

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

מעקב | ספטמבר 2022

אנשי קשר:

דנה קורנצקי
אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
dana.c@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 סדרות |
|------------------|-------|-------------|

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ (להלן "ויקטורי" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

| מועד פירעון סופי | אופק דירוג | דירוג | מספר נייר ערך | סדרת אג"ח |
|------------------|------------|-------|---------------|-----------|
| 31/08/2023 | יציב | A2.il | 1136126 | א' |
| 02/07/2026 | יציב | A2.il | 1161488 | ב' |

שיקולים עיקריים לדירוג

ויקטורי הינה שחקנית בעלת היקף פעילות בסדר גודל בינוני בענף קמעונאות המזון בישראל מבחינת מספר הסניפים ופריסתם. על פי נתוני החברה, במהלך שנת 2021 נתח השוק של החברה נאמד בכ-4.2% בהשוואה ליוחננוף (כ-6.7%), רמי לוי (כ-15.6%) ולשופרסל (כ-20%). בחמש השנים האחרונות הגדילה ויקטורי את מספר סניפי הרשת מ-46 בשנת 2017 ל-63 נכון ל-30.6.2022. ההכנסות צמחו מסך של כ-1.6 מיליארד ש"ח בשנת 2017 לסך של כ-2.3 מיליארד ש"ח בשנת 2021. הגידול האמור במחזור המכירות, במצבת הסניפים ובשטחי המסחר, משפרים להערכת מידרוג את מיוצבה העסקי של החברה, באמצעות חיזוק כוחה מול ספקים, הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של הסניפים והגדלת פיזור ההכנסות והתרומה בין הסניפים. מנגד, החברה רושמת צמיחה שלילית בחנויות זהות (SSS) וזאת ביתר שאת מהצמיחה השלילית שנרשמה בענף כולו.

הסיכון העסקי בענף נובע מחסמי כניסה נמוכים יחסית, ומיכולת להרחיב את הרשתות בקלות יחסית, לעיתים באמצעות תמיכה כספית מצד הספקים ובעלי הנכסים. לצד זאת, פוטנציאל הצמיחה הענפי המוגבל מכביד על יכולת הצמיחה הפנימית של הרשתות ועל גמישות המחיר בענף. צמיחה פנימית שלילית ואף חלשה מהווה סיכון עסקי בענף קמעונאות המזון בשל מרכיב גבוה של עלויות קבועות לסניף וחוזי שכירות ארוכים.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2022-2023 מניח צמיחת חנויות זהות בטווח 0%-1% אשר בשילוב עם פתיחות סניפים מתוכננות תביא את מחזור המכירות של החברה לטווח 2.3-2.4 מיליארד ש"ח. בנוסף לכך, מניח כי הרווחיות הגולמית של החברה תנוע סביב 25%-25.5% בשנים 2022-2023, בעוד הממוצע התלת שנתי עמד על 25.3% בשנים 2019-2021 ו-25.4% במחצית הראשונה של 2022. כמו כן, הרווח התפעולי החזוי לנוע בין 3.3% ל-3.5% בשנות התחזית (סך של כ-85-75 מיליון ש"ח לשנה בהשוואה לכ-89 מיליון ש"ח בשנת 2021). הערכה זו מבוססת על ההנחות העיקריות כדלקמן: (1) יציבות בתנאי הרכש ויכולת המיקוח בעקבות הגידול בהיקף הפעילות של החברה (2) הוצאות שכירות עולות כפועל יוצא של פתיחת סניפים (3) יציבות בהוצאות הנהלה וכלליות (4) הוצאות פרסום בהיקפים נמוכים מחציון ראשון 2022. הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 200-220 מיליון ש"ח לשנה בשנים 2022-2023, ואילו המקורות מפעולות (FFO) צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של 160-180 מיליון ש"ח לשנה בשנים אלו. צרכי ההשקעות ההוניות, הכוללים פירעון התחייבויות הכירה, השקעות שוטפות בסניפים הקיימים ורכישת סניפים צפויים להסתכם בכ-120-140 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2022-2023. בהתחשב גם בשינויים בהון החוזר ובחלוקת דיבידנדים, צפוי התזרים החופשי (FCF) בתרחיש הבסיס של מידרוג לעמוד בטווח של 35-45 מיליון ש"ח לשנה בשנות התחזית. לחברה מקורות חזקים מפעולות וביכולתה לממן את ההשקעות השוטפות ופיתוח הסניפים ממקורותיה הפנימיים ומהיתרות הנזילות. יחסי הכיסוי של החברה נותרו איטיים יחסית לרמת הדירוג, והם מושפעים בעיקר מהיקף התחייבויות הכירה שגדל במהלך החודשים האחרונים עם הרחבת הרשת ואשר צפוי לגדול גם בשנת 2022 עם פתיחת תת הרשת העירונית. מידרוג מעריכה כי יחסי חוב פיננסי ברטו מותאם ל-EBITDA צפוי

לנוע בשנים 2022-2023 בטווחים של 5.7X-5.9X (לעומת כ-5.34X בשנת 2021) יחס הרווח התפעולי להוצאות המימון צפוי לעמוד בטווח 2.2X-2.4X בתקופת התחזית (לעומת כ-3.75X בשנת 2021).

אופק הדירוג

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

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור לאורך זמן ביחסי הכיסוי וברווחיות

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה מתמשכת בהכנסות החברה וברווחיותה
- שחיקה לאורך זמן ביחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA מעבר לתרחיש מידרוג

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

| FY 2017 | FY 2018 | FY 2019 | FY 2020 | FY 2021 | H1 2021 | H1 2022 | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------------------------|
| 1,600 | 1,668 | 1,747 | 2,377 | 2,312 | 1,173 | 1,134 | הכנסות (מיליוני ש"ח) |
| 2.6% | 2.9% | 3.1% | 4.4% | 3.85% | 4.2% | 3.45% | % רווח תפעולי |
| 32.9% | 39.6% | 17.5% | 16.8% | 18.5% | 17.7% | 18.2% | הון עצמי/מאזן |
| 1.4X | 1.0X | 6.1X | 5.0X | 5.3X | 5.0X | 5.6X | חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA [1] |
| 9.2X | 13.1X | 2.3X | 2.3X | 3.8X | 4.7X | 2.3X | EBIT להוצאות מימון [1] |

[1] החל מיום 01.01.2019 החברה מיישמת בדוחותיה הכספיים את תקן IFRS16. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, החוב הפיננסי המותאם החל משנת 2019 כולל תוספת התחייבויות בגין חכירות. כמו כן, הוצאות המימון ששימשו ביחס EBIT להוצאות המימון כוללות הוצאות בגין התחייבויות חכירה בהתאם לדוחות הכספיים של החברה. יחסי הכיסוי מחושבים על פי נתוני 12 החודשים שמסתיימים במועד החתך הרלוונטי.

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ - נתונים תפעוליים עיקריים:

| FY 2017 | FY 2018 | FY 2019 | FY 2020 | FY 2021 | H1 2021 | H1 2022 | |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------------------------|
| 46 | 49 | 56 | 59 | 59 | 59 | 63 | מספר סניפים (סוף תקופה) |
| 2.5% | 1.6% | -0.3% | 13.5% | -2.8% | -2.1% | -5.2% | צמיחה במכירות חנויות זהות |
| 31,800 | 32,300 | 32,300 | 36,200 | 35,100 | 35,800 ** | 34,800 ** | מכירות למ"ר, ש"ח |

* מקור: דוחות כספיים לציבור

** בגילום שנתי

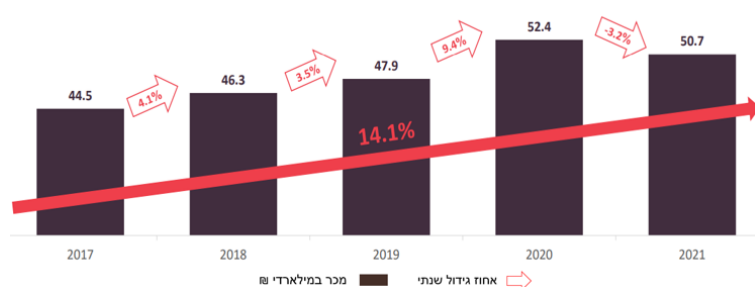
פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

רמת התחרות בענף תיוותר גבוהה. מחד, כניסתה של רשת זרה לארץ (קרפור). מאידך, בעקבות רכישות סניפים בין הרשתות נבלם הגידול בשטחי המסחר. בשנת 2022 נמשכת היחלשות בהשפעת משבר הקורונה, כמו כן מגמות ארוכות טווח בראי גידול במכירות האון-ליין.

ענף קמעונאות המזון בישראל מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית ליתר ענפי המשק ומהווה גורם המשפיע לשלילה על סיכון האשראי של החברה. הסיכון העסקי בענף נובע מחסמי כניסה נמוכים יחסית, ומיכולת להרחיב את הרשתות בקלות יחסית, לעיתים באמצעות תמיכה כספית מצד הספקים ובעלי הנכסים. לצד זאת, פוטנציאל הצמיחה הענפי המוגבל מכביד על יכולת הצמיחה הפנימית של הרשתות ועל גמישות המחיר בענף. צמיחה פנימית שלילית ואף חלשה מהווה סיכון עסקי בענף קמעונאות המזון בשל מרכיב גבוה של עלויות קבועות לסניף וחוזי שכירות ארוכים. הענף מבוזר יחסית בין מספר רב של שחקניות, אולם מספר מועט של

רשתות גדולות בקנה מידה ארצי מחזיקות בנתח שוק משמעותי והן בעלות השפעה ניכרת על המגמות בענף: רשת שופרסל (20%) ורמי לוי (15.6%). בשנים האחרונות התעצמה הריכוזיות בענף קמעונאות המזון לאחר שחלק מסניפיה של יונת ביתן נמכרו לרשתות גדולות ובינוניות. מגמות קונסולידציה לאחר קריסת חלק מהרשתות כאמור הביאו למגמת התמתנות בתחרות הגבוהה בענף בהמשך לבלימת הגידול בשטחי המסחר והגעה לרוויה ענפית. עם זאת, התפתחויות בגזרת העיר מצד שחקניות מסוימות בענף, רכישת יונת ביתן ע"י אלקטרה מוצרי צריכה וצפי לכניסת SEVEN ELEVEN מייצרות אי ודאות בגזרת התחרות בטווח הבינוני. בשנים האחרונות אופיין שוק המזון ביציבות מחירים יחסית, בעיקר לנוכח התמתנות מבצעי המכירות בשנתיים האחרונות וביתר שאת בשנת 2020, בשל הביקושים הגבוהים. במקביל ספקיות המזון הגדולות נמנעו מהעלאות מחירים גורפות, בסיוע תנאי סחר נוחים, ובצל תחרות גוברת מצד יבוא מזון והתחזקות הרשתות. מגמה זו מצויה בשינוי ושוק המזון החל לראות העלאות מחירים מתונות בשנה האחרונה בעיקר נוכח עליית מחירי חומרי הגלם בעולם והבעיות בשרשרת האספקה אשר משפיעות על יצרניות המזון. להערכתנו המשיך מגמת התייקרות במחירי חומרי הגלם עשויה להוביל לעליית מחירים סלקטיבית שתתמוך גם בהמשך המגמה של חזרת הלקוחות לסניפים המוזלים על חשבון החנויות השכונתיות אשר האחרונות נהנו בשנת הקורונה מגידול ניכר במכירות נוכח מגבלות המגיפה.

מכר כספי של שוק ה-FCMG בישראל בשנים 2017-2021.*



מקור: נתוני סטורנקסט על המכירות בשוק הקמעונאות המבורקד.

לאורך זמן, להערכתנו הענף צומח ב-1.5% בהתאם לקצב גידול האוכלוסייה¹. כמו כן, הטרנדים המשפיעים על שוק זה בשנים האחרונות נובעים מהתפשטות נגיף הקורונה, קשיים לאורך שרשרת האספקה הגלובלית ומהמלחמה באוקראינה, המשפיעים על התייקרות של חומרי גלם, המעבר לרכישות און ליין והקונסולידציה בענף. לאחר שנים של צמיחה רשמית המכר הכספי בעולם ה-FCMG ירדה של 1.7 מיליארד ₪ בשנת 2021, (כ-50.7 מיליארד ₪) למול צמיחה של 4.5 מיליארד ₪ בשנת 2020 (52.4 מיליארד ₪) המיוחסת לצריכה מוגברת בשנה זאת בשל התפשטות נגיף הקורונה². השינויים כאמור ממותנים על רקע עלייה במדד המחירים כך שהשינוי הכספי בין שנת 2021 למול שנה קודמת נאמד בירידה של כ-3.2% זאת לעומת שנת 2020 בה נרשמה צמיחה חריגה וחד פעמית של 9.2%. הצמיחה בשנה הקודמת נבעה ככל הנראה מהגידול בביקושים למוצרי מזון והיגינה בשל פרוץ מגפת הקורונה. על אף הירידה במכירות בהשוואה לשנת 2020, ביחס לשנת 2019 וטרם הקורונה, ניכרת צמיחה במכירות של כ-6%.

¹ הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה - אוכלוסיית ישראל בפתחה של שנת 2022 - 30.12.2021
² מקור סטורנקסט - סיכום שנת 2021

צמיחה זו משתקפת בין השאר בהרחבת מגוון המוצרים הנמכרים ברשתות המזון הקמעונאיות וכניסת חלק מהרשתות לתחומים חדשים. שתי מגמות משמעותיות שאפיינו את הענף בשנת 2021 וממשיכות למחצית הראשונה של שנת 2022 - הערוץ השכונתי מקטין את גודל הסל הממוצע לאחר שבשנת 2020 הציג את הצמיחה הגבוהה ביותר על רקע מגבלות התנועה והסגרים. בשנת 2021, עם תום הסגרים, התחלנו לראות חזרה להרגלי הצריכה טרום הקורונה וכי הצרכנים חזרו לפקוד את החנויות אף המרוחקות ומגמה זאת נמשכת גם בשנת 2022 ולהערכתנו תמשיך יחד עם מנועי צמיחה נוספים, 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. כיום יכולת זו התחזקה על רקע שנת הקורונה, ומובלת על ידי רשת שופרסל, שמכירות האון-ליין שלה היוו כ-20.5% מסך מכירותיה בשנת 2021. פיתוח יכולת און-ליין יציבה ורווחית כרוך באתגרים תפעוליים ובהשקעות נרחבות.

פרופיל עסקי הולם לשחקנית דיסקאונט המתפתחת גם בתחום החנויות השכונתיות. מחד פתיחת סניפים והגדלת היקף ההכנסות, מנגד שחיקה בפרמטרים התפעוליים.

ויקטורי הינה שחקנית בעלת היקף פעילות בסדר גודל בינוני בענף קמעונאות המזון בישראל מבחינת מספר הסניפים ופריסתם. על פי נתוני החברה, במהלך שנת 2021 נתח השוק של החברה נאמד בכ-4.2%. בחמש השנים האחרונות הגדילה ויקטורי את מספר סניפי הרשת מ-46 בשנת 2017 ל-63 נכון ל-30.6.2022. ההכנסות צמחו מסך של כ-1.6 מיליארד ₪ בשנת 2017 לסך של כ-2.3 מיליארד ₪ בשנת 2021. הגידול האמור במחזור המכירות, במצבת הסניפים ובשטחי המסחר, משפרים להערכת מידרוג את מיצובה העסקי של החברה, באמצעות חיזוק כוחה מול ספקים, הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של הסניפים והגדלת פיזור ההכנסות והתרומה בין הסניפים. מנגד החברה רושמת צמיחה שלילית בחנויות זהות (SSS) וזאת ביתר שאת מהצמיחה השלילית שנרשמה בענף כולו. בשנת 2021 נרשמה צמיחה שלילית בחנויות זהות בשיעור של 2.8%. גם במחצית הראשונה של שנת 2022 נרשם קיטון בשיעור 5.2% בהכנסות חנויות זהות בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2021. הכנסות החברה בשנת 2021 עמדו על כ-2.3 מיליארד ש"ח ובמחצית הראשונה של שנת 2022 הסתכמו לכ-1.1 מיליארד ש"ח. נכון ל-30.6.2022 הסתכמו שטחי המכירה של הסניפים בכ-67.7 אלפי מ"ר. תוך שמירה על פדיון למ"ר של כ-35 אלף ₪.

יחד עם זאת, המיצוב העסקי של החברה נמוך משל המתחרות המתאפיינות בפיזור עסקי רחב יותר, שבא לידי ביטוי בקידום המותג הפרטי, ביסוס נוכחות במסחר המקוון, מועדון לקוחות וכן ברכישת קווי עסקים המשיקים לקמעונאות מזון. יצוין כי גם בסניפי החברה קיים מותג פרטי וכן לחברה פעילות מסחר מקוון, אך אלה לעת עתה אינם בלב אסטרטגיית החברה, והאחרון אף נפגע בשנה האחרונה נוכח תת השקעות בקידומו. לחברה אין מועדון לקוחות 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 במותג פרטי מזה מספר שנים, תוך התמקדות בשיפור תנאי הסחר מול הספקים חלף זאת. להערכת מידרוג, היעדר מותג פרטי עלול לפגום בנאמנות הלקוחות בחברה בהשוואה למתחרות. אסטרטגיית המיקומים של החברה שמה דגש על הרחבת הפריסה הגיאוגרפית באזורים בהם אין לה נוכחות משמעותית. הפיזור העסקי של החברה מצומצם יחסית למתחרותיה, והיא אינה פועלת בקווי עסקים המשיקים לקמעונאות מזון, כגון תחום הפארם.

להערכת מידרוג, מספר הסניפים בסוף שנת 2022 יעמוד על 68 ובסוף שנת 2023 יעמוד על כ-78. ע"פ תרחיש הבסיס של מידרוג, בשנת 2022 תחול ירידה מסוימת בהכנסות החברה לסך של כ-2.3 מיליארד ₪ לעומת סך של כ-2.31 מיליארד ₪ בשנת 2021, וזאת למרות פתיחה של 9 סניפים חדשים במהלך שנת 2022 (4 מתוכם סניפי City). גורם מהותי המשפיע על הירידה בהכנסות הינו הירידה במכירות חנויות זהות פועל יוצא של התחרות הגבוהה בענף, זאת בהמשך לירידה זהה במכירות בחנויות זהות אשר נרשמה בשנת 2021 כאמור. מידרוג מעריכה כי בשנת 2023 תחול עליה בהיקף ההכנסות לסך של כ-2.4 מיליארד ₪ (מעט גבוהות יותר מההכנסות שנרשמו בשנת 2021). ביחס למתחרות ברות השוואה בענף, הפדיון למ"ר של ויקטורי הינו הנחות בקבוצת השוואה. נתון המקבל משנה תוקף בעת בחינת הפעילות מחנויות זהות (SSS) בו החברה מובילה עם שיעור הירידה הגבוה ביותר מבין שאר השחקניות בענף.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך שחיקה של כ- 0.6% עד 1% בהכנסות בשנת 2022 אשר יביא להכנסות של כ-2.4-2.3 מיליארד ש"ח בשנה זו, וצמיחה של כ-3% עד 4% בשנת 2023 (ביחס לשנת 2022) אשר כולה פועל יוצא של פתיחת סניפים חדשים נוכח הנחתנו לצמיחה פנימית אפסית בשנה זאת. עם סך הכנסות חזוי של כ- 2.4-2.35 מיליארד ש"ח, וזאת עם הנחה של פתיחת כ-10 סניפים חדשים העתידים להניב באופן חלקי במהלך שנת 2023.

שחיקה ברווחיות תפעולית לאורך השנים אך כזאת הולמת את המיצוב העסקי של החברה.

החברה הציגה במהלך שנת 2021 ובחציון השני לשנת 2022 שחיקה ברמת הרווחיות, לאחר שנת הקורונה משחיקה בשיעורי הצמיחה הפנימית של החברה תוך יציבות בתנאי הסחר מול הספקים. מהלכי הרחבת הפעילות במרכזי ערים הפחיתו את שיעור הרווחיות התפעולית נוכח היקף הוצאות השכירות, במקביל לעלייה חד פעמית בהוצאות הפרסום בחציון ראשון 2022. תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2022-2023 מניח צמיחת חנויות זהות בטווח 0%-1% אשר בשילוב עם פתיחות סניפים מתוכננות תביא את מחזור המכירות של החברה לטווח 2.3-2.4 מיליארד ש"ח, בנוסף לכך, מניח כי הרווחיות הגולמית של החברה תנוע סביב 25%-25.5% בשנים 2022-2023, בעוד הממוצע התלת שנתי עמד על 25.3% בשנים 2019-2021 ו-25.4% במחצית הראשונה של 2022. כמו גם, הרווח התפעולי החזוי לנוע בין 3.3% ל-3.5% בשנות התחזית (סך של כ-85-75 מיליון ₪ בהשוואה לכ-89 מיליון ש"ח בשנת 2021). הערכה זו מבוססת על ההנחות העיקריות כדלקמן: (1) יציבות בתנאי הרכש ויכולת המיקוח בעקבות הגידול בהיקף הפעילות של החברה, (2) הוצאות שכירות עולות כפועל יוצא של פתיחת סניפים (3) יציבות בהוצאות הנהלה וכלליות (4) הוצאות פרסום בהיקפים נמוכים מחציון ראשון 2022; מעבר לכך, אנו מעריכים כי רמת התחרות בענף תיותר גבוהה. כניסתה של רשת זרה לארץ (קרפור) תגביל את גמישות המחיר של סל המוצרים בענף כלפי מעלה, כאשר מנגד ההתמתנות בתחרות תבלום לחצים על מחיר הסל כלפי מטה. להערכת מידרוג, פתיחתן של סניפי תת הרשת "ויקטורי CITY" לא יביאו לשינוי מהותי בתוצאות בשנת 2022 נוכח תחרות אגרסיבית והוצאות שכירות גבוהות באזור תל-אביב כמו גם העלייה הצפויה בשכר המינימום אשר משפיע על כ-30% מהעובדים בחברה.

תזרימי מזומנים מתונים מפעילות תומכים בהקטנת החוב הפיננסי, אולם המינוף יוסיף לגדול בשל התחייבויות החכירה כתוצאה מהמשך הגדלת מספר הסניפים.

הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 200-220 מיליון ש"ח לשנה בשנים 2022-2023, ואילו המקורות מפעולות (FFO) צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של 160-180 מיליון ש"ח לשנה בשנים אלו. צרכי ההשקעות ההוניות, הכוללים פירעון התחייבויות חכירה, השקעות שוטפות בסניפים הקיימים ורכישת סניפים צפויים להסתכם בכ-140-120 מ' ש"ח בכל אחת מהשנים 2022-2023. היקפים אלו כוללים, בין היתר, כ-20 מ' ש"ח בשנה של השקעות שוטפות בסניפים קיימים וכ-40-30 מ' ש"ח בשנה של השקעה בפתיחת סניפים חדשים. בהתחשב גם בשינויים בהון החוזר ובחלוקת דיבידנדים, צפוי התזרים החופשי (FCF) בתרחיש הבסיס של מידרוג לעמוד בטווח של 35-45 מ' ש"ח לשנה בתחזית. לחברה מקורות חזקים מפעולות וביכולתה לממן את ההשקעות השוטפות ופיתוח הסניפים ממקורותיה הפנימיים ומהיתרות הנזילות.

נכון ל-30.06.2022 היקף החוב הפיננסי ברוטו המותאם הסתכם בכ-1.2 מיליארד ₪, רובו המוחלט (כ-1.1 מיליארד ₪) בגין התחייבויות חכירה, פועל יוצא של התרחבות במצבת הסניפים, וכ-100 מיליון ₪ אג"ח.

יחסי הכיסוי של החברה נותרו איטיים יחסית לרמת הדירוג. יחסים אלו מושפעים בעיקר מהיקף התחייבויות החכירה שגדל במהלך החודשים האחרונים עם הרחבת הרשת ואשר צפוי לגדול גם בשנת 2022 עם הרחבת הפעילות. מידרוג מעריכה כי יחסי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA צפוי לנוע בשנים 2022-2023 בטווחים של 5.7X-5.9X (לעומת כ-5.34X בשנת 2021) ויחס הרווח התפעולי להוצאות המימון צפוי לעמוד בטווח 2.2X-2.4X בתקופת התחזית (לעומת כ-3.75X בשנת 2021).

מדיניות פיננסית הולמת לדירוג מחד מדיניות חלוקה סבירה. מנגד, מדיניות השקעה של תיק ניירות ערך הפוגמת בניהול הנזילות השמרני של החברה.

לחברה נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס לשימושיה השוטפים ובכלל זאת צרכי שירות החוב. נכון ל-30.06.2022 הסתכמו היתרות הנזילות בכ-90 מ' ש"ח. יחד עם זאת, החברה מחזיקה תיק ני"ע בסך של כ-65 מ' ש"ח המגלם בתוכו חשיפה משמעותית למניות. בשנים 2019-2021 שיעור הדיבידנד מהרווח הנקי עמד בממוצע על כ-40%, זאת על בסיס מדיניות לחלוקה של לפחות 30% מהרווח הנקי. לחברה אין חוב מול המערכת הבנקאית, אלא אג"ח בלבד. החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות שנקבעו עם הגורמים המממנים נכון ליום 30.6.2022.

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 צרכי הון חוזר מתונים.

תלות גבוהה באיש מפתח מעלה סיכון עסקי.

קיימת להערכתנו תלות באיש מפתח בחברה, מר אייל רביד, שהינו מנכ"ל ובעלים, מאפיין המעלה להערכתנו 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.

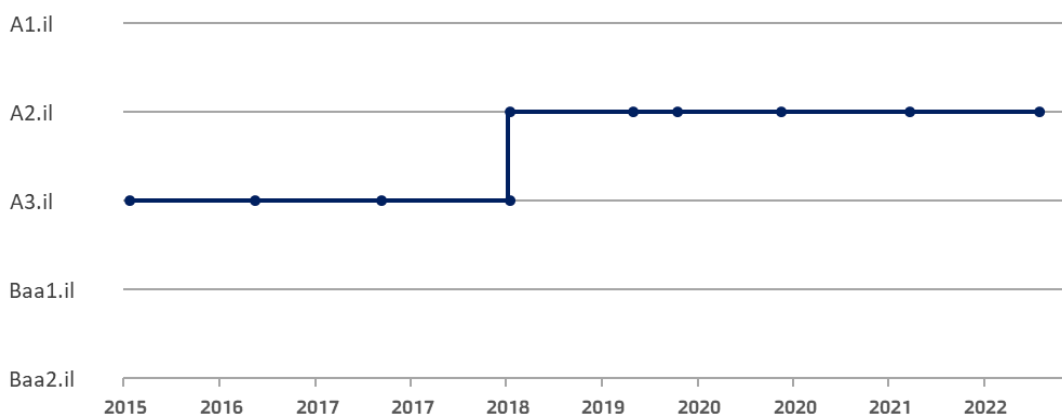
ESG

להערכת מידרוג, לחברה חשיפה בינונית-גבוהה לסיכונים סביבה וחברה לצד חשיפה בינונית-גבוהה לסיכונים רגולציה וציות. יחד עם זאת, מידרוג מניחה חשיפה מסוימת לסיכונים ממשל תאגידי כאשר סיכון תלות איש מפתח גולם כאמור בשיקולים הנוספים כמצוין לעיל.

אודות החברה

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ הינה חברה ציבורית הפעילה משנת 1996 בתחום קמעונאות המזון ומתמקדת בתחום חנויות הדיסקאונט תחת המותג "ויקטורי". מטת החברה והמחסן הלוגיסטי ממוקמים ביבנה. בעלת השליטה בחברה הינה משפחת רביד, מר אייל רביד (31.65%) מכהן כמנכ"ל החברה ודירקטור, ומר אברהם רביד (31.65%) מכהן כדירקטור, כמשנה למנכ"ל וכמונה על האכיפה הפנימית. יתר המניות מוחזקות על ידי הציבור (29%) וגופים מוסדיים (8%).

היסטוריית דירוג



מטריצת הדירוג

| תחזית מידרוג | | LTM 30.06.2022 | | 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 | פרופיל עסקי |
| A.il | 2.3-2.4 מיליארד ₪ | A.il | 2.7 מיליארד ₪ | היקף פעילות - LTM | |
| A.il | --- | A.il | --- | פריסת הרשת ומיצובה העסקי | |
| A.il | 3.5%-3.3% | A.il | 3.45% | שיעור רווח תפעולי להכנסות | רווחיות |
| Baa.il | 18.5%-19.5% | Baa.il | 18.2% | הון עצמי / מאזן | פרופיל פיננסי |
| A.il | 2.2 X-2.4 X | A.il | 2.3 X | רווח תפעולי / הוצ' ריבית | מדיניות פיננסית |
| Baa.il | 5.7 X- 5.9 X | A.il | 5.64 X | חוב ברוטו מותאם / LTM EBITDA | |
| A.il | FFO - 160-170 מ' ₪ | A.il | LTM FFO - 170 מ' ₪ | היקף התזרים התפעולי ויציבותו | תזרים יחסי כיסוי |
| A.il | FFO-CapEx - 30-40 מ' ₪ | A.il | LTM FFO-Capex - 43 מ' ₪ | | |
| A.il | --- | A.il | --- | מדיניות פיננסית | מדיניות פיננסית |
| A2.il | | | | | דירוג נגזר |
| A2.il | | | | | דירוג בפועל |

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

דוחות קשורים

[ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דוח מתודולוגי, נובמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

| | |
|-----------------------------|--------------------------------------|
| 21.09.2022 | תאריך דוח הדירוג: |
| 13.09.2021 | 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 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").

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 שיתנה 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 ביעוץ 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>