



אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ

פעולת דירוג | ינואר 2012

1

מחברת:

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

אנשי קשר:

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות החוב (סדרות א' ו-ג') שהנפיקה אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ ("רבוע כחול" או "החברה"), מדירוג A1 לדירוג A2 תוך הצבת אופק דירוג יציב. כמו כן, מידרוג מעניקה דירוג A2 באופק דירוג יציב לאגרות חוב בסך של עד 200 מיליון ש"ח ערך נקוב ששוקלת החברה להנפיק, באמצעות הרחבת סדרה ג' או בדרך של הנפקת סדרה חדשה במח"מ של עד כ-6.0 שנים. תמורת הנפקת אגרות החוב מיועדת למימון הפעילות השוטפת.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 24.01.2012. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה תנאי	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2011 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	לא סחיר	08/2003	5.9%	מדד	239	2012-2014
ג'	1121334	10/2010	2.5%	מדד	*103	2011-2022

* בחודש נובמבר 2011 פרעה החברה תשלום של כ-8.6 מיליון ₪ קרן אג"ח ג'.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מהחלשות התוצאות התפעוליות של החברה במגזר הסופרמרקטים והלא-מזון במהלך שנת 2011, אשר מונעת מהחברה לעמוד במידה מספקת ביחסים הפיננסיים הנדרשים לדירוג הקודם. היחלשות זו מוסברת, להערכת מידרוג, באתגרים משמעותיים בסביבה העסקית במהלך שנת 2011. יש לציין כי מגזר שיווק הדלקים הציג יציבות בתוצאות ברבעונים החולפים, אולם הוא חשוף לאיום של הורדה פרמנטית במרווח השיווק. השחיקה בתוצאות מגזר הסופרמרקטים, אשר קיבלה ביטוי חד ברבעון שלישי 2011, הינה נוכח תחרות חזקה בענף והשלכות המחאה החברתית, שהתבטאה, בין השאר, בהורדת מחירים והעמקת מבצעים. השפעה חריפה ניכרה גם בתוצאותיהן של יתר החברות בענף לרבעון השלישי. ואולם, גם בנטרול תוצאות רבעון שלישי 2011, מציגה החברה שחיקה בתוצאות בהשוואה לתחזיות שלנו.

בטווח הבינוני, אנו צופים שיפור בתוצאות הכספיות של מגזר הסופרמרקטים והנן-פוד, בהשוואה לשנת 2011, הן על רקע שיפור בתנאי השוק והן על רקע צעדי התייעלות, בהם נוקטת החברה. יחד עם זאת, השיפור שאנו צופים בטווח אופק הדירוג עדיין אינו במידה המציבה את החברה ברמת היחסים הנדרשת לדירוג הקודם. בנוסף, במגזר שיווק הדלקים קיימת אי-ודאות, נוכח השלכות אפשריות של קיבוע מרווח השיווק הנמוך. הקבוצה מוטת השקעות וצמיחה, גורם התורם לגיונה העסקי, אולם מתבטא ברמת מינוף גבוהה, אשר אף צפויה לעלות בטווח הבינוני, בעקבות המשיך פיתוח פרויקט השוק הסיטונאי בזרוע הנדל"ן, דרך ריבוע כחול נדל"ן¹.

הדירוג נתמך בעוצמתה של החברה כקבוצה הקמעונאית הגדולה בישראל, המחזיקה כ-700 נקודות מכירה ברחבי הארץ (חלקן בזכיינות), ומתפרסת על פני שלושה תחומי פעילות משיקים: מזון, נון-פוד ושיווק דלקים. לחברה מיצוב עסקי גבוה בתחום קמעונאות המזון בישראל, כפי שמתבטא בנתח שוק גבוה דומיננטי, הנשען על מספר מותגים חזקים, פריסה גיאוגרפית רחבה וחדשנות עסקית ושיווקית. מעמדה של הקבוצה בתחום החנויות השכונתיות במרכזי הערים

¹ התחייבויות שהנפיקה רבוע כחול נדל"ן בע"מ מדורגות על ידי מידרוג בדירוג A1 באופק שלילי

"מגה בעיר" ו-"AM-PM" מקנה לה יתרונות יחסיים אל מול המתחרים, בזכות מיקומים מרכזיים ומסורת ניהולית טובה בתחום זה. עם זאת, הדירוג אינו משקף עדיין את מיצוי הסינרגיה בעקבות המיזוג. מידרוג מציינת לטובה מהלכים שנעשו ברמת הקבוצה: שיעור המכירות במסגרת פרויקט השוק הסיטונאי נכון למועד דוח זה עולה על 60% ומוערך ע"י מידרוג כטוב ביחס לסטטוס ההקמה של הפרויקט, הנמצא בשלבי המוקדמים. כן חתמה החברה על הסכם לרכישת 49% ממניות דיינרס במהלך רבעון שני 2011 המגדילה את יתרונה היחסי של החברה בתחום מועדון הלקוחות. רמת הנזילות של החברה בולטת לחיוב ומסתמכת בעיקרה על יתרות מזומנים, פריסה נוחה של לוח הסילוקין ויכולת טובה בייצור מזומנים מפעילות לאורך השנים. כמו כן, לחברה יתרת כרטיסי אשראי בסכומים מהותיים לתאריך המאזן אשר נפרעת במהלך החודש ולכן אינה מקבלת ביטוי בנתונים המאזניים. מידרוג רואה מאפיין זה כתורם לגמישות הפיננסית. לצד זאת, התזרים החופשי של החברה הינו שלילי במרבית התקופות (למעט תשעת החודשים הראשונים שהסתיימו בספטמבר 2011) עקב השקעות והיא נדרשת למחזור התחייבויות שוטף. ענפי הפעילות של החברה - קמעונאות המזון ושיווק הדלקים, מאופיינים שניהם בסיכון עסקי בינוני. ענף קמעונאות המזון מאופיין בתחרות גבוהה, חסמי כניסה בינוניים ונאמנות לקוחות נמוכה יחסית. רמת התחרות בענף עלתה בשנים האחרונות והיא מתמקדת, במידה רבה, בחנויות ה-HD. בנוסף, המחאה החברתית הגבירה את המודעות הצרכנית למחיר. ענף שיווק הדלקים מאופיין ברגולציה גבוהה, תחרות על מרווחים ועל תחנות דלק ורווחיות שנשחקת לאורך השנים האחרונות. בטווח הקצר, צפויה הכרעת בג"צ בעניין הפחתת מרווח השיווק. להכרעה זו, יחד עם הצעדים הממתנים שיהיה בידי החברות לנקוט - השלכות ניכרות על הענף, ועל סיכון האשראי של החברות בענף. החברה מאופיינת ברמת מינוף גבוהה יחסית, הנובעת בחלקה מהשקעות הוניות ומחלוקת דיבידנד מיוחד בשנת 2010, במקביל לרכישת האחזקות בדור אלון. מידרוג מצפה כי החברה לאורך השנים תשמור על חלוקת דיבידנד שאינה עולה על 50% מהרווח הנקי.

אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל (מאוחד), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪ *

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	1-9/2010	1-9/2011	
ללא איחוד חברת דור אלון			כולל איחוד דור אלון החל מחודש אוקטובר	ללא איחוד חברת דור אלון	כולל איחוד חברת דור אלון	
6,982	7,429	7,349	8,501	5,520	9,443	הכנסות
1,852	2,059	2,058	2,311	1,573	2,226	רווח גולמי
289	265	241	241	191	270	רווח תפעולי
176	132	98	63	61	150	רווח נקי
26.5%	27.7%	28.0%	27.2%	28.5%	23.6%	% רווח גולמי
4.1%	3.6%	3.3%	2.8%	3.5%	2.9%	% רווח תפעולי
430	419	406	448	329	473	EBITDA
386	273	305	276	221	277	FFO
210	311	234	248	152	273	CAPEX
280	150	-	875	75	-	דיבידנדים ששולמו
4,072	4,445	5,165	8,764	5,595	9,509	סך נכסים במאזן
359	282	825	534	710	491	נכסים פיננסיים נזילים
1,432	1,694	2,341	4,671	2,485	4,832	חוב פיננסי
1,073	1,412	1,516	4,137	1,775	4,341	חוב פיננסי נטו
1,248	1,096	1,226	1,582	1,209	1,702	הון עצמי
29.6%	24.7%	23.7%	18.0%	21.6%	17.9%	הון עצמי / סך מאזן
53.0%	60.4%	65.4%	74.1%	67.0%	73.6%	חוב פיננסי / CAP

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

אלון החזקות ברבע כחול נתונים לפי מגזרי פעילות עיקריים, במיליוני ש"ח:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	1-9/2010	1-9/2011	
					הכנסות:
6,967	6,863	6,894	5,155	5,076	סופרמרקטים
442	464	439	347	343	לא מזון
NR	NR	1,145	NR	4,002	מתחמי תדלוק ומסחר *
20	22	25	18	22	נדל"ן
					תוצאות המגזר:
246	191	233	184	150	סופרמרקטים **
29	23	(20)	8	(13)	לא מזון
NR	NR	39	NR	156	מתחמי תדלוק ומסחר *
26	33	28	24	39	נדל"ן
					נתונים נוספים:
194	203	206	205	211	מספר סניפי סופרמרקטים בסוף תקופה
178	183	188	187	193	מספר תחנות תדלוק ומסחר בסוף תקופה
n/a	n/a	177	n/a	195	מספר חנויות נוחות וחנויות AM-PM בסוף תקופה

* נתונים למגזר מתחמי תדלוק ומסחר החל מאוקטובר 2010, מועד איחוד חברת דור אלון. נתונים לשנת 2010, כוללים איחוד מגזר זה לשלושה חודשים בלבד.

** תוצאות מגזר הסופרמרקטים לא כוללות הוצאה בגין תשלום דמי השכירות לחברה הבת רבע נדל"ן שמתקזזות באיחוד מול הכנסות רבע נדל"ן.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מיצוב עסקי חזק בענף בדגש על פריסה ארצית רחבה וגיוון עסקי

לחברה פעילות הנפרסת על פני מספר מגזרי ליבה המאופיינים במיצוב עסקי גבוה, גיוון עסקי, נתחי שוק מובילים, מותגים חזקים, פריסה ארצית רחבה, ותק ומוניטין. סך היקף נקודות המכירה של הקבוצה מסתכם במעל ל- 700. במגזר הסופרמרקטים, החברה הינה קמעונאית המזון השנייה בגודלה בישראל. לרבע כחול כ- 211 סניפים בפריסה ארצית ליום 30.9.2011 תחת הרשתות "מגה" "מגה בול", "מגה בעיר", "זול בשפע" ו-"עדן טבע". לחברה נוכחות גבוהה במרכזי הערים. החברה חותרת להעמיק את פעילותה בתחום חנויות הנוחות בעיר, תחום בו היא ממוצבת גבוה ובעלת יתרון יחסיים לעומת המתחרים. לרשת מגה מועדון לקוחות, המונה למעלה ממיליון חברים ומותג פרטי במגמת צמיחה. החברה מאופיינת בחדשנות עסקית ומנועי צמיחה כדוגמת מגה באינטרנט ורשת עדן טבע מרקט, אשר צפויה לתרום באופן חיובי לצמיחת ההכנסות והרווחיות בטווח הזמן הקצר. מגזר תחנות התדלוק והמסחר, דרך האחזקה בחברת הבת דור אלון, מאופיין בנתח שוק משמעותי, פריסה ארצית ומיתוג חזק ופועלת באמצעות כ-193 מתחמי תדלוק ומסחר ציבוריים בפריסה ארצית וכן עוסקת בקמעונאות מזון באמצעות כ-126 חנויות נוחות בתחנות הדלק במותג "אלונית" וכ-45 חנויות במותג AM:PM. מיצובה העסקי והפיננסי של דור אלון הינו טוב, כפי שמשקף מדירוג האשראי שלה (A2 - ברשימת מעקב).

סיכון ענפי מתון שהתעצם במהלך שנת 2011

ענף קמעונאות המזון מאופיין בסיכון עסקי מתון וברמת ביקושים יציבה יחסית ויכולת טובה לחיזוי תזרימי המזומנים. הרווחיות בענף יציבה יחסית לאורך זמן. הענף מאופיין בפיזור עסקי רחב בצד הלקוחות, הסניפים והמוצרים בצורכי הון חוזר נמוכים וברמת צמיחה מתונה התואמת את קצב צמיחת התמ"ג. בד בבד, שולי הרווחיות של החברות בענף הינם נמוכים בהשוואה לרווחיות התפעולית בענפים אחרים במשק. חסמי הכניסה בענף אינם גבוהים: השנתיים האחרונות

אופיינו בגידול חד בהיקף שטחי המסחר בענף, לרבות מצד שחקנים חדשים, בעיקר בתחום חנויות הדיסקאונט, מגמה שצפויה להימשך ולהכביד על התחרות והרווחיות, בייחוד בהתחשב בנאמנות הלקוחות הנמוכה.

בשלהי חודש יוני 2011, פרצה בישראל מחאה חברתית אשר התבטאה בעלייה במודעות הצרכנים למחירי המכירה, תוך הורדות מחירים לצרכן והעמקת מבצעים. כל אלו הובילו לשחיקה בשיעור הרווחיות של כלל החברות בענף. ביום 27.11.11 הוגשו מסקנות הביניים של הצוות הבין משרדי לבהינתן רמת התחרותיות והמחירים בתחום מוצרי הצריכה ("ועדת קדמי"). המלצות ועדת קדמי, ככל שיאומצו, עשויות להצטרף את צעדיהן של הרשתות הגדולות ולהחיל פיקוח על פרקטיקת המסחר שלהן מול ספקים ומפיצים. כן המליץ הצוות להגביל את צמיחתם של קמעונאי המזון שנתח השוק שלהם הגיע ל-25%. המלצות ועדת קדמי ו-ועדת טרכטנברג מהוות גורמי אי ודאות ובעלות השפעה לטווח הבינוני והארוך.

ענף שיווק הדלקים, המהווה את עיקר הפעילות של דור אלון, מאופיין אף הוא בסיכון עסקי מתון יחסית נוכח חסימי כניסה גבוהים ומאפייני ביקוש חזקים, אך הוא מושפע לשלילה מתחרות גבוהה, רגולציה ורווחיות מתונה. בחודש ספטמבר 2011 פרסם משרד התשתיות צו פיקוח, המורה על הורדת מרווח השיווק. בעקבות זאת עתרו חברות שיווק הדלקים לבג"צ כנגד החלטה זו. ההחלטה על גובה מרווח השיווק תוכרע בטווח הזמן הקרוב, ועלולה לפגוע בתוצאות החברות בענף.

חולשה מתמשכת במגזר הסופרמרקטים

מגזר הסופרמרקטים הינו מחולל הרווח העיקרי בחברה ומהווה כ-55% מהתרומה לרווח התפעולי המאוחד. היקף ההכנסות במגזר הסופרמרקטים לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011 הסתכם לסך של כ-5,076 מיליון ש"ח לעומת סך של כ-5,155 בתקופה המקבילה אשתקד - ירידה של כ-1.5%. סך הפדיון למ"ר בתקופה האמורה הסתכם בכ-18.26 אלף ש"ח לעומת כ-18.78 אלף ש"ח לתקופה המקבילה אשתקד. החברה רושמת פדיון למ"ר נמוך ביחס לענף. לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011, החברה רשמה קיטון במכירות חנויות זהות של כ-1.2%, תוך תנודתיות גבוהה לאורך הרבעונים (נרשמה עלייה של 1.7% במחצית ראשונה 2011, מול התקופה המקבילה וירידה של 6.7% ברבעון שלישי 2011, מול הרבעון המקביל) וכן רשמה קיטון בתרומת סניפים שאינם זהים (8 פתיחות בניכוי 4 סגירות במהלך 12 החודשים האחרונים). החולשה במכירות חנויות זהות ברבעון השלישי הושפעה במידה רבה מהמבצעים שבאו בעקבות המחאה החברתית, והיא אפיינה את כל הענף, אם כי לא באותה עוצמה. לאורך השנים, החברה רושמת קצב צמיחת חנויות זהות נמוך מהשחקניות האחרות בענף.

תוצאות מגזר הסופרמרקטים לתשעה החודשים הראשונים לשנת 2011 הסתכמו לסך של כ-150 מיליון ש"ח לעומת סך של כ-184 מיליון ש"ח לתקופה מקבילה אשתקד - ירידה של כ-18%, שהושפעה בעיקר מהירידה החזקה ברבעון השלישי בשיעור של כ-41% מול הרבעון המקביל (במחצית השנייה לבדה נרשמה ירידה בשיעור של 8% בהשוואה לתקופה המקבילה). הקיטון ברווח התפעולי נבע מהחרפת התחרות בין חברות קמעונאיות המזון ובעיקר שחקניות ה-HD וכן מעלייה בהוצאות השכר, בעיקר בשל עדכון שכר המינימום ותוספת הויקור במגזר הציבורי. עלייה זו קוזזה בחלקה על ידי קיטון בהוצאות הפרסום בין התקופות. השחיקה בתוצאות קיבלה את הביטוי העיקרי בתוצאות רבעון שלישי 2011. להערכת מידרוג, מבנה ההוצאות התפעוליות של החברה מהווה משקולת במיוחד בעיתות של התחזקות התחרות בענף. בנוסף, להערכתנו, לחברה אתגרים ניהוליים בתת-הרשת מגה בול, המתמחה בתחום ה-HD שהיוותה עבור החברה יעד אסטרטגי מאז שנת 2009.

להערכת החברה, במהלך שנת 2012 צפוי מגזר הסופרמרקטים להציג שיפור בתוצאות התפעוליות, בעיקר עם עליית מחירי המכירה, מהלכי התייעלות תפעולית ופתיחת סניפים חדשים, בדגש על סניפי "מגה בעיר", המאופיינים ברווחיות גבוהה יותר, וזאת כחלק מהאסטרטגיה לבסס תמהיל מאוזן בין רשת הנוחות לבין רשת הדיסקאונט. יש לציין כי ליום 30.9.2011 פוטנציאל הסינרגיה בין דור אלון לרבעו כחול עדיין לא הושג ולא קיבל ביטוי בתוצאות הפעילות במאוחד.

תוצאות מגזר ה-"non food" הסתכמו להפסד של כ-13 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011, לעומת רווח של כ-8 מיליון ₪ בתקופה מקבילה אשתקד. הסיבה לפגיעה בתוצאות נובעת בעיקרה מירידה במכירות לזכיינים, בעיקר בתחום המוצרים לבית, וכן מהוצאות והשלכות עקיפות של המעבר למרלו"ג החדש והוצאות איחוד מטה. יש לציין כי החברה פועלת במספר דרכים לשיפור התוצאות במגזר זה.

מינוף גבוה יחסית, יחסי כיסוי המצויים בשחיקה, צפי לשיפור ברבעונים הקרובים

החוב הפיננסי המאוחד ליום 30.09.2011 הסתכם בסך של כ-4,832 מיליון ש"ח, בהשוואה לסך של כ-4,671 מיליון ש"ח לסוף שנת 2010. כ-1.74 מיליארד ₪ מתוך יתרת החוב המאוחד ליום 30.9.2011 נרשם במאזניה של רבע נדל"ן. וכ-1.78 מיליארד ₪ נוספים נרשם במאזן דור אלון. יתר החוב מממן את פעילות הקמעונאות וה-"non food" וכן יתרת חוב סולו אשר שימשה בעיקר למימון דיבידנד מיוחד. העלייה בחוב בין התקופות נובעת ברובה מצורכי הון חוזר של מגזר מתחמי התדלוק והמסחר, המושפע ממחירי הדלקים וכן מהשקעה ברכוש קבוע. במהלך שנת 2010 נרשמה עליית מדרגה בחוב הפיננסי המאוחד, נוכח איחוד לראשונה של דור-אלון, חלוקת דיבידנד מיוחד בסך של כ-800 מיליון ₪ והשקעה ברכוש קבוע בסך של כ-248 מיליון ₪, הכוללת השקעה בסניפים והרחבת רשת עדן והרחבת זרוע ה-"non food". גידול בחוב באותה תקופה נרשם גם במאזניה של רבע כחול נדל"ן. יחס החוב הפיננסי ל-CAP במאזן המאוחד עמד על כ-73.6% ליום 30.09.2011 (כ-74.1% ליום 31.12.2010).

היחלשות התוצאות הכספיות, לצד הגדלת החוב על-ידי חברות בקבוצה, הובילו לפגיעה ביחסי הכיסוי המותאם של החברה והחלישו את איתנותה הפיננסית. יחס כיסוי חוב הפיננסי נטו מותאם ל-EBITDAR עלה מ-5.6x, במועד הדירוג הראשוני, ל-6.3x, ליום 30.09.2011. יחס כיסוי חוב הפיננסי נטו המתואם ל-FFOR עלה מ-9.1x ל-10.7x. אנו צופים שיפור מסוים ביחסי הכיסוי בטווח של 4 רבעונים, נוכח צפי לשיפור ברווח התפעולי. מידרוג מצפה כי החברה לא תחרוג לאורך זמן מיחס כיסוי חוב נטו ל-EBITDAR של כ-7.0.

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

נזילות טובה, הנסמכת בעיקרה על יתרות מזומנים, תזרימים חזקים מפעילות שוטפת ונגישות טובה למקורות מימון

הקבוצה (נתוני הקבוצה להלן מתייחסים לחברה במאוחד) הציגה תזרים מזומנים מפעילות שוטפת של כ-332 מיליון ₪ לתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2011. לקבוצה יכולת גבוהה בייצור מזומנים מפעילות לאורך השנים. הקבוצה מציגה תזרים מפעילות (FFO), אשר הסתכם בכ-276 מיליון ש"ח לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 ובכ-277 מיליון ש"ח בכל שנת 2010. הקבוצה הציגה תזרים מזומנים חופשי (FCF) של כ-58 מיליון ש"ח בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011 ותזרים מזומנים חופשי שלילי בשנת 2010. התזרים החופשי השלילי הושפע מהשקעות גבוהות ברכוש קבוע, הכוללות השקעה בהרחבת זרוע הנון פוד, השקעה בסניפים והרחבת רשת עדן. כמו כן התזרים החופשי כלל דיבידנד מיוחד חד פעמי בסך של כ-800 מיליון ₪ כנגד קבלת מניות של החברה האם בדור אלון. להערכת מידרוג, רמת ההשקעות בקבוצה תיוותר גבוהה בטווח אופק הדירוג.

רמת הנזילות של הקבוצה הינה טובה ביחס לצורכי שירות החוב והיא נשענת על יכולת ייצור מזומן מפעילות, יתרות מזומנים וכן על יתרה גבוהה של כרטיסי אשראי. היתרות הנזילות בקבוצה מסתכמות לסך של כ-490 מיליון ₪ ליום 30.09.2011. כ-50% מסך היתרות הנזילות מצויות בחברת הבת דור אלון. צרכי פירעון קרן החוב לז"א של הקבוצה



במאוחד בשנים 2012 ו-2013 מסתכמים בכ-513 מיליון ש"ח וכ-691 מיליון ש"ח, בהתאמה, מכך כ-182 מיליון ש"ח וכ-459 מיליון ש"ח פירעון קרן אג"ח בכל אחת מהשנים, בהתאמה. עומס הפירעונות עולה בשנת 2013, עקב פירעון קרן אג"ח ברבוע כחול נדל"ן בסך של כ-273 מיליון ש"ח. כמו כן, לחברה יתרה משמעותית של לקוחות כרטיסי אשראי, אשר נפרעת במהלך החודש ולכן אינה מקבלת ביטוי בנתונים המאזניים לסוף החודש. מידרוג רואה מאפיין זה כתורם לגמישות הפיננסית של החברה. מרבית נכסי החברה אינם משועבדים. ליום 30.9.2011 החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות שהיא נדרשת להן. מידרוג מציינת לטובה את מערכת היחסים הארוכה והמוכחת של החברה מול המערכת הבנקאית.

אופק הדירוג

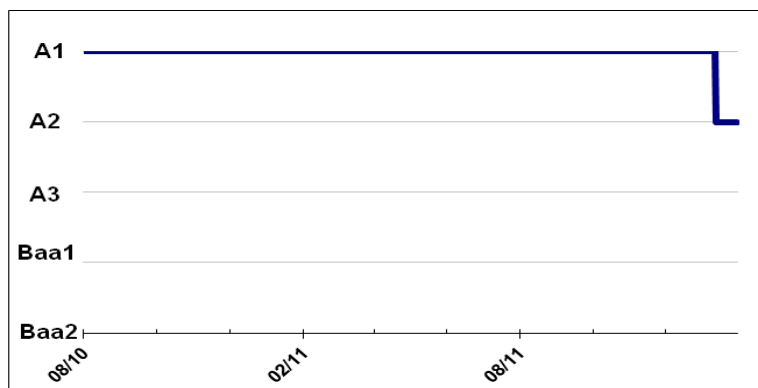
גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- ירידה ברמת המינוף ושיפור ביחסי הכיסוי
- שיפור ניכר בתזרים החופשי (FCF) לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה מתמשכת ביחס כיסוי חוב פיננסי נטו מותאם ל-EBITDAR מותאם מעל ל-7.0
- חלוקת דיבידנדים מעל 50% מהרווח הנקי
- החלשות במעמדה העסקי של החברה, כפי שמתבטא, בין השאר, בבחינת נתח שוק, מעמד תחרותי, מיצוב ועוד

היסטוריית דירוג



אודות החברה

אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ ("רבע כחול", או "החברה") הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו יורק והנה קמעונאית המזון השנייה בגודלה בישראל. החברה מוחזקת בשיעור של 77.26% על-ידי אלון חברת הדלק לישראל בע"מ ("אלון" או "החברה האם"), שהינה חברת אחזקות פרטית, הפועלת בתחום הקמעונאות והאנרגיה בישראל ובח"ל. אלון הינה בבעלות השקעות ביילסול בע"מ (53%), חברה פרטית בבעלותם המשותפת של מר דוד ויסמן ובני משפחת בירן, וארגוני הקניות השייכים לקיבוצים (47%). החל משנת 2010 מתבצעת פעילות החברה באמצעות ארבע חברות בנות עיקריות: "מגה קמעונאות" ("מגה" - שיעור אחזקה של 100%), המרכזת את פעילות קמעונאות המזון, "קבוצת בי קמעונאות בע"מ" ("קבוצת ביי" - שיעור אחזקה של 100%), המרכזת את פעילות קמעונאות הנון-פוד, **דור אלון** (שיעור אחזקה של 78.38%), הנמנית על החברות המובילות בישראל בתחום שיווק ומכירת דלקים ורבע כחול נדל"ן ("רבע נדל"ן", שיעור אחזקה של 78.26%), המחזיקה בנכסי הנדל"ן, אשר מרביתם מושכרים כיום לפעילות הקמעונאות. מנכ"ל החברה הנו מר זאב וורמברנד ויו"ר הדירקטוריון הוא מר דוד ויסמן.

דוחות קשורים

דוח דירוג קודם - דוח דירוג ראשוני, אוגוסט 2010

דוח דירוג דור אלון אנרגיה ישראל בע"מ - מעקב שנתי, יולי 2011

מתודולוגיה - "ענף קמעונאות - מתודולוגיית דירוג", אוגוסט 2010.

מתודולוגיה - "מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים", נובמבר 2010.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 24.1.2012

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 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.

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 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.

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") 2012

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.