

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוגוסט 2009

1

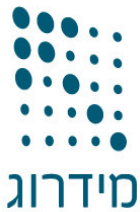
מחברים:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

A2	דירוג סדרה
-----------	-------------------

הדירוג ניתן לאג"ח (סדרה ג') שתגייס דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ בסך של עד 250 מיליון ש"ח. האג"ח (סדרה ג') עומדת לפירעון החל משנת 2013 בשלושה עד ארבעה תשלומים שנתיים שווים (מבנה הגיוס הסופי טרם נקבע). מח"מ הסדרה הינו כ-5 שנים. האג"ח (סדרה ג') אינה נושאת בטחונות ועומדת בדרגת פרעון שווה ליתר אגרות החוב שגייסה החברה. יכול שהחברה תייעד חלק מתמורת הגיוס למחזור חובות לזמן ארוך, וזאת במסגרת מדיניותה שלא להגדיל את רמת המינוף ואף לצמצמה.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 5/8/2009. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

פרופיל החברה

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ, ביחד עם חברות הבת שלה ("החברה" או "דור אלון"), עוסקת בפיתוח, הקמה והפעלה של תחנות תדלוק ומרכזים מסחריים בסמיכות להם וכן, בשיווק של מוצרי דלק ומוצרי צריכה אחרים בתחנות תדלוק ומחוז לתחנות. מגזר מתחמי התדלוק והמסחר הינו מגזר הפעילות העיקרי של החברה, התורם כ-60% מההכנסות המאוחדות וכ-80% מהרווח התפעולי. הפעילות בו כוללת בעיקר פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות תדלוק ציבוריות בשם המותג "דור אלון", אשר מרביטן כוללות חנויות נוחות בסמוך להן בשם המותג "אלונית" ו-"סופר אלונית", וכן אספקה של מוצרי דלק לתחנות דלק במותגי החברה, שאינן מופעלות על ידה. רשת דור אלון כוללת 180 מתחמי תדלוק, נתח שוק של כ-20% מסך תחנות התדלוק הציבוריות בישראל. בנוסף לתחנות התדלוק הציבוריות, החברה מפעילה 198 תחנות תדלוק פנימיות, בעיקר בקיבוצים ובמושבים. במגזר זה נכללת גם פעילות רשת AM:PM שנרכשה בחודש ינואר 2007 תמורת כ-140 מיליון ש"ח. הרשת מפעילה כיום 42 סניפים במרכזי הערים באזור גוש דן. תרומתה לרווחי החברה מצויה במגמת גידול, אך עדיין אינה מהותית.

מגזר הפעילות השני בחברה הינו השיווק הישיר, הכולל מכירה, שיווק והפצה של מוצרי דלק ישירות ללקוחות מוסדיים, תעשייתיים ופרטיים, לרבות אספקה של גפ"מ למשקי בית באמצעות החברה הבת דור גז החדשה בע"מ ("דורגז"). החברה סיפקה תזקי נפט לרשות הפלשתינאית ("רש"פ) על בסיס בלעדיות מאז שנת 1994 ועד שנת 2006. מקור פעילות זה נעוץ בפעילותה ההיסטורית של דור אנרגיה. בחודש דצמבר 2006 השתנה מבנה ההתקשרות עם הרש"פ, ומאז 2007 החברה מספקת תזקי נפט לתחומי רצועת עזה בלבד (במקום לכלל שטחי הרשות). בהסכם המחודש הסכימו הרש"פ והחברה בין השאר על צמצום ימי האשראי מחד, והנחה במרווחים מאידך. שינוי ההסכם החל משנת 2007 הוביל לירידה בהיקף הפעילות במגזר השיווק הישיר ולירידה בצורכי ההון החוזר.

דור אלון הינה הצעירה מבין ארבע חברות שיווק הדלקים הגדולות בישראל. התפתחותה המאוחרת יחסית בהשוואה לחברות הדלקים הגדולות, הפועלות בשוק מזה עשרות שנים, הקנתה לחברה מאפיינים ייחודיים. אלו כוללים בין השאר: צמיחה מהירה ומואצת יחסית במספר תחנות הדלק וחנויות הנוחות בשנים האחרונות, פריסה מוגבלת יחסית של תחנות במרכזי הערים הגדולות אך נוכחות בולטת בצירים ראשיים חדשים דוגמת כביש 6, שיעור גבוה יחסית של תחנות בהפעלה עצמית אך שיעור נמוך יחסית של תחנות בבעלות, דומיננטיות במגזר התדלוק והמסחר לעומת מגזר השיווק הישיר ואסטרטגיה מוטת קמעונאות המתבטאת בכניסה מוקדמת וחלוצית לתחום חנויות הנוחות ובישעור גבוה של חנויות נוחות מהתחנות בהפעלה. החברה השקיעה משאבים ניכרים בשנים האחרונות בהרחבת רשת תחנות התדלוק והמסחר ומיתוגה, ובכונתה להוסיף ולבצע השקעות בהיקפים דומים בשנים הקרובות.

החברה מחזיקה 4% בקידוחים "דלית" ו-"תמר" בהם הוכרזו בתקופה האחרונה תגליות מסחריות של גז טבעי. שווי אחזקה זו והתזרימים הצפויים ממנה בעתיד, ככל שיהיו, לא נלקחו בחשבון בשיקולים העיקריים לדירוג, בין השאר מכיוון שהצפי לתזרימים, לא לפני שנת 2012, כרוך באי וודאות.

החברה הוקמה בשנת 1988 בשם דור אנרגיה (1988) בע"מ, במסגרת רפורמה במשק הדלק בישראל אשר אפשרה מתן רישיונות לחברות דלק חדשות. בשנת 1999 נרכשה השליטה בחברה על ידי אלון ישראל בע"מ, שהייתה גם היא חברת דלק שהוקמה והחלה בפעילותה בסוף שנות ה-80 של העשור הקודם, במסגרת הרפורמה האמורה במשק הדלק. בשנים 2004-2005, כחלק ממהלך ארגון מחדש בקבוצת אלון ישראל, הועברה לדור אלון פעילות שיווק הדלקים בישראל של אלון ישראל והוצאה ממנה פעילות בתחום המזון הקמעונאי. בחודש מאי 2005 נרשמו מניות החברה למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב ובמקביל הנפיקה החברה אג"ח להמרה (סדרה א') בערך נקוב של 325 מיליון ש"ח ואג"ח (סדרה ב') בערך נקוב של 200 מיליון ש"ח. בחודשים אפריל-מאי 2006 גייסה החברה כ-385 מיליון ש"ח ערך נקוב אג"ח באמצעות הרחבת סדרה ב'. בנוסף, בשנים 2004-2005 הנפיקו חברות בנות בבעלות מלאה של החברה, באמצעות חברות בת ייעודיות, דורגז בטוחות ודור אג"ח, סך של כ-171 מיליון ש"ח אג"ח מגובה בתזרימי מזומנים ובנכסים אחרים. תמורת הגיוסים בשנים האמורות שימשה את החברה בעיקר לפרעון אשראי והלוואות בנקאיות.

דור אלון מוחזקת בשיעור של כ-90% על ידי אלון חברת הדלק לישראל בע"מ ("אלון" או "קבוצת אלון"). קבוצת אלון הינה קונגלומרט הפועל בתחום האנרגיה והקמעונאות, ומחזיק בעוד שתי אחזקות ליבה: רבוע כחול ישראל בע"מ ("רבוע כחול", שיעור אחזקה של כ-70%) שהינה אחת מקמעונאיות המזון הגדולות בישראל, בעלת רשת של כ-200 סופרמרקטים ברחבי ישראל ו-Alon USA Energy Inc. ("אלון ארה"ב", שיעור אחזקה של כ-77.8%) העוסקת בזיקוק נפט באמצעות ארבעה בתי זיקוק בדרום ארה"ב, בשיווק תזיקי נפט באמצעות כ-1,000 תחנות תדלוק ובהפצת אספלט ודלקים לתחבורה.

דור אלון מאוחד: נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח						
	ינואר-מרץ 2005	ינואר-מרץ 2006	ינואר-מרץ 2007	ינואר-מרץ 2008	ינואר-מרץ 2008	ינואר-מרץ 2009
הכנסות	5,367	5,898	4,843	5,338	1,331	785
רווח גולמי	609	618	751	771	184	168
רווח תפעולי	173	155	230	209	51	33
רווח נקי	25	34	42	35	22	18
EBITDA	248	228	309	290	71	53
רווח תפעולי / רווח גולמי	28.4%	25.1%	30.6%	27.1%	27.9%	19.7%
סך נכסים במאזן	2,543	2,605	2,601	2,403	2,686	2,458
יתרת לקוחות	1,228	1,246	943	762	1,029	736
רכוש קבוע נטו וזכויות חכירה	792	808	845	872	853	871
הון עצמי	269	291	332	271	335	290
חוב פיננסי	1,301	1,270	1,361	1,399	1,565	1,320
חוב פיננסי נטו / קאפ נטו	82.5%	80.9%	81.1%	84.6%	81.3%	82.8%
הון עצמי / סך נכסים במאזן	10.6%	11.2%	12.8%	11.3%	12.5%	11.8%

בעלות וניהול

מבנה בעלות מורכב יחסית בקבוצת אלון הציג יציבות לאורך שנים

בעלת השליטה בחברה הינה אלון המחזיקה כ- 85.88% בזכויות ההון וכ- 89.86% בזכויות ההצבעה. בעלי המניות באלון ישראל כוללים שלוש קבוצות עיקריות: אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (כ-26%), קיבוצים ומושבים באמצעות אגודות שיתופיות חקלאיות (כ-34%) וכן השקעות ביילסול (1987) בע"מ (כ-40%), חברה פרטית בבעלותם המשותפת של מר דוד ויסמן ובני משפחת בירן. מנכ"ל החברה מאז שנת 2001 הינו מר ישראל יניב. מר דוד ויסמן הינו נשיא החברה ויו"ר



דירקטוריון משותף פעיל. בין בעלי המניות באלון קיים הסכם משנת 1994, אשר תוקן בשנים 1999 ו-2005, לפיו כל בעל מניות זכאי למנות דירקטור אחד באלון בגין כל 8% מהמניות המוחזקות בידיו. יו"ר הדירקטוריון מומלץ על ידי ארגוני הקניית. החלטות מהותיות מתקבלות ברוב של 80% מחברי הדירקטוריון. לדברי הנהלת החברה ויו"ר הדירקטוריון ניהול החברה הפגין יציבות בשנות הבעלות המשותפת.

לבעלי המניות תרומה ניכרת לפיתוח העסקי

דור אלון הינה כאמור מיזוג היסטורי בין דור אנרגיה לבין אלון ישראל. ראשיתה של אלון ישראל הינה בהקמת שותפויות בין קבוצת בירן-ויסמן לבין ארגוני הקניית של הקיבוצים והמושבים. שותפויות אלו היו הבסיס למגזר מתחמי התדלוק והמסחר של החברה כאשר מוזגו אל תוך דור אלון, והן נמשכות כיום¹. כפי שיפורט בהמשך, אחד ממנועי הצמיחה העיקריים של החברה בשנים הקרובות צפוי להתבסס על פתיחת חנויות נוחות בקיבוצים ובמושבים. בנוסף, לחברה נוכחות משמעותית בכביש חוצה ישראל ובעתיד צפוי גם בכביש 431, שבבעלות קבוצת אפריקה השקעות. דור אלון מדגישה באסטרטגיה את הפיתוח של תחום חנויות הנוחות, בין השאר על בסיס יחסי גומלין עם רשת הרבוע הכחול, חברה אחת מקבוצת אלון. הרוח החיה בפיתוח העסקי והאסטרטגי של החברה הינו מר דוד וייסמן. להערכת מידרוג, מר וייסמן הינו איש מפתח בקבוצת אלון נוכח ניסיונו ותרומתו לפיתוח העסקי והאסטרטגי. בין החברה לבין החברה האם אלון קיים הסכם ניהול לפיו זכאית אלון לדמי ניהול בשיעור של 3.0% מהרווח התפעולי התזרימי (EBITDA). בשנים 2007-2008 זקפה החברה הוצאות בהיקף של 5-6 מיליון ש"ח לשנה בגין דמי ניהול. משך הסכם הניהול הינו עד לתום שנת 2010. בנוסף, בין החברה לחברה האם נחתם בשנת 2005 הסכם מסגרת להעמדה הדדית של הלוואות און קול בין החברות, בכפוף לאישור הדירקטוריון, בהיקף של עד 50 מיליון ש"ח בכל עת, בהצמדה לפריים מינוס 1.25%.

חלוקת דיבידנד רחבה בשנים האחרונות במצטבר

לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד. במצטבר בשנים 2005-2008 חולקו דיבידנדים בהיקף מצטבר של כ-146 מיליון ש"ח אשר היוו את מרבית הרווח הנקי המצטבר באותה תקופה. סכום זה הושפע מדיבידנד חריג, בסך של כ-90 מיליון ש"ח, ששולם בשנת 2008, אשר במסגרת תוכניות המימון של החברה, אינו אמור לאפיין את חלוקת הדיבידנד העתידית.

שיקולים עיקריים לדירוג

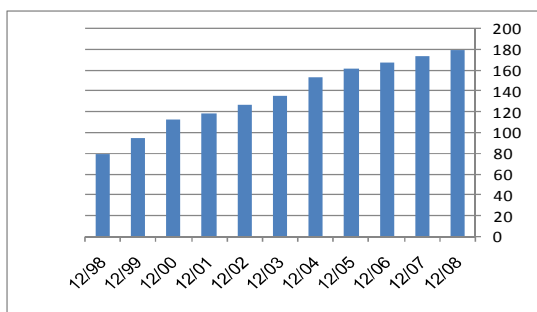
מיצוב עסקי גבוה הנתמך בפיתוח תחנות ולקוחות, בדומיננטיות של מגזר מתחמי התדלוק והמסחר, תוך צמיחה של התחום הקמעונאי, ברשת התחנות הצומחת ביותר בישראל, בשיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית התורם למיצוב ולרווחיות ובחדירה גבוהה של חנויות נוחות ברשת התחנות; ניסיון רב בתחום הפעילות, חדשנות שיווקית ואסטרטגיה ממוקדת קמעונאות, תוך ניצול סינרגיה עם חברות קבוצת אלון, תומכים כולם ברווחיותה ובמיצובה העסקי של החברה; סיכון ענפי בינוני, הנשען מחד גיסא על רמת תחרות נמוכה יחסית, חסמי כניסה גבוהים וביקושים יציבים ומאידך גיסא, על שיעורי רווחיות בינוניים, צמיחה נמוכה יחסית, סיכונים תפעוליים ומשפטיים, רגולציה גבוהה ותנודתיות בצורכי ההון החוזר; תזרימים עקביים מפעילות שוטפת, ששופרו מאוד בשנתיים האחרונות בתמיכת העלייה במרווח השיווק וגידול הרשת; במקביל, ירידה חזקה בצורכי ההון החוזר, על רקע שינוי תמהיל הפעילות, תמכה במידה רבה בתזרימי המזומנים, אולם היא אינה מהווה מרכיב פרמננטי בתזרימים; רמת מינוף גבוהה והון עצמי נמוך יחסית למאזן - תוצאה בין השאר, של היקף הדיבידנדים ששולמו ושל היקף גבוה של השקעות שבוצעו לצמיחה אורגנית; יחס כסיו החוב לתזרימים התפעוליים היה טוב בשנים האחרונות. עם זאת הוצאות מימון כבדות יחסית האטו את יחס כסיו החוב ל-FFO.

¹ לחברה הסכמים עם בעלי מקרקעין להקמה והפעלה של 21 תחנות תדלוק ושלושה הסכמים להקמת מרכזים מסחריים. הסכמים אלו הועברו לחברה במסגרת מיזוג פעילות אלון בשנת 2005. החברה התחייבה לשלם לאלון סך של 250 אלף דולר בגין כל הסכם להקמת תחנת תדלוק או מרכז מסחרי שימומש.

מיצוב עסקי בולט לטובה של רשת התחנות וחנייות הנוחות

דור אלון מחזיקה ברשת מתחמי תדלוק ומסחר הכוללת כ-180 תחנות דלק בפריסה ארצית, מהן 139 מופעלות על ידה וכוללות 102 חנייות נוחות. 39 התחנות הנותרות מופעלות על ידי אחרים והחברה קשורה עמם בהסכמי אספקה. שיעור התחנות בהפעלה עצמית בחברה הינו גבוה יחסית לענף, ובעל תרומה חיובית למיצוב הרשת ולרווחיות החברה. מרבית מתחמי התדלוק המופעלים על ידי החברה הינם בהסכמי שכירות והפעלה ארוכי טווח².

מספר תחנות רשת דור אלון 1998-2008 (מקור: נתוני החברה)



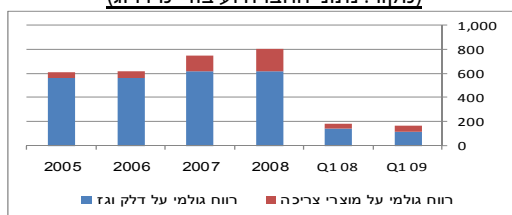
רשת התחנות מאופיינת בפיזור רחב יחסית בין התחנות, תוך נוכחות בולטת בכבישים חדשים ולצד קיבוצים ומושבים. מנגד, החברה סובלת מנוכחות נמוכה במרכזי הערים הגדולות. בשנים האחרונות רשמה רשת התחנות של דור אלון את היקפי הצמיחה הגבוהים בענף. זו לוותה בהשקעות משמעותיות, בעיקר בהקמה ובפיתוח של תחנות חדשות, הרחבת רשת חנייות הנוחות ושדרוג ומיתוג תחנות קיימות.

במהלך 2009-2010 מתכננת החברה להקים ולהפעיל בין 8 ל-12 תחנות תדלוק ציבוריות נוספות. עלות ההקמה של תחנת תדלוק ציבורית נעה בין 4-7 מיליון ש"ח (סכום זה כולל את הציוד הנדרש להפעלה, דרישות רישוי ואיכות סביבה, הקמת מבנים ופיתוח התחנה - ללא עלות המקרקעין).

גידול מתמשך בתרומה של תחום חנייות הנוחות המאופיינות ברווחיות גולמית גבוהה יחסית למכירות הדלקים, ואולם תחום הדלקים עדיין הינו התחום המוביל בתרומה לרווח הגולמי

לקבוצה יכולות גבוהות וניסיון רב בפיתוח והפעלה של חנייות נוחות בישראל ובארה"ב. החברה האחות אלון ארה"ב מפעילה מעל ל-300 חנייות נוחות בארה"ב בשמות המותג "7 Eleven" ו-"FINA". ניסיון זה מונף אל מחוץ לרשת התחנות, עם רכישת AM:PM. מאז רכישתה, ותוך זמן קצר, הוכפל מספר החנייות ברשת הנרכשת. הרשת מתמודדת בתחרות ניכרת במרכזי הערים ובהשפעות המשבר הכלכלי, אולם נהנית מפריסה טובה יחסית, ממיתוג ומיצוב חזקים באזורי פעילותה ומסינרגיה עם קבוצת אלון בתחום הרכש. ככוננת החברה להרחיב בעתיד את פריסת הרשת לאזורי הפריפריה הארץ ובדרומה. לצד זאת החברה פועלת לפיתוח חנייות נוחות בתוך קיבוצים ומושבים - שני אלו מהווים מנועי צמיחה עיקריים לשנים הקרובות.

רווח גולמי ממכירת דלק ומוצרי וממוצרי צריכה, מש"ח (מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג)



הרחבת הפעילות בתחום הקמעונאי בתחנות הדלק ומוחץ להן מקבלת ביטוי בגידול בחלקן של מכירות מוצרי הצריכה ובתרומתן לרווח הגולמי. תחום זה מאופיין ברווחיות גולמית של כ-30%, לעומת רווחיות ממוצעת של כ-13% על מכירות הדלקים. יחד עם זאת, חלקם של מוצרי הצריכה ברווח הגולמי קטן.

² לחברה זכויות בעלות או חכירה ב-28 מתחמי תדלוק, מכך 3 בבעלות מלאה ו-25 בזכויות משותפות, לרוב באחזקה של 50% בחברות משותפות אותן מאחדת החברה באופן יחסי.

סינרגיה בין פעילות הקמעונאות לבין האחזקה ברבוע כחול

החברה מתעלת את כוח הקנייה של החברה האחות רבוע כחול לצורך ביצוע הרכש עבור חנויות הנוחות שהיא מפעילה בתחנות ומחוץ לתחנות. בנוסף, פועלות החברה ורבוע כחול במבצעי קידום מכירות שונים שנועדו למנף את הכוח הצרכני של שתי הרשתות, דוגמת מועדון לקוחות משותף, מבצעי הנחות וכרטיס אשראי בשיתוף חברת דיינרס ועוד.

הזדמיננטיות של מגזר התחנות בחברה תורמת להפרשות נמוכות לחובות מסופקים

החברה אופיינה בשנים האחרונות בשיעור הפרשה לחובות מסופקים נמוך יחסית לענף, המאופיין באתגרים בגבייה מלקוחות, בעיקר בתחום מגזר השיווק הישיר. רמת ההפרשה הנמוכה בחברה נובעת להערכת מידרוג מניהול שמרני של סיכון אשראי הלקוחות והגבייה.

תזרימים חזקים מפעילות לצד ירידה משמעותית בצורכי ההון החוזר - שניהם מימנו את פעילות ההשקעה והדיבידנדים

השנים 2007-2008 אופיינו בגידול הרווח הגולמי והתפעולי, בעיקר תרומת מגזר מתחמי התדלוק והמסחר, אשר קוזז בחלקו בירידה בהיקפי הפעילות במגזר השיווק הישיר. אלו תורגמו לגידול בתזרימי המזומנים מפעילות, בהשוואה לשנים 2005-2006. ברם, הגידול בהוצאות המימון בשנים 2007-2008, נוכח המדדים הגבוהים, הכביד על התזרים השוטף ומיתן את השיפור התפעולי. הירידה בפעילות מגזר השיווק הישיר התבטאה בקיטון ניכר בצורכי ההון החוזר בשנים 2007 ו-2008 וברבעון הראשון של שנת 2009. ברבעון הראשון של שנת 2009 ניכרת ירידה חדה בתזרימי המזומנים מפעילות בהשוואה לרבעון המקביל, אשר נבעה בעיקר מירידה במחירי הדלקים ומהשפעת מבצע עופרת יצוקה. התזרים החיובי מפעילות שוטפת בשנים האחרונות היה המקור העיקרי למימון ההשקעות בהרחבה ובשדרוג רשת מתחמי התדלוק והמסחר.

דור אלון מאוחד - תזרימי מזומנים עיקריים מפעילות, במיליוני ש"ח					
ינואר-מרץ 2009	ינואר-מרץ 2008	ינואר-דצמבר 2008	ינואר-דצמבר 2007	ינואר-דצמבר 2006	ינואר-דצמבר 2005
53	71	290	309	228	248
26	52	204	174	121	121
87	(34)	64	109	10	(119)
113	16	240	219	131	2
(22)	(29)	(109)	(114)	(82)	(100)
92	(13)	131	105	50	(98)
0	0	(91)	(19)	(17)	(19)
92	(13)	40	86	32	(118)

* תזרים מפעולות FFO מוצג בניכוי הוצאות ריבית ששולמו וזאת בשונה מאופן ההצגה בדוחות החברה, בהם הוצאות הריבית מנוכות בתזרים מפעילות מימון. כמו כן, התזרים מפעולות מוצג לפי הוצאה למס שהופרשה ברווח והפסד, ולא לפי תשלום המס בפועל - במרבית התקופות קיים פער בין ההפרשה למס ברווח והפסד לבין תשלומי המס בפועל בשל פערי עיתוי.

** כולל את הוצאות הריבית ששולמו ואת הוצאות המס ששולמו בפועל.
*** כולל הלוואות לז"א שהועמדו לבעלי תחנות על חשבון דמי שכירות עתידיים, בניכוי הלוואות שנגבו. יתרת הלוואות זו במאזן ליום 31/3/2009 במסגרת השקעות לז"א הינה כ-102 מיליון ש"ח.

סיכונים עסקיים

מרבית תחנות התדלוק אינן בבעלות החברה והיא חשופה לאי חידוש הסכמי שכירות מצד בעלי הזכויות בקרקע

כאמור, מרבית תחנות הדלק ברשת מתחמי התדלוק והמסחר של החברה אינן מצויות בבעלותה, והיא שוכרת אותן בהסכמים ארוכי טווח לתקופות שונות. כמו כן, החברה קשורה עם חלק מבעלי התחנות בחוזי אספקה ארוכי טווח. פקיעת חוזי השכירות וחוזי האספקה עלולה להביא לכך שבעל התחנה לא יחדש את החוזה עם החברה, ויתקשר עם חברת דלק אחרת, או שתגרום להרעה בתנאי ההתקשרות. יש לציין כי בענף קיימת תחרות חזקה בין חברות הדלקים על חוזי שכירות ואספקה חדשים. כמו כן, הרגולציה מגבילה את משך ההתקשרות בחוזי אספקה. מרבית חוזי השכירויות חברה ליום 31/3/2009 הינן לתקופות העולות על 7 שנים. משך חוזי האספקה הינו קצר יותר בדרך כלל.



ענף שיווק הדלקים מאופיין ברווחיות בינונית, בצמיחה מתונה של ביקושים, בסיכונים משפטיים וברגולציה גבוהה

לענף שיווק הדלקים בישראל מספר סיכונים בולטים, הכוללים: רווחיות תפעולית בינונית יחסית לענפים אחרים במשק, חשיפה לתביעות בהיקפים משמעותיים בקשר עם תביעות של בעלי תחנות דלקים, תביעות צרכניות, רגולציה גבוהה בקשר עם הגנה על איכות הסביבה, הגבלים עסקיים, רישוי עסקים ועוד; צורכי ההון החוזר בענף נגזרים מרמת מחירי הדלקים, והם עשויים לגדול בתקופה של עליות מתמשכות במחירי הנפט ובגובה הבלו. העלייה בצורכי ההון החוזר בתקופות אלו משפיעה גם על הגדלת סיכון האשראי, בפרט במגזר השיווק הישיר ובתחנות באספקה; הענף מאופיין בצמיחה מתונה בביקושים, בשל מאפייניו הבסיסיים. הפיתוח המואץ של תחום חנויות הנוחות הינו ניסיון להאיץ את צמיחת הפעילות. חנויות הנוחות מספקות לחברות הדלקים מרווח גבוה משמעותית מזה של מרווח השיווק על הדלקים, ללא צורך בריתוק הון חוזר. ברם, היקף פעילות זה עדיין נמוך יחסית, ושואב משאבים פיננסיים גבוהים בהשקעות בפיתוח התחנות; לענף תלות מסוימת באספקת תזקיני נפט מבית הזיקוק בחיפה המופעל על ידי בתי זיקוק נפט בע"מ ("בז"ן") המספק את עיקר הצריכה המקומית של תזקיני נפט לחברות הדלקים, למעט פז. חברות הדלקים הוכיחו בשנים האחרונות יכולת ייבוא בהיקף שהשתנה משנה לשנה, בהתאם לתנאי הסחר מול בז"ן.

נידול ניכר ברווח הגולמי וב-EBITDA בשנתיים האחרונות לעומת השנים הקודמות להן

הרווח הגולמי של החברה שופר במידה ניכרת בשנת 2007-2008 בהשוואה לשנים 2005-2006, זאת כתוצאה מעלייה במרווח השיווק ומגידול בהיקף הפעילות במגזר מתחמי התדלוק והמסחר. בשנת 2008 ניכרת שחיקה מסוימת ברווח הגולמי, גם בנטרול הפסדי המלאי הגבוהים, נוכח עלייה ברמת התחרות על מרווח השיווק בסולר. בתוך כך נציין כי מרווח השיווק מצוי בתחרות גוברת בתחנות נוכח תחרות על מחירי הסולר לתחבורה הציבורית ותחרות על ציי רכב. רמת התחרות משתנה מעת לעת כתלות בין השאר בגובה מרווח השיווק. בשנתיים האחרונות ידע הענף מרווח שיווק גבוה יחסית, מצב שהוביל להחרפת התחרות בתחנות. קיימים גורמים רבים נוספים שיש בהם להשפיע על הרווח הגולמי, דוגמת שינוי תמהיל הפעילות בין המגזרים ושינויים בהיקף הפעילות מול ציי רכב. אף שבמידרוג מעריכים כי חלק מהשיפור ברווח ובתזרימים התפעולי בשנתיים האחרונות ניתן ליחס לגידול רשת התחנות ושירדוגה, הרי שלהערכת מידרוג, נדרשת הוכחת יכולת לשמירה על היקף התזרימים התפעולי הנוכחי לאורך זמן.

7

מכירות החברה לרצועת עזה

החברה הינה ספק בלעדי לרצועת עזה מכוח הסכם. היקף המכירות לרשות הפלשתינאית ירד בשנתיים האחרונות נוכח הפסקת האספקה לאזור יהודה ושומרון. ברבעון הראשון של שנת 2009 היוו ההכנסות מרצועת עזה כ-8% מסך הכנסות החברה (כ-12% בשנת 2008 וכ-14% בשנת 2007). אספקת הדלקים לרצועת עזה נעשית בשיתוף עם צד שלישי אשר מבצע את פעילות ההובלה והאספקה תמורת עמלה. חשיפת האשראי מול לקוח זה מוגנת בחלקה באמצעות תשלומים מהבנק האירופאי בגין אספקת סולר לתחנת הכוח בעזה - המהווה כמחצית מהיקף הפעילות מול לקוח זה. לדברי החברה, המכירות לרצועת עזה מאופיינות בשיעור רווחיות נמוך מהממוצע בחברה.

סיכונים פיננסיים

התזרימים מפעילות הושפע לטובה מירידה בצורכי הון חוזר - מרכיב לא פרמננטי שספק אם יחזור על עצמו בהיקפים אלו

כמוסבר לעיל, הירידה בפעילות במגזר השיווק הישיר בשנים האחרונות, המאופיין בצורכי הון חוזר גבוהים יחסית, תרמה להגדלת התזרימים מפעילות שוטפת, לקיטון בנכסים השוטפים במאזן ולגידול ביתרות הנזילות. שינוי זה אינו שינוי מתמשך ואינו צפוי בהכרח לחזור בשנים הקרובות. ייתכן אף שמחירי הדלקים העולים יובילו לעלייה בצורכי ההון החוזר בתקופה הקרובה.

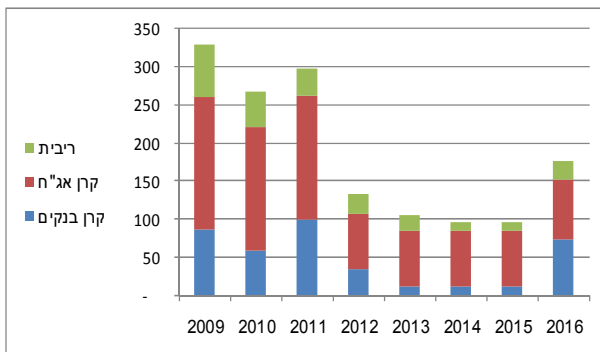
הנכסים ממומנים בעיקר בחוב לזמן ארוך תוך מינוף גבוה של ההון העצמי

נכסיה העיקריים של החברה כוללים הון חוזר תפעולי הנובע בעיקר מיתרת הלקוחות, רכוש קבוע בעיקר בגין מתחמי התדלוק והמסחר ונכסים בלתי מוחשיים. לאורך השנים האחרונות ניכרת ירידה בצורכי ההון החוזר מחד, ועלייה בנכסים שאינם שוטפים מאידך (ובעיקר רכוש קבוע ומוניטין). החוב הפיננסי ברוטו לא גדל בשנה 2008-2009, לאחר גידול בשנת 2007 שמימן את רכישת AM:PM. ואולם, ניכר שינוי במבנה החוב, תוך ירידה בהיקף המימון החוץ בנקאי (שנבעה בעיקר מפרעונות אג"ח להמרה סדרה א) על חשבון הגידול בחוב הבנקאי. בתוך כך, נרשמה עלייה בחלקו היחסי של האשראי לז"ק. חלקה מימנה את הגידול ביתרות המזומנים ליום 31/3/2009, שמרביתן פרעו חלויות שוטפות לאחר תאריך המאזן. יחסי המינוף בחברה גבוהים בהשוואה לענף, ובכלל. מצב זה נובע בחלקו מהשקעות כבדות בפיתוח רשת התחנות ורכישת רשת AM:PM, לצד חלוקת דיבידנדים מצטברת בשנים האחרונות. המאזן מאופיין בשיעור גבוה יחסית של רכוש קבוע ורכוש אחר.

דור אלון (מאוחד) - מאזן מתומצת, במיליוני ש"ח					
31/12/05	31/12/06	31/12/07	31/12/08	31/3/09	
579	579	507	467	386	הון חוזר תפעולי נטו
792	808	845	872	871	רכוש קבוע נטו כולל זכויות חכירה
167	165	173	157	179	השקעות לז"א נטו
33	9	168	174	174	נכסים בלתי מוחשיים
(1,301)	(1,270)	(1,361)	(1,399)	(1,320)	חוב פיננסי נטו
(269)	(291)	(332)	(271)	(290)	הון עצמי
-	-	-	-	-	סך הכול
82.5%	80.9%	81.1%	84.6%	82.8%	חוב פיננסי נטו / קאפ נטו
10.6%	11.2%	12.8%	11.3%	11.8%	הון עצמי / סך נכסים במאזן

צורכי שירות חוב גבוהים יחסית בשנים הקרובות שפירעונם מותנה ביכולת מחזור חוב במערכת הבנקאית

לוח סילוקין (ללא אשראי ז"ק) ליום 31/3/2009, במיליוני ש"ח



לחברה עומס פרעונות גבוה יחסית בשנים 2009-2012, הנובע מלוח הסילוקין של האג"ח הקיימות והלוואות בנקאיות. האג"ח העומד לפרעון בשנת 2009 נפרע עד מאי השנה, ויתרת החוב העומדת לפרעון בשנים 2009-2010 מיועדת למחזור באמצעות חוב בנקאי וחוץ בנקאי. החברה אינה מחזיקה ביתרות נזילות בהיקף משמעותי לאורך זמן, ומימונה השוטף נסמך בעיקר על התזרים השוטף וניצול מסגרות אשראי לזמן קצר.

לחברה כיום מסגרות מימון בסך של כ-1.1 מיליארד ש"ח, מתוכן ניצלה ליום 31/3/2009 כ-720 מיליון ש"ח באשראי לז"ק והלוואות לז"א. מסגרות המימון מפוזרות על פני מספר בנקים מולם פועלת החברה שנים ארוכות, ומרביתן אינן חתומות. לחברה אין אמות מידה פיננסיות כנגד מרבית החוב הבנקאי, למעט ההלוואה שניטלה למימון רכישת AM:PM, שיתרתה כ-130 מיליון ש"ח.

שעבודים על מלוא נכסי החברה לטובת הבנקים המממנים

החברה העמידה לטובת הבנקים המממנים שעבוד שוטף, ללא הגבלת סכום, על מלוא נכסיה, למעט מוניטין הקשור בפעילות מכירת הגפ"מ ללקוחות ביתיים. כמו כן, רשמה החברה לטובת בנקים מסוימים משכון ראשון בדרגה על מנייתה בחלק מהתאגידים שהיא מחזיקה (בעיקר שותפויות בתחנות דלק) ועל נכסים נוספים שלה.

יחסי הכיסוי השוטפים הינם מהירים, אולם הוצאות המימון מכבידות על התזרים

בשנים האחרונות עמד יחס כיסוי החוב נטו לרווח התפעולי בטווח של 6-8 שנים. בנטרול מרכיב הפחת שהינו משמעותי, יחסי הכיסוי הם בטווח של 4.5-5.5. ואולם הוצאות המימון מכבידות על התזרים, והכללתן מאיטה את יחסי הכיסוי אותם במידה ניכרת, כפי שמשקף ביחס החוב נטו ל-FFO. הוצאות הריבית מכוסות במידה טובה על ידי הרווח התפעולי והתזרים התפעולי.

דור אלון (מאוחד): יחסי כיסוי תזרימיים

דור אלון (מאוחד): יחסי כיסוי תזרימיים				
12.06	12.07	12.08	3.09	
8.2	5.9	6.7	6.9	חוב פיננסי נטו / LTM EBIT
5.6	4.4	4.8	4.8	חוב פיננסי נטו / LTM EBITDA
10.5	7.8	6.9	7.4	חוב פיננסי נטו / LTM FFO
32.0	22.6	14.8	19.5	חוב פיננסי נטו / LTM FFO-CAPEX
2.0	2.5	2.5	1.6	EBIT / הוצאות ריבית
2.9	3.3	3.5	2.6	EBITDA / הוצאות ריבית

חשיפה למדד מוגנת בחלקה

מרבית ההתחייבויות הפיננסיות של החברה הינן צמודות מדד. החברה מבצעת עסקאות אקדמה להגנה מדדית כנגד השקל רק לחלק מהתחייבויותיה, וכן פועלת לגיוון בסיס החוב. מדד המחירים החיובי בשנים 2007-2008 הוביל להגדלה משמעותית בהוצאות המימון. לחברה גם חשיפה לשינויים בשער החליפין של השקל מול הדולר - בעיקר בגין יתרת ספקים דולרים. החברה מגנה על מרבית החשיפה באמצעות עסקאות אקדמה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- שפור ביחסי המינוף - ההון העצמי למאזן והחוב לקאפ
- שיפור מתמשך ברמת הנזילות שיתבטא בצמצום עומס הפרעונות לצד שמירה על מסגרות אשראי חתומות
- הבשלת האחזקה בתגליות בשותפויות הגז הטבעי, באופן שיתבטא בתזרימי מזומנים פרמננטיים בהיקף מהותי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA בארבעת הרבעונים האחרונים מעל לטווח של 6.5-6.0
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות* Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת* Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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

דו"ח מספר: CSDA010809250M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.