

אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוגוסט 2010

1

מחברים:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית

linak@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il

אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ

A1	דירוג סדרה
----	------------

הדירוג ניתן לאגרות חוב שתנפיק אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ (לשעבר: "רבוע כחול ישראל בע"מ"), בסך של עד 500 מיליון ₪ ערך נקוב.

הדירוג ניתן תחת הנחות העבודה הבאות:

1. החברה תשלים את עסקת דור אלון במתווה שהוגדר (ראה להלן-שינוי מבני צפוי בשנת 2010). בעקבות העסקה תחזיק החברה כ-80% ממניות דור אלון.
2. במסגרת העסקה תחלק החברה לבעלי המניות דיבידנד מיוחד בסכום של כ-800 מיליון ₪. מכך, כ-300 מיליון ₪ ימומנו מהיתרות הנזילות של החברה וכ-500 מיליון ₪ נוספים באמצעות חוב פיננסי (אגרות חוב ו/או הלוואות בנקאיות).
3. הניתוח הפיננסי פרופורמה לעסקה בוצע על בסיס נתוני פרופורמה ליום 31/12/2009 שנתקבלו מהחברה.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 8/8/2010. 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.

פרופיל החברה

אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ ("רבוע כחול", או "החברה") הינה קמעונאית המזון השנייה בגודלה בישראל. החברה מוחזקת בשיעור של 68.7% על-ידי אלון חברת הדלק לישראל בע"מ ("אלון" או "החברה האם"). שהינה חברת אחזקות פרטית, הפועלת בתחום הקמעונאות והאנרגיה בישראל ובח"ל. בשנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה הקמעונאית גם לתחום הנון-פוד. החל משנת 2009 מתבצעת פעילות החברה באמצעות שלוש חברות בנות עיקריות: "מגה קמעונאות" ("מגה" - שיעור אחזקה של 100%), המרכזת את פעילות קמעונאות המזון, "קבוצת בי קמעונאות בע"מ" ("קבוצת בי" - שיעור אחזקה של 85%), המרכזת את פעילות קמעונאות הנון-פוד ורבוע כחול נדל"ן¹ ("רבוע נדל"ן", שיעור אחזקה של 78.35%), המחזיקה בנכסי הנדל"ן, אשר מרביתם מושכרים כיום לפעילות הקמעונאות (החברה, ביחד עם החברות הבנות, תיקרא להלן "הקבוצה"). מבנה זה הוא תוצאה של ארגון מחדש של מבנה האחזקות בתוך הקבוצה שהחל בדצמבר 2008 והושלם ברבעון השלישי של שנת 2009.

תחום קמעונאות המזון

קמעונאות המזון מהווה את עיקר הפעילות של החברה. החברה פועלת בשוק המזון המאורגן באמצעות 207 סניפים, בחמישה פורמטים של חנויות. החברה פעלה במהלך השנים האחרונות להתאים את פעילותה לשינויים בשוק קמעונאות המזון בארץ, באמצעות פתיחת חנויות שכונתיות במסגרת רשת "מגה בעיר", פתיחת רשת הארד דיסקאונט (HD) "מגה בול" והעמקת החדירה של המותג הפרטי. תוצאותיה הכספיות של החברה בשנתיים האחרונות הושפעו לשלילה מאובדן נתח שוק, כתוצאה מהאיחור בחדירה לתחום החנויות המוזלות, אשר חיזק את מעמדם של המתחרים, בפרט על רקע ההאטה הכלכלית. נתח השוק של החברה בשוק המזון המאורגן ירד משיעור של כ-25% במהלך שנת 2006 לשיעור של כ-22% במרץ 2010. למרות הכניסה המאוחרת, החברה ביצעה חדירה מהירה לתחום ה-HD באמצעות הסבת סניפים למותג "מגה בול". כיום רשת מגה בול מונה 49 סניפים. בדצמבר 2008 החלה לפעול בתחום המותג הפרטי והיא רואה בו אחד ממנועי הצמיחה העתידיים. בסוף שנת 2009 היוו מכירות המותג הפרטי כ-6.5% ממכירות הרשת. באוקטובר 2007 נכנסה החברה לתחום המזון הבריא והאורגני, באמצעות רכישת השליטה (51%) ברשת "עדן טבע מרקט" ("רשת עדן"). בתמורה לסך של כ-27 מיליון ש"ח. בהמשך, העמידה החברה לרשת עדן הלוואות בעלים, שיתרתן, נכון לכתיבת הדו"ח, כ-56 מיליון ש"ח וכן העמידה ערבויות בעלים. נכון לסוף הרבעון הראשון של 2010 מונה רשת עדן 9 סניפים. החברה מתעתדת להרחיב את רשת עדן, בין היתר, באמצעות

¹ אג"ח שגיסה רבוע נדל"ן מדורגות A1 עם אופק שלילי על ידי מידרוג.

פתיחת סניפים נוספים בתוך סניפי רשת מגה. הנהלת החברה צופה שבמהלך 2011 רשת עדן תחל לרשום רווח תפעולי.

משנת 2007 ועד רבעון ראשון 2010 ביצעה החברה השקעות ברכוש קבוע בסך של כ-621 מיליון ש"ח. ההשקעות המשמעותיות נבעו מפתיחה מואצת של סניפים חדשים, הסבת סניפים לפורמט "מגה בעיר" ו-"מגה בול", הרחבת רשת עדן ובניית מרלוג חדש לקבוצת BEE. השקעות אלו, כמו גם ההשקעות בהרחבת זרוע הנון פוד והצעת הרכש למניות רבוע נכסים והשקעות, הובילו לגידול בחוב הפיננסי. השינוי המבני שבוצע ברבעון השלישי של 2009, במסגרתו רכשה רבוע נדל"ן את נכסי הנדל"ן של מגה קמעונאות, לווה בגידול החוב הפיננסי המאוחד (שנרשם בעיקר ברבעון נדל"ן) ובגידול ביתרת המזומנים.

אלון החזקות רבוע כחול (מאוחד), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	Q1 2009	Q1 2010	
ILGAAP	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
6,515	6,982	7,429	7,349	1,765	1,831	הכנסות
5.3%	1.2%	1.1%	(3.9%)	(7.1%)	1.2%	שינוי במכירות חנויות זהות
305	289	265	241	60	73	רווח תפעולי
4.7%	4.1%	3.6%	3.3%	3.4%	4.0%	רווח תפעולי %
214	176	132	99	32	37	רווח נקי
436	430	419	406	100	116	* EBITDA
285	386	273	290	68	111	תזרים מפעולות, FFO
368	331	338	178	(4)	(12)	תזרים מפעילות שוטפת - CFO
114	174	212	204	53	31	השקעות ברכוש קבוע
-	21	70	9	2	0.3	רכישת נדל"ן להשקעה
-	5	186	8			רכישת מניות המיעוט בחברות מאוחדות
-	15	30	26	4	7	רכישת נכסים בלתי מוחשיים
4,072	4,219	4,445	5,163	5,316	5,401	סך נכסים במאזן
778	359	282	825	252	750	נכסים פיננסיים זילים
1,420	1,432	1,694	2,341	2,187	2,394	חוב פיננסי
813	799	936	1,576	928	1,546	מזה חוב פיננסי של רבוע נדל"ן
1,232	1,248	1,096	1,222	1,130	1,184	הון עצמי
30.3%	29.6%	24.7%	23.7%	21.3%	21.9%	הון עצמי / סך מאזן

* ה-EBITDA אינה מותאמת למרכיב ההטבה של אופציות לעובדים

הכנסות החברה לאורך השנים מאופיינות במגמת עלייה, למעט בשנת 2009. כך, בשנים 2003-2008 רשמה החברה צמיחה שנתית ממוצעת בשיעור של 7.5%, אשר נבעה בעיקר מהרחבת הרשת באמצעות פתיחת סניפים חדשים, מעלייה בביקושים על רקע צמיחת המשק ומרכישת פעילויות והרחבתן בתחום הנון-פוד. עם ההאטה במשק הישראלי והגברת התחרות מצד הרשתות הפרטיות ניתן לראות שקצב הצמיחה בהכנסות ירד ולראשונה בשנת 2009 הכנסות החברה ירדו בשיעור של 1.1% בהשוואה ל-2008 וזאת כתוצאה מצמיחה שלילית בשיעור של 3.9% במכירות חנויות זהות. במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2009 ולתוך הרבעון הראשון של 2010 ניכרת התאוששות במכירות חנויות זהות עם קצב צמיחה חיובי. הפעילות ברבעון הראשון הושפעה לחיוב מפתיחת סניפים חדשים ומעיתוי השפעת חג הפסח בהשוואה לרבעון המקביל. הרווחיות התפעולית של החברה מצויה במגמת ירידה מאז שנת 2007, וזאת על רקע הוצאות תפעול גבוהות, הכרוכות בהרחבת רשת החנויות בפורמטים קיימים ובחדירה לפורמטים חדשים. בנוסף, תוצאות החברה הושפעו מההפסדים שהסבה ההחזרה וההתרחבות של רשת עדן. ברבעון הראשון של שנת 2010 הציגה החברה שיפור ברווחיות התפעולית בהשוואה לרבעון המקביל, שנבע בעיקר מהתייעלות תפעולית.

תחום הנון-פוד

פעילות החברה בתחום הנון פוד מתבצעת באמצעות בי קמעונאות. הפעילות בתחום זה התרחבה בשנים האחרונות באמצעות רכישות ומיזוגים וכיום מונה קבוצת בי כ-266 חנויות, במספר רשתות: כפר השעשועים (צעצועים), ורדינון (טקסטיל לבית), נעמן (כלי בית), ד"ר בייבי (מוצרים לתינוק) ואחרים. החנויות מופעלות ברובן באמצעות זכיינים. במהלך שנת 2008 הגדילה החברה את אחזקתה בקבוצת בי מ-60% ל-85%, בתמורה לכ-35 מיליון ש"ח. לחברה אופציה לרכישת 15% הנותרים.

תחום הנדל"ן

רבע נדל"ן מרכזת את הבעלות והניהול של נכסי הנדל"ן של קבוצת רבע כחול, ומחזיקה נכסי נדל"ן וקרקעות בהיקף כולל של כ-244 אלף מ"ר. מכך, כ-102 נכסים, בשטח של כ-207 אלף מ"ר, מושכרים לחברות בתוך רבע כחול, במסגרת קמעונאות המזון והנון פוד. כ-114 נכסים נוספים, בשטח של כ-28 אלף מ"ר, מושכרים לחיצוניים, תמורת הכנסה שנתית בהיקף של כ-21 מיליון ש"ח. ב-2009, כ-85% מהכנסות רבע נדל"ן נבעו מהשכרת נכסים לפעילות הקמעונאית ברבע כחול. בשנה החולפת פועלת הקבוצה להעמקת הפעילות בתחום הייזום וההפעלה של נדל"ן מניב באמצעות רבע נדל"ן. לצורך זה הנפיקה רבע נדל"ן בשנה החולפת אגרות חוב בסך של כ-410 מיליון ₪. לאחרונה זכתה רבע נדל"ן במרכז לרכישת קרקע בשוק הסיטונאי בת"א, בשיתוף עם חברת גינדי השקעות, עליה עתידה להיבנות שכונת מגורים, שתכלול מרכז מסחרי גדול ומבנים ציבוריים.

שינוי מבני צפוי בשנת 2010

רבע כחול, דור-אלון והחברה האם אלון החזקות הודיעו לאחרונה על שינוי מבני, שעיקרו מכירת כל אחזקותיה של אלון (80%) בדור-אלון לרבע כחול. בתמורה למניות דור אלון, תנפיק רבע כחול לאלון כ-20.3 מיליון מניות בריבוע כחול, לפי יחס המרה של 1.8, כאשר מחירן יקבע לפי מחיר השוק במועד החתימה. בתום העסקה תחזיק אלון בכ-78.44% מהון המניות של רבע כחול. במקביל, במסגרת העסקה, מתכננת רבע כחול לבצע חלוקת דיבידנד מיוחד בסך של 800 מיליון ₪ בדרך של הפחתת הון, בכפוף לאישור בית המשפט. כ-500 מיליון ש"ח מסכום הדיבידנד ימומנו מגידול בחוב הפיננסי של רבע כחול והיתר מיתרות המזומנים של החברה.

האסטרטגיה העסקית שעומדת מאחורי העסקה, הינה למקסם את הסינרגיה בין הפעילויות השונות של הקבוצה, במיוחד בין הפעילות בתחום קמעונאות המזון לבין חנויות הנוחות בתחנות תדלוק.

דור אלון עוסקת בפיתוח, הקמה והפעלה של תחנות תדלוק ומרכזים מסחריים בסמיכות להם וכן, בשיווק של מוצרי דלק ומוצרי צריכה אחרים בתחנות תדלוק ומחוץ לתחנות. בנוסף, החברה הינה בעלת שליטה ברשת חנויות הנוחות

AM:PM, המונה כ-45 סניפים באזור גוש דן. אגרות חוב שהנפיקה דור אלון מדורגות A2 על ידי מידרוג.

אלון החזקות רבע כחול ישראל (מאוחד), נתוני פרפורמה

פרפורמה מאוחד	דור אלון שנת 2009 בפועל	אלון אחזקות רבע כחול ישראל מאוחד שנת 2009 בפועל	
11,053	3,704	7,349	הכנסות
427	186	241	רווח תפעולי
678	272	406	EBITDA
1,005	394	611	EBITDAR
422	145	277	FFO
609	226	383	FFOR
2,686	1,435	1,251	חוב פיננסי נטו
5,840	2,411	3,429	חוב פיננסי נטו, מותאם שכירות
436	254	182	יתרות נזילות
1,138	254	884	יתרות נזילות, מותאם שכירות

סיכון ענפי

להערכת מידרוג, ענף קמעונאות המזון מאופיין בסיכון עסקי נמוך כאשר החוזקות העיקריות של הענף כוללות: רמת ביקושים יציבה אשר חסינה יותר בפני תנודתיות עקב מיתון ומשברים כלכליים; חסמי כניסה בינוניים עד גבוהים - המעבר מפעילות באמצעות מספר חנויות בפריסה מקומית לפעילות ברמה של רשת ארצית, דורש השקעות נוספות בתשתיות, איתור מיקומים אטרקטיביים באזורי הביקוש, קשרים עם הספקים והשקעות בהון חוזר ובשיפורים במושכר. היקפו המוגבל של שוק המזון הישראלי, כפי שכבר צויין, והתחרות הקשה, מהווים גם הם חסמי כניסה; פיזור עסקים גבוה; צורכי הון חוזר נמוכים יחסית וצורכי השקעה פרמננטיים נמוכים יחסית.

הסיכונים העיקריים המאפיינים את הענף כוללים: תחרות חזקה, המתמקדת במחירי המכירה - החל משנת 2008 אנו עדים להתגברות התחרות בין שתי הרשתות הגדולות ומול הרשתות הפרטיות. הירידה במחירי המכירה הביאה לירידה בהכנסות ולחץ מתמיד על המרווחים של הרשתות הגדולות; היקף קטן של שוק קמעונאות המזון הישראלי - השוק הישראלי הינו מצומצם ואינו מאפשר צמיחה מואצת של רשתות השיווק. הדבר נכון במיוחד לגבי הרשתות הגדולות; רווחיות נמוכה יחסית - הרווחיות התפעולית של רשתות השיווק הגדולות בישראל אינה בולטת לטובה בהשוואה לרווחיות התפעולית בענפים אחרים במשק.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה התבסס על מבנה האחזקות של רבעו כחול, בתום השינוי המבני הצפוי להתבצע במהלך 2010. רבעו כחול נבחנה כקבוצה אחזקות תפעולית בתחום הקמעונאות - מזון, דלקים ונון פוד. זרוע הנדל"ן של הקבוצה נותחה בנפרד. שקלול איכות האשראי שלה נלקח בשיקולי הדירוג בהתאם לדירוגה (A1 אופק דירוג שלילי).

בשיקולי הדירוג נלקחו בחשבון החוזקות הבולטות של החברה, הכוללות מעמד בכיר בתחום קמעונאות המזון בישראל, המתבטא בנתח שוק דומיננטי, הנשען על מותג ותיק וחזק, פריסה גיאוגרפית רחבה ונוכחות בכל סוגי הרשתות המתמחות. השינוי המבני, אשר בעקבותיו תחזיק החברה בדור אלון, צפוי להעצים את מעמדה של הקבוצה בתחום הקמעונאות בטווח הזמן הבינוני-ארוך ולייצר יתרונות סינרגטיים. נתח השוק המשמעותי מוביל ליתרונות לגודל בסחר ובלוגיסטיקה. כמו כן, לחברה מספר מנועי צמיחה, הכוללים את המותג הפרטי ורשת עדן טבע אשר צפויים לתרום באופן חיובי לצמיחת ההכנסות והרווחיות בשנים הקרובות.

הסיכון המתון של ענף קמעונאות המזון ומאפייניו המקומיים היוו גם הם שיקול חיובי בדירוג. ענף קמעונאות הדלקים וחנויות הנוחות, המהווים את עיקר פעילותה של דור אלון, מאופיין אף הוא בסיכון עסקי מתון יחסית. מעמדה של דור אלון בענף בולט לטובה בחדשנות ובשיעורי הצמיחה. ענף קמעונאות המזון וענף קמעונאות הדלקים הינם ברמת סיכון דומה ואין לתוספת הפיזור הענפי השפעה רבה בשיקולי הדירוג.

לצד חוזקות אלו נציין כגורמי סיכון את מדיניות ההשקעות ההוניות הגבוהות שמאפיינת את החברה ואת דור אלון ואת חלוקת הדיבידנד הרחבה של רבעו כחול בשנים האחרונות. חלוקת הדיבידנד נועדה בין השאר לשרת רמת חוב גבוהה בחברה האם. פרמטרים אלו תורמים להחלשת התזרים החופשי של החברה ולהגדלת המינוף. כמו כן, לצד היתרונות שמעניקה לחברה עסקת דור אלון, העסקה כרוכה בהגדלת החוב הפיננסי נטו ובהאטת יחסי הכיסוי לשתי החברות במאוחד. יחס כיסוי החוב הפיננסי המותאם ש"ד ל-EBITDAR צפוי לגדול מ-4.3 לפני העסקה (נתוני רבעו כחול בלבד) ל-5.6 מייד לאחר העסקה (נתוני רבעו כחול במאוחד עם דור אלון). יחס החוב הפיננסי המתואם ש"ד ל-FFO צפוי לגדול מ-6.4 ל-9.1. אנו סבורים כי פוטנציאל הסינרגיה מעסקת דור אלון צפוי לשפר את יחסי הכיסוי. כמו כן, הבשלת תהליכים אסטרטגיים ברבעו כחול צפויה גם היא לתרום לשיפור הרווחיות והתזרים התפעולי.

לאור האמור לעיל, הדירוג ניתן על בסיס ההנחות הבאות:

1. הבשלת תהליכים עסקיים לשיפור הרווחיות ברבעו כחול לצד מיצוי חלק מפוטנציאל הסינרגיה עם דור אלון, צפויים להוביל, תוך ארבעה רבעונים ממועד הודעת החברה על השלמת העסקה, לשיפור יחס כיסוי החוב המותאם ל-EBITDAR מותאמת לטווח של 4-5 שנים, ובכל מקרה, היחס לא יעלה על 5.0 שנים החל מתום התקופה האמורה.
2. הדירוג נתמך במדיניות פיננסית של החברה לפעול לשיפור יחסי הכיסוי התפעוליים, בתוך כך, חלוקת הדיבידנד לא תעלה על 50% מהרווח הנקי השנתי, עד ליישום שיפור פרמננטי ומשמעותי ביחסי הכיסוי.

חוזקות

מעמד בולט בתחום קמעונאות המזון לישראל

לחברה מעמד בולט בתחום קמעונאות המזון בישראל, המתבטא בנתח שוק דומיננטי, הנשען על מותג ותיק וחזק ופריסה גיאוגרפית רחבה של סניפים בכל רחבי המדינה. החברה הפגינה בשנים האחרונות תפיסה רחבה וחדשנית של תחום הקמעונאות, גם באמצעות הרחבת הפעילות מחוץ לתחום המזון המסורתי. פעולותיה בתחום זה כללו את פתיחת פורמט "מגה בעיר", אשר נועד להדביק את המגמה המתפתחת של חנויות נוחות במרכזי הערים, שם נהנית החברה מיתרון על פני המתחרים, אשר נובע ממיקומים אטרקטיביים, תוצאה של נכסים היסטוריים בבעלותה. בנוסף, החברה חיזקה את מעמדה באמצעות חדירה לתחום מזון הבריאות, אשר נבעה מרכישת רשת עדן, ופיתוח זרוע קמעונאות נון פוד. ההבשלה והסינרגיה של הפיתוח העסקי בתחומים השונים דורשים תקופת הבשלה נוספת ויזכרו לאורך הזמן. מועדון החברים "You" מונה כ-700 אלף חברים.

רשת הנון פוד מאופיינת בצמיחה וברווחיות גבוהה יחסית

המכירות בתחום הנון פוד מאופיינות בצמיחה. הצמיחה נובעת הן מהוספת פעילויות חדשות, באמצעות הרכישות שבוצעו במהלך השנים האחרונות והן בצמיחה אורגנית של הרשת. הרווחיות של רשת הנון פוד גבוהה יחסית לקמעונאות המזון.

תזרים מזומנים תפעולי יציב וחזק יחסית, הנובע מהיקף הפעילות הגדול ומצרכי הון חוזר נמוכים

החברה מייצרת לאורך זמן תזרימי מזומנים תפעוליים חזקים הנתמכים בצרכי הון חוזר נמוכים. מאפייני הענף ופעילות החברה מציבים יכולת חיזוי טובה יחסית לתזרימי המזומנים העתידיים. יחד עם זאת, ההשקעות הגבוהות שבוצעו בשנים האחרונות, כמו גם חלוקת הדיבידנדים בחלק מהשנים, הכבידו על תזרימי המזומנים החופשיים ותרמו להגדלת המינוף.

נזילות וגמישות פיננסית טובות

נזילות החברה נשענת על יכולת ייצור מזומנים חזקה, על נגישות טובה למערכת הבנקאית, אם כי לחברה אין מסגרות חתומות (היקף מסגרות און קול לא מנוצלות ליום 31/03/2010 כ-176 מיליון ₪). לחברה יתרות מזומנים בהיקף משמעותי ליום 31/03/2010, אך הן צפויות לרדת נוכח חלוקת הדיבידנד המיוחד. כמו כן, לחברה יתרה גבוהה של לקוחות כרטיסי אשראי, כ-500 מיליון ש"ח במוצע, אשר נפרעת בתחילת החודש ולכן אינה מקבלת ביטוי בנתונים המאזניים. מאפיין זה תורם לנזילות ולגמישות הפיננסית. בבעלות החברה נכסי נדל"ן, מרביתם משמשים אותה לפעילות, המהווים פוטנציאל לנזילות באמצעות מכירה והשכרה מחדש. חשוב לציין שמרבית נכסי החברה אינם משועבדים, קיימות אמות מידה ושעבדים על חלק מהנכסים כנגד ההלוואות בקבוצת בי ובריבוע נדל"ן.

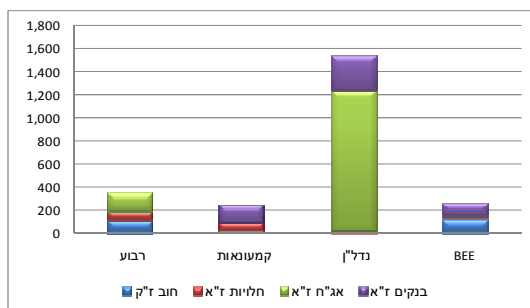
צפי לצמצום קצב ההשקעות בשנים הקרובות

החל משנת 2006 החברה מבצעת השקעות רחבות ברכוש קבוע, הכוללות בעיקר פתיחת סניפים חדשים, שיפוץ ושדרוג סניפים קיימים והשקעה במערכות מידע. בנוסף, בשנת 2008 ביצעה החברה שתי השקעות משמעותיות: הגדלת האחזקה בקבוצת בי, באמצעות רכישה של 25% נוספים מהון המניות של הקבוצה, בהשקעה של כ-35 מיליון ש"ח והצעת רכש לכל מניות רבוע נכסים והשקעות שלא היו בבעלותה, בהשקעה של כ-151 מיליון ש"ח. החברה צופה צורכי השקעה ברכוש קבוע, בהיקף של 200-250 מיליון ש"ח לשנה במהלך השנים הקרובות, הכוללים בעיקר השקעות בסניפים חדשים וקיימים. צמצום קצב ההשקעות צפוי גם הוא להוביל לשיפור התזרים החופשי.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

רמת מינוף גבוהה יחסי כיסוי איטיים יחסית

התפלגות החוב הפיננסי, 31/03/2010 (במיליוני ש"ח)



יתרת החוב הפיננסי המאוחד ליום 31/03/2010 הסתכמה בכ-2.4 מיליארד ש"ח. עיקר החוב הינו לז"א. מרבית חוב זה, כ-1.5 מיליארד ש"ח, נובע מרבע נדל"ן ומורכב בעיקר מאגרות חוב. פעילות הקמעונאות ממומנת בעיקר מאשראי ספקים. היחלשות בתוצאות הכספיות, לצד הגדלת החוב על-ידי חברות בקבוצה, הובילו לפגיעה ביחסי הכיסוי של החברה והחלישו את איתנותה הפיננסית.

בבחינת יחסי הכיסוי ניתנה מידרוג את החוב הפיננסי ואת יתרונות המזומנים הרשומים במאזניה של רבוע נדל"ן. במקביל, לחוב הפיננסי הנותר הוסף חוב פיננסי תיאורטי כנגד נטרול הוצאות השכירות בגין הסניפים המשמשים לפעילות קמעונאות המזון (המושכרים הן מרבע נדל"ן והן מגורמים שלישיים). התאמה דומה בוצעה בדור אלון.² במקביל, נוכח מהחוב המותאם שווי האחזקה של רבוע כחול ברבע נדל"ן לפי שווי השוק. על בסיס התאמות אלו, ולפני עסקת דור אלון, יחס כיסוי החוב הפיננסי נטו המותאם שכ"ד ל-EBITDAR לשנת 2009 עמד על 4.3 שנים יחס כיסוי החוב הפיננסי נטו המותאם שכ"ד ל-FFO עמד על כ-6.4 שנים. לאחר עסקת דור אלון, מואטים היחסים על בסיס החוב המותאם ל-5.6 ו-9.1, בהתאמה.

רשת עדן נדרשת עדיין להוכיח יכולת התבססות

רשת עדן, שהורחבה במידה משמעותית בשנתיים האחרונות, עדיין אינה מייצרת רווח תפעולי, עקב פערי הזמן שבין פתיחת החנויות (ועלות ההוצאות הקבועות והמשתנות הכרוכות בכך) לבין הבשלתן והשגת יעדי המכירות. לפי תחזית החברה, מבחן התוצאה של רשת עדן יהיה במהלך שנת 2011.

מדיניות דיבידנד רחבה

עד לשנת 2008 אופיינה החברה בחלוקת דיבידנד רחבה, ובין השנים 2005-2009 חולקו כ-88% מהרווח הנקי המצטבר כדיבידנד. בתוך כך, במהלך 2009 לא חולקו דיבידנדים. לחברה יתרת עודפים שלילית בהון העצמי ליום 31/03/2010, בסך של כ-110 מיליון ש"ח. מידרוג מצפה לחלוקת דיבידנד מרוסנת, נוכח הגידול ברמת המינוף שצפוי בחברה, במטרה להקטין את רמת המינוף לאורך זמן.

² כל היחסים מותאמים על-פי מתודולוגיית מידרוג "ענף קמעונאות - מתודולוגיית דירוג", אוגוסט 2010.

פעילות ייזום הנדל"ן מאופיינו ברמת סיכון גבוהה משמעותית מפעילות הקמעונאות המסורתית

בחודש אפריל 2010 אישר דירקטוריון רבוע נדלן רכישת זכויות חכירה במתחם השוק הסיטונאי בת"א, בחלקים שווים עם חברת גינדי השקעות בע"מ. הפרויקט נהנה ממיקום מרכזי ובהתאם לכך הינו בעל פוטנציאל שיווקי טוב. למרות הפוטנציאל הטמון בו, רמת הסיכון הגלומה בהקמתו, שיווקו ואכלוסו, הינה גבוהה יחסית בהשוואה לפרופיל הפיננסי של יתר פעילויות החברה. רמת הסיכון אף מתבטאת בכך שהחברה טרם התנסתה בהקמת פרויקט משולב בעל מורכבות בהיקף האמור ובתלותה בשותף אשר אמור לנהל את כלל הקמת הפרויקט ולשווק את חלק המגורים. פעילות ייזום הנדל"ן של החברה היוותה גורם סיכון בשיקולי הדירוג. ככל שפעילות ייזום הנדל"ן ברבוע נדל"ן תורחב בהיקפים משמעותיים, תיבחן השלכתה על דירוג החברה על רקע היקפה ביחס לפעילות החברה ועל רקע קשרי הגומלין בין החברה לחברה הבת.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

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

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור יחס כיסוי חוב פיננסי מותאם שכ"ד ל-EBITDAR אל מתחת ל-5.0 שנים בטווח הזמן של ארבעה רבעונים ממועד השלמת העסקה.
- חלוקת דיבידנד מעל 50% מהרווח הנקי. יש לציין כי לאורך זמן, מידרוג תבחן את מדיניות הדיבידנד של החברה בהתאם לשיפור מתמשך ביחסי הכיסוי
- החלשות במעמדה העסקי של החברה, כפי שמתבטא, בין השאר, בבחינת נתח השוק, מעמד תחרותי, מיצוב מול ספקים ועוד

דוחות מתודולוגיים:

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

	מונחים פיננסיים עיקריים
	הוצאות ריבית Interest
	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
	רווח תפעולי EBIT
	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
	נכסים Assets
	חוב פיננסי Debt
	חוב פיננסי נטו Net Debt
	בסיס ההון Capitalization (CAP)
	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	
סך נכסי החברה במאזן.	
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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.

דו"ח מספר: CTR050810500M

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") 2010.

11

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. 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 צריכים 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 ביעוץ 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 מודיס (Moody's להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.