



# דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

מעקב | מאי 2014

1

**מחברת:**

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

**אנשי קשר:**

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

## דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 לאגרות החוב (סדרות ג', ד') שהנפיקה דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור-אלון" או "החברה"). אופק הדירוג נותר יציב. הדירוג חל על סדרות האג"ח במחזור, כדלקמן:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורי	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/03/2014 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ג'	1115245	9/2009	משתנה *	לא צמוד	81	2014-2017
ד'	1115252	9/2009	6.65%	לא צמוד	326	2014-2016

\* שיעור ריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 2.25%

הדירוג אינו חל על אג"ח סדרה ב' אשר יתרתה בספרים ליום 31.03.2014 הינה בסך של כ-142 מיליון ₪.

### סיכום השיקולים העיקריים 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 ושיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית.

ענף שיווק הדלקים מאופיין, להערכתנו, בסיכון עסקי בינוני. הענף מאופיין בביקושים יציבים ובחסימי כניסה גבוהים יחסית. קצב גידול צריכת הדלקים במשק עומד בממוצע על כ-2%-3% בשנה. בו בזמן, הענף מושפע מתחרות המתמקדת במחירי המכירה נוכח אחידות המוצרים, מרגולציה לא מבוטלת ומצורכי השקעה גבוהים. רמת הרווחיות בענף נשחקה בשנתיים האחרונות עם הורדת מרווח השיווק בסוף שנת 2011 ותחרות חזקה במגזר הסולר. להערכתנו, רמת התחרות כיום נמצאת בשיאה, בעיקר בתחום מרווחי הסולר. כמו כן, במהלך השנים, התחרות על מיקומי התחנות בענף הובילה להתייקרות בהוצאות השכירות.

לאורך השנים, הנהלת החברה מציגה ניהול שמרני, צפוי ועקבי והחברה השכילה לשמור על יציבות יחסית בתוצאות ועמידה בתחזיות, חרף התעצמות התחרות בענף הפעילות. עם זאת, בשנתיים האחרונות הציגה שחיקה מתונה, נוכח החרפת התחרות בענף אשר קיבלה ביטוי גם בתוצאות רבעון ראשון 2014. החברה מציגה רווחיות גבוהה יחסית לענף, בין השאר, כתוצאה ממגזר קמעונאי רחב (כולל רשת AM-PM) יחסית לשאר השחקניות בענף, פיתוח עסקי חזק בתחום חנויות הנוחות, זיכיון הפעלה בכביש 6 פעילות משמעותית בתחום הגפ"ם והגז הטבעי ומבנה הוצאות ניהול רזה יחסית. לחברה מספר נכסי נדל"ן בבעלות וכן זכויות בקשר לנדל"ן אשר בכוונתה להשביח נכסים אלו בעתיד.

בשונה מהענף, לחברה פעילות נמוכה יחסית במגזר השיווק הישיר של דלקים - המאופיין ברווחיות נמוכה יחסית, ימי אשראי ארוכים וחשיפה גבוהה לסיכון אשראי של לקוחות.

במהלך שנת 2013, בדומה לשחקניות נוספות בענף, החברה הציגה קיטון חד פעמי בהון החוזר, נוכח קיצור ימי אשראי לקוחות וכתוצאה מכך רשמה גידול בתזרים מפעילות שוטפת.

בשנת 2013 החברה הפסיקה את אספקותיה לרשות הפלסטינית, ובשילוב עם הירידה במחירי הדלקים באותה שנה הוביל הדבר לקיטון במכירות ביחס לשנת 2012. פגיעה זו קוזזה חלקית נוכח גידול בפעילות הקמעונאית (בעיקר באלוניות) וגידול כמותי במכירות הדלקים. בנוסף, החברה מציגה שחיקה ברווחיות הנובעת מהתחזקות התחרות בסולר וסביבת המרווחים הנמוכה וכן עקב תהליך הפחתת אשראי הלקוחות, כמצוין לעיל, אשר פוגע במרווח הגולמי של החברה למול פיצוי בהוצאות המימון.

ברבעון הראשון לשנת 2014, השחקניות בענף הציגו שחיקה נוספת בתוצאות. דור אלון רשמה שחיקה ברווחיות מול

תקופה מקבילה אשתקד, כפי שנמדדת באמצעות יחס רווח תפעולי/רווח גולמי, נוכח רמת המרווחים הנמוכה בסולר וגידול בסעיף הוצאות ומכירה ושיווק עם פתיחת תחנות אשר אינן בהנבה מלאה. בצד הקמעונאות, עיתוי הפסח משפיע לשלילה על תוצאות הרבעון מול תקופה מקבילה אשתקד.

בדומה לשחקניות הנוספות בענף, ניצבת דור אלון בפני אתגרים בסביבה העסקית. להערכת מידרוג, התחרות בענף תיותר ברמה גבוהה ברבעונים הקרובים, בדומה לשנה האחרונה, ותוסיף לאתגר את רווחיות החברה. ארגז הכלים העומד לרשות החברה במצב עולם של האטה והתעצמות התחרות הינו מצומצם. יחד עם זאת, הישענות החברה על מספר תחומי פעילויות מאפשרת גמישות ופיזור הסיכון על מספר תחומי פעילות. אנו מצפים להמשך יישום מדיניות יציבה, שמרנית ועקבית בניהול החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2014 החברה תציג תוצאות דומות לשנת 2013, מחד - גידול כמותי של כ- 2%-3% בהיקף צריכת הדלקים ואספקת גז למפעל סוגת החל מיוני 2014 יגדילו את היקף התזרים. מנגד-הערכתנו למרווחים נמוכים בעיקר בסולר ורמת תחרות גבוהה יכבידו על התזרים התפעולי.

רמת המינוף של החברה גבוהה, יחסית לרמת הדירוג, כפי שמתבטאת ביחסי כיסוי איטיים יחסית. החברה מציגה יחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA (על בסיס איחוד יחסי, מותאם חכירה תפעולית והוצאות עמלות סליקה) של 8.1 ליום 31.03.2014 ויחס כיסוי חוב ל-FFO של 12.3, זאת, בהשוואה ל- 7.8 ו- 11.7, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. אנו מצפים כי החברה תציג לאורך זמן יחס כיסוי של חוב ל- EBITDA (מותאם חכירה תפעולית והוצאות עמלות סליקה) של כ- 7.5-7 ל-FFO בטווח של 10-12, על מנת לשמור על הדירוג הקיים.

יחס כיסוי  $EBIT/Adj\ Gross\ Finance$  <sup>1</sup> הנו כ-1.2 והוא צפוי להשתפר בצורה מתונה, בעיקר נוכח הערכתנו לירידה מסוימת בהוצאות המימון.

נזילות החברה וגמישותה הפיננסית סבירות ונסמכות על מסגרות אשראי פנויות בהיקף מהותי, לתמיכה בצורכי מיחזור החוב בשנים הקרובות ולמימון הון חוזר, חלקן הגדול חתום וכן על יתרות מזומן בהיקפים סבירים. אופק הדירוג היציב מושתת על הערכתנו ליציבות התוצאות הכספיות ועמידה ביחסים הפיננסיים הנדרשים לדירוג. שחיקה נוספת בתוצאות הכספיות ואי עמידה ביחסי הכיסוי הנדרשים לרמת הדירוג, עלולה להוביל להורדת הדירוג.

### דור אלון - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪<sup>2</sup>

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	Q1-2013	Q1-2014	
איחוד יחסי	איחוד יחסי	IFRS 11	IFRS 11	IFRS 11	IFRS 11	
4,330	5,338	5,815	5,180	1,344	1,202	<b>הכנסות, נטו</b>
183	174	146	135	37	27	<b>רווח תפעולי</b>
21.3%	19.8%	18.3%	17.1%	19.2%	14.1%	<b>רווח תפעולי / רווח גולמי</b>
92	113	111	82	22	15	<b>הוצאות מימון נטו</b>
93	60	33	46	13	9	<b>רווח נקי</b>
202	152	147	199	266	235	<b>יתרות נזילות</b>
1,614	1,794	1,762	1,615	1,769	1,688	<b>חוב פיננסי</b>
16.2%	15.3%	16.7%	17.7%	16.3%	17.8%	<b>הון עצמי למאזן</b>
280	270	233	223	58	48	<b><sup>1</sup>EBITDA</b>

<sup>1</sup> היחס הינו הרווח התפעולי ע"ב איחוד יחסי, בניכוי עמלות מכירה, לפני הכנסות/הוצאות אחרות, מחולק בהוצאות המימון ברוטו.  
<sup>2</sup> נתונים לשנים 2012, 2013 הינם על בסיס שיטת האקוויטי (IFRS11), חלף איחוד יחסי בשנים 2009-2011. הרווח התפעולי על בסיס שיטת האיחוד היחסי לשנים 2012 ו-2013 נאמד לכ-164 מיליון ₪ וכ-153 מיליון ₪, בהתאמה.

169	138	140	134	33	21	FFO
(132)	(104)	(78)	(85)	(19)	(16)	Capex
(25)	(55)	-	(45)	-	-	DIV
6.9	7.7	8.3	8.2	8.1	8.3	חוב פיננסי ל-EBITDA <sup>3</sup>
10.4	12.4	12.3	11.9	12.4	12.9	חוב פיננסי ל-FFO
6.9	7.7	7.7	7.5	7.8	8.1	חוב פיננסי ל-EBITDA <sup>4</sup> מותאם
10.4	12.4	12.1	11.6	11.7	12.3	חוב פיננסי ל-FFO מותאם

### נתונים על תחנות תדלוק וחניות נוחות

2009	2010	2011	2012	2013	Q1-2014	
183	189	196	202	206	209	מספר תחנות תדלוק
168	183	198	209	215	216	מספר חניות נוחות ו-AM:PM

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

#### מעמד עסקי גבוה בענף בעל רמת סיכון בינונית

ענף שיווק הדלקים בישראל מאופיין בביקוש יציב וקשיח יחסית ובחסימי כניסה גבוהים, הנובעים מרגולציה בקשר עם רישוי תחנות חדשות, מרמת השקעות גבוהה וריתוק אשראי בהיקפים מהותיים לצורכי הון חוזר. הענף מאופיין בצמיחה מתונה בביקוש לדלקים, שפוצתה עד כה באמצעות פיתוח תחום חניות הנוחות. רמת התחרות גבוהה ומתעצמת מעת לעת. התחרות מתמקדת במחירי הסולר, בחוזים מול ציי הרכב הגדולים וכן בתחרות אזורית מול רשתות דיסקאונט. הורדת מרווח השיווק לקראת סוף שנת 2011 ביטאה את סיכון הרגולציה המאפיין את הענף. הפגיעה התמתנה כבר במחצית השנייה של 2012 באמצעות צמצום הנחות ודעיכת הלחצים על מרווח הסולר וכן נוכח התייעלות בהוצאות התפעול. הצמיחה בחניות הנוחות (תוך צמיחה משמעותית של מכירות חניות זהות) תרמה אף היא לשורת הרווח. החברות הגדולות בענף נקטו בצמצום אשראי לקוחות (בעיקר חוץ-תחנה) חד פעמי, באופן שהוזיל את עלויות המימון (אף כי הוביל לפגיעה מסימת ברווח הגולמי) ובירידה ברמת ההשקעות. בשנה הקרובה אנו מניחים גידול בצריכת הדלקים במשק של 2%-3%. להערכת מידרוג התחרות בענף תיוותר ברמה גבוהה ברבעונים הקרובים, בדומה לשנה האחרונה.

פרופיל סיכון האשראי של החברה מושפע לטובה מהיותה בעלת נתח שוק משמעותי של כ-18% במספר התחנות. נכון ליום 31/12/2013 מונה דור אלון כ-209 תחנות דלק בפריסה ארצית. כמו כן מחזיקה החברה ברשת חניות הנוחות אלונית המונה כ-170 נקודות מכירה, מרביתן בתוך תחנות הדלק וברשת AM-PM, המונה כ-46 סניפים במרכזי הערים. המיצוב העסקי מתבסס על פריסה ארצית רחבה של תחנות הדלק, נוכחות בכביש 6, נתח שוק גבוה בתחום הסדרי התדלוק, וכן שיעור בולט יחסית לענף של תחנות בהפעלה עצמית (כ-85%).

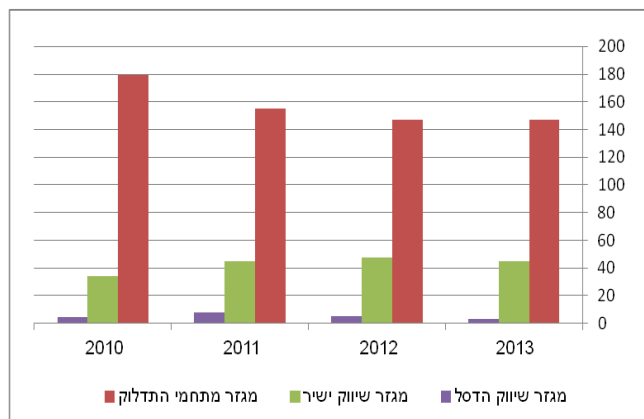
<sup>3</sup> יחס הכיסוי מחושב ע"פ הדוחות הכספיים ולאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית, ע"פ מתודולוגיית מידרוג. יחס הכיסוי כולל גם התאמת הוצאות עמלות הסליקה ל-EBITDA וזאת לצורכי השוואה מול החברות בענף.

<sup>4</sup> יחס הכיסוי המתואם מחושב ע"ב נתוני איחוד יחסי של החברה לא מבוקרים כפי שנמסרים למידרוג ועם התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית, וכן התאמת הוצאות עמלות הסליקה ל-EBITDA ראה גם הערה (1) לעיל וזאת לצורכי השוואה מול החברות בענף.

### שחיקה מתונה בפעילות החברה

מגזר מתחמי התדלוק, המהווה כ- 80% מתוך סך הרווח התפעולי, חשוף לרגולציה, תנודתיות במחירי הדלקים ושערך מלאי. המגזר הציג עלייה כמותית של כ- 3% במכירות הדלקים, אשר קוזזו נוכח ירידה במחירי הדלקים. בקמעונאות נרשם SSS חיובי. התחרות במגזר זה גבוהה ומתמקדת במחירי הסולר, בחוזים עם הציים הגדולים ומועדוני הלקוחות ובחידוש חוזי חכירה. החברה רשמה שחיקה במרווח הגולמי ברבעון ראשון 2014, בהמשך לשחיקה שנרשמה במהלך שנת 2013 וזאת בהשוואה לשנים קודמות. הסיבה לכך הינה עלייה ברמת התחרות בתחום הסולר ונוכח תהליך הפחתת אשראי הלקוחות אשר החברה ערכה במהלך שנת 2013, והינו חלק מתמחור המרווח הגולמי, תהליך זה הקטין את המרווח הגולמי ומנגד הקטין את הוצאות המימון של החברה.

#### דור אלון: רווח מגזרי, במיליוני ₪



פעילות השיווק הישיר מורכבת בעיקרה מפעילות דורגז ומפעילות סולר חוץ - תחנה. פעילות דור גז ברבעון ראשון 2014 רשמה גידול ניכר בהכנסות. לעומתה, פעילות לקוחות החוץ תחנה כרוכה בריתוק הון חוזר בהיקפים משמעותיים ובחשיפה לסיכון האשראי. עיקר הקיטון במכירות במהלך שנת 2013 נבע מהפסקת אספקות לרש"פ. השחיקה ברווחיות הגולמית של המגזר היא כאמור על רקע התחרות הגבוהה השוחקת את מרווח הסולר וכן נוכח קיצור הפחתת ימי אשראי לקוחות למול קיטון בהוצאות המימון, כמצויין לעיל.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, בשנת התחזית החברה תציג גידול של כ- 2%-3% בכמות הליטרים הנמכרים, בעיקר בתחום הסולר והתקני התדלוק ותשמור על רמת מרווחים נמוכה בתחום הסולר בדומה לחציון שני 2013, נוכח רמת תחרות גבוהה. כמו כן, אנו מעריכים צמיחה בתחנות ובמכירות חנויות הנוחות. בשנת 2013 פתחה החברה ארבע תחנות תדלוק אשר עתידות להניב בצורה מלאה בשנת 2014. בשנת 2014 החברה צפויה לפתוח ארבעה מתחמים חדשים נוספים.

#### יחסי כיסוי איטיים לרמת הדירוג המושפעים מתזרים חופשי נמוך

התזרים הפרמננטי של החברה עדיין מושפע לשלילה מרווחיות נמוכה, לצד הוצאות מימון גבוהות יחסית, הנובעות מרמת המינוף הגבוהה. יחס כיסוי EBIT/Adj Gross Finance בשנים 2011-2013 הינו כ-1.2. אנו מצפים כי החברה תציג שיפור ביחס זה בשנות התחזית. התזרים הפרמננטי FFO בניכוי השקעות הוניות CapEx (כולל בעיקר השקעות ברכוש קבוע) הסתכם בשנת 2013 בכ-50 מיליון ₪ ובניכוי דיבידנד הסתכם לכ- 10 מיליון ₪. לשנת 2014 אנו מעריכים תזרים FFO-CapEx-DIV גבוה יותר, בטווח של 30-50 מיליון ₪. הערכתנו לשמירה על EBITDA דומה לשנת 2013 בניטרול הפסדי המלאי (כ-230 מיליון ₪), קיטון בהוצאות המימון בשל הקטנת החוב וירידת הריבית המשתנה, שמירה על רמת השקעות ברכוש קבוע דומה לשנת 2013 ודיבידנד מתון לעומת שנת 2013.



בשנתיים וחצי האחרונות השקיעה החברה כ-25 מיליון ₪ בפרויקט הסבת מפעל לשימוש בגז טבעי. ללא השקעה זו, כמחצית מהשקעות ההוניות של החברה הינן לצורך שמירה על הקיים והמחצית השנייה לפתיחת מתחמים חדשים ואיכות הסביבה. להערכתנו, החל משנת 2014, היקף ההשקעות ההוניות יהיה עד גובה הפחת השנתי.

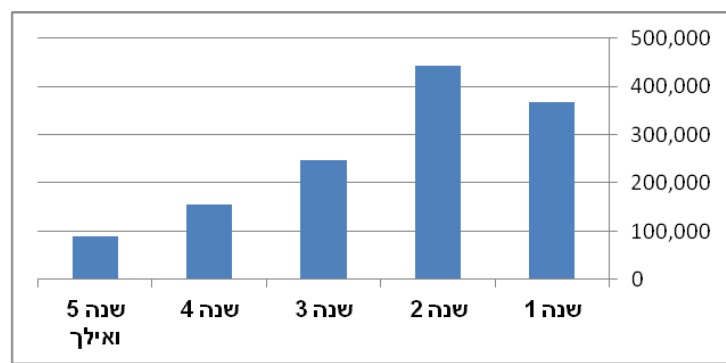
אנו מעריכים כי יחסי הכיסוי של החברה יעמדו בשנת 2014 על רמה דומה לזו של שנת 2013, תוך שיפור קל, עם יחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA בטווח של 7.0-7.5 ויחס חוב פיננסי מותאם ל-FFO בטווח של 1.1-1.2. יחסי כיסוי אלו איטיים לרמות הדירוג, אך נתמכים במרכיב גבוה של הון חוזר תפעולי.

מידרוג רואה בחיוב את רמת הנזילות של החברה. לחברה רמת נזילות טובה והיא שומרת על יתרות נזילות בהיקף מהותי לאורך זמן. להערכתנו החברה תמשיך לשמור על יתרות נזילות בין 100-200 מיליון ₪ בשנים הקרובות לצורך הפעילות השוטפת. בנוסף, נזילות החברה נתמכת במסגרות בנקאיות פנויות. נכון למועד דו"ח זה, לחברה כ-1.6 מיליארד ₪ מסגרות אשראי בבנקים שונים מתוכן כ-60% חתומות וכ-30% מסגרות פנויות וחתומות. החברה שומרת על יתרות נזילות בהיקף מהותי לאורך השנים. נכון ליום 31.03.14 לחברה יתרת הלואה לחברת האם, במסגרת הסכם יתרות הדדיות בסך של כ-120 מיליון ₪ נטו מתוך הסכם מסגרת כולל של כ-150 מיליון ש"ח.

החברה חילקה דיבידנד מצטבר בסך של כ-125 מיליון ₪ בשנים 2009-2013, אשר מעיב על האיתנות הפיננסית של החברה (כפי שמתבטאת ביחס ההון למאזן), אשר, להערכת מידרוג, הינה נמוכה לרמת הדירוג של החברה. מידרוג מצפה לשיפור ביחס ההון למאזן לצורך שמירה על רמת הדירוג הנוכחית.

תזרים המזומנים החופשי (FCF) של החברה הסתכם בסך של 170 מיליון ₪ לשנת 2013 לעומת תזרים חופשי של כ-29 מיליון ₪ לשנת 2012. היקף התזרים החופשי הושפע בעיקר מהקיטון החד פעמי בהון החוזר וכן מירידה במחירי הדלקים. מנגד, חלוקת הדיבידנד העיבה על התזרים החופשי. החברה משקיעה בממוצע בגובה הפחת השנתי. להערכת מידרוג, במהלך שנת 2014 לא צפויה החברה להציג קיטון נוסף בהון החוזר. צרכי פירעון קרן החוב לזמן ארוך בשנת 2014 מסתכמים בכ-365 מיליון ₪ (כ-213 מיליון ₪ קרן אג"ח). בשנים האחרונות, כמו גם כצפוי בשנת 2014, שירות החוב מתבסס על מיחזור חוב.

**לוח סילוקין של החברה לז"א ליום 31.03.2014 (\*)**



(\*) לא כולל אשראי בנקאי מתגלגל לז"ק בהיקף של כ-385 מיליון ₪ ליום 31.03.2014

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

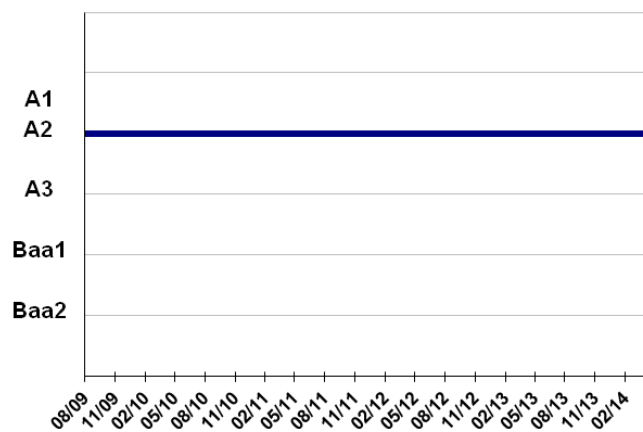
- הורדה משמעותית של רמת המינוף, תוך שיפור מהותי ביחס הכיסוי.

### גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- אי שיפור מתמשך ביחס החוב הפיננסי המותאם ברוטו ל-EBITDA, ע"ב ארבעת הרבעונים האחרונים, לטווח של 7.5-7.0 (היחס ע"ב נתוני איחוד יחסי מותאם להוצאות חכירה תפעולית ולהתאמת עמלות הסליקה).
- שחיקה נוספת בתוצאות הכספיות וברווחיות החברה.
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.

## אודות החברה

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה"), הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב. החברה מוחזקת בשיעור של 78.43% ע"י אלון רבוע כחול- ישראל בע"מ ("רבוע כחול" או "החברה האם"), שהינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו-יורק. החברה, יחד עם החברות הבנות שלה, עוסקת בפיתוח, הקמה והפעלה של תחנות תדלוק ומרכזים מסחריים בסמיכות להם וכן, בשיווק של מוצרי דלק ומוצרי צריכה אחרים בתחנות תדלוק ומחוץ לתחנות. מגזר מתחמי התדלוק והמסחר הינו מגזר הפעילות העיקרי של החברה, התורם כ-80% מהרווח התפעולי. הפעילות בו כוללת בעיקר פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות תדלוק ציבוריות בשם המותג "דור אלון", אשר מרביתן כוללות חנויות נוחות, בסמוך להן, בשם המותג "אלונית" ו-"סופר אלונית" וכן חנויות נוחות בקיבוצים ומושבים, הממותגות בשם "אלונית בקיבוץ/מושב". במגזר זה נכללת גם פעילות רשת AM:PM שנרכשה בחודש ינואר 2007. נכון למועד דוח זה, דור אלון מחזיקה ברשת מתחמי תדלוק, הכוללת 209 תחנות דלק ציבוריות בפריסה ארצית וכן 143 חנויות נוחות (אלונית) בתוך מתחמי התדלוק. בנוסף, החברה מפעילה 46 חנויות AM:PM ו-27 אלוניות בקיבוצים ובמושבים. מגזר הפעילות השני בחברה הינו השיווק הישיר, הכולל מכירה, שיווק והפצה של מוצרי דלק ישירות ללקוחות, לרבות אספקה של גפ"מ למשקי בית ותעשייה. מגזר הפעילות השלישי בחברה הינו מגזר שיווק דלק סילוני, הכולל שיווק של דלק סילוני לחברות תעופה אזרחיות. כמו כן, לחברה פעילות בתחום תחנות הכוח והשקעה בחברה כלולה, המפעילה תשתית תדלוק בנתב"ג. ביום 20 במאי 2014, הודיעה החברה על מינוי עודד בלום כמנכ"ל משותף יחד עם ישראל יניב לחברת דור אלון.



דוחות קשורים

דוח דירוג - פעולת דירוג ינואר 2013

ענף שיווק הדלקים - דו"ח מיוחד, יולי 2011

מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013

מתודולוגיה - "מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים", נובמבר 2010.

תאריך דוח: 28.05.2014



**רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:**

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

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

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014

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](http://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 במישורין רק לסיכונים 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 צריכים 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 שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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 (Moody's 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.