

מ.יוחננוף ובניו (1988) בע"מ

דירוג ראשוני | מאי 2020

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה, מערכת דירוג ראשית

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות, מערכת דירוג משנית

i.sigal@midroog.co.il

מ.יוחננוף ובניו (1988) בע"מ

דירוג מנפיק	A1.il	אופק דירוג: יציב
-------------	-------	------------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק A1.il למ. יוחננוף (1988) בע"מ ("יוחננוף" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אודות החברה

מ. יוחננוף ובניו (1988) בע"מ נוסדה והתאגדה בשנת 1988 כחברה פרטית והחל מנובמבר 2019 הינה חברה ציבורית הרשומה למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב. החברה עוסקת בשיווק ומסחר קמעונאי בתחום המזון ומוצרים נלווים בישראל ומתמקדת בחנויות בעלות שטחי מסחר רחבים בשולי הערים באזורי ביקוש מרכזיים תחת המותג "יוחננוף סופרשוק לכולם". נכון למועד דוח זה, מפעילה החברה 26 סניפים הפזורים בעיקר באזורי השרון, השפלה, מרכז הארץ ודרומה. שטחי המכירה בסניפים נעים בין 900 ל-4,500 מ"ר. בשנת 2015 התקשרה החברה עם רשת מנה לשעבר בהסכם לרכישת 7 סניפים שתרמה לגידול ניכר בנפח פעילותה. במהלך שנת 2017 ועד היום פתחה החברה כ-11 סניפים נוספים. בשנת 2020 צפויים להיפתח שני סניפים נוספים. מתוך 26 סניפי החברה, 22 הינם בשכירות ו-4 סניפים הינם בבעלות (מלאה או חלקית) של החברה. סניפי הרשת מעוגנים בחוזי שכירות ארוכי טווח (לרוב בין 10 ל-25 שנה) מול משכירי נכסים. החברה מעסיקה כ-3,300 עובדים באופן ישיר וכ-440 עובדי קבלן נכון ל-31.12.2019. מטה החברה ממוקם ברחובות. בעלי השליטה בחברה הינם מרדכי יוחננוף המכהן כיו"ר הדירקטוריון ומחזיק ב-30.04% מהון המניות של החברה ושלושה מילדיו: איתן יוחננוף המכהן כדירקטור ומנכ"ל החברה (18.96%), שרית יוחננוף המכהנת כדירקטורית וכמשנה למנכ"ל (14.98%) וחלי יוחננוף שאינה מועסקת בחברה (14.96%).

שיקולים עיקריים לדירוג

עם מחזור מכירות של כ-2.9 מיליארד ש"ח בשנת 2019 ונתח שוק של 6.1% בשוק המזון בישראל, דירוג החברה מושפע לחיוב ממיצובה העסקי הכולט לטובה של רשת יוחננוף, הנובע מהצעת ערך מבודלת יחסית לרשתות מתחרות, הכוללת חווית קניה, בדגש על חנויות מרווחות מגוון המוצרים ונוחות הקניה, וזאת בשילוב עם מחירי דיסקאונט. לחברה 26 סניפים פעילים בסמוך למועד דוח זה, בשטח ברוטו של כ-139 אלפי מ"ר, מכך כ-63 אלפי מ"ר שטח מכירה נטו. לשלילה אנו מציינים כי פריסת רשת יוחננוף הינה מוגבלת ביחס למתחרותיה, והדבר פוגם במעמדה התחרותי ובחוזק המותג של הרשת. החברה מציגה פדיון למ"ר גבוה יחסית לענף, אשר בשנת 2019 עמד על כ-48 אלף ש"ח, (ממוצע תלת שנתי 2019-2017 כ-45 אלף ש"ח). בשנים 2019-2018 הציגה החברה גידול נאה וכולט במכירת חנויות זהות המצביע על יכולת הצעת ערך גבוהה וגידול בנתחי השוק למול המתחרים. בהתבסס על יעדי ההתפתחות של החברה, מידרוג מעריכה כי בטווח הבינוני, צפויה הרשת להתרחב לכדי 35-33 סניפים, בדגש על הרחבת הפריסה גם באזור הצפון שבו לחברה נוכחות דלה כיום.

הסיכון העסקי בענף קמעונאות המזון בישראל מושפע לשלילה מחסמי כניסה נמוכים. התחרות האגרסיבית בענף יחד עם פוטנציאל הצמיחה הענפי המוגבל, מכבידים על הצמיחה הפנימית לצד גמישות המחיר הנמוכה של השחקנים בענף. אלו ממותנים במידת מה מצד סביבת ביקושים יציבה ועמידה באופן יחסי בפני מחזוריות כלכלית. עוצמת התחרות בין הרשתות, אשר עלתה מדרגה עד לקריסת רשת מגה, התמתנה להערכתנו בשנתיים האחרונות, נוכח מיזוגים ורכישות, מגמה שבאה לידי ביטוי בהתמתנות מבצעי המכירות והגעה לרוויה מסויימת במספר הסניפים.

לחברה רווחיות תפעולית גבוהה יחסית לענף, המושפעת לטובה מצמיחה גבוהה במכירות חנויות זהות ופדיון גבוה למ"ר. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנים 2020-2021 הכנסות החברה מחנויות זהות תצמחנה בשיעור שנתי של 2.5%-3% שעודנו גבוה ביחס לענף, אולם בהשוואה לביצועי החברה בשנתיים האחרונות, מצביע על הבשלת הסניפים הקיימים. בתרחיש הבסיס, אנו מצפים כי שיעור הרווחיות התפעולית בשנים 2020-2021 יישמר בטווח 5%-5.5%. הנחתנו מתבססת על המשך צמיחה פנימית המרכיבה את עיקר הגידול של החברה ושמירה על תמהיל רווחיות סניפים חדשים הזהה לאלו הקיימים.

רמת המינוף של החברה בולטת לחיוב עם יחס הון למאזן של כ-32.2% נכון ליום 31.12.2019 ומושפעת מגיוס ההון הנרחב בשנת 2019 (כ-400 מ' ש"ח בניכוי דיבידנד מיוחד), אשר הופנה בחלקו לפירעונות חוב לבנקים. תרחיש הבסיס של מידרוג בשנים 2020-2021 מעריך כי הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד על 280-320 מ' ש"ח (בשנת 2019 הסתכם בכ-266 מ' ש"ח).

אסטרטגיית ההתרחבות של החברה כוללת רכישת סניפים קיימים ושיפוצם וכן הקמת סניפים חדשים, בסטנדרטים המקובלים ברשת לשטחי מכירה רחבים, השקעה גבוהה בניראות הסניף ושטחי אחסון, לוגיסטיקה וייצור נרחבים בתחום הסניף (לחברה רישיון יצרן בחלק מהסניפים). לאורך השנים 2017-2019 החברה השקיעה כ-310 מ' ש"ח במצטבר ברכישה והקמה של סניפים, לרבות מקרקעין שנרכשו והשקעה בהקמת הסניף מראשיתו. השקעות אלו תורגמו לגידול המואץ בהכנסות ולשיעורי צמיחה פנימית גבוהים. הערכת מידרוג הנה להשקעות בהיקף של 300-350 מ' ש"ח בשנים 2020-2021, המיועדות לשמש בעיקר לרכישת מקרקעין ובנייה של סניפים חדשים, לקניית סניפים פעילים ושיפוצם.

על בסיס הנחות אלו של מידרוג, החברה צפויה לייצר תזרים חופשי (FCF) שלילי לאחר תשלומי חכירות של 220-240 מ' ש"ח בשנת 2020 (לעומת תזרים חופשי שלילי של כ-65 מ' ש"ח בשנת 2019) אשר ימומן מתוך תזרים מפעילות שוטפת, מגידול בחוב הפיננסי ומהיתרות הנזילות של החברה. בניטרול השקעות הצמיחה, התזרים החופשי לשנה צפוי לעמוד בתרחיש הבסיס על 70-80 מ' ש"ח. להערכתנו, ניתן יהיה לראות הנבה בגין ההשקעות האמורות בטווח הבינוני. יחסי הכיסוי של החברה איטיים יחסית לרמת הדירוג ומושפעים מהיקף גבוה של התחייבויות חכירה, הנובעות מחוזים ארוכי טווח עם בעלי נכסים. מידרוג מניחה כי בשנות התחזית יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA ינוע בטווח 4.0-5.0 (לעומת כ-3.8 בשנת 2019) ויחס חוב ברוטו מותאם ל-FFO ינוע בטווח 6-7.5 (כ-5.6 בשנת 2019). יחס כיסוי הריבית לשנת 2019 עמד על 2.4 ומידרוג צופה כי יחס זה ינוע בטווח שבין 2.5-3.5.

ככלל, אסטרטגיית החברה הינה העדפת בעלות על המקרקעין שבשטחו פועל סניף הרשת. לחברה מספר נכסי מקרקעין בבעלותה (מלאה או חלקית) המשמשים בחלקם הארי לפעילותה (מטה וסניפים קיימים, בניית סניפים עתידית) או מהווים נדל"ן להשקעה, אשר ערכם בספרי החברה ליום 31.12.2019 הסתכם בכ-325 מ' ש"ח. נכון ליום 31.12.2019 כלל נכסיה וזכויותיה של החברה משועבדים בשעבוד צף וכלל זכויותיה במקרקעין שבבעלותה משועבדים בשעבוד קבוע לטובת הבנקים המממנים. להערכת מידרוג, אלו עתידים להשתחרר בעתיד הקרוב בהמשך לפירעונות שנעשו ע"י החברה ברבעון הרביעי לשנת 2019. להערכת מידרוג, נכסי המקרקעין בבעלות החברה תורמים לגמישותה הפיננסית ומהווים גורם חיובי בדירוג.

לחברה מדיניות חלוקת רווחים שמרנית יחסית, של כ-30% מהרווח הנקי. בבד בבד, אסטרטגיית ההשקעות של החברה מעלה סיכון של פעילות ייזום, המאופיינת באי וודאות ומרתקת חוב. לחברה יתרות נזילות משמעותיות של כ-180 מ' ש"ח נכון ל-31.12.2019 שנבעו, בין היתר, מגיוס ההון לראשונה מהציבור בשנת 2019. בנוסף לחברה מסגרות אשראי פנויות שהסתכמו בכ-245 מ' ש"ח נכון ל-31.12.2019, אשר מרביתן אינן חתומות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג הציב נשען על הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תוסיף לצמוח בענף קמעונאות המזון תוך שמירה על יציבות ברווחיות התפעולית ועל רמת מינוף מתונה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור במיצובה העסקי של החברה באמצעות גידול בנתח השוק ובפריסה הגיאוגרפית
- גידול פרמננטי בהיקף הפעילות תוך שמירה על רמת הרווחיות התפעולית

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה מתמשכת בהכנסות החברה וברווחיותה
- שחיקה לאורך זמן ביחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA מעבר לתרחיש מידרוג

מ. יוחננוף ובניו (1988) בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במ' ש

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019 [1]	
948	1,259	1,713	2,422	2,880	הכנסות
3.3%	4.2%	6.0%	4.9%	5.5%	רווח תפעולי %
28	14	66	89	77	רווח נקי
26	42	13	19	181	יתרות נזילות
21.0%	16.6%	20.2%	23.1%	32.2%	הון עצמי/מאזן
8.0	7.6	3.0	2.1	3.8	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA [2]
7.6	5.6	7.2	11.2	2.4	EBIT הוצאות מימון

[1] החל משנת 2019 חוב פיננסי כולל התחייבויות בגין חכירות בהתאם לתקן IFRS16 [2] נתונים כספיים לשנת 2019 מוצגים בהתאמה לתקן IFRS16, בהתאם לדוחותיהם הכספיים של החברה.

מ. יוחננוף ובניו (1988) בע"מ - נתונים תפעוליים עיקריים:

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	
10	15	22	25	26	מספר סניפים (סוף תקופה)
NA	NA	-10.4%	11.2%	8.5%	צמיחה במכירת חנויות זהות (SSS)
NA	45,200	41,000	45,000	48,000	מכירות למ"ר, ₪

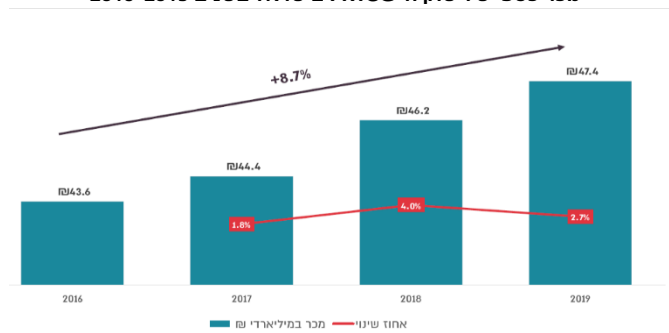
פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

למרות היותו חסין יחסית למחזוריות הכלכלית, המיתון הכלכלי המסתמן מאיים על מגמת העלייה במכר הכספי של ענף המזון שאפיינה את השנים האחרונות. ונבעה גם מהעדפות פרימיום של ציבור הקונים ועליית מחירים מתונה

ענף קמעונאות המזון בישראל מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית ליתר ענפי המשק ומהווה גורם המשפיע לשלילה על סיכון האשראי. פוטנציאל הצמיחה הענפי המוגבל מכביד על יכולת הצמיחה הפנימית של הרשתות ועל גמישות המחיר בענף. ענף קמעונאות המזון ידע משברים לאורך השנים עם קריסת מספר רשתות גדולות. להערכתנו, קריסתה של רשת מגה הבילה בחלוף הזמן להתמתנות התחרות בענף, בעיקר בשל מיזוגים ורכישות שמיתנו את הגדלת שטחי המסחר. מגמה זו באה לידי ביטוי בהורדת רמת המבצעים והגעה לרוויה יחסית במספר הסניפים במשק, לאחר שהתרחבות שטחי המסחר בחלק מהרשתות הפועלות בענף בשנים האחרונות הייתה גבוהה ביחס לשיעור הגידול באוכלוסייה. על פי נתוני סטורנקסט, שנת 2019 רשמה צמיחה של 2.7% במכר מוצרי הצריכה המהירה (FMCG), קצב מתון מהשנה שעברה, אך גבוה יותר משנת 2017, כאשר תחום המזון, המהווה נתח של 70% ממכר זה, רשם צמיחה של 2.3%. על פי נתוני סטורנקסט, בשנת 2019 נמשכה מגמת ההתחזקות של רשתות הדיסקאונט על חשבון הערוץ השכונתי. על פי נתוני בנק ישראל, הצריכה הפרטית גדלה בשנת 2019 בכ-3.9% ובדומה לשנים האחרונות המשיכה להתרחב בקצב מהיר יותר מאשר התוצר, ובתוך כך משקל מהותי לרכישות כלי רכב פרטיים. סעיפי הצריכה העיקריים ובכללם המזון המשיכו להתרחב בדומה לקצב בשנה הקודמת. בשנת 2020 צופה בנק ישראל ירידה בצריכה הפרטית של 5% בעקבות השלכות משבר הקורונה, ואולם נתון זה מושפע לשלילה גם מירידה בקניית כלי רכב פרטיים. אנו מעריכים כי המגמות אשר יוסיפו ללוות את הענף כוללות השקעות באון-ליין ופיתוח מרל"גים או מרכזי שילוח, הרחבת המותג הפרטי ורכישות ומיזוגים במיוחד לאור מצב פיננסי מאתגר מצד שחקנית נוספת בענף, רשת יינות ביתן בע"מ.

¹ תחזית מאגרו כלכלית של בנק ישראל, חטיבת המחקר אפריל 2020 מיום 06.04.2020.

מכר כספי של שוק ה-FMCG בישראל בשנים 2016-2019*



* נתוני סטורנקסט על המכירות בשוק הקמעונאות המבוזר.

ערוץ מכירות און-ליין תובע עלויות שוטפות והשקעות כבדות יחסית, ואינו צפוי להניב רווחיות בטווח הקצר והבינוני. מידרוג מניחה כי מכירות האון-ליין יוסיפו לגדול באופן איטי יחסית לקטגוריות און-ליין שאינן מזון.

למרות שענף קמעונאות המזון פחות נתון לתנודתיות ביקושים לאורך המחזוריות הכלכלית בהשוואה לענפי צריכה אחרים, אנו מניחים כי המיתון הצפוי בעקבות משבר הקורונה ישפיע לשלילה על שוק המזון ובפרט יחליש את הביקושים למוצרי פרימיום ויחזק את המותג הפרטי, אולם הערכות אלו מצויות בשלב זה ברמת אי וודאות.

מיצובה העסקי של החברה נתמך בצמיחה פנימית חזקה בזכות בידול והצעת ערך, רווחיות תפעולית בולטת לטובה, ומנגד, היקף פעילות ופריסה ג"ג מוגבלים

מחזור המכירות של החברה בשנת 2019 הסתכם בכ-2.9 מיליארד ש"ח (לעומת כ-2.4 מיליארד ש"ח וכ-1.7 מיליארד ש"ח בשנים 2018 ו-2017, בהתאמה) ושיקף לחברה נתח שוק של כ-6.1% במונחי מכר כספי, בהשוואה לשופרסל (20%) ורמי לוי (12%). לחברה 26 סניפים פעילים בסמוך למועד דוח זה, בשטח מסחר כולל של כ-63 אלפי מ"ר. רשת יוחננוף מאופיינת בסניפים בעלי שטחי מכירה נטו נרחבים, הנעים בין כ-900 ל-4,500 מ"ר, כאשר כ-80% מהסניפים בעלי שטחי מכירה נטו של מעל 2,000 מ"ר. צמיחת הרשת בשנים האחרונות הונעה בעיקר מפתחת סניפים (8 סניפים נפתחו עקב רכישת פעילות ב-3 השנים האחרונות), הקמת סניפים חדשים (נפתחו 3 סניפים ב-3 שנים האחרונות) וצמיחה פנימית חזקה של הסניפים שנוספו לרשת, בזכות השקעות גבוהות בגודל ובנראות הסניפים. אנו מניחים כי בטווח הבינוני היקף הסניפים של החברה לא יעלה על 33-35 סניפים.

בדומה לרשתות הדיסקאונט האחרות, האסטרטגיה השיווקית של החברה לבידול הרשת אל מול המתחרים הינה מחירים מוזלים ומחירון זהה בכל הסניפים, וכן ריבוי מבצעים והנחות על קניות כמותיות. הצעת הערך של הרשת מלווה גם בדגש על חוויית קניה ללקוח, בדרך של שטחי מכירה מרווחים, דוכני אוכל מוכן, בולטות של המחלקות הטריטיות, מגוון רחב של מוצרים וכן, שטחי חניה ללא תשלום. אנו מעריכים כי אסטרטגיה זו מתבטאת בפדיון למ"ר בולט לטובה בענף, של כ-48 אלף ש"ח בשנת 2019 וממוצע תלת שנתי של כ-45 אלף ש"ח בשנים 2017-2019 וכן בצמיחת מכירות בחנויות זהות גבוהה ביחס לענף בשנים האחרונות.

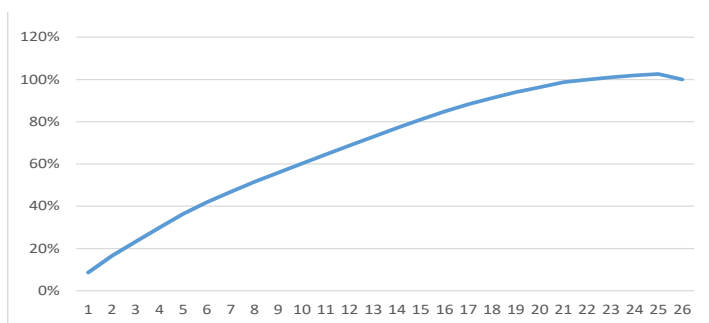
החברה הציגה צמיחה במכירות חנויות זהות של כ-8.5% בשנת 2019 (זאת בהמשך לצמיחה של כ-11.2% בשנת 2018). בנוסף לאמור לעיל, אנו מניחים כי הצמיחה הפנימית בסניפים נבעה גם בשל הבשלה הדרגתית של הסניפים לאורך 3 שנים מתחילת הפעלתם. ניתן לראות קניבליזציה במהלך השנים כחלק מפתחת סניפים חדשים, בעיקר בערים בהן לחברה מספר סניפים. הרווחיות הגולמית עמדה בממוצע על כ-25% בשלוש השנים האחרונות, ובמגמת ירידה נוכח מדיניות המחירים של החברה. שיעור רווחיות זה מציב את הרשת במקום אמצעי מבין רשתות הדיסקאונט. שיעור הרווח התפעולי להכנסות בשנת 2019 עמד על כ-5.5% (בנטרול תקן IFRS16 נאמד בכ-4.3%) ובשנת 2018 בכ-4.9%. זהו שיעור גבוה יחסית למתחרות בענף, הנתמך בעיקר בפדיון גבוה למ"ר, חוזי השכירות ארוכי טווח ומבנה הוצאות רזה.

בשונה מחלק ממתחרותיה בענף, לחברה אין מותג פרטי והיא שמה דגש על פעילות מתמשכת בתחום הייבוא המקביל על פני פיתוח הצעת ערך מסוג זה. לחברה אין מועדון לקוחות דומיננטי בהשוואה לשחקניות אחרות בענף. בכוונתה של החברה להטמיע טכנולוגיות לשיפור חווית הקניה אשר חלקן קיימות אצל המתחרות (כגון קופות בשירות עצמי, עגלות חכמות).

תרחיש הבסיס של מידורג לשנת 2020 מניח גידול בחנויות זהות של 2.5%-3%, שיעור רווחיות גולמית בטווח של 24%-24.3% ושיעור רווחיות תפעולית של 5%-5.5%. הנחתנו מתבססת על כך כי רמת התחרות בענף תוותר גבוהה, שמירה על תמהיל רווחיות סניפים חדשים הזהה לאלו הקיימים וכן עלייה מסוימת ביכולת המיקוח של החברה מול הספקים עם הגידול במחזורי הפעילות. קניבליזציה בחלק מסניפי הרשת עלולה להשפיע לשלילה על הרווחיות. יש לציין כי הנחתנו לגבי שנת 2020 נתונה באי וודאות לא מבטלת, מכיוון שקיימת השפעה של אירוע וירוס הקורונה על הכלכלה העולמית והמשק הישראלי אשר אינה ניתנת להערכה בשלב זה, ונוכח זאת שהמשבר נתון להשפעות אקסוגניות רבות.

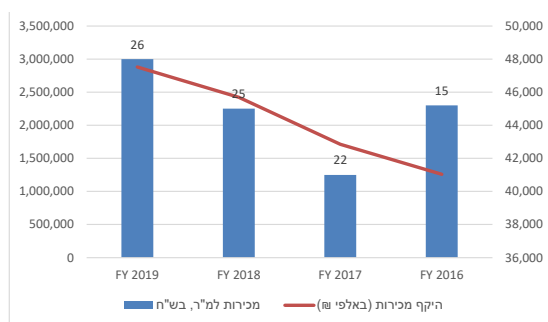
פריסת סניפים נמוכה מגבילה את מיצובה העסקי של החברה ואת צמיחתה - מבלי שתבצע השקעות מהותיות בעתיד

יוחננוף: רווח תפעולי ישיר מצטבר על פני מספר הסניפים (שנת 2019), באחוזים



לחברה ריכוזיות סניפים, כאשר 4 סניפים מהווים כ- 30% מסך הרווח התפעולי הישיר. כמו כן, קיימת ריכוזיות סניפים במונחי פדיון, אולם במידה נמוכה יותר (4 סניפים מהווים 23% מסך הפדיון). החברה פועלת לפתיחת חנויות חדשות, בין היתר, באמצעות רכישת מרכולים מרשתות שיווק אחרות (כגון מיינות ביתן). במסגרת זו, החברה מתכננת לפתוח 2 סניפים נוספים בשנת 2020 (ברבעון 3 במתחם האיירפורט סיטי וברבעון 4 במושב מבקיעים, שניהם נשכרו על ידי החברה). בהמשך מתוכננים מספר סניפים נוספים.

יוחננוף: פדיון לשטחי מסחר והיקף מכירות למס' סניפים



יוחננוף הנה שחקנית קטנה יחסית לענף מבחינת מספר הסניפים ופריסתם. אסטרטגיית החברה מושתתת על גידול במכירות הנתמך בחנויות גדולות, זאת על פני אסטרטגיה של מספר סניפים גדול. לחברה פריסה דלה בצפון הארץ ובגוש דן בהשוואה למתחרותיה. אנו מניחים כי בעקבות יעדי ההתפתחות לשנים 2020-2021, נראה שיפור בפיזור הגיאוגרפי של הרשת, אם כי זה יוותר מוגבל יחסית.

נראה כי בשלב זה החברה אינה מתכננת לפתוח חנויות במרכזי ערים. החברה החליטה להיכנס לערוץ המכירות המקוונות (און-ליין) בעקבות התפשטות נגיף הקורונה רק לאחרונה באמצעות

איסוף עצמי מהסניפים. אולם, בשלב זה החברה מתקשה להעריך כיצד יפעל מערך המסחר מקוון בימי השגרה, כתלות בשיקולים כלכליים, זאת לעומת מתחרותיה שכבר ביססו את נוכחותן במגזר המסחר המקוון בשנים האחרונות. לחברה הסכם עם מפעיל העוסק מטעמה במכירת מוצרי בשר ודגים טריים בסניפיה. נתח המכירות של המוצרים הנ"ל היווה כ- 15% ממכירות החברה בשנת 2019.

אסטרטגיה יזמית בתחום הנדל"ן מהווה משקולת לדירוג

בשונה ממרבית השחקניות בענף, לחברה קיימת חשיפה לתחום היזמי המקבלת ביטוי דרך רכישת קרקעות והקמת מרכולים/פאזר סנטרים צמוד מרכול (בעזרת שותף מהתחום). להערכת מידורג, המאפיין היזמי בפעילות החברה מהווה משקולת לדירוג אל מול קמעונאיות מזון אחרות. להערכתנו, פעילות הייזום הינה בעלת מאפייני סיכון גבוהים יחסית למול סיכוני ענף קמעונאות המזון, היא

מאופיינת באי וודאות ומרתקת חוב. גורם ממתן חשיפה זו הינו מערך איזונים ובלמים הכולל אסטרטגיה למימוש חלק מהאחזקה בפרויקטים בעלי מרכיב נדל"ני שמעבר למרכולים (דוגמת סנטרו רחובות) וכן טרק-רקורד של בעל השליטה בתחום ייזום הנדל"ן דרך חברות פרטיות בבעלותו. בתוך כך נציין כי יעדי ההתפתחות של החברה בשנים הקרובות מופנית בחלקה לייזום ורכישת קרקעות.

כרית הון נכבדת שגייסה החברה תורמת לפרופיל הפיננסי, אולם יעדי ההתפתחות של החברה, לצד התחייבויות חכירה כבדות, מאיטות את יחסי הכיסוי שאינם בולטים לטובה לרמת הדירוג

תרחיש הבסיס של מידרוג בשנים 2020-2021 מעריך כי הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד על 280-320 מ' ש"ח לשנה (בשנת 2019 הסתכם בכ-266 מ' ש"ח) וכי המקורות מפעילות (FFO) יעמדו על 190-230 מ' ש"ח (בשנת 2019 הסתכמו בכ-180 מ' ש"ח). בשנים האחרונות החברה משקיעה בצורה נרחבת ברכוש קבוע, הן בשיפוץ סניפים קיימים והן בהקמת סניפים חדשים. לאורך השנים 2017-2019 החברה השקיעה כ-310 מ' ש"ח (מתוך כך כ-125 מ' ש"ח בשנת 2019). סכום זה כולל השקעות המימון וההקמה ושיפוץ סניפים, הוצאות בגין פיתוח קרקעות ובגין רכישת סניפים. ניתן לומר כי ההשקעה הגבוהה של החברה ברכוש הקבוע בשנים האחרונות תורגמה לגידול המואץ בהכנסותיה ולצמיחה פנימית גבוהה של מכירות הסניפים.

הערכת מידרוג הנה להשקעות בהיקף של 300-350 מ' ש"ח בשנים 2020-2021, הכוללות בעיקר השקעה בקרקעות ובהקמת סניפים חדשים וכן רכישת סניפים קיימים. מקורות המימון ליעדי ההתפתחות צפויים לכלול גידול בחוב הפיננסי, היתרות הנזילות בקופתה וכן המקורות מפעולות שמייצרת החברה. בנוסף, לחברה תשלומי חכירה שנתיים בהיקף של כ-64 מ' ש"ח בגין מרכיב פחת חכירות. בהנחה של חלוקת דיבידנדים לפי מדיניות החברה (כ-30% מהרווח השנתי), החברה צפויה לייצר להערכתנו תזרים חופשי (FCF) חיובי בהיקף של כ-70 מ' ש"ח לפני יעדי ההתפתחות, ותזרים חופשי שלילי של 220-240 מ' ש"ח בשנת 2020 כולל השקעות ההתרחבות (לעומת תזרים חופשי שלילי של כ-65 מ' ש"ח בשנת 2019).

נכון ל-31.12.2019 לחברה יתרת חוב פיננסי מותאם של כ-1,018 מ' ש"ח, מתוך כך כ-925 מ' ש"ח התחייבויות חכירה וכ-93 מ' ש"ח התחייבויות לבנקים. יחס כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA וחוב ברוטו מותאם ל-FFO הסתכמו בכ-3.8 וכ-5.6, בהתאמה בשנת 2019. בהתבסס על יעדי ההתפתחות של החברה, אנו צופים כי יחסי כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA וחוב ברוטו מותאם ל-FFO יעמדו בטווח של 4.0-5.0 ו-6.0-7.5, בהתאמה בשנות התחזית. יחסים אלו איטיים לרמת הדירוג והם מושפעים מהגידול בחוב המיועד להשקעות שיניבו תזרים רק בטווח הבינוני-הארוך וכן מהיקף מהותי של התחייבויות חכירות לטווח ארוך. יחס כיסוי הריבית לשנת 2019 עמד על כ-2.4. אנו צופים כי יחס זה ינוע בטווח שבין 2.5-3.5.

יחס הון למאזן עמד על כ-32.2% ליום 31.12.2019 והושפע לחיוב מגיוס הון מניות ראשוני בחודש נובמבר 2019 בסך של כ-500 מ' ש"ח לצורך הפעילות השוטפת ולהתרחבות, מתוכו כ-100 מ' ש"ח חולקו כדיבידנד מיוחד לבעלי המניות של החברה בסמוך לאחר ההנפקה. מתוך תמורת ההנפקה, סך של כ-186 מ' ש"ח הופנו לפירעון חוב בנקאי.

פירוט השיקולים הנוספים לדירוג

נזילות מנפיק

נזילות החברה נתמכת ביתרות נזילות משמעותיות של כ-180 מ' ש"ח נכון ל-31.12.2019 שהן, בין היתר, פועל יוצא מגיוס ההון לראשונה מהציבור בשנה זו. לחברה מסגרות אשראי פנויות שהסתכמו בכ-245 מ' ש"ח נכון ל-31.12.2019, אשר מרביתן אינן חתומות.

תלות גבוהה באיש מפתח מעלה סיכון עסקי

קיימת להערכתנו תלות באיש מפתח שהנו מנכ"ל ובעלים - מר איתן יוחננוף. כן נציין כי מעבר לאיתן יוחננוף, מספר בני משפחה נוספים, מחזיקים בהון המניות של החברה ומכהנים בתפקידי ניהול בכירים בחברה.

גמישות פיננסית בולטת לטובה לחול השחקניות בענף

לחברה מספר נכסי מקרקעין בבעלות מלאה או חלקית המשמשים לפעילותה (מטה וסניפים קיימים, בניית סניפים עתידית) או מהווים נדל"ן להשקעה, ששוים במאזן החברה ליום 31.12.2019 הסתכם בכ-325 מ' ש"ח. הנכס הבולט שבהם הנו ישפרו מודיעין בשטח

כולל של כ- 12,000 מ"ר. נכס נוסף משמעותי אף הוא בעיר מודיעין, בשכונת כרמים בשטח כולל של כ-6,200 מ"ר. בשלב זה כלל נכסיה וזכויותיה של החברה משועבדים בשעבוד צף וכלל זכויותיה במקרקעין משועבדים בשעבוד קבוע לטובת הגורמים המממנים. להערכת מידרוג, אלו עתידים להשתחרר בעתיד הקרוב בהמשך לפירעונות שנעשו ע"י החברה ברבעון הרביעי לשנת 2019. להערכת מידרוג, נכסי המקרקעין שבבעלותה מקנים לחברה יכולת לשעבד נכסים אלו או לבצע עסקאות במסגרת מכירה ושכירות מחדש (sell and lease back) ומשפרים בכך את גמישותה הפיננסית. לחברה מספר אמות מידה פיננסיות כלפי בנקים מממנים בהן היא עומדת במרווח גבוה נכון ליום 31.12.2019.

מטריצת הדירוג

מיליוני ₪		LTM - 31.12.2019		תחזית מידרוג	
קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
סיכון ענפי	יציבות סל המוצרים של הקמעונאי והביקושים	---	Aa.il	---	Aa.il
	מאפיינים תחרותיים	---	Baa.il	---	Baa.il
מעמד עסקי של החברה	גודל	2.9 מיליארד ש"ח	A.il	3.2 מיליארד ש"ח	A.il
	פריסת הרשת ומיצובה	---	A.il	---	A.il
רמת רווחיות ויציבות הרווחים	שיעור רווח תפעולי	5.5%	A.il	5.5%-5%	A.il
מינוף פיננסי	הון עצמי / מאזן	32%	A.il	27%	A.il
תזרים יחסי כיסוי	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	2.4 X	A.il	2.5-3.0 X	A.il
	חוב / EBITDA	3.8 X	A.il	4.0-5.0 X	A.il
		FFO: 180 מ' ₪		FFO: 190-230 מ' ₪	
		גודל התזרים התפעולי ויציבותו	Aa.il	FFO-Capex: 0	Aa.il
		FFO-Capex: 60 מ' ₪			
מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית	---	A.il	---	A.il
דירוג נגזר					A1.il
דירוג בפועל					A1.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.

דוחות קשורים

[דירוג חברות קמעונאות - דוח מתודולוגי, נובמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

26.05.2020

שם יוזם הדירוג:

מ. יוחננוף ובניו (1988) בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מ. יוחננוף ובניו (1988) בע"מ

מידע מן המנפיק

מידע 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 וליסכנוי 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 התחייבויות 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 פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי 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>