

# דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

מעקב | אוגוסט 2021

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח  
ראש צוות בכירה, מעריכת דירוג ראשית  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון תאגידים  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ה', ו' 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
01.07.2023	יציב	A3.il	1136761	ה'
31.05.2025	יציב	A3.il	1140656	ו'
30.09.2027	יציב	A3.il	1157700	ז'
31.12.2032	יציב	A3.il	1175199	ח'

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוגה של דור אלון נתמך במיצוב עסקי גבוה של החברה בענף שיווק הדלקים הקמעונאי, הנובע מנתח שוק משמעותי בתחנות הדלק בישראל, מפריסה ארצית רחבה של תחנות דלק וחנויות נוחות וממותג קמעונאי חזק. לחברה פעילות רחבה יחסית בתחום חנויות הנוחות בהשוואה ליתר השחקניות בענף, זיכיון להפעלת מתחמי תדלוק בכביש 6 ופעילות משמעותית בתחום הגפ"מ והגז הטבעי. ענף שיווק הדלקים מאופיין, להערכת מידרוג, בסיכון עסקי נמוך-בינוני. ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בביקושים יציבים ובחסימי כניסה גבוהים יחסית. בו בזמן, הענף מאופיין בתחרות גבוהה המתמקדת במחירי המכירה נוכח אחידות המוצרים, ברגולציה לא מבוססת ובצורכי השקעה גבוהים. 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 להשפיע כבר עתה על אסטרגיית הפיתוח העסקי של השחקניות בענף, במישור של השקעות חדשות ופיתוח קווי עסקים נוספים.

מגבלות על התנועה והטלות סגרים כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה במהלך שנת 2020, פגעו בתוצאות הענף, שהציג קיטון בצריכת מוצרי דלקים ובעיקר בנזין וסולר וכן קיטון במכירות בחנויות הנוחות בשל הירידה בכניסות לתחנות הדלק. כל אלו השפיעו על קיטון ברווח הגולמי. מנגד, חברות הדלקים נקטו צעדי התייעלות של צמצום כוח אדם והפחתת הוצאות שכירות שמיתנו במידת מה את היקף הפגיעה כאמור.

לאורך זמן, מכירות הדלקים בישראל לתחבורה צומחות באופן מתון למרות הגידול בצי כלי הרכב ובנסועה, בין השאר בשל כניסת כלי רכב בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר הנמשכת מזה שנים ומחלחלת בהדרגה לצי הרכבים. מידרוג מעריכה כי שוק הדלק בישראל יציג גידול חד יחסית בשנת 2021, בשיעור דו-ספרתי בינוני, שרובו משקף תיקון לירידה החדה במכירות הדלקים בשנת 2020 כמצויין לעיל, ובממוצע מידרוג מניחה עלייה שנתית של 1%-2% במכירות בנזין וסולר - בדומה לשנים 2018-2019. הערכתנו זו אינה מביאה בחשבון חזרה למגבלות מחמירות של ריחוק חברתי בשל התפשטות וריאנט דלתא של וירוס קורונה, שיובילו לירידה משמעותית בתנועה בכבישי ישראל. ככל שיושגו מחדש מגבלות חמורות כגון סגר ממושך, יהיה בכך להשפיע לשלילה על שיעור הצמיחה בענף בשנה זו.

להערכת מידרוג, שיעור הרווח התפעולי לרווח הגולמי (בנטרול רווחי/ הפסדי מלאי) של החברה צפוי לנוע בטווח שבין 14.0% ל-15.0% בטווח הזמן הקצר, בדומה לשנת 2019, טרום הקורונה.

אסטרטגיית החברה כוללת פיתוח עסקי בתחומי האנרגיה, קמעונאות מזון והשבתת נדל"ן לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים וגיוון מקורות התזרים. אלו נעשו דרך רכישות של חברות סינרגיות בתחום הקמעונאות (זכיון BBB), הקמה והפעלה של תחנת כוח והשקעה בפיתוח הנדל"ן בדגש על מתחם אלוני ים. השקעות אלו הובילו לעלייה ברמת החוב לאורך השנים. בנטרול השקעות אלו ניתן לזקוף את העלייה בחוב לגידול בהון חוזר ברבעון ראשון 2021 בשל תחילת אספקות דלקים וגפ"מ לרשות הפלסטינית. פרויקטים אלו, מעיבים על יחסי הכיסוי. מינופה המאזני של החברה גבוה יחסית לרמת הדירוג, כפי שנמדד ביחס הון למאזן של כ-19.8% ל-

31.03.2021, ומושפע מגידול בחוב הפיננסי, ומאידך, מהעלייה שנרשמה בכרית ההונית בעיקר נוכח שערוך נדל"ן להשקעה ותחנת הכוח.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח היקף EBITDA ו-FFO לחברה בטווח שבין 400-430 מיליון ₪ ובין 280-300 מיליון ₪, בהתאמה בשנים 2021 ו-2022. עלייה בהון החוזר נוכח עסקת הרש"פ המשך והשקעות הוניות ברמה גבוהה יחסית (הכוללים בעיקר השקעות בפיתוח הנדל"ן באלוני ים), יחד עם חלוקת דיבידנדים צפויה בהיקף של כ-80 מ' ₪, צפויים להוביל להערכת מידרוג לתזרים חופשי (FCF) שלילי עמוק בשנה הקרובה. מנגד, לחברה חלויות חוב של כ-350 מיליון ₪ בשנת 2021 אשר ישורתו מתוך היתרות הנזילות של החברה (כ-116 מ' ₪ וכ-297 מ' ₪ יתרת מזומנים ויתרת תיק נ"ע בהתאמה ליום 31.12.2020), מתוך מסגרות אשראי פנויות ומחייבות של החברה ובאמצעות מחזור חובות. לחברה מסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-920 מ' ₪ ליום 31.03.2021 מתוכן מסגרות פנויות בהיקף של כ-718 מ' ₪ לאותו מועד. החברה עומדת באמות מידה פיננסיות שהציבו המממנים במרווח מספק.

יחסי הכיסוי המותאמים חוב ל-EBITDA ול-FFO צפויים לעמוד להערכת מידרוג, בטווחים שבין 8.5 ל-9.5, ובין 11.0 ל-13.0, בהתאמה (ובנטרול הלוואות ייעודיות בגין תחנת הכוח ובגין אלוני ים, 7.5-8.5 ו-9.0-10.0, בהתאמה), והינם איטיים ביחס לדירוג. כמו כן, מידרוג מביאה בחשבון כי פעילות תחנת הכוח מאופיינת באופן אינהרנטי ביחסי כיסוי ארוכים בשל מאפייניה כנכס תשתיתי (חוב ל-18 שנה).

מידרוג צופה בשנת 2021 חלוקת דיבידנדים שוטפים לבעלי המניות בחברה בשיעור של כ-100% מהרווח הנקי ללא שערוכים, גורם אשר להערכת מידרוג מעיב על דירוג החברה.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תשמור על מעמדה העסקי ותציג יציבות בתוצאותיה התפעולית ובפרמטרים הפיננסיים.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA לטווח של 6.5-7.5 לאורך זמן (בנטרול חוב בגין אלוני ים ותחת הכוח)
- שיפור יחס המינוף

#### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- עלייה מתמשכת בחוב פיננסי ל-EBITDA מעל 9.0 לאורך זמן (בנטרול חוב בגין אלוני ים ותחנת הכוח)
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע משמעותית בפרופיל הפיננסי של החברה

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

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	Q1 2020	Q1 2021	
862	876	916	900	173	260	רווח גולמי
113	128	148	125	(13)	55	רווח תפעולי מותאם*
1.6%	1.7%	2.0%	2.1%	neg	3.3%	רווח תפעולי מותאם* / הכנסות ברטו
27.7%	28.1%	22.7%	22.1%	20.2%	19.8%	הון עצמי / מאזן**
4.7	2.0	2.1	1.2	na	na	רווח תפעולי מותאם להוצאות מימון (נטו)
6.3	7.2	7.6	7.9	8.5	7.4	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 בכל התקופות המוצגות מעלה. עד שנת 2019 תוספת התחייבויות חכירה חושבה על פי התאמות מידרוג. החל משנת 2019 תוספת התחייבויות חכירה הינה בהתאם למאזן החברה.

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

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	Q1 2020	Q1 2021	
2,325	2,693	2,591	1,844	545	503	מגזר מתחמי התדלוק
120	125	128	103	(16)	26	
994	1,181	1,045	642	251	317	מגזר השיווק הישיר + דס"ל
31	35	32	25	3	27	
534	576	647	820	200	205	מגזר אחרים (חשמל+ קמעונאות)
21	23	30	42	11	12	

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## סביבת הפעילות

## צפי לגידול בביקוש לדלקים בשנת 2021 לאחר הירידה החדה בשנה הקודמת אולם לאורך זמן הצמיחה מתונה מאוד

ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בריכוזיות גבוהה יחסית, כאשר פז (21%), דלק (19%), סונול (18%) ודור אלון (17%), חולשות יחד על כ-75% 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 וכן העמדת מקורות אשראי בהיקפים משמעותיים למימון צורכי הון חוזר. הרגולציה בענף הדלקים הנה הדוקה, בעיקר במסגרת דרישות רישוי תחנות והשקעות הוניות בתחומי ההגנה על הסביבה.

דלקים לתחבורה מוגדרים על ידינו 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 מעלייתה הנוסעה 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. כך, שיעור הצמיחה השנתית הממוצע בשימוש בדלקים לתחבורה/בנזין וסולר עמד על כ-1% בין השנים 2017-2019, זאת למרות גידול מתמשך בהיקף צי כ"ר בישראל באותן שנים ובהיקף הנוסעה.

התפרצות נגיף קורונה בישראל ברבעון הראשון של 2020 פגעה באופן ניכר בהיקף הנוסעה בחודשי המגבלות, והובילה לירידה בצריכת ק"ל בנזין וסולר כך שבשנת 2020 המשק הציג ירידה כמותית בצריכת הבנזין והסולר של 13% ו-7.5% בהתאמה, למול שנת 2019, בד בבד עם ירידה בנוסעת כלי הרכב בשנת 2020. וזאת על אף גידול של 2.9% במצבת כלי הרכב בשנת 2020 לעומת שנת 2019.<sup>2</sup>

מתחילת 2021 חלה התאוששות בנוסעה ובמכירות הדלקים לתחבורה, אשר עודנה נמשכת, ובתרחיש הבסיס מידרוג מניחה גידול של 10%-12% בשימוש הדלקים לתחבורה בישראל בשנת 2021. על אף ההתאוששות נסייג כי התקופה הקרובה עודנה מאופיינת באי וודאות לאור התפשטות וארינט דלתא של מגיפת הקורונה וכי כניסה לסגרים ממושכים עלולה לצמצם במידה משמעותית את צריכת הדלקים. לאורך הזמן מידרוג מניחה צמיחה אפסית עד מתונה, בשיעור של 1-2% לשנה בצריכת הדלקים לתחבורה.

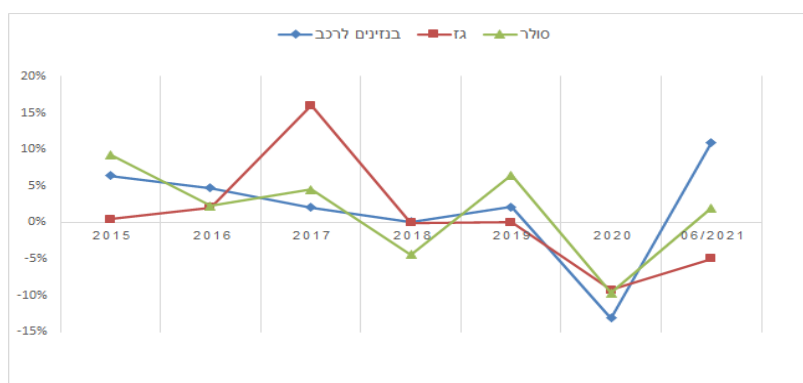
בשנת 2020 חלה עלייה חדה במספר כלי הרכב הפרטיים שהונעו באמצעות חשמל. מידרוג מעריכה כי שיעור כלי הרכב החשמליים מהיקף המסירות החדשות של כלי רכב בישראל ימשיך ויגדל במהלך 5 השנים הקרובות. להערכתה של מידרוג, למרות הנחה כי חלקם של הרכבים החשמליים ילך ויגדל, קיים קושי להעריך בשלב זה את קצב הגידול. משרד האנרגיה 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 הממשלה, 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

<sup>1</sup> עפ"י נתוני משרד האנרגיה ליום 12.05.2021

<sup>2</sup> כמות כלי הרכב הפרטיים בישראל והגיל הממוצע של כלי הרכב - נתוני הלמ"ס

בעתיד לאור 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 יאמצו אסטרטגיית צמיחה בעולם האנרגיה החלופית, באמצעות מודל עסקי להשתלבות בטעינת הרכב החשמלי, מיזוגים ורכישות בתחומי האנרגיה בכלל והאנרגיה החלופית בפרט. 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 ובפיתוח נדל"ן, בעיקר.

#### דוח צריכת מוצרי דלק בישראל, על פי קטגוריות בשנים 2015-2021 (באלפי טון)



מקור: נתונים מתוך דוח צריכת מוצרי דלק, משרד האנרגיה

## פרופיל עסקי

### מיצוב עסקי בולט לחיוב בענף עם פריסה ארצית רחבה, מיתוג חזק והצעת ערך מלאה

דור אלון הינה השחקן הרביעי בגודלו בענף שיווק הדלקים במונחי מספר תחנות דלק. מגזר מתחמי התדלוק הינו הדומיננטי בחברה, עם תרומה של כ-61% מסך הרווח המגזרי בשנת 2020, ונכון למועד הדוח הפעילה החברה 216 תחנות דלק. 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.

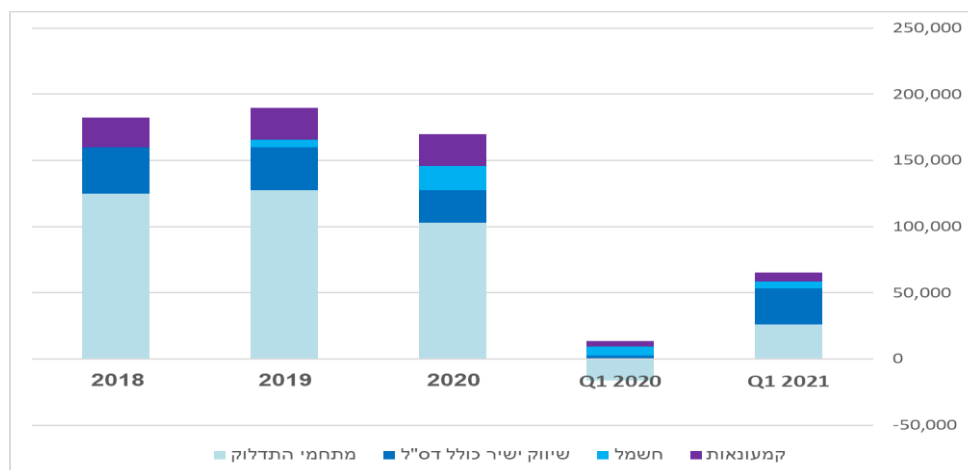
לחברה פריסה ארצית רחבה, לרבות נוכחות בלעדית בכביש 6, וכן נוכחות משמעותית של רשת חנויות לממכר מוצרי מזון ואחרים בתחום מטרופולין ת"א. לחברה מותגים בולטים בתחנות התדלוק ובחנויות הנוחות וביניהם "דור אלון", "אלונית", "Si-Café" ו-"am:pm". דור אלון ביצעה צעד נוסף לגיוון תיק האחזקות שלה והשלימה במו"ץ 2021 רכישה של 50% ממניותיה של רשת בי.בי.בי מסעדות בע"מ אשר פועלת בתחום ההסעדה ומנהלת בזכיינות כ-100 סניפים תחת שלושה מותגים עיקריים "BBB", "Burgerim" ו-"MOSES". העסקה נועדה בין היתר, לצורך הרחבת דריסת הרגל של החברה בתחום הקמעונאות, ובדגש על תחומים המצויים בזיקה לשימושים הסובבים את תחנות הדלק.

בשנה האחרונה גדל חלקן של המכירות הקמעונאיות שאינן דלקים מסך מכירות החברה, הן בשל ההשפעה השלילית של מגפת הקורונה על הביקושים לדלקים (בנזין, סולר ודלק סילוני) והן בשל ההשפעה החיובית של המשבר על הביקוש לחנויות נוחות במרכזי ערים, ממנה ניהנו הסופרים של החברה ורשת am:pm. החברה ממשיכה בפעילות הסבת חלק מחנויות הנוחות למודל "מיני סופר" אשר מכיל מכירות של פירות, ירקות וסל מוצרים נוספים בדומה לסופרמרקט.

בטווח הקרוב תרומת מגזר השיווק הישיר לרווח הגולמי צפויה לעלות באופן ניכר וזאת בעקבות עסקת הרש"פ. לחברה הסכם עם הרשות הפלסטינית אשר במסגרתו החל מינואר 2021 היא מספקת כ-50% מהיקף צריכת הדלקים והגפ"מ השנתית של הרשות. לצורך הבטחת ההתייבשות המחטה הרש"פ לחברה את הזכות לגבות את התשלום המגיע לה מכספי המיסים הקשורים לדלק, המוחזקים עבור הרש"פ על-ידי ממשלת ישראל. התחרות במגזר השיווק הישיר, אשר כולל גם שיווק דס"ל וגפ"מ, גבוהה. בנוסף לזאת

פעילות השיוק הישיר כרוכה בריתוק הון חוזר בהיקפים משמעותיים לאשראי לקוחות במיוחד לאור עסקת הרש"פ, ובחשיפה לסיכון אשראי זה ולריבית הבסיס במשק. אנו מעריכים כי רווחיות המגזר תוסיף לעמוד תחת לחצים תחרותיים, תוך שהוא יוותר חשוף, לפחות לטווח קצר, לתנודות חדות ברמות מחירי הנפט והריבית.

**דור אלון: התפלגות רווח מגזרי (כולל רווחי/הפסדי מלאי) לפי מגזרי פעילות, 2018-2021 באלפי ₪**



## רווחיות

### חניית הנוחות, השכונתיות והמיני סופרים יוסיפו להגדיל את חלקן בתרומה לרווח לנוכח החלשות ברווחיות הדלקים

בשנים 2017-2019 מכירות הבנזין בתחנות התדלוק צמחו באופן מתון. במקביל חלה שחיקה במרווח הבנזין, נוכח הפחתת מרווח השיוק הרגולטורי בחודש מאי 2018. מרווח הסולר נשחק אף הוא עד לשנת 2019, אז החל בעלייה מסוימת, אולם במקביל מכירות הסולר בתחנות רשמו צמיחה נאה לאורך השנים.

בשנת 2020 לבדה, תוצאות מגזר תחנות תדלוק ומסחר (בנטרול רווחי/הפסדי מלאי) הושפעו לשלילה מירידה כמותית במכירות הסולר והבנזין של 7.5% ו-13%, בהתאמה, בשל הירידה בנסועה שנבעה מהשלכות מגיפת הקורונה ומגבלות התנועה שהוטלו על האוכלוסייה. מנגד, חסכון בהוצאות תפעוליות אשר נקטה דור אלון בדומה לשחקניות נוספות בענף (כדוגמת צמצום כ"א, הוצאת עובדים לחל"ת וצמצום בהוצאות השכירות והארנונה) מיתן את הפגיעה ברווח.

עם הסרת הסגרים והותרת מגבלות יציאה מוחץ לתחומי הארץ אנו מניחים כי שוק הדלק יציג גידול חד יחסית בשנת 2021, בשיעור דו-ספרתי בינוני, שרובו משקף תיקון לירידה החדה בהיקפי מכירות ק"ל בנזין וסולר בשנת 2020 בשל השפעות מגיפת הקורונה. נציין כי גם לאחר הפתיחה של המשק, קיימת אי וודאות מסוימת לעניין צעדי הממשלה בעקבות ואריינט דלתא.

חניית הנוחות, השכונתיות והמיני סופרים תורמות למיצוב העסקי של החברה ומאופיינות במיקומים אטרקטיביים ובמיתוג חזק לרשת האלוניות ואלו צפויות להמשיך לעלות בשיעור תרומתן לרווח הגולמי בעיקר נוכח היותן מחולל צמיחה למול הסטגנציה בדלקים, השקעה בפיתוח המיני סופרים והסובב תחנה וזאת בהתאם לאסטרטגיית החברה.

שיעור רווח תפעולי גולמי עבור החברה במאוחד עמד במוצע בשלוש השנים 2018-2020 על כ-14.9% (שנת 2020: כ-13.9%). בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2021-2022 שיעור התפעולי גולמי צפוי לעמוד על שיעור של 14%-15% והינו גבוה מהמוצע התלת שנתי.

מגזר השיוק הישיר צפוי לעלות בתרומתו לכ-17% מסך הרווח המגזרי בשנות התחזית בעיקר עם עסקת הרש"פ וזאת לעומת 13% ממוצע תלת שנתי (בנטרול הפסדי הדס"ל במגזר זה בשנת 2020). לצד הרווחיות הגלומה בה, עסקת הרש"פ טומנת בחובה סיכון

אשראי אשר מגובה בהמחאה 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.

## פרופיל פיננסי

### השקעות בהשבחת נכסים והצמחת קווי עסקים נוספים לצד גידול בהון החוזר יובילו להמשך גידול בחוב הפיננסי ויוסיפו להכביד על יחסי הכיסוי

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 בתחומי האנרגיה כדוגמת תחנת כוח תחת אלון מרכזי אנרגיה, גז ביתי ותעשייתי ולוגיסטיקה תחת דור גז, הרחבת פורטפוליו מוצרים ושירותים בציי הרכב וכן פעילויות נוספות לחיזוק הזרוע הקמעונאית הכוללות השקעה במיתוג, הרחבת והטמעת מותגי הבית ויבוא מוצרים מיעדים.

בשנתיים האחרונות החברה עסקה בהשבחת נדל"ן (פרויקט עין שמר, אלוני ים וכפ"ס כשעיקר ההשקעות הצפויות הן בפרויקט אלוני ים). הפרויקט העיקרי בתחום זה הינו אלוני ים, הכולל היתר בנייה לכ- 70 אלף מ"ר שטחי משרדים ומסחר ו-70 אלף מ"ר שטחי חניה. נכון לסוף 2020 הושלמו בפרויקט רוב עבודות הדיפון והחפירה. במקביל מצויה בשלבים מתקדמים להשלמת תכניות מפורטות לשם תחילת ביצוע עבודות בנייה. התקדמות הקמת פרויקט אלוני ים צפויה להוביל לגידול החוב בגינו ובטווח הקצר- הבינוי הפרויקט צפוי להעיב על יחסי הכיסוי. אנו מניחים כי הפרויקט תורם למיצובה העסקי של החברה ואף הציג השבחה בשווי לאורך השנים שקיבלה ביטוי בעליית ערך הנכס ובתרומה להון. לאור המאפיינים החיוביים של הנכס, מידרוג מביאה בחשבון את יחסי הכיסוי גם בניטרול החוב בגין אלוני ים בשל השפעתו השלילית על יחסי הכיסוי, בהבנה כי הוא מרתק חוב ואינו מייצר תזרים. נציין כי החברה בוחנת חלופות לפיתוח או מימוש הפרויקט לחברה אחות או לגוף חיצוני אם כי בשלב זה ממשיכה בהשקעות בו.

הערכת מידרוג היא כי בשנת 2021 צפוי הרווח התפעולי המתואם בנטרול פחת והפחתות (EBITDA) להסתכם בטווח של 400-420 מיליון ₪ והמקורות מפעולות (FFO), בטווח של 280-300 מיליון ₪. למול תזרים זה, השימושים העיקריים של החברה כוללים השקעות הוניות בהיקף של כ-467 מיליון ₪ (הכוללים השקעות בפיתוח פרויקט אלוני ים וברכישת 50% מחברת BBB), צורכי הון חוזר של כ-240 מיליון ₪ (שבוצע במהלך רבעון ראשון 2021) ותשלום דיבידנד שוטף בהיקף של כ-100% מהרווח הנקי. כל אלו עתידים להכביד על התזרים של החברה, ולהוביל להערכת מידרוג לתזרים חופשי (FCF) שלילי עמוק בשנתיים הקרובות אשר כנגדו תמחזר החברה את היקף החוב. לחברה חלויות צפויות של כ-350 וכ-340 מ' ₪ בכל אחת מהשנים 2021 ו-2022, בהתאמה. מינופה המאזני של החברה גבוה יחסית לרמת הדירוג, כפי שנמדד ביחס הון למאזן, וליום 31.03.2021 עמד על שיעור של כ-19.8%. יחסי הכיסוי המותאמים, חוב פיננסי ל-EBITDA וחוב פיננסי ל-FFO, הנם איטיים לרמת הדירוג וצפויים לעמוד להערכת מידרוג, בטווחים שבין 8.5 ל-9.5, ובין 11.0 ל-13.0, בהתאמה בשנים 2021-2022 (ובנטרול תחנת הכוח והנדל"ן 7.5-8.5 ו-9.0-10.0, בהתאמה). יחסי הכיסוי עשויים להשתפר ככל שהחברה תממש את אחזקותיה (באופן מלא או חלקי) בנכסי הנדל"ן שברשותה. כמו כן, מידרוג מביאה בחשבון כי פרויקט תחנת הכוח בקריית גת נושא חוב פרויקטלי המאופיין באופן אינהרנטי ביחסי כיסוי ארוכים בשל מאפייניו כנכס תשתיתי.

### נזילות הולמת הנשענת על יתרות נזילות לצד מסגרות אשראי מחייבות ומיחזור חוב

נכון ליום 31.03.2021 לחברה יתרות מזומנים בהיקף של כ-163 מיליון ₪, פיקדונות בהיקף של כ-61 מיליון ₪ ותיק ני"ע בהיקף של כ-294 מיליון ₪. התזרים החופשי השלילי הצפוי בטווח התחזית, כמתואר לעיל, ימומן מתוך היתרות הנזילות של החברה ו/או מסגרות אשראי נרחבות הקיימות בידה. כמו כן לחברה חלויות חוב (קרן אג"ח ובנקים) צפויות של כ-350 וכ-340 מ' ₪ בכל אחת מהשנים 2021 ו-2022, בהתאמה, אשר אנו מניחים כי ייפרעו באמצעות מיחזור חוב.

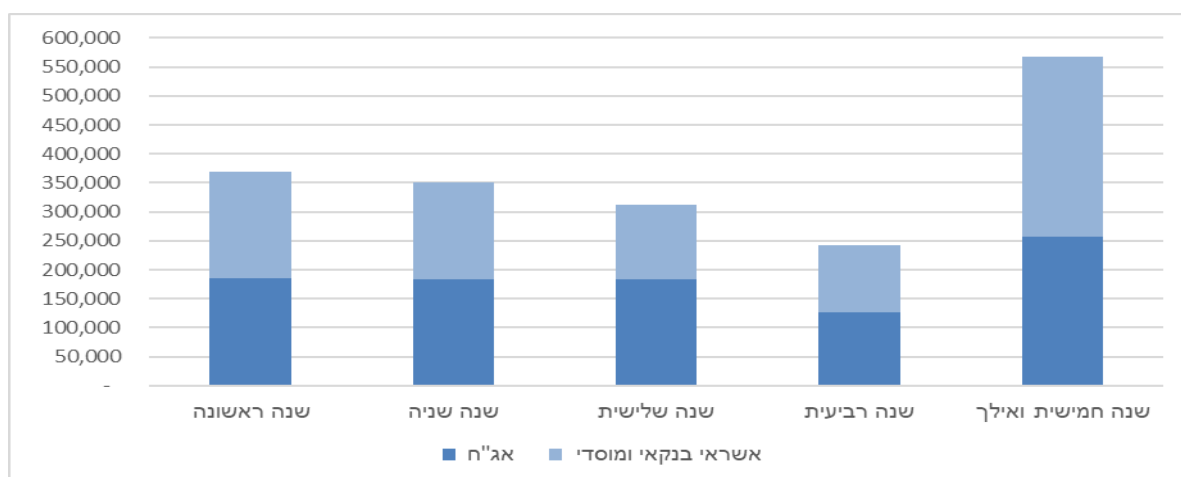
לחברה גמישות פיננסית טובה, הנתמכת במסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-920 מיליון ₪ (מתוכן כ-718 מ' ₪ מסגרות פנויות ומחייבות ליום 31.3.2021). כמו כן החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות שהעמידו לה המממנים. לחברה מדיניות

השקעות לצורך ניהול תיק השקעות אשר כוללת היקף השקעות במניות עד 50% והיתרה בעיקר אג"ח קונצרני. נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים המממנים למעט המקרקעין בפרייקט אלוני ים בהרצליה פיתוח. החברה הוכיחה יכולות ביצוע של פעולות השבחה לנכסים מסוימים. מימוש אותם נכסי/זכויות נדל"ן ורישום רווחי הון עשויים להוביל לחלוקת דיבידנד נוסף וזאת בהתאם ליכולת החלוקה ועמידה באמות המידה הפיננסיות מול המממנים. עלייה בהיקף החלוקות במידה שתפר את האיזון שאיפיון את החברה עד כה, בין צורכי בעלי המניות לבין בעלי החוב, ותעלה את רמת המינוף מעבר להערכת מידרוג, עלולה ליצור לחץ שלילי על הדירוג.

### מדיניות פיננסית

הערכת המדיניות הפיננסית של החברה מושפעת לשלילה משיעור חלוקה גבוה מהרווח הנקי, שפוגמת במידת האיזון בין בעלי החוב לבין בעלי המניות באופן המשליך על סיכון האשראי ועל הדירוג. ב-3 השנים 2018-2020 חולק במומצע שיעור של 50% מהרווח הנקי, כאשר מידרוג מביאה בחשבון שהרווח הנקי כלל בשנים אלו רווחי שערור מהותיים. מידרוג מעריכה, על בסיס דברי החברה, כי מדיניות החלוקה עשויה אף לגדול בשנה הקרובה. הערכה זו ממותנת באופן חלקי מצד ניהול נזילות שמרני יחסית, תוך שימור נזילות מהותית לאורך זמן, לרבות באמצעות תיק ני"ע סחיר, וכן החזקת מסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקף מהותי. כמו כן החברה בוחנת עסקאות מיזוגים ורכישות. אנו מניחים כי אלו ייעשו בצורה מדודה ובהיקפים מתונים כפי שנעשו עד כה.

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ - התפלגות פירעון הלוואות לזמן ארוך ליום 31.03.2021, אלפי ₪





## מטריצת הדירוג

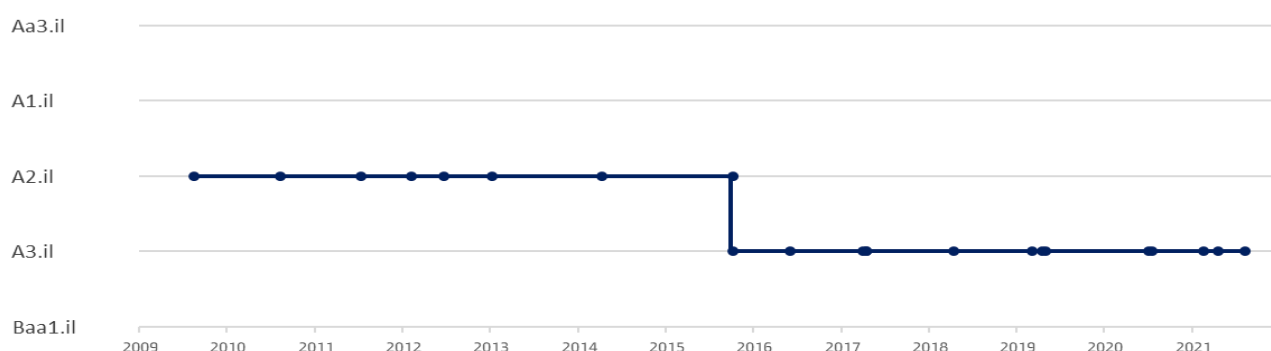
תחזית מידרוג		LTM - 31.03.2021 ליום		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il		Aa.il	---	יציבות סל המוצרים הקמעונאי	ענף הפעילות
A.il		A.il	---	מאפיינים תחרותיים	
Aa.il	5.5 מיליארד ₪ 220 נק מכירה	Aa.il	5.3 מיליארד ₪ 216 נק מכירה	הכנסות ברוטו ומספר נקודות מכירה	פרופיל עסקי
A.il		A.il	---	פריסת הרשת ומיצובה העסקי	
Baa.il	2%	Baa.il	2.8%	רווח תפעולי להכנסות ברוטו	פרופיל פיננסי
A.il	20%	A.il	19.8%	הון עצמי / מאזן	
Baa.il	1.5 X	Baa.il	na	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	
Baa.il	9.2 X	Baa.il	7.4 X	חוב פיננסי מותאם / EBITDA	
Aa.il	280-300 :FFO מיליון ₪ neg :FFO-Capex	Aa.il	297 :FFO מיליון ₪ 50 :FFO-Capex מיליון ₪	היקף התזרים התפעולי ויציבותו	
Baa.il		Baa.il		מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
A3.il					דירוג נגזר
A3.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.

## אודות החברה

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה"), הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב. בעלת השליטה בחברה המחזיקה 73.87% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה הינה אלון רבוע כחול-ישראל בע"מ (A3.il יציב) 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 ותפעול של מתחמי תדלוק ומסחר, חנויות לממכר קמעונאי של מוצרי מזון ומוצרי צריכה אחרים, ניהול ותפעול של רשתות הסעדה, שיווק ישיר של תזקיני נפט וגז טבעי, הפעלה של תחנת כוח פרטית וכן בפיתוח הקמה ותפעול של שטחי מסחר ונכסי מקרקעין שלחברה יש זכויות בהם. מנכ"ל החברה הנו מר עמית זאב ויו"ר הדירקטוריון הנו מר ישראל יניב.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דו"ח מתודולוגי, נובמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

## מידע כללי

10.08.2021	תאריך דוח הדירוג:
04.05.2021	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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>