

GPM Investments LLC

מעקב ו דצמבר 2016

1

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 תאגידים
i.sigal@midroog.co.il

GPM Investments LLC

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק A3.il ל- GPM Investments LLC ("GPM" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי טוב הנובע מהיקף פעילות רחב וגדל בתחום חנויות הנוחות בארה"ב, הכולל רשת חנויות נוחות המונה בסמוך למועד דוח זה כ-890 אתרים בהפעלה עצמית, מרביתם בהסכמי חכירה לטווח ארוך. היקף פעילות החברה גדל במידה משמעותית בשנה החולפת באמצעות רכישות של אתרים פעילים שהצטרפו לפעילות הקיימת וצפויים להקנות לחברה יתרונות לגודל ברכש דלקים ומוצרים, ולתרום בכך לרווחיותה וליציבותה. להערכתנו, החברה צברה בשנים האחרונות טרק רקורד חיובי בביצוע מיזוגים ורכישות, תוך שהיא מרחיבה את הפריסה הגיאוגרפית בארה"ב, ושומרת על יציבות הפעילות, בזכות מיקוד אסטרטגי ואיכות ניהול גבוהה ויציבה. מאפיינים אלו ממתנים את הסיכון באסטרטגיית החברה להמשך התרחבות בארה"ב באמצעות רכישות. ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מאופיין על ידינו בסיכון בינוני נוכח רמת תחרות גבוהה ורגישות מחיר של צרכנים, המובילות לרווחיות נמוכה ממכירות דלקים, כשעיקר הרווח נובע ממכירות מוצרים ושירותים בחנויות הנוחות. הביקוש למוצרים מאופיין ביציבות יחסית ורגישות נמוכה למחזוריות הכלכלית, בהיותם מוצרים בסיסיים. בד בבד, שני מוצרי העוגן העיקריים בחנויות הנוחות, דלקים וטבק, מצויים במגמת של ירידה איטית/סטגנציה לאורך זמן, האחד, בשל התייעלות אנרגטית וחדירה (איטית) של רכבים היברידיים וחשמליים (אשר השפעתה התמתנה בשנתיים האחרונות נוכח הירידה החדה במחירי הדלקים), והשני, בשל קיטון מתמשך בצריכה. תחום המשקאות המהווה גם הוא עוגן מכירות חזק נותר יציב ורווחי. במענה למגמות אלו, השחקניות הגדולות בענף נוטות להרחיב את תמהיל המוצרים לכיוון מוצרי נוחות, מזון טרי ומותגים פרטיים ומבצעות השקעות ניכרות בפיתוח ושדרוג האתרים על מנת למשוך קונים. בנוסף ניכרת בענף מגמת התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות על מנת להשיא יתרונות לגודל במערך הרכש וההפצה. אנו מעריכים כי מגמות אלו בענף יימשכו גם בטווח הבינוני והארוך. מרווח שיווק הדלקים בענף חנויות הנוחות בארה"ב רשם עלייה בשנים 2014-2015 לרמת שיא של העשור האחרון, בזכות הירידה החדה במחירי הדלקים, שאפשרה למפעילים לגרוף מרווח גבוה יותר, בעוד מחיר הדלקים בתחנות התעדכן בקצב איטי יותר. שנת 2016 התאפיינה בתגודות גבוהה במחירי הדלקים, אשר גם היא תרמה למרווח השיווק. בטווח הבינוני והארוך, מגמה של עלייה הדרגתית במחירי הדלקים צפויה לנגוס במרווח השיווק.

במהלך 2016 המשיכה החברה באסטרטגיית ההתרחבות באמצעות רכישת כ-244 אתרים וכן שילוב של כ-211 אתרים אשר נרכשו בשנת 2015. אתרי החברה פועלים כיום תחת 11 מותגים מקומיים ב-18 מדינות שונות על פני ארבע טריטוריות עיקריות בארה"ב. פיזור גיאוגרפי זה תורם להערכתנו ליציבות החברה נוכח מאפיינים תחרותיים וסוציאוקונומיים המשתנים מאזור לאזור. להערכתנו, ההתרחבות מקנה לחברה יתרונות לגודל ברכש דלקים ומוצרים, וכן יתרון לגודל בהפצה ובניהול, אולם אלו טרם קיבלו ביטוי בולט בתוצאותיה, כאשר הגידול בתזרימי המזומנים נבע בעיקר מתוספת האתרים. החברה נכללת כיום בין המפעילים הגדולים של חנויות נוחות בארה"ב. להערכתנו, חרף גודלה המשמעותי גם ביחס לענף בארה"ב, החברה מוגבלת בצמיחתה הפנימית בשל המגמות שתוארו לעיל, ומבלי לבצע השקעות מהותיות במיתוג ושדרוג האתרים.

רווחיות החברה נמוכה וחשופה לתגודתית כתוצאה ממאפייני הענף, ומהווה גורם שלילי בדירוג. שיעור הרווח התפעולי לרווח הגולמי נשחק בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2016 ועמד על 7.7% אל מול 8.9% בתקופה המקבילה. שחיקה זו נבעה בעיקר מעלייה בשיעור עלויות השכר, תוך שמרווח הגאלון שמר על יציבות ברמה היסטורית גבוהה, בהתאם למגמות הענפיות לעיל. גם הרווחיות הגולמית ממכירת סחורות נותרה יציבה במהלך תקופה בשיעור גבוה של כ-29%. בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים שחיקה מתונה בהיקף צריכת הדלקים בטווח הקצר והבינוני וזאת בהתאם למגמה הענפית. אנו מביאים בחשבון כי מרווח הגאלון הגבוה שאפיין את השנים האחרונות עשוי לנוע בטווח נמוך יותר, תוך גילום שיפור שצפוי לנבוע מיתרון לגודל ברכש. אנו מעריכים כי המכירות בחנויות

זהות יצמחו בשיעור מזערי, וכי הרווחיות הגולמית בחנויות תישמר ברמתה הנוכחית. התחזית מניחה המשך גידול בעלויות השכר אשר ישחקו את הרווחיות (המחושבת כיחס רווח תפעולי לגולמי), שצפויה לעמוד בטווח 5.5%-6.5% בשנים 2017-2018.

רמת המינוף המאזנית של החברה גבוהה ומכבידה על הדירוג, למרות חוב פיננסי (לרבות הלוואות בעלים) מתון יחסית, וזאת בשל מרכיב של התחייבויות חכירה שמהונות לחוב ומכבידות על המינוף המאזני המותאם. יחס החוב מותאם לקאפ ליום 30.9.2016 פרפורמה לעסקאות שבוצעו לאחר תאריך המאזן עמד על כ-75% לעומת כ-83% בתקופה המקבילה. הירידה ביחס המינוף נבעה מפירעון חוב פיננסי מתקבולי הנפקת יחידות השתתפות בשותפות הדלקים GPM Petroleum LP (GPMP) בחודש ינואר 2016 (בתמורה לכ 70 מיליון דולר) ששימשו להורדת חוב בנקאי ולפרעון הלוואות בעלים, אולם בד בבד, רכישות בהיקף של כ-43 מיליון דולר אשר בוצעו ברבעון הרביעי ומומנו ברובן באמצעות הלוואות בעלים, קיזזו חלק מהירידה האמורה. להערכתנו האחזקה ב-GPMP (76.49%) משפרת את גמישותה הפיננסית של החברה ומהווה מקור נוסף למימון רכישות עתידיות, אולם במקביל נוגסת חלק ממרווח השיווק המחולק לבעלי המיעוט ב-GPMP.

תזרימי המזומנים של החברה גדלו בשל הרחבת הפעילות כמתואר לעיל, והם מאופיינים ביציבות יחסית בשל מרכיב נמוך של הון חוזר תפעולי והשקעות הוניות מתונות באתרים הקיימים. להערכתנו, בהתאם לתרחיש הבסיס המתואר לעיל, צפוי ה-EBITDA של החברה בשנים 2017-2018 להסתכם ב 50-60 מיליון דולר לשנה. נוכח פרעון הלוואות בעלים אשר נשאו ריבית גבוהה, והפחתת שיעור הריבית להלוואות שלא נפרעו, צפויה ירידה בעלויות הריבית של החברה וה-FFO בשנים 2017-2018 צפוי לעמוד בטווח של 45-55 מיליון דולר. לאחר ניכוי חלוקות בהיקף שנתי של 8-10 מיליון דולר למיעוט, יחסי הכיסוי חוב מותאם ל-EBITDAR וחוב מותאם ל-FFOR צפויים לעמוד להערכתנו, בטווחים שבין 3.5-4.5 ו-5.0-6.0, בהתאמה. היקף השקעות הוניות נמוך יחסית של כ-17 מיליון דולר והערכתנו כי בעלי המניות ינקטו במדיניות חלוקה שמרנית, גוזרות תזרים חופשי שנתי בהיקף משמעותי בתרחיש הבסיס, אשר צפוי לעמוד בשנים 2017-2018 בטווח של 20-30 מיליון דולר.

3

גמישותה הפיננסית של החברה הינה גבוהה להערכתנו, בזכות יחסי כיסוי מהירים, והיא ושופרה בשנה החולפת גם בשל קבלת מסגרות אשראי חתומות בהיקפים משמעותיים, שצפויות לשמש את החברה למימון מיזוגים ורכישות בעתיד. להערכתנו, השיפור במיצועה הפיננסי של בעלת השליטה, ארקו החזקות, בעקבות הורדת חוב בהיקף משמעותי, תומך גם הוא בגמישות הפיננסית של החברה נוכח מרכיב מהותי של הלוואות בעלים מבעלת השליטה ובעלי המניות הנוספים, המממנות את פעילות החברה. נזילות החברה הינה טובה ונתמכת בתזרים חופשי גבוה ביחס לצרכי שירות החוב, אף כי אנו מניחים שמרביתו יופנה למימון מיזוגים ורכישות בשנים הקרובות, וכן במסגרות אשראי חתומות בהיקפים משמעותיים. החברה עומדת במרווח טוב באמות המידה הבנקאיות.

GPM Investments LLC - נתונים עיקריים, במיליוני דולר

	1-9 2016	1-9 2015	2015	2014	2013	2012
Total revenue	1,413	1,309	1,741	1,771	1,379	1,133
Gross Profit	291	234	322	246	162	121
Operating income	22	21	28	15	5	10
Operating income /Gross Profit	7.7%	8.9%	8.6%	6.2%	3.0%	8.6%
Financial debt	111	135	147	56	77	27
Adj. Debt/Cap	73%	83%	84%	79%	79%	73%
Adj. debt/EBITDAR	3.7	4.0	4.2	3.7	5.1	3.5
Adj. debt/FFOR	5.4	6.0	6.3	5.2	7.6	4.9
Adj. Ebit/Adj. Finance exp.	1.5	1.8	1.6	1.6	1.1	1.8

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף חנויות הנוחות בארה"ב מאופיין מחד בביקושים יציבים אך מאידך בתחרות גבוהה, חשיפה למרווח שיווק נמוך וצמיחה פנימית נמוכה, המביאים להערכתנו לסיכון ענפי בינוני

בשנים 2014 ו-2015 צמחה צריכת הדלקים בארה"ב בשיעורים של 2%-1% במקביל לירידה במחירי הדלקים ולשיפור בפרמטרים מאקרו כלכליים בכלכלה האמריקאית, אך רמת הצריכה של הדלקים לא חזרה לשיא שנצפה בשנת 2007, בין השאר בשל שיפורים טכנולוגיים שהביאו להתייעלות בצריכת הדלקים של רכבים חדשים. מגמה זו, לצד גידול בחדירה של רכבים היברדיים ורכבים חשמליים, צפויים להוסיף ולהשפיע לירידה בצריכת הדלקים לתחבורה בארה"ב בטווח הארוך. התחרות בענף חנויות הנוחות בארה"ב גבוהה ונגזרת מהביזור הגבוה של השוק, מנאמנות מותג נמוכה יחסית כתוצאה מסטנדרטיזציה של המוצרים העיקריים (דלקים, טבק ומשקאות) ומרגישות המחיר של הצרכן האמריקאי. הגידול במספר חנויות הנוחות בארה"ב היה נמוך יחסית בעשור האחרון. חסמי הכניסה לענף אינם גבוהים יחסית וכוללים השקעות באתרים, ציוד ומלאים והסכמים עם ספקי דלק וסחורות, אך עם זאת קיימת רגולציה שעשויה להכביד על פתיחת אתרים חדשים. הפעילות בענף מאופיינת בעונתיות חזקה, כאשר בחודשי החורף הפעילות סובלת מתנועה נמוכה ואילו חודשי הקיץ מפצים על כך. הדלקים המנועיים מהווים מוצר קומודיטי, והתחרות בין חנויות הנוחות מתמקדת בעיקר במחירים. מאפיין זה מוביל למרווח שיווק נמוך מפעילות מכירת הדלקים, אשר אינה רגנית לענף כולו, כאשר עיקר הרווח נובע ממכירות מוצרים ושירותים בחנויות הנוחות. מרווח השיווק הינו פונקציה בין השאר של רמת התחרות האזורית המשפיעה על התמחור וכן של מגמת השינוי במחיר הדלקים ועוצמתה, המשפיעות על יכולת מפעילי האתרים לשפר את הרווחיות בעיקר בתקופות של תנודות חדות במחירי הדלקים. מחיר הגאלון לכשעצמו גוזר את היקף עמלות הסליקה שמשלמים המפעילים לחברות האשראי. החל משנת 2014 מצוי מרווח השיווק בענף בשיפור והוא רשם שיא היסטורי בשנים 2015-2014 נוכח ירידה חדה במחירי הדלקים. המפעילים יכולים להשפיע על מרווח השיווק באמצעות ניצול יתרונות לגודל ושיפור הסכמי הרכש מול ספקי הדלקים. החשיפה הגבוהה למרווח שיווק הדלקים ממותנת בחלקה מצד הפעילות בתוך חנויות הנוחות, שהינה רווחית ויציבה יחסית, ומוטה למוצרים בעלי ביקוש יציב יחסית, כגון טבק, משקאות קלים, בירה וחיפויים. יש לציין עם זאת כי המרכיב העיקרי במכירות חנויות הנוחות, לצד מכירות הדלקים, הינו מכירות מוצרי הטבק, אשר הביקוש להם בדומה למכירות הבנזין, מצוי בירידה איטית ומתמשכת נוכח קיטון בצריכה וכן הוא חשוף להטלת מסים על צריכה.

4

גידול משמעותי באתרי החברה והרחבת הפריסה באמצעות מיזוגים ורכישות מחזקים את מיצובה העסקי, וצפויים להקנות לחברה יתרונות לגודל

נכון ליום 30.9.2016 הפעילה GPM כ-700 אתרים של חנויות נוחות הכוללים ברובם תחנות דלק, זאת לעומת כ-670 אתרים במועד המקביל אשתקד וכ-460 אתרים בסוף שנת 2014. היקף הגאלונים שנמכרו על ידי החברה בתחנות בהפעלה עצמית ב-9 החודשים הראשונים של שנת 2016 גדל בכ-16% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, והסתכם בכ-423 מיליון. הגידול בגאלונים נבע בעיקר מגילום רכישות שבוצעו במהלך שנת 2015 ומרכישות שהושלמו במהלך הרבעון הראשון של שנת 2016. שיעור הגידול במכירות הגאלונים באתרים זהים (קרי בניטרול רכישות) היה זניח. לאחר השלמת שתי עסקאות במהלך הרבעון הרביעי של 2016, כוללת פעילות החברה כ-890 אתרים בהפעלה עצמית¹ והיא מהווה אחד השחקנים הגדולים בענף חנויות הנוחות בארה"ב, זאת לצד שחקניות גדולות ממנה כגון 7-Eleven, Circle K, Murphy Express, Speedway. גודלה של החברה, הנמדד על ידינו בהיקף האתרים שהיא מפעילה והיקף הכמותי של הגאלונים, מהווה להערכתנו גורם חיובי בדירוג בכך שהוא עשוי להקנות לה יכולת טובה יותר לספוג זעזועים בסביבה העסקית וכן בשל יתרונות לגודל ברכש דלקים וסחורות. אתרי החברה נפרשים על פני 18 מדינות בארה"ב, בארבעה אזורים מרכזיים: החוף המזרחי של ארה"ב, דרום-מזרח ארה"ב, מיד אנטלטיק ומרכז ארה"ב. פריסתה הגיאוגרפית של החברה מוערכת על ידינו אף היא כגורם חיובי בדירוג, ותורמת לפיזור עסקי בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות. מכירות סחורות ושירותים בחנויות הנוחות תורמות מעל 60% מהרווח הגולמי של החברה, והן רשמו צמיחה של כ-26% ב-9 החודשים הראשונים של 2016, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, גידול שנבע רובו ככולו מרכישות אתרים בשנים 2015-2016. הגידול הפנימי במכירות החנויות היה זעיר, בשיעור של כ-0.4%, כהשפעה מהמשך ירידת מחירי הדלקים ועלייה בהכנסה הפנויה של הצרכנים.

¹ הנתון אינו כולל כ-134 אתרים נוספים להן מספקת החברה דלקים במכירה סיטונאית והם אינם מופעלים על ידה.

החברה פועלת בעיקר באמצעות מותגים מקומיים בכל אחת ממדינות הפעילות, ובבעלותה 11 מותגים שונים שנבעו ברובם מרכישות ומיזוגים בשנים האחרונות. להערכתנו, החברה, בדומה לחברות רבות בענף, מתמודדת עם אתגרים בהגדלת המכירות בחנויות הנוחות.

טרק רקורד חיובי שצברה החברה בשנים האחרונות בביסוס הפעילויות שנרכשו מהווה להערכתנו גורם חיובי הממתן את הסיכון הכרוך בצמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות

במהלך שנת 2016 המשיכה החברה להגדיל את פעילותה באמצעות פעילות מיזוגים ורכישות, כאשר העסקה העיקרית בשנה החולפת הינה עסקת אדמירל שהושלמה בנובמבר 2016, במסגרתה רכשה החברה 137 אתרים חנויות נוחות ותדלוק ו-33 חנויות טבק באזור המיד ווסט בתמורה לכ 35 מיליון דולר. העסקה המהותית הקודמת בוצעה בחודש יוני 2015 ובה רכשה החברה כ 161 אתרים באזור המיד ווסט תמורת כ 58 מיליון דולר. בנוסף לעסקאות אלו רכשה החברה כ 124 אתרים נוספים בשנים 2015-2016. לדברי הנהלת החברה, מדיניות הרכישות של החברה מדגישה שמירה על רצף הפעילות העסקית גם כשהחברה נכנסת לטריטוריות גיאוגרפיות חדשות, וניהול הרכישות החדשות כמקשה אחת במטרה לנצל יתרונות לגודל בפריסה הגיאוגרפית. אנו מעריכים כי בהתאם לאסטרטגיית החברה, היא תוסיף לפעול לאיתור אתרים נוספים לרכישה גם בשנים הקרובות.

תוצאות החברה טרם מבטאות יתרונות משמעותיים לגודל כתוצאה מהגידול בנפח הפעילות, אולם תזרימי המזומנים מפעילות צפויים להציג גידול במהלך שנת 2017 עם הבשלת העסקאות האחרונות

בשנת 2016 נשמרו מחירי הדלקים ברמה הנמוכה אשר אפיינה אותם בשנתיים האחרונות, תוך תנודתיות יחסית, ומרווח השייוק של החברה נותר גבוה יחסית (כ- 20 סנט לגאלון). עם זאת הוצאות השכר המשיכו לזחול כלפי מעלה וב 9 החודשים הראשונים של 2016 עמד הרווח התפעולי כשיעור מהרווח הגולמי על 7.7% אל מול 8.9% בתקופה המקבילה. ל GPM מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, ובעיקר הוצאות חכירה, כוח אדם מינימלי, תחזוקת אתרים והוצאות מטה. כפועל יוצא, לתנודתיות בכמויות הגאלונים ובמרווח השייוק השפעה רבה על שורת הרווח התפעולי וכפועל יוצא על התזרים החופשי. בד בבד, גידול בהיקף האתרים ובפריסתם מחזק את יציבות הרווח ומקנה לחברה יתרונות לגודל. כך, הגידול שהציגה החברה אפשר לה להגיע להסכמות חדשות עם ספקי הדלקים, אשר הגדילו את התמריצים אותם היא מקבלת על רכישותיה. חלק מההטבות הגלומות בהסכמים אלו טרם קיבלו ביטוי בתוצאות החברה וצפויות לתמוך במרווח השייוק בטווח הבינוני והארוך.

בתרחיש הבסיס מניחה מידרוג שחיקה מתונה בהיקף צריכת הדלקים בטווח הזמן הקצר והבינוני וזאת בהתאם למגמות ארוכות הטווח בענף, אשר תמותן מצד הצמיחה הטבעית בנסועה. אנו מעריכים כי היקף המכירות בחנויות זהות יצמחו בשיעור מזערי בלבד בהתאם למגמה ארוכת הטווח. בתרחיש הבסיס שלנו הבאנו בחשבון מרווח גאלון בטווח של 19.5-17.5 סנט לגאלון (הממוצע הענפי וממוצע החברה בשבע השנים האחרונות עמד על כ- 18.6 סנט לגאלון²). להערכתנו מרווח הגאלון הגבוה אשר אפיין את השנים האחרונות חשוף לשינויים במחירי הדלקים והחלק העליון של הטווח מניח כי ישוב לרמתו הממוצעת בשבע השנים האחרונות, תוך שקלול שיפור מסויים שצפוי לנבוע מיתרון לגודל ברכש. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי הרווחיות הגולמית במכירת סחורות תישמר ברמתה הנוכחית. התחזית לשנים 2017-2018 מניחה המשך גידול בעלויות השכר שישחק את שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי, אשר צפוי לעמוד בטווח 5.5%-6.5%. ב-9 החודשים הראשונים של 2016 הסתכמו ה- EBITDA וה- FFO של החברה בכ-40 מיליון דולר ו-28 מיליון דולר, בהתאמה, וזאת אל מול EBITDA ו- FFO של כ-35 מיליון דולר וכ-21 מיליון דולר, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. להערכתנו, נוכח הרכישות שביצעה החברה במהלך השנה, ובהתאם להנחות המתוארות לעיל, צפוי ה- EBITDA של החברה בשנים 2017-2018 להסתכם בכ-50-60 מיליון דולר. נוכח פרעון הלוואות בעלים אשר נשאו ריבית גבוהה, והפחתת שיעור הריבית הלוואות קיימות צפויה ירידה בעלויות הריבית של החברה, וה- FFO בשנים 2017-2018 צפוי להסתכם בכ-45-55 מיליון דולר³. חוזק

² על פי נתוני NACS (National Association of Convenience Stores)

³ תזרימי המזומנים התפעוליים המוצגים לעיל (הנתונים בפועל ונתוני התחזית בתרחיש הבסיס של מידרוג) מתייחסים לפעילות המאוחדת, כולל איחוד מלא של השותפות המוגבלת GPMP בה מחזיקה החברה נכון למועד דוח זה כ-76.49%. כפי שיתואר בהמשך, בחישוב יחסי כיסוי החוב ותזרימי המקורות והשימושים אנו מתאימים את התזרימים התפעוליים לחלקו של המיעוט בשותפות המוגבלת GPMP.

תזרימי המזומנים של החברה מושפע לטובה מרמת הון חוזר נמוכה, כפועל יוצא של אופי הפעילות הקמעונאי, המתבטא בימי לקוחות צפויים ובימי מלאי נמוכים, וכן מהשקעות הוניות שוטפות בהיקף נמוך יחסית.

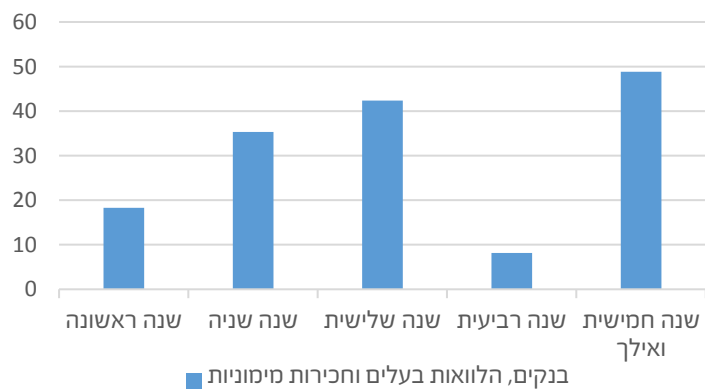
יחסי כיסוי מהירים לצד האחזקה בשותפות המוגבלת תורמים לגמישותה הפיננסית של החברה, לצד מינוף מאזני גבוה שאינו צפוי לקטון ומושפע בעיקר מהיוון התחייבויות לחכירה תפעולית ארוכת טווח

בחודש ינואר 2016 השלימה החברה הנפקה פרטית של יחידות השתתפות ב-GPMP שהינה שותפות מוגבלת מסוג MLP ("השותפות המוגבלת") בתמורה לכ- 70 מיליון דולר. לאחר ההנפקה מחזיקה החברה כ- 76.49% בשותפות המוגבלת. תמורת ההנפקה שימשה את החברה בעיקר להקטנת חוב פיננסי בנקאי ופרעון הלוואות בעלים. עם זאת, הרכישות שביצעה החברה במהלך השנה מומנו חלקן בהלוואות בעלים חדשות אשר הגדילו את היקף החוב ומיתנו את הקיטון במינוף. נכון ליום 30.9.2016 יחס החוב המותאם (כולל הלוואות הבעלים ולאחר התאמות חכירה) ל-CAP פרפורמה לעסקאות שבוצעו לאחר תאריך המאזן עמד על כ-75% לעומת כ-83% בתקופה המקבילה. החברה המחיתה את הסכמי אספקת הדלקים עם ספקיה לשותפות המוגבלת, והתחייבה לרכוש מהשותפות המוגבלת את הגאלונים במחיר קבוע של 4.5 סנט לגאלון. השותפות המוגבלת מחלקת את כל רווחיה בחלוקות חודשיות לשותפים. לפי גישתנו, חלוקות חודשיות למיעוט מקטנות את התזרימים אשר ישמשו לפרעון החוב הפיננסי של החברה ונלקחו בחשבון בהתאמת ה-EBITDA וה-FFO לצורך חישוב יחסי הכיסוי. לאחר ניכוי חלוקות בהיקף שנתי של 8-10 מיליון דולר למיעוט, יחסי הכיסוי חוב מותאם ל-EBITDAR וחוב מותאם ל-FFOR צפויים לעמוד להערכתנו, בטווחים שבין 3.5-4.5 ו-5.0-6.0, בהתאמה.

נזילות גבוהה הנתמכת בתזרים חופשי מהותי ביחס לצרכי שירות החוב ומסגרות אשראי בהיקף נרחב

בתרחיש הבסיס הנחנו היקף השקעות הוניות שנתי של 16-18 מיליון דולר בשימור ותחזוקת האתרים הקיימים, וכי החברה תמשיך לנקוט במדיניות חלוקה מצמצמת. הנחות אלו גוזרות תזרים חופשי בהיקף משמעותי אשר צפוי לעמוד בטווח 20-30 מיליון דולר. פרעונות קרן החוב הצפויים לחברה בשנים 2017 ו-2018 הינם כ- 15 וכ- 35 מיליון דולר, בהתאמה (כולל הלוואות בעלים). להערכתנו, החברה עשויה לנתב חלק מהותי מהתזרים החופשי להמשך רכישות ומיזוגים בשנים הקרובות. ואולם, נזילות החברה נתמכת גם במסגרות אשראי נרחבות הקיימות בעיקר ברמת השותפות המוגבלת. כך, במקביל להנפקת יחידות השתתפות, חתמה השותפות המוגבלת על הסכם מימון עם בנק בארה"ב המסדיר לה קו אשראי מובטח עד 2020 בסך של עד 110 מיליון דולר, עם אפשרות הגדלה ל- 220 מיליון דולר. נכון ליום 30.9.2016 החברה ניצלה כ- 6.5 מיליון דולר ממסגרת זו לצורך מימון רכישות. להערכתנו האחזקה בשותפות המוגבלת משפרת את גמישותה הפיננסית של החברה ומהווה מקור נוסף למימון רכישות עתידיות. החברה עומדת באמות מידה פיננסיות שהציבו הבנקים במרווח גבוה להערכתנו.

לוח סילוקין פרפורמה ליום 30 בספטמבר 2016, במיליוני דולר⁴



⁴ לוח הסילוקין פרפורמה כולל הלוואות בעלים שהתקבלה לאחר תאריך המאזן בסך כ- 38 מיליון דולר. לוח הסילוקין לא כולל קווי אשראי בסך כ- 28 מיליון דולר. כמו כן לוח הסילוקין אינו כולל פרעון התחייבות בגין Put Option Liability בגין עסקית Fuel USA.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- חיזוק רווחיות החברה ומיצובה העסקי
- ירידה מתמשכת ביחס חוב פיננסי מותאם ל EBITDAR לטווח של 2.5-3.0

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת במיצובה העסקי או הפיננסי של החברה, לרבות עלייה ברמת המינוף

אודות החברה

GPM Investments LLC פועלת בתחום הקמעונאות ע"י החזקת והפעלת מתחמי תדלוק וחנויות נוחות הפרושים בחוף המזרחי של ארה"ב, בדרום מזרח ארה"ב, מיד אטלנטיק וכן במרכז ארה"ב. נכון לסוף שנת 2016 מפעילה החברה כ-890 אתרים. בנוסף, לחברה פעילות שיווק סיטונאי של דלקים למספר תחנות בהיקף קטן יחסית לפעילות. בעלת השליטה ב GPM, בעקיפין באמצעות תאגידים בשליטתה המלאה, הינה ארקו החזקות בע"מ (חברה ציבורית נסחרת בבורסה בת"א) המחזיקה 75% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ומזכויות ההצבעה ב-GPM. קרן ההשקעות ("DK") Davidson Kempner Capital Management LLC מחזיקה ביתרת 25% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה ב GPM. מנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011 הוא מר אריה קוטלר, יו"ר ומנכ"ל ארקו ומבעלי השליטה בה.

היסטוריית דירוג



7

דוחות קשורים

- [GPM Investments LLC, מעקב, דצמבר 2015](#)
- [דוח מתודולוגי, דירוג חברות קמעונאות, מאי 2016](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

29.12.2016	תאריך דוח הדירוג:
31.12.2015	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
19.10.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ארקו החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ארקו החזקות 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").

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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 סיכויי אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר 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 צריכה 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 פרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל משקיע, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או פרסומיה, 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.

9 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 מהמתודולוגיה 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 מהמתודולוגיה 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.