



# אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | יולי 2015

## אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@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

Credit review	Baa3	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-Baa2 ל-Baa3 והותרת הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות.

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 31.03.2015, במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ג'	1121334	אוק-10	2.50%	מדד	359.0	2022-2015

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הורדת הדירוג הינה בשל הערכתנו כי חלה פגיעה ברמת הנזילות של החברה וברמת הגמישות הפיננסית שלה, נוכח ההתפתחויות השליליות בקשר עם החברה הבת (100%) מנה קמעונאות בע"מ ("מגה"). הפנייה של מגה ביום 29.6.2015 לבית משפט בבקשה להסדר נושים, אשר נועדה להקנות לחברה הבת הקלה תזרימית ומרווח זמן לשיקום הפעילות ברקע תוכנית הבראה מקיפה, גוזרת להערכתנו עלייה נוספת ברמת סיכון האשראי של רבוע כחול.

כפי שציינו במועד המעקב האחרון, החברה העמידה למגה "מכתב נוחות" בהיקף של עד 240 מיליון ₪ שנועדו לדברי החברה לתמוך בצרכי הון חוזר נקודתיים של מגה וכן לצורך מימון פעילות מגה. מקורות המימון לתמיכה זו צפויים היו לנבוע ממימוש מניות ואפשרות של הנפקת זכויות לבעלי המניות של רבוע כחול. במקביל הכריזה החברה על כניסה למהלך הבראה מקיף במגה. כעת להערכתנו, פניית מגה למהלך של הסדר נושים וחוסר הוודאות לגבי מידת ההצלחה של מהלך ההסדר, מעלים איום משמעותי יותר על נזילות החברה ועל גמישותה הפיננסית ברקע ערבויות בהיקף משמעותי של כ-470 מיליון ₪ שהעמידה רבוע כחול לבנקים ולספקי ביטוח אשראי של מגה. בנוסף, אנו מעריכים שחלה פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה נוכח מצבה של החברה הבת, אשר צפוי להקשות על החברה למחזר התחייבויות ולקבל מסגרות אשראי חדשות בטווח הקרוב. עם זאת לחברה נותרה גמישות פיננסית לא מבוטלת בצד מניות סחירות של אחזקותיה, ואשר אינן משועבדות ברובן הגדול, ואנו מעריכים כי החברה תפנה לנצל גמישות זו בטווח הקרוב.

הדירוג הנוכחי אינו מביא בחשבון את הגעתה של מגה לכדי מצב של פירוק (בשונה ממתווה של הסדר נושים תחת חסות בית משפט, אותו מבקשת החברה), מצב שאינו בלתי סביר, אולם צפוי להתברר תוך תקופה קצרה ביותר (אסיפת הנושים מתוכננת להתקיים ב-12.7.2015). עדיין, בשונה מהעבר אז הנחנו כי תוכנית הבראה וכוונות התמיכה של אלון רבוע עשויות לשפר במידת מה את מצבה של מגה בטווח הנראה לעין, כעת, נוכח האיום על המשך פעילותה של מגה, אנו מקנים דגש בעיקר לנזילות ולגמישות הפיננסית העומדות לרובע כחול.

נזילות החברה לארבעת הרבעונים הקרובים מוערכת על ידינו כחלשה בהתחשב גם בשחיקה בגמישות הפיננסית של החברה כאמור לעיל. מקורות המימון השוטפים של החברה לארבעת הרבעונים הקרובים נאמדים על ידינו בכ-330 מיליון ₪ וכוללים את יתרת המזומן סולו ליום 30.6.2015 הנאמדת על ידינו בכ-80 מיליון ₪, דיבידנד שוטף מחברות בנות הנאמד בכ-25 מיליון ₪ והנפקת זכויות עליה דיווחה החברה בהיקף 150 מיליון ₪, כאשר חלקה של בעלת השליטה הוא כ-110 מיליון ₪. מקור מימון נוסף צפוי לנבוע ממימושים של מניות רבוע נדל"ן - אנו מניחים תזרים של כ-120 מיליון ₪ ממקור זה המשקף ירידה לשיעור החזקה של כ-51% (שיעור האחזקה נכון למועד דו"ח זה עומד על כ-61.3%) בגילום תסריט רגישות על מחיר המניה. מנגד, היקף השימושים השוטפים (סולו) בארבעת הרבעונים הקרובים נאמדים על ידינו בכ-150-260 מיליון ₪ וזאת בתסריט של המשך פעילות מגה, וכוללים פירעון שוטף של חלויות חוב וריבית בהיקף של כ-150 מיליון ₪, הזרמה למגה בהיקף 100-150 מיליון ₪, והוצאות שוטפות בהיקף של 15 מיליון ₪ לערך. בהנחות אלו וללא

הנחת מימושים נוספים של אחזקות, יתרת המזומנים צפויה להיות נמוכה עד אפסית בתום ארבעה רבעונים, וזאת כנגד שימושים מינימליים של כ- 120 מיליון ₪ בשנה הבאה אחריה (מבלי להביא בחשבון תמיכה נוספת במגה).

אנו מעריכים את רמת המינוף של החברה כגבוהה מאוד בטווח של 85%-100%, בהתאם לתרחישים שונים שערכנו, על בסיס שווי אחזקותיה ויתרת החוב סולו (כ- 700 מיליון ₪ ליום 30.6.2015 לפי נתוני החברה<sup>1</sup>), תוך שאנו מוסיפים את סכום הערבויות למצבת התחייבויות החברה וזאת בהנחה כי מגה עלולה, בהסתברות כלשהי, לגלוש למצב של פירוק, אשר יציב את איום הערבויות כממשי יותר. נציין עוד כי מנתוני החברה עולה כי הורדת הדירוג עלולה להוות עילה להעמדה לפירעון מידי של התחייבויות מסוימות.

כאמור, הדירוג הנוכחי אינו מניח הגעה לפירוק של מגה בטווח הקצר, מצב שצפוי להתברר במהרה ואם יקרה עלול להוביל למצוקת נזילות חמורה יותר ומכאן להורדה משמעותית בדירוג. הותרת הדירוג ברשימת מעקב עם השלכות שליליות נועדה לבחון את ההתפתחויות בהסדר הנושים של מגה (לגבי נקבע דיון ל 12.7.2014) ואת מידת ההשלכות שיש לכך על הנזילות והגמישות הפיננסית של רבוע כחול.

### אופק הדירוג

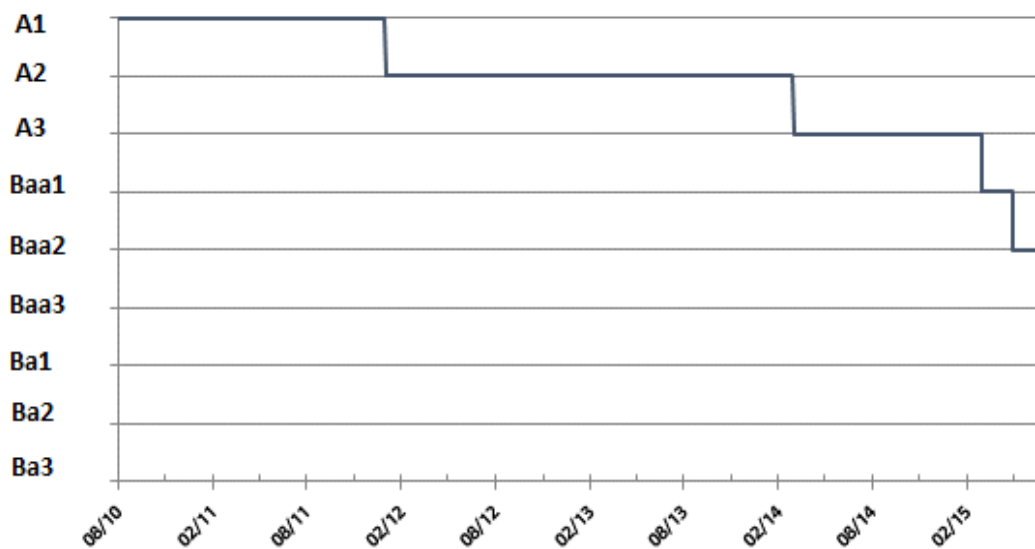
#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג :

- הזרמת הון לחברה בהיקף משמעותי שיוביל להקטנה משמעותית ברמת המינוף ו/או הקטנת החשיפה למגה באמצעות מכירת הפעילות או חלק ממנה

#### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- כניסה של מגה לפירוק במתווה זה או אחר, בטווח הזמן הקצר
- שחיקה נוספת בנזילות, לרבות העמדה לפירעון מידי של התחייבויות מצד מממנים

### היסטוריית דירוג



<sup>1</sup> נתון החוב לעיל כולל נוסף לאג"ח והלוואות בנקאיות של החברה, גם הלוואות שהחברה ערבה להן עבור חברות בנות (שאינן מגה) בהיקף של כ- 30 מ' ₪ וכן חו"ז שוטף מול החברה הבת רבוע נדל"ן בסכום של 50 מיליון ש"ח.

## אודות החברה

אלון רבוע כחול הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו יורק. 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"ל והינה בבעלות השקעות ביילסול בע"מ (שהינה חברה פרטית בשליטת שרגא בירן והחזקה של דוד ויסמן) וארגוני הקניות של הקיבוצים. 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 (61.19%), המחזיקה בנכסי נדל"ן, אשר מרביתם מושכרים כיום לפעילות הקמעונאות. כמו כן, לחברה החזקה של 36.75% בחברת דיינרס. יו"ר הדירקטוריון הינו מר עמית בן יצחק ומנכ"ל החברה הינו מר אביגדור קפלן.

## דוחות קשורים

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

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

[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: 07.07.2015

## 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 בציד, 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, מהאיכות 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 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.

© 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 ולסיכונים 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 סיכונים 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 סיכונים 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 תייחסות 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 מצדדים 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.