

# אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | מרץ 2015

**אנשי קשר:**

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	מנפיק / אג"ח
	P-2	ניירות ערך מסחריים

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 למנפיק ולאגרת החוב (סדרה ג') שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ ("אלון רבוע" או "החברה" או "הקבוצה"), תוך שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי. כמו כן, מידרוג מורידה את דירוג ניירות ערך מסחריים (נע"מ) שהנפיקה החברה בסכום מסגרת של עד 120 מיליון ש"ח, מ-P-1 ל-P-2. דירוג הנע"מ הינו בתוקף עד ליום 31.03.2016.

### להלן סדרת האג"ח במחזור שהנפיקה החברה ומדורגות על ידי מידרוג\*:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.14 במיליוני ש"ח	יתרת שמת פירעון קרן האג"ח*
ג'	1121334	אוק-10	2.50%	סדד	412.5	2014-2022

\* בנובמבר 2014 פרעה החברה כ-48 מיליון ש"ח ערך נקוב מסדרה ג'.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפיקוד רחב של מקורות ההכנסה, מותגים קמעונאיים חזקים (מגה, עדן טבע, דור אלון, אלונית), בעלות על נכסי נדל"ן במיקומים מרכזיים ובפיקוד רחב, ופריסה ארצית של נקודות מכירה קמעונאיות. החברה סובלת מפעילות חלשה במגזר קמעונאות המזון - באמצעות האחזקה במגה קמעונאות ("מגה"), ומפעילויות חזקות יותר בצד מגזר הדלקים באמצעות דור אלון (A2 אופק יציב) ומגזר הנדל"ן, באמצעות רבוע נדל"ן (Credit A1 review) ובאמצעות האחזקה בדינורס. מגזר קמעונאות המזון הוביל להרעת תוצאות החברה גם בשנה החולפת, מעבר לתחזיותינו, ואנו סבורים כי הוא עלול להמשיך ולהציג תוצאות חלשות גם בשנה הנוכחית וזאת לצד סיום התוכנית האסטרטגית שמבצעת מגה קמעונאות, בדגש על רשת חנויות הדיסקאונט, הכוללת סגירת סניפים הפסדיים ומכירתם ומהלכים לביסוס פורמט הדיסקאונט YOU. בתחום החנויות השכונתיות מאופיינת מגה בפורמט מבוסס ורווחי, אם כי, בדומה לשוק, גם הוא מצוי בצמיחה שלילית. מגה מתמודדת עם רוח נגדית מצד תחרות עזה וירידה בהוצאה על מוצרי צריכה. כפועל יוצא עדכנו כלפי מטה את הערכותינו לתוצאות מגזר זה, בהשוואה להערכותינו הקודמות, כשבתרחיש הבסיס לשנת 2015 אנו צופים המשך שחיקה בנתח השוק ואי שיפור מהותי ברווחיות המגזר. להערכתנו, המשך החולשה במגה בטווח הקצר, עלול להביא להזרמת מקורות מאלון רבוע או לחילופין להגדלת החוב במגה. הגירעון התזרימי עשוי להתמתן בטווח הבינוני ככל שיינקטו צעדי התייעלות משמעותיים, לצד אפשרות של מכירת נכסים נוספים. רבוע נדל"ן ודור אלון שומרות על יציבות. רבוע נדל"ן מציגה גידול הדרגתי בהיקף פעילותה והגדלה של תיק הנכסים ועשויה בעתיד להקטין את התלות במגה כשוכר עיקרי. מנגד רמת המינוף המאזני של רבוע נדל"ן הינה במגמת שחיקה בשנה האחרונה, נוכח חלוקת דיבידנדים בהיקפים מהותיים; דור אלון מאופיינת בפרופיל עסקי חזק ומציגה נתחי שוק גבוהים בענף קמעונאות הדלקים, פריסה ארצית רחבה של תחנות תדלוק במותגים "דור אלון" ו-"אלונית", יציבות לאורך זמן ברמת הרווחיות, כפי שמקבלת ביטוי גם במרווח לקילו-ליטר, תוך העלאת דיבידנדים בהיקפים סדירים לחברת האם. רמת המינוף המאזני של אלון רבוע הינה גבוהה (כפי שנמדדת ע"ב הדוחות המאוחדים) ואינה צפויה להשתנות מהותית. יחד עם זאת, אנו מתחשבים במרכיב גבוה של נכסי נדל"ן איכותיים במאזן בעלי שווי כלכלי, הגבוה מערכם בספרים. החברה מציגה במאוחד יחס כיסוי ריבית חלש, בהשוואה לחברות דומות בדירוגים דומים, בעיקר עקב שחיקת התזרימים התפעוליים של החברה בשנים האחרונות. בתרחיש הבסיס איננו מצפים לשיפור ביחס זה. הדירוג נתמך בגמישות פיננסית טובה ובנזילות סבירה, הנשענות על יתרות נזילות משמעותיות, אחזקות שליטה סחירות בנכסים המרכזיים, רמת חוב נמוכה ומינוף מתון, על בסיס סולו, ביחס לשווי השוק של הנכסים, עם פריסה נוחה של לוח



הסילוקין. בשנת 2014 החברה סולו מימנה את פעילותה, בין היתר, בעזרת מיחזור חוב וקבלת דיבידנד מחברות בנות. להערכתנו, הסתמכות החברה על דיבידנדים מהחברות הבנות עלולה לפגוע באיתנותן הפיננסית. בשנת 2015 אנו מניחים שחיקה של יתרות המזומן והתיק הנזיל של החברה (הכולל את מכירת מניות רבוע נדל"ן שבוצעה בתחילת שנת 2015).

פעילויות המזון והלא-מזון של הקבוצה הציגו טרק רקורד שלילי מבחינת עמידה בתחזיות, דבר המעיד על קשיים בהתאמת המודל העסקי לסביבה הענפית המתגרת. להערכתנו, חילופי הניהול בקבוצה ברמת החברה האם - אלון דלק יש בהם כדי להצביע על שינוי עתידי באסטרטגיית הקבוצה, אשר אנו נבחן את השלכותיו. בנוסף, שינוי מהותי לרעה בסיכון האשראי של החברה האם, עלול לפגוע בדירוגה של החברה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה להציג שיפור קל בלבד ב-EBITDA המאוחד בשנת 2015, לכ-350 מיליון ש"ח, לעומת EBITDA של כ-300 מיליון ש"ח הצפוי להערכתנו בשנת 2014, תוך הנחה של שמירת רמת מכירות דומה לשנת 2014 (הנבה מלאה של סניפי YOU אשר הבשילו השנה, מול המשך שחיקה בחנויות זהות של שאר הרשת), סגירת סניפים מפסידים במגה והשלמת פרויקטים מניבים בפעילות הנדל"ן. אנו נשקול להוריד את הדירוג אם הקבוצה לא תציג שיפור ב-EBITDA בטווח הבינוני, אשר יביא לשיפור רמת המינוף וקיצור יחסי הכיסוי הנוכחיים, או אם נראה הרעה נוספת מהותית במעמדה של מגה בענף הפעילות שלה.

אופק ה דירוג השלילי מבטא את החשש כי תוצאות מגזר קמעונאות המזון עלולות להיות חלשות מהערכותינו, מה שעלול לפגוע ביחסי הכיסוי ובנזילות מעבר לתחזיות שלנו. שינוי אופק הדירוג מביא לעדכון דירוג הנע"מ כלפי מטה לדירוג P-2, שכן בהתאם למתודולוגיה שלנו, גורם משמעותי בקביעת הדירוג לזמן קצר הינו הדירוג לזמן ארוך.

דירוג הנע"מ נשען גם על בסיס הצהרת החברה בפני מידרוג, כי בכל נקודת זמן לאורך תקופת הנע"מ, היא תשמור על מקורות נזילים, חופשיים משעבוד, לגיבוי הנע"מ בסכום שלא יפחת מ-110% מסך היקף הנע"מ שהונפקו. מקורות אלו כוללים אחד או יותר מארבעת הבאים: (1) מסגרת אשראי פנויה וחתומה מתאגיד בנקאי בעל דירוג פיקדונות בקבוצת Aa, בתוקף עד תום תקופת הנע"מ, אשר אינה כוללת אמות מידה פיננסיות או מגבלות לניצולה (2) מסגרת חתומה ובלתי מנוצלת מאחת משתי חברות כרטיסי האשראי הגדולות בישראל, להקדמת מועדי זיכוי של כרטיסי אשראי (3) פיקדונות נזילים בתאגידים בנקאיים בישראל בקבוצת דירוג Aa (4) ניירות ערך סחירים בפרופיל השקעה סולידי (דירוג A ומעלה). שמירת מקורות פנויים אלו מהווה בסיס עיקרי ליכולת החברה לעמוד בדרישה לפירעון מיידי של הנע"מ בתוך 7 ימים, בהתאם לתנאיהם. למועד דו"ח זה, סך המסגרות הפנויות מתאגידים בנקאיים, עומד על כ-200 מיליון ש"ח, אך רוב מסגרות אלו אינן חתומות כיום. החברה הצהירה בפנינו כי היא צפויה להחתים מסגרות אלו תוך מספר שבועות, בכפוף להיקף הנעמ"סים הצפויים להישאר במחזור.

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (מאוחד), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:

FY 2011	FY 2012	FY 2013	1-9 2013	1-9 2014	
12,346	12,685	11,886	9,049	8,489	הכנסות
2,904	2,753	2,574	1,952	1,896	רווח גולמי
292	176	101	71	33	רווח תפעולי
172	242	254	209	159	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
84	22	(117)	(113)	(29)	רווח (הפסד) נקי*
23.5%	21.7%	21.7%	21.6%	22.3%	% רווח גולמי
2.4%	1.4%	0.8%	0.8%	0.4%	% רווח תפעולי
566	454	370	274	235	EBITDA
290	234	114	94	71	FFO
(292)	(208)	(153)	(114)	(189)	CapEx
9,094	9,213	9,163	9,330	9,157	סך נכסים במאזן
420	623	855	819	738	נכסים פיננסיים נזילים
4,955	5,207	5,235	5,131	5,017	חוב פיננסי
4,534	4,584	4,379	4,312	4,279	חוב פיננסי נטו
1,546	1,588	1,485	1,504	1,453	הון עצמי
17.0%	17.2%	16.2%	16.1%	15.9%	הון עצמי / סך מאזן
75.6%	76.4%	77.7%	77.2%	77.6%	חוב ל-CAP
0.89	0.54	0.30	0.28	0.23	EBIT למימון

\* בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2014 החברה רשמה הכנסות אחרות נטו בסכום של כ-54 מיליון ₪, הכוללים, בין היתר, רווח הון ממימוש קרקע של המרלוג בראשל"צ ומכירת סניפי מגה

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - תוצאות מגזרי פעילות עיקריים, במיליוני ש"ח:

FY 2011	FY 2012	FY 2013	1-9 2013	1-9 2014	
<b>הכנסות</b>					
5,302	5,773	5,141	3,898	3,716	מתחמי תדלוק ומסחר
6,724	6,553	5,774	4,400	4,152	סופרמרקטים
0	0	556	434	284	סופרמרקטים - פעילות מוסקת
289	321	334	243	215	כלי בית וטקסטיל
31	31	38	29	36	נדל"ן
0	7	44	45	74	אחרים
<b>רווח מגזרי</b>					
174	150	139	112	110	מתחמי תדלוק ומסחר
170	137	99	55	69	סופרמרקטים
0	0	(55)	(38)	(44)	סופרמרקטים - פעילות מוסקת
(29)	(16)	(21)	1	11	כלי בית וטקסטיל
0	0	75	36	59	נדל"ן
0	(10)	(12)	(25)	(15)	אחרים
<b>מספר סניפים בסוף תקופה</b>					
211	212	212	213	206	סניפי סופרמרקטים
196	202	202	206	208	תחנות תדלוק ומסחר
198	209	209	212	215	חנייות נוחות ו-AM-PM
248	138	131	134	114	סניפי לא מזון

<sup>1</sup> הרווח של מגזר הסופרמרקטים מוצג לפני הוצאות דמי השכירות לרבע נדל"ן ומגזר הנדל"ן אינו כולל את הכנסות השכירות מחברות באלון רבוע. מגזר אחרים כולל בעיקר את פעילות אלון סלולר ורווחי דינרס. כאמור לעיל, בשנת 2014 תוצאות מגזר הסופרמרקטים כוללות רווחי הון חד פעמיים בסכום כולל של כ-54 מיליון ₪.

**מגזר הסופרמרקטים מוסיף להכביד על תוצאות החברה. בדרך להשלמת יישומה של תוכנית אסטרטגית מנה נדרשת להוכיח בשנה הקרובה שיפור בביצועים בתנאי שוק מאתגרים**

על פי נתוני סטורנקסט, במהלך שנת 2014 שוק ה-FMCG רשם קיטון כספי של כ-1.7%, לעומת גידול של מעל ל-3.0% בשנים 2012-2013. במונחים כמותיים השוק התכווץ בכ-0.6%, לאחר קיטון של כ-1.6% ב-2013. להערכתנו, תחילת שנת 2015 אופיינה בהמשך חולשה בקצב המכירות בענף. תנאי שוק המזון היוו בשנת 2014 קטליזטור שלילי ודחקו כלפי מטה את שורת ההכנסות והרווח של הקמעונאיות בענף, וזאת גם בשל רמת התחרות הגבוהה השוררת בענף. להערכת מידרוג, על אף היותו דפנסיבי, ענף קמעונאיות המזון, גם בטווח הזמן הקצר, ימשיך להציג רמת תחרות עזה, עקב ריבוי מתחרים ושטחי מסחר. ענף המזון בישראל מאופיין בביקושים יציבים יחסית בהשוואה למחזוריות הכלכלית, חסמי כניסה נמוכים, רווחיות נמוכה וגמישות תפעולית נמוכה יחסית, בשל מרכיב גבוה של הוצאות קבועות. תהליכי התייעלות וצמצום שטחי המסחר אשר מציגות חלק מהחברות בתחום צפויים לתמוך ברווחיות גבוהה יותר מזו שהוצגה בשנה האחרונה, אולם מגמת שיפור זו צפויה להתקזז עקב עליות צפויים בשכר המינימום בשנים הקרובות. מעמדה של מנה בענף קמעונאות המזון מושפע לחיוב מפריסה גיאוגרפית רחבה במיקומים מרכזיים, מיתרון לגודל מול הספקים ומציב חזק של תת הרשת "מנה בעיר" בקטגוריית החנויות השכונתיות. נכון למועד המעקב כ-60% מסניפי מנה שייכים לתת הרשת "מנה בעיר".

במסגרת התוכנית האסטרטגית להגדלת המכירות למ"ר ברשת ולמיצוב מחדש של רשת הדיסקאונט, סגרה החברה במהלך שנת 2014 כ-20 סניפים הפסדיים והקטינה שטחי מסחר בהיקף של כ-50 אלף מ"ר. רשת YOU שהושקה במהלך הרבעון הרביעי של 2013 מונה כיום מעל 30 סניפים, אשר רובם הוסבו מסניפי "מנה בול" במהלך השנה החולפת, והחברה מצויה במהלך הסבה של סניפים נוספים, כך שעד אמצע שנת 2015 תמנה הרשת כ-40 סניפים. על פי נתוני החברה, סניפי רשת YOU מציגים צמיחה חיובית גבוהה בחנויות זהות.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2014 קטנו הכנסות מנה (ללא פעילות מופסקת) בכ-5.6%, בעיקר עקב איבוד נתחי שוק, הסבות פורמטיות והקטנת שטחי מסחר. המכירות למ"ר בכל רשת מנה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2014 עמדו על כ-13.3 אלף ₪ למ"ר זאת לעומת כ-13.2 בתקופה המקבילה אשתקד, כאשר היציבות היחסית נובעת בעיקר מצמצום שטחי מסחר. בהערכתנו את התפתחות תוצאותיה של מנה לשנה הקרובה אנו מניחים גידול מינימאלי בהכנסות, הנובע בעיקר מהנבה מלאה של סניפי YOU אשר הבשילו השנה, מול המשך שחיקה בחנויות זהות של שאר הרשת. אנו מניחים עלייה בפדיון למ"ר מנתון מוערך של כ-17 אלף ₪ למ"ר בשנת 2014 לכ-18 אלף ₪ למ"ר בשנת 2015. אנו מניחים רווחיות גולמית בטווח של 26%-25.5%, כאשר מחד, כניסת סניפי YOU מטה את הרווחיות הגולמית כלפי מטה, מנגד צעדי שיפור בשרשרת האספקה יקזז חלקית פגיעה זו. בנוסף, נוכח מכירת סניפים הפסדיים במהלך שנת 2014, וקיטון מתון בעלויות השכירות, הרווחיות התפעולית של מגזר קמעונאות המזון תעמוד להערכתנו על פחות כ-0.5% וסך ה-EBITDA ממגזר זה צפוי לנוע בין 150-170 מיליון ₪ בלבד. בתרחיש זה, לאור צרכי שירות חוב, השקעות מהותיות צפויות של בין 70-100 מיליון ש"ח בשנת 2015 במגזר ובהנחה של הון חוזר חיובי צנוע בלבד, מנה צפויה להזדקק להזרמות מהחברה או להגדלת נוספת בחוב הבנקאי.

**פעילות הדלקים היציבה ובעלות על נכסי נדל"ן סולידיים מהווים גורמים ממתני סיכון**

דור אלון (78.4%) הינה אחת מהאחזקות המהותיות הנוספות של החברה, ובעלת מעמד עסקי חזק בענף שיווק הדלקים הקמעונאי, נתח שוק גבוה של כ-17% בתחנות הדלק בישראל, הכולל פריסה ארצית רחבה של תחנות תדלוק במותג "דור אלון" וחנויות נוחות במותג "אלונית" וכן פרופיל פיננסי יציב. ענף שיווק הדלקים מאופיין, להערכתנו, בסיכון עסקי בינוני. דור אלון מציגה רווחיות סבירה יחסית לענף, המבוססת על מגזר קמעונאי רחב, פיתוח עסקי חזק בתחום חנויות

הנחות, זיכיון הפעלה בכביש 6 ומבנה הוצאות תפעול רזה יחסית. בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו מניחים רווחיות תפעולית דומה בשנת 2015 לתוצאות 2014, ושמירת רמת המינוף, בעיקר באמצעות מחזור חוב. רבוע נדל"ן (63.7%) מחזיקה בבעלות על נכסי נדל"ן בהיקף משמעותי ובפיזור רחב, מרביתם נכסים סולידיים במיקומים מרכזיים ובתפוסה גבוהה (כ-98%). נכסים אלו נרכשו ברובם בעלויות היסטוריות. החלק הארי של הכנסות ההשכרה של רבוע נדל"ן נובע מסניפי רשת מנה (בעיקר "מנה בעיר") ושני המרלוגים המושכרים לחברות בקבוצה. נכסים אלו אחראים לכ-80% מתזרים ה-NOI של רבוע נדל"ן. אף כי שיעור זה נמוך לעומת העבר וצפוי לקטון בעתיד, עדיין מנה מהווה שוכר מרכזי עבור רבוע נדל"ן. רבוע נדל"ן צפוי לסיים מספר פרויקטים בשנים הקרובות, ובראשם פרויקט הייזום של השוק הסיטונאי (50%). הצפויים להגדיל את היקף הכנסותיה ורווחיה באופן מהותי, כאשר בחלק ניכר מפרויקטים אלו כבר נחתמו חוזי שכירות משמעותיים מראש. בשנת 2014 הסתיימו פרויקטים כגון בית קומברס ומרלוג אייל ובנוסף חניון גבעון צפוי להסתיים בטווח הקצר. במהלך השנים האחרונות רבוע נדל"ן היוותה מקור מהותי לדיבידנדים עבור אלון רבוע (כולל רכישת מניות חוזרת מהותית), מקור לנטילת אשראי ומקור גמישות פיננסית למימוש נכסים. כל אלו הביאו לגידול בשנים האחרונות ברמות המינוף של רבוע נדל"ן. מגזר כלי בית וטקסטיל הציג שיפור מסוים ברווחיות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2014, הנובע בעיקר מפעילות נעמן, ולהערכתנו, לאורך זמן ימצאו שוכרי משנה שיקטינו את ההפסד התפעולי הנובע מהמרלוג בבאר טוביה. פעילות אלון סלולר, תחת המותג YouPhone, ממשיכה להציג תזרים שלילי, אשר מוערכת על ידינו לשנת 2015 בין 15-10 מ' ש, וכוללת גם השקעה בהון חוזר. כמו כן, בשנת 2014 החברה קיבלה לראשונה דיבידנד מאחזקתה בפעילות דיינרס.

#### מינוף גבוה יחסית הנשען על בעלות בנכסי נדל"ן יחסי כיסוי איטיים, המושפעים מהחולשה במגזר מנה

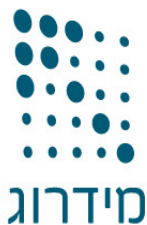
רמת המינוף של החברה נותרה דומה בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. המינוף הגבוה של הקבוצה מתבטא ביחס חוב ל-Cap אשר ליום 30.09.2014 עמד על כ-78%, לעומת כ-77% במועד המעקב הקודם. אנו מבצעים התאמה לשווי הנכסים של החברה בגין השווי הכלכלי של נכסי הנדל"ן המניב שבבעלות רבוע נדל"ן וכמו כן, אנו מוסיפים נכסים וחוב נטו בגין חלקה (50%) של רבוע נדל"ן בפרויקט השוק הסיטונאי. יחס חוב כלכלי מותאם ל-Cap ליום 30.09.2014 עומד על כ-72% (כ-72% ליום 30.09.2013). הנתונים המותאמים משקפים אף הם מינוף גבוה, אך יחד עם זאת רמת הסיכון ממותנת נוכח מרכיב משמעותי של נכסי נדל"ן במאזן.

עקב המשך היחלשות הרווחיות בשנת 2014, החברה מצגינה יחסי כיסוי מותאמים חלשים<sup>2</sup>. כיסוי החוב נטו, מתואם ל-EBITDAR, עומד על 7.4x ליום 30.09.2014 (כ-7.7x ליום 30.09.2013). ה-FFO החלש של הקבוצה, אשר נפגע בכ-25% מול תקופה קודמת, על רקע הפגיעה ברווח התפעולי, גוזר יחסי כיסוי איטיים במיוחד, כפי שנמדדים בחוב מתואם ל-FFOR הגבוה מ-13.5x ואף צפויים להיותר חלשים, גם בהתבסס על השיפור הצפוי בתרחיש הבסיס שלנו בטווח הקצר. יחס EBIT למימון בדוחות המאוחדים של הקבוצה עומד ליום 30.09.2014 על כ-0.2 בלבד והינו נמוך יחסית לחברות ההשוואה בדירוגים דומים. אנו צופים בטווח התחזית כי יחס זה יישאר נמוך, סביב 0.5.

#### נזילות וגמישות פיננסית טובות הנסמכות על יתרות מזומנים מסגרות אשראי חתומות, דיבידנדים ומימוש מניות

הדירוג לזמן קצר מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה וניתוח הנזילות סולו מורחב הכולל את החברה, מנה, קבוצת בי ואלון סלולר. ניתוח זה מתבסס על בחינת מקורות ושימושים לתקופה של שנה והערכת יכולת החברה לעמוד

<sup>2</sup> בבחינת יחסי הכיסוי, מידרוג מנכה מהחוב הפיננסי המאוחד נטו את החוב הפיננסי ואת יתרות המזומנים בספריה של החברה הבת רבוע נדל"ן. במקביל, מותאם החוב הנותר לשקף את היוון הוצאות השכירות שמשלמת החברה, הן בגין נכסים המושכרים מהחברה הבת והן מצדדים שלישיים. ההתאמה האמורה נועדה לנטרל את השפעת מגזר הנדל"ן מיחס הכיסוי, וזאת לצרכים השוואתיים.



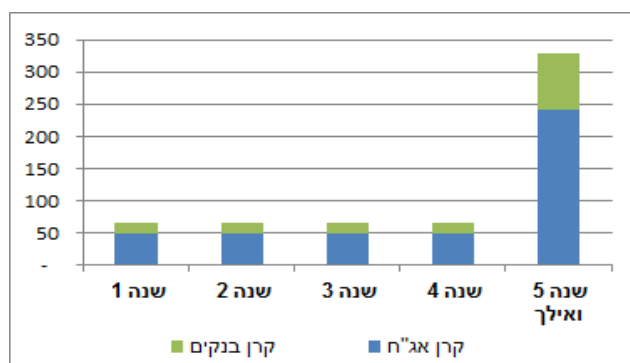
בהתייבויותיה השוטפות, לרבות בדרישה לפירעון מידי של הנע"מ בתוך שבעה ימים. רמת הנזילות של החברה התחזקה, בין היתר, כתוצאה מגיוסי חוב בשנת 2014, מימושי נכסים וקבלת דיבידנדים ומסגרות אשראי בנקאיות. יחד עם זאת, בבחינה של שנת 2015 אנו מניחים יחס מקורות (ללא התיק הנזיל) לשימושים נמוך מ-0.5 ושחיקה של יתרות המזומן הגבוהות. הערכתנו לגבי נזילות החברה (סולו מורחב) לשנת 2015, מבוססת על ההנחות העיקריות הבאות:

- הערכת מידרוג כי יתרת מזומנים וניירות ערך סחירים ברמת החברה סולו בהיקף של כ-245 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2014. בנוסף, החברה מימשה במהלך 2015 מניות רבוע נדל"ן בהיקף של כ-85 מיליון ₪, עד למועד דוח זה.
- פער שלילי של בין 70-120 מיליון ₪ בין המקורות והשימושים בפעילות מנה, הנובע מצרכי שירות חוב, השקעות ברכוש קבוע ומתזרים תפעולי שוטף שלילי.
- פער שלילי של כ-45 מיליון ₪ בגין פעילות קבוצת ב"י, אלון סלולר ומטה החברה.
- הערכת מידרוג לדיבידנדים שוטפים מדור אלון ורבע נדל"ן בשנת 2015, בהיקף של כ-80 מיליון ₪.
- תשלומי קרן בסך של כ-66 מיליון ש"ח. עומס הפירעונות של החברה סולו צפוי להישאר יציב בשנים הקרובות.
- איננו מניחים חלוקת דיבידנד מהחברה לבעל מניותיה.

בנוסף, לחברה מסגרות אשראי בנקאיות פנויות שאינן חתומות בהיקף של כ-200 מיליון ₪, יתרת מסגרת אשראי בהסכם הפקדת יתרות כספיות עם חברת הבת - רבוע נדל"ן, בסך של כ-80 מיליון ₪ ומסגרת מחברת כרטיסי אשראי חתומה עד סך של כ-140 מיליון ₪, הנשענת על פיזור רחב של לקוחות המבצע עסקאות בכרטיסי אשראי. היקף המסגרת משתנה לאורך החודש בהתאם למחזוריות הסליקה. על פי הצהרת החברה, בכוונתה לפעול להחתמת המסגרות הבנקאיות במהלך השבועות הקרובים, בהיקף הכפוף לסכום הנע"מ שיותר במחזור.

להערכתנו, רמת המינוף של החברה על נכסיה (LTV) הינה סבירה ועומדת סביב 50%-40% בתרחישים שונים, דבר התורם לגמישותה הפיננסית. בנוסף, גמישותה הפיננסית של החברה מבוססת על אחזקות במניות סחירות ובהיקפים מבוצרים ולא משועבדים ברבע נדל"ן ודור אלון.

**לוח סילוקין של החוב לזמן ארוך (סולו) - ליום 30.09.2014, במיליוני ₪:**



**אופק הדירוג**

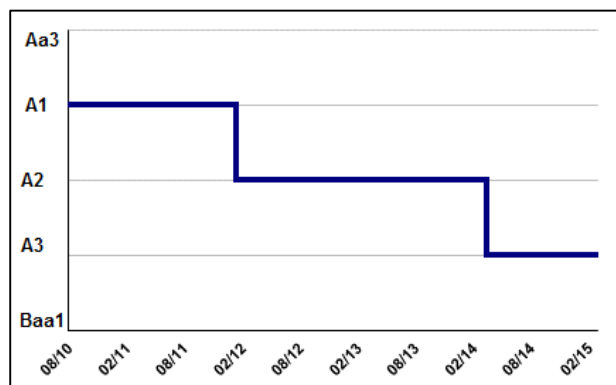
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:**

- שיפור מהותי במגזר קמעונאות המזון, אשר יתבטא בצמיחת ההכנסות והגדלה מהותית של ה-EBITDA של המגזר ושל הקבוצה כולה
- ירידה במינוף ועמידה לאורך זמן של יחס כיסוי חוב נטו מתואם ל-EBITDAR מתחת ל-7.0x

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- הרעה מהותית נוספת במעמדה העסקי ובתוצאותיה של מנה
- שחיקה משמעותית ביחסי הכיסוי חוב נטו מתואם ל-EBITDAR
- שחיקה משמעותית ברמת הנזילות של החברה
- הרעה מהותית בסיכון האשראי של החברה האם

**היסטוריית דירוג**



**אודות החברה**

אלון רבוע הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו יורק והינה חברת הקמעונאות הגדולה בישראל. החברה מוחזקת בשיעור של כ-72.7% על ידי אלון חברת הדלק לישראל בע"מ, שהינה חברת אחזקות פרטית, הפועלת בתחום הקמעונאות והאנגריה בישראל ובחול והינה בבעלות השקעות ביילסול בע"מ, חברה פרטית, בבעלותם המשותפת של מר דוד ויסמן ובני משפחת בירן וארגוני הקניות השייכים לקיבוצים. פעילות החברה מתבצעת כיום באמצעות ארבע חברות בנות עיקריות: מגה קמעונאות (שיעור אחזקה של 100%), המרכזת את פעילות קמעונאות המזון; בי קמעונאות (100%), המחזיקה כיום בעיקר בכ-77.5% מחברת נעמן וב-35% מכפר השעשועים; דור אלון (שיעור אחזקה 78.4%), הפועלת בתחום שיווק ומכירת דלקים בישראל; רבוע נדל"ן (63.7%), המחזיקה בנכסי נדל"ן, אשר מרביתם מושכרים כיום לפעילות הקמעונאות. כמו כן, לחברה החזקה של 49% בחברת דיינרס. מנכ"ל החברה ומנהל עסקים ראשי הינו מר דוד ויסמן. יו"ר הדירקטוריון הינו מר עמית בן יצחק.

**דוחות קשורים:**

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ, פעולת דירוג, מרץ 2014](#)

[ענף הקמעונאות - מתודולוגית דירוג, אוגוסט 2010](#)

[מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים, נובמבר 2010](#)

[ניירות ערך מסחריים \(CP\) - מתודולוגיה, מרץ 2008](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**תאריך הדוח: 09.03.2015**



## מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת ספקולטיביות
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.

הדירוגים לזמן קצר של *Moody's* מתארים את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות לזמן קצר. את הדירוגים ניתן להחיל על מנפיקים, הנפקות ספציפיות ומכשירים פיננסיים. ככלל, התחייבויות לזמן קצר הן התחייבויות לתקופה שאינה עולה על 13 חודשים, אלא אם כן יצוין אחרת.

הגדרה	סמל
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג P-1 הם בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	<b>Prime - 1</b>
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג P-2 הם בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	<b>Prime - 2</b>
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג P-3 הם בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	<b>Prime - 3</b>
מנפיקים אשר אינם משתייכים לאף אחת מהקטגוריות שלעיל.	<b>N - P</b>

**Short-term vs. Long term Ratings**

Long Term	Short Term		
<b>Investment Grade</b>	} <b>Prime - 1</b>		
		} <b>Prime - 2</b>	
			} <b>Prime - 3</b>

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.