

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

מעקב | אפריל 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני אנליסט - מעריך דירוג ראשי

kobir@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 מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ה' ו-ו) שהנפיקה דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01.07.2023	יציב	A3.il	1136761	ה'
01.06.2025	יציב	A3.il	1140656	ו'

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 וחנייות נוחות וממותג קמעונאי חזק. ענף שיווק הדלקים מאופיין, להערכת מידרוג, בסיכון עסקי נמוך-בינוני. הענף מאופיין בביקושים יציבים ובחסמי 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.

בדומה לשחקניות הנוספות בענף, ניצבת דור אלון בפני אתגרים בסביבה העסקית. ביום 3 באוקטובר 2017 פרסמה ועדת המחירים המשותפת למשרד האנרגיה ולמשרד האוצר (להלן "וועדת המחירים") את טיוטת ד"ח ייחוס עלויות למרווח השיווק המפוקח של בנזין 95. המלצת וועדת המחירים הינה להפחתת מרווח השיווק המפוקח לליטר בנזין 95 בשירות עצמי ב 8 אג' לרמה של 52 אג' לפני מע"מ. להערכת מידרוג, הפחתת מרווח השיווק ברמה זו גוזרת שחיקה מהותית ברווחיות חברות הדלקים, לרבות דור אלון, לפני נקיטת צעדי התייעלות. עם זאת, מידרוג מניחה כי בידי החברה ארגז כלים הכולל צעדי התייעלות וצעדים מסחריים נוספים אשר ביכולתה ליישם בטווח הבינוני והארוך אשר יפחיתו את היקף הפגיעה.

לחברה פעילות רחבה יחסית בתחום חנויות הנוחות בהשוואה ליתר השחקניות בענף, זיכיון להפעלת מתחמי תדלוק בכביש 6 ופעילות משמעותית בתחום הגפ"ם והגז הטבעי. מידרוג מניחה כי הישענות החברה על מספר סגמנטים בתחום האנרגיה והקמעונאות תורמת לגמישות ולפיזור הסיכונים וזאת בעיקר בעיתות של פגיעה בסגמנט הליבה. מידרוג מצפה להמשך יישום מדיניות יציבה, שמרנית ועקבית בניהול החברה.

שיעורי הרווחיות של החברה סבירים ביחס לענף והולמים את רמת הדירוג. בשנת 2017 נחלש הרווח התפעולי של החברה ביחס לשנים הקודמות, למרות עלייה בהיקף מכירות הליטרים ושמירה על מרווח שיווק יציב יחסית וכן גידול במכירות חנויות הנוחות, וזאת בשל עלייה בשכר המינימום שהשפיעה על היקף עלויות השכר, עלויות הקשורות בהיערכות החברה לכניסת ההתקן האוניברסלי וכן בשל הוצאות משפטיות חריגות. תרחיש הבסיס של מידרוג כולל הנחה של הפחתת מרווח השיווק בהיקף שדווח לראשונה ומניח כי שיעור הרווח התפעולי לרווח הגולמי (בנטרול רווחי/ הפסדי מלאי) צפוי לנוע בטווח שבין 11.0% ל-13.0% בטווח הזמן הקצר והבינוני, זאת בהשוואה לשיעור של כ-13% בשנת 2017 ושיעור של 16%-17% בשנים 2016-2014, כשלהערכתנו, למרות שהחברה תבצע פעולות שיקזזו באופן חלקי את הפגיעה מהפחתת המרווח, יקשה עליה לשוב לרווחיות שאפיינה את השנים 2016-2014.

ההנחות המרכזיות בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2018-2019 הינן כדלקמן: 1. צמיחה של 2.0% בכמויות הליטרים של בנזין וסולר, נוכח הערכתנו לגידול בהיקף כלי הרכב ועלייה בנוסעה. 2. הפחתה צפויה במרווח השיווק אשר תפוצה באופן חלקי באמצעות שיפור תנאים מסחריים וצעדי התייעלות. 3. המשך זחילת הוצאות תפעוליות- עלייה צפויה בשכר המינימום ועלייה בהוצאות האחזקה, ומנגד קיטון בהוצאות משפטיות, בהוצאות הפרסום ובהוצאות השכירות. בהתאם לכך, הערכת מידרוג היא כי בשנים 2018-2019 צפוי הרווח התפעולי המתואם בניטרול פחת והפחתות (EBITDA) להסתכם בטווח של 170-200 מיליון ₪ לשנה והמקורות מפעולות (FFO) צפויים לעמוד בטווח של 140-110 מיליון ₪ לשנה, נמוך מהערכותיה הקודמות של מידרוג בשל הצפי להורדת מרווח השיווק, וכן גם הנחה לגבי עלייה מסוימת בהוצאות המימון.

מגמת הקיטון בחוב הפיננסי בשנים האחרונות נבלמה במהלך שנת 2017 ורמת המינוף המאזני של החברה עלתה בעיקר נוכח תשלום דמי היוון לרמי" בגין קרקע בהרצליה וכן גידול בחוב פרויקטאלי במסגרת הקמת תחנת כוח בקריית גת. המשך השקעות הוניות ברמה גבוהה יחסית צפויות להוביל להערכת מידרוג לתזרים חופשי (FCF) שלילי בשנה הקרובה ועלייה נוספת ברמת המינוף. מידרוג מעריכה את היקף ההשקעות ההוניות של החברה בשנים 2018-2019 בכ- 200 מיליון ₪ לשנה, מכך 70-60 מיליון ₪ השקעות שוטפות ברכוש קבוע והיתר כולל רכישת בעלות על מתחמי תדלוק ומסחר לפי תכנית החברה, את חלקה של החברה במרכיב האקוויטי בפרויקט תחנת הכוח והשקעות הקשורות בהשבת נכסי נדל"ן. ככל שתאושר הצעת החברה לרכישת מפעיל כביש 6 מידי נושי אפריקה השקעות, יוביל הדבר להשקעה של כ-160 מיליון ₪ על ידי החברה במהלך שנת 2018. ההשקעות בפרויקט תחנת הכוח צפויות להסתכם בכ-350 מיליון ₪ על פני השנים 2018-2019, שימומנו בעיקר במסגרת חוב פרויקטאלי שנלקח לצורך כך, זאת בנוסף להשקעות הבעלים. לפי הערכות החברה, תחנת הכוח צפויה להניב תזרים החל מרבעון השלישי של שנת 2019. במקביל, החברה פעלה בשנים האחרונות להשביח את נכסי הנדל"ן שברשותה, אשר מימושם צפוי למתן את גידול החוב.

הגידול ברמת החוב, לצד הירידה בתזרימי המזומנים מפעולות, צפויים לשחוק את יחסי המינוף ויחסי הכיסוי של החברה. בהתאם לכך, יחס חוב מותאם לקאפ המותאם צפוי לעלות לשיעור של כ-75% בשנות התחזית, בהשוואה לכ-73% ליום 31.12.2017. יחסי הכיסוי המותאמים חוב ל-EBITDAR ול-FFOR צפויים לעמוד להערכת מידרוג, בטווחים שבין 7.0 ל-8.0, ובין 10.0 ל-11.0, בהתאמה (ובנטרול תחנת הכוח 6.0-5.0 ו-9.0-8.0 בהתאמה), והינם איטיים ביחס לדירוג. כמו כן, מידרוג מביאה בחשבון כי החוב הפרויקטאלי מאופיין באופן אינהרנטי ביחסי כיסוי ארוכים בשל מאפייניו כנכס תשתיתי.

מידרוג צופה בטווח הנראה לעין עלייה בהיקף הדיבידנדים - הן דיבידנד שוטף והן דיבידנד מיוחד (ככל שימומשו נכסים). עלייה בהיקף החלוקות במידה שתפר את האיזון שאפיין את החברה עד כה, בין צורכי בעלי המניות לבין בעלי החוב, ותעלה את רמת המינוף מעבר להערכת מידרוג, עלולה ליצור לחץ שלילי על הדירוג.

נזילות החברה מוערכת כטובה בשל מקורות נזילים בהיקף נרחב וגמישות פיננסית חזקה. עומס הפירעונות עולה בשנים הקרובות, עם פירעונות קרן חוב של כ-190 וכ-270 מיליון ₪ בשנים 2018 ו-2019, בהתאמה. נזילות החברה נתמכת ביתרות מזומן של כ-110 מיליון ₪ ליום 31.12.2017, תיק ניירות ערך אשר כולל רכיב מנייתי של עד 30%, בהיקף של כ-140 מיליון ₪ ומסגרות אשראי פנויות וחתומות בהיקף של כ-500 מיליון ₪ ליום 31.12.2017. החברה עומדת באמות מידה פיננסיות שהציבו המממנים במרווח מספק.

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

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	
794	801	833	855	856	רווח גולמי *
140	130	139	139	108	רווח תפעולי *
17.6%	16.2%	16.7%	16.3%	12.7%	רווח תפעולי / רווח גולמי
83	92	64	62	24	הוצאות מימון, נטו
46	44	35	74	101	רווח נקי
199	159	147	149	270	יתרות נזילות
1,615	1,452	1,207	997	1,357	חוב פיננסי ברוטו
81.8%	80.7%	78.3%	70.7%	73.4%	חוב פיננסי ברוטו מותאם לקאפ מותאם **
6.8	6.5	5.7	4.9	6.1	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR מותאם **

* בנטרול רווחי/הפסדי מלאי ** 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 היוון להוצאות חכירה תפעולית לטווח ארוך.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף קמעונאות הדלקים מאופיין בביקושים יציבים, ריכוזיות ענפית וחסימי כניסה גבוהים לצד תחרות מחירים, המביאים להערכת מידרוג לסיכון ענפי נמוך-בינוני. הפחתת מרווח השיווק של בנזין 95 צפויה לפגוע בשחקניות בענף בטווח הקצר-הבינוני

דלקים לתחבורה מוגדרים על ידינו כמוצרי בסיס המצויים בשימוש יומיומי אשר הביקוש אליהם חשוף במידה נמוכה למחזוריות הכלכלית. לפי נתוני מנהל הדלק, צריכת הבנזין 95 אוקטן והסולר לתחבורה בישראל צמחה בין השנים 2014-2017 בשיעור שנתי ממוצע (CAGR) של 4.4% ו-5%, בהתאמה (כ-2.0% וכ-0.6% בהתאמה בשנת 2017), במקביל לגידול באוכלוסייה, בנסועה ובמספר כלי הרכב בכבישי ישראל. פוטנציאל הצמיחה בענף שיווק הדלקים מוגבל יחסית וחברות הדלק פועלות בעיקר לשידרוג תחנות והגדלת ההכנסות בתחום חנויות הנוחות (מוצרים ושירותים נוספים) ושירותי סובב תחנה. מגזר חנויות הנוחות בתחנות תורם לרווחיות הענף ומאופיין גם הוא ביציבות יחסית.

ענף הדלקים בישראל מאופיין בריכוזיות גבוהה יחסית, כאשר פז (23%), דלק (20%), סונול (19%) ודור אלון (18%), חולשות יחד על כ-80% מהתחנות הציבוריות. הריכוזיות נובעת בין היתר מחסמי כניסה גבוהים הכוללים תהליכי רישוי ממושכים והשקעות הנויות כבדות בהקמת תחנות ובהון חוזר. כפועל יוצא, הגידול במספר תחנות הדלק בישראל לאורך השנים אינו גבוה. חרף זאת, ונוכח בידול נמוך, הענף מאופיין בתחרות גבוהה המתמקדת במחירי הסולר, בחוזים מול ציי הרכב הגדולים וכן בתחרות אזורית מול רשתות דיסקאונט. התחרות והשחיקה במרווח הבנזין המפוקח יוצרים לחץ על מרווחי המכירה. הרגולציה בענף הדלקים הנה הדוקה, בעיקר במסגרת דרישות רישוי תחנות והשקעות הנויות בתחומי ההגנה על הסביבה, המעלות את חסמי הכניסה לענף. בד בבד, בשנה האחרונה נכנסו לתוקפן תקנות ההתקן האוניברסלי, אשר מידרוג מעריכה כי לאורך זמן עשויות להיטיב עם השחקניות הקטנות-הבינוניות בענף. ברבעון הרביעי לשנת 2017, במסגרת הפיקוח הרגולטורי על מרווחי השיווק בענף, המליצה "וועדת המחירים" על הורדת מרווח השיווק המפוקח לליטר בנזין 95 בשירות עצמי ב 8 אג'. לאחר השימוע שנערך לחברות הדלקים, צפויה להתקבל החלטה בעניין בטווח הקצר. הורדת מרווח השיווק הנה בעלת השפעה שלילית על החברות בענף, נוכח מרכיב משמעותי של עלויות קשיחות יחסית, בדמות חוזי שכירות ארוכי טווח, פחת, עלויות אחזקה ושכר. להערכת מידרוג, לחברות מנעד של כלים שביכולתן ליישם במטרה לצמצם חלק ניכר מהפגיעה במרווח בטווח הזמן הבינוני, לרבות צעדי התייעלות והתאמת תנאים מסחריים.

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

מגזר מתחמי התדלוק הינו המגזר הדומיננטי בחברה, ונכון ליום 31.12.2017 הפעילה החברה 212 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 מותגים בולטים בתחנות התדלוק ובחנויות הנוחות וביניהם "דור אלון", "אלונית" ו-"AM:PM", פריסה ארצית רחבה, לרבות נוכחות בלעדית בכביש 6, וכן נוכחות משמעותית של רשת חנויות נוחות בתחום מטרופולין ת"א. 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. פגיעה זו עשויה להתמתן עם כניסתו של ההתקן האוניברסלי, אם כי החברה מתקשה להעריך את ההשפעה הנובעת מכך.

היקף הליטרים שנמכרו על ידי החברה בתחנות בהפעלה עצמית בשנת 2017 גדל ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, וזאת בדומה למגמה בענף. בשנת 2017 מכירות חנויות הנוחות גדלו בשיעור של 3% והושפעו מהגידול בכניסות לתחנות ומהגידול בצריכה הפרטית, כאשר רווחיות החנויות נשמרה יציבה. הכנסות מגזר "חנויות נוחות עצמאיות", הכולל את רשת AM-PM ורשת "אלונית בקיבוץ", הראו צמיחה של כ-1.8% במהלך השנה, אשר רובה נבעה מצמיחה במכירות חנויות זהות, צמיחה מתונה יותר מזו אשר אפיינה את שנת 2016 (כ-4.8%). 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 נפגעה רווחיות הגפ"מ בחברה נוכח הגדלת ייבוא גפ"מ, עם כניסתו של בית הזיקוק לשיפוץ במשך מספר חודשים.

הרווחיות צפויה להמשיך ולהישחק, בעיקר בשל הצפי להפחתת מרווח השיווק ועליית שכר המינימום, כאשר מנגד צפויה בלימה בעליית דמי השכירות ופעולות התייעלות לצמצום ההשפעה של הפחתת מרווח השיווק

בהתבסס על הערכת מידרוג לגידול מתון במספר כלי הרכב ושיעורי אבטלה נמוכים, מידרוג מניחה בתרחיש הבסיס צמיחה אורגנית של 2.0% בכמויות הליטרים של בנזין וסולר, בשל ההערכה לגידול מתון בנסועה. כמו כן מידרוג מניחה כי הגידול בכניסות לתחנה והתחזית לצמיחה בצריכה הפרטית יתמכו בצמיחה מתונה גם במכירות הקמעונאיות ובמכירות חנויות הנוחות. מרווח השיווק מציג לאורך השנים שחיקה איטית בשל התחרות, מדד מחירים לצרכן שלילי ומקדם התייעלות רגולטורי. מנגמה זו פוצתה מצד גידול מתמשך בליטרים, כך שהרווח הגולמי צפוי היה להפגין יציבות גם בעתיד, אלמלא הצפי להפחתת מרווח השיווק. ככל שההפחתה תיושם בהיקף עליו דווח, צפוי הדבר להערכת מידרוג, לגזור שחיקה מהותית ברווחיות החברה, טרם למהלכי החברה לצמצום הפגיעה. מידרוג מעריכה כי בידי החברה שורת מהלכים לצמצום הפגיעה, לרבות התייעלות מסויימת בכוח אדם, צמצום הוצאות שיווק והתאמת הסכמים מסחריים (כגון צמצום הנחות, הסכמי שכירות העומדים להתחדש). ככלל, החברה נושאת במרכיב גבוה של הוצאות קבועות המכבידות על הרווחיות, ומהווה גורם שלילי בדירוג. הוצאות התפעול של החברה בשנת 2017 היו גבוהות משנת 2016, כשעיקר הגידול נבע מעלייה בשכר המינימום. מנגד נציין כי העלייה בהוצאות השכירות של השנים האחרונות נבלמה בשנת 2017, ובעתיד אף צפויה לרדת עם השלמת הרכישה של מספר מתחמי תדלוק. שילוב גורמים אלו הובילו לשחיקה ברווחיות, כך שבשנת 2017 עמד שיעור הרווח התפעולי ביחס לרווח הגולמי (בניטרול הפסדי/רווחי מלאי) על כ-13.3% למול 16.7% אשתקד. מידרוג מניחה המשך גידול בעלויות שכר עבודה עפ"י עדכון פעימות שכר המינימום וגידול בעלויות אחזקה, ובנטרול סעיפים חד פעמיים בהשוואה לשנת 2017, הרווח התפעולי מתוך הרווח הגולמי המתואם צפוי לנוע בטוח 11%-13%, כתלות גם בפעולות אשר מתכננת החברה לנקוט על מנת לצמצם את הפגיעה בשל ההפחתה הצפויה במרווח השיווק. להערכת מידרוג, בטווח הקצר-הבינוני יקשה על החברה לחזור לרווחיות שאפיינה את השנים 2014-2016.

פרויקט תחנת הכוח בקריית גת יגדיל את מינוף החברה בשנים הקרובות כאשר התרומה לרווחיות צפויה החל מסוף 2019

אסטרטגיית החברה כוללת התפתחות בתחומי האנרגיה השונים וזאת לצורך פיזור תחומי הסיכון בין המגזרים, גיוון מקורות התזרים והרווחיות והקטנת התלות במגזר הדלקים. בחודש מרץ 2017 דיווחה החברה על סגירה פיננסית לפרויקט הקמה ותפעול של תחנת הכוח בקריית גת בשטח מפעל סוגת. ייעוד התחנה השתנה בשנה האחרונה מתחנת כוח לצורך קו-גנרציה, לספק חשמל פרטי קונבנציונלי בהספק כולל של כ-73 מגוואט. החברה, באמצעות אלון מרכזי אנרגיה שותפות מוגבלת, מחזיקה 55% מהפרויקט והיתר מוחזק על ידי צד שלישי. היקף ההשקעה הכולל בפרויקט נאמד ע"י החברה בכ-500 מיליון ש"ח, מתוכו 400-350 מיליון ש"ח ימומנו בחוב ייעודי פרויקטאלי והיתר על ידי היזמים - חלקה של דור אלון בהון העצמי הוא כ-60 מיליון ש"ח. עד כה היקף החוב הייעודי הפרויקטאלי נאמד לסך של כ-148 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.2017. החברה מעריכה התחלת הפעלה של הפרויקט ברבעון שלישי 2019.

עליית מדרגה בהיקף ההשקעות ההוניות - החוב צפוי לגדול ועימו יואט יחסי הכיסוי

בהתאם להנחות לעיל, בתרחיש הבסיס של מידרוג צפויה החברה לייצר FFO בטווח של 140-110 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2018-2019. מידרוג מעריכה את היקף ההשקעות ההוניות של החברה ברמה שנתית של כ-200 מיליון ש"ח, מכך 70-60 מיליון ש"ח השקעות שוטפות ברכוש קבוע והיתר כולל בעיקר רכישת מתחמי תדלוק לפי תכנית החברה, את חלקה של החברה במרכיב האקוויטי בתחנת הכוח והמשך השבחת נכסי נדל"ן. ככל שתאושר הצעת החברה לרכישת מפעיל כביש 6 מידי נושי אפריקה השקעות, יוביל הדבר להשקעה של כ-160 מיליון ש"ח על ידי החברה במהלך שנת 2018. פרויקט תחנת הכוח צפוי לשאת השקעות של כ-350 מיליון ש"ח על פני השנים 2018-2019, שימומנו בעיקר מהלוואה ייעודית כנזכר לעיל.

כל אלו עתידים להכביד על התזרים של החברה, ולהוביל להערכת מידרוג לתזרים חופשי (FCF) שלילי בשנה-שנתיים הבאות. יצוין כי בשנת 2017 רשמה החברה, בניטרול ההשקעה של פרויקט תחנת הכוח, תזרים חופשי חזק יחסית של כ-64 מיליון ש"ח וזאת בהינתן גם תרומה חיובית של ירידה בצורכי הון חוזר בהיקף משמעותי בשל גידול בימי הספקים, במקביל לעלייה במחירי החבית. עלייה חדה במחירי החבית, שלא נלקחה בחשבון על ידי מידרוג בתרחיש הבסיס, עלולה להגדיל את צורכי ההון החוזר של החברה מעבר לתרחיש הבסיס.

לאחר מספר שנים של ירידה בחוב הפיננסי, בעיקר בשל הירידה בצורכי ההון החוזר, ניכר בשנת 2017 גידול ברמת החוב לכ- 1.357 מיליארד ₪ (כ- 1.2 מיליארד ₪ ללא השפעת תחנת הכוח) וזאת בעיקר בשל מימון תשלום למנהל מקרקעי ישראל בגין קרקע בהרצליה בסך של כ-190 מיליון ₪ וחוב פרויקטאלי בגין תחנת הכוח בסך של כ-148 מיליון ₪. 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 31.12.2017 עמד על שיעור של כ- 73%, וצפוי להערכת מידרוג לעלות לרמה של כ-75% גבוהה יחסית לרמת הדירוג. יחסי הכיסוי המותאמים, חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR וחוב פיננסי מותאם ל-FFOR, נעו בטווח שבין 5.0 ל-6.0, ובין 7.0 ל-9.0, בהתאמה בשלוש השנים האחרונות. יחסי הכיסוי הואטו בשנה האחרונה בעיקר כתוצאה מהעלייה בחוב וכן בשל שחיקת הרווח התפעולי, והם איטיים ביחס לדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיסי, יחסי הכיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDAR וחוב פיננסי מותאם ל-FFOR צפויים לנוע בטווח שבין 7.0 ל-8.0, ובין 10.0 ל-11.0, בהתאמה (בנטרול תחנת הכוח 5.0-6.0 ו-9.0-8.0 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. החברה הוכיחה יכולות ביצוע של פעולות השבחה לנכסים מסוימים. מימוש אותם נכסי/זכויות נדל"ן ורישום רווחי הון עשויים להוביל לחלוקת דיבידנד מיוחד וזאת בהתאם ליכולת החלוקה ועמידה באמות המידה הפיננסיות מול המממנים. מידרוג צופה בטווח הנראה לעין עלייה בהיקף הדיבידנדים - הן דיבידנד שוטף והן דיבידנד מיוחד (ככל שימומשו נכסים). עלייה בהיקף החלוקות במידה שתפר את האיזון שאפיין את החברה עד כה, בין צורכי בעלי המניות לבין בעלי החוב, ותעלה את רמת המינוף מעבר להערכת מידרוג, עלולה ליצור לחץ שלילי על הדירוג.

נזילות הולמת הנשענת על יתרות נזילות בהיקף משמעותי למול צורכי הפירעון לצד מסגרות אשראי ומיחזור חוב

נכון ליום 31.12.2017 לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ-110 מיליון ₪ ותיק ני"ע בהיקף של כ-140 מיליון ₪. התזרים החופשי השלילי הצפוי בטווח התחזית, כמתואר לעיל, ופירעונות חוב בהיקף של כ-190 מיליון ₪ בשנת 2018 וכ-270 מיליון ₪ בשנת 2019 יוצרים לחברה תלות במיחזור חוב. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנתמכת במסגרות אשראי חתומות בהיקף נרחב של כ-500 מיליון ₪. כמו כן החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות שהעמידו לה המממנים. במהלך השנה אשרה החברה מדיניות השקעות חדשה לצורך ניהול תיק השקעות אשר כוללת היקף השקעות במניות עד 30% והיתרה בעיקר אג"ח קונצרני.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

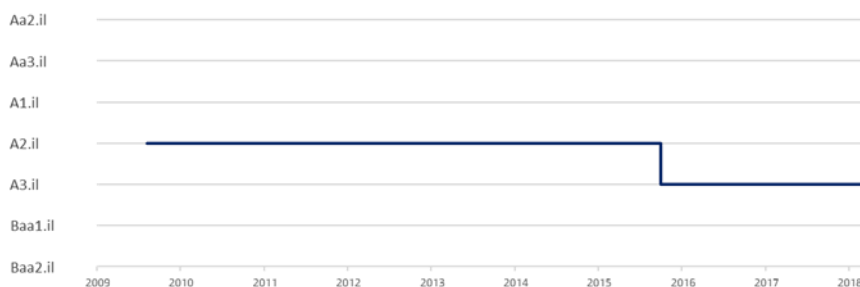
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- 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/CR) 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 הנו מר עווד בלום ויו"ר הדירקטוריון הנו מר ישראל יניב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

04.04.2018	תאריך דוח הדירוג:
05.04.2017	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 גבוה 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 סיכונים 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>