

# אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2014

1

## מחברים:

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)

## אנשי קשר:

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

## אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	מנפיק / אג"ח
	P-1	ניירות ערך מסחריים

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרות א' ו-ג') שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ ("אלון רבוע כחול" או "החברה" או "הקבוצה"), מ-A2 ל-A3 ועל ייצוב אופק הדירוג. דירוג A3 באופק דירוג יציב ניתן גם לאגרות חוב בסך של עד 150 מיליון ש"ח ערך נקוב, ששוקלת החברה להנפיק, באמצעות הרחבת סדרה ג', או בדרך של הנפקת סדרה חדשה. תמורת הנפקת אגרות החוב מיועדת למיחזור חוב ולמימון הפעילות השוטפת. כמו כן, מידרוג מאשרת מחדש דירוג P-1 לניירות ערך מסחריים (נע"מ) שהנפיקה החברה בסכום של 120 מיליון ש. דירוג הנע"מ הינו בתוקף עד ליום 17.03.15.

**דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 17.03.2014. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. 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 30.09.13 במיליוני ש"ח*	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	לא סחיר	אוג-03	5.90%	מדד	82.0	2014
ג'	1121334	אוק-10	2.50%	מדד	215.0	2014-2022

\* בנובמבר 2013 החברה הרחיבה את אגרות חוב סדרה ג' בהיקף של כ-62 מיליון ש"ח ערך נקוב. במקביל, פרעה החברה כ-21.5 מיליון ש"ח ערך נקוב של סדרה ג'.

### שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג הנוכחית, בהמשך להצבת אופק דירוג שלילי בחודש מאי 2013, מבטאת את השחיקה בתוצאות הכספיות של הקבוצה, ברמה שאינה הולמת עוד את הדירוג הקודם, זאת בעיקר עקב המשך פגיעה במיצוב העסקי של מגה קמעונאות בע"מ ("מגה") - חברה בת בבעלות מלאה של החברה ואחת משלוש זרועות הפעילות העיקריות שלה, הכוללות גם את דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון") ורבוע כחול נדל"ן בע"מ ("רבוע נדל"ן").

פעילותה של מגה, המרכזת את מגזר הסופרמרקטים של הקבוצה, מהווה חלק אינטגרלי מניתוח סיכון האשראי של הקבוצה כולה, כפי שמקבל ביטוי בגודלה ביחס לסך מחזור הקבוצה, המשאבים הניהוליים המושקעים בה ומידת השפעתה על האסטרטגיה הכוללת של הקבוצה. הביצועים התפעוליים של מגזר הסופרמרקטים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 נחלשו במידה משמעותית, מעבר לתחזיתינו המוקדמות, וזאת בעיקר בשל הקטנה חד פעמית של המרווח הגולמי וקיטון בנתחי שוק, עקב יציאה מסניפים מפסידים וירידה במכירות חנויות זהות. הנהלת מגה פעלה בשנה האחרונה בתהליך מעמיק לגיבוש אסטרטגיה, שנועדה להגדיל פדיונות באמצעות מיצוב מחדש של רשת הדיסקאונט ושיפור תפישת המחיר והצעת הערך, צמצום הפסדים על ידי טיוב סניפים וכן שיפור יסודי של שרשרת האספקה. להערכתנו, מידת ההצלחה של תהליך מורכב זה תוכרע רק בטווח הבינוני, והיא מאתגרת בסביבה עסקית קשה, מצד תחרות עזה בענף המזון, מצד ביקושים בררניים מבעבר ומגמה של האטה בצמיחה ועלייה מסוימת בשיעורי האבטלה. להערכתנו, למגה יכולת התאמה מוגבלת של הוצאות תפעוליות מהותיות (כגון שכר עבודה ושכירות) לקצב ההכנסות הפוחת, אשר מקטינה את מרווח התמרון בסביבה עסקית מאתגרת. כוחה של הרשת הוותיקה נשאר, בין השאר, מיתרון לגודל מול הספקים, שרשרת אספקה מהותית ומיקומים מרכזיים של סניפים, חלקם הגדול בבעלות הקבוצה, בעיקר של תת הרשת "מגה בעיר". לאור הפעלת התכנית האסטרטגית, אנו צופים שיפור מסוים ברווחיות התפעולית של מגה בשנת 2014 והתמתנות השחיקה בהכנסות.

שתי הזרועות המרכזיות הנוספות: דור אלון ורבע נדל"ן, שומרות על יציבות, אך נציין, כי עיקר הכנסותיה של האחרונה נובעות מדמי השכירות ממגה. השחיקה ברווח התפעולי של מגה השפיעה בחדות על תוצאות הקבוצה כולה. יציבות הרווחים כפי שנבחנת ע"י מידרוג, הינה גורם שלילי לדירוג.

רבע נדל"ן (מדורגת A1 CR) ודור אלון (A2 St) מאופיינות כל אחת בפרופיל עסקי ופיננסי חזק; דור אלון מציגה נתחי שוק גבוהים בענף שיווק הדלקים, פריסה ארצית רחבה של תחנות תדלוק במותגים "דור אלון" ו-"אלונית" ופרופיל פיננסי יציב, הכולל יציבות ברמת הרווחיות בשנים האחרונות, תוך העלאת דיבידנדים בהיקפים סדירים לחברת האם; רבע נדל"ן גדלה באופן עקבי ברווחיותה ומציגה גידול הדרגתי בהיקף פעילותה, ירידה הדרגתית בפרופיל הסיכון של השוק הסיטונאי ובפרט עם קבלת הלוואת ליווי לפרויקט, הגדלה של תיק הנכסים והקטנת התלות במגה כשוכר עיקרי. במהלך השנים האחרונות, רבע נדל"ן, המחזיקה בנכסים בהיקף של כ-2.2 מיליארד ש"ח שאינם משועבדים, מהווה את האחזקה העיקרית ומעלה דיבידנדים בהיקפים מהותיים ובצורה עקבית. בנוסף, אלון רבע כחול מחזיקה ב-49% ממניות חברת כרטיסי האשראי דיינרס קלוב ישראל בע"מ ("דיינרס"), המייצרת רווחיות יציבה וגבוהה לאורך השנים. דירוג החברה נתמך בפיזור רחב של מקורות ההכנסה, מותגים קמעונאיים חזקים (מגה, עדן טבע, דור אלון, אלונית), בעלות על נכסי נדל"ן בפיזור רחב, ופריסה ארצית של נקודות מכירה קמעונאיות. כמו כן, הדירוג נתמך בגמישות פיננסית טובה ובנזילות טובה, הנשענות על אחזקות שליטה סחירות בנכסים המרכזיים. לצד זאת, לחברה רמת מינוף גבוהה יחסית והחברה מציגה יחסי כיסוי איטיים. נכון ליום 30.09.13 החברה מציגה יחס כיסוי חוב ל-EBITDAR חלש של 7.8x. אנו צופים שיפור מסוים בשנת 2014 ביחסי הכיסוי ומצפים מהחברה לעמוד לאורך זמן ביחס כיסוי חוב מותאם ל-EBITDAR נמוך מ-8.0x.

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו לשיפור בתוצאות החברה וצמצום הפסדים ברמת הקבוצה במאוחד. מידרוג ערכה מספר תרחישי רגישות לתחזית החברה ובתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2014, הקבוצה תציג שיפור מסוים ברווח, אשר עיקרו נוכח שיפור מתון במגזר הסופרמרקטים.

הורדת הדירוג עדיין אינה נושאת השלכה על דירוג הנע"מ שנותר P-1, נוכח רמת נזילות גבוהה ברמת הסולו וגמישות פיננסית טובה, הנגזרת מאחזקה בחברות סחירות, נקיות משעבוד ומאמות מידה פיננסיות, עומס פירעונות נוח יחסית, מקורות אשראי מגוונים ויכולות מיחזור גבוהות. כל זאת, בנוסף להעמדת מסגרת אשראי חתומה נוספת מתאגיד בנקאי, בסך של כ-50 מיליון ש"ח, במהלך חודש פברואר 2014, כך שסך המסגרות החתומות מתאגידים בנקאיים, למועד דו"ח זה, מסתכמות בכ-100 מיליון ש"ח.

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) נירות ערך סחירות 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.

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

FY 2010	FY 2011	FY 2012	1-9 2012	1-9 2013	
8,344	12,346	12,685	9,608	9,049	הכנסות
2,286	2,904	2,753	2,094	1,986	רווח גולמי
243	292	176	158	71	רווח תפעולי
62	84	22	21	-113	רווח נקי
27.4%	23.5%	21.7%	21.8%	21.9%	% רווח גולמי
2.9%	2.4%	1.4%	1.6%	0.8%	% רווח תפעולי
450	566	454	366	274	EBITDA
280	290	231	210	98	FFO
875	75	0	0	0	דיבידנדים ששולמו
8,770	9,094	9,213	9,588	9,330	סך נכסים במאזן
436	377	587	549	787	נכסים פיננסיים נזילים
4,671	4,955	5,207	5,262	5,131	חוב פיננסי
4,235	4,578	4,620	4,712	4,345	חוב פיננסי נטו
1,582	1,546	1,588	1,585	1,504	הון עצמי
18.0%	17.0%	17.2%	16.5%	16.1%	הון עצמי / סך מאזן
74.1%	75.6%	76.4%	76.8%	77.2%	חוב ל-CAP

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

אלון רבוע כחול בע"מ - תוצאות מגזרי פעילות חשבונאיים, במיליוני ש"ח<sup>1</sup>:

FY 2010	FY 2011	FY 2012	1-9 2012	1-9 2013	
<b>הכנסות</b>					
6,895	6,724	6,553	4,965	4,834	סופרמרקטים
482	289	321	159	256	לא מזון
1,153	5,302	5,773	2,967	3,898	מתחמי תדלוק ומסחר
25	31	31	22	29	נדל"ן
0	0	7	2	32	אחרים*
<b>רווח תפעולי לפני אחרות</b>					
242	177	126	88	32	סופרמרקטים
-7	-20	-12	1	-12	לא מזון
43	174	146	131	108	מתחמי תדלוק ומסחר
-5	15	17	11	15	נדל"ן
0	7	-34	-20	-28	אחרים*
<b>מספר סניפים בסוף תקופה</b>					
206	211	212	212	213	סניפי סופרמרקטים
188	196	202	202	206	תחנות תדלוק ומסחר
177	198	209	209	212	חנויות נוחות ו-AM-PM

\* כולל בעיקר את פעילות אלון סלולר

<sup>1</sup> הרווח התפעולי של מגזר הסופרמרקטים מוצג לפני תשלום דמי השכירות לרבע נדל"ן ומגזר הנדל"ן אינו כולל את הכנסות השכירות מחברות באלון רבוע.

**הרעה משמעותית במגזר הסופרמרקטים, מעבר להערכותינו הקודמות**

הכנסות הקבוצה במגזר הסופרמרקטים קטנו בכ-2.6% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, בעיקר עקב הקטנת שטחי מסחר ואיבוד נתחי שוק. החברה רשמה ירידה בנתוני מכירות בסניפים זהים (SSS) בשיעור של כ-0.3% בתקופה זו, בהמשך לירידה ב-SSS גם בשנים 2011-2012, בשיעור של מעל 2.5%. נתח השוק של מגה בשוק המזון, המשקאות והטבק בשנת 2012 עמד על כ-11.9% ולהערכתנו נחלש בשנת 2013 לכ-11.2%.

ענף הפעילות של מגה מאופיין ברמת תחרותיות עולה בשנים האחרונות, בהתחזקות רשתות הדיסקאונט, בקונסולידציה ובהגדלת שטחי המסחר. על פי נתוני סטורנקסט, במהלך שנת 2013 שוק ה-FMCG רשם גידול כספי של כ-3.0% (בדומה לאחוז צמיחת המשק בשנה זו), לצד ירידה ריאלית של כ-1.7%. בהמשך למגמת השנים האחרונות, גם בשנת 2013 רשמו חנויות ה-HD שיעור צמיחה גבוה מזה של החנויות השכונתיות, אולם מגמת ההתחזקות של

רשתות אלו מתמתנת בהשוואה לשנים קודמות. בשנת 2013 כ-64.1% מהמכר הכספי בשוק יוחס לחנויות ה-HD. מעמדה של מגה בענף קמעונאות המזון מושפע לחיוב מפריסה גיאוגרפית רחבה במיקומים מרכזיים, מגיוון לקוחות, מיתרון לגודל וממיצוב חזק של תת הרשת "מגה בעיר" בקטגוריית החנויות השכונתיות. נכון ליום 30.09.13 כ-63% מסניפי מגה שייכים לתת הרשת "מגה בעיר" וכ-31% סניפי דיסקאונט, בעיקר בתת הרשת "מגה בול". תת רשת זו מהווה את נקודת החולשה העיקרית של מגה, ובה היא מתקשה להתמודד מול השחקניות בענף, בעיקר בשל תפיסת מחיר בעייתית בעיני הצרכנים, תחרות חריפה וגודל סניפים מכוּבד. להערכתנו, המיקומים המרכזיים של סניפי "מגה בעיר" תומכים במעמדה ביחס לענף, אם כי גם הפעילות בסניפים אלו מתקשה לקזז את היקף הפגיעה בפעילות הדיסקאונט.

הירידה ברווחיות מגזר הסופרמרקטים בשנת 2013, ביחס לשנת 2012, הושפעה גם מפעולה חד פעמית לשימור נתח שוק, דרך הורדת שיעור הרווח הגולמי לכ-25.4% במחצית הראשונה של השנה. אנו מעריכים את הפגיעה ברווח הגולמי ממהלך זה בשנת 2013 בכ-50 מיליון ש"ח. במחצית השנייה של השנה חזרה מגה לשיעור רווחיות גולמית מייצג, סביב כ-27% בממוצע ושיפורה בעקבות כך, באופן יחסי, את הרווח התפעולי.

התוכנית האסטרטגית המוטמעת במגה בחודשים האחרונים מבוססת, בין השאר, על סגירה של חלק מהסניפים המפסידים בתת הרשת "מגה בול" והסבת חלקם האחר למותגים "YOU" או "הצרכנייה של YOU", אשר יתמקדו בתחום הדיסקאונט, אך יותאמו לסוג פעילות זה, הן מבחינת מבנה ההוצאות והתפעול והן מבחינת הצעת הערך ללקוחות. בנוסף, התכנית מתעתדת להביא לחסכון, דרך אופטימיזציה של שטחי מסחר ושיפור שרשרת האספקה והלוגיסטיקה.

להערכתנו, בשנת 2014 על רקע האתגרים ברמת הענף, מגה תשמור על שיעור רווחיות גולמית סביב 27% ותציג רווח תפעולי משופר, בעיקר עקב מכירת סניפים מפסידים וקטון מתון בעלויות השכירות. להערכתנו, התחרות האינטנסיבית בענף תמשיך להשפיע לשלילה, ואנו צופים האטה בשוק המזון בשנה זו, אולם הטמעת התוכנית האסטרטגית צפויה לאזן במקצת השפעות אלו ועשויה להוביל להתמתנות בשחיקה בהכנסות.

**פעילות הדלקים היציבה ובעלות על נכסי נדל"ן סולידיים מצמצמות את הסיכון הכולל של הקבוצה**

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 במוטג "דור אלון" וחנויות נוחות במוטג "אלונית" וכן פרופיל פיננסי יציב. ענף שיווק הדלקים מאופיין, להערכתנו, בסיכון עסקי בינוני. דור אלון מציגה רווחיות גבוהה יחסית לענף, בין השאר, כתוצאה ממגזר קמעונאי רחב, פיתוח עסקי חזק בתחום חנויות הנוחות, זיכיון הפעלה בכביש 6 ומבנה הוצאות תפעול רזה יחסית. בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו מניחים שיפור מתון ברווחיותה של דור אלון בשנת 2014, לעומת שנת 2013.

רבע נדל"ן (74.8%) מחזיקה בבעלות על נכסי נדל"ן בהיקף משמעותי ובפיזור רחב, מרביתם סולידיים במיקומים מרכזיים ובתפוסה גבוהה (כ-98%). נכסים אלו נרכשו ברובם בעלויות היסטוריות. החלק הארי של הכנסות ההשכרה של רבע נדל"ן נובע מסניפי רשת מגה (בעיקר "מגה בעיר") ושני המרלוגים המושכרים לחברות בקבוצה. מנגד, בשנים האחרונות הגדילה רבע נדל"ן את פעילות ייזום הנדל"ן, ובעיקר פרויקט השוק הסיטונאי (50%). לרבע נדל"ן פרופיל פיננסי איכותי, הכולל רמת מינוף נמוכה יחסית לצד תזרים NOI העולה על 200 מיליון ₪ בשנה. החשיפה של רבע נדל"ן לפרויקט השוק הסיטונאי הצטמצמה בשנה האחרונה בעקבות קבלת הלוואת ליווי בנקאית לפרויקט. רבע נדל"ן צפויה לסיים מספר פרויקטים בשנים הקרובות, הצפויים להגדיל את היקף הכנסותיה ורווחיה באופן מהותי, כאשר בחלק ניכר מפרויקטים אלו כבר נחתמו חוזי שכירות משמעותיים מראש.

### פעולות לצמצום הפסדים במגזרים אחרים

משנת 2011 הציגה פעילות הלא מזון הפסד תפעולי מצטבר של כ-44 מיליון ₪, בנוסף להפסד תפעולי מצטבר של כ-30 מיליון ש"ח בפעילות כפר השעשועים. השליטה בכפר השעשועים נמכרה בחודש פברואר 2014. ההפסד התפעולי שהציג מגזר הלא מזון בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 נבע מהוצאות קבועות גבוהות במרלוג בבאר טוביה, הוצאות חד פעמיות גבוהות עקב הסבת רשת ששת של נעמן לחנויות נעמן והתחזקות התחרות בתחומי הפעילות הרלוונטיים.

להערכתנו, בשנת 2014 תוצאות פעילות מגזר הלא מזון צפויות להשתפר, לאור הסבת רשת ששת לנעמן ופתיחת סניפים חדשים וכן צפי לקיטון בהפסדי המרלוג בבאר טוביה, על ידי הכנסת שוכרים מצד שלישי. כמו כן, החברה פועלת למיזוג פעילות "בי" עם מגה במהלך שנת 2014, במטרה לנצל את הסינרגיה בין תחום הסופרמרקטים ותחום הבית, תוך כדי התייעלות תפעולית.

פעילות אלון סלולר תחת המותג YouPhone, ממשיכה להציג תזרים שלילי, בעיקר על רקע הוצאות הקמה, גיוס לקוחות וביסוס המותג. אלון סלולר פועלת כ-Full MVNO ומתחרה בחברות הסלולר הוותיקות והחדשות. המודל העסקי של אלון סלולר מבוסס על חכירת תשתית תקשורת מהמפעילות הוותיקות, השקעת המקורות בצבירת מנויים וניצול הסינרגיה בין מותג הקבוצה ליצירת נאמנות לקוחות, על בסיס כוח המכירה והפריסה הרחבים של חברות הקבוצה. אלון סלולר תוסיף להשקיע גם בשנה הקרובה בהגדלת בסיס המנויים, ולהערכתנו תגיע לאיזון רק בטווח הזמן הבינוני-ארוך, ואולם אנו מעריכים כי זוהי פעילות יוצרת ערך, אשר תורמת לסינרגיה בקבוצה.

### מינוף גבוה יחסית הנשען על בעלות בנכסי נדל"ן ויחסי כיסוי איטיים, המושפעים לרעה מהחולשה במגזר מגה

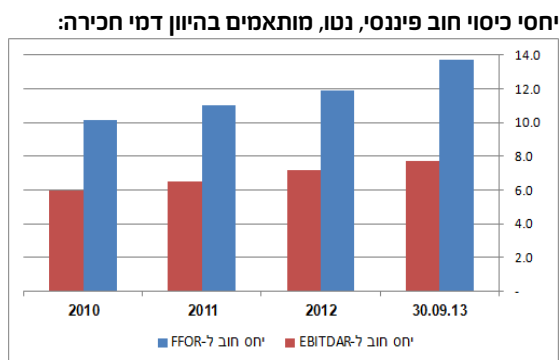
החוב הפיננסי נטו המאוחד ליום 30.09.13 הסתכם בכך של כ-4.4 מיליארד ש<sup>2</sup>, בהשוואה לסך של כ-4.7 מיליארד ₪ ליום 31.12.12. כ-1.7 מיליארד ₪ מתוך יתרת החוב נטו המאוחד נרשמו במאזניה של רבע נדל"ן וכ-1.4 מיליארד ₪ נוספים נרשמו במאזנה של דור אלון. סך החוב הפיננסי נטו קטן מתחילת השנה בכ-340 מיליון ש"ח, בעיקר עקב הקטנה של כ-200 מיליון ₪ בדור אלון, על ידי הורדת צרכי ההון החוזר.

יחס חוב ל-Cap ליום 30.09.13 עמד על כ-77%, ללא שינוי מהותי לעומת התקופה המקבילה. אנו מבצעים התאמה לשווי הנכסים של החברה בגין השווי הכלכלי של נכסי הנדל"ן המניב שבבעלות רבע נדל"ן וכמו כן, אנו מוסיפים נכסים וחוב נטו של כ-200 מיליון ש"ח, בגין חלקה (50%) של רבע נדל"ן בפרויקט השוק הסיטונאי. לפי כל אלו, מתקבל יחס חוב ל-Cap כלכלי ליום 30.09.13 של כ-69% יחס הון למאזן של כ-23%, לעומת יחס חשבונאי הון למאזן של כ-16%.

<sup>2</sup> החוב הפיננסי המוצג הינו חוב פיננסי חשבונאי, על פי הדוחות הכספיים של החברה ואינו כולל פעולות של איחוד יחסי - נתונים הכוללים את חלק החברה בחברות הקניין והמגורים (איחוד יחסי של פרויקט השוק הסיטונאי) ואיחוד של שלושה נכסים נוספים שאינם נכללים בדוחות הרבעון השלישי של 2013, אשר מוצגים בדוחות החברה לפי שיטת השווי המאזני (אקוויטי).

הנתונים המותאמים משקפים אף הם מינוף גבוה, אך תואם את רמת הדירוג, בהתחשב גם במרכיב הגבוה של נכס נדל"ן.

בבחינת יחסי הכיסוי, מידרוג מנכה מהחוב הפיננסי המאוחד נטו את החוב הפיננסי ואת יתרות המזומנים בספריה של החברה הבת רבעו 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. הסיכון הגלום במינוף הפיננסי של רבעו נדל"ן, ובעיקר בקשר עם ייזום פרויקטים חדשים בהם מעורבת החברה הבת, נלקח בחשבון בנפרד.



היחלשות הרווחיות בשנת 2013 הובילה להמשך הפגיעה ביחסי הכיסוי של החברה. כיסוי החוב נטו מתואם ל-EBITDAR, עלה ל-7.7x ליום 30.09.13. בסיס ה-FFO החלש של הקבוצה, אשר נפגע בכ-50% מול תקופה קודמת, נוכח הפגיעה ברווח התפעולי, גזר יחסי כיסוי איטיים במיוחד, כפי שנמדדים בחוב מתואם ל-FFOR הגבוה מ-13.5x ואף צפויים להיותר חלשים, גם בהתבסס על השיפור הצפוי בטווח הקצר-בינוני.

על פי תרחיש הבסיס שלנו לשנת 2014, אנו עדיין מניחים יחסי כיסוי איטיים יחסית. אנו מצפים מהחברה להציג לאורך זמן יחסי כיסוי לחוב מתואם ל-EBITDAR מתחת ל-8.0x.

**נזילות טובה וגמישות פיננסית חזקה, הנסמכות על יתרות מזומנים מסגרות אשראי חתומות, אחזקות מבוצרות וסחירות ונגישות טובה למקורות מימון**

הדירוג לזמן קצר מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה וניתוח הנזילות שלה. ניתוח זה מתבסס על בחינת מקורות ושימושים לתקופה של שנה והערכת יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה השוטפות, לרבות בדרישה לפירעון מיידי של הנע"מ בתוך שבעה ימים. אנו בוחנים את נזילות החברה ברמת הפעילות סולו וכולל קבוצת בי ואלון סולר. רמת הנזילות הינה טובה ביחס לצורכי שירות החוב והיא נשענת על יכולת ייצור מזומן מפעילות בשנות צמיחה, יתרות מזומנים, מסגרות אשראי בנקאיות חתומות וכן על דיבידנדים מחברות הבנות. הערכתנו לגבי נזילות החברה לשנת 2014, מבוססת על ההנחות הבאות:

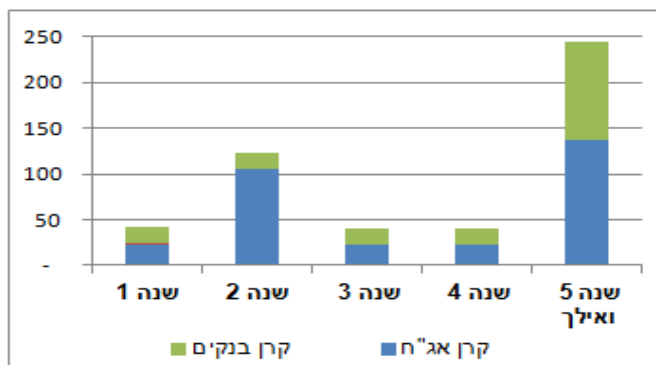
- אנו מעריכים כי לאלון רבעו כחול סולו מזומנים וניירות ערך סחירים בהיקף של כ-170 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.13.
- להערכתנו, בשנת 2014 צפויות השקעות גבוהות ברכוש קבוע בחברה הבת מנה עקב הסבות סניפיים ופרויקטים נוספים, אם כי להערכתנו חלק מהותי מהשקעות אלו הינן גמישות וינהלו בהתאם להתפתחות קצב המכירות בפורמט הדיסקאונט החדש. הנחנו צמיחה מתונה במגזר הסופרמרקטים, אשר השפעתה על ההון החוזר של מנה צפויה להיות מינורית.
- הנחת דיבידנדים שוטפים מהאחזקות בדור אלון וברבעו כחול נדל"ן בשנת 2014, בין 60-80 מיליון ש"ח, וזאת בנוסף לעסקת רכישה חוזרת של מניות רבעו נדל"ן, אשר הושלמה בחודש פברואר 2014, כאשר אלון רבעו נענתה להצעה בהיקף של כ-120 מיליון ש"ח.
- לחברה הסכם הפקדת יתרות כספיות עם חברת הבת רבעו כחול נדל"ן<sup>3</sup>, לפיו בכל נקודת זמן, בכפוף לצורכי אלון רבעו כחול וצרכי המזומנים של רבעו נדל"ן, רבעו נדל"ן יכולה להפקיד כספים אצל רבעו כחול, בסכום אשר לא

<sup>3</sup> ההסכם אמור לעמוד להצבעת בעלי המניות ביום 19.03.14 לצורך אישור מחדש.

יעלה על 200 מיליון ₪. מידרוג מעריכה, כי נכון למועד דו"ח, יתרת הסכום עומדת על כ-80 מיליון ₪, בעקבות פירעון של כ-120 מיליון ₪ שבוצע לאחרונה.

- מסגרות אשראי בנקאיות חתומות בהיקף של כ-100 מיליון ₪, מכך 50 מיליון ₪ מסגרת נוספת שהועמדה בתקופה האחרונה.
- מסגרת מחברת כרטיסי אשראי חתומה עד סך של כ-140 מיליון ₪, הנשענת על פיזור רחב של לקוחות המבצע עסקאות בכרטיסי אשראי.
- תשלומי קרן בסך של כ-120 מיליון ₪. עומס הפירעונות של החברה סולו צפוי לפחות מהותית לאחר שנת 2014 ועומד על כ-40 מיליון ₪ בכל שנה לאחר מכן (כ-60 מיליון ₪ בהנחה של הרחבת סדרה ג' בסכום של כ-150 מיליון ₪, על פי מתווה פעולת הדירוג).
- לחברה אחזקה מבוצרת ולא משועבדת במניות הסחירות של רבע נדל"ן ודור אלון והחזקה של 100% בחברות מגה ואלון סלולר. בנוסף, החברה מחזיקה ב-49% ממניות חברת כרטיסי האשראי דיינרס. אנו מעריכים את צורכי הנזילות בחברה האם, אלון חברת הדלק לישראל בע"מ כנמוכים בטווח הזמן הקצר והבינוני ומכאן - לחץ חלש לדיבידנדים. עם זאת, לאורך זמן, אנו מעריכים כי תידרש חלוקת דיבידנדים כפי שהיה גם בשנים קודמות.

**לוח סילוקין של החוב לזמן ארוך (סולו) - ליום 30.09.2013, במיליוני ₪:**



**אופק הדירוג**

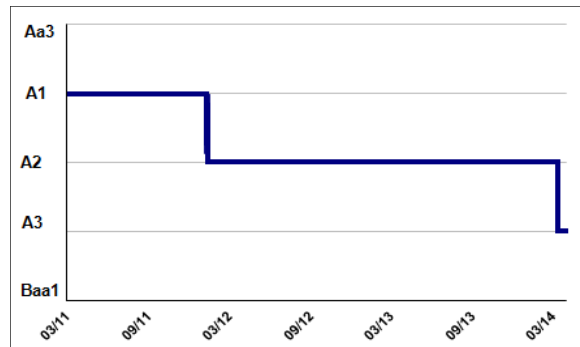
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:**

- ירידה במינוף ועמידה לאורך זמן של יחס כיסוי חוב נטו מתואם ל-EBITDAR מתחת ל-7.0x

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- אי שיפור במעמדה העסקי של מגה והשלכת הדבר על מצבה הפיננסי של הקבוצה כולה, לרבות המשך הצגת הפסדים
- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב נטו מתואם ל-EBITDAR מעל 8.0x
- חלוקת דיבידנדים בהיקף מהותי, אשר אינה מגובה בתזרים מזומנים





### אודות החברה

אלון רבוע כחול 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 והאנרגיה 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 (74.8%), 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, במשותף עם הגברת לימור גנות. יו"ר הדירקטוריון הינו מר יצחק בדר.

### דוחות קשורים

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

[רבוע כחול נדל"ן בע"מ, Credit Review, פברואר 2014](#)

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

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

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

תאריך הדוח: 17.03.2014

## 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 שכירות + 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 הוניות - 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 השקעה ספקולטיבית
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 לפדין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין 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) המדרגים בדירוג <i>P-1</i> הם בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	<b>Prime - 1</b>
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדרגים בדירוג <i>P-2</i> הם בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	<b>Prime - 2</b>
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדרגים בדירוג <i>P-3</i> 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
Investment Grade	Aaa	Prime - 1
	Aa1	
	Aa2	
	Aa3	
	A1	Prime - 2
	A2	
	A3	
	Baa1	Prime - 3
	Baa2	
Baa3		
Speculative Grade	Ba1	Not Prime
	Ba2	
	Ba3	
	B1	
	B2	
	B3	
	Caa1	
	Caa2	
	Caa3	
	Ca	
C		

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") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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 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 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.