



אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | אוקטובר 2015

אנשי קשר:

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט
niri@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר
avib@midroog.co.il

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

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

Credit review	B3.il	דירוג סדרה
---------------	-------	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרה ג') שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ ("רבוע כחול" או "החברה") או ("הקבוצה"), מ-Ba2.il ל-B3.il ומותירה את הדירוג בבחינה עם השלכות לא וודאיות.

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 30.06.2015, במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ג'	1121334	אוק-10	2.50%	מדד	385.0	2022-2015

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג היא נוכח הערכתנו לכשל פרעון, על רקע צפי לאי-עמידה בתשלום הקרן והריבית במועדן הקרוב. אנו צופים כי החברה לא תשלם במועדו את התשלום הקרוב של קרן וריבית אגרות החוב (סדרה ג') הקבוע ליום 4.11.2015 בסך כ- 53 מיליון ₪ (מכך כ- 48 מיליון ₪ קרן) וזאת מכיוון שלהערכתנו אין בידי החברה מקורות מידיים לתשלום החוב במועדו, והיא צפויה לבקש דחייה של מועד הפרעון עד שתשלם "עסקה מזכה" עם החברה האם אלון חברת הדלק לישראל בע"מ (ראה להלן) שתמורתה תשמש לפרעון החוב.

כך, ביום 25.10.2015 הודיעה החברה על עסקה למכירת מניות דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון") לחברה האם אלון חברת הדלק לישראל בע"מ ("החברה האם" או "אלון דלק") בתמורה ל-50 מיליון ₪, כאשר מספר המניות שיימכרו לחברה האם ייגזר ממחיר הסגירה הממוצע של מניית דור אלון בשבעת הימים הקודמים למועד הסגירה של העסקה, אשר נכון למועד זה צפוי להערכת החברה ב-10.11.2015 ("עסקת אלון דלק").¹ עסקת אלון דלק אושרה על ידי הדירקטוריונים של החברה ושל החברה האם והיא נועדה להחליף הלוואה לז"ק בסכום 50 מיליון ₪ שאמורה הייתה אלון דלק להעמיד לחברה, במסגרת הסדר ההבראה בחברה הבת מנה קמעונאות בע"מ ("מגה"). בהתאם לדיווח החברה, השלמת העסקה מצד החברה האם דורשת תקופת הודעה מראש של 14 יום כפי שהתחייבה החברה האם בפני מחזיקי אגרות החוב שלה. כמו כן דיווחה החברה כי העסקה אינה דורשת את אישור אסיפת בעלי המניות של רבוע כחול, אלא אם בעל מניות או קבוצה של בעלי מניות המחזיקים/ים 1% או יותר ממניות רבוע כחול יתנגד לעסקה, וזאת לא יאוחר מ-14 יום ממועד הדיווח על העסקה כאמור לעיל.

יש לציין עוד כי בהתאם ל"מתווה תשלומים לטווח הקצר עד להגעה להסדר ארוך טווח" לגבי דיווחה החברה ביום 25.10.2015, בכוננת החברה "לשמור על עקרון השוויון בין הנושים הפיננסיים של החברה", וכפועל יוצא, בין השאר, החברה מתכננת לפרוע התחייבויות גם כלפי בנקים (בסכום קרן של כ-65.2 מיליון ₪ לפי הדיווח האמור של החברה) וכי לצורך הפירעון לבנקים בכוננתה ליטול הלוואות חדשות כנגד שעבוד מניות דור אלון.

נוכח הערכתנו לכשל פרעון, יישמנו בקביעת הדירוג מתודולוגיה של "הפסד בהינתן כשל פרעון" (Loss Given Default). הדירוג הנוכחי משקף נכון למועד זה תוחלת הפסד למחזיקי האג"ח של עד 5%, אשר מתבססת על ההנחות העיקריות הבאות: שווי הנכסים הסחירים של החברה הוערך על בסיס תרחישי רגישות לשווי השוק של הנכסים בסמוך למועד דוח זה; מצבת התחייבויות החברה למועד זה אינה שונה במידה מהותית מזו שדווחה על ידי החברה ביום 23.7.2015 (על בסיס הנתונים למועד חתך 30.6.2015); המשך פעילות מגה כעסק חי; שווי מניות מגה שבידי החברה הוערך כאפסי (זאת אחרי הערבויות שהעמידה החברה למגה והחובות של מגה שהומחו לחברה); וכן בהנחה כי רמת

¹ תיאור עסקת אלון דלק אינו מובא כאן במלואו. לפרטים נוספים על העסקה אנו מפנים לדיווח החברה מיום 25.10.2015.



הבכירות של מחזיקי אגרות החוב שווה לזו של הבנקים ושל הנערבים השונים של החברה (לרבות הלוואות של מנה שהומחו לחברה במסגרת הסדר החוב של מנה, אך למעט חוב של החברה לחברה הבת רבוע נדלן, בסך 50 מיליון ₪, אשר מובטח במניות רבוע נדלן בכיסוי של 200%).

נדגיש כי על אף הערכותינו לעיל לגבי תוחלת ההפסד הצפוי וההנחות השונות שנלקחו בחישובו, אנו סבורים כי קיימת מידה לא מבוטלת של אי וודאות לגבי שיעור ההפסד בפועל, אם בכלל, הנובעת ממצבה המורכב של מנה, אשר החברה ערבה לחלק מהתחייבויותיה, ולגבי התוחלת של התחייבויות אלו בהינתן מצבי עולם שונים לגבי מצבה הפיננסי והעסקי של מנה. כך, במידה בה נעריך כי מנה צפויה להיקלע לקשיי נזילות, אזי שיעור ההפסד עלול להיות גבוה יותר להערכתנו, והדירוג עלול לרדת. כמו כן, עשוי להתקיים פער בין שווי נכסי החברה כפי שנלקח בחישוב הנוכחי לבין מחיר עסקאות עתידיות בנכסים, בתנאי שוק שונים ובתנאי משא ומתן שונים. במידה בה נעריך כי שווי נכסי החברה גבוה מהשווי שנלקח לצורך קביעת הדירוג הנוכחי (אשר כאמור מבוסס על תסריט רגישות למחירי השוק הנוכחיים של נכסי החברה הסחירים) אנו עשויים להעריך שיעור הפסד נמוך יותר ולהעלות את הדירוג בהתאם להערכה זו.

נדגיש עוד כי הדירוג בשלב זה אינו מגלם הצעה ספציפית כלשהי לארגון מחדש של התחייבויות החברה, מכיוון שאין בידינו מידע על הצעה שכזו.

אנו מותירים את הדירוג תחת בחינה עם השלכות לא וודאיות ואנו נסיף לעקוב אחר ההתפתחויות בחברה ולבחון את הצורך בעדכון הערכת ההפסד.

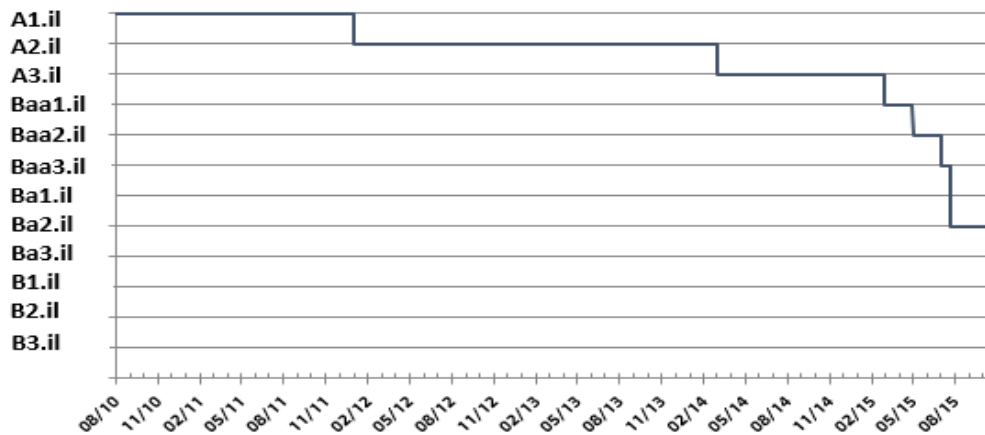
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- מימוש נכסים שגוזר שווי גבוה לנכסי החברה מזה שהוערך על ידינו
- הערכתנו לשיפור מהותי במצבה העסקי של מנה ו/או בשווייה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- כניסה של מנה לפירוק במתווה זה או אחר, בטווח הזמן הקצר
- הרעה משמעותית בשווי נכסי החברה
- תוכנית ארגון מחדש של חוב שיש בה לשנות את שיעור ההפסד המוערך למחזיקי האג"ח
- העמדה לפירעון מידי של התחייבויות מצד מממנים



אודות החברה

אלון רבוע כחול הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו יורק. פעילות רבוע כחול מתבצעת 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 71.17%), הפועלת בתחום שיווק ומכירת דלקים בישראל; רבוע נדל"ן (53.92%), המחזיקה בנכסי נדל"ן, אשר מרביתם מושכרים כיום לפעילות הקמעונאות. כמו כן, לחברה החזקה של 36.75% בחברת דיינרס. החברה מוחזקת בשיעור של כ-72.7% על ידי אלון חברת הדלק לישראל בע"מ, שהינה חברת אחזקות פרטית והינה בעלות השקעות ביילסול בע"מ (שהינה חברה פרטית בשליטת שרגא בירן והחזקה של דוד ויסמן) וארגוני הקניות של הקיבוצים. יו"ר הדירקטוריון הינו מר אביגדור קפלן ומנכ"ל החברה הינו מר ישראל יניב.

דוחות קשורים

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - מעקב, יולי 2015](#)

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - מעקב, יולי 2015](#)

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - מעקב, מאי 2015](#)

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - מעקב, מרץ 2015](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 28.10.2015

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 בציד, 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 הונית - 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.

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבינד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום², בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

² להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© 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 או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 סיכוני 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 סיכוני 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 בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנבקע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, 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 מציידים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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 שהחוק לא 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 נכון למועד עריכתו, והוא 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.