

אלון החזקות ברבוע הכחול בע"מ

נייר ערך מסחרי

דו"ח דירוג | מאי 2012

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אלון החזקות ברבוע הכחול בע"מ

הנפקה בהיקף של עד 170 מיליון ₪	דירוג: P-1	דירוג ניירות ערך מסחריים
--------------------------------	------------	--------------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג P-1 לניירות ערך מסחריים (להלן: "נעמ"ס") בהיקף של עד 170 מיליון ₪ שבוחנת להנפיק אלון החזקות ברבוע הכחול בע"מ ("החברה" - דירוג אג"ח ודירוג מנפיק A2 יציב). הנעמ"ס יונפקו לתקופה של עד שנה ועשויים להתחדש לתקופות נוספות, בכפוף לדירוג P-1 בתוקף. הדירוג ניתן בכפוף להצהרת החברה בפני מידרוג כי בכל נקודת זמן לאורך תקופת הנעמ"ס היא תשמור על מקורות נזילים, חופשיים משעבוד, לגיבוי הנעמ"ס בסכום שלא יפחת מ-110% מסך היקף הנעמ"ס. מקורות אלו יכללו אחד או יותר מארבעת הבאים: (1) מסגרת אשראי פנויה וחתומה מתאגיד בנקאי מדורג בקבוצת Aa בתוקף עד תום תקופת הנעמ"ס (2) מסגרת חתומה ובלתי מנוצלת מאחת משתי חברות כרטיסי האשראי הגדולות בישראל להקדמת מועדי זיכוי של כרטיסי אשראי (3) פיקדונות נזילים בתאגידים בנקאיים בישראל בקבוצת דירוג Aa (4) ניירות ערך סחירים בפרופיל השקעה סולידי (דירוג A ומעלה).

תוקף דירוג זה הינו עד ליום 22.5.2013 (להלן: "תקופת הדירוג").

גיוס הנעמ"ס על ידי החברה מיועד לנזילות השוטפת ולגיוון מקורות המימון לפעילות.

ד"ח ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג באשר למבנה ההנפקה עד ליום 21 במאי, 2012. בכל מקרה של שינויים בנתונים אלה, נתונה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן ובמקרה כאמור רק לאחר שיומצאו למידרוג כל המסמכים הסופיים של ההנפקה, לרבות כל המסמכים הקשורים באגרות החוב המונפקות בה, יחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

כללי

אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ ("רבע כחול", או "החברה") הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו יורק והנה קמעונאית המזון השנייה בגודלה בישראל. החברה מוחזקת בשיעור של 77.26% על-ידי אלון חברת הדלק לישראל בע"מ ("אלון" או "החברה האם"), שהינה חברת אחזקות פרטית, הפועלת בתחום הקמעונאות והאנרגיה בישראל ובחול. החברה האם הינה בבעלות השקעות ביילסול בע"מ (53%), חברה פרטית בבעלותם המשותפת של מר דוד ויסמן ובני משפחת בירן, וארגוני הקניות השייכים לקיבוצים (47%). החל משנת 2010 מתבצעת פעילות רבוע כחול באמצעות ארבע 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 100%), המרכזת את פעילות קמעונאות הנון-פוד, דור אלון¹ (שיעור אחזקה 78.38%), הנמנית על החברות המובילות בישראל בתחום שיווק ומכירת דלקים. רבע כחול נדל"ן² (78.26%), המחזיקה בנכסי הנדל"ן, אשר מרביתם מושכרים כיום לפעילות הקמעונאות. מנכ"ל החברה הנו מר זאב וורמברנד ויו"ר הדירקטוריון הוא מר דוד ויסמן.

גורמי תמיכה עיקריים

¹ אגרות חוב שהנפיקה דור אלון מדורגות A2 רשימת מעקב בעלת השלכות שליליות

² התחייבויות שהנפיקה רבע כחול נדל"ן מדורגות A1 באופק שלילי



- מיצוב עסקי חזק בענף הקמעונאות בדגש על נתחי שוק מובילים, פריסה ארצית רחבה, מותגים חזקים, גיוון עסקי ופיזור לקוחות רחב מאוד.
- ענף קמעונאות המזון מאופיין בסיכון עסקי מתון וברמת ביקושים יציבה יחסית ויכולת טובה לחיזוי תזרימי המזומנים.
- רמת הנזילות של החברה בולטת לחיוב ומסתמכת בעיקרה על יכולת טובה בייצור מזומנים מפעילות לאורך השנים, לרבות צורכי הון חוזר שליליים לאורך זמן. בתוך כך, לחברה יתרת כרטיסי אשראי הנשענים על פעילות קמעונאית רחבה ומפוזרת, בסכומים מהותיים. יתרות כרטיסי האשראי נפרעות בתחילת כל חודש ולפיכך אינן מקבלות ביטוי בתאריך החתך המאזני בסוף כל רבעון.
- לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנשענת ברובה על מסגרות אשראי פנויות בלתי חתומות, אחזקות סחירות ומבוצרות בחברות רבוע כחול נדל"ן ודור אלון, בעלות מיצוב עסקי ופיננסי גבוה.
- לאלון החזקות ברבוע כחול סולו ולמגה קמעונאות אין שעבוד שוטף, שעבוד צף או שעבוד שלילי על נכסיהן.
- החברה הצהירה על מחויבותה לשמור על מקורות נזילים בלתי משועבדים כמפורט לעיל, לצורך גיבוי הנעמ"ס בסכום שלא יפחת מ-110% מסך היקף הנעמ"ס וזאת עד למועד פירעון הנעמ"ס.

גורמי סיכון עיקריים

- בחודש ינואר 2012, הורידה מידרוג את דירוג החברה לזמן ארוך (A2 אופק יציב) נוכח השחיקה בתוצאות החברה לאור התחזקות האתגרים בענף קמעונאות המזון והיחלשות בתוצאות החברה במגזר זה במהלך שנת 2011 ובפרט במחצית השנייה של השנה. ההרעה בתוצאות המגזר נבעה מתחרות חזקה בענף, שהתבטאה, בין השאר, בהורדת מחירים והעמקת מבצעים - דבר שהביא את החברה להציג צמיחה שלילית במכירות חנויות זהות, זאת לצד אתגרים של החברה בניהול רשת חנויות הדיסקאונט "מגה בול". החברה נוקטת בצעדי התייעלות ובצעדים שונים להצגת שיפור בתוצאות במהלך שנת 2012.
- הפסדים מתמשכים בפעילות הנון-פוד באמצעות האחזקה בקבוצת BEE, הנובעים מהרשתות "כפר השעשועים" ו-"הכל בדולר" וכן מהטמעת מרלוג חדש לקבוצת הנון-פוד. אנו מעריכים המשך הפסדים במגזר זה במהלך שנת 2012.
- צורכי השקעה שוטפים ברכוש קבוע וכן השקעות בהרחבת הסניפים ובפיתוח עסקי, לצד חלוקת דיבידנד לבעלי המניות יוצרים לחץ על התזרים החופשי של החברה.
- יחסי כיסוי איטיים בעיקר נוכח החולשה ברווחיות התפעולית לאורך הרבעונים האחרונים ומצויים במגמת שחיקה.

ניתוח נזילות החברה

הדירוג לזמן קצר מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, A2 באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות שלה. ניתוח הנזילות מתבסס על ניתוח מקורות ושימושים לתקופה של שנה כמתואר להלן והערכת יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה השוטפות, לרבות יכולת החברה לעמוד בדרישה לפירעון מיידי של הנעמ"ס בתוך 7 ימים, בהתאם לתנאים העשויים



להיכלל בנייר הערך המסחרי שתנפיק החברה. כמו כן הדירוג מבוסס על מחויבות החברה בשמירת מקורות ייעודיים וחופשיים משעבוד לפירעון הנעמ"ס כמפורט לעיל.

יצוין כי ניתוח מקורות ושימושים נערך לחברה באיחוד עם מגה קמעונאות בע"מ ("מגה") וקבוצת BEE - שתיהן חברות בת בבעלות מלאה. ניתוח המקורות והשימושים אינו כולל את איחוד הפעילות של דור אלון ורבע כחול נדל"ן.

הערכות בדבר המקורות לתקופה:

- לאלון החזקות ברבע הכחול בסולו מזומנים וניירות ערך סחירים בהיקף של כ- 65 מיליון ₪ (מזומנים+ני"ע סחירים) נכון ליום 1.4.2012 .
- תזרים מזומנים מפעילות לפני מימון הכולל את התזרים התפעולי. לצורך אומדן תזרים זה נלקחו בחשבון תרחישי רגישות על תחזיות החברה וזאת בהתבסס גם על התוצאות החלטות במחצית השנייה של שנת 2011.
- לחברה הון חוזר שלילי. בניתוח נזילות, נלקחו בחשבון תרחישים שונים המניחים שיעורי הון חוזר נמוכים יותר מהנחות החברה.
- מידרוג לא הביאה בחשבון דיבידנדים שוטפים מהאחזקות בדור אלון וברבע כחול נדל"ן.
- לחברה מסגרת אשראי חתומה מבנק בישראל, בלתי מנוצלת בהיקף של כ- 50 מיליון ₪. המסגרת אינה כוללת מגבלות או אמות מידה פיננסיות לניצולה. המסגרת הינה בתוקף עד לחודש מאי 2013 .
- כ-60% ממכירות החברה בתחום קמעונאות המזון מתבצעות בכרטיסי אשראי. עסקאות הרכישה ברשת מאופיינות בפיזור רחב מאוד של לקוחות. במסגרת הסכם ההתקשרות בין החברה ובין אחת מחברות כרטיסי האשראי הגדולות בישראל, ניתנה לחברה מסגרת להקדמת מועדי זיכוי ("ניכיון") של עסקאות כרטיסי אשראי עד סך של כ-140 מיליון ₪. על פי ההסכם, העסקאות בגין ניתן לבקש שינוי מועדי זיכוי הן כלל העסקאות שנקלטו לפני מועד בקשת ההקדמה. לצורך הערכת יכולת החברה להתבסס על מסגרת זו בתרחיש של העמדת הנעמ"ס לפירעון בטווח של שבוע ימים, נבדקה יתרת כרטיסי האשראי המינימאלית הזמינה לניכיון לאורך החודש.
- לחברה הסכם הפקדת יתרות כספיות עם חברת הבת רבע כחול נדל"ן, לפיו בכל נקודת זמן, בכפוף לצורכי רבע כחול, רבע נדל"ן יכולה להפקיד כספים אצל רבע כחול בסכום אשר לא יעלה על 200 מיליון ₪. ההסכם הנו בתוקף עד ליולי 2013.

הערכות בדבר שימושים בתקופה:

- הוצאות שירות חוב, לרבות החזרי קרן הלוואות, בהתאם ללוחות הסילוקין של החברה.
- השקעותיה הצפויות של החברה בתקופת הדירוג, בהתאם לתוכניות החברה ובדומה לסכומים שהושקעו בשנים עברו.
- דיבידנד לבעלי מניות החברה: הונחה חלוקת דיבידנד, בדומה לסכומים שחולקו בעבר.

סיכום

מודל הנזילות מתייחס לשלוש רמות - *Good, Excellent* ו-*Adequate*, בהתחשב בדירוג החברה לזמן ארוך ומנייתוח הנזילות של החברה עולה, כי רמת נזילות החברה עומדת ברמת נזילות *Excellent*. בדירוג לזמן קצר *P-1*.

אופק דירוג

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה בדירוג המנפיק של החברה.
- חריגה לרעה במידה משמעותית מהערכות מידרוג לגבי תחזית המקורות והשימושים לשנת 2012.
- אי עמידת החברה במחויבותה להותיר מקורות נזילות חופשיים, מהסוג שנמנו לעיל, המיועדים לגיבוי הנעמ"ס בשיעור של 110% ביחס לסכום הנעמ"ס שיוגייס.

דוחות קשורים

דוח דירוג קודם - דוח פעולת דירוג, ינואר 2012

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 22.5.2012

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

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") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש 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 צריכה 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 מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.

לכבוד,

גברת אורטל קליין

אלון החזקות ברבוע הכחול בע"מ

הנדון: כתב הסמכת מורשה חתימה אלקטרונית

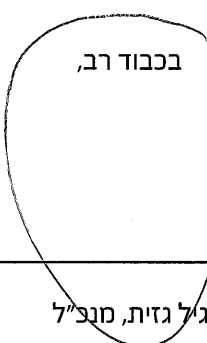
בהתאם לתקנה 2 לתקנות ניירות ערך (חתימה ודיווח אלקטרוני) התשס"ג - 2003

אני, הח"מ, מסמיך בזה את הגברת אורטל קליין, מורשית חתימה אלקטרונית של אלון החזקות ברבוע הכחול בע"מ (להלן: "החברה"), לדווח באופן אלקטרוני לרשות ניירות ערך, על-ידי הצמדת חתימתה האלקטרונית המאושרת של מורשית החתימה האלקטרונית על דו"ח הדירוג שיתפרסם בחודש מאי 2012. דו"ח הדירוג מצורף בזה לכתב הסמכה זה ומהווה חלק בלתי-נפרד מימנו.

למונחים האמורים בכתב הסמכה זה תהא המשמעות שניתנה להם בתקנות ניירות ערך (חתימה ודיווח אלקטרוני), התשס"ג-2003.

ולראיה באנו על החתום היום, 22 במאי 2012.

בכבוד רב,



גיל גזית, מנכ"ל