



אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2013

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A2	מנפיק / דירוג סדרה
	P-1	ניירות ערך מסחריים

מידרוג מאשרת דירוג A2 באופק דירוג שלילי לאגרות חוב שתנפיק אלון רבוע כחול ישראל בע"מ ("רבוע כחול" או "החברה" או "הקבוצה"), בסך של עד 100 מיליון ש"ח ערך נקוב, במסגרת הרחבת סדרה ג'. הדירוג ואופק הדירוג חלים גם על אגרות החוב (סדרות א' ו-ג') במחזור שהנפיקה החברה. תמורת הנפקת אגרות החוב מיועדת במלואה למיחזור חוב פיננסי.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 14.11.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

בחודש מאי 2013 הציבה מידרוג אופק דירוג שלילי לאגרות החוב. תוצאות החברה לחציון ראשון 2013, מצביעות על שחיקה משמעותית בפעילות של מגזר הסופרמרקטים באמצעות חברת מגה קמעונאות (100%), אחת מהאחזקות המשמעותיות של החברה, וזאת - לצד המשך איבוד נתחי שוק וברקע המשך תחרות חריפה. אנו מעריכים כי החברה תחרוג במידה משמעותית מהתוצאות להן ציפינו לשנת 2013. לצד זאת, החברה מפגינה יציבות במגזר הדלקים ובמגזר הנדל"ן. כמו כן, מגה מצויה בראשיתה של יישום תוכנית אסטרטגית רב שנתית על רקע כניסתו לתפקיד של מנכ"ל חדש בתחילת השנה, ומבצעת פעולות התייעלות, אם כי, להערכתנו, אלו יקבלו ביטוי רק בטווח הבינוני. הדירוג נתמך בקבוצה בעלת מבנה אחזקות מוגון, נתחי שוק מהותיים ויכולת ייצור תזרימים גבוהה בחברות הקמעונאות. לקבוצה רמת נזילות טובה, הנסמכת בעיקרה על יתרות נזילות בקופתן של דור-אלון ורבוע נדל"ן. ברמת הסולו, אנו מעריכים רמת נזילות סבירה וגמישות פיננסית טובה. לאור כל האמור לעיל, ובמסגרת אופק הדירוג השלילי, אנו נשלים בזמן הקרוב את בחינת התרחישים שלנו להמשך התוצאות והתפתחות מיצובה העסקי של מגה והקבוצה כולה, תוך שקיימת הסתברות גדלה להורדת הדירוג. הורדת דירוג החברה, עלולה להוביל להורדת דירוג הנעמ"ס.

להצגת השיקולים העיקריים לדירוג אנו מפנים לדוח מעקב מחודש מאי 2013 ולדוח פעולת דירוג מחודש יוני 2013 המצויים באתר מידרוג.

להלן סדרות 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 30.06.13 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח	הערות
א'	לא סחיר	אוג-03	5.90%	מדד	164.0	2013-2014	(1)
ג'	1121334	אוק-10	2.50%	מדד	114.0	2014-2022	(2)

- (1) בחודש אוגוסט 2013 פרעה החברה סך של כ-80 מיליון ש"ח ע.ג. אג"ח א'.
 (2) בחודש יולי 2013 גייסה החברה סך של כ-100 מיליון ש"ח ע.ג. אג"ח ג' ובחודש נובמבר 2013 פרעה החברה סך של כ-21.5 מיליון ש"ח ע.ג. אג"ח ג'.

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

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	1-6 2012	1-6 2013	
7,429	7,192	8,344	12,346	12,685	6,372	6,039	הכנסות
2,059	2,026	2,286	2,904	2,752	1,369	1,301	רווח גולמי
265	235	243	292	173	94	33	רווח תפעולי
132	98	62	84	22	33	-88	רווח נקי
27.7%	28.2%	27.4%	23.5%	21.7%	21.5%	21.5%	% רווח גולמי
3.6%	3.3%	2.9%	2.4%	1.4%	1.5%	0.6%	% רווח תפעולי
419	400	450	566	451	227	169	EBITDA
273	305	280	290	230	115	53	FFO
150	0	875	75	0	0	0	דיבידנדים ששולמו
4,445	5,165	8,770	9,094	9,214	9,291	9,261	סך נכסים במאזן
282	825	534	480	683	609	981	נכסים פיננסיים נזילים
1,694	2,341	4,671	4,955	5,207	5,188	5,183	חוב פיננסי
1,412	1,516	4,137	4,474	4,524	4,579	4,202	חוב פיננסי נטו
1,096	1,226	1,582	1,546	1,588	1,585	1,525	הון עצמי
60.4%	65.4%	74.1%	75.6%	76.4%	76.5%	77.2%	חוב ל-CAP

* החל מיום 03/10/2010, החברה מאחדת את דוחותיה הכספיים של חברת דור אלון.

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - מגזרי פעילות עיקריים במיליוני ₪:

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	1-6 2012	1-6 2013	
הכנסות						
6,863	6,895	6,724	6,553	3,280	3,224	סופרמרקטים
464	482	289	321	159	174	לא מזון
NR	4,330	5,302	5,773	2,967	2,605	מתחמי תדלוק ומסחר
22	25	31	31	15	19	נדל"ן*
0	0	0	7	0	18	אחרים**
רווח תפעולי לפני אחרות						
211	242	177	126	48	8	סופרמרקטים*
23	-7	-20	-12	2	-3	לא מזון
NR	43	174	146	78	69	מתחמי תדלוק ומסחר*
33	-5	15	17	8	10	נדל"ן*
0	0	6	-14	-10	-22	אחרים**

* מגזר הסופרמרקטים מוצג ללא הוצאות דמי השכירות לרבע כחול נדל"ן ומגזר הנדל"ן מוצג ללא הכנסות שכירות ממגה

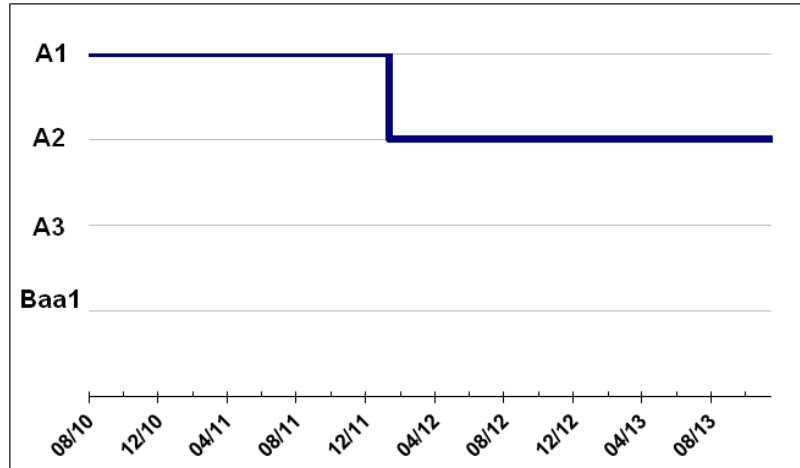
** מגזר אחרים כולל את דיינרס ויו-פון

אי התאמה בין סך רווח תפעולי במאוחד לבין סך רווח תפעולי עפ"י מגזרי פעילות נובעת מסעיף התאמות למאוחד

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור ברווח התפעולי ובמעמד החברה בענף הקמעונאות
- ירידה מהותית ברמת המינוף
- גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:
- אי עמידה לאורך זמן ביחס כספי חוב פיננסי נטו מותאם ל-EBITDAR מתחת ל-7.0x
- חלוקת דיבידנדים בהיקף מהותי, אשר אינה מגובה בתזרים מזומנים
- הרעה נוספת במעמדו העסקי של מגזר קמעונאות המזון



אודות החברה

אלון רבוע כחול הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו יורק והינה קמעונאית המזון השנייה בגודלה בישראל. החברה מוחזקת בשיעור של כ-73.2% על ידי אלון חברת הדלק לישראל בע"מ ("אלון"), שהינה חברת אחזקות פרטית, הפועלת בתחום הקמעונאות והאנרגיה בישראל ובחו"ל והינה בבעלות השקעות ביילסול בע"מ, חברה פרטית, בבעלותם המשותפת של מר דוד ויסמן ובני משפחת בירן, וארגוני הקניות השייכים לקיבוצים ומר דודי ויסמן. פעילות החברה מתבצעת כיום באמצעות ארבע חברות בנות עיקריות: "מגה קמעונאות בע"מ" ("מגה" - שיעור אחזקה של 100%), המרכזת את פעילות קמעונאות המזון; בי קמעונאות, המחזיקה כיום בעיקר בכ-77% מחברת נעמן וב-90% מכפר השעשועים; דור אלון (שיעור אחזקה 78.4%), הנמנית על החברות המובילות בישראל בתחום שיווק ומכירת דלקים; רבוע כחול נדל"ן (74.8%)¹, המחזיקה בנכסי נדל"ן, אשר מרביתם מושכרים כיום לפעילות הקמעונאות. החל משנת 2013 מנכ"ל החברה ומנהל עסקים ראשי הינו מר דוד ויסמן, במשותף עם הגברת לימור גנות. יו"ר הדירקטוריון הינו מר יצחק בדר.

דוחות קשורים

[אלון רבוע כחול - ישראל בע"מ, מעקב, מאי 2013](#)

[אלון רבוע כחול - ישראל בע"מ, פעולת דירוג יוני 2013](#)

[דור אלון אנרגיה ישראל \(1988\) בע"מ, פעולת דירוג, ינואר 2013](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 14.11.2013

¹ ביום 6.5.13 מכרה החברה כ-3.5% ממניות החברה, תמורת סכום של כ-49 מיליון ש"ח.

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות* Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת* Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* 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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	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 שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה 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 <i>P-1</i> הם בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	<i>Prime - 1</i>
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג <i>P-2</i> הם בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	<i>Prime - 2</i>
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג <i>P-3</i> הם בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	<i>Prime - 3</i>
מנפיקים אשר אינם משתייכים לאף אחת מהקטגוריות שלעיל.	<i>N - P</i>

Short-term vs. Long term Ratings

	Long Term	Short Term
Investment Grade	<i>Aaa</i>	} <i>Prime - 1</i>
	<i>Aa1</i>	
	<i>Aa2</i>	
	<i>Aa3</i>	
	<i>A1</i>	} <i>Prime - 2</i>
	<i>A2</i>	
	<i>A3</i>	
	<i>Baa1</i>	} <i>Prime - 3</i>
	<i>Baa2</i>	
<i>Baa3</i>		
Speculative Grade	<i>Ba1</i>	} <i>Not Prime</i>
	<i>Ba2</i>	
	<i>Ba3</i>	
	<i>B1</i>	
	<i>B2</i>	
	<i>B3</i>	
	<i>Caa1</i>	
	<i>Caa2</i>	
	<i>Caa3</i>	
	<i>Ca</i>	
<i>C</i>		

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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. 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 צריכה 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 בייעוץ 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 מודייס (Moody's להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.