

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

מעקב | אוגוסט 2024

אנשי קשר:

תמיר שרמן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

Tamir.s@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראשת תחום מימון תאגידים

liatk@midroog.co.il

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות ו', ז', ח'

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות ו', ז' ו-ח') שהנפיקה דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.05.2025	יציב	A2.il	1140656	ו'
30.09.2027	יציב	A2.il	1157700	ז'
31.12.2032	יציב	A2.il	1175199	ח'

שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוגה של דור אלון נתמך במיצוב עסקי גבוה של החברה בענף שיווק הדלקים הקמעונאי המאופיין בנתח שוק משמעותי (17%) מתחנות הדלק בישראל - פריסה ארצית רחבה של 214 תחנות דלק לרבות תחנות במיקומים אסטרטגיים, בקיבוצים, זיכיון להפעלת מתחמי תדלוק בכביש 6, ופעילות ענפה בתחום חנויות הנוחות (160 נכון למועד הדוח). החברה מקימה בשנים האחרונות עמדות טעינה מהירות לרכבים חשמליים ועוסקת בפיתוח והקמה של שני פרויקטי נדל"ן מסחרי - מתחם אלוני ים באיזור התעשייה המערבי של הרצליה ומתחם אלוני כפ"ס. לחברה פעילות משמעותית בתחום הגפ"מ והגז הטבעי באמצעות "דור-גז" וכן ערוץ שיווק דלקים ישיר לרשות הפלסטינאית (הרש"פ) ודלק סילוני (דס"ל) לחברות תעופה. כמו כן, בבעלות החברה מותג קמעונאות המזון "am:pm" ו-50% מרשת המסעדות "BBB". דור אלון מרכזת מאמצים ביצירת סינרגיה עבור לקוחותיה באיזור סובב מתחמי התדלוק באמצעות פורטפוליו המותגים שברשותה והשכרת שטחי מסחר במתחמיה לצד ג'.
- בשנת 2023 רשמה החברה הכנסות של כ-7.4 מיליארד ש"ח קיטון למול שנת 2022 בעיקר נוכח ירידה במחירי התזקינים כפועל יוצא של מלחמת חרבות ברזל ברבעון רביעי 2023 והשפעתה על שיווק הדלקים. תחום השיווק הישיר רשם אף הוא פגיעה כתוצאה מפעילותה של החברה למול הרש"פ ופגיעה בתחום הדס"ל כשבצל המלחמה חלה גם ירידה בביקוש לדס"ל. פעילות קמעונאות המזון הוכחה שוב כזרוע יציבה וממתנת את הפגיעה האמורה ובתחום זה רשמה החברה גידול של 3.4% במכירות קמעונאות המזון וחנויות הנוחות במהלך השנה. כפועל יוצא, החברה רשמה ירידה בהיקף ה-EBITDA מותאם ל-440 מ' ש"ח וזאת בהשוואה ל-457 מ' ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.
- מגזר השיווק הישיר של החברה כולל בין השאר פעילות מכירת דלקים וגפ"מ לרש"פ ויחד עם פז חברת נפט בע"מ אחראית לאספקת הדלקים הכוללת ברש"פ, חלק החברה על-פי ההסכם הינו כ-50% מתצרוכת הדלקים בשטחי הרש"פ. חוב הרש"פ לטובת החברה נאמד בכ-600 מ' ש"ח ולצורך הבטחת התחייבותיה, המחתה הרש"פ לחברה את הזכות לגבות את התשלום המגיע לה מכספי המיסים הקשורים לדלק, המוחזקים עבור הרש"פ על-ידי ממשלת ישראל. להערכתנו תחום פעילות זה יחד עם החוב המרותק לטובת פעילות זו ימשיך להעיב על יחסי הכיסוי של החברה.
- מידרוג ממשיכה לאפיין את ענף שוק הדלקים בסיכון ענפי נמוך-בינוני. מחד, הענף הנתמך בביקושים יציבים ותחרות מוגבלת וריכוזית לאור חסמי כניסה גבוהים יחסית, תחרות גבוהה המתמקדת במחירי המכירה נוכח אחידות המוצרים, ברגולציה קשיחה ובצרכי השקעה גבוהים. מנגד, שיעורי הרווחיות בענף מוגבלים נוכח לחצים רגולטוריים ותחרותיים על מרווחי השיווק ומבנה הוצאות קשיח יחסית. בטווח הארוך, מעבר הדרגתי לרכבים חשמליים מהווה איום אסטרטגי על ענף שיווק הדלקים, אם כי בטווח הקצר והבינוני אין בו להשפיע במידה משמעותית על הביקוש לדלקים לתחבורה, אולם יש בו

¹ לאחר תקן 16 וסיווג מחדש של הוצאות עמלות כרטיסי אשראי ל-EBITDA מסעיף של הוצאות מימון נטו.

להשפיע כבר עתה על אסטרטגיית הפיתוח העסקי של השחקניות בענף, במישור של בחינת השקעות חדשות ופיתוח קווי עסקים נוספים. זרוע נוספת של החברה כאמור הינה קמעונאות מזון. תחום זה מאופיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית על מיקומים וחוזי שכירות ארוכי טווח, תחרות ויצירת בידול בשוק תחרותי.

- שיעור הצמיחה השנתי הממוצע בישראל (כולל הרש"פ) של שימוש בנזין עמד על כ-1.6% ושל הסולר עמד על כ-2.7% בשנים 2018-2022. כתוצאה מהמלחמה, המשק בישראל חווה האטה בשבועות הראשונים ללחימה. עפ"י נתוני צריכת הדלקים², בשנת 2023, צריכת הבנזין והסולר רשמו ירידה למול תקופה מקבילה אשתקד של כ-1.1% וכ-3.9% בהתאמה. להערכת מידרוג, לאור היות ענף הדלקים ענף המאופיין ביציבות ביקושים וחשוף במידה מועטה למחזוריות הכלכלית, לצד חזרת המשק לתפקוד, אנו מניחים לאורך זמן צמיחה בענף של כ-2%-1%.
- מינוף החברה מעיב על הפרופיל הפיננסי של החברה, ליום 31.03.2024 החוב פיננסי מותאם³ של החברה הסתכם בכ-3,487 מ' ש' וזאת בהשוואה לכ-3,970 מ' ש' ליום 31.12.2022, עיקר הקיטון בחוב נובע ממכירת תחנת הכוח בקרית גת בשנת 2023 בתמורה לסך של כ-872 מ' ש', כשעיקר התמורה שימשה לצורך הקטנת חוב. הקיטון בחוב לצד הירידה בהוצאות המימון של החברה שיפרו במידה מסוימת את יחסי הכיסוי של החברה בשנת 2023 עם כי אלו עדיין בולטים לשלילה ביחס לדירוג. כ-21% מיתרת החוב מיוחסת לפעילות הנדל"נית עם פיתוח התחום ואינו מאופיין בשנים הקרובות בתרומה ל-EBITDA, דבר המסביר את יחסי הכיסוי האיטיים. זאת בתוספת לחוב (כ-17%) שרובץ על פעילות הרש"פ במגזר השיווק הישיר, פעילות המאופיינת ביחסי כיסוי איטיים.
- **בתרחיש הבסיס** של מידרוג לשנים 2024-2025 הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. צמיחה שולית של כ-2%-1% בכמויות הליטרים של בנזין בהתאם לתרחיש ללא השפעות מהותיות של המלחמה על צריכת הבנזין לצד גידול ברכבים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר. 2. צמיחה שולית של כ-1.0%-0.5% בכמויות הליטרים לסולר. 3. מרווחי שיווק הבנזין והסולר יישאר בדומה לרמת בשנת 2023. 4. צמיחה של כ-5.0%-4.0% במכירות בחנויות הנוחות (ינואר-מרץ 2024 same store של כ-4.3%) המושפע מתהליכי התייעלות של החברה ומיתוג לרשתות הקבוצה. 5. קיטון במגזר שיווק ישיר בשנת 2024, בעיקר בשל צריכה מופחתת של הרש"פ למול גידול ב"דורגז" לאור חיבור מנויים חדשים והנחת גידול במגזר בשנת 2025. 6. עלייה בהכנסות מחנויות הנוחות ומגזר הקמעונאות של כ-5.0%-3.0% בהתאם לשיעור האינפלציה הצפוי ולאור גילום מלא של סניפי הסופר "am:pm" ו-BBB אשר נפתחו במהלך שנת 2023. 7. המשך השקעות בנדל"ן בעיקר בפרויקט "אלוני ים". 8. סביבת ריבית בדומה לשנת 2023.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווחיות התפעולית מהרווח הגולמי (ללא רווחי/הפסדי מלאי) בשנת 2024 צפוי לעמוד בדומה לשנת 2023 כ-17% להערכתנו עלייה בהוצאות השכר והוצאות השכירות ימותנו למול שיעורי הרווחיות המאפיינים את מגזר קמעונאות המזון והוא וצפוי לגדול לטווח לכ-18% בשנת 2025 לאור שיפור תפעולי במגזרי הפעילות השונים והנחת מידרוג להמשך צמיחה בהתאם לתרחיש בסיס שהונח, שיעור זה בדומה לממוצע החברה לאורך השנים 2019-2023 שעמד על כ-18%.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA בשנים 2024-2025 צפוי להסתכם בכ-440-490 מ' ש' וזאת בהשוואה לכ-440 מ' ש' בשנת 2023, עיקר השינוי נובע מגידול במגזרי הפעילות בטווח התחזית, יחד עם זאת, יש לציין, ששנות התחזית מצויות באי ודאות לאור השפעות המלחמה. היקף ה-FFO צפוי בשנים 2024-2025 להסתכם בטווח של 280-320 מ' ש' וזאת בהשוואה ל-273 מ' ש' בשנת 2023.⁴ בתחזית מידרוג, ה-FFO מושפע מחד מגידול בפעילות ומנגד מושפע לשלילה מגידול בהוצאות המימון של החברה כנגד נטילת חוב בעיקר בגלל המשך התקדמות בפיתוח הפרויקט "אלוני ים".

² צריכת דלקים - משרד האנרגיה.

³ כולל התחייבויות חכירה.

⁴ FFO מחושב לפי מתודולוגיה מידרוג - "התאמות לדוחות כספיים והצגת מודדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים".

- פרויקט "אלוני ים" הינו פרויקט מהותי של החברה בתחום הייזום. אשר נאמד לכ- 864 מ' שם ליום 31.03.2024. כולל שטח של כ- 70 אלף מ"ר על קרקעי ועוד כ- 60 אלף מ"ר תת קרקעי, ייעוד הפרויקט הינו מסחר ותעסוקה. צפי סיום הפרויקט הנו ברבעון הראשון לשנת 2026, החברה החלה לאחרונה בשיווק הפרויקט ולהערכת מידרוג, אזור הפרויקט מאופיין בפעילות ענפה של חברות הייטק, משרדים ומסחר. עד כה השקיעה החברה בפרויקט כ- 280 מ' שם (ללא רכיב הקרקע) ותוכנית ההשקעות כוללת כ- 650 מ' שם נוספים על פני השנים 2024-2026.
- לפי הערכת מידרוג, החברה תציג תזרים חופשי חיובי בשנים 2024-2025 שיעמוד בטווח של כ- 20-60 מ' שם ללא השקעות בפיתוח הנדל"ן ורכישת חברות חדשות ובהתייחס להשקעות אלו החברה תציג תזרים חופשי שלילי כ-400-350 מ' שם אשר ימומן בין היתר באמצעות נטילת חוב חדש עיקרו חוב ייעודי כנגד הנדל"ן. לאור אלו אנו מניחים בתרחיש הבסיס עלייה ברמות החוב תוך צמיחה מתונה כאמור ב-EBITDA אלו יובילו את החברה להציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDA של כ-8.5-8.0, יחס ארוך ביחס לממוצע תלת שנתי של כ-7.7. יחסי הכיסוי הארוכים בטווח התחזית נגזרים ממרכיב גבוה כאמור של השקעות בנכסי הנדל"ן אשר בשיא יגיעו למימון חוב כנגדו בסך של כ- 1 מיליארד שם, שבגינה לא תרשם הנבה לתזרים. יחסים אלו אינם תואמים חברות בתחום הקמעונאות אך הם מוסברים נוכח מרכיב ייזום נדל"ן כמצוין לעיל.
- היקף ההון העצמי בולט לטובה ביחס לדירוג. נכון ליום 31.3.2024 ההון העצמי של החברה נאמד לכ-1.36 מיליארד שם ובדומה לתקופה המקבילה אשתקד. יחס ההון למאזן ליום 31.03.2024 נאמד לכ-22.4% כאשר בתחזית היחס צפוי להישחק בעיקר בגלל גידול במאזן לאור המשך השקעות בפיתוח הפרויקט "אלוני ים" שימומן בין היתר באמצעות נטילת חוב כמו כן, ההון העצמי צפוי להישחק בשל חלוקת דיבידנדים, היחס צפוי להסתכם בטווח של כ-19%-17%.
- לחברה מסגרות אשראי חתומות בהיקף משמעותי של כ-1,095 מ' שם על פני מספר בנקים, מתוכן כ-570 מ' שם מסגרות פנויות ומחייבות ליום 31.3.2024 (לחברה קיימות מסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-1.1 מיליארד שם מתוכן כ-40% מנוצלות נכון לחודש מאי 2024). נזילות החברה סבירה ומתבססת על יתרות נזילות בהיקף של כ-83 מ' שם ותיק ניירות ערך בהיקפים משמעותיים אשר מאופיין במדיניות השקעות ברמת סיכון בינונית. לחברה גמישות פיננסית סבירה התומכת ביכולת החברה למחזר את התחייבויותיה על בסיס יציבות התזרים התפעולי, רמת מינוף מתונה יחסית ברמת החברה ובנכסי הנדל"ן ומרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות.
- המדיניות הפיננסית של החברה מעיבה על סיכון האשראי של החברה ומאופיינת בתאבון סיכון, חלוקת דיבידנדים בהיקפים מהותיים, מיזוגים ורכישות בהיקפים מהותיים (לאחרונה דווחה החברה על רכישת 75% מחברת קפוא ז, שעוסקת בעיקר בייצור, שיווק, הפצה, אחסון ושינוע מוצרי מזון קפואים ומצוננים בסך כולל של כ-130-120 מ' שם). ועסקאות המאופיינות במינוף גבוה ובעיקרן פיתוח נדל"ן בייזום.

שיקולים נוספים לדירוג

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הקנתה הטבה דירוגית נוכח זאת שהחברה מחזיקה בנכסי נדל"ן להשקעה ובהקמה אשר תורמים לפיזור ולפרופיל העסקי של החברה. אלו יניבו בטווח הבינוני יגונו את מקורותיה השוטפים של החברה, מנגד בשלב זה מעיבים על היחסים הפיננסים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תשמור על מעמדה העסקי, תוצאותיה התפעולית ותעמוד בפרמטרים הפיננסים התומכים בדירוג. עם זאת, יחסי הכיסוי מעיבים על החברה, על כן, פגיעה ביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג, תביא להערכתנו לפגיעה בדירוג הקיים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בהיקף ה-EBITDA וירידה ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA לאורך זמן מתחת ל-5.0.
- שיפור מתמשך ביחסי הכיסוי והמינוף של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ביחסי כיסוי מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג.
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית אשר תכביד על יחסי איתנות של החברה.

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	Q1 2023	Q1 2024	
4,110	2,979	4,738	8,165	7,445	1,836	1,622	היקף הכנסות נטו
916	874	1,060	1,083	1,078	254	257	רווח גולמי
146	109	219	168	148	22	28	רווח תפעולי מותאם*
22.7%	22.1%	21.9%	20.2%	22.9%	22.8%	22.4%	הון עצמי / מאזן
1.7	1.0	***1.5	0.6	0.8	0.4	0.7	רווח תפעולי מותאם להוצאות מימון (נטו)*
7.5	8.3	6.7	8.7	7.7	7.4	7.5	חוב פיננסי מותאם ל EBITDA **/*

* כולל חלק ברווחי כלולות (לפי שיטת השווי המאזני) ולאחר ניכוי הוצאות עמלות כרטיסי אשראי.

** חוב פיננסי מותאם כולל התחייבויות חכירה

*** לא כולל הכנסות מימון בגין תיק ני"ע של כ-84 מ' ₪.

**** בעקבות מכירת פעילות תחנת הכוח, השנים 2020-2021 ורבעון 1 2022 סווגו מחדש ומוצגים בשונה מהדוח אשתקד.

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ - הכנסות ורווח מגזרי לפי מגזרי פעילות, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	Q1 2023	Q1 2024	
2,591	1,845	2,625	3,868	3,614	865	837	מגזר מתחמי התדלוק
128	103	161	142	120	18	27	
1,045	642	1,648	3,833	3,378	864	677	מגזר השיווק הישיר (כולל דס"ל)
32	25	67	73	58	14	14	
626	682	699	719	711	171	170	מגזר הקמעונאות*
24	24	24	11	11	1	0	
21	138	128	NA	NA	NA	NA	מגזר החשמל**
6	18	15	NA	NA	NA	NA	

* מגזר הקמעונאות כולל את חברות כלולות הנמצאות תחת שיטת השווי המאזני.

** בעקבות מכירת פעילות תחנת הכוח, השנים 2020-2021 ורבעון 1 2022 סווגו מחדש בדוחותיה הכספיים של החברה מיום 31.12.2022

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

לאורך זמן הצמיחה בענף מתונה מאוד, תחת איום הרכב החשמלי; למלחמת חרבות ברזל השפעה שלילית על תוצאות החברות בשנת 2023

ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בריכוזיות גבוהה יחסית, כאשר פז (21%), דלק (19%), סונול (19%) ודור אלון (17%), חולשות יחד על כ-74%⁵ מהתחנות הציבוריות (זאת לעומת כ-86% לפני כעשור). הריכוזיות נובעת בין היתר מחסמי כניסה גבוהים בשל הצורך ברמת השקעות גבוהות, רישוי והיתרים לטובת תחנות במיקומים שונים, רמת בידול נמוכה של המוצרים וכן העמדת מקורות אשראי בהיקפים משמעותיים למימון צורכי הון חוזר. הרגולציה בענף הדלקים הינה הדוקה, בעיקר במסגרת דרישות רישוי תחנות והשקעות הוניות בתחומי ההגנה על הסביבה.

דלקים לתחבורה מוגדרים על ידי מידרוג כמוצרי בסיס המצויים בשימוש יומיומי, ואשר הביקוש אליהם קשיח יחסית וחשוף במידה נמוכה למחזוריות הכלכלית. פוטנציאל הצמיחה בענף שיווק הדלקים מוגבל למדי, ולאורך זמן נגזר מעליית הנסועה בישראל, אשר בתורה מושפעת לחיוב מצמיחת האוכלוסייה, צמיחת התמ"ג וגידול בשיעור המינוע ובמצבת כלי הרכב הפרטיים. מנגד, הביקוש לדלקים מושפע לשלילה מהתייעלות אנרגטית של כלי הרכב ומעבר לטכנולוגיות ולדלקים חלופיים. אלו מקבלים בשנים האחרונות רוח גבית מפיתוחים שונים בתחום הרכב החשמלי אשר קצב החדירה שלו לשוק עולה, אם כי בצורה מוגבלת. מספר כלי הרכב החשמליים בישראל עלה באופן ניכר בשנתיים האחרונות והגיע לכ-95,800 כלי רכב בסוף שנת 2023, מתוכם כ-90,300 כלי רכב פרטיים. מתוך סך כלי הרכב הפרטיים שעלו לכביש בשנת 2023, 18.6% היו כלי רכב חשמליים⁶.

משרד האנרגיה הציב מטרה ארוכת טווח להפסקת צריכת מוצרי דלק מזהמים בתחבורה היבשתית ומעבר לשימוש בכלי רכב חשמליים וכלי רכב המונעים בגז טבעי דחוס (גט"ד). בהתאם לתכנית הממשלה⁷, החל משנת 2030 תיאסר כניסת כלי רכב לישראל המונעים בבנזין או בסולר, ו-100% מכלי הרכב החדשים בישראל יונעו בעזרת חשמל וגט"ד. מצב זה יתאפשר באופן הדרגתי. מדיניות משרד האנרגיה בתחום זה תידרש להיבחן בעתיד וזאת גם לאור התקציב הממשלתי הכולל מרכיב מהותי של גביית מס בלו מהדלקים. בטווח הקצר והבינוני, ההשלכות של הכניסה העתידית של הרכב החשמלי נוגעות לאופן בו חברות הדלקים תאמצנה אסטרטגיית צמיחה בעולם האנרגיה החלופית, באמצעות מודל עסקי להשתלבות בטעינת הרכב החשמלי, מיזוגים ורכישות בתחומי האנרגיה בכלל והאנרגיה החלופית בפרט. להערכתה של מידרוג, למרות ההנחה כי חלקם של הרכבים החשמליים ילך ויגדל, קיים קושי להעריך בשלב זה את קצב הגידול. כמו כן, המגמה ארוכת הטווח במעבר לאנרגיות חלופיות בהנעת רכבים משפיעה על השחקניות בענף בבואן לבחון את המשך הפיתוח העסקי, מיזוגים ורכישות וכניסה לתחומים עסקיים חדשים. לאור זאת, מידרוג מעריכה כי חברות הדלקים בישראל ירחיבו את פעילותן בתחום הקמעונאות של מזון ומוצרים משלימים.

שיעור הצמיחה השנתי הממוצע בישראל (כולל הרש"פ) של שימוש בבנזין עמד על כ-1.6% ושל הסולר עמד על כ-2.7% בשנים 2018-2022. עפ"י נתוני צריכת הדלקים⁸, בשנת 2023, צריכת הבנזין והסולר רשמו ירידה למול תקופה מקבילה אשתקד של כ-1.1% וכ-3.9% בהתאמה בעקבות מלחמת חרבות ברזל. להערכת מידרוג, לאור היות ענף הדלקים ענף המאופיין ביציבות ביקושים וחשוף במידה מועטה למחזוריות הכלכלית, לצד חזרת המשק לתפקוד, אנו מניחים לאורך זמן צמיחה בענף של כ-2%-1%. לפי משרד האנרגיה והתשתיות צריכת הדלקים במחצית הראשונה לשנת 2024 מצביעה על יציבות יחסית בצריכת הדלקים בישראל וזאת על אף המשך גידול בכלי הרכב החשמליים⁹.

⁵ חושב ע"ב נתוני רשימת התחנות הציבוריות הרשומות במינהל הדלק נכון ל-12/2023.

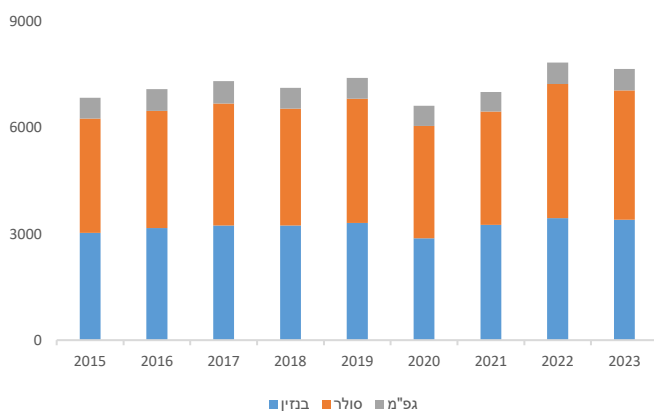
⁶ הלמ"ס - "סקר כלי רכב חשמליים 2024 - ממצאים ראשוניים", מאי 2024.

⁷ יעדי משק האנרגיה לשנת 2030, מסמך מדיניות מרץ 2019 משרד האנרגיה.

⁸ צריכת דלקים - משרד האנרגיה.

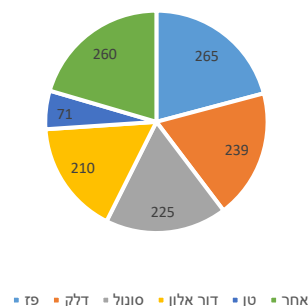
⁹ דוח צריכת דלקים יולי 2024 - משרד האנרגיה והתשתיות.

תרשים 2: צריכת תזקימים בישראל: בנזין, סולר וגפ"מ 2015-2023



מקור: משרד האנרגיה עיבוד: מידרוג

תרשים 1: פיזור תחנות הדלק בישראל



מקור: משרד האנרגיה עיבוד: מידרוג

מיצוב עסקי בולט לחיוב בענף, בעלת פריסה ארצית רחבה בעולם הקמעונאות, בעלת מיתוג חזק והצעת ערך מלאה

החברה פועלת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים: מתחמי תדלוק ומסחר, שיווק ישיר (כולל גם שיווק דס"ל וגפ"מ) וקמעונאות מזון. דור אלון הינה השחקנית הרביעית בגודלה בענף שיווק הדלקים במונחי מספר תחנות דלק - נכון למועד הדו"ח הפעילה החברה 214 תחנות דלק בפריסה ארצית רחבה, ביניהן מספר מתחמי תדלוק במיקומים אסטרטגיים שבחלקם נפתחו בשנים האחרונות, קיבוצים ונוכחות בלעדית בכביש 6. מרבית התחנות מצויות בהפעלה עצמית של החברה ורק מיעוטן תחנות אספקה - גורם חיובי בהערכתנו את מיצובה העסקי, בשל השליטה, באמצעות הפעלה עצמית על הצעת הערך וחוזק המותג הקמעונאי. אסטרטגיית החברה כוללת השקעות ופיתוח עסקי לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים, גיוון מקורות התזרים והרווחיות והקטנת התלות במגזר הדלקים. אלו כללו בשנים האחרונות פיתוח נדל"ן מסחרי במתחמי תדלוק, השקעה בהקמת עמדות הטענה מהירות לרכבים חשמליים, גז ביתי ותעשייתי תחת דור גז, הרחבת פורטפוליו מוצרים ושירותים בציי הרכב וכן פעילויות נוספות לחיזוק הזרוע הקמעונאית הכוללת השקעה במיתוג, הרחבת והטמעת מותגים ייחודיים וייבוא מוצרים. החברה עוסקת בשנים האחרונות בהשבת נדל"ן (אלוני ים הרצליה, עין שמר, ואלוני כפ"ס כשעיקר ההשקעות הצפויות הינן בפרויקט אלוני ים).

בנוסף, לחברה מותגים בולטים בתחום חנויות נוחות (160 חנויות נוחות) בתחנות התדלוק וביניהן "אלונית", "מיני סופר אלונית" וכן רשת בתי הקפה "Si-Café". בשנים האחרונות, עם התקדמות הטכנולוגיה וצמיחת תחום הרכבים החשמליים בישראל, דור אלון הקימה כ-114 עמדות טעינה מהירות לרכבים ומתכננת להקים עמדות נוספות בשנים הקרובות. היקף הפעילות של החברה נסמך בעיקר על מגזר מתחמי התדלוק וחנויות הנוחות, האחראי לחלק ניכר מרווחי החברה ותורם לכ- 63% מסך הרווח המגזרי של החברה.

במגזר השיווק הישיר (כולל דס"ל) החברה האריכה את הסכם הרש"פ באפריל 2022 (אספקת 50% מהיקף צריכת הדלקים והגפ"מ השנתית של הרש"פ עד תום שנת 2025) דבר אשר מחד תורם לגוון העסקי והגדלת היקפי המכירות מנגד מאופיין בסיכון אשראי גבוה למול סיכון האשראי של הרש"פ. סיכון זה ממותן נוכח קבלת המחאות מגובות לחברה של זכויות הרש"פ לקבלת כספי מיסים הקשורים לדלק המוחזקים עבור הרש"פ על ידי ממשלת ישראל, זאת במידה והרש"פ תחדל מלשלם לחברה. בתחום השיווק הישיר לחברה גם פעילות בתחום אספקת דלק סילוני. נציין כי פעילות הדס"ל מאופיינת בחוזים מול לקוחות קצה גדולים וברווחיות נמוכה. כמו כן, הפעילות בתחום מושפעת מהיקף התיירות הנכנסת והיוצאת לישראל ומתנועת מטענים, המושפעת מהיקף הסחר של מדינת ישראל עם מדינות ישראל. הפעילות בתחום זה נפגעה משמעותית בעקבות מפרוץ מלחמת "חרבות ברזל" אשר הובילה לצמצום הטיסות. בנוסף החברה פועלת באמצעות חברת "דורגז", בספטמבר 2022, התמה "דורגז" לרכישת גז טבעי עם א.פ.י. סי ובחודש מרץ 2023, לאחר תחילת ההפעלה המסחרית של מאגר "כריש", החלה "דורגז" לרכוש גז טבעי מהשותפות. חלק מלקוחותיה של "דורגז" הינם לקוחות פרטיים בעיקר לקוחות ביתיים ועסקים קטנים.

במגזר קמעונאות המזון החברה מפעילה רשת חנויות לממכר מוצרי מזון ואחרים בעיקר בתחום מטרופולין ת"א - רשת "am:pm" אשר מונה כ-60 סניפים, אלונית בקיבוץ/במושב, סופר אלונית ובנוסף, החברה מחזיקה כ-50% ממניות חברת בי.בי.בי מסעדות בע"מ

(החזקה המטופלת בהתאם לשיטת השווי המאזני) אשר מחזיקה בשלושה מותגים עיקריים של מסעדות - "BBB", "Burgerim" ו-"Moses", ומנהלת בזכיינות כ-100 סניפים תחת מותגים אלו. מגזר הקמעונאות שמר בשנת 2023 על יציבות בהכנסות בדומה לשנים הקודמות, כאשר רשת "am:pm", המהווה כ-70% בממוצע מהכנסות מגזר הקמעונאות ("am:pm" מאוחדת בדו"חות כספים), פתחה 3 סניפים חדשים בשנה החולפת. מידרוג צופה בתרחיש הבסיס לשנים 2024-2025 יציבות בהכנסות לאור חזרת הצרכנים לרכישות ברשתות הדיסקאונט בשל יוקר המחייה.

בשנים האחרונות, החברה עוסקת בפיתוח נדל"ן כאשר הפרויקט העיקרי בתחום זה הינו אלוני ים הממוקם באיזור התעשייה המערבי בהרצליה, הכולל היתר בנייה לכ-70 אלף מ"ר שטחי משרדים ומסחר ו-70 אלף מ"ר שטחי חניה ופוטנציאל לזכויות נוספות. נכון לסוף 2023 הושלמו בפרויקט עבודות הדיפון והחפירה ונכון להיום החלו עבודות שלד - מרתפים. באפריל 2023 נחתם הסכם עם קבלן ראשי (ב.ס.ט.בנייה בע"מ) בגין פרויקט אלוני ים והשלמת הפרויקט צפויה להיות במהלך הרבעון הראשון לשנת 2026.

השלכות מלחמת חרבות ברזל על מגזרי הפעילות צפויה עודנה בשנת 2024 התאוששות בשנת 2025

הרווח הגולמי של החברה לשנת 2023 נאמד לכ-1,077 מ' ש בדומה לשנת 2022. מחד ניתן להצביע על יציבות במגזר מתחמי תדלוק ומסחר ובמגזר קמעונאות המזון, מנגד מגזר השווק הישיר רשם קיטון בעיקר נוכח השפעות מלחמת חרבות ברזל והצגת רבעון רביעי חלש ביחס לממוצע תלת שנתי. חרף אלו, הרווחיות התפעולית מגולמית בשנת 2023 הסתכמה בכ-17% (וזאת בהשוואה לכ-18% ממוצע בשנים 2019-2022) בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווחיות התפעולית מהרווח הגולמי (ללא רווחי/הפסדי מלאי) בשנת 2024 צפוי לעמוד בדומה לשנת 2023 כ-17% וצפוי לעלות לכ-18% בשנת 2025 לאור שיפור תפעולי במגזרי הפעילות השונים והנחת מידרוג להמשך צמיחה בהתאם לתרחיש בסיס שהונח.

במגזר תחנות הדלק, חנויות הנוחות והמסחר, הרווחיות המגזרית¹⁰ בשנת 2023, עמדה על כ-17% לעומת כ-19% בשנים 2021-2022. השחיקה ברווחיות נובעת בעיקרה מהתייקרות עלויות המכר והתפעול נוכח סביבת אינפלציה גבוהה בשוק והשפעת מלחמת חרבות ברזל שהחלה ברבעון רביעי 2023. רווחיות המגזר מוגבלת נוכח מרכיב גבוה של הוצאות קבועות הכוללות הוצאות בגין חכירת מתחמי התדלוק והוצאות שכר עובדים שעלו באופן משמעותי בשנה האחרונה, נוכח גל ההתייקרויות במשק. רוב חוזי התחנות של החברה צמודים למדד המחירים לצרכן כך שעליות המדד הביאה לעלייה בשכריות, כמו גם לחידוש חוזים במחירים גבוהים משמעותית מממוצע החוזים טרום החידוש. מנגד רווחיות מגזר זה נתמכת ע"י חנויות הנוחות המהוות את מנוע הצמיחה של החברה ומאופיינות ברווחיות גולמית גבוהה העומדת על כ-40% בממוצע תלת שנתי של השנים 2020-2023. בתרחיש הבסיס של מידרוג, מגזר מתחמי הדלק והמסחר יציג מגמה דומה בשנת 2024 ומגמת צמיחה בשנת 2025 וזאת בשל צמיחה שולית של כ-1.5%-2.0% בכמויות הליטרים של בנזין וצמיחה שולית של כ-1.0%-0.5% בכמויות הליטרים לסולר לצד, המשך צמיחה של 4.0%-5.0% במכירות בחנויות הנוחות אלו וכתוצאה מאלו הרווחיות תפעולית מגולמית למגזר תעמוד על כ-18.5%-18.0% וזאת בהשוואה לכ-17% בשנת 2023.

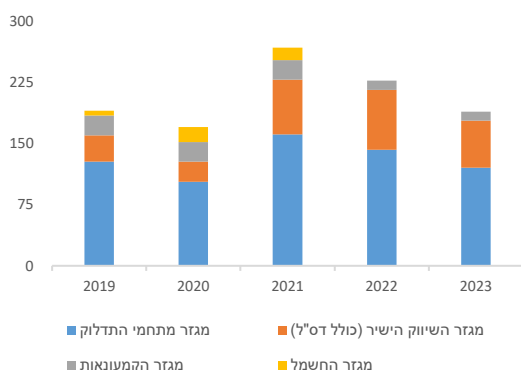
מגזר השיווק הישיר מאופיין ברווחיות תפעולית חלשה נוכח מרכיב מימון המגולם בתמחור העסקאות השונות ועלויות הובלה גבוהות. תוצאות המגזר הושפעו לשלילה ממלחמת חרבות ברזל והשפעתה על הירידה בהיקף הצריכה מול הרש"פ עסקה שמלכתחילה מתומחרת ברווחיות נמוכה, ירידה בצריכת הדס"ל נוכח ירידה בביקושים עקב המלחמה. פעילותה של "דורגז" רשמה שפור בתוצאות בשנת 2023 עם החלפת ספק גז במהלך השנה עם תחילת ההפעלה המסחרית של מאגר "כריש", להערכת מידרוג, רווחיות המגזר תוסיף להיות נמוכה ולהיות חשופה לתנודות חדות ברמות מחירי הנפט, הריבית ועלייה בהוצאות הלוגיסטיקה.

מגזר קמעונאות המזון מצוי ברמת תחרות גבוהה עלויות אינפלציה ועלויות תפעול עולות עם חידוש הסכמים במתחמים מרכזיים ועלויות בשכר המינימום. רווחיות המגזר (הרווח התפעולי מההכנסות) נפגעה משמעותית בשנים 2022-2023 ועמדה על כ-1.6% לעומת כ-3.6% בממוצע תלת שנתי (2019-2021) בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הרווחיות התפעולית במגזר זה צפויה להשתפר לכ-2%-2.2% שחלקו נובע מחנויות זהות וכן, מפתחת סניפים חדשים במודל זכיינות ב-"am:pm" ו-"BBB".

¹⁰ מידרוג מודדת את הרווח המגזרי כרווח התפעולי מתוך הרווח הגולמי בדומה לפרקטיקה המקובלת בחברות בשיווק דלקים.

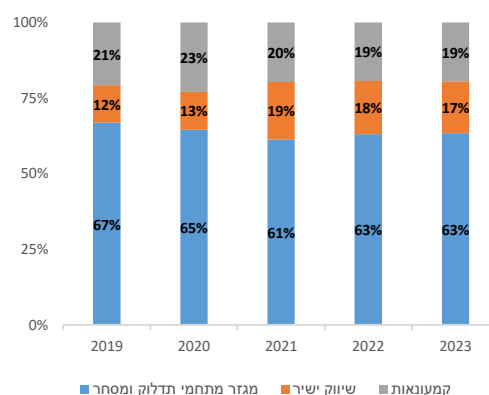
תרשים 4: התפלגות הרווח התפעולי בחלוקה למגזרי פעילות

בשנים 2019-2023 במיליוני ₪



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

תרשים 3: התפלגות הרווח הגולמי בשנים 2019-2023¹¹



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

גידול בהיקפי החוב לטובת פיתוח פרויקט אלוני ים; יחסי כיסוי איטיים בשנות התחזית ימשיכו להעיב על הדירוג

בהתאם לתרחיש הבסיסי של מידרוג, היקף ה-EBITDA בשנים 2024-2025 צפוי להסתכם בכ- 440-490 מ' ₪ וזאת בהשוואה לכ- 440 מ' ₪ בשנת 2023, עיקר השינוי נובע מגידול במגזרי הפעילות בטווח התחזית, יחד עם זאת, יש לציין, ששנות התחזית מצויות בחוסר ודאות לאור השפעות המלחמה. היקף ה-FFO בשנים 2024-2025 צפוי להסתכם בטווח של 280-320 מ' ₪ וזאת בהשוואה ל- 273 מ' ₪ בשנת 2023. בתחזית מידרוג, ה-FFO מושפע מחד מגידול בפעילות ומנגד מושפע לשלילה מגידול בהוצאות המימון של החברה כנגד נטילת חוב בעיקר בגלל המשך התקדמות בפיתוח הפרויקט "אלוני ים".

לפי הערכת מידרוג, החברה תציג תזרים חופשי חיובי בשנים 2024-2025 שיעמוד בטווח של כ- 60-20 מ' ₪ ללא השקעות בפיתוח הנדל"ן ורכישת חברות חדשות ובהתייחס להשקעות אלו החברה תציג תזרים חופשי שלילי כ- 400-350 מ' ₪ אשר ימוכן בין היתר באמצעות נטילת חוב חדש עיקרו חוב ייעודי כנגד הנדל"ן.

החוב פיננסי המותאם של החברה הסתכם בכ- 3,487 מ' ₪ ליום 31.03.2024 וזאת לאחר שהחברה הקטינה את חוב בשנה האחרונה שעמד על כ- 3,970 מ' ₪ ליום 31.12.2022. הקיטון נובע ממכירת תחנת הכוח לחברת א.פ.י.סי בשנת 2022 כאשר במרץ 2023 התקיימו כל התנאים המתלים והחברה קיבלה תמורת המכירה כ- 872 מ' ₪. כמו כן, הוצאות המימון של החברה גדלו בשנים האחרונות לאור כך ש-60% מהחוב הפיננסי הבנקאי של החברה הינו בריבית משתנה צמוד לפרוייקט. חלק מהחוב הבנקאי שהחברה נטלה ליום 31.03.2024 משייך לנכסי נדל"ן להשקעה ובהקמה ובעיקר עבור פרויקט "אלוני ים", נטילת חוב זה כיום מעיבה על פעילות החברה שכן פרויקט "אלוני ים" צפוי להניב הכנסות לחברה רק לאחר סיום הקמתו ברבעון ראשון 2026. בשל אלו, יחסי הכיסוי של החברה מושפעים לשלילה לאור גידול בחוב הפיננסי כנגד נדל"ן להשקעה ובהקמה וכפועל יוצא הוצאות המימון המושלמות בגין נטילת חוב זה. מנגד, גידול בפעילות החברה במגזרי פעילותה בשנים האחרונות ממתן במידה מסוימת השפעות אלו. ניתן לראות מגמת צמיחה בהיקף ה-EBITDA המותאם של החברה לאורך השנים כאשר בשנת 2019 עמד על כ- 385 מ' ₪ וגדל בצורה הדרגתית לאורך השנים כאשר עמד על כ- 440 מ' ₪ בשנת 2023. בהתאם לאמור, יחס הכיסוי חוב ל-EBITDA עמד במוצע בשנים 2019-2022 על כ- 7.8 שנים זאת בהשוואה לכ- 7.7 שנים ליום 31.12.2023. בהתאם לתחזית מידרוג, יחס הכיסוי צפוי להמשיך להישחק בגין גידול בחוב בטווח התחזית בעיקר לאור נטילת חוב כנגד המשך השקעות בפרוייקט "אלוני ים" וצפוי להסתכם בטווח של כ- 8.0-8.5X יחס הבולט לשלילה לרמת הדירוג. בשל גידול בהוצאות מימון לאורך השנים הן מגידול בחוב והן מהעלאות הריבית היחס כ-EBIT להוצאות מימון צפוי גם הוא להמשיך להישחק מיחס של 1.68 בשנת 2019 ל-0.77 בשנת 2023 וייתאר בטווח של כ- 0.6-0.8 בתחזית הדירוג

¹¹ ללא מגזר החשמל.

בשל גידול ברווח תפעולי למול גידול גבוה יותר בהוצאות מימון, יחס חלש לדירוג בעיקר נוכח חוב בגין פרויקט "אלוני ים" אשר נושא ריבית ואינו מייצר רווח תפעולי.

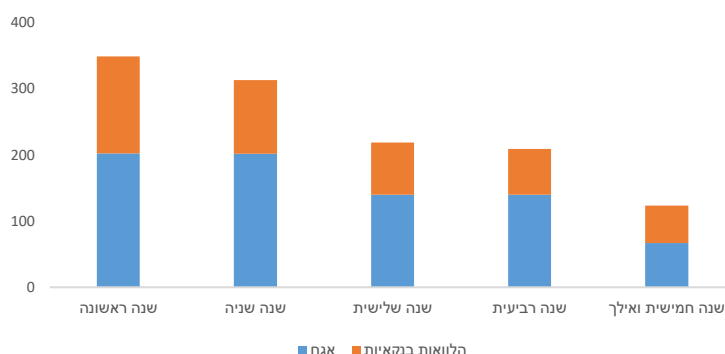
נכון ליום 31.3.2024 ההון העצמי של החברה נאמד לכ-1.36 מיליארד ₪ ובדומה לתקופה המקבילה אשתקד. יחס ההון למאזן ליום 31.03.2024 נאמד לכ-22.4% כאשר בתחזית היחס צפוי להישחק בעיקר בגלל גידול במאזן לאור המשך השקעות בפיתוח הפרויקט "אלוני ים" ולהיות בטווח של כ-19%-17%.

נזילות טובה לדירוג הנשענת על יתרות נזילות, ותיק ניירות ערך לצד מסגרות אשראי מחייבות

נזילות החברה טובה ומתבססת על יתרות נזילות בהיקף של כ-83 מ' ₪ ותיק ניירות ערך בהיקפים משמעותיים בסך של 426 מ' ₪ נכון ליום ה-31.03.2024 אשר מאופיין במדיניות השקעות ברמת סיכון בינונית. לחברה גמישות פיננסית סבירה התומכת ביכולת החברה למחזר את התחייבויותיה על בסיס יציבות התזרים התפעולי, ומרווח גבוה מאמות מידה פיננסיות. כמו כן, לחברה עומס פירעונות הכולל חלויות חוב (קרן אג"ח ובנקים) צפויות של כ-463 מ' ₪ וכ-309 מ' ₪ בהתאמה בכל אחת מהשנתיים הקרובות, אשר אנו מניחים כי תיפרענה באמצעות מחזור חוב. נכון למאי 2024, לחברה מסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-1.1 מיליארד ₪ מתוכן כ-40% מנוצלות. לאורך השנים החברה רשמה שערוכים לנכסי הנדל"ן להשקעה והרכוש הקבוע והוכיחה יכולות ביצוע של פעולות השבחה לנכסים אלו.

המדיניות הפיננסית של החברה מעיבה על סיכון האשראי של החברה ומאופיינת בתאבון סיכון, חלוקות דיבידנדים בהיקפים מהותיים ועסקאות המאופיינות במינוף גבוה ובעיקרן פיתוח נדל"ן בייזום.

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ (מאוחד) - התפלגות פירעון הלוואות בנקאיות לזמן ארוך ליום 31.03.2024, מיליוני ₪



שיקולי ESG

להערכת מידרוג, חשיפת המנפיק לסיכונים סביבתיים הינה בינונית גבוהה. הכנסות החברה חשופות במידה רבה לשימוש בדלקים מזהמים, למגמת המעבר מדלקים פוסיליים מזהמים לאנרגיות מתחדשות ושימוש הגובר בגז טבעי, זאת לצד מגמת המעבר לרכבים חשמליים. כמו כן, חשופה החברה לסיכונים סביבתיים הנובעים מאפשרות זיהום קרקע ומי תהום כתוצאה מדליפת דלקים וזיהום אוויר מאדי דלק הנפלטים לאוויר, וכן לסיכונים משפטיים בקשר עם איכות הסביבה. עם השנים חלה החמרה בדרישות הרגולטוריות בתחום איכות הסביבה, לרבות במסגרת התנאים לקבלת רישיון עסק והיתרים אחרים, דבר המצריך הערכות, השקעות והוצאות לא מבוטלות. נציין כי החברה נוקטת בצעדים שונים הממתנים סיכונים אלו, כגון: פריסת רשת מטענים לטעינה חשמלית של רכבים, פעולות ניטור ובקרה, קבלת אישורי בטיחות / אישורי פעילות רלוונטיים, מערך נהלי חירום ועוד. לחברה ממונה בתחום איכות הסביבה וממונה בטיחות האחראים במסגרת תפקידיהם על ביצוע הדרכות שוטפות בקרב עובדי החברה. מבחינת סיכונים מממשל תאגידי, כוללים עסקאות בין צדדים קשורים עם בעלת השליטה וחברת האחות אך אלו בעלי השפעה ניטרלית לדירוג.

מטריצת הדירוג

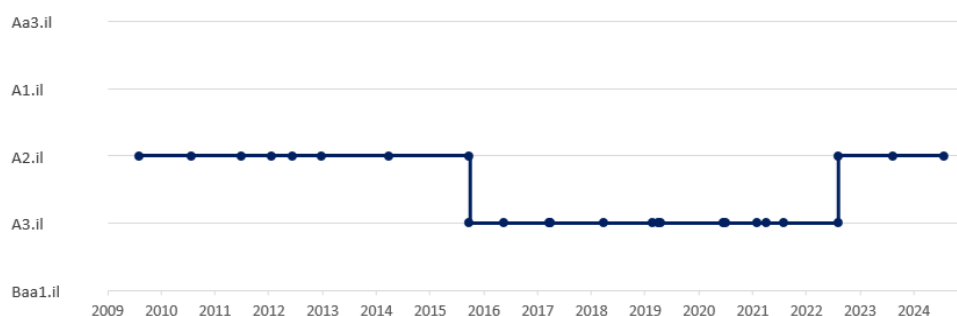
תחזית מידרוג		LTM - 31.03.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]		
Aa.il	---	Aa.il	---	יציבות סל המוצרים הקמעונאי	ענף הפעילות
A.il	---	A.il	---	מאפיינים תחרותיים	
Aa.il	7.25-8.0 מיליארד ₪ 420 נק' מכירה	Aa.il	7.5 מיליארד ₪ ^[2] 414 נק' מכירה ^[3]	הכנסות נטו ומספר נקודות מכירה	פרופיל עסקי
A.il	--	A.il	---	פריסת הרשת ומיצובה העסקי	
Baa.il	1.7%-2.1%	Baa.il	1.8%	רווח תפעולי להכנסות נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	17.0%-19.0%	A.il	22.4%	הון עצמי / מאזן	
Ba.il	0.6-0.8X	Baa.il	0.7X	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו LTM ^[4]	
Ba.il	8.0-8.5X	Baa.il	7.5X	חוב פיננסי מותאם / EBITDA	
Aa.il	300-330 :FFO מ' ₪ :FFO-Capex מ' ₪ ^[5] 20-60	Aa.il	324 :FFO מ' ₪ :FFO-Capex מ' ₪ 62	היקף התזרים התפעולי ויציבותו	
Baa.il		Baa.il		מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
A2.il					דירוג נגזר
A2.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.
 [2] נתוני רבעון 1 2024.
 [3] כולל מתחמי תדלוק וכל נקודות המכירה הקמעונאיות (סופרים, מסעדות ובתי קפה).
 [4] הרווח התפעולי כולל כלולות ובנטרול עמלות כרטיסי אשראי. הוצאות המימון נטו בניטרול עמלות כרטיסי אשראי.
 [5] Capex כולל השקעות הוניות והתחייבויות חכירה לפני השקעות בפיתוח נדל"ן, מיזוגים ורכישות.

אודות החברה

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב. בעלת השליטה בחברה המחזיקה 82.73% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה הינה אלון רבוע כחול-ישראל בע"מ (A2.il) יציב טרם הפסקת הדירוג ביולי 2023) בבעלות מר מוטי בן משה. בנוסף, מר בן משה מחזיק כ- 2.17% בהון המניות בחברה באמצעות חברה פרטית אשר בבעלותו המלאה. החברה עוסקת בפיתוח, הקמה ניהול ותפעול של מתחמי תדלוק ומסחר, חנויות ומסעדות לממכר קמעונאי של מוצרי מזון ומוצרי צריכה אחרים, שיווק ישיר של תזקיני נפט וגז טבעי, וכן בפיתוח, הקמה ותפעול של שטחי מסחר ונכסי מקרקעין שלחברה יש זכויות בהם. מנכ"ל החברה הנו מר עודד גולן ויו"ר הדירקטוריון הנו מר מוטי בן משה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דור אלון אנרגיה בישראל \(1988\) בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דו"ח מתודולוגי, מאי 2023](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

12.08.2024

תאריך דוח הדירוג:

23.08.2023

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:

05.08.2009

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

שם יוזם הדירוג:

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). ©

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שישבס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי או בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג ובכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם המהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.