

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

מעקב | ספטמבר 2024

אנשי קשר:

צביקה ארליכמן
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
Tzvika.e@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל
ראש תחום מימון תאגידים
liatk@midroog.co.il

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרה

מידרוג מותירה על כנו את דירוג אגרת החוב (סדרה ב') שהנפיקה ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ (להלן "ויקטורי" או "החברה") על A2.il וקובעת דירוג מנפיק A2.il. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
02/07/2026	יציב	A2.il	1161488	ב'

שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג החברה נתמך בהיותה שחקנית בעלת היקף פעילות בסדר גודל קטן-בינוני בענף קמעונאות המזון בישראל עם מחזור של כ-2.5 מילארד ש"ח במהלך ארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-30.06.2024. בשנת 2023, נתח השוק של החברה נאמד בכ-1.4%. לחברה פריסת חנויות רחבה המונה כ-68 סניפים נכון למועד הדוח. נכון ל-30.6.2024 הסתכמו שטחי המכירה של הרשת בכ-71 אלפי מ"ר. במחצית הראשונה של שנת 2024 רשמה החברה גידול במכירת חנויות זהות (SSS) של כ-3.5% וזאת בהמשך ל-SSS של כ-3.7% בשנת 2023 (בשנת 2023 החברות הגדולות בענף הציגו SSS חיובי) נציין כי עיקר הצמיחה הפנימית שהציגו החברות בענף נשענת על העלאות מחיר אלו מקבלות ביטוי בקצב עליית מדד המחירים בכ-4.3%.
- הסיכון העסקי בענף קמעונאות המזון בישראל הינו בינוני להערכת מידרוג והוא מושפע לחיוב מסביבת ביקושים יציבה, חסמי כניסה בינוניים בדמות עלויות השקעה ומימון, מיקומים עם הסכמי שכירות לטווח ארוך ועמידה באופן יחסי בפני מחזוריות כלכלית. מנגד, הסיכון מושפע לשלילה מתחרות בענף שמתבטאת באזורי תחרות, בשילוב כניסת רשתות מזון בינלאומיות חדשות לישראל, וכן פוטנציאל הצמיחה הענפי מוגבל לאורך זמן, וגידול בעלויות התפעול, אלו מכבידים על הצמיחה הפנימית. נכון למחצית הראשונה לשנת 2024 נרשמה צמיחה, זאת ניתן לראות בשינוי בהיקפי הפדיונות של מוצרי הצריכה המהירה (FMCG) אשר עמד על כ-29.6 מילארד ש"ח, זאת לעומת חציון ראשון לשנת 2023 אשר עמד על כ-27.9 מילארד ש"ח ומהווה שיעור גידול של כ-6.1%. הצמיחה מיוחסת בעיקרה לעליית המחירים.
- תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025 מבוסס על צמיחה בחנויות זהות של כ-3.0%-3.5% בהתאם לקצב גידול האוכלוסיה ועלויות מחירים בענף המזון. לאור תכנית החברה אנו מניחים פתיחה של סניף חדש בסוף שנת 2024, וסניף נוסף בשנת 2025. כאשר, שיעור הרווח התפעולי¹ ינוע בשנות התחזית בטווח שבין כ-3.4%-3.6%, זאת ביחס ל-3.4% בשנת 2023. כך הרווח התפעולי צפוי לעמוד על כ-85-95 מיליון ש"ח בכל אחת משנות התחזית, זאת לעומת ממוצע של כ-84 מיליון ש"ח בין השנים 2021-2023. הערכה זו מבוססת על ההנחות העיקריות כדלקמן: (1) צמיחה בחנויות זהות של כ-3.0%-3.5% (2) תנאי הסחר מול הספקים יישארו יציבים. (3) גידול בעלויות התפעול נוכח חידוש חוזי שכירות, עליית המדד ופתיחת סניפים חדשים. (4) סביבת עליות מימון בדומה למצב הנוכחי.
- אנו מעריכים כי הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 250-260 מיליון ש"ח בשנה בשנות התחזית, לעומת כ-235 מיליון ש"ח בשנת 2023, ואילו המקורות מפעולות (FFO) צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של 200-210 מיליון ש"ח לשנה בשנות התחזית, לעומת כ-200 מיליון ש"ח בשנת 2023. תרחיש הנזילות של מידרוג כולל חלוקת דיבידנדים בסך של כ-30 מיליון ש"ח בכל אחת משנות התחזית, לעומת חלוקה של כ-15 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2022-

¹ בהתאם לדוח כספי של החברה ליום 31.12.2023
² נמדד כרווח תפעולי חלקי הכנסות ברוטו.

2023, כאשר לחברה מדיניות חלוקה של לפחות 30% מהרווח הנקי. זאת לצד ההשקעות ההוניות ייאמדו לכ-150-140 מיליון ש"ח, וכוללים פירעון התחייבויות חכירה בהיקף של כ-110-100 מיליון ש"ח בשנה והשקעות ברכוש קבוע בגין שיפורים בסניפים הקיימים, והקמת סניפים חדשים בהיקף של כ-50-40 מיליון ש"ח בכל אחת משנות התחזית. לאור זאת, מידרוג מעריכה כי יחס ה-FFO-Capex יעמוד בשנות התחזית בטווח של כ-70-50 מיליון ש"ח לעומת כ-78 מיליון ש"ח בשנת 2023.

- לחברה נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס לצורכי שירות החוב. נכון ליום ה-30.06.2024 הסתכמו היתרות הנזילות של החברה בכ-144 מ' ש"ח (מתוך סכום זה, כ-114 מ' ש"ח נוספים במזומן ופיקדונות וכ-30 מ' ש"ח בני"ע). מקורות המימון של החברה כוללים חוב אג"ח בלבד, כאשר לחברה אין חוב מול המערכת הבנקאית. החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות נכון ליום ה-30.6.2024.
- דירוג החברה זוכה להטבה לאור גמישות פיננסית טובה של החברה, שאינה מקבלת ביטוי ביחסי כיסוי החוב האיטיים של החברה, הנובעים כאמור מהתחייבויות חכירה גבוהות, כשלחברה מרכיב חוב פיננסי נמוך. מנגד, דירוג החברה מושפע לשלילה בגין חשיפה לסיכונים מממשל תאגידי בחברה לאור תלות באיש מפתח מר אייל רביד שהינו בעל המניות העיקרי ומנכ"ל החברה. החברה דוחה בחודש יוני על שימוע שיעשה למר אייל רביד עד תום השנה אשר במסגרתו יכול ויוגש כתב אישום כנגד החברה וכנגד בעל השליטה על ידי רשות התחרות בגין חשד להתערבות במחיר לצרכן של מוצרים הנמכרים אצל מתחרים ולחשד להסדר כובל בין החברה לבין מתחרים. מידרוג עוקבת אחר התפתחויות אלו והשפעתם על המיצוב העסקי והממשל התאגידי של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תשמור על מעמדה העסקי הנוכחי בשוק קמעונאות המזון בהתאם לתרחיש הבסיס ותציג יציבות יחסית בתוצאותיה התפעוליות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור לאורך זמן ביחסי הכיסוי וברווחיות

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה בשיעורי רווחיות החברה מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג
- שחיקה לאורך זמן ביחס רווח תפעולי להוצאות מימון מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים:

FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	H1 2023	H1 2024	
2,377	2,312	2,315	2,450	1,204	1,262	הכנסות (מיליוני ₪)
4.4%	3.9%	3.4%	3.5%	2.8%	3.7%	שיעור רווח תפעולי
16.8%	18.5%	19.0%	20.7%	19.6%	18.4%	הון עצמי/מאזן
5.0X	5.3X	5.4X	4.7X	5.3X	5.2X	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA - LTM (1)
3.4X	3.7X	2.4X	2.4X	2.5X	3.1X	רווח תפעולי להוצאות מימון נטו - LTM

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020"

(1) חוב פיננסי ברוטו מותאם - חוב פיננסי בתוספת ניכיון לקוחות, התחייבויות חכירה, התחייבויות בגין צירוף עסקים.

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ - נתונים תפעוליים עיקריים*:

FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	H1 2023	H1 2024	
59	59	65	67	68	68	מספר סניפים (סוף תקופה)
13.5%	-2.8%	-2.1%	3.7%	3.1%	3.5%	צמיחה במכירות חנויות זהות
36,200	35,100	35,300	35,900	** 35,200	** 36,400	מכירות למ"ר, ₪

* מקור: דוחות כספיים לציבור

** בגילום שנתי

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

השנתיים האחרונות אופיינו בעליית מחירים, צפי להתמתנות בטווח הבינוני

הסיכון העסקי בענף קמעונאות המזון בישראל הינו בינוני להערכת מידרוג והוא מושפע לחיוב מסביבת ביקושים יציבה, חסמי כניסה בינוניים בדמות עלויות השקעה ומימון, מיקומים עם הסכמי שכירות לטווח ארוך ועמידה באופן יחסי בפני מחזוריות כלכלית. מנגד, הסיכון מושפע לשלילה מתחרות בענף שמתבטאת באזורי תחרות, בשילוב כניסת רשתות מזון בינלאומיות חדשות לישראל, וכן פוטנציאל הצמיחה הענפי מוגבל לאורך זמן וגידול בעלויות התפעול, אלו מכבידים על הצמיחה הפנימית.

הענף מבוזר יחסית בין מספר רב של שחקניות, אולם מספר מועט של רשתות גדולות³ בקנה מידה ארצי מחזיקות בנתח שוק משמעותי והן בעלות השפעה ניכרת על המגמות בענף: רשת שופרסל (23.5%) ורמי לוי (16.5%)⁴. בשנתיים האחרונות בוצעו מספר עסקאות גדולות בענף, ובעיקר עסקת רכישה 24.99% ממניות שופרסל ע"י האחים שלום ויוסי אמיר שבוצעה בפברואר 2024, וכן כניסת קארפור כשחקן נוסף לענף בתחילת 2023 (זכיינות של אלקטרה מוצרי צריכה בע"מ אשר הסבה את סניפי יינות ביתן למותג קארפור). השוק עודנו ריכוזי, כאשר בשנים האחרונות התעצמה הריכוזיות בענף לאחר שחלק מסניפיה של יינות ביתן נמכרו לרשתות גדולות ובינוניות, אך התחרות עודנה עזה בענף.

הענף התאפיין בשנה וחצי האחרונות בעלויות מחירים, אשר הקאטליזטור להן הנו התייקרויות במבנה העלויות של ספקיות המזון. כאמור, עד שנת 2022 אופיין שוק המזון ביציבות מחירים יחסית, אולם מאז שנת 2022 ספקי מזון רבים העלו במספר פעימות את מחירי המוצרים בשל עליית מחירי חומרי הגלם בעולם, התייקרות עלויות המימון והיחלשות השקל אל מול מטבעות הסחר המקובלים. בעקבות כך, גם קמעונאיות המזון העלו את מחירי המוצרים, ובשנת 2024 העלאות המחיר ממשיכות, מה שלהערכתנו יתמוך בגידול בהכנסות רשתות הדיסקאונט על חשבון החנויות השכונתיות.

נכון למחצית הראשונה לשנת 2024 נרשמה צמיחה, זאת ניתן לראות בשינוי בהיקפי הפדיונות של מוצרי הצריכה המהירה (FMCG) אשר עמד על כ-29.6 מילארד ש"ח, זאת לעומת חציון ראשון לשנת 2023 אשר עמד על כ-27.9 מילארד ש"ח ומהווה שיעור גידול של

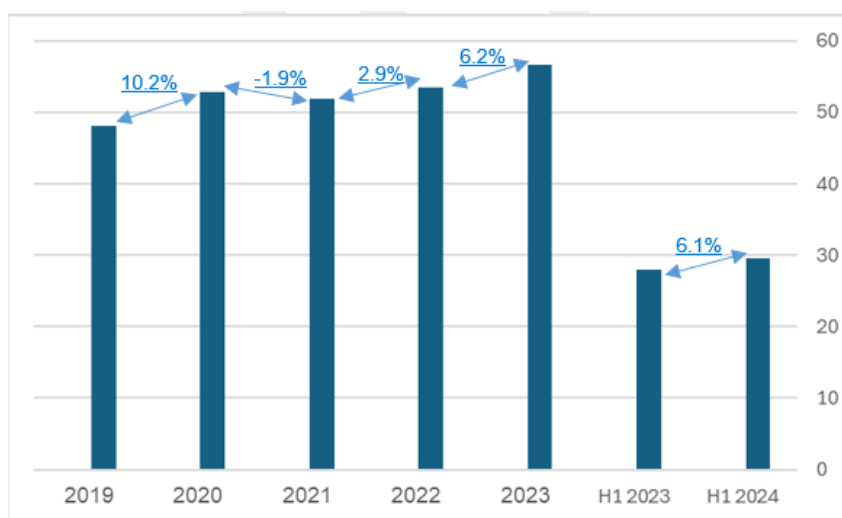
³ הרשתות הגדולות: שופרסל, רמי לוי, ויקטורי, יחננוף וטיב טעם.

⁴ נתוני נתחי השוק נלקחו מהדוחות הכספיים לשנת 2023 של כל אחת מהחברות.

כ-6.1%. הצמיחה מיוחסת בעיקרה לעלייות המחירים וכן להשפעות המלחמה. שיעור השינוי המשמעותי במדד תקופה מצטברת לשנת 2024 לעומת שנת 2023 בחלוקה לפי תחומים, שייך לתחום המזון אשר עלה בכ-5.7%, לצד עלייה של 0.9% בתחום המשקאות ועלייה של 1.2% בתחום הטיפוח⁵.

הגורמים אשר השפיעו על ענף זה בשנים האחרונות ועל קצב צמיחתו הם משבר הקורונה, קשיים לאורך שרשרת האספקה הגלובלית, עלייה בעלויות ייצור, והמלחמה באוקראינה המשפיעים על התייקרות של חומרי גלם, המעבר לרכישות און ליין והקונסולידציה בענף. נציין, כי בעתות של אתגרים במשק הענף עלול להראות צמיחה נמוכה מקצב גידול האוכלוסייה, בעיקר גם נוכח קיטון בסל הצריכה של משקי הבית. אנו מניחים בשנים הבאות צמיחה ענפית של 2%-3% המבוססת על קצב גידול האוכלוסייה (כ-1.8% במוצע שנתי) ועלייות המחירים, אשר עלולה במידה מסוימת לצמצם את סל הקניות.

תרשים 1 - מכר כספי במיליארדי ש"ח של ענף ה-FMCG בישראל בשנים 2019-2023 ולמחצית ראשונה לשנים 2023-2024



עיבוד מידרוג לנתוני סטורקסט על המכירות בשוק הקמעונאות המבוזקד.

מנועי הצמיחה אשר קיבלו ביטוי בשנת הקורונה כדוגמת מגמת הצריכה באון ליין עדיין נותרה חזקה ותורמת לשחקניות בענף. המשך הגידול במכירות און-ליין תלוי במידה רבה גם בהתבססות המודל העסקי והצעת הערך מצד הרשתות. מגמת האון-ליין מובלת על ידי רשת שופרסל, שמכירות האון-ליין שלה היוו כ-17.5% מסך מכירותיה בשנת 2023. לצד זאת, פיתוח יכולת און-ליין יציבה ורווחית כרוך באתגרים תפעוליים ובהשקעות נרחבות.

כמו כן, בעת הנוכחית כאשר ספקי מזון רבים העלו את מחירי המוצרים, חל גידול במחזור המכירות של המותגים הפרטיים בקטגוריות השונות שבעלות הרשתות הגדולות, חלק מהגידול מיוחס גם להעלאת מחיר המותגים הפרטיים. במודל זה, רשתות קמעונאיות המזון תלויות פחות בספקיות המזון הן מבחינת אספקה והן מבחינת שינוי מחירים בלתי צפויים ורצויים. נתחם של המותגים הפרטיים מהמכר הכספי צמח מכ-6.9% בשנת 2019 לכ-7.3% בשנת 2023⁶. מובילת השוק במותג הפרטי, הינה שופרסל עם נתח של כ-27.0% מסך המכירות באמצעות המותג הפרטי⁷.

מידרוג מניחה, כי רשתות קמעונאות המזון בישראל תפעלנה להגדלת נתח המותג הפרטי על חשבון המותגים הידועים, וזאת בהמשך לטרנדים בעולם, על מנת לאפשר ללקוח אפשרות צריכה מוזלת מצד אחד, ומצד שני לחסוך בעלויות ולהפחית את התלות בספקי המזון.

⁵ ע"פ סטורקסט, סיכום מחצית 2024.

⁶ ע"פ סטורקסט, סיכום שנה 2023.

⁷ מתוך הדוח הכספי של שופרסל נכון ליום 31.12.2023.

גידול בהכנסות החברה בשנת 2023 לאור גידול במכירות בחניות זהות, פתיחת חנויות חדשות והשפעות המלחמה

רשת "ויקטורי" הינה שחקנית בעלת היקף פעילות בסדר גודל קטן-בינוני בענף קמעונאות המזון בישראל ובעלת כ-68 סניפים בפריסה ארצית נכון ליום 30.06.2024. בשנת 2021 השיקה החברה תת-רשת של סניפים שכונתיים בשם "ויקטורי CITY", כאשר עד ליום 31 בדצמבר 2023 נפתחו 6 סניפים במסגרת זו. החברה חתומה על הסכמים לפתיחת שלושה סניפים נוספים בפורמט הדיסקאונט, בעמק חפר, בחריש ובתל מונד. נציין, כי בפבואר 2024 החברה פתחה את הסניף הגדול ביותר שלה בראשון לציון, בעל שטח ברוטו של כ-3,330 מ"ר ושטח מכירה של כ-2,600 מ"ר. הכנסות החברה צמחו ב-12 חודשים האחרונים שהסתיימו במחצית הראשונה של שנת 2024, ועמדו על כ-2.5 מיליארד ש"ח המציג גידול של כ-5% לעומת 2.4 מיליארד ש"ח ב-12 חודשים שהסתיימו במחצית הראשונה של שנת 2023. בשנת 2023, נתח השוק של החברה נאמד בכ-4%⁸.

בשנת 2023 רשמה החברה צמיחה בחנויות זהות (SSS) בשיעור של כ-3.7% בהמשך זאת לאחר צמיחה שלילית של כ-2.1% בשנת 2022. הצמיחה החיובית ב-2023 נובעת משני גורמים עיקריים: 1. גידול במכירות בחנויות זהות. 2. גידול בשיעור האינפלציה של כ-5.3% בשנת 2023. במחצית הראשונה של שנת 2024, המשיכה מגמת הצמיחה כאשר השיעור בהכנסות חנויות זהות של החברה עמד על כ-3.5% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. עליה זו נובעת בעיקרה, מעלויות המחירים במגוון מוצרים ובדומה לסגמנט בשוק. נכון ל-30.6.2024 הסתכמו שטחי המכירה של הרשת בכ-71 אלפי מ"ר. פיזור גאוגרפי בנוסף הצעת הערך של החברה תואמת את המודל העסקי של רשתות דיסקאונט בדגש על בידול הרשת מול המתחרים דרך מחירים מוזלים, ריבוי מבצעים והנחות כמותיות, אלו תורמים להערכתנו למיצובה העסקי של החברה. יחד עם זאת, המיצוב העסקי של החברה מוטה לשלילה ממותג פרטי עודנו חלש, ומועדון לקוחות שעדיין אינו דומיננטי למול מתחרותיה. בנוסף, לחברה פעילות מסחר מקוון כאשר בשנת 2023 רשמה החברה עליה במכירות המקוונות בשיעור של כ-8% לעומת שנת 2022 אשר היוו כ-3.3% מכלל מכירות החברה. לצד זאת, השיקה החברה בחודש מאי 2023 מועדון לקוחות עם חברת כרטיסי האשראי "MAX" (חלף מועדון "ויקטורי-ישראלכרט" שהסתיים ביום 31.03.2023) שבעת הנוכחית אינו דומיננטי בהשוואה לשחקניות אחרות בענף.

להערכת מידרוג, החברה תידרש להשקעות נוספות, ככל שתיבחר להפוך לגורם משמעותי בשוק האון-ליין הצומח ועד אז יש בכך לפגום במיצובה העסקי ביחס למתחרותיה. כמו כן, כחלק מהאסטרטגייה העסקית, החברה אינה מחזיקה במוטג פרטי מזה מספר שנים, תוך התמקדות בשיפור תנאי הסחר מול הספקים חלף זאת. להערכת מידרוג, היעדר מוטג פרטי עלול לפגום בנאמנות הלקוחות בחברה לאור רצונם במוצרים תחליפים זולים יותר ובהשוואה למתחרות. אסטרטגיית המיקומים של החברה, שמה דגש על הרחבת הפריסה הגיאוגרפית באזורים בהם אין לה נוכחות משמעותית.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025 מבוסס על צמיחה בחנויות זהות של כ-3.0%-3.5% בהתאם לקצב גידול האוכלוסיה ועלויות מחירים בענף המזון. לאור תכניות החברה אנו מניחים פתיחה של סניף חדש בסוף שנת 2024 וסניף נוסף במהלך בשנת 2025. להערכתנו החברה תציג צמיחה במכירות בשיעורים שינועו בטווח של כ-3.0%-5.0% בשנות התחזית, זאת לעומת כ-6% בשנת 2023 וכ-5% ב-12 חודשים האחרונים שהסתיימו במחצית שנת 2024, זאת נוכח גידול במספר סניפים, לצד גידול בהיקפי המכירות בחנויות זהות לאור עליות המחירים כאמור. ההכנסות בשנות התחזית תעמודנה בטווח של 2.5-2.6 מיליארד ש"ח.

מבנה הוצאות קשיח מעיב על רווחיות התפעולית של החברה

נכון ל-12 חודשים האחרונים שהסתיימו ביום 30.6.2024 שיעור הרווח הגולמי של החברה הסתכם בכ-26.3% לעומת 25.6% בתקופה מקבילה אשתקד ולעומת כ-25.5% בממוצע בין השנים 2020-2023. השיפור נובע כתוצאה מגידול במכירות לצד גידול איטי יותר בעלויות המכר.

להערכתנו, שיעור הרווח התפעולי ינוע בשנות התחזית בטווח שבין כ-3.4%-3.6%, זאת ביחס ל-3.4% בשנת 2023. כך הרווח התפעולי צפוי לעמוד על כ-85-95 מיליון ש"ח בכל אחת משנות התחזית, זאת לעומת ממוצע של כ-84 מיליון ש"ח בין השנים 2021-2023.

⁸ מתוך הדוח הכספי של החברה

הערכה זו מבוססת על ההנחות העיקריות כדלקמן: (1) צמיחה בחנויות זהות של כ-3.0%-3.5% (2) תנאי הסחר מול הספקים יישאר יציבים. (3) גידול בעלויות התפעול נוכח חידוש חוזי שכירות, עליית המדד ופתיחת סניפים חדשים. (4) סביבת עליות מימון בדומה למצב הנוכחי.

הוצאות המימון של החברה, גדלו במהלך שנת 2024 לאור הגעה להסכמים עם רבוע כחול נדל"ן על העלאת דמי שכירות והארכת תקופת השכירות מיום 01.01.2024 ועד 31.12.2040, אלו הגדילו באופן משמעותי את הוצאות המימון של החברה נוכח סביבת הריבית הגבוהה, לצד אורך תקופות החוזים שהינו ל-17 שנים. להערכתנו, הוצאות המימון ימשיכו לעלות בשנות התחזית עקב גידול בהוצאות ריבית חכירה, בגין חתימה על חוזי שכירות לסניפים חדשים וכן גידול באינפלציה, וינועו בטווח של כ-2.2%-2.4% זאת לעומת 3.3% בשנת 2023.

תזרימי מזומנים מתונים מפעילות תומכים בהקטנת החוב הפיננסי

אנו מעריכים כי הרווח התפעולי מנטרל פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 250-260 מיליון ש"ח בשנה בשנות התחזית, לעומת כ-235 מיליון ש"ח בשנת 2023, ואילו המקורות מפעולות (FFO) צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של 200-210 מיליון ש"ח לשנה בשנות התחזית, לעומת כ-200 מיליון ש"ח בשנת 2023. תרחיש הנזילות של מידרוג כולל חלוקת דיבידנדים בסך של כ-30 מיליון ש"ח בכל אחת משנות לעומת חלוקה של כ-15 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2022-2023, כאשר לחברה מדיניות חלוקה של לפחות 30% מהרווח הנקי. בנוסף, ביום 20 ביוני 2024 אישר דירקטוריון החברה תכנית לרכישה עצמית של מניות החברה עד לסכום של 10 מיליון ש"ח, ונכון לתאריך המאזן החברה רכשה בתמורה כוללת בסך של כ-6.9 מיליון ש"ח. בנוסף, אנו מניחים כי צרכי ההשקעות ההוניות ייאמדו לכ-140-150 מיליון ש"ח, וכוללים פירעון התחייבויות חכירה בהיקף של כ-100-110 מיליון ש"ח בשנה והשקעות ברכוש קבוע בגין שיפורים בסניפים הקיימים, והקמת סניפים חדשים בהיקף של כ-40-50 מיליון ש"ח בכל אחת משנות התחזית. לאור זאת, מידרוג מעריכה כי יחס ה-FFO-Capex יעמוד בשנות התחזית בטווח של כ-50-70 מיליון ש"ח לעומת כ-78 מיליון ש"ח בשנת 2023.

מידרוג מניחה שינויים לא מהותיים בהון החוזר בשנות התחזית. על כן, התזרים החופשי (FCF) בתרחיש הבסיס של מידרוג נע בטווח של 20-40 מ' ש"ח בכל אחת משנות התחזית. לחברה מקורות חזקים מפעולות, וביכולתה לממן את ההשקעות השוטפות ופיתוח הסניפים ממקורותיה הפנימיים ומהיתרות הנזילות.

נכון ל-30.06.2024 היקף החוב הפיננסי המותאם ברוטו הסתכם בכ-1.31 מיליארד ש"ח, (כ-1.27 מיליארד ש"ח בגין התחייבויות חכירה, וכ-41 מיליון ש"ח אג"ח סדרה ב'). גידול של כ-157 מ' ש"ח לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בגין גידול בהתחייבויות חכירה, לצד קיטון בחוב הפיננסי בהתאם ללוו סילוקין.

להערכתנו, יחס החוב הפיננסי המותאם ברוטו ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 5.0-5.5 (כ-5.2 ב-30.6.2024 ברמה שנתית, וזאת בדומה לממוצע בשנים 2021-2023). היקף ההון העצמי עמד על כ-397 מיליון ש"ח ב-30.6.2024 ויחס ההון למאזן עמד על כ-18.4%. בשנות התחזית אנו צופים שיחס זה ינוע באותו הטווח, לאור ערכתנו לגידול במאזן בגין גידול בהתחייבויות חכירה לצד חלוקת דיבידנד של 30 מיליון ש"ח אשר צפויים להקביל את הגידול בהון.

מדיניות פיננסית ויחס נזילות הולמים לדירוג

לחברה נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס לצרכי שירות החוב. נכון ליום ה-30.06.2024 הסתכמו היתרות הנזילות של החברה בכ-144 מ' ש"ח (מתוך סכום זה, כ-114 מ' ש"ח נוספים במזומן ופיקדונות וכ-30 מ' ש"ח בני"ע), כאשר התיק עצמו חשוף בשיעור של כ-20% למניות והיתרה מושקעת באג"ח. מדיניות הדיבידנד של החברה סבירה (לפחות 30% מהרווח הנקי כאמור). מקורות המימון של החברה כוללים חוב אג"ח בלבד, כאשר לחברה אין חוב מול המערכת הבנקאית. החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות נכון ליום ה-30.6.2024.

שיקולים נוספים לדירוג

גמישות פיננסית טובה ממתנת את השפעת יחסי הכיסוי האיטיים

דירוג החברה זכה להטבה נוכח הערכתנו לגמישות פיננסית טובה של החברה, שאינה מקבלת ביטוי ביחסי כיסוי החוב האיטיים של החברה, הנובעים כאמור מהתחייבויות חכירה גבוהות. להערכת מידרוג, המיצוב הפיננסי של החברה הינו גבוה מזה המשתקף ביחסי הכיסוי, נוכח מרכיב חוב פיננסי נמוך, מרחק גבוה מאמות מידה פיננסיות, ומאזן נזיל יחסית עם צורכי הון חוזר מתונים.

תלות גבוהה באיש מפתח מעלה סיכון עסקי

להערכתנו קיימת בחברה תלות באיש מפתח, מר אייל רביד, שהינו מנכ"ל ובעלים, מאפיין המעלה את סיכון האשראי. כמו כן, נציין כי מעבר לכך, החברה מאופיינת במוטת שליטה ובניהול הדוק וממוקד כאשר בני משפחה נוספים מחזיקים בהון המניות של החברה ומכהנים בתפקידי ניהול בכירים.

ESG

להערכתנו לחברה חשיפה בינונית-גבוהה לסיכונים סביבה וחברה נוכח הדרישה לשמור על מוניטין גבוה בקרב קהל הלקוחות וכן חשיפה למגמות חברתיות כגון מחאת יוקר המחיה וכדומה. זאת לצד חשיפה בינונית-גבוהה לסיכונים רגולציה.

בנוסף, נציין כי החברה דווחה בחודש יוני 2024 על שימוע שיעשה למר אייל רביד עד תום השנה אשר במסגרתו יכול ויוגש כתב אישום כנגד החברה וכנגד בעל השליטה, על ידי רשות התחרות בגין חשד להתערבות במחיר לצרכן של מוצרים הנמכרים אצל מתחרים ולחשד להסדר כובל בין החברה לבין מתחרים. בשלב זה, מידרוג עוקבת אחר התפתחויות אלו והשפעתם על המיצוב העסקי והממשל התאגידי של החברה.

מטריצת הדירוג

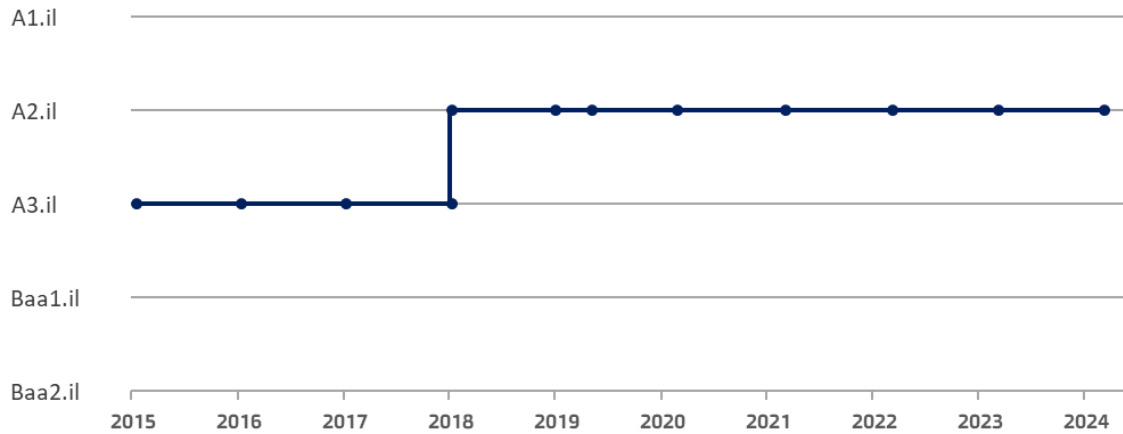
תחזית מידורג		ליום 30.06.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il	---	Aa.il	---	יציבות סל המוצרים של הקמעונאי והביקושים	ענף הפעילות
Baa.il	---	Baa.il	---	מאפיינים תחרותיים	
A.il	2.5-2.6 מיליארד ש"ח	A.il	2.5 מיליארד ש"ח	היקף פעילות LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	פריסת הרשת ומיצובה העסקי	
Baa.il	3.4%-3.6%	A.il	3.9%	שיעור רווח תפעולי להכנסות - LTM	רווחיות
Baa.il	18%-19%	Baa.il	18.4%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
A.il	2.2x-2.4x	A.il	2.5x	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו	
A.il	5.0x- 5.5x	A.il	5.2x	חוב ברוטו מותאם / EBIDTA - LTM	
Aa.il	200-210 - FFO מיליון ש"ח	Aa.il	199 - FFO LTM מיליון ש"ח	היקף התזרים התפעולי ויציבותו	תזרים יחסי כיסוי
	50-70 FFO-CapEx מיליון ש"ח		FFO-Capex LTM 53 מיליון ש"ח		
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
A2.il					דירוג נגזר
A2.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידורג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידורג כוללת את הערכות מידורג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ הינה חברה ציבורית הפעילה משנת 1996 בתחום קמעונאות המזון ומתמקדת בתחום חנויות הדיסקאונט תחת המותג "ויקטורי". מטה החברה והמחסן הלוגיסטי ממוקמים ביבנה. נכון למועד הדוח, בעלת השליטה בחברה הינה משפחת רביד, מר אייל רביד (35.43%) מכהן כמנכ"ל החברה ודירקטור, ומר אברהם רביד (31.14%) מכהן כדירקטור וכמשנה למנכ"ל. יתר המניות מוחזקות על ידי הציבור (26.06%) וגופים מוסדיים (7.37%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דוח מתודולוגי, מאי 2023](#)

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

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

25.09.2024

תאריך דוח הדירוג:

21.09.2023

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:

20.07.2015

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

שם יוזם הדירוג:

ויקטורי רשת סופרמרקטים 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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שביסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.