

GPM Investments, LLC

מעקב | ספטמבר 2020

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח
ראש צוות בכירה - מעריכת דירוג ראשי
liatk@midroog.co.il

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

GPM Investments, LLC

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג המנפיק ל-GPM Investments, LLC ("החברה") ומותירה על כנו את הדירוג A3.il באופק דירוג יציב.

שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת אופק הדירוג היציב נובעת מהערכת מידרוג כי האטת יחסי הכיסוי של החברה במהלך השנתיים האחרונות תשתפר באופן מהיר בהשוואה להערכותנו הקודמות וזאת בשל ההשלכות החיוביות של מגיפת הקורונה על תחום פעילות החברה, אשר קיבלו ביטוי בעיקר בצניחת מחירי הנפט, ירידה בעלויות הדלקים ועלייה כתוצאה מכך במרווח הגולמי לגלון. להערכת מידרוג השיפור הצפוי ברווחי החברה ובתזרימיה בשנת 2020 ובמידה מתונה יותר, בשנת 2021, מפצים באופן חלקי על השחיקה ברווחיות וביחסי הכיסוי שאפיינו את השנים 2018-2019 נוכח גם רכישה מואצת של אתרים חדשים. מידרוג אמנם מניח שיפור ביחסי הכיסוי בשנים 2020-2021 נוכח שיפור ברווח התפעולי ובתזרים המזומנים התפעולי EBITDA, אולם אנו מביאים בחשבון כי המרווח לגלון הנוכחי וזה הצפוי במהלך שנת 2020 גבוה מהמרווח הממוצע ההיסטורי ובתרחיש הבסיס אנו מניחים חזרה למרווח שלא יעלה על 21.0 סנט לגלון בפעילות הקמעונאית (לעומת ממוצע של כ-20.8 סנט לגלון בשנים 2016-2019). לאורך זמן, מידרוג מעריכה כי החברה תעמוד ביחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA בטווח של 6.5-7.5 וחוב פיננסי מותאם ל-FFO ביחס של 10.0-13.0, ולרוב בטווח העליון של יחסים אלו. להערכתנו יחסי הכיסוי יעמדו בטווח לעיל גם בהתחשב בעסקת Empire.

בדצמבר 2019 חתמה החברה על הסכם לרכישת פעילות Empire ("אמפייר") אשר עוסקת באספקה סיטונאית של דלקים לכ-1,500 תחנות דלק המופעלות ע"י צדדים שלישיים ובפעילות קמעונאית הכוללת כ-75 תחנות דלק וחנויות נוחות. לאמפייר פעילות ב-30 מדינות ברחבי ארה"ב, מכך 10 מדינות בהן GPM אינה פועלת כיום. מכירות אמפייר נאמדו בכ-1.1 מיליארד גלונים לשנה (נכון לדצמבר 2019) והן צפויות להכפיל את נפח המכירות השנתי של GPM לכ-2.1 מיליארד גלונים בהנבה מלאה. עיקר הגלונים הם באספקה סיטונאית ומאופיינים במרווח נמוך יחסית לפעילות קמעונאית ומבנה הוצאות שונה מזה של הפעילות הקמעונאית. במועד השלמת העסקה צפויה GPM לשלם למוכרים תשלום במזומן של כ-360 מ' דולר ובנוסף תשלום בגין המלאי ויתרות המזומנים באתרים הנרכשים במועד סגירת העסקה¹. עד כה GPM הסדירה את מלוא המימון הנדרש לעסקת אמפייר, ותמורת הבסיס תשולם בעיקרה תוך שימוש בקו אשראי בסינדיקט בנקים בהובלת בנק אמריקאי. עסקת אמפייר ממשיכה שורה של עסקאות שבוצעה GPM בשנים האחרונות, כחלק מאסטרטגיה ממוקדת ועקבית להגדיל את הפעילות באמצעות רכישות. אנו מקנים סבירות גבוהה להתממשות עסקת אמפייר בהתאם לדווחי החברה על השלמת העסקה הצפויה בתחילת הרבעון הרביעי לשנת 2020. בשלב זה אנו מניחים כי וקטור הגידול בחוב יקוזז ע"י וקטור התרומה לתזרים התפעולי (היקף גלונים גבוה של שיווק בסיטונאות) על רקע רוח גבית מצד המרווח לגלון ובצד המיצוב העסקי, עלייה בנתחי השוק העשויה להקנות ל-GPM יתרונות לגודל, הכוללים הוזלת מחירי רכש וסינרגיה תפעולית.

לחברה פרופיל עסקי חזק נוכח היקף פעילות רחב וגדל בתחום חנויות הנוחות ותחנות למכירת דלקים בארה"ב. החברה פועלת בכ-1,270 אתרים בהפעלה עצמית, מרביתם בהסכמי חכירה לטווח ארוך. היקף הפעילות והפיזור של החברה בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג, ומהווה גורם הממתן את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך זמן. פריסתה הגיאוגרפית של החברה מוערכת על ידי מידרוג

¹ חוב פיננסי מותאם כולל נוסף להתחייבויות לתאגידים בנקאיים ומממנים אחרים, הלוואות בעלים בכירות שהחברה נוטלת מעת לעת מבעלי מניותיה, הלוואות מוכר ככל שישנן וכן התחייבויות בגין חכירות תפעוליות ומימוניות לז"א וחלויות שוטפות של התחייבויות אלו. בהתאם למתודולוגיה זו החוב הפיננסי של GPM נכון ליום 30.6.2020 מסתכם בכ-1.295 מיליארד (מתוך כ-1.043 מיליארד דולר בגין חכירות).

² כמו כן צפויה GPM לתשלום נוסף בפריסה של עד 5 שנים בסכום כולל מינימלי של כ-22.5 מ' דולר ועד לתשלום של מקסימאלי של כ-65 מ' דולר, בהתאם לתנאים אשר נקבעו בהסכם.

כגורם חיובי בדירוג, בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות, וכן בהתחשב בחשיפות סיכון מקומיות כגון תנאי אקלים קיצוניים או לחילופין השפעות רגולטוריות. החברה מציגה טרק רקורד חיובי במימוש האסטרטגיה לצמיחה באמצעות רכישת מקבצי חנויות נוחות ותחנות דלק והטמעתן בפעילות הקיימת של החברה.

כפועל יוצא מסביבה תחרותית מאוד וצמיחה פנימית מתונה, רווחיות החברה לאורך השנים הקודמות הינה חלשה יחסית. במהלך השנים 2017-2019 ניתן לראות מגמה של קיטון ברווח התפעולי ומנגד גידול בהוצאות המימון נוכח הגידול בחוב. החוב הפיננסי של החברה אשר עלה בשנים האחרונות בעיקר נוכח השקעות ברכישת תחנות. שני אלו הביאו לכך שיחס רווח תפעולי להוצאות המימון נשחק לאורך השנים האחרונות והיה נמוך מ-1.0 בשנת 2019, וכן בארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.06.2020, נתון המשפיע לשלילה על הדירוג. יחס הון עצמי למאזן ליום 30.06.2020 הנו כ-8.9%, ומצביע על מינוף גבוה מאוד הנובע ממרכיב גבוה של התחייבויות בגין חכירות תפעוליות ומימוניות הקיימות לחברה לתקופות ארוכות. להערכת מידרוג, יכולת GPM להקטין את המינוף, שלא בדרך של גיוסי הון מוגבלת בשל היקף חכירות גבוה, צמיחה פנימית נמוכה יחסית והשקעות הוניות הנדרשות לשמירה על הקיים. בתרחיש הבסיס של מידרוג הונחו מספר הנחות מרכזיות וביניהן: שיפור במרווח לגלון על רקע הירידה החדה במחירי הדלקים, ירידה בהיקף הגלונים בשנה הנוכחית כפועל יוצא של השפעת משבר הקורונה, צמיחה במכירות החברה אנאורגנית על רקע עסקת אמפייר החל משנת 2021, שחיקת המרווח לגלון הממוצע של החברה בעקבות עסקת אמפייר שהינה בעלת משקל רב לתחנות בסיטונאות, המאופיינות במרווח נמוך מזה של תחום הקמעונאות, וכן גידול בחוב הפיננסי כפועל יוצא של עסקת אמפייר. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2020 ו-EBITDA 2021 ו-FFO צפויים לעמוד בטווח 200-250 מיליון דולר ו-100-150 מיליון דולר, בהתאמה. הטווח העליון לוקח בחשבון את הערכותינו לשנת 2020 על רקע רמת מרווחים גבוהה. הטווח התחתון לוקח בחשבון את הערכותנו לגבי 2021, לגבי התייצבות רמת המרווחים ובפרט השלמת עסקת אמפייר המשפיעה לשלילה על שיעור הרווחיות כפועל יוצא ממרווח נמוך יותר של הפעילות הסיטונאית בהשוואה לפעילות הקמעונאית, וכן אנו מניחים אי וודאות מסויימת לגבי הסביבה הכלכלית והשפעת המגיפה בשנה זו. אנו מניחים את תרומתה של אמפייר ל-EBITDA בכ-50 מיליון דולר לשנה, אולם היא אינה תורמת לשיפור יחסי הכיסוי על סמך הנחות החברה לגידול בחוב נוכח עסקת אמפייר.

נזילות החברה סבירה נוכח תזרים חופשי (FCF) לאחר תשלומי חכירות הצפוי להיות חיובי בטווח של 0-50 מיליון דולר לשנה ללא מיזוגים ורכישות ביחס לצורכי פירעון קרן חוב בהיקף של כ-5 מיליון דולר מדי שנה בשנים 2020-2021. גמישותה הפיננסית של החברה סבירה ביחס לדירוג ונובעת ממגוון המקורות הקיימים לחברה למימון פעילותה וביניהם מסגרות בנקאיות חתומות, מימון באמצעות Ares ויתרות מזומנים גבוהות ברמת ארנקו החברה האם.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תשמור על מעמדה העסקי ותציג יציבות בתוצאותיה התפעוליות ובפרמטרים הפיננסיים וזאת גם בהנתן סבירות גבוהה לעסקת אמפייר.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- קיטון ברמת החוב ושיפור יחסי המינוף

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה נוספת ברמת המינוף של החברה וביחס הון למאזן
- שחיקה ברווחיות החברה

GPM Investments, LLC - נתונים עיקריים, באלפי דולר

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	H1 2019	H1 2020	
1,741,304	1,946,064	2,677,476	3,599,829	3,626,748	1,773,291	1,496,040	הכנסות
27,577	28,781	30,536	28,067	50,885	22,267	70,814	רווח תפעולי לפני אחרות
11.8%	15.4%	15.4%	13.5%	7.5%	9.2%	8.9%	הון למאזן *
4.2X	5.4X	5.1X	5.7X	8.5X	7.1X	6.1X	חוב ל-EBITDA *
1.6X	1.3X	0.9X	0.9X	0.4X	0.6X	0.8X	רווח תפעולי לפני אחרות להוצאות מימון ברוטו

*החל מ-2019.1.1 נכללות השפעות תקן החכירות IFRS 16. היחסים הפיננסיים עד לשנת 2019 מוצגים בהתאם להתאמות שערכה מידרוג בגין התחייבויות חכירה על פי מתודולוגית מידרוג באותן שנים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת הפעילות

ענף אנטי מחזורי אשר גם על רקע האטה בכלכלת ארה"ב עודנו מאופיין בביקושים יציבים יחסית

ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מוערך על ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית, המושפעת לחיוב מביקושים יציבים יחסית למוצרי הדלק ובחנויות הנוחות, בהיותם מוצרים בסיסיים בעלי רגישות נמוכה למחזוריות הכלכלית. שני מוצרי העוגן העיקריים בחנויות הנוחות, דלקים וטבק, מצויים במגמת ירידה איטית/סטגנציה לאורך זמן, האחד, בשל התייעלות אנרגטית וחדירה הדרגתית של רכבים היברידיים וחשמליים והשני בשל העלייה במודעות לנזקי העישון. במענה למגמות אלו, השחקניות הגדולות בענף נוטות להרחיב את תמהיל המוצרים, בין היתר, לכיוון מוצרי נוחות, מזון טרי ומותגים פרטיים ומבצעות השקעות בפיתוח ושידרוג האתרים על מנת למשוך קונים. בענף קיימת מגמת התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות על מנת להשיג יתרונות לגודל במערך הרכש וההפצה. אנו מעריכים כי מגמות אלו בענף יימשכו גם בטווח הבינוני והארוך. התחרות בענף חנויות הנוחות בארה"ב גבוהה ונגזרת מהביזור הגבוה של השוק, מנאמנות מותג נמוכה יחסית כתוצאה מסטנדרטיזציה של המוצרים העיקריים (דלקים, טבק ומשקאות) ומרגישות המחיר של הצרכנים. חסמי הכניסה לענף אינם גבוהים יחסית וכוללים השקעות באתרים, ציוד ומלאים והסכמים עם ספקי דלק וסחורות, אך עם זאת קיימת רגולציה שעשויה להכביד על פתיחת אתרים חדשים.

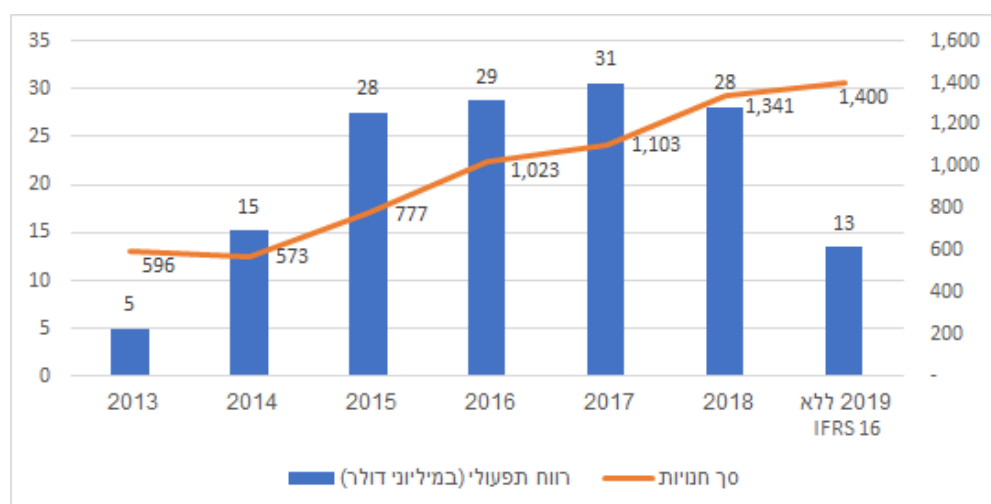
מרווח השיווק לגלון בענף שיווק הדלקים בארה"ב הנו נמוך, כאשר עיקר הרווח נובע ממכירות מוצרים ושירותים בחנויות הנוחות. מרווח שיווק הדלקים הינו פונקציה בין השאר של רמת התחרות האזורית המשפיעה על התמחור וכן של מגמת השינוי במחירי הדלקים ועוצמתה, המשפיעות על יכולת מפעילי האתרים לשפר את הרווחיות בעיקר בתקופות של תנודות חדות במחירי הדלקים. הפעילות בענף מאופיינת בדרך כלל בעונתיות חזקה, כאשר בחודשי החורף הפעילות סובלת מתנועה נמוכה ואילו חודשי הקיץ מפצים על כך. בחודש דצמבר 2019 התפרץ בסין וירוס הקורונה אשר התפשט לרחבי העולם ובמרץ 2020 הכריז ארגון הבריאות העולמי על המחלה כעל מגפה עולמית. ארה"ב השייתה מגבלות שונות בניסיון למנוע את התפשטות הנגיף ובכללן צווי סגירה לעסקים מסוימים ואיסורי התקהלויות, אולם פעילות הפעלת חנויות הנוחות ותחנות הדלק הוחרגו מהמגבלות המהותיות. כתוצאה ממגפת הקורונה, חל צמצום מהותי בביקושים לדלקים החל מהמחצית השנייה של חודש מרץ 2020. החל מחודש מאי 2020 נרשמה עלייה בהשוואה לשבועות הקודמים. המשך המגבלות אשר צפויות ללוות את השנה יחד עם הקיטון בנסועה על רקע העלייה באבטלה והתכווצות התוצר צפויים להביא לקיטון בביקוש לדלקים השנה ביחס לשנת 2019. תחום חנויות הנוחות רושם גידול בביקושים הנובע בין היתר מהסטת ביקושים מערוצי קמעונאות אחרים לתחום חנויות הנוחות. עם זאת לתחום אלטרנטיבה חלשה יותר בזירת האון ליין. נציין כי אנו מסייגים הנחות אלו לאור קיומה של אי וודאות לגבי השלכות המשבר. כחלק מהשלכות נגיף הקורונה, חלה ירידה דרמטית במחירי הנפט הגולמי מתחילת חודש מרץ 2020 ועד לסוף חודש אפריל 2020 אשר הובילה לעלייה במרווח הגולמי לחברות הפועלות בתחום ועתידה להיות בעלת השפעה חיובית על הרווחיות הגולמית ממכירת דלקים בטווח הקצר-הבינוני, בין היתר, כתוצאה מכך שעדכון המחיר לצרכן כלפי מטה נעשה באופן איטי יותר מהירידה בעלויות הרכישה. כלכלת ארה"ב הפגינה סימני חולשה החל מפרץ המגיפה ואנו מניחים

כי היא ניצבת בפני הבראה איטית נוכח אינדיקטורים כלכליים חלשים בדמות שיעור אבטלה גבוהים, ירידה בצריכה הפרטית והתכווצות התמ"ג. בטווח הזמן הבינוני וכן בהתאם למגמות ארוכות הטווח בענף, מידרוג מניחה התמתנות בביקוש לדלקים עקב התייעלות אנרגטית של רכבים והתרחבותם של רכבים חשמליים אשר תמותן מצד הצמיחה הטבעית בנסועה.

פרופיל עסקי

היקף פעילות רחב ופריסה גיאוגרפית תורמים למיצוב גבוה של החברה, המתבסס בעיקר על אסטרטגיית התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות

התפתחות נתונים עיקריים בפעילות GPM



נכון ליום 30.06.2020 מונה GPM כ- 1,400 אתרים (בהשוואה לכ- 1,350 אתרים נכון ליום 30.06.2019), מרביתם כוללים תחנות דלק לצד חנויות נוחות, כאשר כ- 1,270 אתרים מצויים בהפעלה עצמית של החברה (לעומת כ- 1,220 נכון ליום 30.06.2019), וליתר האתרים מספקת דלקים בלבד. מתוך האתרים בהפעלת החברה, GPM שוכרת כ- 1,090 אתרים נכון ל-30.06.2020. בשנת 2019 סיפקה החברה כ- 1.1 מיליארד גלונים של דלק, גידול של כ- 5% לעומת שנת 2018, רובו גידול אנאורגני. נציין כי בהיעדר רכישות, החברה אינה מציגה צמיחה אורגנית משמעותית לאורך זמן ולהערכת מידרוג הסיבות לכך הן בין היתר תחרות אגרסיבית בענף וכן השקעות מתונות בלבד באתרים הקיימים. אתרי החברה נפרסים על פני 23 מדינות בארה"ב, בחמישה אזורים מרכזיים: החוף המזרחי של ארה"ב, דרום-מזרח ארה"ב, דרום-מערב ארה"ב, מיד אטלנטיק ומרכז ארה"ב. החברה מפעילה את חנויות הנוחות באמצעות כ-20 מותגים בבעלותה. GPM מהווה אחד השחקנים הגדולים בענף חנויות הנוחות בארה"ב³, זאת לצד שחקניות גדולות ממנה כגון 7-Eleven, Circle K, Murphy, Speedway. היקף הפעילות של החברה בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג ומהווה גורם ממתן סיכון התורם לאורך זמן ליציבות תזרימי המזומנים. פריסתה הגיאוגרפית של החברה מוערכת על ידינו כגורם חיובי בדירוג, ותורמת לפיזור עסקי בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות.

בשנת 2019 רשמה החברה גידול במכירות חנויות הנוחות אשר נבע בעיקר כתוצאה מרכישת E-Z Mart שהושלמה בחודש אפריל 2018 והוסיפה לחברה כ-267 אתרים בהפעלה עצמית (הנבה מלאה בשנת 2019). בנטרול השפעת רכישת אתרים חדשים, הציגה החברה בשנת 2019 עליה קלה יחסית במכירות חנויות הנוחות. עליה זו מיוחסת בעיקרה למדיניות תמחור מוצרי טבק מוזלת (מוצרי

³ מקום שביעי נכון לפרסום ב- CSP's Top 202 Convenience Stores 2020 באתר www.cspdailynews.com על פי נתונים שדיווחה ארקו החזקות בע"מ במצגת דוחות כספיים ליום 30 ביוני במרץ 2020.

טבק מהווים כ-40% מכלל המכירות בחנויות הנוחות), שהביאה לגידול בתנועת הלוקחות בחנויות הנוחות, וכן מיוחסת ליישום תוכניות שיווקיות ובכללן הטמעת מועדון לקוחות. מידרוג מעריכה כי רכישת אתרים חדשים תוסיף להוות את מנוע הצמיחה העיקרי של החברה, אם כי זו להערכתנו תתמתן לאחר עסקת אמפייר אשר עתידה להביא את החברה לקצב שנתי של כ-2.1 מיליארד גלונים.

רווחיות

רווחיות נמוכה, ירידת מחירי הדלקים בלמה את מגמת השחיקה ברווחיות שאפיינה את השנים האחרונות

רווחיות החברה נגזרת בעיקר מגובה מרווח שיווק הדלקים ומהרווחיות הגולמית בחנויות הנוחות, כאשר מנגד לחברה, בדומה לענף, מרכיב גבוה של עלויות תפעול קבועות של שכר עבודה ודמי שכירות. מכירות הדלקים תרמו כ-35% מהרווח הגולמי בשנת 2019 ואילו מכירות מוצרים בחנויות הנוחות והכנסות אחרות תרמו כ-65% מהרווח הגולמי באותה תקופה.

לאורך השנים GPM צומחת במחזורי הפעילות בעיקר על בסיס רכישת אתרים חדשים, אך מנגד לא ניכר כי הגידול במחזורים מתורגם ליתרונות משמעותיים לגודל ולגידול בשולי הרווח.

המרווח הממוצע לגלון בחברה עמד בשנת 2019 על כ-19.9 סנט בהשוואה לכ-20.6 סנט בשנת 2018. הקיטון במרווח אשתקד מוסבר בתנודתיות נמוכה יחסית במחירי הדלקים בהשוואה לשנת 2018. המרווח הגולמי במכירות חנויות הנוחות נותר יציב יחסית בשנים אלו סביב 27% ממכירות חנויות הנוחות.

הירידה החדה במחיר הנפט בעקבות ההשלכות של מגיפת הקורונה והתנודתיות הגבוהה שנלוותה לה הובילו לעלייה חדה במרווח מכירת הדלקים, שעמד ברבעון הראשון של שנת 2020 על כ-25.4 סנט לגלון, זאת בהשוואה לכ-17.8 ברבעון המקביל אשתקד. מגמה זו נמשכה ביתר שאת לרבעון השני ולהערכתנו תחלחל לשיפור משמעותי ברווחיות החברה ובתזרים התפעולי בשנה זו כולה, על אף הירידה הצפויה בכמויות הגלונים כתוצאה מהשלכות הקורונה בטווח הקצר - מגבלות התנועה, ירידה בנסועה והגידול באבטלה. בתרחיש הבסיס לשנת 2020 בתחום הדלקים מידרוג מניחה קיטון בהיקף מכירות הגלונים נוכח השפעות הקורונה ובמקביל שיפור במרווח סנט לגלון. בתחום חנויות הנוחות מידרוג מניחה גידול בהיקף המכירות לאור הנבה מלאה השנה של עסקת Riiser אשר הושלמה בדצמבר אשתקד. להערכת מידרוג הביקוש למוצרי החברה בתחום זה נשאר יציב, בעיקר למוצרי טבק ומוצרי בסיס אחרים אשר מהווים את עיקר המכירות ובעלי מאפייני ביקוש קשיח אף בתקופות מיתון ופגיעה בכלכלה. יש להוסיף כי חל גידול בביקוש למוצרי היגיינה כגון מסכות פנים וחומרי חטיוי לידיים אשר הרווחיות הגולמית שלהם גבוהה יחסית. מידרוג מניחה בתחום זה גידול מתון בשולי הרווחיות הגולמית לטווח של 28%-28.5%, בהשוואה לשיעור של כ-27% בשנת 2019.

שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי בשנת 2019 הסתכם בכ-2.1% בנטרול השפעת תקן 16 בהשוואה לכ-4.6% בשנת 2018. שחיקת הרווחיות נבעה בעיקר מעלייה בשיעור הוצאות המכירה והשיווק של החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי (בנטרול השפעת תקן 16) צפוי להשתפר בשנת 2020 לרמה של 5%-6% ובשנת 2021 לעמוד סביב 4% - אלו ללא השפעת עסקת אמפייר.

מידרוג מביאה בחשבון השפעות אקסוגניות על פעילות הדלקים, ואפשרות של שחיקה במרווח לגלון כתוצאה מעלייה במחירי הנפט. מידרוג מניחה כי השפעה כזו יכולה להיות מהותית יותר לאחר רכישת אמפייר המאופיינת כאמור במרווח סיטונאי נמוך.

עסקת אמפייר, ככל שתושלם, צפויה להגדיל באופן ניכר את היקף הפעילות הסיטונאית של החברה, העסקה צפויה לתרום כ-1.1 מיליארד גלון. כתוצאה מכך אחוז הגלונים בחברה המיוחסים לסיטונאות יעלה מכ-6% לכ-50%, עלייה משמעותית. הפעילות הסיטונאית מאופיינת במרווח לגלון נמוך מזו הקמעונאית, כך שמחד המרווח לגלון הממוצע בחברה צפוי לרדת לאחר רכישת אמפייר, אך ילווה בפחות הוצאות תפעוליות יחסית. העסקה עשויה להקנות לחברה הטבות מסחריות ברכש דלקים אולם מבחינת מיצוב קמעונאי לא צפויה לה בשלב הראשון השפעה מהותית בהגדלת הפריסה וכיוב. נציין כי הפעילות הסיטונאית מאופיינת בסיכון אשראי לקוחות גבוה יותר מזו הקמעונאית, אך הפיזור הגבוה של הלוקחות מפצה על כך.

פרופיל פיננסי

יחסי מינוף גבוהים ביחס לדירוג נוכח מרכיב משמעותי של חכירות המהווים את עיקר התחייבויות החברה

קצב בניית הכרית ההונית של החברה הנגזר מרווחיות החברה היה נמוך בעיקר עקב הרווחיות התפעולית ונוכח מרכיב עולה של הוצאות מימון לאור הרכישות האחרונות של החברה. גורמים אלו הביאו לכך שהרווח התפעולי להוצאות המימון לאורך השנים האחרונות נשחק והנו נמוך מ-1.0 בשנת 2019 וכן בארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.06.2020.

רכישות אינטנסיביות של מקבצי תחנות דלק וחנותי נוחות לאורך השנים האחרונות הובילו את החברה לגידול ממושך בהיקף החוב הפיננסי המותאם בשל גידול בחוב הבנקאי והלוואות בעלים למימון הרכישות. בנוסף, ישנו מרכיב דומיננטי של התחייבויות חכירה בפעילות הנרכשת (והקיימת) נוכח חוזי חכירה ארוכים יחסית, המכביד אף הוא על מאזן החברה ויחסי המינוף.

מכאן, אנו מצביעים על שחיקה ביחס המינוף של החברה כך שיחס הון למאזן ליום 30.06.2020 נאמד לכ-8.9%. החוב הפיננסי המותאם נכון ליום 30.06.2020 הסתכם בכ-1.295 מיליארד דולר מתוך כך כ-1.043 מיליארד דולר בגין חכירות. אנו מניחים בלימה כאמור ביחסי המינוף המוסברת בין השאר בסביבת מחיר חבית נמוכים המהווים רוח גבית למרווחים עולים.

בשנת 2019 הסתכם ה-EBITDA של החברה בנטרול השפעת תקן 16 בכ-75 מיליון דולר (כ-169 מיליון דולר כולל השפעת תקן 16), זאת בהשוואה לכ-79.9 מיליון דולר בשנת 2018. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, EBITDA ו-FFO, (כולל השפעת תקן 16) לאחר קיזוז זכויות המיעוט ב-GPMP, צפויים להסתכם בשנת 2020 בטווח של 200-250 מיליון דולר ו-100-150 מיליון דולר, בהתאמה.

הטווח העליון לוקח בחשבון את הערכותינו לשנת 2020 על רקע רמת מרווחים גבוהה. הטווח התחתון לוקח בחשבון הערכותנו לגבי 2021, עם התייבשות רמת המרווחים ובפרט השלמת עסקת אמפייר המשפיעה לשלילה על שיעור הרווחיות כפועל יוצא ממרווח נמוך יותר של הפעילות הסיטונאית בהשוואה לפעילות הקמעונאית וכן אנו מניחים אי וודאות מסוימת לגבי הסביבה הכלכלית והשפעת המגיפה בשנה זו.

אנו מניחים את תרומתה של אמפייר לתזרים התפעולי בכ-50 מיליון דולר ומניחים כי זו לא תתרום לשיפור על יחסי הכיסוי, המאופיינים על ידי ביחס של כ-8.0 חוב ל-EBITDA (על סמך הנחות החברה לגידול בחוב נוכח עסקת אמפייר). יחס כיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO הסתכמו לכ-6.1 וכ-12.0, בהתאמה בארבעת הרבעונים שעד 30.06.2020. מידרוג מניחה כי בשנים 2020 ו-2021, יחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA יעמוד בטווח של 7.5-6.5 ויחס חוב פיננסי מותאם ל-FFO בטווח של 10.0-13.0 (כולל השפעת תקן 16). יחס רווח תפעולי להוצאות המימון צפוי לעמוד בשנים 2020-2021 בטווח של 0.6-1.0. מידרוג מביאה בחשבון כי יחסי הכיסוי המותאמים מבטאים בחלקם התחייבויות לחכירה לטווח ארוך של תחנות, עם לוח תשלומים הפרוס על פני שנים ארוכות ביחס לתזרים התפעולי. אנו מעריכים כי התזרים החופשי (FCF) של החברה לאחר השקעות הוניות יעמוד בטווח של 0-50 מיליון דולר לשנה ללא מיזוגים ורכישות.

נזילות סבירה הנתמכת בלוח סילוקין נוח עם מיחזור החוב שבוצע ומסגרות אשראי בהיקף נרחב

במהלך הרבעון הראשון לשנת 2020 ביצעה החברה מימון מחדש של התחייבויותיה, הכולל את פירעון הלוואות הבעלים אשר העמידה ארקו לחברה וקבלת התחייבות מימון מחלק מהמממנים בקשר עם עסקת אמפייר. בגין עסקה זו החברה צפויה לשלם סך של 360 מיליון דולר במזומן (למעט תשלום בגין מלאי ויתרות מזומן באתרים הנרכשים) וכן תשלום נוסף בין 22.5 מיליון דולר ל-65 מיליון דולר בפריסה של עד 5 שנים. החברה הסדירה במהלך המחצית הראשונה של 2020 את מלוא המימון הנדרש לעסקה, וזאת בעיקר באמצעות קו אשראי בסינדיקציה בהובלת Capital One במסגרתו הועמדה לחברה בחודש יולי 2019 מסגרת בסך 300 מיליון דולר ובהמשך נתקבלו התחייבויות להגדלתה לסך של 500 מיליון דולר, זאת בכפוף להשלמת העסקה. בנוסף, כאמור בחודש פברואר 2020 השלימה החברה התקשרות עם קבוצת Ares Capital בהסכם במסגרתו הפכה להיות Ares למלווה העיקרית של GPM וכן לשותפה המחזיקה ב-2% מהונה של החברה. עפ"י הסכם המימון, בחודש פברואר 2020 העמידה Ares לחברה הלוואה בסך של כ-162 מיליון דולר ששימשה, בין היתר, לפירעון הלוואת הבעלים שהעמידה ארקו בעבר כמו גם לפירעון הלוואות מבנק PNC, ובהמשך תעמיד Ares יתרת הלוואה בסך של עד 63 מיליון דולר עבור מימון עסקת אמפייר. נזילות החברה נתמכת במסגרות אשראי המיועדות

למימון הון חוזר בסך של כ- 110 מיליון דולר ברמת החברה, כאשר נכון ליום 30.06.2020 לא משכה החברה קו אשראי למימון הון חוזר.

בנוסף, לחברה מסגרת אשראי ברמת GPMP בסך של 300 מיליון דולר, המיועדת בין היתר למימון עסקאות חדשות, כאשר נכון ליום 30.6.2020 מנוצלים ממסגרת זו סך של כ- 48 מיליון דולר. כאמור באפריל 2020 נתקבלו התחייבויות להגדלת המסגרת עד לסך של 500 מיליון דולר, בכפוף להשלמת עסקת אמפייר. נכון ליום 30.06.2020 החברה עמדה במרווח סביר להערכתנו באמות מידה פיננסיות שהוצבו לה באותו מועד.

ארקו בעלת השליטה והמממן ב-GPM מהווה גורם חיובי לדירוג

פירעון הלוואת הבעלים אשר העמידה ארקו ל-GPM ברבעון ראשון 2020 בסך של כ-110 מיליון דולר עיבה את כרית הנזילות של ארקו. ארקו צפויה להמשיך להיות מממן ב-GPM ואף העמידה הלוואת בעלים בסך 25 מיליון דולר ביום 30.06.2020. אנו מעריכים כי ארקו כבעלת השליטה ב-GPM וכמי שמכוננת את האסטרטגיה של החברה ומעורבותה במספר מהלכים פיננסיים ומימוניים תורמת לגמישותה הפיננסית של החברה. ככל שעסקת היימייקר תצא אל הפועל, יש בה לשקף הצפת ערך לאחזקה ב-GPM.

מטריצת הדירוג

מיליוני ₪		LTM - 30.06.2020		תחזית מידרוג	
קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
ענף הפעילות	יציבות סל המוצרים הקמעונאי	---	Aa.il	---	Aa.il
	מאפיינים תחרותיים	---	Baa.il	---	Baa.il
פרופיל עסקי	היקף הכנסות ברוטו (מיליארדי ₪) ומספר נקודות מכירה	12 מיליארד ש"ח	Aaa.il	20 מיליארד ש"ח	Aaa.il
	פריסת הרשת ומיצובה העסקי	---	Aa.il	---	Aa.il
פרופיל פיננסי	שיעור רווח תפעולי להכנסות ברוטו	3%	A.il	4%	A.il
	הון עצמי / מאזן	8.9%	Ba.il	8%	Ba.il
	רווח תפעולי / הוצ' מימון	0.8 X	Ba.il	1.0 X	Ba.il
	חוב פיננסי מותאם / EBITDA	6.1 X	Baa.il	7.0 X	Baa.il
היקף התזרים התפעולי ויציבותו		FFO: 350 מיליון ₪	Aa.il	FFO: 435 מיליון ₪	Aa.il
		FFO-Capex: 35 מיליון ₪		FFO-Capex: 150 מיליון ₪	
מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	---	Baa.il	---	Baa.il
דירוג נגזר	A3.il				
דירוג בפועל	A3.il				

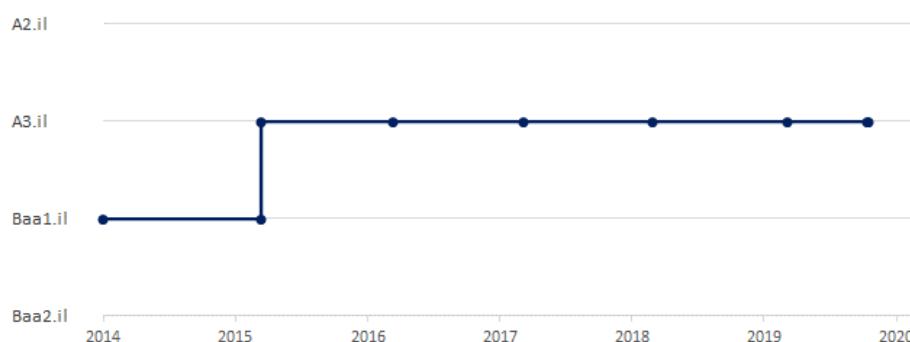
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

[2] המדדים מתייחסים לחוזי החכירה כאל חוב על פי תנאי מידרוג.

אודות החברה

GPM Investments, LLC פועלת בתחום חנויות המסלובות במתחמי תדלוק בחוף המזרחי של ארה"ב, בדרום מזרח ארה"ב, בדרום-מערב ארה"ב, מיד אטלנטיק וכן במרכז ארה"ב. נכון לרבעון שני 2020 מפעילה החברה כ-1,270 אתרים. בנוסף, לחברה פעילות שיווק סיטונאי של דלקים לכ-130 אתרים. בעלת השליטה ב-GPM, בעקיפין באמצעות תאגידים בשליטתה המלאה, הינה ארקו החזקות בע"מ (חברה ציבורית נסחרת בבורסה בת"א) המחזיקה 75% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ומזכויות ההצבעה ב-GPM (אחזקה אפקטיבית בהון של כ-68%). קרן ההשקעות Davidson Kempner Capital Management, LLC המחזיקה בכ-21.9% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה ב-GPM (כ-20.3% אפקטיבית בהון), קרן ההשקעות Harvest Partners המחזיקה בכ-2.55% מיחידות ההשתתפות הרגילות וביחידות מועדפות (סה"כ כ-9.7% אפקטיבית בהון) וקרן Ares Capital Management המחזיקה בכ-2.15% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה (2% אפקטיבית בהון) וכן באופציות לרכישת 1% נוסף מהון GPM. מנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011 הוא מר אריה קוטלר, יו"ר ומנכ"ל ארקו ומבעלי השליטה בה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[GPM Investments, LLC](#)

[ארקו החזקות בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דו"ח מתודולוגי, נובמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

01.09.2020	תאריך דוח הדירוג:
21.01.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
19.10.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ארקו החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ארקו החזקות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 קטגוריית הדירוג שאלה 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>