



# אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

פעולת דירוג | יוני 2013

**מחברת:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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

## אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A2	מנפיק / אג"ח
	P-1	ניירות ערך מסחריים

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק דירוג שלילי לאגרות החוב (סדרות א' ו-ג') שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ ("רבוע כחול" או "החברה" או "הקבוצה"), ודירוג P-1 לניירות ערך מסחריים שהנפיקה החברה בסך של 120 מיליון ₪. כמו כן מידרוג מאשרת דירוג A2 באופק דירוג שלילי לאגרות חוב שתנפיק החברה, בסך של עד 120 מיליון ש"ח ערך נקוב במסגרת הרחבת סדרה ג'.

*דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 24.06.2013. 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 31.03.13 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	לא סחיר	אוג-03	5.90%	מדד	159.0	2013-2014
ג'	1121334	אוק-10	2.50%	מדד	130.0	2013-2022

### שיקולים עיקריים לדירוג

בחודש מאי 2013, שינתה מידרוג את אופק דירוג אגרות החוב של החברה מיציב לשלילי. שינוי האופק נבע משחיקה במעמדה התחרותי של רשת מגה, אשר מקבלת ביטוי בפרמטרים מרכזיים כגון פדיון למ"ר, צמיחת מכירות חנויות זהות (SSS) ורווחיות תפעולית. תוצאות החברה לרבעון ראשון 2013 הצביעו על יציבות במכירות מגזר הסופרמרקטים לעומת התקופה המקבילה אשתקד, וזאת חרף סגירה של 10 סניפים הפסדיים בין התקופות. בתוך כך, נרשמה צמיחה חיובית במכירות חנויות זהות בשיעור של כ-2.1% למול התקופה המקבילה אשתקד. הצמיחה בחנויות זהות נבעה כולה מרשת "מגה בול" ולוותה בשחיקה בשיעור הרווחיות הגולמית במגזר הסופרמרקטים (שיעור רווח גולמי של כ-25% ברבעון הראשון של 2013 לעומת 26.9% ברבעון הראשון של 2012), נוכח מדיניות של הגדלת נתח השוק תוך הרחבת מבצעי המחירים.

להערכתנו, החברה בדגש על מגזר הסופרמרקטים ניצבת מול אתגרים ניהוליים של הגדלת נתח השוק תוך ייעול מבנה ההוצאות, המהווים גורם קריטי לצורך שיפור משמעותי ברווחי מגזר הסופרמרקטים, וזאת על רקע סביבה עסקית תחרותית מאוד. בתוך כך, החברה מצויה בעיצומה של התווית תוכנית אסטרטגית רב שנתית, על רקע כניסתו לתפקיד של מנכ"ל מגה החדש בתחילת השנה.

ברבעון הראשון לשנת 2013 הציגה החברה שיפור ברווחיות מגזר מתחמי התדלוק והמסחר למול תקופה מקבילה. כן מגזר הנון-פוד רשם מעבר מהפסד תפעולי לשנת 2012 לרווח תפעולי לרבעון. כמו כן, במהלך הרבעון הראשון של שנת 2013, הציגה החברה גידול בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, בעיקר באמצעות מהלכים חד פעמיים אשר עיקרם הארכת ימי אשראי ספקים וירידה במלאים.

נכון ליום 31.03.13 החברה מציגה יחס כיסוי חוב נטו, מתואם ל-EBITDAR של 7.2 אשר אינו תואם את רמת הדירוג הנוכחית. להערכתנו, החברה תציג בשנת 2013 תזרים תפעולי (EBITDA) הדומה לזה של שנת 2012. מחד, סגירת סניפים מפסידים ברשת מגה בול לקראת תום שנת 2012 מקבלת ביטוי מלא בשנת 2013, מאידך צפי לשחיקה



בשיעורי הרווחיות התפעולית נוכח מדיניות מבצעים השווקת את המרווח הגולמי, כאשר יכולת התאמת הוצאות התפעול אינה בטווח הקצר. בתרחיש זה, החברה תישאר ביחסי כיסוי אשר הינם ברף התחתון של יחסים התואמים לדירוג הנוכחי.

בחודש מאי השנה, אישרה מידרוג מחדש דירוג A1 לאגרות החוב של רבוע כחול נדל"ן (חברה בת המוחזקת בשיעור של 74.7%) ושינתה את אופק הדירוג משלילי ליציב, בעיקר לאור הירידה ברמת הסיכון של פרויקט השוק הסיטונאי בעקבות התקדמות בפרויקט.

דירוג ריבוע כחול נתמך בפרופיל עסקי חזק של חברה ותיקה, נתחי שוק דומיננטיים בתחומי הליבה, מותגים חזקים, פריסה גיאוגרפית רחבה ומוניטין טוב בתחומי פעילותה. הקבוצה הינה הקמעונאית הגדולה בישראל, בעלת מחזור מכירות שנתי מאוחד של כ- 13 מיליארד ש"ח, מחזיקה מעל ל-700 נקודות מכירה ברחבי הארץ (חלקן בזכינות), ומתפרסת על פני תחומי פעילות משיקים: קמעונאות מזון, קמעונאות דלקים ופעילות נדל"ן. אופק הדירוג השלילי משקף את אי הוודאות באשר ליכולת החברה לשמר רמת רווחיות טובה יותר לאורך זמן. הדירוג עלול לרדת אם לא יחול שיפור בפרמטרים הפיננסיים של החברה בדגש על מגזר הסופרמרקטים. מידרוג תבחן את דירוג החברה גם בהתבסס על יישום התוכנית האסטרטגית החדשה.

**להרחבת שיקולי הדירוג אנו מפנים לדוח מעקב מחודש מאי 2013<sup>1</sup>**

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

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	Q1- 2012	Q1- 2013	
7,192	8,344	12,346	12,685	3,108	3,089	<b>הכנסות</b>
2,026	2,286	2,904	2,752	674	656	<b>רווח גולמי</b>
235	243	292	172	35	20	<b>רווח תפעולי</b>
98	62	84	22	2	-33	<b>רווח נקי</b>
28.2%	27.4%	23.5%	21.7%	21.7%	21.2%	<b>% רווח גולמי</b>
3.3%	2.9%	2.4%	1.4%	1.1%	0.6%	<b>% רווח תפעולי</b>
400	450	566	450	105	88	<b>EBITDA</b>
305	280	290	230	66	29	<b>FFO</b>
1.3	1.0	0.9	0.5	0.6	0.3	<b>EBIT למימון</b>
5,165	8,770	9,094	9,214	9,459	9,604	<b>סך נכסים במאזן</b>
825	534	480	683	514	882	<b>נכסים פיננסיים נזילים</b>
2,341	4,671	4,955	5,206	4,965	5,164	<b>חוב פיננסי</b>
1,516	4,137	4,474	4,523	4,451	4,282	<b>חוב פיננסי נטו</b>
1,226	1,582	1,546	1,587	1,548	1,540	<b>הון עצמי</b>
23.7%	18.0%	17.0%	17.2%	16.4%	16.0%	<b>הון עצמי / סך מאזן</b>
65.4%	74.1%	75.6%	76.3%	76.0%	76.8%	<b>חוב ל-CAP</b>

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

<sup>1</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - מגזרי פעילות עיקריים במיליוני ש"ח:**

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	Q1- 2012	Q1- 2013	
<b>הכנסות</b>						
6,863	6,895	6,724	6,553	1,626	1,628	<b>סופרמרקטים**</b>
464	482	289	321	87	107	<b>לא מזון</b>
NR	4,330	5,302	5,774	1,387	1,337	<b>מתחמי תדלוק ומסחר</b>
22	25	31	31	7	9	<b>נדל"ן</b>
<b>רווח תפעולי לפני אחרות</b>						
211	242	177	126	17	-3	<b>סופרמרקטים**</b>
23	-7	-20	-12	7	7	<b>לא מזון</b>
NR	179	174	145	29	37	<b>מתחמי תדלוק ומסחר</b>
33	-5	15	17	4	5	<b>נדל"ן</b>

\* \* מגזר הסופרמרקטים מוצג ללא הוצאות דמי השכירות לרבע כחול נדל"ן

**אופק הדירוג**

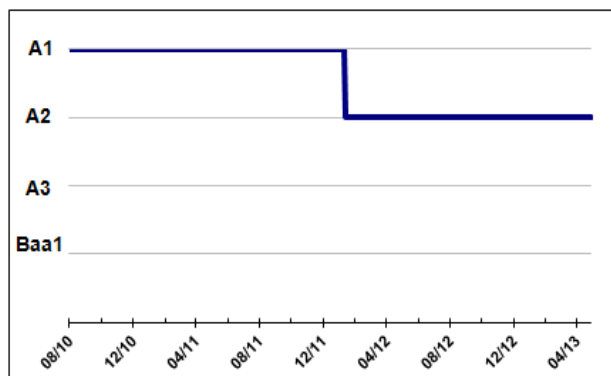
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:**

- שיפור ברווח התפעולי ובמעמד החברה בענף הקמעונאות
- ירידה מהותית ברמת המינוף

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- אי עמידה לאורך זמן ביחס כיסוי 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

**היסטוריית דירוג**



## 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 ובחול 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%)<sup>2</sup>, 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](#)

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

[ענף הקמעונאות - מתודולוגיית דירוג, דוח מיוחד, אוקטובר 2010](#)

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

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

תאריך הדוח: 24.06.2013

<sup>2</sup> 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.	<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 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 שיפוטה של מידרוג, מאיכות 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 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 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.

סמל	הגדרה
<b>Prime - 1</b>	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג <i>P-1</i> הם בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
<b>Prime - 2</b>	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג <i>P-2</i> הם בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
<b>Prime - 3</b>	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג <i>P-3</i> הם בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
<b>N - P</b>	מנפיקים אשר אינם משתייכים לאף אחת מהקטגוריות שלעיל.

#### Short-term vs. Long term Ratings

	Long Term	Short Term
Investment Grade	<i>Aaa</i>	} <b>Prime - 1</b>
	<i>Aa1</i>	
	<i>Aa2</i>	
	<i>Aa3</i>	
	<i>A1</i>	} <b>Prime - 2</b>
	<i>A2</i>	
	<i>A3</i>	
	<i>Baa1</i>	} <b>Prime - 3</b>
	<i>Baa2</i>	
<i>Baa3</i>		
Speculative Grade	<i>Ba1</i>	} <b>Not Prime</b>
	<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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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 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.