

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

מעקב | יולי 2017

אנשי קשר:

עידו בר־אב, אנליסט - מעריך דירוג ראשי

Ido.barav@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

אופק דירוג: חיובי	A3.il	דירוג סדרה
-------------------	-------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ (להלן: "ויקטורי" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרה אג"ח
31/08/2023	חיובי	A3.il	1136162	א

שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת אופק הדירוג החיובי משקפת את הערכתנו לירידה בסיכונים והאתגרים התפעוליים והניהוליים עם מהלך התרחבות מהותי שביצעה החברה בשנה וחצי האחרונות, בהצלחה יחסית על רקע תנאי שוק מאתגרים, וזאת לצד פרופיל פיננסי חזק יחסית שאנו צופים כי יוסיף להשתפר בשנה הקרובה, לאור הערכתנו ליציבות הרווחיות ותזרימי המזומנים. העלאת הדירוג עשויה לבוא לידי ביטוי ככל שהחברה תעמוד בהערכתנו, לפי תרחיש הבסיס, להמשך יציבות הרווחיות והמשך קיטון בחוב הפיננסי, וכל זאת ברקע הסיכונים האינהרנטיים בענף קמעונאות המזון בישראל ורמת התחרות הגבוהה המאפיינת אותו.

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב יחסית לענף, המתבטא בהיקף פעילות בסדר גודל בינוני, עם מחזור פעילות של כ- 1.4 מיליארד ₪ בשנת 2016 ורשת חנויות רחבה המונה כ- 45 סניפים בסמוך למועד דוח זה. לרשת ויקטורי מיצוב עסקי ושיווקי הולם בקטגוריית הדיסקאונט בה היא פועלת, וזאת לצד מבנה הוצאות רזה ויכולות ביצוע ותפעול טובות. כל אלו תומכים להערכתנו ביכולת ייצור הכנסות לצד רווחיות סבירה אשר בולטת ביציבותה ביחס לענף. התרחבות החברה, ובפרט פתיחת 16 סניפים מתחילת שנת 2016 ועד בסמוך למועד דוח זה, רובם סניפים שנרכשו מרשת "מגה", הובילה לגידול ניכר בשטחי המסחר של החברה לצד שיפור הפריסה הגיאוגרפית. צמיחה זו בהיקף הפעילות צפויה לאורך זמן לתרום לשיפור פיזור ההכנסות בין הסניפים, וכן, תומכת בכוח הסחר והמיקוח מול הספקים.

הסיכון בענף קמעונאות המזון בישראל ממשיך להיות מוערך על ידינו כבינוני-גבוה ומושפע לשלילה מחסמי כניסה נמוכים, מתחרות גבוהה בין הרשתות, משינויים בהרגלי הצריכה והטיית מחיר גוברת מצד הצרכנים המגבילים את כוח התמחור של קמעונאות המזון ואת פוטנציאל הצמיחה בענף. שיעורי הרווחיות בענף נמוכים, במיוחד נוכח גמישות תפעולית נמוכה בשל רכיב גבוה של הוצאות קבועות, באופן המעיד על חשיבות היעילות התפעולית והיכולת להתאים את המודל העסקי לשוק משתנה. מאפייני סיכון אלו ממותנים בחלקם על-ידי ביקושים יציבים יחסית, חשיפה נמוכה למחזוריות הכלכלית, וצרכי הון חוזר נמוכים בשל מימון ספקים.

על פי נתוני סטורגקסט, בתקופה ינואר-יוני 2017 רשם שוק המזון בישראל גידול של כ- 1.3% בסך המכר הכספי בהשוואה לתקופת המקבילה אשתקד, וזאת לאחר ירידה של כ- 0.5% בשנת . אנו מעריכים כי אגרסיביות התחרות בענף תתמתן קלות, לאחר שבשנים האחרונות הענף חווה תנודות רבות מצד השחקנים השונים, מאז קריסת רשת "מגה" ורכישתה על ידי יינות ביתן, וזאת בעיקר בשל הערכה לרוויה מסוימת בקצב פתיחת סניפים חדשים וגידול ברכישות און-ליין. להערכתנו, לחברה תלות באיש מפתח שהינו מנכ"ל ובעלים בחברה. מחד, החברה מאפיינת בניהול הדוק וממוקד, ומוטת שליטה חזקה התורמת להערכתנו למיצובה העסקי, ומאידך, תלות זו מהווה סיכון אשראי ויש בה להגביל את יכולת הרשת לצמוח במידה משמעותית ללא עיבוי מערכות הניהול.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי הכנסות החברה צפויות להציג צמיחה שנתית של 14%-12% בשנת 2017 וצמיחה בשיעור מתון יותר של 5%-3% בשנת 2018, כאשר עיקר הגידול בשנת 2017 צפוי לנבוע משיפור בפדיון למ"ר והנבה מלאה בסניפי "מגה" שנקלטו ברבעון הראשון של 2016, והגידול בשנת 2018 - מהטמעת סניפים חדשים שנפתחו ושיפתחו בשנת 2017, בהנחה כי אלו יאפיינו תחילה ברמת מכירות למ"ר נמוכה בהשוואה לסניפים קיימים. לצד זאת, אנו מניחים המשך סטגנציה במכירות בחנויות זהות, וכן גידול במכירות האון-ליין. תרחיש הבסיס מניח כי רווחיות החברה תנוע סביב שיעורי הרווחיות הנוכחיים, רווחיות גולמית ותפעולית בטווח של 23.5%-24.0% ו-2.4%-2.8%, בהתאמה ובדומה לשיעור הרווחיות הנוכחיים. הערכה זו מבוססת בין היתר על שיפור תנאי הרכש

וסחר מול הספקים ובפעילות היבוא המקביל, מכירת סניפים חלשים, ולצד מאמץ ניהולי שיופנה לסניפים הקיימים. מעבר לכך, אנו מעריכים כי רמת התחרות בענף תיוותר גבוהה.

היקף המקורות מפעולות (FFO) בחברה צפוי להערכתנו לעמוד בטווח של 40-50 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2017 ו-2018 והוא הולם את צרכי ההשקעות ההוניות, אשר ינועו להערכתנו בטווח של 30-35 מיליון ₪ בשנה, ולאחר שינויים בהון החוזר וחלוקת דיבידנדים, צפוי התזרים החופשי (FCF) בתרחיש הבסיס לנוע בטווח של 20-10 מיליון ₪ לשנה בשנות התחזית. יחסי כיסוי החוב של החברה בולטים לחיוב ביחס לדירוג, ואף צפויים להשתפר נוכח הערכתנו להמשך קיטון בחוב הפיננסי. תרחיש הבסיס מניח כי יחסי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA וחוב פיננסי ברוטו ל-FFO צפויים ולנוע בטווח הזמן הקצר-בינוני, בטווחים של 1.2-1.7 ו-1.5-2.0, בהתאמה. יחס כיסוי הריבית אף הוא בולט לטובה ביחס לדירוג וצפוי לנוע ברמה של מעל 10.0. נזילות החברה מוערכת על ידינו כגבוהה בשל יתרות נזילות גבוהות משמעותית ביחס לצרכיה השוטפים. להערכתנו לחברה אין תכניות מיזוגים ורכישות קונקרטיים, וככל שתהיה כזו, עשוי הדבר להוביל לבחינת הדירוג. גמישותה הפיננסית של החברה טובה ונשענת על רמת מינוף מתונה ויחסי כיסוי מהירים.

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (במיליוני ₪)

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	Q1 2016	Q1 2017	
739	897	979	1,398	326	383	הכנסות
24	28	25	37	9	8	רווח תפעולי
3.3%	3.2%	2.6%	2.7%	2.8%	2.2%	% רווח תפעולי
(23)	(28)	(55)	(52)	(29)	(3)	השקעות הוניות, נטו
11	21	121	103	118	103	חוב פיננסי
35	28	78	65	84	80	יתרות נזילות
8%	13%	43%	37%	42%	36%	חוב פיננסי (ברוטו) ל- CAP
0.4	0.6	3.3	1.9	3.3	1.9	חוב פיננסי ל- EBITDA
0.4	0.7	3.7	2.3	3.7	2.4	חוב פיננסי ל- FFO
45.1	36.4	8.6	8.2	7.1	8.2	EBIT להוצאות מימון

* ההשקעות ההוניות בשנים 2015 ו-2016 כוללות 21 ו-11 מיליון ₪, בהתאמה, ששולמו תמורת רכישת 11 סניפי "מגה".

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ - נתונים תפעוליים עיקריים:

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	Q1 2016	Q1 2017	
24	29	32	42	42	46	מספר סניפים (סוף תקופה)
0.5%	0.2%	-1.0%	-2.9%	-2.4%	0.1%	צמיחה במכירת חנויות זהות
35,000	35,400	34,200	32,300	8,600	7,700	מכירות למ"ר לתקופה, ₪

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

צמיחה נמוכה וריבוי שטחי מסחר מונעים ירידה ברמת התחרות, אם כי זו נבלמה במעט עם התמתנות בקצב פתיחת הסיניים

ענף קמעונאות המזון מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית ליתר ענפי המשק ומהווה גורם המשפיע לשלילה על סיכון האשראי של החברה. הענף מאופיין בתחרות אינטנסיבית הנובעת, בין היתר, מערך מוסף ובידול נמוכים בין המתחרים בענף, חסמי כניסה נמוכים הבאים לידי ביטוי במספר רב של שחקנים קטנים ומקומיים או רשתות בינוניות בפריסה רחבה יותר, וכן נאמנות צרכנים נמוכה (בעיקר בתחום הדיסקאונט). המאפיינים של תחרות זו באים לידי ביטוי בדינמיות הענף: שינויים בנתחי שוק, יציאה וכניסה של חברות, שיפור איכות השירות, נגישות גיאוגרפית רחבה ועוד. גורמים אלו יחד עם פוטנציאל הצמיחה הענפי המוגבל והשינויים בהרגלי הקנייה של הלקוחות בשנים האחרונות (מודעות כלכלית והטיית מחיר גבוהה) מגבילים להערכתנו את גמישות המחיר מצד הקמעונאים. בהתאם לכך שיעורי הרווחיות נמוכים באופן המגביר את הסיכון הענפי, במיוחד לאור גמישות תפעולית נמוכה המאפיינת את הענף בשל רכיב גבוה של הוצאות קבועות. גורמים אלו הביאו בעבר לקריסת רשתות שיווק ומעידות על חשיבות היעילות התפעולית והיכולת להתאים את המודל העסקי לשוק משתנה. גורמים אלו מקוזזים חלקית להערכתנו נוכח חשיפה נמוכה למחזוריות הכלכלית, ביקושים יציבים יחסית, יכולת השבת הכנסות גבוהה, צרכי הון חוזר נמוכים בשל מימון ספקים וצרכי השקעה מתונים. היקף המכירות שנים 2015-2016 אופיינו בתחרות אגרסיבית אשר באה לידי ביטוי בנתוני סטורנקסט: שיעור שינוי במכירות של מדד מחירי מוצרי הצריכה השוטפת בשוק הקמעונאי (FMCG) רשם בכל אחת משנים אלו צמיחה שלילית של כ-1%, וזאת על אף גידול ריאלי של כ-2.9% וכ-0.6% במכירות שוק ה-FMCG בשנים 2015 ו-2016, בהתאמה. בהתחשב בשיעור הגידול הטבעי באוכלוסייה, שיעורים אלו משקפים צמיחה לנפש נמוכה עד שלילית, הנובעת בין היתר משינוי בהרגלי הקנייה של הציבור. עם רכישת מרבית סניפי רשת "מגה" בחודש מאי 2016 ע"י רשת "יינות ביתן" מידי כונס הנכסים, ובנוסף למכירת סניפים נוספים של מגה לרשתות שיווק נוספות ביניהן רשת ויקטורי, הוסרה אי הוודאות בנוגע לעתידם וכן אחוז נתחי השוק בענף השתנה. להערכת מידרוג, רמת התחרות האגרסיבית בענף קמעונאות המזון בישראל צפויה להתמתן במידה מסוימת בשנת 2017 (אם כי להיוותר גבוהה), ותבטא לדוגמא בירידה ברמת המבצעים ברשתות, וזאת בין היתר בשל הערכה להאטה בקצב פתיחת סניפים חדשים, בעיקר בשל רוויה מסוימת בזירת חנויות הדיסקאונט וגידול ברכישות און-ליין. ניכר כי שתי השחקניות הגדולות בענף: שופרסל ויינות ביתן יוסיפו להתמקד בתקופה הקרובה בצד הפיתוח העסקי/שיפור הרווחיות, הראשונה סוללת את ערוץ קמעונאות האון ליין בישראל ואילו השנייה מטמיעה את פעילות מגה שנרכשה לפני כשנה. על פי נתוני סטורנקסט למחצית הראשונה של שנת 2017, שוק ה-FMCG רשם גידול ריאלי של 1.0%, ומדד מחירים חיובי של 0.3%, וסה"כ צמיחה כספית של כ-1.3%, נתונים המשקפים צמיחה נמוכה אך חיובית. בטווח הזמן הבינוני, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון המשך מאפייני תחרות גבוהים, בדגש על הזירה העירונית.

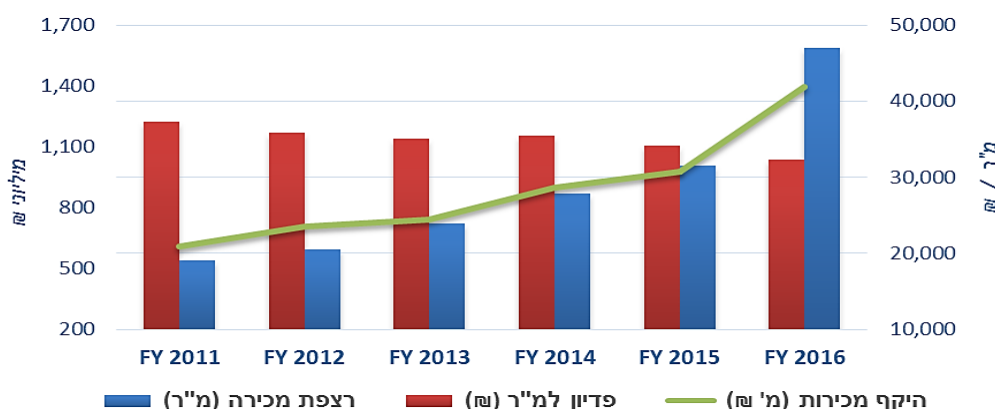
פרופיל עסקי הולם המותאם לטעמי הציבור, לצד ניהול עסקי ממוקד, צלחו את מיזוג סניפי מגה

החברה הינה אחת מקמעונאיות המזון הבינוניות בגודלן בישראל, עם כ-45 סניפים פעילים בסמוך למועד דוח הדירוג (כולל סניפים שנפתחו ונמכרו בחודשים אפריל ומאי 2017) ונתח שוק של כ-3.6% נכון לשנת 2016 (על פי הערכות החברה). רשת ויקטורי גדלה באופן עקבי לאורך שנות פעילותה, כאשר בשנים 2016-2017 עם רכישת 11 סניפי "מגה" ו-"YOSU" (שמרביתם נפתחו במהלך הרבעון הראשון של 2016) ופתיחת 5 סניפים חדשים (בעיקר מאז תחילת 2017), החברה הגדילה את שטחי המסחר בשיעור של כ-60% ועלתה מדרגה ברמת הפעילות. גידול שטחי המסחר הביא לגידול משמעותי במחזור המכירות (צמיחה ממוצעת שנתית של 24% בשנים 2013-2016, וכן צמיחה בשיעור של 17% ברבעון הראשון ל-2017 למול רבעון מקביל אשתקד), ואולם הפדיון למ"ר בחנויות זהות נשחק בשנת 2016 בכ-2.9% (ירידה מ-34.2 א' ש ל-33.2 א' ש). שחיקה זו נבעה בעיקר משינוי בתמהיל סל הקניות של הצרכן למוצרים זולים יותר (לא ממותגים) וכן בשל שיפוצים שנערכו במספר סניפים. יש לציין כי הנתון לעיל מנטרל את סניפי מגה שנקלטו ברשת ויקטורי בחודשים הראשונים של 2016, ומאופיינים בשטחי מכירה גדולים יחסית לסניפים הוותיקים, ובפדיון למ"ר נמוך יותר. להערכתנו נתון שלילי זה אפיין חלק גדול מהענף, כפי שניתן לראות בירידה של 1.1% במדד מחירי סטורנקסט לשנת 2016, וכן בירידה במכירת חנויות זהות אצל שחקניות נוספות.

הגידול האמור במחזור המכירות, במצבת הסיניים ובשטחי המסחר, יש בהם לשפר את מיצובה העסקי של החברה, באמצעות חיזוק כוחה מול ספקים ואפשרויות היבוא המקביל, הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של הסיניים והגדלת פיזור ההכנסות והרווח בין הסיניים. החברה עמדה בתכניתה האסטרטגית למיזוג והטמעה של כמות גדולה של סניפי מגה, תוך שמירה על שיעורי הרווחיות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי מחזור המכירות של החברה ינוע סביב 1.57-1.59 מיליארד ₪ ו-1.64-1.66 מיליארד ₪ בשנים 2017 ו-2018, בהתאמה, המשקף צמיחה של 12%-14% ו-3%-5% בשנים 2017 ו-2018, בהתאמה. ההערכה לשנת 2017 מניחה צמיחה חיובית בפדיון למ"ר בחנויות זהות בטווח 2%-3%, המושפעת לטובה בעיקר מהנבה מלאה של הסניפים שנרכשו ממגה, ומקוזזת ע"י צמיחה אפסית עד שלילית נמוכה בסניפי ויקטורי הוותיקים, וזאת על רקע הסטגנציה בענף בשנים האחרונות (על אף גידול האוכלוסייה). נוסף על כך יושפעו המכירות מ-4 סניפים שהחלו לפעול ברבעון ראשון 2017, ו-3 סניפים נוספים הצפויים להיפתח בהמשך השנה. בשנת 2018 אנו צופים שמירה על היקף המכירות בחנויות זהות, כאשר עיקר הצמיחה תנבע מהנבה מלאה וצמיחה בפדיון למ"ר עם הגידול בתנועת הלקוחות בסניפים אשר נפתחו בשנת 2017. מכירות האון ליין בחברה מצויות אומנם בצמיחה גבוהה, אולם היקפן עדיין זניח יחסית לסך המכירות.

רשת ויקטורי: היקף פעילות והפדיון לשטחי מסחר



היעדר בידול משמעותי פוגם במיצוב העסקי ומחליש את יכולת השבת ההכנסות לאורך זמן

האסטרטגיה השינוקית של החברה לבידול הרשת אל מול המתחרים הינה מחירים מוזלים, ריבוי מבצעים ומגוון רחב של מותגים ברמה דומה בכל הסניפים. הצעת הערך של החברה ללקוחותיה אינה שונה באופן מהותי מזו של מתחריה הישירים אולם תואמת את המגמות הצרכניות בענף, בדגש על הטיית מחיר גבוהה של הלקוחות. השקתו של אתר מכירות מקוון של מוצרי החברה אשר צפוי לתרום מכירות להערכת החברה בהיקף של 30-40 מיליון ₪ בשנה, תורם גם כן למיצובה וגם ליעילות תפעולית (מאפשר אספקה מסניפים חלשים), אך נותר זניח יחסית בשורת הרווח. מיצובה העסקי של החברה מושפע לשלילה מהיעדר פיזור בסגמנטים נוספים בענף קמעונאות המזון ופעילות שולית יחסית בתחומי תווי הקנייה ומועדון לקוחות. רכישת סניפי מגה הובילה לשינוי בתמהיל הסניפים של רשת ויקטורי, המונה כיום יותר "סניפים שכונתיים" בערי גוש דן והשרון, תורמים למיצובה העסקי ומאופיינים בשיעורי רווחיות גבוהים יותר לעומת סניפי דיסקאונט.

להערכתנו, החברה מאופיינת במוטת שליטה ובניהול הדוק וממוקד, לצד תלות גבוהה באנשי מפתח, בני משפחת רביד.

רווחיות יציבה וסבירה ביחס לענף המאופיין בכריות רווחיות נמוכה

שיעורי הרווחיות של החברה בולטים ביציבותם לאורך השנים, יחסית לענף תחרותי זה ולתנודות בו בשנים האחרונות. הרווחיות הגולמית של החברה עמדה על שיעור יציב יחסית של כ-23.3% בממוצע בחמש השנים האחרונות ואף השתפרה במהלך שנת 2016. יציבות הרווחיות מצביעה להערכתנו על יכולות רכש וניהול סחר ממוקדים מול הספקים, המקנים לרשת יכולת התמודדות טובה עם רמת התחרות הגבוהה בענף, באמצעות תמחור אטרקטיבי יחסית. בנוסף, בשנה וחצי האחרונות, עם רכישת סניפי מגה, הרחיבה החברה את הפעילות במרכזי הערים, אשר מאופיינת ברווחיות גולמית גבוהה יותר. להערכתנו, רמת רווחיות זו ממקמת את החברה בטווח העליון של "שחקניות המחיר", ובהלימה לאסטרטגיה של החברה. שיעור הרווחיות התפעולית של החברה (לפני הוצאות/הכנסות אחרות) רשם ירידה בשנים 2014-2015 (מרמה של 3.3% לרמה של 2.6%), שנבלמה בשנה החולפת, והוא הושפע מכך שגידול הרשת בשנים אלו נבע מפתיחת חנויות חדשות ואילו מכירות החנויות הזרות רשמו ירידה או סטגנציה. ברבעון הראשון

של 2017 ניכרת ירידה ברווחיות התפעולית, שעמדה על שיעור של 2.2%, הנובעת מירידה ברווחיות הגולמית בשל הגדלת מועדון הלקוחות שהובילה לעלייה בהיקף ההנחות ובשל עליית שכר המינימום (לאחר רבעון ראשון 2016) וגידול בהוצאות שכ"ד ואחזקה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח שמירה על שיעורי הרווחיות הנוכחיים, עם רווחיות גולמית בטווח של 24.0%-23.5% ורווחיות תפעולית בטווח של 2.8%-2.4%. הערכה זו מבוססת על ההנחות העיקריות כדלקמן: (1) שיפור תנאי הרכש ויכולת המיקוח בעקבות הגידול בהיקף הפעילות של החברה. (2) התייעלות ושיפור פריון העבודה עם הטמעה מלאה של תוכנת שכר וניהול משמרות בסניפי החברה, ומאמץ ניהולי שיופנה לסניפים הקיימים לשיפור שיעורי הרווחיות לאחר ההתרחבות המשמעותית של רשת. (3) מכירת שני סניפים "הפסדיים" (אשדוד מהדרין ורכסים - אשר פנו למגזר הדתי). (4) גידול שכר המינימום ב-1 לדצמבר 2017; מעבר לכך, אנו מעריכים כי רמת התחרות בענף תיותר גבוהה (כאמור גם לעיל) וכי הטיית המחיר של הלקוחות תוסיף להגביל את כוח התמחור של קמעונאות המזון.

פרופיל פיננסי חזק: יציבות התזרים התפעולי ורמת מינוף מתונה צפויים להימשך

להערכתנו, החברה צפויה לפרוע את אגרות החוב (סדרה א') ממקורותיה הפנימיים, ללא צורך במחזור חוב, כך שרמת המינוף ברוטו של החברה צפויה להמשיך לרדת עם פירעון השוטף של אגרות החוב.

לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, בהתאם להנחות הנזכרות לעיל, הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) והמקורות מפעולות (FFO) של החברה צפויים לעמוד בטווח של 50-60 מיליון ₪ ו-40-50 מיליון ₪, בהתאמה, בשנים 2017 ו-2018. תזרימי המזומנים התפעוליים של החברה צפויים להיות יציבים יחסית בהתאם להנחות הבסיס לעיל והם מושפעים לחיוב מרמת מינוף מתונה, עם יחס חוב פיננסי לקאפ של 36% ליום 31.03.2017. אנו מעריכים כי השקעות החברה ימומנו בעיקר ממקורות פנימיים - יתרות נזילות והתזרים החופשי, תוך צפי להשקעות הוניות שנתיות של 30 עד 35 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2017-2018, בשל הגידול המשמעותי בשטחי המסחר, ותחת ההנחה כי החברה תמשיך בפתיחה ו/או רכישה ממומנת של סניפים.

החברה ממומנת כיום בעיקר על ידי אגרות חוב שהונפקו ואשראי ספקים, אשר עומד על ממוצע תלת שנתי של כ-76 ימים נכון ליום 31.03.2017 - בדומה לממוצע הרב שנתי.

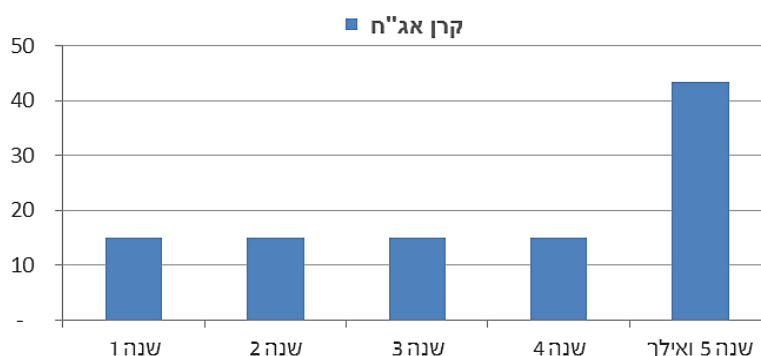
יחסי כיסוי החוב של החברה מהירים ביחס לדירוג ומפצים במידת מה על הסיכון הענפי, התחרות הגבוהה ורמת הרווחיות הצרה. כך, יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ויחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFO צפויים לנוע להערכתנו בטווח של 1.7-1.2 ו-2.0-1.5, בהתאמה. השיפור ביחסי כיסוי החוב צפוי לנבוע מגידול מסויים בתזרימי המזומנים התפעוליים, וזאת לצד הירידה בהיקף החוב הפיננסי של החברה עם בהתאם ללוח הסילוקין. יחס EBIT לרווחיות מימון הינו מהיר ביחס לרמת הדירוג, ועל פי הערכותינו צפוי לנוע בטווח של 10.0-14.0, באופן התומך בגמישותה הפיננסית של החברה.

נזילות וגמישות פיננסית טובות, מהלכים לעיבוי הנזילות בטווח הקצר-בינוני

גמישותה הפיננסית של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה נוכח רמת מינוף נמוכה אשר צפויה להמשיך במגמת השיפור, נגישות טובה למקורות מימון הנתמכת ביחסי כיסוי חוב וריבית מהירים וכן בשל לוח סילוקין נח של אגרת החוב (סדרה א'). לחברה אמות מידה פיננסיות בקשר עם אגרות החוב שהנפיקה, בהן היא עומדת במרווח רב. כתבי אופציות אשר הונפקו כחלק ממהלך גיוס החוב בחודש אוגוסט 2015 ואשר שויים ליום 31.12.2016 עמד על כ-57 מיליון ₪ (ונמצאות "בתוך הכסף" בסמוך למועד דוח זה) לא הובאו בחשבון בתסריט הבסיס של מידרוג, בשל אי הוודאות (מועד המימוש עד 30.06.2018).

נזילות החברה טובה ומושתת בעיקר על יתרות נזילות בהיקף משמעותי, שיתרתם כ-80 מיליון ליום 31.03.2017, כ-22 מיליון ₪ מתוכן מושקעות בתיק השקעות סולידי. כמו כן, התזרים התפעולי הולם את צרכי החברה, לרבות וצרכי הון חוזר נמוכים בהתבסס על ימי אשראי ספקים ארוכים. בהתאם לתסריט הבסיס לעיל, אנו מניחים תזרים חופשי (FCF) בהיקף של 20-10 מיליון ₪ בשנת 2017, הכולל גם חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות החברה (חלוקה של 30% מהרווח הנקי). לחברה מסגרות אשראי חתומות בהיקף נמוך ביחס להיקף פעילותה, מיליוני שקלים בודדים, באופן המאפיין את הענף הנסמך בעיקר על אשראי ספקים.

לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.03.2017 (במיליוני ₪):



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שמירה על הפרמטרים התפעוליים ועל שיעורי הרווחיות עם הגידול בהיקף הפעילות
- הקטנת רמת המינוף ושיפור ביחסי הכיסוי, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג

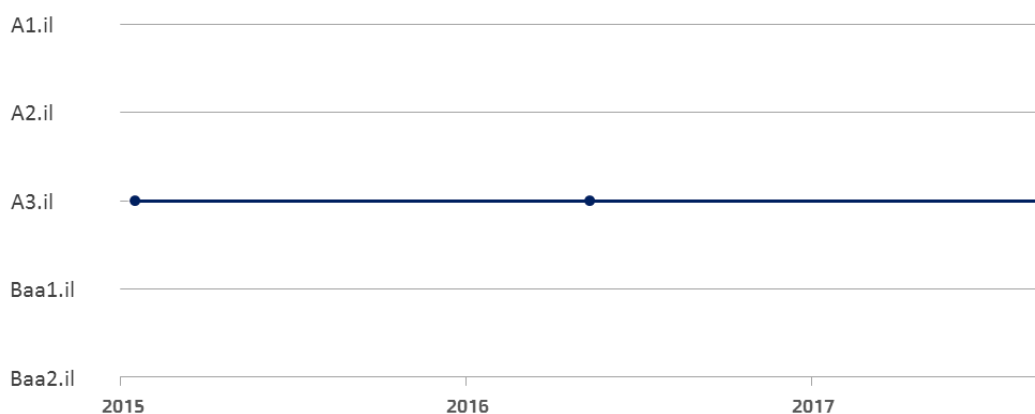
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- רכישות ומיזוגים שאינם בליבת הפעילות של החברה ובפרופיל סיכון גבוה יותר
- שינוי לרעה בפרופיל הפיננסי של החברה - גידול ברמת המינוף והאטה ביחסי הכיסוי

אודות החברה

ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ הינה חברה ציבורית הפעילה משנת 1996 בתחום קמעונאות המזון ומתמקדת בתחום חנויות הדיסקאונט תחת המותג "ויקטורי". נכון ליום 31.03.2017 מפעילה החברה 46 מרכזים בפריסה ארצית בשטח מסחרי כולל של כ-46.3 אלף מ"ר, ומעסיקה כ-2,186 עובדים. אסטרטגיית השיווק של החברה מדגישה סל קניות מוזל לצרכן הפרטי תוך הצעת מגוון רחב של מוצרים, לרבות מותג פרטי "המותג", בו היא מחזיקה 20% בשיתוף רשתות נוספות, וכן מגוון רב של מוצרים המיובאים ישירות מחו"ל ביבוא מקביל. בעלת השליטה בחברה הינה משפחת רביד, כאשר מר חיים רביד (כ-3.04% מהון המניות) מכהן כנשיא החברה וסמנכ"ל הכספים, מר אייל רביד (31.95%) מכהן כסמנכ"ל החברה ומר אברהם רביד (31.95%) מכהן כסמנכ"ל תפעול ופיתוח עסקי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ, מעקב - יולי 2016](#)

[דירוג חברות קמעונאות, דו"ח מתודולוגי - מאי 2016](#)

[התאמה בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דצמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

26.07.2017	תאריך דוח הדירוג:
25.07.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.07.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ויקטורי רשת סופרמרקטים 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 המדרגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת 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 המדרגים C.il מציגים, על פי שיפוטת 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 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.

© 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 הרחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 סיכויי 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 סיכויי 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 התייחסות 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 ההשקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע 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.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, 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 אחרת שהדין אינו 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 מודיט'ס Moody's (להלן: "מודיט'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיט'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודיט'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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 עובדות ועדת הדירוג שלה.