

ארקו החזקות בע"מ

דירוג ראשוני | פברואר 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
kobir@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

ארקו החזקות בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג A3.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה ארקו החזקות בע"מ ("ארקו" או "החברה").

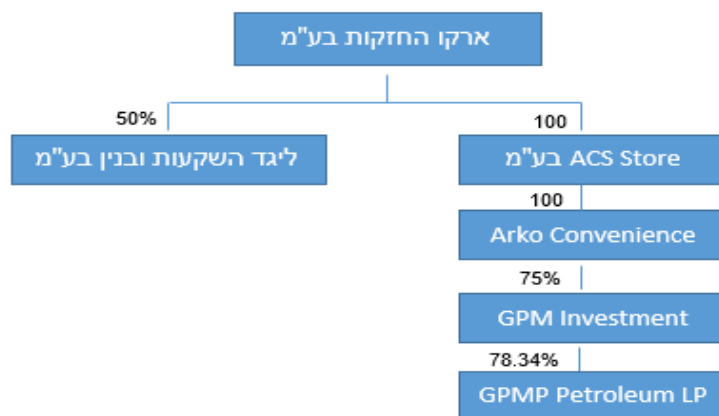
אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'*	3100245	A3.il	יציב	30.6.2024

* אגרות החוב (סדרה ג') מגובות בשעבוד של 214 מניות אי.סי.אס סטורס בע"מ ("ACS") המהווים 21.4% מהון המניות המונפק והנפרע של ACS וכן בשעבוד על הלוואות בעלים אג"ח ג' כפי שהוגדרו בשטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרה ג').

אודות החברה

ארקו הינה בעלת השליטה ב GPM Investments LLC ("GPM", A3.il), בעקיפין באמצעות תאגידים בשליטתה המלאה, ומחזיקה 75% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ומזכויות ההצבעה ב- GPM (אחזקה אפקטיבית בהון של 69.375%). GPM פועלת בתחום חנויות הנוחות המשולבות במתחמי תדלוק בחוף המזרחי של ארה"ב, בדרום מזרח ארה"ב, מיד אטלנטיק וכן במרכז ארה"ב. לארקו פעילות נוספת לא מהותית של אחזקה במלון בוטיק בנהריה באמצעות ליגד השקעות ובניין בע"מ. קרן ההשקעות Davidson Kempner Capital Management, LLC מחזיקה ב- 22.4% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה ב GPM (כ- 20% אפקטיבי בהון) וקרן ההשקעות Harvest Partners מחזיקה ביחידות בכורה המקנות לה 7.5% מחלוקות שתבצע GPM וכן קדימות בפירוק ובכ- 2.6% מיחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה (סך כולל כ- 10% אפקטיבית בהון). יו"ר ומנכ"ל ארקו הוא מר אריה קוטלר, שהינו גם מבעלי השליטה בה ומשמש כנשיא ומנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011. להלן מבנה החזקות החברה:



שיקולים עיקריים לדירוג

ארקו אופיינה ע"י מידרוג כחברת החזקות תפעולית² בתחום קמעונאות הדלקים, נוכח זיקה עסקית ומימונית גבוהה עם החזקתה העיקרית GPM (A3.il). GPM פועלת בענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב, המאופיין על ידי מידרוג בסיכון עסקי בינוני, נוכח ביקושים יציבים יחסית, אולם תחרות גבוהה ומשוכללת הלוחצת את מרווחי שיווק הדלקים. מעמדה העסקי של GPM מושפע לחיוב מהיקף פעילות משמעותי, הכולל כ- 650 מיליון גלונים של דלק ששיווקה החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 ופריסה גיאוגרפית רחבה הכוללת כ- 1,100 אתרים ברחבי ארה"ב. מנגד, הפרופיל העסקי מוגבל בשל מרווח שיווק צר וצמיחה פנימית נמוכה

¹ חברה בבעלות מלאה של ארקו שכל פעילותה הינה החזקה בעקיפין בזכויות GPM, באמצעות התאגיד האמריקאי Arko Convenience Stores LLC המוחזק בבעלותה המלאה.

² לתיאור המאפיינים המשמשים בהבחנה בין סוגי חברות החזקה, מידרוג מפנה למתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2017 באתר מידרוג: <https://www.midroog.co.il>

של הפעילות. אסטרטגיית החברה להתרחבות בדרך של רכישת מקבצים של חנויות נוחות ותחנות דלק ומיזוגן לפעילות הקיימת צברה טרק רקורד חיובי בשנים האחרונות, אולם עודנה נושאת סיכון אשראי בהיותה כרוכה במינוף משמעותי. בתוך כך, לאחרונה חתמה GPM על הסכם לרכישת פעילות של 267 חנויות נוחות אליהן צמודות תחנות דלק, לפיו תידרש GPM במועד הקלזינג להעמיד סכום כולל של 46.1 מיליון דולר³.

ארקו מעמידה חלק ניכר ממקורות המימון לצמיחתה של GPM לצד מימון בנקאי שנוטלת GPM ומקורות נוספים. בין ארקו לבין PNC Bank, National Association ("PNC") שהינו הבנק המממן העיקרי של GPM נחתמו הסכמים המסדירים בין השאר את הקצאת הבטוחות בין המממנים בהתאם למימון שהעמיד כל אחד מהצדדים והבטוחות שנרשמו לטובתו. לטובת כל אחד מהמממנים העמידה GPM שעבודים מדרגה ראשונה על זכויותיה בתחנות הדלק וחנויות הנוחות שמומנו (ובכלל זה הון חוזר) באותם כספי מימון. על בסיס זאת, מידרוג הביאה בחשבון כי הלוואות הבעלים שמעמידה ארקו ל-GPM אינן נופלות בבכירותן ביחס לחובות החיצוניים של GPM.

רמת המינוף של החברה גבוהה ביחס לדירוג ומושפעת מהיקף הרכישות והמיזוגים, הממומנים ברובם בחוב פיננסי וכן היא מושפעת מהיוון שמבצעת מידרוג בגין התחייבויות חוץ-מאזניות לחכירה תפעולית. יחס חוב מותאם לקאפ במאזן המאוחד של ארקו עמד על כ-75% ליום 30.09.2017, בסימן שיפור בשנתיים האחרונות, לאחר שארקו גייסה מקורות הוניים בהיקף משמעותי באמצעות המרה להון מניות של אגרות חוב (סדרה ח') ומכירת יחידות השתתפות ב-GPM לקרן Harvest. כמו כן ארקו לא חילקה דיבידנדים בשנים האחרונות, תוך שהיא מפנה את מרבית מקורותיה למימון הצמיחה של GPM. להערכת מידרוג מדיניות זו צפויה להימשך בעתיד הנראה לעין. יחסי כיסוי החוב של החברה (ארקו מאוחד) גבוהים יחסית לרמת הדירוג, כאשר על פי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2018, ומבלי להביא בחשבון עסקאות שטרם הושלמו עד לסוף שנת 2017, יחס חוב מותאם ל-Adj. EBITDAR וחוב מותאם ל-FFOR צפוי לעמוד בטווח 4.0 - 4.5 ו-6.0 - 6.5, בהתאמה. להערכת מידרוג, עסקת הרכישה שנחתמה לאחרונה, תעלה את רמת המינוף של החברה ככל שתושלם, ובאופן כללי מידרוג אינה צופה ירידה ברמת המינוף כל עוד תימשך אסטרטגיית החברה להתרחבות בדרך של רכישות, ולנוכח צמיחה פנימית נמוכה של הפעילות. יש לציין כי GPM בוחנת בימים אלו הנפקה ראשונה לציבור של GPMP. ככל שתבוצע הנפקה, מידרוג תבחן את היקפה, השימוש והיעוד של כספיה ורמת המינוף הצפויה לשרור לאחר ההנפקה.

לחברה גמישות פיננסית טובה להערכת מידרוג, הנשענת על מסגרות אשראי לא מנוצלות ב-GPM בסך כ-31 מיליון דולר נכון ליום 30 בספטמבר 2017 המיועדות למימון הון חוזר ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-95 מיליון דולר ב-GPMP למימון עסקאות רכישה והון חוזר. בנוסף, גיוסי ההון בארקו, כנזכר לעיל, תרמו לשיפור גמישותה הפיננסית תוך הקטנת המינוף ביחס להלוואות הבעלים והגדלת יתרות המזומנים.

נזילות ארקו (סולו) הינו טובה ביחס לצורכי הפרעונות העומדים בפניה ויתר השימושים. להערכת מידרוג, התזרים החופשי של GPM בהיקף 10-20 מיליון דולר לשנת 2018 לפי תרחיש בסיס של מידרוג, צפוי לשמש בחלקו לפרעונות שוטפים מול הבנקים, ואילו הלוואות הבעלים מול ארקו עשויות לעמוד בחלקן בפני מיחזור, כתלות בהחלטתה של ארקו ובצרכיה.

להערכת מידרוג, לארקו חשיפה מטבעית לא מבוטלת הנובעת מכך שחלק ניכר ממקורות המימון של החברה הינם שיקליים בעוד פעילותה של GPM נקובה בדולר ארה"ב. יש לציין כי הלוואות הבעלים המועמדות ל-GPM נקובות ברובן בש"ח ואינן צמודות דולר. החברה אינה נוהגת לבצע הגנה על חשיפה זו והדבר מהווה סיכון אשראי בדירוג.

להערכתה של מידרוג, קיומן של הבטוחות לטובת מחזיקי אגרות החוב מסדרה ג' אינה מביאה הטבה דירוגית ביחס לדירוג המנפיק של החברה בשל טיב הבטוחות והיקפן ביחס לחוב.

³ דיווח מידי בדבר התקשרות GPM בהסכם רכישה, אסמכתא 2017-01-115423 - <http://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1138001-1139000/P1138073-00.pdf>

ארקו החזקות בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

2013	2014	2015	2016	1-9 2016	1-9 2017	
4,961	6,322	6,754	7,476	5,434	7,169	סך הכנסות
569	876	1,242	1,520	1,120	1,324	רווח גולמי
(4)	46	93	107	87	87	רווח תפעולי*
(0.7%)	5.3%	7.5%	7.0%	7.7%	6.6%	רווח תפעולי / רווח גולמי
355	441	651	1,017	634	992	חוב פיננסי ברוטו**
80.8%	81.9%	86.4%	77.9%	77.0%	75.4%	חוב לקאפ מותאם
5.7	4.5	4.3	4.9	4.1	4.6	חוב פיננסי ברוטו מתואם ל EIBTDAR
9.5	6.8	7.0	8.3	6.5	8.3	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל FFOR

* רווח תפעולי בנטרול הוצאות אחרות ובנטרול חלק החברה ברווחי והפסדי חברות מוחזקות.

** חוב פיננסי ברוטו בנטרול ניירות ערך סחירים משועבדים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

זיקה עסקית ומימונית גבוהה עם אחזקת הליבה GPM הצפויה להימשך גם בשנים הקרובות

ארקו כבעלת שליטה ב-GPM מחזיקה במושכות האסטרטגיה, הניהול והמימון של GPM, בהובלת מר אריה קוטלר, בעל השליטה בארקו, המשמש מנכ"ל בשתי החברות ומהווה להערכתה של מידרוג איש מפתח בחברה. ארקו מתווה את האסטרטגיה להרחבת פעילותה של GPM באמצעות רכישת מקבצים של חנויות נוחות ותחנות דלק לרוחבה של ארה"ב ומיזוג בפעילות הקיימת של GPM. בנוסף, משמשת ארקו מקור מימון משמעותי לעסקאות הרכישה של GPM, באמצעות גיוס אגרות חוב בישראל או גיוס הון (בעיקר בשנה האחרונה) והזרמת עיקר הכספים לחברה הבת בדרך של הלוואות בעלים. הלוואות הבעלים שמעמידה ארקו ל-GPM עומדות בדרגה שווה ליתר המממנים הבכירים של GPM ומובטחות בשעבודים מדרגה ראשונה על הנכסים שנרכשו בעסקאות אלו. על בסיס הצהרת החברה כי בכוונתה להוסיף ולהחזיק ב-GPM כנכס מהותי עיקרי, ולייעד את השקעותיה לאחזקה זו, מידרוג לא הביאה בחשבון שינוי במבנה האחזקות ובמודל העסקי של ארקו. לאור המאפיינים לעיל, דירוג ארקו התבסס על מתודולוגיה לדירוג חברות קמעונאות ומיצובה הפיננסי נבחן בעיקר על בסיס נתונים פיננסיים מאוחדים, אלא אם צוין אחרת בפירוט.

ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מאופיין בביקושים יציבים אך בתחרות גבוהה ומשוכללת הלוחת את מרווח השיווק;

מעמדה של GPM נתמך בהיקף פעילות משמעותי ופריסה גיאוגרפית רחבה

נכון ליום 30.9.2017 רשת חנויות הנוחות של GPM מונה כ- 1,100 אתרים (בהשוואה לכ- 1,000 אתרים בסוף שנת 2016). בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 סיפקה החברה כ- 650 מיליון גלונים של דלק, היקף המשקף גידול של כ- 30% לעומת שנת 2016, היקף המכירות בחנויות הנוחות בתשעת החודשים הראשונים של השנה הסתכם בכ- 776 מ' דולר. אתרי החברה נפרשים על פני 18 מדינות בארה"ב. GPM מהווה אחד השחקנים הגדולים בענף חנויות הנוחות בארה"ב (מקום שביעי נכון למועד דו"ח זה), זאת לצד שחקניות גדולות ממנה כגון 7-Eleven, Circle K, Murphy, Speedway. בשנת 2016 רכשה החברה כ- 244 אתרים (לרבות עסקאות Admiral ו-jiffistop), בשנת 2017 נרכשו jiffy-stop ו-Roadrunner. בסמוך למועד דוח זה חתמה GPM מול בנק PNC על מימון מחדש של הלוואותיה, באופן המרווח את לוח הסילוקין לשנים הקרובות. GPM הודיעה בחודש דצמבר על חתימת הסכם לרכישת 267 אתרים, חלקה של GPM בעסקה (כולל עלויות עסקה) מסתכם בתשלום של כ- 46.1 מיליון דולר בתוספת תשלום בגין מלאי ומזומנים. מידרוג מעריכה כי עיקר המימון לעסקה יבצע מגידול בחוב הפיננסי ברמת ארקו ו/או GPM.

⁴ דיווח מידי בדבר התקשרות GPM בהסכם רכישה, אסמכתא 2017-01-115423 - <http://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1138001-1139000/P1138073-00.pdf>

ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מאופיין על ידי מידרוג בסיכון עסקי בינוני, המושפעת לחיוב מביקושים יציבים יחסית למוצרי הדלק וחנויות הנוחות, בהיותם מוצרים בסיסיים בעלי רגישות נמוכה למחזוריות הכלכלית. הרווח הגולמי מפעילות הדלקים הנו, נמוך, מאפיין אינהרנטי לענף כולו, כאשר עיקר הרווח נובע ממכירות מוצרים ושירותים בחנויות הנוחות. הענף מושפע לשלילה מרמת תחרות גבוהה ורגישות מחיר של צרכנים, המובילה לרווחיות נמוכה ממכירות דלקים. בשנים האחרונות ניכרת בענף מגמת התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות על מנת להשיא יתרונות לגודל ברכש ובהפצה. מידרוג מעריכה כי מגמות אלו בענף יימשכו גם בטווח הבינוני והארוך. חסמי הכניסה לענף אינם גבוהים יחסית וכוללים השקעה באתרים, ציוד ומלאים והסכמים עם ספקי דלק וסחורות. הפעילות בענף מאופיינת בעונתיות חזקה, כאשר בחודשי החורף הפעילות סובלת מתנועה נמוכה ואילו חודשי הקיץ מפצים על כך. רווחיות החברה מושפעת ממרווח שיווק דלקים צר בבסיסו, מאפיין ענפי הנובע מהתחרות הגבוהה ומאפיין הצריכה בשוק האמריקאי כמפורט לעיל. הרווחיות ממכירות חנויות הנוחות הינה גבוהה יחסית ויציבה. ככלל, פעילות הדלקים תורמת כשליש מהרווח הגולמי לפני עלויות סליקה, ואילו מכירות החנויות תורמות כשני שלישים נוספים. בדומה לחברות קמעונאיות אחרות, החברה מאופיינת במרכיב גבוה של הוצאות קבועות, ובראשן הוצאות שכירות, פחת וכוח אדם. בהתחשב במרווח השיווק הצר במכירות הדלקים ובהיעדר צמיחה פנימית משמעותית בהיקפי הפעילות, גדלה החשיפה של תזרימי המזומנים לעיתות של האטה בפעילות או שחיקה במרווח, גורם המשפיע לשלילה על דירוג החברה.

GPM מציגה צמיחה פנימית נמוכה, עד שלילית מתונה, במכירות הגלוניות ובמכירות חנויות הנוחות, נוכח אסטרטגייה להתרחבות בדרך של רכישות חדשות על פני השקעות משמעותיות בחנויות הקיימות וכן נוכח תחרות וצמיחת תמ"ג מתונה בארה"ב. להערכת מידרוג, היעדר צמיחה פנימית מקשה על מיצוי משמעותי של יתרונות לגודל. כרית הרווחיות הצרה ממכירת דלקים מהווה גורם שלילי בדירוג, והינה מושפעת ממרווח שיווק דלקים נמוך ומרכיב גבוה של הוצאות שכירות ושכ"ע. מידרוג מעריכה כי מרווח שיווק הדלקים יישמר בטווח של 18-20 סנט לגלון בדומה לשנים האחרונות וכן שמירה על שיעורי רווחיות יציבים בחנויות הנוחות. שיעור הרווח התפעולי לרווח הגולמי של GPM ירד בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 ועמד על 7.1% אל מול 7.7% בתקופה המקבילה, עיקר הירידה נבעה מתמיהל מוצרים אשר מאפיין חלק מהרכישות האחרונות וכן מעלייה בהוצאות שכ"ע. בתרחיש הבסיס לשנת 2018 מניחה מידרוג צמיחה פנימית שלילית מתונה במכירות הגלוניות בשל המשך המגמות הקיימות וגידול מתון במכירות חנויות הנוחות. להערכת מידרוג, GPM מוגבלת בצמיחתה הפנימית בשל המגמות שתוארו לעיל, ובהתחשב בהיקף ההשקעות המתון באתרים הקיימים.

אסטרטגיית ההתרחבות לצד צמיחה פנימית נמוכה בפעילות הקיימת צפויות להותיר רמת מינוף גבוהה גם בעתיד

GPM הגדילה את התחייבויותיה בשנים האחרונות לצורך רכישת מקבצים של תחנות דלק וחנויות נוחות ברחבי ארה"ב כמתואר לעיל. הרכישות מומנו בעיקר באמצעות הלוואות בעלים שהעמידה ארקו ל-GPM וכן הלוואות בנקאיות לז"א שנטלה GPM. מקור תזרימי מהותי נוסף נבע מהנפקת יחידות השתתפות בשותפות המוגבלת GPMP Petroleum LP שמחזיקה GPM (78.34%) אשר הזרימה לקופתה בשנת 2016 כ-70 מיליון דולר תמורת זכויות האספקה של דלקים לתחנות הדלק. הכספים שהעמידה ארקו כהלוואות הבעלים ל-GPM, מקורם באגרות החוב שהנפיקה ארקו לאורך השנים, בהמרת אגרות חוב (סדרה ח') להון מניות בסך כ-160 מיליון \$ ערך נקוב בעיקר בחודש דצמבר 2016 ובתמורה שקיבלה ארקו עבור יחידות השתתפות עדיפות ב-GPM שמכרה לקרן Harvest בסך 23.75 מיליון דולר ברבעון הראשון של שנת 2017 (סה"כ השקיעה קרן Harvest 62.5 מיליון דולר ביחידות השתתפות של GPM שמכרו לה ארקו וקרן DK).

הזרמות ההון כמתואר לעיל צמצמו במידה מסוימת את רמת המינוף של ארקו (מאוחד) אולם זו נותרה גבוהה, עם יחס חוב לקאפ מותאם של כ-75% נכון ליום 30.09.2017 (ארקו מאוחד) לעומת שיעור של כ-86% בסוף שנת 2015. שיעור המינוף הגבוה מושפע גם מהיוון שעורכת מידרוג בגין התחייבויות חוץ-מאזניות לחכירה תפעולית ארוכת טווח של חנויות נוחות ומתחמי תדלוק, שמרביתם אינם בבעלותה של GPM אלא בחכירה לתקופות של 15-20 שנה, בתוספת מספר אופציות הארכה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2018-2019, יחסי חוב מותאם ל-Adj. EBITDAR וחוב מותאם ל-Adj. FFOR צפויים לעמוד בטווח בין 4.0 - 4.5 ו-6.0 - 6.5,

בהתאמה. יחס Adj. EBIT לסוף שנת 2017 וללא עסקת הרכישה שנחתמה לאחרונה. מידרוג אינה צופה שיפור משמעותי ביחסי כיסוי החוב בשל הצמיחה הפנימית הנמוכה בפעילות ובשל המשך השקעה בהגדלת אתרי החברה. בתוך כך, העסקה שצפויה GPM להשלים בזמן הקרוב, לרכישת 267 תחנות דלק וחנויות נוחות, צפויה להביא את רמת המינוף של ארקו לסביבות 80% חוב לקאפ, המהווה יחס גבוה יחסית לרמת הדירוג.

הלוואות הבעלים שמעמידה ארקו עומדות במעמד שווה למממנים הבכירים של GPM ומהוות את המקור העיקרי לשירות אגרות החוב שהנפיקה ארקו

בין ארקו לבין הבנקים המממנים את GPM קיים הסכם בין מממנים (Intercreditor Agreements) המעמידים את הלוואות הבעלים בדרגת בכירות דומה למממנים חיצוניים אחרים של GPM, כאשר לטובת כל אחד מהמממנים שעבדה GPM שעבוד מדרגה ראשונה על זכויותיה בתחנות הדלק וחנויות הנוחות שמומנו בעסקאות השונות. יתרת היקף הלוואות הבעלים שהזרימה החברה ל GPM נכון ליום 30.09.2017 הינו כ- 260 מיליון ₪. להערכת מידרוג, מבנה המימון הנ"ל ב-GPM מקנה להלוואות הבעלים (מהוות בתורן את המקור העיקרי לשירות החוב שהנפיקה ארקו) מעמד שווה ליתר המממנים הבכירים של GPM.

גמישות פיננסית טובה לצד נזילות סבירה תומכות בצורכי ההתרחבות של החברה - חשיפה מטבעית מהווה גורם סיכון אשראי

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, התזרים החופשי של GPM לאחר השקעות הוניות (FCF) צפוי להסתכם בטווח של 10-20 מיליון דולר בשנת 2018, זאת על בסיס הפעילות הקיימת עד לסוף שנת 2017 (קרי מבלי להתחשב בעסקה הצפויה שנחתמה לאחרונה). לאחר מימון מחדש עליו חתמה GPM מול בנק PNC בסוף שנת 2017, ניצבים בפני GPM פרעונות קרן חוב בהיקף כ- 30 מיליון דולר בשנת 2018 וכ- 12 מיליון דולר בשנת 2019 (מכך כ- 24 מיליון דולר וכ- 7 מיליון דולר, בהתאמה מהווים החזר הלוואות בעלים והיתר פרעונות בעיקר מול בנקים). להערכת מידרוג, התזרים החופשי של GPM צפוי לשמש בחלקו לפרעון החוב מול בנקים ואחרים ואילו הלוואות הבעלים עשויות לעמוד בחלקן בפני מיחזור, כתלות בהחלטתה של ארקו ובצרכיה. לחברה גמישות פיננסית טובה להערכת מידרוג, הנשענת על מסגרות אשראי לא מנוצלות ב GPM ליום 30 בספטמבר 2017 בהיקף של כ- 31 מיליון דולר המיועדות למימון הון חוזר ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ- 95 מיליון דולר ב- GPMP למימון עסקאות רכישה והון חוזר. כמו כן GPM בוחנת בימים אלו גיוס הון באמצעות הנפקה של GPMP. בנוסף, להערכת מידרוג, גיוסי ההון שביצעה ארקו כנזכר לעיל תרמו לשיפור גמישותה הפיננסית תוך הקטנת המינוף ביחס להלוואות הבעלים והגדלת יתרות המזומנים. להערכת מידרוג, לארקו חשיפה מטבעית לא מבוטלת הנובעת מכך שחלק ניכר ממקורות המימון של החברה הינם שיקליים בעוד פעילותה של GPM נקובה כולה בדולר ארה"ב. יש לציין כי הלוואות הבעלים המועמדות ל- GPM נקובות בעיקרן בש"ח ואינן צמודות דולר. החברה אינה נוהגת לבצע הגנה על חשיפה זו והדבר מהווה סיכון אשראי בדירוג.

לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, המקורות הצפויים ברמת ארקו סולו החל מיום 30.09.2017 ועד לסוף שנת 2018 (חמישה רבעונים) כוללים יתרות נזילות של כ- 80 מיליון ₪, והכנסות ריבית בגין הלוואות בעלים בסך כ- 18 מיליון ₪, ובסך הכל כ- 98 מיליון ₪. כנגד זאת לחברה הוצאות מטה ומימון בהיקף של כ- 20 מיליון ₪, פרעונות קרן אגרות חוב בסך כ- 17 מיליון ₪ ופרעון חוב בגין יחידות השתתפות שהוקצו לה בעבר בסך כ- 14 מיליון ₪, ובסך הכל שימושים של כ- 50 מיליון ₪. כאמור לעיל, מידרוג מעריכה כי נוכח יתרות המזומנים המשמעותיות בקופתה של ארקו, פירעון הלוואות בעלים מ- GPM יהיה נתון להחלטתה של ארקו בהתאם לצרכיה. כמו כן מידרוג אינה מעריכה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בהתאם למדיניות החברה בפועל בשנים האחרונות.

אופק הדירוג**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- שיפור בדירוג GPM

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה משמעותית ברמת המינוף של החברה
- פגיעה במיצובה העסקי והפיננסי של GPM והורדת דירוג GPM

דוחות קשורים[GPM Investments, LLC - דוח מעקב, דצמבר 2017](#)[דירוג חברות קמעונאות, דוח מתודולוגי, מאי 2016](#)[התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך, דוח מתודולוגי, דצמבר 2015](#)[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי, דוח מתודולוגי, ספטמבר 2017](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)[הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)**מידע כללי****תאריך דוח הדירוג:**

08.02.2018

שם יוזם הדירוג:

ארקו החזקות בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

ארקו החזקות בע"מ

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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>