

GPM Investments, LLC

בחינת דירוג | ינואר 2020

אנשי קשר:

קובי רחמני

אנליסט בכיר, 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

GPM Investments, LLC

דירוג מנפיק	A3.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות
-------------	-------	-------------------------------

מידרוג מציבה תחת בחינה (CREDIT REVIEW) עם השלכות שליליות את דירוג המנפיק של GPM Investments, LLC ("GPM"). הצבת דירוג המנפיק בבחינה הינה בעקבות הודעת ארקו החזקות בע"מ ("ארקו", A3.il בבחינה עם השלכות לא וודאיות) על התקשרות GPM בהסכם עם Empire Petroleum Partners, LLC ("אמפייר") בדבר רכישת פעילותה בתמורה לסך של כ-400 מיליון דולר. מידרוג מעריכה כי עסקת אמפייר תוביל לעלייה בסיכון האשראי של GPM, לאור הערכתנו לעלייה בהיקף החוב והמינוף ולהאטה ביחסי הכיסוי בטווח הקצר-בינוני. דירוג GPM ייבחן לאחר השלמת העסקה וכתלות, בין היתר, במבנה העסקה ומימונה, שאלת הזרמת הון למימון העסקה, בתוכנית העסקית של GPM לגבי הנרכשת וכן בהערכת מידרוג לגבי משך הזמן הצפוי להקטנת החוב ב-GPM.

ביום 18.12.2019 דיווחה ארקו בעלת השליטה ב-GPM על התקשרות של GPM בהסכם לרכישת פעילותה של אמפייר הכוללת פעילות סטונאית של אספקת דלקים לכ-1,460 תחנות דלק המופעלות על ידי צדדים שלישיים וכן פעילות קמעונאית בהפעלה עצמית של כ-75 חנויות נוחות ותחנות דלק. פעילות אמפייר פרוסה על פני 30 מדינות ברחבי ארה"ב, מכך 10 מדינות בהן GPM אינה פועלת כיום. העסקה כוללת רכישת זכויות בעלות במקרקעין של תחנות דלק וחנויות נוחות שבבעלות אמפייר, כאשר מתוך 103 אתרים הנמצאים בבעלות המוכרים יושכרו ל-GPM אתרים ששוויים כ-60 מיליון דולר וימכרו ל-GPM זכויות הבעלות ביתרת האתרים שבבעלותם. היקף הגאלונים השנתי שיימכר על ידי GPM לאחר העסקה צפוי לעמוד על כ-2.2 מיליארד, לעומת כ-1.1 מיליארד גאלונים במהלך שנת 2019. השלמת העסקה כפופה לתנאים מתלים, לרבות קבלת אישורים מצד גורמים רגולטוריים.

במועד השלמת העסקה צפויה GPM לשלם למוכרים תשלום במזומן של כ-400 מ' דולר. כמו כן צפויה GPM לתשלום נוסף בפריסה של עד 5 שנים בסכום כולל מינימלי של כ-22.5 מ' דולר ועד לתשלום של מקסימאלי של כ-65 מ' דולר, בהתאם לתנאים אשר נקבעו בהסכם. GPM בוחנת חלופות שונות למימון העסקה, שעיקרה צפוי לנבוע מגידול בחוב הפיננסי. בהתאם לדיווח של ארקו מיום 12.1.2020, קיבלה GPM כתב התחייבות להעמדת מימון בהיקף כולל של עד 347 מ' דולר, מכך סך של עד 300 מ' דולר מצד גוף מימון והשקעות אמריקאי וסך של עד 47 מ' דולר מצד ארקו עצמה. מימון זה עשוי לשמש גם להחלפת החלק הארי של החוב הנוכחי של GPM לרבות הלוואות הבעלים שהעמידה ארקו והינו מאופיין במח"מ ארוך יותר מהמימון הקיים. כמו כן לפי דיווחיה הקודמים של ארקו, בכוונת GPM שעיקר המימון לעסקה יהיה מתוך קו האשראי הבנקאי ברמת GPMP - שותפות הבת של GPM. נציין כי על פי דיווחי ארקו אופן המימון ותנאיו טרם נקבעו באופן סופי.

מידרוג מעריכה כי בטווח הקצר והבינוני לעסקה צפויה השפעה שלילית על סיכון האשראי של GPM, מכיוון שהעסקה כרוכה בגידול ניכר בחוב הפיננסי. מידרוג מעריכה כי לאורך זמן, העסקה עשויה לתרום למיצוב העסקי ולעלייה בנתחי השוק ועשויה להקנות ל-GPM יתרונות לגודל, הכוללים הוזלת מחירי רכש ויצירת סינרגיה תפעולית.

עסקת אמפייר ממשיכה שורה של עסקאות שביצעה GPM בשנים האחרונות, כחלק מאסטרטגיה ממוקדת ועקבית להרחבת הפעילות. להערכת מידרוג, הגידול המהיר באמצעות רכישות תוך העלאת המינוף שחקו את רווחיות GPM נוכח צמיחה פנימית חלשה, תחרות גבוהה, זחילת הוצאות שכר לצד גם הגדלת הוצאות המימון. מגמות אלו פגעו בתזרים החופשי של GPM, גם אם מביאים בחשבון תקבולים מספקי הדלק וסחורות בגין מענקים והארכות חוזים לאספקה של דלקים וסחורות, נוכח כניסתן של עסקאות חדשות והגידול האינהרנטי בהיקף הפעילות של GPM מול ספקי הדלקים והסחורות. להערכת מידרוג, יכולת GPM להקטין את המינוף, שלא בדרך של גיוסי הון, מוגבלת בשל הצמיחה הפנימית הנמוכה יחסית והשקעות הוניות הנדרשות לשמירה על הקיים. כפי שציינה מידרוג עוד במועד המעקב הקודם, רמת המינוף של GPM הינה גבוהה ומכבידה על הדירוג. כמו כן אנו מעריכים כי השפעות תקן החכירות

IFRS 16 צפויות לשחוק את הכרית ההונית של GPM.

הכנסת דירוג המנפיק של GPM לבחינה מצביעה על הערכתנו בדבר אפשרות להשפעה שלילית של העסקה על הדירוג בטווח הקצר ככל שהעסקה תצא אל הפועל, כתלות במבנה העסקה הסופי ובניתוח השפעת הפעילות הנרכשת על תוצאות GPM.

GPM Investments LLC - נתונים עיקריים, במיליוני דולר *

2015	2016	2017	2018	1-9 2018	1-9 2019	
1,741	1,946	2,677	3,600	2,705	2,743	הכנסות
28	29	31	28	12	47	רווח תפעולי (בנטרול הוצאות אחרות)
84.0%	78.1%	78.5%	82.0%	83.5%	89.0%	חוב מותאם לקאפ
4.2	5.4	5.1	5.7	6.5	7.8	חוב מותאם / Adj.EBITDAR [1]
6.3	8.6	8.6	11.4	13.1	19.1	חוב מותאם / Adj.FFOR [1]
1.6	1.3	0.9	0.9	0.7	0.6 [2]	רווח תפעולי מותאם [1] / הוצאות מימון מותאמות

* היחסים הפיננסיים בטבלה למעט נתוני 2019 1-9 הינם בהתאם למתודולוגית התאמות בגין חכירה תפעולית של מידרוג. נתוני 2019 1-9 הינם בהתאם לתקן החכירות IFRS 16.

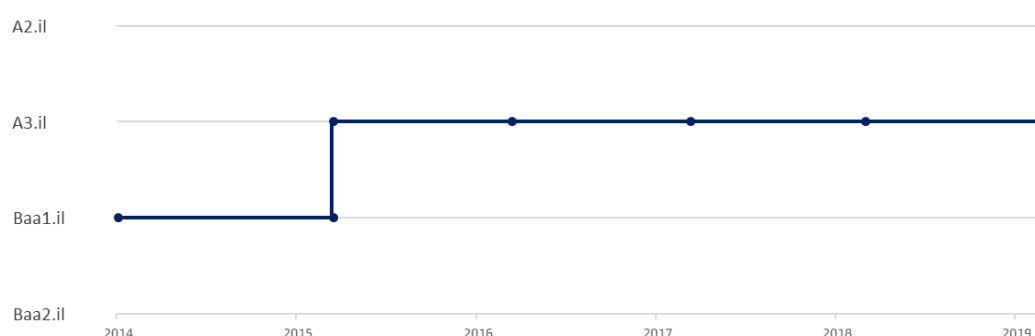
[1] מידרוג מציגה בטבלה את יחסי הכיסוי על בסיס Adj.EBITDAR ו-Adj.FFOR והרווח התפעולי המותאם הכוללים קיזוז בגין זכויות מיעוט ב-GPMP.

[2] היחס רווח תפעולי מותאם להוצאות מימון בנטרול השפעות תקן IFRS 16 ובהתאם למתודולוגית חכירות של מידרוג הסתכם בשנת 2019 ב-0.8.

אודות החברה

GPM Investments, LLC פועלת בתחום חנויות המכולות במתחמי תדלוק בחוף המזרחי של ארה"ב, בדרום מזרח ארה"ב, בדרום-מערב ארה"ב, מיד אטלנטיק וכן במרכז ארה"ב. 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 (אחזקה אפקטיבית בהון של כ-69.4%). קרן ההשקעות Davidson Kempner Capital Management, LLC מחזיקה ביתרת 22.4% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה ב-GPM (כ-20.7% אפקטיבי בהון) וקרן ההשקעות Harvest Partners מחזיקה ביחידות בכורה המקנות לה 7.5% מחלוקות שתבצע GPM ובכ-2.6% מיחידות ההשתתפות הרגילות (כ-9.9% אפקטיבית בהון). מנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011 הוא מר אריה קוטלר, יו"ר ומנכ"ל ארקו ומבעלי השליטה בה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים[GPM Investments, LLC](#)[ארקו החזקות בע"מ](#)[דירוג חברות קמעונאות - דוח מתודולוגי, נובמבר 2019](#)[התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דוח מתודולוגי, יולי 2018](#)[טבלת זיקות והחזקות](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

21.01.2020	תאריך דוח הדירוג:
31.12.2018	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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>