

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2017

אנשי קשר:

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
niri@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני
Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות
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 שתנפיק דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה") בסך של עד 150 מיליון ₪ ערך נקוב באמצעות סדרה חדשה של אגרות חוב (סדרה ו'). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01.12.2017	יציב	A3.il	1115245	ג'
01.07.2023	יציב	A3.il	1136761	ה'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי טוב הנובע מהיקף פעילות רחב ונתח שוק יציב של כ-18% מסך תחנות התדלוק הציבוריות, פריסה ארצית רחבה של המתחמים הקמעונאיים ויתרונות יחסיים הכוללים שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית ותרומה גבוהה של חנויות הנוחות בתחנות הדלק.

ענף קמעונאות הדלקים בישראל מאופיין על ידינו בסיכון נמוך-בינוני ומתאפיין בביקושים יציבים, בריכוזיות ענפית ובחסימי כניסה גבוהים יחסית. הביקוש לדלקים לתחבורה מאופיין בצמיחה מתונה לאורך השנים, אשר הואצה בשנתיים האחרונות (כ-5% וכ-4% צמיחה בכמויות הבנזין בשנים 2015 ו-2016 בהתאמה), בין היתר כתוצאה מהירידה במחירי הדלקים וגידול במספר כלי הרכב ובנסועה. מנגד רמת תחרות גבוהה, הוצאות שכירות כבדות ורגולציה מהווים גורמים שליליים המגבירים את הסיכון הענפי. סיכון זה בא לידי ביטוי בשנים האחרונות בשחיקת הרווחיות של החברות הפועלות בענף.

שיעורי הרווחיות בענף מוגבלים נוכח חסם רגולטורי עליון- מרווח שיווק הבנזין המפוקח, המשליך גם על מרווח הסולר ומבנה הוצאות קשיח, ובראשן הוצאות שכירות ואחזקת תחנות. שיעורי הרווחיות של החברה אינם שונים במידה מהותית אל מול החברות בענף. בשנת 2016 ובהמשך לשנת 2015, חל שיפור ברווח הגולמי כתוצאה מגידול במכירות הדלקים ובמכירות חנויות הנוחות, אך זה קוזז מול ירידה במרווחים ליחידה. בשנת 2016, חל שיפור ברווחיות רשת חנויות הנוחות העירוניות AM-PM אשר נתמך בעיקרו בגידול במכירות חנויות זהות של כ-5%. בתרחיש הבסיס אנו מוסיפים להניח כי שיעור הרווח (רווח תפעולי מותאם¹ כשיעור מהרווח הגולמי המותאם) לשנתיים הקרובות צפוי לנוע בטווח שבין 12% ל-14%, לעומת כ-14% ממוצע תלת שנתי. בתרחיש הבסיס הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. צמיחה אורגנית מתונה בכמויות הליטרים של בנזין וסולר, בהתאם לצמיחה ממוצעת תלת שנתית 2. שחיקה מתונה במרווח בנזין וסולר נוכח רמת תחרות גבוהה, אינפלציה חיובית, מקדם התייעלות והמשך סביבת ריבית נמוכה 3. גידול מתון במכירות הקמעונאיות ושמירה על שיעורי הרווחיות בחנויות הנוחות שבתחנות 4. המשך זחילת הוצאות תפעוליות. תרחיש הבסיס לעיל מנטרל השפעות הנובעות מתנדויות במחירי הדלקים, לרבות רווחי/הפסדי מלאי שעשויים להטות את טווח התחזית לעיל.

במהלך השנים האחרונות הקטינה החברה את היקף החוב הפיננסי במידה מהותית, מגמה שנמשכה גם במהלך שנת 2016. הקיטון בחוב הפיננסי בשנים האחרונות נבע בין השאר מהירידה במחירי הדלקים שצמצמה את צרכי ההון החוזר (ובעיקר אשראי לקוחות ופקדון לספקים ובניכוי התחייבויות לספקים) וכן בשל פירעון הלוואה שהעמידה החברה לחברה קשורה. כמו כן בשנתיים האחרונות חל קיטון מסוים בהיקף ההשקעות ההוניות בהשוואה לשנים קודמות, שתרם אף הוא לשיפור התזרים החופשי והורדת חוב. הקיטון בחוב הפיננסי לצד גידול בהון העצמי שנבע בחלקו משערוך רכוש קבוע במסגרת שינוי שיטה חשבונאית, הובילו לשיפור יחס החוב

¹ רווח תפעולי בניכוי עמלות כרטיסי אשראי ובנטרול רווחי/הפסדי מלאי, ופריטים חד פעמיים.

פיננסי מותאם לקאפ מותאם לשיעור של כ- 70% ליום 31/12/2016 (לעומת 80%-78% בשנים 2015-2014) במרץ 2017, דיווחה החברה על סגירה פיננסית לפרויקט הקמה ותפעול של תחנת הכוח בקריית גת בשטח מפעל סוגת. החברה באמצעות אלון מרכזי אנרגיה בעמ מחזיקה 55% מהפרויקט. היקף ההשקעה הכולל של הפרויקט נאמד ע"י החברה בכ- 500 מיליון ש"ח, מתוכו כ- 400 מיליון ש"ח ימומן בחוב ייעודי פרויקטאלי והיתר על ידי היזמים (חלקה של דור אלון כ- 60 מיליון ש"ח). החברה מעריכה התחלת הפעלה של הפרויקט בחציון שני 2019. אנו מעריכים סיכון בינוני לפרויקט אשר אין בו להשפיע בשלב זה על סיכון האשראי של החברה.

בהתאם לתרחיש הבסיס המתואר לעיל, צפוי ה- EBITDA (לאחר תקנון עמלות כרטיסי אשראי וכולל איחוד יחסי) בשנים 2017-2018 להסתכם ב- 230-250 מיליון ש"ח לשנה. ה- FFO בשנים 2017-2018 צפוי לעמוד בטווח של 170-190 מיליון ש"ח לשנה. כמו כן אנו מעריכים כי בשנים 2017-2018 תחול עלייה בהיקף ההשקעות ההוניות של החברה בין השאר בשל ההשקעה בתחנת סוגת כנזכר לעיל, השקעה בהשבחת מקרקעין והשקעות נוספות. תרומת השקעות אלו לתזרימי החברה צפויה לנבוע בשנים שלאחר מכן. כפועל יוצא, ובהתחשב גם בחלוקת הדיבידנדים לבעלי המניות, אנו צופים גידול בחוב הפיננסי וברמת המינוף של החברה. יחס החוב לקאפ מותאם צפוי לנוע סביב 73% ויחסי הכיסוי חוב מותאם ל- EBITDAR וחוב מותאם ל- FFOR צפויים לעמוד להערכתנו, בטווחים שבין 5.5-6 ו- 7.5-8, בהתאמה.

נזילות החברה וגמישותה הפיננסית הולמות לדירוג ונתמכות במסגרות אשראי פנויות וחתומות בהיקף של כ- 500 מ"ש"ח נכון ליום 31/12/2016, במרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות ובמרכיב גבוה של הון חוזר.

לקראת תום שנת 2016 השלימה חברת האם אלון רבוע כחול ישראל בע"מ הסדר חוב בין היתר באמצעות גיוס חוב ארוך טווח אשר מקטין את החשיפה של החברה לצרכים התזרימיים של בעלת השליטה, אם כי אנו צופים המשך חלוקת דיבידנדים עקבית בהיקף של 30-40 מיליון ש"ח לשנה.

דור אלון (מאוחד): נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ש"ח)

FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	
797	789	792	807	847	רווח גולמי
146	135	121	120	138	רווח תפעולי
18.3%	17.1%	15.3%	14.9%	16.3%	רווח תפעולי / רווח גולמי
39	46	44	35	74	רווח נקי
147	199	159	147	149	יתרות נזילות
1,762	1,615	1,452	1,207	997	חוב פיננסי ברוטו
83.1%	81.8%	80.7%	78.4%	70.7%	חוב פיננסי ברוטו מותאם לקאפ מותאם*
6.7	6.4	6.2	5.5	4.8	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR מותאם*
10.4	9.9	10.2	8.2	6.8	חוב פיננסי מותאם ל-FFOR מותאם*

* יחסי הכיסוי והמינוף מחושבים ע"ב נתוני איחוד יחסי לא מבוקרים כפי שנמסרים למידרוג מהנהלת החברה, ולאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית. כמו כן, אנו מנכים עמלות כרטיסי אשראי ומנטרלים רווחי/הפסדי מלאי, ופריטים חד פעמיים.

נתונים על תחנות תדלוק וחנויות נוחות

2012	2013	2014	2015	2016	
202	206	208	211	212	מספר תחנות תדלוק
209	215	215	218	217	מספר חנויות נוחות

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בחוב פיננסי מותאם ל-EBITDA, ע"ב ארבעת הרבעונים האחרונים, מתחת ל- X5.0 לאורך זמן
- העלאה משמעותית בשיעור ההון העצמי

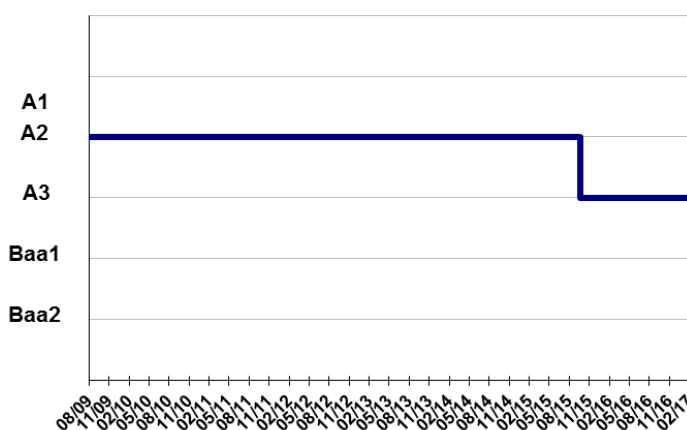
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA, ע"ב ארבעת הרבעונים האחרונים, חורג מעל X7.0 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. החברה מוחזקת ע"י אלון רבוע כחול- ישראל בע"מ (63.13%). 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 הנו עודד בלום.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דור אלון אנרגיה בישראל- עדכון פעולת דירוג יוני 16](#)

[דור אלון אנרגיה בישראל- פעולת דירוג מאי 16](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות קמעונאות, מאי 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

28/03/2017	תאריך דוח הדירוג:
01/06/2016	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 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.

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. ובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממטודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמטודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.