

# דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | אפריל 2019

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג ראשי  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות  
[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 קובעת דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ה' ו-ו') שהנפיקה דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה") וכן לאגרות חוב (סדרה ז) שתנפיק החברה בסדרה חדשה בסך של עד 250 מיליון ש"ח ערך נקוב. 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'

### שיקולים עיקריים לדירוג

הפחתת מרווח השיווק מחדש מאי 2018, לא ערערה את הענף, שהציג שנה של יציבות נוכח צעדי התייעלות ועם רוח גבית חזקה מצד חנויות הנוחות. 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. ענף שיווק הדלקים מאופיין, להערכת מידרוג, בסיכון עסקי נמוך-בינוני. הענף מאופיין בביקושים יציבים ובחסימי כניסה גבוהים יחסית. בו בזמן, הענף מושפע מתחרות המתמקדת במחירי המכירה נוכח אחידות המוצרים, מרגולציה לא מבוטלת ומצורכי השקעה גבוהים. שיעורי הרווחיות בענף מוגבלים נוכח לחצים רגולטוריים ותחרותיים על מרווחי השיווק ומבנה הוצאות קשיח יחסית.

לחברה פעילות רחבה יחסית בתחום חנויות הנוחות בהשוואה ליתר השחקניות בענף, זיכיון להפעלת מתחמי תדלוק בכביש 6 ופעילות משמעותית בתחום הגפ"ם והגז הטבעי. בשנה האחרונה הציגה החברה צמיחה בתחום חנויות הנוחות בעיקר נוכח מעבר למכירת סיגריות בצורה ישירה. גם בנטרול מכירת הסיגריות הציגה דור אלון צמיחה של כ-5.5% במכירות חנויות נוחות בעיקר נוכח השבחת החנויות שיפור תנאי הסחר ומדיניות התימחור שלה. אסטרטגיית החברה בשנים האחרונות הנה לפתח זרועות נוספות מעבר לפעילות הדלק דבר התורם לפיזור הסיכונים וזאת בעיקר בעיתות של פגיעה בסגמנט הליבה. ברבעון רביעי 2019 צפויה החברה להתחיל בהפעלת תחנת הכוח בקריית גת בשטח שבבעלותה בצמוד למפעל סוגת. התחנה מספקת חשמל פרטי קונבנציונלי בהספק כולל של 73 מגוואט. נכון לתחילת החודש החברה דיווחה על הסכם לרכישת אחזקת השותף בפרויקט, כך שהחברה צפויה להחזיק בבעלות מלאה בפרויקט. אנו מניחים הנבה מלאה בגין התחנה בשנת 2020. איננו מניחים חלוקת דיבידנד מהתחנה מעבר להחזר הלוואות בעלים עד לתום שנת 2021.

אנו מניחים כי החברה תשמור על רווחיות המגזרים שלה בשנת 2019. שיעורי הרווחיות של החברה סבירים ביחס לענף והולמים את רמת הדירוג. שיעור הרווח התפעולי לרווח הגולמי (בנטרול רווחי/ הפסדי מלאי) צפוי לנוע בטווח שבין 11.0% ל-12.0% בטווח הזמן הקצר, בדומה לממוצע תלת שנתי.

אסטרטגיית החברה כוללת התפתחות בתחומים שונים לרבות אנרגיה, קמעונאות מזון והשבחת נדל"ן לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים וגוון מקורות התזרים. אלו נעשו דרך השקעות בפיתוח תחנת כוח והשקעה בפיתוח הנדל"ן בדגש על מתחם אלוני ים וכפר סבא. השקעות אלו הובילו לעלייה ברמת החוב החל משנת 2017, ובנטרול השקעות אלו ניתן לראות מגמת ירידה ברמת החוב לאורך החמש שנים האחרונות, תוך שינוי מגמה ועלייה קלה בשנה האחרונה. פרויקטים אלו, אשר צפויים להניב רק בממוצע בטווח הבינוני, מעיבים אף על יחסי הכיסוי. מינופה המאזני של החברה כפי שנמדד ביחס חוב ל-CAP מותאם IFRS 16 נאמד לכ-73.6%, גבוה לרמת הדירוג. המשך השקעות הוניות ברמה גבוהה יחסית בעיקר בפיתוח הנדל"ן יחד עם חלוקת דיבידנדים צפויים להוביל להערכת מידרוג לתזרים חופשי (FCF) שלילי בשנה הקרובה ועלייה נוספת ברמת המינוף.

יחסי הכיסוי המותאמים חוב ל-EBITDAR ול-FFOR צפויים לעמוד להערכת מידרוג, בטווחים שבין 6.0 ל-7.0, ובין 8.0 ל-10.0, בהתאמה (ובנטרול תחנת הכוח 5.0-6.0 ו-8.0-9.0, בהתאמה), והינם איטיים ביחס לדירוג. הטווח העליון של היחסים לוקח בחשבון את תרומת תחנת הכוח החל משנת 2020. כמו כן, מידרוג מביאה בחשבון כי החוב הפרויקטלי מאופיין באופן אינהרנטי ביחסי כיסוי ארוכים בשל מאפייניו כנכס תשתיתי (חוב ל-18 שנה).

מידרוג צופה בטווח הנראה לעין חלוקת דיבידנדים שוטפים לבעלי המניות בחברה בהיקף של כ-70-60 מיליון ₪. מעבר לכך, תשלומי דיבידנדים נוספים יעמדו כנגד מימוש נכסים. עלייה בהיקף החלוקות במידה שתפר את האיזון שאפיין את החברה עד כה, בין צרכי בעלי המניות לבין בעלי החוב, ותעלה את רמת המינוף מעבר להערכת מידרוג, עלולה ליצור לחץ שלילי על הדירוג. מנייתם נזילות החברה, המקורות העיקריים של החברה לשנת 2019 כוללים מזומן יתרת פתיחה הנאמד לכ- 90 מיליון ₪, פיקדונות בהיקף של כ-17 מיליון ₪, תיק ניירות ערך הנאמד לכ-155 מיליון ₪ ומקורות מפעילות (FFO) בטווח של 160-180 מיליון ₪. השימושים העיקריים של החברה כוללים חליות חוב של כ-290 מיליון ₪ (ללא סך של כ-200 מיליון ₪ הלוואה בגין מימון פרויקט אלוני ים וכולל הרחבת אג"ח ו), השקעות הוניות בהיקף של כ-90 מיליון ₪ ללא פרויקט פיתוח אלוני ים וכפ"ס ותשלום דיבידנד שוטף בהיקף של כ-60 מיליון ₪ (שבוצע במהלך פברואר 2019). בנוסף החברה מתעתדת לגייס אגרות חוב בהיקף של עד כ-250 מיליון ₪ ע.ג. למיחזור ולעיבוי הנזילות. לחברה מסגרת אשראי פנויות וחתומות בהיקף של כ-550 מיליון ₪ ליום 31.12.2018. החברה עומדת באמות מידה פיננסיות שהציבו המממנים במרווח מספק.

**דור אלון (מאוחד): נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)\***

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	
801	833	855	856	876	רווח גולמי
130	139	139	108	126	רווח תפעולי
13.0%	13.9%	13.5%	9.8%	11.5%	רווח תפעולי / רווח גולמי **
80.7%	78.3%	70.7%	73.4%	73.6%	חוב פיננסי ברוטו מותאם לקאפ מותאם ***
6.2	5.5	4.8	5.9	7.2	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR מותאם ***

\* בנטרול רווחי/הפסדי מלאי

\*\* בנטרול עמלות כרטיסי אשראי מהרווח התפעולי

\*\*\*יחסי הכיסוי והמינוף מחושבים על ידי מידרוג על בסיס הרווח התפעולי בניטרול רווחי/הפסדי מלאי ואיחוד של חברות ופעילויות בהן לחברה שיעור החזקה של 50% ואשר אינן מאוחדות בדוחות הכספיים המאוחדים. נתוני האיחוד היחסי נמסרים למידרוג על ידי החברה והם אינם מבוקרים. כמו כן, יחסי הכיסוי והמינוף מוצגים לאחר התאמת היון להוצאות חכירה תפעולית לטווח ארוך.

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**הפחתת מרווח השיווק לא ערערה את הענף, שהציג שנה של יציבות עם רוח גבית חזקה מצד חנויות הנוחות**

דלקים לתחבורה מוגדרים על ידינו כמוצרי בסיס המצויים בשימוש יומיומי אשר הביקוש אליהם חשוף במידה נמוכה למחזוריות הכלכלית. בד בבד, פוטנציאל הצמיחה בענף שיווק הדלקים מוגבל למדי, ונגזר מקצב גידול האוכלוסייה, הגידול בנסועה ובמידת מה גם צמיחה כלכלית ושיעורי אבטלה. בשנת 2018 השוק הציג צמיחה כמותית בבנזין של 0.15% למול שנת 2017 (צמיחה של כ-2.04% בשנת 2017 למול שנת 2016). חברות הדלק פועלות בעיקר לשידרוג תחנות והגדלת ההכנסות בתחום חנויות הנוחות (מוצרים ושירותים נוספים) ושירותי סובב תחנה. פעילות חנויות הנוחות בתחנות לרווחיות הענף. התפתחויות טכנולוגיות בתחום הרכב כדוגמת הרכב החשמלי עשויות לאיים על ענף שיווק הדלקים בטווח הארוך, אך קיימת אי וודאות לגבי קצב החדירה של טכנולוגיות אלה וככל שאלו יתפתחו, ייבחנו במסגרת הדירוג. משרד האנרגיה הציב את הרחבת השימוש בתחליפי דלקים כמשימה אסטרטגית, במטרה כי עד לשנת 2025 כלי רכב חשמליים יהווה כ-6% מצי הרכב בישראל (לעומת שיעור אפסי כיום) וכ-16% ממסירות כ"ר חדשים<sup>1</sup>. בכוננת משרד האנרגיה לעודד זאת באמצעות עידוד פריסה של תחנות טעינה פרטיות וציבוריות. ענף הדלקים בישראל מאופיין בריכוזיות גבוהה יחסית, כאשר פז (23%), דלק (20%), סונול (19%) ודור אלון (18%), חולשות יחד על כ-80% מהתחנות הציבוריות (זאת לעומת 86%-88% לפני כעשור). הריכוזיות נובעת בין היתר מחסמי כניסה גבוהים הכוללים תהליכי רישוי ממושכים והשקעות הוניות כבדות בהקמת תחנות ובהון חוזר. הרגולציה בענף הדלקים הנה הדוקה, בעיקר במסגרת דרישות רישוי תחנות והשקעות הוניות בתחומי ההגנה על הסביבה, המעלות את חסמי הכניסה לענף. הגידול השנתי במספר תחנות הדלק הציבוריות בישראל עמד על כ-2.2% לשנה בממוצע לאורך השנים, המהווים תוספת של כ-20 תחנות בממוצע לשנה<sup>2</sup> - גידול מתון

<sup>1</sup> ראה הודעת דוברות משרד האנרגיה מיום 13.06.2018.

<sup>2</sup> מבוסס על עיבודי מידרוג לנתוני משרד האנרגיה (מינהל הדלק) על מספר תחנות דלק ציבוריות בישראל בסוף שנת 2017 לעומת סוף שנת 2010.

יחסית שנרשם ברובו בקרב מפעילים עצמאיים (המחזיקים תחנה בודדת או מספר תחנות) ובקרב רשתות קטנות. התחרות בענף בינונית ורשמה התמתנת בשנתיים האחרונות ומתמקדת בעיקר במחירי הבניין והסולר בחוזים מול ציי הרכב הגדולים וכן בתחרות אזרית מול רשתות דיסקאונט.

בחודש אפריל 2018, במסגרת הפיקוח הרגולטורי על מרווחי השיווק בענף, החליטה "וועדת המחירים" במשרד האנרגיה על הורדת מרווח השיווק המפוקח לליטר בנזין 95 בשירות עצמי ב- 4.7 אג' (בהשוואה להמלצה מקורית על הפחתה של 8 אג') בתוקף מיום 1.05.2018. נראה כי בפרספקטיבה של שנה החברות הצליחו להתמודד עם הגזירה דרך מנעד כלים שיישמו על מנת לצמצם חלק ניכר מהפגיעה במרווח בעיקר בדמות צמצום הנחות ללקוחות ושיפור בביצועים של חנויות הנוחות, רגל אשר לא נפגעה כתוצאה מהמהלך. בשלב זה נראה כי מפת התחרות בשוק הדלק נותרה דומה וזאת על אף החלתן של תקנות "ההתקן האוניברסלי", במהלך שנת 2018. אנו מניחים כי תהליך המעבר של לקוחות בין חברות הדלק השונות כתוצאה מההתקן האוניברסלי צפוי להיות הדרגתי ולקבל ביטוי בשינוי נתחי השוק של החברות במידה מתונה אם בכלל וזאת לאורך זמן.

### **מיצוב עסקי בולט לטובה בענף עם פריסה רחבה, מיתוג חזק והצעת ערך מלאה**

מגזר מתחמי התדלוק הינו המגזר הדומיננטי בחברה, ונכון ליום 31.12.2018 הפעילה החברה 211 תחנות דלק הכוללות ברובן חנויות נוחות ומהוות נתח שוק של כ-18% מכלל תחנות הדלק הציבוריות בישראל. מרבית התחנות מצויות בהפעלה עצמית של החברה ורק מיעוטן תחנות אספקה, המאופיינות ברווחיות נמוכה יותר. גודלה של החברה, הנמדד על ידינו במספר תחנות הדלק הציבוריות, בהיקף הליטרים ובמכירות בחנויות הנוחות, מהווה להערכתנו גורם חיובי בדירוג, אשר מקנה יתרונות לגודל ברכש דלקים וסחורות וכן עשוי להקנות הגנה טובה יותר בפני זעזועים בסביבה העסקית. 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" ו-"AM-PM". בד בבד, בהיותה הצעירה והקטנה מבין חברות הדלקים הגדולות, לחברה חסרה נוכחות בחלק מאזורי הארץ הוותיקים והמרכזיים יותר, ולהערכתנו הדבר פוגע בפעילותה בפלח השוק של התקני התדלוק. היקף הליטרים שנמכרו על ידי החברה בתחנות בהפעלה עצמית בשנת 2018 ללא שינוי מהותי ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, וזאת לאחר גידול מתון שנה קודם לכן. בשנת 2018 מכירות חנויות הנוחות גדלו בשיעור של 25.6%. הגידול נובע בחלקו ממעבר למכירת סיגריות בצורה עצמאית חלף זכיינות. בנטרול מרכיב הסיגריות מדובר בגידול של כ-5.5% במכירות חנויות זהות אשר מוסבר בגידול בכניסות לחנויות, הגידול בצריכה הפרטית ושינוי תמחור. החברה משקיעה בהסבת חלק מחנויות הנוחות למודל "סופר" אשר מכיל בנוסף מכירות של פירות ירקות וסל מוצרים נוספים. המאמצים הנ"ל עומדים בקנה אחד עם האסטרטגיה של הגדלת הרווח של סגמנט הקמעונאות. הכנסות מגזר "חנויות עצמאיות", הכולל את רשת AM-PM ורשת "אלונית בקיבוץ", הראו צמיחה של כ-18% במהלך השנה, אשר רובה נבעה מצמיחת רשת AM-PM ומכניסה לשותפות בסופר הדוכן בגן שמואל. במכירות חנויות זהות, צמיחה רובסטית למול זו אשר אפיינה את השנים הקודמות. רשת AM-PM סינרגטית לפעילות חנויות הנוחות שבתחנות, אולם פועלת בסגמנט המאופיין בתחרות חזקה יותר.

התחרות במגזר השיווק הישיר גבוהה יותר בהשוואה למגזר מתחמי התדלוק והמסחר, בשל היעדרם של יתרונות יחסיים בולטים. יחד עם זאת, מגזר זה כולל את פעילות הגפ"מ באמצעות דור-גז, המאופיינת ברווחיות גבוהה יחסית. בשנה האחרונה החברה הציגה עלייה ברווח המיוחס למגזר בעיקר מתחום פעילות שיווק הגפ"מ למגזר הביתי.

### **השחיקה הנמשכת ברווחיות הדלקים לצד גם צמיחה מתונה מובילות את החברה לתור אחר מנועי צמיחה**

בהתבסס על הערכת מידרוג לגידול מתון במצבת כלי הרכב בישראל, מידרוג מניחה בתרחיש הבסיס צמיחה אורגנית של 0%-2% בכמויות הליטרים של בנזין וסולר, בשל ההערכה לגידול מתון בנוסעה. כמו כן מידרוג מניחה כי הגידול בכניסות לתחנה והתחזית לצמיחה בצריכה הפרטית יתמכו בצמיחה מתונה גם במכירות הקמעונאיות ובמכירות חנויות הנוחות אשר צפויה להתמתן על כ-3%-3.5% חלף צמיחת חנויות זהות של כ-5.5% אשר אפיינה את השנה החולפת.

למרות הפגיעה כאמור במרווח השיווק, הציגה החברה שיפור ברווח הגולמי הכולל בין השנים 2017 לשנת 2018 נוכח פעולות אשר הביאו למיתון השפעת הורדת המרווח ובראשם צמצום הנחות ללקוחות. בנוסף, חנויות הנוחות הפגינו צמיחה במכירות וברווחיות עם

מספר מהלכים הכוללים מעבר למכירת סיגריות בצורה ישירה חלף זכיינות, שינוי תמחור, הנבה מלאה של מתחם עין שמר והסבת מספר סניפים של אלוניות למיני סופר, המאופיינות בתמהיל מוצרים גדול יותר. להערכתנו בשנת 2019 מגמה זאת אמורה להמשיך, כלומר ירידה במשקל הסגולי של הדלקים על חשבון התחזקות חנויות הנוחות.

ככלל, החברה נושאת במרכיב גבוה של הוצאות קבועות המכבידות על הרווחיות, ומהווה גורם שלילי בדירוג. הוצאות התפעול של החברה בשנת 2018 היו גבוהות משנת 2017, כשעיקר הגידול נבע מעלייה בשכר המינימום וזאת בהמשך למגמה משנים עברו. מנגד נציין כי העלייה בהוצאות השכירות של השנים האחרונות נבלמה בשנת 2017, והמשיכה לרדת בשנת 2018 אף נוכח רכישת הבעלות על שלושה מתחמים. בשנתיים הקרובות החברה מניחה פתיחה של מספר חנויות AM-PM וכן פתיחת מתחמים אשר עשויים להוביל לגידול בהוצאות השכירות, כך שאנו מניחים הוצאות שכירות כאחוז מהרווח הגולמי של כ-21% בשנות התחזית - עלייה קלה למול ממוצע תלת שנתי של כ-20%. שילוב גורמים אלו מוביל להערכתנו לרווח תפעולי מתוך רווח גולמי בשנות התחזית בטוח 11%-13%. אנו מניחים הנבה מלאה בגין תחנת הכוח בשנת 2020. איננו מניחים חלוקת דיבידנד מתחנת הכוח לחברה עד תום 2021, מעבר להחזר הלוואת בעלים.

### **פרויקט אלוני ים מעלה את פרופיל הסיכון העסקי - גידול בחוב אשר ההנבה בינו עודנה לא מקבלת ביטוי בתרומה ל-EBITDA**

אסטרטגיית החברה כוללת התפתחות בתחומי האנרגיה השונים וזאת לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים, גיוון מקורות התזרים והרווחיות והקטנת התלות במגזר הדלקים. בשנתיים האחרונות החברה מרכזת את מאמציה בהשבחת נדל"ן (פרויקט עין שמר, אלוני ים וכפ"ס) והקמת תחנת כוח בקריית גת. ייעוד התחנה הנו לספק חשמל פרטי קונבנציונלי בהספק כולל של כ-73 מגוואט. ביום 01.04.2019, דיווחה החברה על הסכם לרכישת חלקו של השותף בפרויקט בכפוף לאישורים הנדרשים. בתום הקמת הפרויקט, סך החוב צפוי להיאמד בכ-380 מיליון ₪ (נכון ליום 31.12.2018 עומד על כ-292 מיליון ₪). השלמת ההקמה של התחנה אמורה להסתיים בקרוב והחברה מעריכה התחלת הפעלה מסחרית ברבעון רביעי של 2019. בשלב זה ולקראת תחילת הפעלת הפרויקט אנו רואים ירידה בסיכון ההקמה ואנו מעריכים כי סיכון האשראי של הפרויקט אינו גבוה ביחס לסיכון האשראי של החברה. בנוסף החברה מפתחת את פרויקט אלוני ים כך שהחוב בגין הפרויקט צפוי לגדול (נכון ליום 31.12.2018 החוב נאמד בכ-290 מיליון ₪) ובטווח הבינוני הפרויקט צפוי להעיב על יחסי הכיסוי. פרויקט אלוני ים כולל היתר בנייה ל-63 אלף מ"ר שטחי משרדים ומסחר ו-47 אלף מ"ר שטחי חניה. בשלב זה מבוצעות בפרויקט עבודות דיפון וחפירה. החברה בוחנת חלופות לפיתוח או מימוש הפרויקט לצד מיצוי פוטנציאל נוסף הקיים בפרויקט.

הערכת מידרוג היא כי בשנת 2019 צפוי הרווח התפעולי המתואם בניטרול פחת והפחתות (EBITDA) להסתכם בטווח של 210-190 מיליון ₪ לשנה והמקורות מפעולות (FFO) צפויים לעמוד בטווח של 180-160 מיליון ₪ לשנה. בשנת 2020 אנו מניחים תוספת תרומה בגין תחנת הכוח. מידרוג מעריכה את היקף ההשקעות ההוניות של החברה ברמה שנתית של כ-90 מיליון ₪ ללא פרויקט פיתוח אלוני ים וכפ"ס. אנו מניחים חלוקת דיבידנד של כ-60 מיליון ₪ בכ"א מהשנים הבאות.

כל אלו עתידים להכביד על התזרים של החברה, ולהוביל להערכת מידרוג לתזרים חופשי (FCF) שלילי בשנה הקרובה אשר צפוי להיות חיובי בשנת 2020 עם תרומת תחנת הכוח.

מידרוג מניחה בשנות התחזית גידול נוסף ברמת החוב נוכח ההשקעות המתוכננות כנזכר לעיל. מעבר לכך, רמת החוב של החברה מצויה בקשר חיובי עם מחיר החבית וצורכי ההון החוזר הנגזרים ממנו.

מינופה המאזני של החברה, כפי שנמדד ביחס חוב ברוטו מותאם לקאפ מותאם, עלה במהלך השנה החולפת וליום 31.12.2018 עמד על שיעור של כ-73.6%, וצפוי להערכת מידרוג לעלות לרמה של כ-75% - גבוה יחסית לרמת הדירוג. יחסי הכיסוי המותאמים, חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR וחוב פיננסי מותאם ל-FFOR, נעו בטווח שבין 5.0 ל-7.0, ובין 7.0 ל-9.0, בהתאמה בשלוש השנים האחרונות. יחסי הכיסוי הואטו בשנה האחרונה בעיקר כתוצאה מהעלייה בחוב והם איטיים ביחס לדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיסי, יחסי הכיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR וחוב פיננסי מותאם ל-FFOR צפויים לנוע בטווח שבין 6.0 ל-7.0, ובין 8.0 ל-10.0, בהתאמה (בנטרול תחנת הכוח 5.0-6.0 ו-8.0-9.0, בהתאמה). הטווח העליון של היחסים לוקח בחשבון את תרומת תחנת הכוח החל משנת 2020. 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 כסוי ארוכים בשל מאפייניו כנכס תשתיתי.

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 שאפיינ את החברה עד כה, בין צרכי בעלי המניות לבין בעלי החוב, ותעלה את רמת המינוף מעבר להערכת מידרוג, עלולה ליצור לחץ שלילי על הדירוג.

**ניזלות הולמת הנשענת על יתרות ניזלות בהיקף משמעותי למול צרכי הפירעון לצד מסגרות אשראי ומיחזור חוב**

נכון ליום 31.12.2018 לחברה יתרות מזומנים בהיקף של כ- 88 מיליון ₪, פקדונות לשירות חוב בהיקף של כ- 17 מיליון ₪ ותיק ני"ע בהיקף של כ-155 מיליון ₪. התזרים החופשי השלילי הצפוי בטווח התחזית, כמתואר לעיל, ופירעונות חוב (כולל הרחבת אג"ח ו) בהיקף של כ- 290 מיליון ₪ בשנת 2019 וכ-220 מיליון ₪ בשנת 2020, אשר אמורים להיפרע דרך מיחזור חוב. החברה יוצאת בגיוס חוב בסך של כ- 250 מיליון ₪ דרך הנפקת אג"ח אשר צפוי לגשר על עודף השימושים על המקורות בשנה הקרובה. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנתמכת במסגרות אשראי חתומות בהיקף נרחב של כ- 550 מיליון ₪. 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 30% והיתרה בעיקר אג"ח קונצרני. כל נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים המממנים.

**אופק הדירוג**

**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- הורדה ברמת המינוף תוך שיפור מתמשך ביחס חוב פיננסי מותאם ל- EBITDAR נמוך מ- 5.0-6.0 לאורך זמן וכתלות גם בהיקף החוב הפרויקטלי

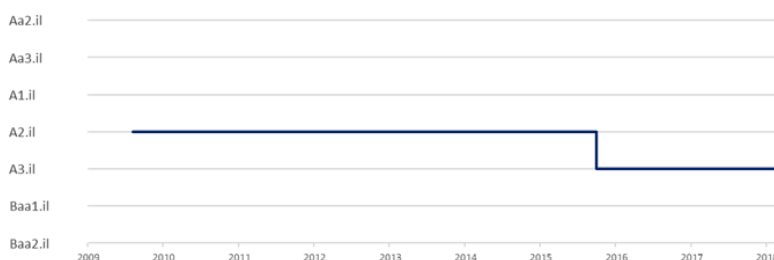
**גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:**

- חוב פיננסי מותאם ל- EBITDAR חורג מעל 8.0 לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע משמעותית 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. בעלת השליטה בחברה המחזיקה 69.93% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה הינה אלון רבוע כחול-ישראל בע"מ (Baa1.il) בבעלות מר מוטי בן משה. החברה עוסקת בפיתוח, הקמה והפעלה של תחנות תדלוק ומרכזים מסחריים בסמיכות להם וכן, בשיווק של מוצרי דלק, גז טבעי, מוצרי צריכה אחרים בתחנות תדלוק ומחוץ לתחנות ובהשכרת שטחי מסחר לצדדים שלישיים. מנכ"ל החברה הגו מר עודד בלום ויו"ר הדירקטוריון הגו מר ישראל יניב.

**היסטוריית דירוג**



**דוחות קשורים**

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

[דירוג חברות קמעונאות - דו"ח מתודולוגי, מאי 2016](#)

[התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - יולי 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

08.04.2019	תאריך דוח הדירוג:
26.02.2019	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 וכאלה 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 ביועץ 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 והיה 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>