

## השקעה בסיכון גבוה - ניתוח קווי ההגנה של החברה וחלופות ההשקעה הנגזרות מהן

דלק נדל"ן  
אג"ח

### נתונים עיקריים

#### דלק נדל"ן אג"ח ד' צמוד למדד

סך ערך נקוב	249 מ' ₪
סך חוב מתואם	285 מ' ₪
תשואה לפדיון	20.7%
פרעון קרן	5/11-5/12
מח"מ	1.3
שער האג"ח	98.6
מחיר מתואם	115.6
שער/מחיר מתואם	84.4%

#### דלק נדל"ן אג"ח ה' צמוד למדד

סך ערך נקוב	1,142 מ' ₪
סך חוב מתואם	1,280 מ' ₪
תשואה לפדיון	18.1%
פרעון קרן	2/13-2/19
מח"מ	4.2
שער האג"ח	67.5
מחיר מתואם	114.5
שער/מחיר מתואם	58.9%

#### דלק נדל"ן אג"ח כ"ה לא צמוד

סך ערך נקוב	571 מ' ₪
סך חוב מתואם	571 מ' ₪
תשואה לפדיון	27.7%
פרעון קרן	9/11-9/12
מח"מ	1.5
שער האג"ח	79.5
מחיר מתואם	102.7
שער/מחיר מתואם	77.4%

אנו מפרסמים עדכון על דלק נדל"ן תוך שאנו מתמקדים באגרות החוב של החברה. בכל מקרה מדובר בהשקעה בסיכון גבוה ואנו ממליצים לקרוא לעומק את הדיון בעמודים הבאים.

### 1. דלק נדל"ן במצב פיננסי קשה

- הון עצמי שלילי של 978 מ' ₪ ליום 31.3.10. להערכתנו, ברבעון 2/10 יצטמצם ההון העצמי השלילי.
- הון חזור שלילי של כ- 3.7 מיליארד ₪ ליום 31.3.10. החברה מציגה שורה של התאמות, אשר חלקן כבר בא לידי ביטוי לאחר המאזן.
- צרכי מזומנים גבוהים לשנתיים הקרובות בסך כ- 2 מיליארד ₪.
- אגרות החוב נמצאות בנחיתות בולטת ביחס לחוב הבנקאי.
- אגרות החוב מגלמות סיכון גבוה ביותר.

### 2. בחינת קווי ההגנה של החברה

דלק נדל"ן אינה קופאת על שמריה ופועלת במספר כיוונים במקביל להתמודדות עם האתגרים הפיננסיים. להלן קווי ההגנה העיקריים:

- מכירת נכסי NCP.** פוטנציאל תזרימי 700-800 מ' ₪. הערכת סיכוי התממשות - בינוני.
- רודשף.** פוטנציאל תזרימי 360 מ' ₪. סיכוי בינוני-גבוה להתממשות בתרחיש בו קבוצת דלק דוחה את פרעון ההלוואה אם הנכס לא יימכר.
- מכירת נכסים בקנדה. פוטנציאל תזרימי 400-450 מ' ₪. הערכת סיכוי נמוך-בינוני והחברה תעדיף לממש את נכסי NCP.
- מימוש נכסים בישראל בדגש על מניות ויתניה. פוטנציאל תזרימי 300 מ' ₪. הערכת סיכוי בינוני-גבוה.
- מימוש נכסים אחרים אשר אינם קלים למימוש. פוטנציאל תזרימי 300 מ' ₪. הערכת סיכוי נמוך.
- סיוע של בעל השליטה.** פוטנציאל תזרימי 100-300 מ' ₪. הערכת סיכוי התממשות גבוה.

בבואנו לסכם את קווי ההגנה שיש לחברה אנו סבורים כי **החברה תשים את יתבה על הצדדים הקשורים** (בעל השליטה וקבוצת דלק) ותקווה לנסיבות שיאפשרו לה להביא מזומנים משמעותיים ממקורות נוספים

### 3. ניתוח חלופות ההשקעה

להערכתנו, מצבה של דלק נדל"ן לא קל, בלשון המעטה והיא נמצאת בסיכון גבוה לתרחיש בו היא תקשה לעמוד בתשלומי החוב לבעלי האג"ח ותידרש לבוא למו"מ להסדר חוב. ייתכן שהצדדים הקשורים ובפרט בעל השליטה יתגייסו לטובת החברה לפני כן, או שנראה הצלחה במימושים ברגע האחרון.

אנו סבורים שבמצב זה הנתון הרלוונטי ביותר בבחירת ההשקעה הוא בחינת היחס שבין מחיר אגרת החוב ובין השווי המתואם שלה תחת ההערכה שאם אכן יהיה הסדר חוב הוא יכלול את כל אגרות החוב ויאיזן את התספורת בה יישאו בעלי הסדרות השונות.

### בשורה התחתונה

לפיכך אנו סבורים כי אסטרטגיית ההשקעה המועדפת היא לונג (קניה) לאגרות החוב הארוכות (סדרה ה') ושורט (מכירה) לאג"ח סדרה ד'.



### 1. דלק נדל"ן במצב פיננסי קשה

דלק נדל"ן נמצאת במשבר פיננסי עמוק אשר בא לידי ביטוי במספר רב של פרמטרים, לרבות:

#### 1. הון עצמי שלילי.

ההתחייבויות גבוהות מהנכסים ליום סגירת המאזן.

ההון העצמי לבעלי המניות הסתכם ליום 31.3.10 בסכום שלילי של 978 מיליון ש"ח, או במילים אחרות - לפי הדו"ח החשבונאי שווי ההתחייבויות גבוה משווי הנכסים בסך כ- 1 מיליארד ש. בחודש מאי 2010 גייסה החברה הון בסך 126 מ' ש בדרכ של הנפקת זכויות ובתוספת השפעת שינויים בשערי החליפין צפוי כי ההון העצמי השלילי יהיה נמוך יותר בסוף רבעון 2/10, אבל עדיין מדובר בהון עצמי שלילי של 700-800 ש.

#### 2. הון חוזר שלילי. חשש לבעיית נזילות.

ההון החוזר השלילי ליום 31.3.10 הסתכם בכ- 3.7 מיליארד ש, סכום עתק אשר במבט ראשון מדגיש את עומק הבעיה הפיננסית ואת דחיפות הטיפול בה.

החברה ביצעה ועודה מבצעת צעדים משמעותיים לטיפול בהון החוזר השלילי, תוך שהיא מדגישה את הערכתה להתמודדות זו, כפי שעולה מהטבלה לעיל:

להלן טבלה המפרטת את ההון החוזר לאחר ההתאמות -

פרטים	סכום במיליוני ש
הון חוזר שלילי בהתאם לדוחות 31.03.10	( 3,674 )
הון חוזר חיובי צפוי מנוכסים מיועדים לנימוש <sup>(1)</sup>	695
אשראי שמוין לזמן קצר לאור אי עמידה בהתניות פיננסיות לתאריך המאזן	911
אשראי זמן קצר בגין נכסים בחו"ל אשר צפוי מימון מחדש לזמן ארוך בשנת 2010	647
מיון אשראי לקבוצת דלק	360
הלוואה של בעלי מניות המיעוט לחברת רודשף	311
אשראי זמן קצר מגובה בטחונות אשר החברה אינה צופה כי יפרע ב-12 חודשים הקרובים	561
סה"כ הון חוזר לאחר התאמות	( 189 )

חלק מהתאמות אלו הושלמו זמן קצר לאחר פרסום הדו"ח הכספי, לדוגמא פתרון הסיווג של אשראי ז"ק בהקשר להעמידה בהתניות הפיננסיות.

להערכתנו, הצגת ההון החוזר לאחר ההתאמות עשויה להניח מעט את הדעת, למרות שמדובר בתחזית הכוללת מספר מרכיבים הכרוכים בסיכון ובאי ודאות להתממשותם. עוד נחזור לכך בהתייחסותנו לתחזית מקורות ושימושים.

#### 3. צרכי מזומנים גבוהים לשנתיים הקרובות.

דו"ח מקורות ושימושים של החברה מציג צרכי מזומנים של כ- 2 מיליארד ש לשנתיים הקרובות. כ- 2 מיליארד ושימושים כאשר בשנה הבאה אנו עומדים בפני גידול בתשלומי קרן וריבית לבעלי האג"ח.

Q2 2011 – Q1 2012

Q2 2010 – Q1 2011

635  
71  
45  
67  
818

373  
427  
501  
82  
1,383

(6)

#### שימושים

פרעון קרן אג"ח וריבית  
פרעון קרן וריבית לבנקים  
קבוצת דלק ובעלי עניין  
הוצאות הנהלה וכלליות ושונות  
סה"כ שימושים

עוד נחזור לטבלת המקורות ושימושים, שכן החברה מאמינה ביכולתה למצוא את המקורות לצרכי המזומנים הצפויים לה.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



#### 4. אגרות החוב בנחיתות בולטת ביחס לבנקים

- סך החוב של החברה (סולו מורחב, ללא חוב נון ריקורס בחברות הבנות) עומד על כ- 5 מיליארד ש"ח וכולל את המרכיבים הבאים:
- כ- 2.15 מיליארד ש"ח חוב בנקאי שכמעט כולו מגובה בבטחונות ושעבודים ספציפיים על נכסים (נכסי אלעד מגורים, פרוייקט חוף הכרמל) ועל מניות החברות המחזיקות בנכסים (DGRE, רודשף ואחרים).
  - אין אנו אומרים שהבנקים יכולים להיות רגועים, אבל מצבם עדיף משמעותית על פני בעלי האג"ח.
  - כ- 550 מ' ש"ח חוב לבעלי עניין ובראשם החברה האחות, קבוצת דלק, עם חוב של כ- 360 מ' ש"ח בריבית גבוהה (כ- 10% צמוד למדד) עם שעבוד של שליש מהחזקות החברה במניות רודשף, כך שגם קבוצת דלק נמצאת בעדיפות בולטת מבחינת החזר החוב על פני בעלי האג"ח.
  - החוב לבעלי האג"ח עומד על כ- 2.3 מיליארד ש"ח (כולל כ- 100 מ' ש"ח סדרה ב' המוחזק על ידי בעל השליטה בחברה). חוב זה כולל מספר סדרות שונות, אשר ההבדל העיקרי ביניהן נעוץ במועד הפרעון (ולא בשעבודים):
  - אג"ח סדרה ה' מהווה כ- 55% מסך אגרות החוב ופרעון הקרן שלו פרוס בין השנים 2013-2019, לאחר שסדרות החוב האחרות אמורות להיפרע. נסיון העבר (אפריקה ישראל למשל) מלמד אותנו שלא תמיד ניתן להישען על מועד הפרעון המקורי של אגרות החוב כמקור לעדיפות.
  - המשמעות של כל אלו היא שאם יש לחברה גרעון במאזן ההון (נכסים פחות התחייבויות) של כ- 700-800 מ' ש"ח (לאחר הנפקת הזכויות והשפעות מט"ח) ואם הבנקים יהיו בקדימות ראשונה וכתוצאה מכך יפול כל הגרעון על בעלי האג"ח, הרי שבעלי האג"ח עלולים להגיע לכדי "תספורת" של 30%-35%.

#### 5. אג"ח מגלמות סיכון גבוה.

אם זה נראה כמו אג"ח זבל ונסחר כמו אג"ח זבל זה כנראה אג"ח זבל. לחברה מספר סדרות אגרות חוב בסכום כולל של כ- 2.3 מיליארד ש"ח, אשר העיקריות בהן הן סדרות ד', ה' וכ"ה. אג"ח אלו נסחרות בתשואות של 18%-25% המשקף את הסיכון הרב הגלום בהן. עוד נחזור לסדרות השונות של אגרות החוב.

**לכאורה יכולנו להפסיק כאן ולהגיד - הסיכון גבוה מאוד, כל תמרורי האזהרה מורים לעצור. ובכן, אנו ממליצים לבחון את קווי ההגנה העומדים לחברה, אשר ייתכן ומעידים כי התשואה הגלומה מעניקה תמורה הולמת לסיכון.**

## 2. ניתוח קווי ההגנה של החברה

החברה מציגה בדו"חות הכספיים שלה תחזית מקורות ושימושים לשנתיים הקרובות, אשר להערכתה יאפשרו לה לעמוד בהתחייבויותיה. לפני שנציג את טבלת המקורות והשימושים נתייחס ל"קווי ההגנה" העיקריים של החברה:

1. **מכירת נכסי לינצ'פילד (NCP). פוטנציאל תזרים 700-800 מ' ש"ח**  
 דלק נדל"ן מחזיקה ב-59% מפורטפוליו של חנוונים בבריטניה בשטח כולל של כ-550 אלף מ"ר ומניב NOI שנתי של כ-57 מ' ליש"ט. דלק נדל"ן פועלת למכירת פוטרפוליו זה. שווי הספרים של הכנסים עומד על כ-964 מ' ליש"ט וכנגדו חוב של כ-565 מ' ליש"ט. שווי נכסי נטו כ-400 מ' ליש"ט.  
 בנוסף לחוב זה ביצעה החברה עסקת SWAP לקיבוע ריבית, אשר הביאה לכך שהריבית הנוכחית גבוהה בשיעור ניכר מריבית השוק. התוצאה היא שווי שלילי של כ-150 מ' ליש"ט הגלום בעסקת ה-SWAP. שאלה מהותית במימוש עתידי היא האם עסקת תכלול שווי שלילי בגין הפרש זה.  
 לפי הערכות החברה, מימוש פורטפוליו זה עשוי להניב לה תזרים של כ-773 מ' ש"ח מעסקה זו (דיבידנד לאחר חלק המיעוט ותשלום לבנקים), אם אכן תתממש.
2. **מימוש נכסים בקנדה. פוטנציאל תזרים 400-450 מ' ש"ח**  
 חברת הבת דלק נדל"ן, DGRE, מחזיקה במספר נכסים מניבים, אשר ערכם הנכסי עומד על כ-120 מ' ליש"ט לאחר הפחתת החוב הבנקאי. מימוש הנכסים עשוי להניב לדלק נדל"ן תזרים דיבידנד מ-DGRE של כ-400-450 מ' ש"ח (בהתחשב בחלק המיעוט ובהחזר חוב לבנקים). להערכתנו, החברה תבחר להתמקד קודם כל במכירת נכסי NCP לעיל.
3. **רודשף - מכירת הנכסים, או דחיית פרעון ההלוואה. פוטנציאל תזרים 350-500 מ' ש"ח**  
 דלק נדל"ן מחזיקה ב-75% מרשת תחנות השרות רודשף בבריטניה וקבוצת דלק מחזיקה ב-25% הנותרים. במצב השוק הנוכחי נוצר קונפליקט בין דלק נדל"ן הזקוקה למזומנים ובין קבוצת דלק המאמינה בפוטנציאל הגלום ברודשף וסבורה כי לא זו העת לממש את ההשקעה.  
 דלק נדל"ן היתה מעוניינת למכור את ההחזקה בשווי נכסי נקי של כ-120 מ' ליש"ט (חלק החברה 75%) ולהיפגש עם תזרים מזומנים של כ-500 מ' ש"ח. חשוב לשים לב כי מימוש כזה לא יניב תזרים מזומנים חופשי לבעלי אגרות החוב, שכן כשליש מהסכום ישמש להחזר חוב לבנק שלו שעבוד ספציפי והיתרה בסך כ-360 מ' ש"ח תשמש להחזר חוב לקבוצת דלק.  
 חלופה אחרת עשויה להיות דחיית פרעון החוב לקבוצת דלק, במהלך שיכלול להערכתנו שינוי בתנאי ההלוואה (כ-10% ריבית צמודה למדד) וכן מתן מרכיב אפסייד לקבוצת דלק (אופציות לרכישת החזקות?) בעסקה שתדרוש אישור אסיפה כללית בהיותה עסקת בעלי ענין.
4. **מימוש נכסים בישראל. פוטנציאל תזרים של כ-300 מ' ש"ח**  
 החברה ממשיכה בתהליך מואץ למימוש נכסים מניבים בישראל, כאשר הנכס העיקרי שנשאר בחבילה הוא 20% ממניות חברת הנדל"ן המניב ויתניה בשווי ספרים של כ-200 מ' ש"ח.
5. **מימוש נכסים אחרים. פוטנציאל תזרים של כ-300 מ' ש"ח**  
 כאן מדובר בנכסים עם זמינות נמוכה למימוש כמו קרן ההשקעות במלונות, או תיק ההלוואות מגובות הנכסים באירופה, או בלית ברירה אלעד מגורים (לשעבר דנקר) הנמצאת בלב האסטרטגיה העסקית של החברה. אנו סבורים כי הסיכוי למימוש נכסים אלו אינו גבוה, אבל בהחלט מדובר בחלופה אפשרית.
6. **סיוע של בעל השליטה**  
 במהלך השנה האחרונה הוכיח בעל השליטה בחברה, יצחק תשובה, נכונות רבה לתמיכה בחברה. בין השאר יש לציין את הנפקת הזכויות מחודש 5/2009 ו-5/2010 בהן גייסה החברה כ-250 מ' ש"ח בהנפקת זכויות כאשר בעל השליטה מזרים את חלקו.  
 בנוסף, בתחילת 2010 רכש בעל השליטה את אגרות החוב מסדרה ב' מידי הציבור, לאחר שאי עמידה בהתניות הפיננסיות באגרות חוב אלו היו עלולות להביא להידרדרות מהירה של החברה.  
 צעדים בוני אמון אלו של בעל השליטה עשויים להעיד על נכונותו לתמיכה נוספת בעתיד, הן בדרך של גיוסי הון נוספים (הנפקת זכויות) והן באפשרות של דחיית פרעון אג"ח מסדרה ב' הצפוי החל מתחילת 2011.



### הטבלה להלן מסכמת את "קווי ההגנה" של החברה, כפי שאנו רואים אותם:

הערות	פוטנציאל תזרימי	סעיף
<p>זהו ללא ספק הציר המרכזי עליו מתבססת תכנית החזר החוב של החברה כיוון שמדובר בנכסים טובים עם פוטנציאל כספי גבוה.</p> <p>סימני השאלה נוגעים ליכולת ביצוע עסקאות גדולות בבריטניה ומימון בתנאי השוק הנוכחיים, לצד שאלת החבות הקשורה ל SWAP הריבית שקיבע ריבית גבוהה.</p> <p><b>הערכת סיכויי התממשות בשנה הקרובה: בינוני.</b></p>	700-800 מ' ₪	מכירת נכסי NCP
<p>להערכתנו, הסיכוי למכירת רודשף אינו גבוה על רקע מצב השוק ועל רקע הקונפליקט עם קבוצת דלק שאינה מעוניינת למכור במצב הנוכחי.</p> <p>להערכתנו, התזרים הקשור לרודשף יהיה בצד השימושים כאשר קבוצת דלק תגיע להסכם הארכת ההלוואה לדלק נדל"ן כנגד החזקה זו כאשר רמז לכך נכלל בדו"חות הכספיים של דלק נדל"ן לרבעון 1/10.</p> <p><b>הערכת סיכויי התממשות למהלך בשיתוף קבוצת דלק בשנה הקרובה: בינוני - גבוה.</b></p>	360	רודשף
<p>להערכתנו, החברה מעדיפה למכור את נכסי NCP לפני שתפעל למימוש פורטפוליו זה, אבל נראה שהנסיבות מחייבות אותה לפעול במקביל גם בערוץ זה.</p> <p><b>הערכת סיכויי התממשות בשנה הקרובה: נמוך - בינוני.</b></p>	400-450	מכירת נכסים בקנדה
<p>לאחר שהחברה מימשה את מרבית הנכסים בישראל, הפוטנציאל התזרימי כיום מתמקד בהחזקות החברה בויתניה עם שווי ספרים של כ- 200 מ' ₪.</p> <p><b>הערכת סיכויי התממשות בשנה הקרובה: בינוני - גבוה.</b></p>	300	נכסים בישראל
<p>להערכתנו כאן מדובר בנכסים שאינם קלים למימוש, אבל ייתכן שהחברה תצליח לגרד מקורות מן הייקב ומן הגורן.</p> <p><b>הערכת סיכויי התממשות בשנה הקרובה: נמוך.</b></p>	300	מימוש נכסים אחרים
<p>קיימות מספר דרכים לסיוע אפשרי של בעל השליטה לרבות הזרמת הון נוספת ודחיית פרעון אג"ח ב'.</p> <p>אין בידינו מידע ספציפי לגבי מהלכים אלו, אולם אנו סבורים כי בעל השליטה יהיה מעוניין לעשות הרבה מאוד כדי לשמור על יחסי עבודה תקינים עם בעלי החוב, תוך שהוא ער לאינטרסים הרחבים שלו.</p> <p><b>הערכת סיכויי התממשות בשנה הקרובה: גבוה.</b></p>	100-300	סיוע של בעל השליטה

בבואנו לסכם את קווי ההגנה שיש לחברה אנו סבורים כי **החברה תשים את יתבה על הצדדים הקשורים** (בעל השליטה וקבוצת דלק) ותקווה לנסיבות שיאפשרו לה להביא מזומנים משמעותיים ממקורות נוספים.

### וכך זה נראה בדיווחי החברה, כאשר זו מציגה דו"ח מקורות ושימושים

Q2 2011 – Q1 2012

Q2 2010 – Q1 2011

604

-

230

79

-

-

-

913

635

71

45

67

818

95

34

6

1,079

385

11

346

126

1,987

373

427

501

82

1,383

604

#### מקורות

יתרת מזומנים והשקעות לזמן קצר

מכירת נכסים

קבלת דיבידנדים

החזר הלוואות בעלים מחברת בת

הכנסות שונות

מכירת רודשף

גיוס הון

סה"כ מקורות

#### שימושים

פרעון קרן אג"ח וריבית

פרעון קרן וריבית לבנקים

קבוצת דלק ובעלי עניין

הוצאות הנהלה וכלליות ושונות

סה"כ שימושים

יתרת מזומנים לסוף תקופה

סעיף זה כולל מימוש נכסים ב DGRE, הנסמך על מכירת נכסי NCP שיניבו תזרים של כ- 770 מ' ש"ח

סעיף זה כולל מימוש נכסים בישראל, בחברת דנ"מ אשר הנכס העיקרי הוא מניות חברת ויתניה

מכירת רודשף מופיעה בצד המקורות, אבל גם בצד השימושים בהחזר ההלוואה לקבוצת דלק בסכום זהה. ההנחה שלנו היא שאם המכירה לא תבצע, הרי שהחזר החוב לקבוצת דלק יידחה אף הוא.

מתוך תחזית פרעון קרן וריבית לשנה הקרובה, סכום של כ- 210 מ' ש"ח כבר שולם בחודש מאי 2010. בשנה הבאה צפוי גידול חד בתשלומי קרן וריבית לבעלי האג"ח.

החברה מאמינה ביכולתה לעמוד בצרכי המזומנים שלה לשנתיים הקרובות. אנחנו, כאמור לעיל, הרבה יותר זהירים וסבורים כי יידרשו כאן גם צעדים נוספים מצד בעל השליטה.

**ושוב אנו מגיעים לאותה נקודה - הסיכון גבוה מאוד. מה לעשות? לעבור לעמוד הבא.**

### 3. ניתוח חלופות ההשקעה והמלצה

כפי שעולה מהניתוח לעיל מצב החברה לא קל בלשון המעטה והסיכון בהשקעה גבוה מאוד. אנו מעריכים כי חלק מרכזי ביכולת שרות החוב של החברה יישען על עזרה מצדדים קשורים (קבוצת דלק, בעל השליטה) תוך שאם החברה תצליח בסופו של דבר לממש את עסקת NCP אזי צפוי שיפור משמעותי ביכולת שרות החוב.

לפני שנבחר באסטרטגיית ההשקעה הרצויה לדעתנו, נביט שוב בשלוש סדרות אגרות החוב העיקריות של החברה:

אג"ח ד'	אג"ח ה'	אג"ח כ"ה	
249 מ' ש	1,142 מ' ש	571 מ' ש	סך ערך נקוב
285 מ' ש	1,280 מ' ש	571 מ' ש	סך חוב נכון להיום
6.0% צמוד למדד	4.8% צמוד למדד	7.3% לא צמוד	ריבית והצמדה
20.7%	18.1%	27.7%	תשואה לפדיון
5/2011-5/2012	2/2013-2/2019	9/2011-9/2012	פרעון האג"ח
1.3	4.2	1.5	מח"מ
98.6	67.5	79.5	שער האג"ח
115.6	114.5	102.7	מחיר מתואם
85.2%	58.9%	77.4%	שער/מחיר מתואם

### להערכתנו, אסטרטגיית ההשקעה המועדפת היא לונג (קניה) לאגרות החוב הארוכות (סדרה ה') ושורט (מכירה) לאג"ח סדרה ד'.

להערכתנו, מצבה של דלק נדל"ן לא קל, בלשון המעטה והיא נמצאת בסיכון גבוה לתרחיש בו היא תתקשה לעמוד בתשלומי החוב לבעלי האג"ח ותידרש לבוא למו"מ להסדר חוב. ייתכן שהצדדים הקשורים ובפרט בעל השליטה יתגייסו לטובת החברה לפני כן, או שנראה הצלחה במימושים ברגע האחרון.

**אנו סבורים שבמצב זה הנתון הרלוונטי ביותר בבחירת ההשקעה הוא בחינת היחס שבין מחיר אגרת החוב ובין השווי המתואם שלה תחת ההערכה שאם אכן יהיה הסדר חוב הוא יכלול את כל אגרות החוב ויאזן את התספורת בה יישאו בעלי הסדרות השונות.**

זהו בדיוק המקרה לו היינו עדים בהסדר החוב של אפריקה ישראל, למרות ההטבה היחסית שקיבלו בסופו של דבר בעלי אגרות החוב הקצרות.

אנו מעריכים כי בתרחיש של הסדר חוב ההפסד בסדרות ד' וכ"ה יהיה גבוה משמעותית מההפסד באג"ח סדרה ה', אם בכלל יהיה הפסד כזה שמשמעותו תספורת של למעלה מ 40%.

מנגד, אם אכן תצליח החברה לבצע את הצעדים לחיזוק מקורות המזומנים שלה, הן בדרך של מימוש נכסים והן בדרך של סיוע מצדדים קשורים, הרי שהצפי לרווחים באג"ח ה' הנסחר ב 58% מערכו המתואם הינו גבוה משמעותית מהרווח הצפוי למשקיע באג"ח ד'.

אסטרטגיה זו אינה חסרת סיכון. קיימת אפשרות לפיה החברה תצליח לשלם קרן של אג"ח ד' וכ"ה ולא תשאיר די מקורות לעתיד, אולם להערכתנו חלופה כזו היא בסיבות נמוכה וצפויה לעורר התנגדות מוקדמת של בעלי האג"ח.

### נספחים

פוטנציאל לתזרים מהחזקות DGRE. המוקד הינו בפורטפוליו נכסים עם NAV גבוה וגם LTV נמוך ברמת DGRE עצמה:

## D.G.R.E | פילוח פורטפוליו

	UK	Germany	Canada	Switzerland	Finland	Total
No. of properties	194	23	35	5	91	348
Total Fair Value	£2,648m	£651m	£334m	£340m	£181m	£4,154m
DGRE share in Fair Value	£1,001m	£486m	£281m	£266m	£160m	£2,194m
DGRE Share of Loan Balance <sup>(1)</sup>	£735m	£435m	£160m	£218m	£150m	£1,698m
DGRE Share of Attributable NAV <sup>(2)</sup>	£266m	£51m	£121m	£48m	£10m	£496m
Loan to Value	73%	90%	57%	82%	94%	77%
NOI <sup>(3)</sup>	£49.3m	£35.5m	£18.9m	£14.2m	£12.6m	£130.5m

Attributable NAV<sup>(2)</sup> (ex. cash) of £496m

### מימוש נכסים של חברת דלק נדל"ן מתחילת 2010:

תמורה ברוטו	מועד מימוש	נכס
211.0	1/2010	קניון חיפה
42.5	1/2010	תחנות דלק, קרקע ברעננה ודמ"ק
264.5	2/2010	מניות מבני תעשייה
70.0	2/2010	קניון ראש פינה
1.4	2/2010	מגדל המגינים
172.0	3/2010	Place Elgin, קנדה
60.0	4/2010	קניון רמלוד
22.5	6/2010	בית סהר, ת"א
84.0	7/2010	בית אדר, נתניה
201.0	7/2010	מרכז מסחרי בשוויץ
<b>1,128.9</b>		<b>סה"כ מתחילת 2010</b>

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים  
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



### כלל פיננסים ברוקראז' בע"מ

#### דסק ישראלי

רונן ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 <a href="mailto:ronen@clal-fin.co.il">ronen@clal-fin.co.il</a>	נאור אל חי 03-5653552 <a href="mailto:neor@clal-fin.co.il">neor@clal-fin.co.il</a>	משה בן אסאייג מנהל חדר מסחר 03-5653550 <a href="mailto:mosheba@clal-fin.co.il">mosheba@clal-fin.co.il</a>	אריה לנצברג 03-5653541 <a href="mailto:ariehl@clal-fin.co.il">ariehl@clal-fin.co.il</a>	חגית דלאל 03-5653543 <a href="mailto:hagitd@clal-fin.co.il">hagitd@clal-fin.co.il</a>	אסף קרפה 03-7611985 <a href="mailto:asafk@clal-fin.co.il">asafk@clal-fin.co.il</a>	מעוז הראל 03-7611913 <a href="mailto:maozh@clal-fin.co.il">maozh@clal-fin.co.il</a>	לי ברט טלמור 03-6251080 <a href="mailto:leeb@clal-fin.co.il">leeb@clal-fin.co.il</a>
---	--	--	---	---	--	---	--

#### אג"ח

#### עשיית שוק

בני סימון 03-7611988 <a href="mailto:benis@clal-fin.co.il">benis@clal-fin.co.il</a>	אסף לוינסון 03-7613702 <a href="mailto:traasafi@clal-fin.co.il">traasafi@clal-fin.co.il</a>	דרור וסרמן 03-7611905 <a href="mailto:drorw@clal-fin.co.il">drorw@clal-fin.co.il</a>	גל בר 03-5653548 <a href="mailto:galba@clal-fin.co.il">galba@clal-fin.co.il</a>
---	---	--	---

#### דסק בינלאומי

סער גולן 03-7611987 <a href="mailto:saarg@clal-fin.co.il">saarg@clal-fin.co.il</a>	אבי ויינרב 03-5653556 <a href="mailto:aviwe@clal-fin.co.il">aviwe@clal-fin.co.il</a>	אלה מוריס 03-5653540 <a href="mailto:ellam@clal-fin.co.il">ellam@clal-fin.co.il</a>	אלירן אליהו 03-5653646 <a href="mailto:eliran@clal-fin.co.il">eliran@clal-fin.co.il</a>	מריסה בנדר 03-6251014 <a href="mailto:marisab@clal-fin.co.il">marisab@clal-fin.co.il</a>
--	--	---	---	--

#### אג"ח בינלאומי

יסכה ארז 03-6251024 <a href="mailto:yisca@clal-fin.co.il">yisca@clal-fin.co.il</a>	גיא מגן 03-5652565 <a href="mailto:guyma@clal-fin.co.il">guyma@clal-fin.co.il</a>
--	---

#### מחקר

יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 <a href="mailto:yuvalb@clal-fin.co.il">yuvalb@clal-fin.co.il</a>	צחי אברהם תקשורת, מזון וטכנולוגיה 03-5652510 <a href="mailto:tsahiav@clal-fin.co.il">tsahiav@clal-fin.co.il</a>	ירון זר אנרגיה 03-5652546 <a href="mailto:yaronze@clal-fin.co.il">yaronze@clal-fin.co.il</a>	יונתן קרייזמן כימיה 03-6274883 <a href="mailto:jonathank@clal-fin.co.il">jonathank@clal-fin.co.il</a>	נדב אופיר אג"ח חו"ל 03-6251039 <a href="mailto:nadavo@clal-fin.co.il">nadavo@clal-fin.co.il</a>
--	---	---	--	--

#### נגזרים

צחי סוקול 03-7616450 <a href="mailto:tzahis@clal-fin.co.il">tzahis@clal-fin.co.il</a>	טיראן מאיר 03-5653560 <a href="mailto:tiranm@clal-fin.co.il">tiranm@clal-fin.co.il</a>	נדב קליק 03-7611990 <a href="mailto:nadavk@clal-fin.co.il">nadavk@clal-fin.co.il</a>	בטי מזרחי 03-5653537 <a href="mailto:betty@clal-fin.co.il">betty@clal-fin.co.il</a>	אתי סאב 03-7613732 <a href="mailto:etisa@clal-fin.co.il">etisa@clal-fin.co.il</a>
---	--	--	---	---

#### מנהלה

סימה דקל 03-5653557 <a href="mailto:simade@clal-fin.co.il">simade@clal-fin.co.il</a>	יעל זומר 03-7613654 <a href="mailto:yaelzo@clal-fin.co.il">yaelzo@clal-fin.co.il</a>
--	--

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

**ראה הערת אזהרה בסוף המסמך**

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



## הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

### א. פרטי מכין האנליזה

יובל בן זאב  
ת.ז. 024181976  
רשיון משווק השקעות מספר 5380  
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב  
השכלה - מוסמך (MA) בכלכלת עסקים, אוניברסיטת תל אביב; בוגר (BA) בכלכלה וניהול,  
אוניברסיטת תל אביב.  
נסיון - תפקידי מחקר ואנליזה בשנים 1995-היום (15 השנים האחרונות) בחברות הבאות: כלל  
פיננסים בטוחה ניהול השקעות, לידר ושות' בית השקעות, דן טהורי ייעוץ כלכלי, ברייטמן שרותי  
ניהול.

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:  
כלל פיננסים ניהול השקעות בע"מ  
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב  
טלפון: 03 5653557

### ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום  
של האנליזה.  
אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

### ג. עצמאות שיקול הדעת

אני, יובל בן זאב, בעל רשיון מספר 5380, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו  
משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך  
אלה.

יובל בן זאב



ד. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה") להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. התקיימו הנפקות פרטיות והצעות לציבור של ניירות ערך של דלק נדל"ן ו/או תאגידים קשורים לה, לרבות מקבוצת דלק שהתאגיד המורשה או תאגיד קשור שלו ניהל או יעץ להם, בין לבדו ובין ביחד עם אחרים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של האנליזה.
2. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של דלק נדל"ן.
3. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם ביום רביעי ה 21.7.2010.

### ג. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל ענין בכלל פיננסים ברוקראז'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.