה"ב"), הכוללת את הפעילויות בתחום הדלקים ובתי הזיקוק בארה"ב ו- Delek Benelux (להלן: "דלק בנלוקס"), הכוללת פעילות בתחום הדלקים במדינות בנלוקס.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

דירוג האשראי של דלק פטרוליום משקף, בעיקר, את הסיכון הענפי והעסקי המשוקלל של פעילותה בשווקי הדלקים של ישראל, ארה"ב ומערב אירופה - אשר, להערכת S&P מעלות, הוא נמוך במעט מהממוצע - ואת השילוב בין פעילויות אלה כנגד רמת המינוף הגבוהה יחסית, הנגזרת מרמת החוב הגבוהה בדלק ישראל ודלק בנלוקס בתוספת החוב סולו וכוונות ההשקעה של החברה, וכן רווחיות נמוכה יחסית. להערכת S&P מעלות, רמת המינוף הגבוהה במאוחד מתקזזת במידה מסוימת על ידי עודפי השווי הנגזרים משווי השוק של דלק ישראל ודלק ארה"ב. כמו כן, משקף הדירוג את הערכת S&P מעלות כי דלק פטרוליום הינה מרכיב מהותי בקבוצת דלק וכי השתייכותה לקבוצה זו תורמת לחיזוק חוסנה העסקי והפיננסי.

S&P מעלות רואה בחיוב את השפעת הנפקת דלק ארה"ב ברבעון השני של 2006 ודלק ישראל ברבעון השלישי 2007 בשילוב עם שיפור המשמעותי שחל בתוצאותיה הפיננסיות של דלק ישראל בשנים האחרונות על התוצאות הפיננסיות של דלק פטרוליום. עם זאת, רכישת הפעילות באירופה הגדילה בשלב זה את המינוף הפיננסי של החברה.

S&P מעלות בחנה את דוחותיה הכספיים של החברה הן במאוחד והן תוך התייחסות נפרדת לכל אחת מהחברות הבנות ובחינת השפעת הסולו של החברה. בחינת השפעת הסולו נעשתה ביחס למינוף וכן ביחס ליכולת שירות החוב סולו לאור העובדה שהחברה אינה מחזיקה בבעלות מלאה בדלק ארה"ב ודלק ישראל.

במרץ 2008 הסתכם החוב הפיננסי המאוחד של החברה על סך של כ-5.8 מיליארד ₪ לעומת כ-2.9 מיליארד ₪ בדצמבר 2006 וכ-3.1 מיליארד ₪ בדצמבר 2005. הגידול בחוב נובע ממימון רכישת פעילות שיווק הדלקים באירופה באמצעות חוב בנקאי בחברת דלק בנלוקס והלוואת בעלים של קבוצת דלק לדלק פטרוליום. היחס בין החוב הפיננסי ל-CAP עמד במרץ 2008 על שיעור של כ-68.9% לעומת כ-60.4% בדצמבר 2006 וכ-79.9% בדצמבר 2005. S&P מעלות התייחסה בניתוח האיתנות הפיננסית גם לחוב המותאם לשכ"ד, הכולל בנוסף לחוב הפיננסי את היוון התחייבות החברה בגין שכ"ד בנכסים שלא בבעלותה. יחס בין חוב מותאם לשכ"ד ל-CAP עמד במרץ 2008 על כ- 79%. להערכת S&P מעלות, אחרי ביצוע ההנפקה המתוכננת וביצוע השקעה חדשה, יעלה יחס החוב הפיננסי ל-CAP לכ- 72% ויחס חוב מותאם לשכ"ד ל-CAP מותאם לכ-81%.

החוב הפיננסי סולו של דלק פטרוליום גדל מכ-500 מיליון ₪ בדצמבר 2004 לכ- 1,723 מיליון ₪ במרץ 2008 (גידול בכ-245%). יחד עם זאת, שווי האחזקות המאזני גדל באותה התקופה מכ-492 מיליון ₪ בדצמבר 2004 לכ-3,013 מיליון ₪ במרץ 2008 (גידול בכ-512%) בעקבות הרחבת הפעילות בדלק ארה"ב ורכישת הפעילות באירופה, וגם כתוצאה מגיוסי ההון בדלק ארה"ב ודלק ישראל. במועד הדירוג מסתכם שווי אחזקות מותאם לשווי שוק של דלק ארה"ב ודלק ישראל (שתיהן חברות ציבוריות) בכ-4.1 מיליארד ₪.

כ-45% מסך החוב הפיננסי סולו של דלק פטרוליום לפני ההנפקה הינם אגרות חוב וניירות ערך מסחריים, Back to Back להלוואות לדלק ישראל. הלוואות אלה אינן נחותות לחוב הפיננסי של דלק ישראל, ולפיכך נבחנו במסגרת יכולת שירות החוב של דלק ישראל. כמו כן, מסך הלוואות אלו כ- 151 מיליון ₪ בגין אג"ח סדרה א' אף מגובים בערבות של קבוצת דלק.

המקור להחזר יתרת החוב הפיננסי סולו של דלק פטרוליום הינו דיבידנדים מחברות הבנות[1]. להערכת הנהלת דלק פטרוליום, בשנת 2008 דלק ארה"ב ודלק ישראל יניבו דיבידנדים לחברה. עם זאת, יכולתה של דלק בנלוקס לחלק דיבידנדים מוגבלת כעת בשל ההתניות הפיננסיות שהוטלו עליה על ידי הבנקים המממנים.

[1] טרם נקבע זמן פירעונה להלוואת בעלים של קבוצת דלק ע"ס כ-710 מיליון ₪.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

על פירוט הסיכונים הענפיים, העסקיים והפיננסים הכרוכים בפעילויות דלק פטרוליום לפי חלוקה גיאוגרפית (ישראל, ארה"ב ואירופה) ראה להלן בפרקים המתארים את החברות הבנות.

3.1. דלק חברת הדלק הישראלית

סיכון ענפי

S&P מעלות מעריכה את רמת הסיכון הכרוכה בפעילות בענף שיווק הדלקים בישראל כנמוכה מהממוצע למרות תלותו הגבוהה של הענף במחירי הדלקים בעולם והתנודתיות הכרוכה בתלות זאת. זאת לאור: יציבות הביקושים ושיעורי צמיחה חיוביים לאורך זמן של צריכת מוצרי הדלק; רמת התחרות הנמוכה יחסית בין תחנות קיימות[2] וחסמי הכניסה הגבוהים במגזר תחנות התדלוק הציבוריות; פוטנציאל הצמיחה הגבוה של תחום חנויות הנוחות. מנגד, גורמי הסיכון העיקריים בענף הם: תנודתיות במחירי הדלקים לצרכן כתוצאה משינויים במחירי הדלקים בעולם וכתוצאה מעלייה במיסוי; חשיפה לאשראי בעייתי וחובות מסופקים; תחרות גבוהה ורווחיות נמוכה במגזר שיווק ישיר; מידה רבה של רגולציה ופיקוח על שיווק מוצרי הדלק שעניינם שמירה על בטיחות ואיכות הסביבה והאפשרות להחמרה בהוראות החוק אשר יחייבו השקעות גבוהות; חשיפה לתביעות ייצוגיות; הגידול במכירות בשירות עצמי המקטינות את שולי הרווח.

מעמד תחרותי

דלק ישראל נהנית כיום ממעמד תחרותי מוביל כאחת מארבע החברות הגדולות בענף מבחינת מספר תחנות התדלוק והיקפי הפעילות. מגזר תחנות התדלוק מתאפיין בריכוז יחסי: ארבעת המתחרים העיקריים במגזר זה - חברות הדלק פז, דלק, סונול ודור-אלון אוחזות בכ- 89% מכלל תחנות התדלוק הציבוריות, שמספרן עמד בדצמבר 2007 על 986 תחנות. לבד מ- 4 החברות הגדולות, פועלות במגזר מעל 30 חברות דלק קטנות, המחזיקות בסך כולל של כ-110 תחנות דלק. נתח שוק של דלק ישראל נכון לדצמבר 2007 (לפי מספר תחנות) הינו כ-23%.

להערכת S&P מעלות, השליטה בפי גלילות (כ-40% מכלל מתקני אחסון התזקיקים בישראל) תביא לחיזוק אחיזתה של דלק ישראל בשוק הדלקים תוך הפחתת התלות בבתי הזיקוק וביסוס יכולת היבוא של החברה בשל קרבתו של מסוף אשדוד לנמל התזקיקים של קצא"א באשקלון.

מגזר תחנות התדלוק

דלק ישראל משווקת כיום את מוצריה ב-223 תחנות התדלוק, מתוכן כ-57% בהפעלה עצמית. התחנות בשליטה (מופעלות על ידי החברה או באמצעות זכיין הכפוף לה) מהוות כ-73% מסך תחנותיה. כל תחנות התדלוק נושאות את שלטי דלק או גל ורוכשות את מוצרי הדלק המשווקים בהן מדלק ישראל.

[2] להבדיל מיזום תחנות חדשות, תחום שבו קיימת תחרות חריפה.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

בכוונת דלק ישראל לפתח תחנות תדלוק חדשות תוך שינוי תמהיל התחנות לכיוון תחנות בבעלותה. כמו כן, בכוונתה להעביר תחנות המופעלות על ידי מפעילים חיצוניים להפעלה עצמית תוך ניצול יתרונותיה, ביניהן: הפחתה בסיכון אשראי, מניעת הפסד מלאי, תוספת רווח מחנויות נוחות.

מגזר השיווק הישיר

במסגרת תחום השיווק הישיר עוסקת דלק ישראל בשיווק, הפצה ואספקה של מוצרי נפט שונים מחוץ לתחנות התדלוק הציבוריות, ישירות ללקוחות מוסדיים, לקוחות עסקיים ולקוחות פרטיים. בין היתר, מספקת דלק ישראל את מוצרי הנפט לכ-180 תחנות תדלוק פנימיות בחצרי הלקוחות. לעיתים מתבצעת פעילות זאת על ידי סוכנים ומפיצים עצמאיים. כמו כן, עוסקת דלק ישראל, באמצעות חברת הבת דלקול בע"מ (להלן: "דלקול") ובאמצעות חברת הבת ביטום תעשיות פטרו כימיות בע"מ (להלן: "ביטום") בייצור, יבוא, שיווק ויצוא שמנים ושמני סיכה, בייצור ושיווק מוצרי איטום ובידוד לענף הבניה ומוצרי ביטומן לתשתית תחבורתית.

במגזר השיווק הישיר בכוונת הנהלת דלק ישראל לפתח פעילות מול צרכנים סופיים, כולל תחנות תדלוק פנימיות, ולצמצם פעילותה מול הסוכנים.

מלאי דלקים

מלאי הדלקים של דלק ישראל מתחלק למלאי ביטחוני (כ-170 מיליון ₪ ב-31.12.2007) ולמלאי תפעולי. ממשלת ישראל מכסה את מרבית הוצאות האחזקה של המלאי הביטחוני כולל הוצאות המימון ומבטיחה את ערכם של הדלקים הכלולים במלאי הביטחוני. הסיכונים הנלווים לאחזקת המלאי התפעולי הינם על חשבון דלק ישראל. לגבי כלל מלאי הדלקים נוקטת דלק ישראל במדיניות חיסוי בפני שינויים בשער החליפין על ידי יצירת איזון בין ערך המלאי הדולרי (מלאי תפעולי בערכי חידוש) לבין התחייבויותיה הדולריות בגין המלאי. בנוסף לכך, דלק ישראל מנסה להחזיק כמויות מלאי תפעולי מינימאליות בהתאם לתחזית המכירות ולהזמנות חודשיות של לקוחותיה (תחנות באספקה ומגזר חוץ תחנה).

חנויות נוחות

כיום מפעילה דלק ישראל 76 חנויות נוחות (לעומת 71 חנויות נוחות ב-12/2007 ו- 35 חנויות נוחות בלבד ב-12/2006).

המגמה הכללית בקרב חברות הדלק בישראל הינה של הרחבת פעילות חנויות הנוחות, תוך ניצול פעילות השיווק של מוצרי הדלק לקידום מכירות של מוצרים קמעונאיים.

בכוונת דלק ישראל להמשיך להגדיל את פריסת חנויות מנטה בתחנות תדלוק נוספות וכן להרחיב את מגוון המוצרים והשירותים שיימכרו בחנויות הנוחות. כמו כן, דלק ישראל שוקלת לפתח מודל זכיינות לחלק מחנויות הנוחות.

דלק ישראל פועלת להרחבת מודעות בקרב לקוחותיה לכך שמתחמי המסחר משלימים את תחנות התדלוק ומאפשרים לנהג חוויית קניה שלמה. בעבר ראתה הנהלת דלק ישראל את חנויות הנוחות בתור מקומות התרעננות ומפגש באמצע הדרך. במהלך שנת 2006 עברה דלק ישראל לקונספט חדש של נקודת מכירה קמעונאית הכרוך בהכנסת מגוון מוצרים חדשים בחנויות הנוחות ובצמצום שטח פנוי לישיבה.

במהלך שנים 2008-2009 בכוונת דלק ישראל להגיע לפריסה של למעלה מ-100 חנויות נוחות (בין בהפעלה עצמית ובין בזכיינות).

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

הסיכון הפיננסי

בשנת 2007 עלו הכנסות דלק ישראל בכ-8.7% ביחס לשנת 2006 והסתכמו בכ-4.8 מיליארד ₪. העלייה נובעת בעיקרה מגידול במחירי הדלקים בכ-5%. שאר הגידול במכירות מוסבר בגידול כמותי, בעיקר במגזר החוץ תחנה, ובפיתוח פעילות רשת חנויות הנוחות. ברבעון הראשון של 2008 הסתכמו הכנסות דלק ישראל בכ-1,397 מיליון ₪ לעומת כ-999 מיליון ₪ ברבעון המקביל אשתקד. העלייה בכ-40% נובעת בעיקר מעליית מחירי הדלקים, גידול בכמויות הנמכרות ותרומת פעילות הניפוק והאחסון שנרכשה במחצית השנייה של 2007 (הכנסות ע"ס כ-15 מיליון ₪). כמו כן, קיימת מגמת הגידול במכירות רשת חנויות הנוחות.

שיעור הרווח הגולמי ירד מ-14.2% ברבעון הראשון של 2007 לכ-13.4% ברבעון הראשון 2008. יצוין כי המרווח הגולמי במוצרים שבפיקוח[3] נקבע כסכום בש"ח ביחס ליחידת מידה ולא כשיעור ממחירי המכירה או העלות של הדלקים. לפיכך בעת עליית מחירים הרווח הגולמי על המוצרים שבפיקוח נותר ללא שינוי ושיעור הרווח הגולמי ביחס למכירות צפוי לרדת. בפועל ירידה בשיעור הרווח הגולמי בעקבות העלייה שחלה במחירי הדלקים התקזזה חלקית על ידי שיפור במרווחי השיווק של מוצרים שאינם בפיקוח, גידול במכירות רשת חנויות הנוחות, גידול כמותי במכירות, העברת תחנות להפעלה עצמית, הפיחות בשע"ח של הדולר[4] וכן רכישת פעילות ניפוק ושיווק דלקים.

השיפור ברווחיות התפעולית בשנים 2006-2007 הושג, בין היתר, על ידי ירידה בהפרשות לחובות מסופקים ובהוצאות מכירה ותפעול תחנות (למרות הפרשה חד פעמית בשנת 2007 בסך של כ-33 מיליון ₪ בגין הטבת אופציות שהוענקו למנכ"ל החברה והעובדים). נציין כי ירידה בהוצאות מכירה והפעלת תחנות נבעה בחלקה מירידה בדמי שכירות תחנות כתוצאה מייסוף שקל מול הדולר. מגמה חיובית של עלייה ברווחיות התפעולית נמשכה גם ברבעון הראשון של 2008. נציין כי ברבעון הראשון של 2008 נרשמה הפרשה בסך של כ-5.0 מיליון ₪ בגין הוצאות תשלום מבוסס מניות לעובדי החברה.

להערכת S&P מעלות, עיקר השיפור ברווחיות החל משנת 2006 הינו תוצאה ישירה של התייעלות תפעולית ושינוי נוהלי העבודה בחברה בעניין אשראי לקוחות ומדיניות מלאי, לפיכך הוא בעל אופי פרמננטי המשליך על תחזית רווחיות עתידית.

להערכת S&P מעלות, רמת המינוף הפיננסי הגבוהה של דלק ישראל הינה אופיינית לענף תחנות התדלוק בישראל. בנוסף לחוב פיננסי מאזני, בחנה S&P מעלות את החוב הפיננסי המותאם שהוא חוב פיננסי מאזני בניכוי הלוואות לקבוצת דלק. נציין כי ירידה בהתחייבויות הפיננסיות בשנת 2006 נובעת בעיקר מפירעון התחייבויותיה של דלק ארה"ב לדלק ישראל בעקבות הנפקת מניותיה במחצית הראשונה של 2006. אחרי הנפקת דלק ישראל בבורסה לניירות ערך בת"א באוגוסט 2007 ומכירת אחזקתה באמישראגז, חל שיפור משמעותי באיתנותה הפיננסית. **דירוג S&P מעלות מתבסס, בין היתר, על מדיניותה הפיננסית של דלק ישראל לשמור על יחס חוב פיננסי מותאם[5] ל-CAP מותאם שלא יעלה על 75%.** נכון ל-31.03.2008 עמד יחס חוב פיננסי מותאם ל-CAP מותאם על כ-63%.

יחס החוב הפיננסי ל-EBITDA ירד בשנת 2006 בעקבות פירעון התחייבויותיה של דלק ארה"ב כלפי החברה ושיפור ברווחיותה של דלק ישראל. שיפור נוסף ביחסי הכיסוי בשנת 2007 וברבעון הראשון של 2008 נובע משיפור ברווחיות דלק

---

[3] נכון למועד הדירוג קיים פיקוח על בנזין 95 ו-96 (נטול עופרת).

[4] גידול ברווח הגולמי (כ-15 מיליון ₪) שמקורו בהפרשי שער מתקזז בעלייה בהוצאות המימון של דלק ישראל לנוכח מדיניותה לצמצום החשיפה המטבעית מול ספקי הדלקים.

[5] חוב פיננסי בניכוי הלוואות לקבוצת דלק

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

ישראל כפי שמפורט לעיל. יחס בין החוב הפיננסי ל- EBITDA הסתכם ברבעון הראשון של 2008 בכ-4.8 לעומת כ-6.3 בשנת 2007 וכ-10.4 בשנת 2006. יחס בין החוב הפיננסי ל-FFO הסתכם ברבעון הראשון של 2008 בכ- 8.6 לעומת כ-9.2 בשנת 2007 וכ-32.2 בשנת 2006.

3.2. דלק ארה"ב

דלק ארה"ב, באמצעות חברות בנות, מתמקדת בתחום זיקוק נפט ושיווק תזקיקים ובהפעלת תחנות תדלוק וחנויות נוחות בארה"ב.

עד שנת 2005, התמקדה דלק ארה"ב בתחום חנויות הנוחות באמצעות חברת הבת Mapco Express Inc. (להלן: "מפקו"). מפקו, המדורגת B/Stable על ידי S&P, מפעילה כ-500 חנויות נוחות ב-8 מדינות בדרום – מזרח ארה"ב, בעיקר בטנסי, אלבאמה, וירג'יניה וג'ורג'יה. במאי 2005 רכשה דלק ארה"ב את בית הזיקוק Tyler (להלן: "בית הזיקוק") שבמזרח טקסס באמצעות חברת הבת Delek Refining Inc. (להלן: "דלק זיקוק"). בית הזיקוק הינו בעל כושר ייצור של 60 א' חביות ליום ותפוקתו מורכבת ברובה המוחלט מתזקיקים קלים (בנזין וסולר). בנוסף, בספטמבר 2007 רכשה דלק ארה"ב אחזקה של כ-35% בחברת Lion Oil שמפעילה בית הזיקוק בעל כושר ייצור של 75 א' חביות ליום בארקנסו. באוגוסט 2006, החלה החברה לפעול גם בתחום שיווק הדלקים, באמצעות Delek Marketing & Supply Inc. (להלן: "דלק שיווק") וזאת לאחר רכישת מסופים וצינורות הממוקמים במערב טקסס מידי קבוצת Pride. במסגרת זו נרכשו גם חוזי הספקה.

סיכון ענפי

דירוג הסיכון הענפי של דלק ארה"ב משקלל את הסיכון בשני תחומי הפעילות המרכזיים שלה- חנויות נוחות וזיקוק נפט, כמפורט להלן.

- **להערכת S&P מעלות, רמת הסיכון בענף חנויות הנוחות ותחנות התדלוק בארה"ב נמוכה מעט מהממוצע**, לאור: יציבות הביקוש לדלק; יציבות יחסית ברגולציה המשפיעה על הענף; מרווחים גבוהים יחסית במכירות מוצרי ה- In-Store לאורך השנים; גידול מתמשך לאורך השנים במרווחי הדלק (עם זאת עשויה להיות תנודתיות במרווחים בתקופות מסוימות ללא יכולת גלגול על הלקוח); מספר רב של ספקי דלק ומוצרי In-Store; קיומו של שוק משני פעיל לתפעול תחנות דלק וחנויות נוחות (דילרים); פעילות בארה"ב המדורגת ע"י S&P בדירוג AAA. **מנגד, להערכת S&P מעלות, האתגרים העומדים בפני הענף כוללים** את: רמת התחרות הגבוהה בענף ובמיוחד מצד דלקים לא ממותגים; התפתחות התחרות בתחום שיווק הדלק מצד הרשתות הקמעונאיות; תלות הכנסות החברות בענף במכירות הדלק, הסיגריות והאלכוהול; תקנות איכות סביבה מחמירות.
- **להערכת S&P מעלות רמת הסיכון בענף זיקוק הנפט בארה"ב ממוצעת, לאור**: ביקוש יציב לתזקיקי נפט; חסמי כניסה גבוהים בשל הצורך בהשקעה ראשונית גבוהה, איתור מיקום והשגת אישורים מתאימים; פוטנציאל ייבוא מוגבל בשל רגולציה מחמירה בארה"ב. **גורמים אלו מתקזזים ע"י**: תנודתיות גבוהה ומחזוריות בענף; חשיפה לשינויים במרווח הזיקוק; חשיפה לדרישות מחמירות בנושא איכות סביבה.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

מעמד תחרותי

S&P מעלות מעריכה את מיצובה העסקי של החברה כגבוה מהממוצע, בין היתר בשל הגורמים הבאים: דומיננטיות בריכוזים הגיאוגרפיים העיקריים שבהם היא פועלת; בעלות על יותר ממחצית נכסי תחנות דלק וחנויות נוחות; פעילות מגוונת התורמת ליציבות החברה ובעלת פוטנציאל לסינרגיה; מודעות גבוהה מהממוצע למותג חנויות הנוחות (Mapco) באזורי הפעילות; רשת גדולה יחסית של חנויות נוחות המאפשרת מיצוי יתרונות לגודל; יעילות גבוהה ברכש ובתכנון ושליטה על מלאי ואובדני סחורות; מערכות מידע מתקדמות וייחודיות התומכות בתהליכי הניהול והתפעול השוטפים; שוק נישה לבית הזיקוק; פעילות בארה"ב המדורגת AAA ע"י S&P. **מנגד עומדים בפני דלק ארה"ב מספר אתגרים:** פעילות בדרום-מזרח ארה"ב בלבד, ריכוז חנויות הנוחות במספר מועט של שווקים ובעלות על בית זיקוק יחיד; היעדר יתרון מהותי במכירת הדלקים בתחנות מול חברות ענק אינטגרטיביות או רשתות קמעונאיות; קיבולת מצומצמת של בית הזיקוק ומערכת הצינורות החוסמים את פוטנציאל ההתרחבות.

חנויות נוחות ותחנות תדלוק

נכון למועד הדירוג מפעילה מפקו כ-500 תחנות תדלוק בדרום מזרח ארה"ב, בעיקר במדינות טנסי (264 תחנות), אלבאמה (94 תחנות), ג'ורג'יה (81 תחנות) ווירג'יניה (36 תחנות). בנוסף, משווקת מפקו מוצרי דלק למעל 50 תחנות, אשר מופעלות ע"י צדדים שלישיים (לרבות צדדים שלישיים ללא חוזי אספקה). כמעט בכל תחנות התדלוק מפעילה מפקו גם חנויות נוחות, כאשר מכירת מוצרי הדלקים והפעלת חנויות הנוחות משולבים זה בזה. להערכת הנהלת דלק ארה"ב, מפקו הינה חברה מובילה לפי מספר תחנות תדלוק באזורי פעילותה בנשוויל וממפיס (טנסי), ג'ורג'יה ובצפון אלבאמה. חנויות הנוחות של מפקו פועלות תחת מספר מותגים: Mapco Mart, Mapco Express, Discount Food Mart, Fast food&fuel, Favorite markets ו- East Coast. מפקו הינה בעלת כ- 60% מנכסי תחנות התדלוק חנויות הנוחות שבתפעולה ויתרתן בשכירות מגורמים שלישיים. להערכת S&P מעלות, עובדה זו משפיעה לחיוב על גמישותה התפעולית ותורמת ליציבותה העסקית.

המוצרים המשווקים על ידי מפקו כוללים בעיקר מוצרי דלק (כ- 77% מהמחזור), מוצרים קמעונאיים הנמכרים בחנויות הנוחות (כ- 23% מהמחזור), כרטיסי לוטו (מדינתיים) וכן תווי כסף (Money Orders)[6]. בתחום מוצרי הדלק מוכרת מפקו סוגים שונים של בנזין ודיזל. להערכת S&P מעלות, מרווחי השיווק של מפקו לרוב גבוהים מהממוצע, בין היתר, בזכות שימוש במערכת מידע מתקדמת עם שליטה גבוהה על התעריפים והובלה עצמית של מוצרי הדלק. יחד עם זאת, להערכת S&P מעלות מפקו חשופה, כמו כל הענף, לתנודתיות רבה במרווחי השיווק. להערכת S&P, בעתיד הקרוב מרווחי השיווק בענף יהיו נמוכים בגלל רמתם הגבוהה של מחירי הנפט.

בחודש מאי 2008 הודיעה דלק ארה"ב כי למעלה מ-50% מהדלקים המשווקים על ידה ב-180 תחנות תדלוק לא ממותגות בטנסי הינם E10, בנזין שמורכב מ-10% אתנול ו-90% בנזין רגיל.

בחנויות הנוחות נמכרים מוצרים קמעונאים שונים, בעיקר טבק, בירות, משקאות קלים, מוצרי מזון מוכן, ממתקים, חטיפים וכד'. דלק ארה"ב משווקת גם מותגים פרטיים (Private Labels), שכוללים כעת מגוון מוצרים כגון מים, משקאות קלים, משקאות

[6] תחליף לשיקים אישיים.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

אנרגטיים, ממתקים, שמנים ונוזלים למכוניות. דלק ארה"ב רואה בהמשך פיתוח מותגים פרטיים מקור צמיחה לחנויות הנוחות של מפקו. יצוין, כי שיעור הרווח הגולמי ממכירת מוצרים קמעונאיים גבוה (כ- 30%) משיעור הרווח הגולמי של מכירת דלקים (כ- 5%). כמו כן, מרווחי השיווק על המותגים הפרטיים גבוהים ממרווחי השיווק על מוצרים ממותגים מקבילים.

לחברה ספק דלקים עיקרי (Valero) אשר היה אחראי לכ- 29% מתצרוכת הדלקים בשנת 2007. הרכישות מספק זה ירדו בשנים האחרונות בעיקר בשל רכישת תחנות תדלוק ממותגות, בהן הדלקים נרכשים מחברות הנפט הגדולות (Exxon, Shell, Conoco, BP, Marathon ו-Chevron) . ההסכם עם Valero עומד להסתיים במאי 2008. להערכת S&P מעלות, יש בנמצא ספקים ראויים נוספים כדי לעמוד בצרכי דלק ארה"ב.

בשנים 2005 2006 ו-2007 רכשה מפקו כ-63%, 69% ו-54%, בהתאמה, מהמוצרים הקמעונאיים המשווקים על ידה מחברת McLane Company Inc (להלן: מקליין"). החוזה עם מקליין הסתיים ב-31 בדצמבר 2007 ודלק ארה"ב החליפה אותה בספק אחר, Core-Mark (להלן" קורמרק"), החברה השנייה בגודלה אחרי מקליין.

ב-5 השנים הבאות מתכננת מפקו לעצב מחדש רוב תחנות התדלוק וחנויות הנוחות שלה לפי קונספט Mapco Mart. בשנים 2008-2009 בכוונתה להפוך בין 80 ל-120 חנויות הנוחות שלה ל- Mapco Mart. בנוסף, חלק מהחנויות עוברות שיפוץ מסיבי להפיכתן לחנויות גדולות ומרווחות, שכוללות מסעדה ומספר עמדות תדלוק הכפול מזה שמציעה תחנת דלק רגילה. למפקו יש כיום 12 חנויות דגל כאלה והיא מתכוונת בכל שנה לבנות 4-8 חנויות נוספות. להערכת הנהלת דלק ארה"ב, מהלכים אלה יביאו להרחבת קהל לקוחותיה.

מפקו פועלת בשוק לצד חברות הנפט הגדולות וכן רשתות הקמעונאות הגדולות, כמו וול-מארט, אשר פועלות אף הן בתחום שיווק מוצרי הדלק והשמנים. להערכת S&P, רשתות אלה מהוות איום לחברת שיווק דלקים קטנות, היות והן מושכות לקוחות בהנחות משמעותיות למוצרים קמעונאיים. מלבד המחיר, התחרות המקומית בתחום הינה על מיקום, גישה נוחה, מגוון המוצרים והשירותים המוצעים, שירות ללקוחות, דלקים ממותגים, מראה החנות, ניקיון ובטיחות.

מפקו פועלת להרחבת פריסת תחנות התדלוק וחנויות הנוחות שלה באזורי פעילותה ואזורים סמוכים. הריכוז הגבוה של תחנות התדלוק של מפקו באזורי פעילותה מאפשר לה להיות גורם משפיע בשוק המקומי, וכן להפעיל מטה מצומצם ויעיל. רוב תחנות התדלוק של מפקו ממוקמות במקומות מרכזיים יחסית של אזורי פעילותה, והדבר מגביר נגישות התחנות ללקוחות.

זיקוק נפט

במאי 2005 רכשה דלק ארה"ב, באמצעות חברת הבת דלק זיקוק, בית הזיקוק וצנרת להובלת נפט גולמי באורך של כ-104 ק"מ תמורת כ- 78 מ' דולר (כולל מלאים). בית הזיקוק ממוקם בעיר טיילר שבמזרח מדינת טקסס, והוא בעל כושר ייצור מרבי של כ- 60 אלף חביות נפט ביום. מורכבות הייצור של בית הזיקוק, המוגדרת לפי מדד נלסון (Nelson complexity), עומדת על כ- 8.9 (המדד נע בין מורכבות נמוכה של 2 למורכבות גבוהה של 14 לערך) ושיעור הניצולת שלו עומד על כ- 91%. באוגוסט 2006 השלימה החברה רכישת מגוון נכסי זיקוק ושיווק דלקים בעיר אבילין, מדינת טקסס (ראו בהמשך). חלק מהציוד נמכר לדלק זיקוק לשימוש בבית הזיקוק הקיים.

מוצרי הזיקוק כוללים בנזין (כ- 54% מהמכירות), סולר ודלק סילוני (כ- 37% מהמכירות), מוצרים פטרוכימיים (פרופן, פרופילן ובוטן) ואחרים המהווים יחד כ- 9% מהמכירות. הרוב המכריע של המכירות (כ- 96%) מתבצע בשער המפעל. את יתרת

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

המוצרים מפיצה דלק זיקוק לחברת Chevron Texaco באמצעות צינור נפט, שבבעלות צד שלישי. להערכת S&P מעלות, העובדה שלדלק זיקוק אין מערך צינורות להפצה חוסמת את פוטנציאל ההתרחבות שלה.

המתחרים העיקריים של דלק זיקוק הינם בתי הזיקוק הממוקמים במפרץ טקסס (כ-25 בתי זיקוק), מפעילים של מסופים לאספקת דלקים וכן חברת Calumet Lubricants (הפועלת בלואיזיאנה). היקף הייצור של כלל בתי הזיקוק בטקסס נאמד בכ-4.4 מיליון חביות ביום. לדלק זיקוק בית זיקוק בעל כושר ייצור נמוך יחסית, המשווק בעיקר ללקוחות מקומיים. התחרות בין דלק זיקוק ובין מתחריה באה לידי ביטוי בעיקר בתחרות על מחירי תזקיקי הדלקים, על איכותם וזמינותם, בין היתר, בהתחשב במיקום בית הזיקוק וקירבתו היחסית ללקוחות שבאזור פעילותה. עם זאת, דלק זיקוק נהנית משוק נישה ברדיוס של 116 מייל מבית הזיקוק שלה כאשר בתחום זה אין בנמצא בית זיקוק או טרמינל היכולים לספק את מגוון המוצרים שהיא מספקת.

יתרון תחרותי זה אמור להתבטא במרווחי זיקוק גבוהים מהממוצע הענפי. נציין כי מרווח הזיקוק המשמש להשוואה בדרום ארה"ב הינו ה- US Gulf Coast 5-3-2 ("GC 5-3-2")[7]- המרווח השורר ברצועת בתי הזיקוק שבמפרץ מכסיקו. בתקופה 1-9/2007 ובשנה 2006 עמד המרווח של בית הזיקוק בטיילר על כ- 15.17 ועל כ- 11.15 דולר לחבית, בהתאמה, בהשוואה למרווח ה- GC 5-3-2 שעמד על כ- 15.00 ו- 10.16 דולר לחבית, בהתאמה. ברבעון האחרון של 2007 חלה ירידה חדה במרווח הזיקוק ל-4.46 דולר לחבית בעקבות עליה במחיר הנפט הגולמי, כך שדלק ארה"ב התחייבה לרכוש חומרי הגלם במחירים גבוהים יחסית, וציפייה לירידה במחירי הנפט הגולמי שמנע מדלק ארה"ב לגלגל את ההתייקרות על לקוחותיה. מרווח זה היה נמוך משמעותית מ-GC 5-3-2 שהסתכם באותו הרבעון בכ-7.22 דולר לחבית. גם ברבעון הראשון של 2008 מרווח הזיקוק שהסתכם ב-6.31 דולר לחבית היה נמוך ממרווח ה-GC 5-3-2 שעמד באותה התקופה על 8.84 דולר לחבית.

דלק זיקוק משווקת את התזקיקים לבסיס רחב יחסית של לקוחות- חברות אנרגיה גדולות, בתי זיקוק עצמאיים, מפיצי דלקים, מפעילי תחנות תדלוק, חברות שירותים ותחבורה וקמעונאים עצמאיים. בשנים 2006 ו-2007 היוו המכירות לעשרת הלקוחות הגדולים של דלק זיקוק כ- 57.5% וכ-58.9% מסך מכירותיה, בהתאמה. על לקוחותיה של דלק זיקוק נמנים, בין השאר,ExxonMobil, Valero Marketing, Chevron Texaco, Alon USA, ו- Murphy Oil. בשנת 2007 מקורו של למעלה מ- 90% מהנפט הגולמי המעובד ע"י דלק זיקוק היה בטקסס, וכ- 52% - במזרח טקסס בסמוך לבית הזיקוק. הקרבה למקורות הנפט מאפשרת לדלק זיקוק ליהנות מעלויות הובלה נמוכות.

עובר לרכישת בית הזיקוק וצינור הנפט על ידי דלק זיקוק, היה הבעלים הקודם של המתקנים מעורב במשך שנים בחקירה ופעולות ניקוי מצד רשויות איכות הסביבה בגין זיהומים שהתגלו באדמה, במי תהום ובמשקעים בסביבת בית הזיקוק וצינור הנפט. נכון ל-31 במרץ 2008 רשומות בדוחותיה הכספיים של דלק זיקוק הפרשות איכות הסביבה ע"ס כ-8.0 מיליון דולר. עם רכישת בית הזיקוק הכינה דלק זיקוק תכנית השקעות כוללת בתחום איכות הסביבה לשנים 2005- 2012. ההשקעות לצורך עמידה בהוראות איכות הסביבה ותקינה של מוצרי דלק צפויות להסתכם בשנת 2008 בכ- 65 מיליון דולר. בספטמבר 2006 הודיעה דלק ארה"ב על סיום שיפוץ מתקן סילוק גופרית מסולר, שיאפשר עמידת הסולר המיוצר בבית הזיקוק בטיילר בתקן החדש לסולר דל גופרית. במהלך הפרויקט, קיבולת המתקן הורחבה מ-12,000 חביות ליום ל-22,000 חביות ליום. ב- 2008

[7] ההפרש בין ציטוט Platt ל-3/5 חבית בנזין (87 אוקטן) ו- 2/5 חבית דיזל בסיסי (Heating Oil) לבין ציטוט בבורסה NYME לחבית נפט גולמי קל (WTI).

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

צפוי להסתיים פרויקט נוסף של הפקת בנזין דל גופרית. יצוין, כי דלק זיקוק מחזיקה בפוליסות ביטוח נזקי איכות הסביבה, המכסות תביעות ועלויות ניקוי וטיהור מסוימות (לא כולל הוצאות ניקוי בגין נזקים סביבתיים היסטוריים).

הפרויקט העיקרי של דלק זיקוק אשר צפוי להסתיים עד סוף 2008 ועלותו כ- 70 מיליון דולר הוא שדרוג המתקנים כך שבית הזיקוק יוכל לעבד נפט גולמי חמוץ יותר ובכך להקטין את עלויות חומרי הגלם. פרויקט נוסף הוא מכירת בנזין מהול באתנול (ביחס 1 ל- 9), הנקרא E10.

בספטמבר 2007 השלימה דלק ארה"ב רכישה של אחזקת מיעוט של 34% בחברת "Lion Oil" (להלן: "Lion") תמורת כ- 143 מיליון דולר. Lion הינה חברה פרטית, המפעילה בית זיקוק בהיקף של כ-75 אלף חביות נפט ביום (מדד נלסון של 10), באל דוראדו, ארקנסו. בנוסף, בבעלות Lion שלושה צינורות להולכת נפט גולמי ושני מסופים לשיווק דלקים בנאשוויל ובממפיס (טנסי), אשר באמצעותם היא משווקת דלקים לצדדים שלישיים, לרבות לחברת דלק ארה"ב, המפעילה 188 תחנות תדלוק וחנויות נוחות באזורים אלה. להערכת S&P מעלות, קיים פוטנציאל לסינרגיה בין אחזקתה של החברה ב- Lion לבין פעילותה בתחום חנויות הנוחות.

שיווק דלקים

באוגוסט 2006 השלימה החברה רכישת מגוון נכסי זיקוק ושיווק דלקים מקבוצת Pride -L.P . הנכסים כוללים שני מסופים לשיווק מוצרי דלק, הממוקמים באבילין ובסאן אנג'לו שבמערב טקסס, 7 צינורות להולכת מוצרי דלק באורך 114 מייל, ומיכלים לאחסון מוצרי דלק בקיבולת כוללת של מיליון חביות. כן כוללים הנכסים שנרכשו מתקני זיקוק שונים הממוקמים ליד מסוף אבילין, שאת חלקם מתעתדת דלק זיקוק להעביר לבית הזיקוק שלה בטיילר. בנוסף, רכשה החברה את פעילות השיווק והפצת מוצרי הדלק של קבוצת Pride וזכויותיה בחוזי ההספקה הקיימים. שווי הרכישה הסתכם בכ-55 מיליון דולר (לא כולל מלאים).

שיווק מוצרי הדלק נעשה באמצעות שלושת מסופי הדלקים שבבעלות החברה (ובהם המסוף ב- Tyler) ובאמצעות ארבעה מסופים נוספים, של צדדים שלישיים, הנמצאים ב- Aledo, Odessa, Big Springs ו- Dallas שבטקסס. לדלק שיווק קיימת תלות בתשתית ההזרמה של חברת Magellan בטקסס, מאחר וכל מוצריה משווקים ישירות ובעקיפין (באמצעות עסקאות החלפה) ע"י מערכת צינורות זו. דלק שיווק מוכרת בממוצע כ- 18 א' חביות תזקיקים ביום כאשר בנזין מהווה כ- 46% מכלל המוצרים המשווקים וסולר מהווה כ- 54%.

מתחריה של דלק שיווק הם בעיקר בעלי מסופים עצמאיים וחברות דלק. התחרות מתבטאת בעיקר במיקום, מחיר ומגוון המוצרים והשירותים הנמכרים. באזור אבילין קיימת תחרות ישירה מצידו של בית זיקוק אחר ובאזור סאן אנג'לו אין מתחרה למסוף הדלקים של דלק זיקוק, אלא במרחק של כ- 90 מייל מהמסוף.

דלק שיווק מוכרת את מוצריה ללקוחות במערב טקסס, וביניהם חברות נפט גדולות כגון Exxon Mobile, בתי זיקוק עצמאיים כגון Murphy Oil, סוכני דלקים, וחברות מתחום השירותים והתחבורה. לדלק ארה"ב חוזה עם Magellan לרכישת עד כ- 27 א' חביות ביום אשר בתוקף עד שנת 2017. להערכת S&P מעלות, לדלק שיווק תלות גבוהה בספק Magellan ובחברת NORTHVILLE (לחברה זאת הוסב בתחילת 2008 הסכם עם חברת Magellan לאספקה של עד כ-20 א' חביות ביום) .

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

סיכון פיננסי

להערכת S&P מעלות, הסיכון הפיננסי של דלק ארה"ב נמוך מהממוצע לאור נזילות ונגישות למקורות מימון גבוהות בהרבה מהממוצע ואיתנות פיננסית טובה בהרבה מהממוצע. עם זאת, החל מהרבעון הרביעי של שנת 2007 חלה הרעה ביחסי כיסוי של דלק ארה"ב כתוצאה מירידה ברווחיותה.

הכנסות דלק ארה"ב גדלות בהתמדה, מ- 600 מיליון דולר ב- 2003 עד ל- 4,097 מיליון דולר ב- 2007, בעיקר בשל מדיניות רכישות אגרסיבית של חנויות נוחות, רכישת בית הזיקוק בשנת 2005 ורכישת פעילות שיווק דלקים באוגוסט 2006.

נציין כי בשנת 2007 ירדו מכירות כמותיות של בית הזיקוק בכ- 3.2% לעומת שנת 2006, בין היתר בשל תקלות לא צפויות ברשת החשמל האזורית (כתוצאה ממזג אויר בעייתי), אשר גרמו להשבתות בייצור. בהקשר זה יצוין שדלק ארה"ב השלימה לאחרונה חיבור לרשת הארצית, כך שתהיה פחות חשופה לתקלות כאלה בעתיד.

ברבעון הראשון של 2008 גדלו הכנסותיה של דלק ארה"ב בכ-51.2% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בין היתר, בעקבות גידול כמותי בבית הזיקוק, גידול במחירי המכירה הן בבית הזיקוק והן בתחנות התדלוק והכנסות מתחנות תדלוק Calfee שנרכשו ברבעון השני של 2007 (כ-65.8 מיליון דולר מתוך סך הגידול של 412.6 מיליון דולר).

בשנת 2007 עמד מרווח השיווק הממוצע בחנויות הנוחות של החברה על כ- 13.7 סנט לגלון לעומת ממוצע ענפי של 13.6 סנט לגלון, ובשנים 2006 ו- 2005 עמד מרווח השיווק הממוצע על כ- 14.5 ו- 16.5 סנט לגלון, בהתאמה, ביחס לממוצע ענפי של 13.9 ו- 14.7 סנט לגלון (עפ"י ה- NACS[8]), בהתאמה. ברבעון הראשון של 2008 עמד מרווח השיווק הממוצע בחנויות הנוחות של דלק ארה"ב על כ-12.6 סנט לגלון.

דלק ארה"ב סיימה את הרבעון הראשון של 2008 בהפסד נקי של כ-5.0 מיליון דולר שנגרם, בין היתר, כתוצאה מירידה במרווחי הזיקוק ומרווחי השיווק, עליה בהוצאות אנרגיה בבית הזיקוק ורישום חלקה של דלק ארה"ב בהפסד של Lion Oil (כ-6.5 מיליון דולר), זאת לעומת רווח נקי ע"ס כ-20.9 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד.

החוב הפיננסי של החברה עומד על כ- 322.9 מיליון דולר במרץ 2008 (לעומת כ-355 מיליון דולר בדצמבר 2007) ואילו החוב הפיננסי נטו מסתכם בכ- 183.3 מיליון דולר (לעומת כ-205.4 מיליון דולר בדצמבר 2007). המינוף הפיננסי של החברה השתפר משמעותית לאחר הנפקתה בבורסה האמריקאית, כאשר בדצמבר 2004 הסתכם החוב נטו ל- CAP נטו על כ- 76% ואילו במרץ 2008 עמד על כ- 27%. S&P מעלות התייחסה בניתוח האיתנות הפיננסית גם לחוב המותאם לשכ"ד, הכולל בנוסף לחוב הפיננסי את היוון התחייבות החברה בגין שכ"ד בחנויות הנוחות שלא בבעלותה. יחס בין חוב מותאם לשכ"ד נטו ל-CAP נטו עמד במרץ 2008 על כ-42%.

מדיניות הדיבידנד של החברה היא חלוקת לפחות 2 מיליון דולר ברבעון ויותר מזה אם התוצאות היו טובות במיוחד. עם זאת, במידה ויהיו השקעות מהותיות על הפרק, החברה לא מתכוונת לחלק דיבידנדים.

להערכת S&P מעלות, לדלק ארה"ב נזילות טובה בהרבה מהממוצע לאור מסגרות האשראי הבלתי מנוצלות, היקף התיק הנזיל ומדיניותה לשמור על תיק נזיל של בין 50 ל- 100 מיליון דולר בכל עת. להערכת S&P מעלות, נגישות דלק ארה"ב למקורות מימון טובה מהממוצע לאור ההנפקות שביצעה החברה ויחסיה הטובים עם הבנקים האמריקאים.

---

[8] National Association of Convenience Stores, הפועל בארה"ב.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

דלק ארה"ב מייצרת תזרימים חיוביים מפעילות שוטפת אשר גדלים בעקביות, בעיקר כתוצאה ממדיניות רכישות. יחסי הכיסוי השתפרו לעומת תחילת דרכה לאור הגידול בתזרימים. עם זאת, בשני הרבעונים האחרונים, אחרי שלוש שנים של שיפור ביחסי הכיסוי, חלה הרעה בעקבות ירידה ברווחיותה של דלק ארה"ב. ברבעון הראשון של 2008 הסתכם EBITDA בכ-14.4 מיליון דולר לעומת 41.5 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. יחס חוב נטו ל-EBITDA עמד ברבעון הראשון 2008 על כ-3.2 לעומת כ-1.2 ברבעון הראשון של 2007. להערכת S&P מעלות, יכולת שירות החוב של דלק ארה"ב טובה במעט מהממוצע לעומת חברות דומות המדורגות ע"י S&P, גם לאחר התאמת יחסי הכיסוי לשכ"ד המשולם בחנויות הנוחות.

3.3. דלק בנלוקס

Delek Benelux (להלן: "דלק בנלוקס") הינה חברה זרה שהתאגדה בהולנד בחודש מאי 2007 ואשר מוחזקת בבעלות מלאה על ידי דלק אירופה[9]. בחודש אוגוסט 2007, רכשה דלק בנלוקס את פעילות השיווק של חברת Chevron Global Energy (להלן:"שברון") ופועלת, באמצעות חברות הבנות שלה, בתחום של שיווק והפצת מוצרי דלק ושמנים, הפעלת חנויות נוחות, סניפי רשת מזון ומתקני שטיפת רכב. הפעילות מתרכזת כעת במדינות בלגיה, הולנד ולוקסמבורג.

סיכון ענפי

להערכת S&P מעלות, רמת הסיכון הכרוכה בפעילות בענף חנויות הנוחות ותחנות תדלוק במדינות בנלוקס הינה נמוכה מהממוצע. בין הגורמים המפחיתים את הסיכון בענף: דירוג מדינות גבוה של S&P [10] שנתמך על ידי כלכלות מפותחות עם תפוקות גבוהות ורמות גבוהות של התוצר הלאומי לנפש; צמיחה בביקוש לדלק; היצע מוצרי הדלק גדול מהביקוש באזור בעקבות מספר רב יחסית של בתי זיקוק המרוכזים בהולנד ובבלגיה ויכולים לספק מוצרי דלק; חסמי כניסה גבוהים בשל השקעות הון משמעותיות הדרושות לרכישת קרקעות לתחנות תדלוק וקיום מכרזים להפעלת תחנות תדלוק בכבישים מהירים; מרווחים גבוהים במכירת מוצרי Non-Fuel; פוטנציאל הגידול בהיקף פעילות חנויות הנוחות; יציבות בשיעורי צמיחה היסטוריים (למעט בשנים 2000-2001). גורמים אלו מתקזזים עם הגורמים המגדילים את הסיכון בענף: רמת התחרות הגבוהה, השפעת התנודות במחירי הנפט על מחירי הדלק ועל המרווחים בענף; רגולציה מחמירה בעניין איכות הסביבה ותכנון.

שוק תחנות התדלוק וחנויות הנוחות בבנלוקס הינו ריכוזי ויציב יחסית. בכל אחת מהמדינות (הולנד, בלגיה ולוקסמבורג) יש 5-6 שחקנים מרכזיים אשר דלק בנלוקס נמנית עליהם. לאחרונה, נכנסו לענף היפרמרקטים אשר זיהו את הפוטנציאל הקיים בחנויות הנוחות ואת הביקוש הגובר למוצרי דלק ולמוצרים נלווים. כניסה זו מאיימת על מרווחי השיווק של החברות הפועלות בענף. בנוסף לכך, מגבלות רגולציה קיימות ועתידיות, שמטרתן להגביל את כוחם של השחקנים המרכזיים בשוק ולהגביר את התחרות בשוק עשויות לפגוע ביכולתה של דלק בנלוקס להרחיב את פעילותה, או להגביל אותה בהתקשרויות עם צדדים אחרים.

[9] הבעלות בדלק אירופה נחלקת בין דלק פטרוליום (80%) לבין דלק ישראל (20%).

[10] הולנד ולוקסמבורג מדורגות AAA/Stable, בלגיה מדורגת AA+/Stable).

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

מעמד תחרותי

להערכת S&P מעלות, לדלק בנלוקס מעמד תחרותי גבוה מהממוצע. בין הגורמים לכך: פריסה רחבה ומיקומים טובים של תחנות התדלוק; פעילות תחת מותג בינלאומי מוכר; נתחי שוק משמעותיים; שייכות לקבוצה איתנה שמאפשרת, בין היתר, ביצוע השקעות בהעברת תחנות התדלוק לבעלותה, בשיפוץ תחנות והרחבתן; מערכי שיווק ולוגיסטיקה מפותחים. גורמים אלה מתקזזים בחלקם ע"י שיעור קטן של תחנות בהפעלה עצמית (כ-22% בלבד, ללא מיזמים משותפים); חוסר בידול מהמתחרים; מבחר דלקים ורמת השירות סטנדרטיים לעומת רמת המחירים הגבוהה; כמות קטנה יחסית של חנויות נוחות; יעילות תפעולית נמוכה.

פעילות השיווק של דלק בנלוקס כוללת 766 תחנות תדלוק תחת המותג Texaco אשר מתוכן 476 תחנות בהולנד, 275 תחנות בבלגיה ו- 15 תחנות בלוקסמבורג. כמו כן, בבעלות החברה כ- 104 תחנות אשר אינן ממותגות Texaco. בנוסף לתחנות דלק כוללת הפעילות כ-406 חנויות נוחות (ממותגות "Star Mart" או "Star Market"), כ-72 סניפי רשת מזון מהיר הנושאים את המותג Baker Street[11] וכ-95 מתקני שטיפת מכוניות.

במסגרת הסכם הרכישה קיבלה דלק בנלוקס זיכיון (לא בלעדי) לשימוש במותגים "Texaco Star", "Star Market" ו-"Star Mart" ללא תמלוגים במשך 7 שנים, החל מ-8 באוגוסט 2007. נציין כי מותגים אלה הינם מבין המוכרים ביותר בתחום תחנות התדלוק והם פועלים במדינות בנלוקס שנים רבות.

כ-66% מהתחנות השייכות לדלק בנלוקס הינן בבעלותה או בחכירתה, אך רק כ-33% מתוכן הינן בהפעלה עצמית. למרות שתחנות בהפעלה עצמית מהוות כאמור רק 22% מתוך סך התחנות (לא כולל מיזמים משותפים ומשווקים מורשים), הן מניבות כ-59% מסך הרווח הגולמי ממכירת דלקים של דלק בנלוקס וכמעט 100% מהרווח הגולמי בגין Non-fuel. דלק בנלוקס פועלת לשינוי תמהיל התחנות בשני כיוונים עיקריים: העברת תחנות לבעלות והפעלה של דלק בנלוקס (COCO) שהיא רווחית יותר ומאפשרת שליטה גבוהה יותר על רמת השירות ומבחר מוצרי הדלק ומוצרים קמעונאים בחנויות הנוחות ורכישת שליטה מלאה במיזמים משותפים.

רוב הדלקים בהולנד וכ-30% מהדלקים בבלגיה נרכשים מבית הזיקוק Nerefco. קודם לרכישת פעילות השיווק בבנלוקס לא היה הסכם אספקה פורמאלי, היות ו-Nerefco הוחזקה בשיעור של 31% על ידי שברון. במסגרת הסכם הרכישה של פעילות בבנלוקס נחתם הסכם אספקה בין בית הזיקוק (אשר נכון למועד הרכישה עבר לבעלות המלאה של BP) לדלק בנלוקס. להערכת S&P מעלות Nerefco מהווה ספק מהותי של דלק בנלוקס בהולנד ובבלגיה. עם זאת, יש מספר רב יחסית של בתי זיקוק המרוכזים באזורי רוטרדם ואנטוורפן שיכולים להוות אלטרנטיבה ראויה ל-Nerefco. בלוקסמבורג אין תלות בספק דלקים כלשהו.

[11] הזיכיון בתוקף בבלגיה עד סוף יולי 2008; בהולנד היה בתוקף עד שנת 2006 והוארך ללא מועד סיום וכעת מתנהלים דיונים לגבי מועד הסיום ותנאי ההתקשרות. בכוונת דלק בנלוקס לרכוש את הרשת.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

סיכון פיננסי

הערכת הסיכון הפיננסי של דלק בנלוקס נעשתה על סמך נתוני פעילות לתקופות 08-12/2007 ו-01-03/2008 ונתוני פעילות מצרפיים לשנים 2005-2006 של שלוש חברות שנכסיהם נרכשו על ידי דלק בנלוקס.

להערכת S&P מעלות רווחיותה של דלק בנלוקס הינה נמוכה מהרווחיות של חברות אחרות בדלק פטרוליום. היחס בין EBITDA למרווח הגולמי עמד בדלק בנלוקס ב-08-12/2007 על כ-24.4% וב-01-03/2008 על כ-23% לעומת כ-47.7% בדלק ישראל (בשנת 2007) וכ- 40.8% בדלק ארה"ב (בשנת 2007). עם זאת, להערכת הנהלת דלק בנלוקס, בפעילות שנרכשה יש פוטנציאל להתייעלות מהותית ולשיפור ברווחיות.

לפי נתונים פיננסיים היסטוריים שהוצגו ל-S&P מעלות, פעילות תחנות התדלוק של Texaco התאפיינה ביציבות גבוהה. בשנים 2003-2006 לא היה שינוי מהותי ב-EBITDA. לפי תוכנית עסקית של דלק בנלוקס שהוצגה ל-S&P מעלות, בשנת 2008 צפוי להיות שיפור ברווח הגולמי וב-EBITDA. הצפי של דלק בנלוקס לגידול ברווח הגולמי וב-EBITDA מבוסס, בין היתר, על תרומת השותפויות שנרכשו; גידול בהכנסות ממכירת מוצרים קמעונאים בחנויות הנוחות; מעבר להפעלה עצמית; אופטימיזציה בעלויות תפעוליות (אספקה והפצה); חיסכון בעלויות הנהלה וכלליות על ידי ריכוז פעילות המטה במרכז אחד (כיום יש שני משרדים – ברוטרדם ובבריסל).

להערכת S&P מעלות, האיתנות הפיננסית של דלק בנלוקס נמוכה מהממוצע. יחס חוב נטו ל-CAP נטו עמד במרץ 2008 על 67%, ואילו חוב מותאם לשכ"ד נטו ל-CAP מותאם נטו עמד על כ-84%.

בסמוך למועד השלמת רכישת פעילות השיווק בבנלוקס חתמה דלק בנלוקס על הסכם מימון לקבלת הלוואות מסוגים שונים אשר שימשו לרכישת הפעילות וכן נקבעו מסגרות אשראי לעתיד ואמות מידה פיננסיות שמתייחסות ליחס חוב ל-EBITDA, יחס EBITDA להוצאות מימון נטו וסף מקסימאלי של השקעות ברכוש קבוע. S&P מעלות בדקה את תנאי ה-Covenant ולהערכתה דלק בנלקוס מסוגלת לעמוד בתנאים אלה.

להערכת S&P מעלות, יחסי הכיסוי של דלק בנלוקס טובים במעט מהממוצע. יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA עומד בתקופה 01-03/2008 על 5.2, ואילו יחס חוב פיננסי נטו ל-FFO עומד על 9.5. נציין כי לפי תנאי Covenant אמורה דלק בנלוקס לעמוד בתקופה 01-09/2008 ביחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA שלא יעלה על 7.25.