

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | מאי 2013

1

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מנפיק / אג"ח	A2	אופק דירוג: שלילי
ניירות ערך מסחריים	P-1	

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 לאגרות החוב (סדרות א' ו-ג') שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ ("רבוע כחול" או "החברה" או "הקבוצה"), תוך שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי. מידרוג מאשרת מחדש דירוג P-1 לניירות ערך מסחריים שהנפיקה החברה בסך 75 מיליון ₪ ועד לסכום של 120 מיליון ₪. דירוג הנעמ"ס הינו בתוקף עד ליום 22.05.14.

להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.12 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	לא סחיר	אוג-03	5.90%	מדד	159.0	2013-2014
ג'	1121334	אוק-10	2.50%	מדד	130.0	2013-2022

שיקולים עיקריים לדירוג

רבוע כחול הינה הקבוצה הקמעונאית הגדולה בישראל, בעלת מחזור מכירות שנתי מאוחד של כ-13.0 מיליארד ש"ח, המחזיקה מעל ל-700 נקודות מכירה ברחבי הארץ (חלקן בזכיינות), ומתפרסת על פני ארבעה תחומי פעילות משיקים: קמעונאות מזון, קמעונאות לא מזון, קמעונאות דלקים ופעילות נדל"ן. לחברה נתחי שוק דומיננטיים בתחומי הקמעונאות, מותגים חזקים ופריסה גיאוגרפית רחבה, בעיקר במיקומים מרכזיים. ענפי הפעילות העיקריים של החברה - קמעונאות מזון ודלקים, מאופיינים שניהם בסיכון עסקי בינוני. ענף קמעונאות המזון מאופיין בתחרות גבוהה, חסמי כניסה בינוניים ונאמנות לקוחות נמוכה יחסית. רמת התחרות בענף עלתה בשנים האחרונות והיא מתמקדת בתחרות עזה על נתחי שוק בקטגוריית Heavy Discount. ענף שיווק הדלקים מאופיין ברגולציה גבוהה, תחרות על מרווחים ועל מיקומים, אך גם בחסמי כניסה ויציבות ביקושים. אופק הדירוג השלילי מגלם בעיקר את הפגיעה במעמדה התחרותי של רשת מגה, אשר מקבלת ביטוי בפרמטרים מרכזיים כגון פדיון למ"ר, SSS¹ ורווחיות תפעולית. בשנת 2012 הציגה החברה המשך היחלשות בתוצאות מגזר הסופרמרקטים, בעיקר במהלך החציון הראשון של השנה. במהלך החציון השני החלה החברה במהלכים הכוללים סגירת סניפים מפסידים וכן המשך התייעלות בהוצאות התפעול. במגזר הלא-מזון, הוסיפה החברה לרשום הפסד תפעולי, בעיקר בשל חולשה ברשתות "כפר השעשועים" ו-"ששת". כוונת החברה למכור את "כפר השעשועים" וכן בוצעו שינויים ארגוניים במגזר זה, במטרה ליצור מיקוד ניהולי ולצמצם הוצאות מטה. מגזר שיווק הדלקים הציג יציבות בתוצאות במהלך התקופה, בהתחשב בהורדת מרווח השיווק, ונראה כי הענף צלח את משבר הורדת מרווח השיווק. מצב זה התבטא בייצוב אופק הדירוג של דור-אלון (A2) במהלך חודש ינואר 2013. דור אלון מייצרת לאורך זמן תזרים מזומנים תפעולי גבוה, אם כי התזרים החופשי מתון יותר, נוכח צורכי ההשקעה של החברה. מגזר הנדל"ן ממשיך להראות צמיחה עקבית ומאופיין בפורטפוליו נכסים איכותיים ובפרופיל פיננסי איכותי, לצד תזרים משמעותי מפעילות, כולל החזקה בנכסים בלתי משועבדים, בשווי של כ-2 מיליארד ₪. פרויקט השוק הסיטונאי מתקדם בהתאם לתחזיות החברה והסיכון היזמי בגין השוק הסיטונאי פוחת.

¹ צמיחת חנויות זהות - Same Stores Sales

בנוסף, מחזיקה החברה ב-49% מחברת כרטיסי האשראי דיינרס, בשיתוף עם חברת כאל, אשר הניבה רווח נקי של כ-40 מיליון ₪ בשנת 2012.

להערכתנו, במהלך שנת 2013 יחול שיפור בתוצאות הכספיות של החברה, וזאת על רקע שיפור במגזר הסופרמרקטים והלא מזון, עקב סגירת חלק מהסניפים המפסידים ברשת מנה בול, התמקדות ניהולית ביתר הסניפים המפסידים ברשת וכן מפעולות התייעלות בתחום הלא מזון, כולל מיזוג חברת בי וחברת מנה והליך מכירת פעילות כפר השעשועים. יחד עם זאת, להערכתנו, החברה ניצבת מול אתגרים ניהוליים של שימור נתחי השוק וייעול מבנה ההוצאות, המהווים גורם קריטי לצורך שיפור משמעותי ברווחיות המגזר המזון בטווח הבינוני, וזאת על רקע סביבה עסקית תחרותית מאוד. בתוך כך, אופק הדירוג השלילי משקף את אי הוודאות באשר ליכולת החברה לשמר רמת רווחיות טובה יותר לאורך זמן ולעמוד בטווח יחסי הכיסוי התואמים את הדירוג הנוכחי.

האסטרטגיה הפיננסית של החברה מוכוונת השקעות יזמות וצמיחה, גורם התורם לגיוונו העסקי, אולם מתבטא ברמת מינוף גבוהה. החברה הציגה עלייה ברמת החוב וברמת המינוף בשנה האחרונה, בעיקר כחלק מפיתוח פרויקט השוק הסיטונאי, דרך ריבוע כחול נדל"ן². הפרויקט הציג התקדמות וירידה ברמת הסיכון, אולם החשיפה אליו נותרה גבוהה.

רמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה הינה טובה ומסתמכת בעיקר על יתרות מזומנים, פריסה נוחה של לוח הסילוקין וצורכי הון חוזר שליליים, לאורך זמן. לחברה כמעט ואין שעבודים ואין אמות מידה פיננסיות. אנו מעריכים כי צורכי המזומנים באלון חברת הדלק לישראל בע"מ (החברה האם) אינם גבוהים, בטווח הקצר והבינוני, וזאת, לצד התפתחויות עסקיות חיוביות בפעילות החברה האם, מהוות גורם חיובי המקטין לחץ לדיבידנדים.

אנו נמשיך ונבחן את ההתפתחויות בחברה במהלך הרבעונים הבאים, בדגש על שימור המגמה החיובית במגזר הסופרמרקטים, שמירה על יציבות מגזר שיווק הדלקים, הקטנת הסיכונים בפרויקט השוק הסיטונאי במגזר הנדל"ן והשלמת השינויים הארגוניים בקבוצת "בי".

דירוג הנעמ"ס P-1 ניתן על בסיס דירוג המנפיק של החברה. כמו כן, דירוג הנעמ"ס ניתן על בסיס הצהרת 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 שהונפקו. מקורות אלו כוללים אחד או יותר מארבעת הבאים: (1) מסגרת אשראי פנויה וחתומה מתאגיד בנקאי מדורג בקבוצת Aa, בתוקף עד תום תקופת הנעמ"ס, אשר אינה כוללת אמות מידה פיננסיות או מגבלות לניצולה (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). שמירת מקורות פנויים אלו מהווה בסיס עיקרי ליכולת החברה לעמוד בדרישה לפירעון מיידי של הנעמ"ס בתוך 7 ימים, בהתאם לתנאי הנעמ"ס. דירוג הנעמ"ס נתמך גם בניתוח מקורות ושימושים, על בסיס סולו מורחב לתקופה של שנה. הורדת דירוג החברה, המצוי באופק שלילי, עלולה להוביל להורדת דירוג הנעמ"ס.

² התחייבויות שהנפיקה רבוע כחול נדל"ן בע"מ מדורגות על ידי מידרוג בדירוג A1 באופק שלילי

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (מאוחד), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	
7,429	7,192	8,344	12,346	12,850	הכנסות
2,059	2,026	2,286	2,904	2,842	רווח גולמי
265	235	243	292	184	רווח תפעולי
132	98	62	84	41	רווח נקי
27.7%	28.2%	27.4%	23.5%	22.1%	% רווח גולמי
3.6%	3.3%	2.9%	2.4%	1.4%	% רווח תפעולי
419	400	450	566	471	EBITDA
273	305	280	290	199	FFO
311	234	228	292	244	CAPEX
70	9	21	56	192	רכישת נדל"ן להשקעה
150	0	875	75	0	דיבידנדים ששולמו
1.6	1.3	1.0	0.9	0.6	EBIT למימון
4,445	5,165	8,770	9,094	9,493	סך נכסים במאזן
282	825	534	480	707	נכסים פיננסיים נזילים
1,694	2,341	4,671	4,955	5,381	חוב פיננסי
1,412	1,516	4,137	4,474	4,674	חוב פיננסי נטו
1,096	1,226	1,582	1,546	1,606	הון עצמי
24.7%	23.7%	18.0%	17.0%	16.9%	הון עצמי / סך מאזן
60.4%	65.4%	74.1%	75.6%	76.3%	חוב ל-CAP

* החל מיום 03/10/2010, החברה מאחדת את דוחותיה הכספיים של חברת דור אלון.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

4

גיוון עסקי גבוה של הקבוצה ופריסה על פני ענפים סולידיים

החברה נהנית מגיוון עסקי גבוה בתחומי הקמעונאות, בדגש על קמעונאות מזון ושיווק הדלקים. מעל ל-50% מהכנסותיה מגיעות מתחום קמעונאות המזון ולזה ניתן להוסיף גם כ-850 מיליון ש"ח מכירות בחנויות הנוחות של מתחמי התדלוק בשנת 2012. חברות הקבוצה מחזיקות מועדוני לקוחות, המונים מעל ל-1.5 מיליון חברים, מתוכם כ-180,000 בעלי כרטיס אשראי, דרך הפעילות בחברות מנה קמעונאות (מגזר הסופרמרקטים), דור אלון (מתחמי תדלוק), פעילות לא-מזון (בי קמעונאות) ונדל"ן (רבוע כחול נדל"ן).

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - מגזרי פעילות עיקריים, במיליוני ש"ח:

FY 2010	FY 2011	FY 2012	
הכנסות			
6,895	6,724	6,553	סופרמרקטים
482	289	321	לא מזון
4,330	5,302	5,935	מתחמי תדלוק ומסחר
25	31	34	נדל"ן**
רווח תפעולי לפני אחרות			
242	177	129	סופרמרקטים**
-7	-20	-12	לא מזון
179	174	165	מתחמי תדלוק ומסחר*
-5	15	6	נדל"ן
מספר סניפים בסוף תקופה			
206	211	212	מס' סניפי סופרמרקטים
188	196	202	מס' תחנות תדלוק ומסחר
177	198	209	מס' חנויות נוחות וAM-PM

* הרווח התפעולי במתחמי התדלוק כולל גם הפסדי מלאי

** מגזר הסופרמרקטים מוצג ללא הוצאות דמי השכירות לרבוע נדל"ן אשר מתקזזות בדוחות המאוחדים.

פעילות החברה מוטה לענף הקמעונאות, בדגש על מוצרי צריכה בסיסיים. ככלל, קמעונאות המזון והדלקים מאופיינית בסיכון ביקושים נמוך, לצד צמיחה איטית. ענפים אלו מאופיינים בפיזור עסקי רחב. היקפי הפעילות הנרחבים מפצים על רווחיות מתונה. צורכי ההון החוזר בקמעונאות המזון נמוכים ותורמים לנזילות. ענף קמעונאות המזון מאופיין בחסמי כניסה נמוכים והשנים האחרונות אופיינו בגידול חד בהיקף שטחי המסחר, בעיקר מצד שחקנים חדשים בתחום חנויות הדיסקאונט, מגמה שהובילה להחרפה בתחרות, אשר צפויה להימשך, להערכתנו. שוק מוצרי הצריכה בישראל צמח בשנת 2012 בכ-1.0% ומכירות המזון בשוק המבורקד צמחו בכ-1.3% בלבד, על פי נתוני חברת המחקר נילסן. נתונים אלו מלמדים על התגברות של מגמת ההאטה בצריכה, שהחלה במחצית השנייה של שנת 2011. לקראת סוף שנת 2012 חלה עליית מחירים בשוק במוצרי הצריכה, שחלחלה גם לקמעונאיות המזון, תוך התמתנות במבצעי המכירה. ענף שיווק הדלקים, לעומת זאת, מאופיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית. בו בזמן, הענף חשוף לרגולציה גבוהה, ומאופיין בהשקעות הוניות גבוהות יחסית. הצמיחה המתונה מעודדת תחרות על מתחמי תדלוק ועל מרווחים. הורדת מרווח השיווק בשנת 2011 מיתנה את התחרות והובילה להפחתת הנחות לציי רכב ובתחנות. התחרות בתחום הסולר מוסיפה להיות חזקה.

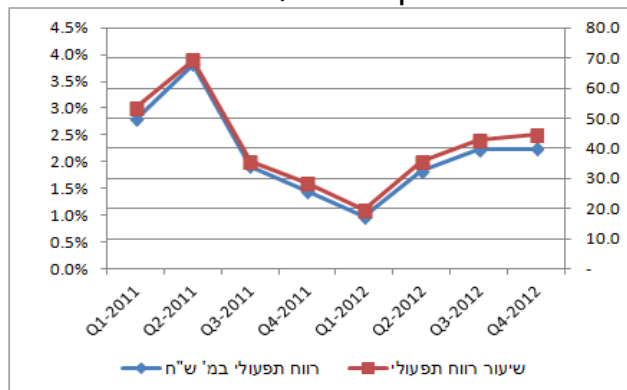
ענף הנדל"ן מאופיין בחסמי כניסה גבוהים, לאור ההיצע הנמוך של נכסים איכותיים במרכזי הערים, אך לצד זאת, למצב הכלכלי ולרגולציה השפעות על צד הביקוש. החברה פעילה בעיקר בתחום הנדל"ן המניב ומרבית הנכסים שלה מושכרים למגה. בנוסף, לחברה נכסים בתחום המשרדים והלוגיסטיקה. במהלך שנת 2012 נכנסה החברה לתחום פעילות הסלולר דרך הקמת חברה בבעלות מלאה - אלון סלולר, הפועלת כ-Full MVNO בשם המותג YouPhone; כניסתה של החברה לתחום זה כללה הוצאות גבוהות יחסית בשנת 2012, בחלקן הגדול הוצאות הקמה וביסוס המותג לשנת 2013. המודל העסקי של יופון נשען על כוח המכירה והפריסה הרחבים של רבוע כחול. נכון למועד דוח זה, החברה רושמת קצב צמיחה של כ-20 אלף מנויים ברבעון. איננו סבורים כי פעילות הסלולר תגיע לאיזון בטווח הזמן הקצר ואולם אנו מעריכים כי זוהי פעילות יוצרת ערך. בנוסף, החברה מחזיקה ב-49% ממניות דיינרס קלוב ישראל בע"מ ("דיינרס"), אשר עוסקת בהנפקת כרטיסי אשראי וסליקת עסקאות בכרטיסי אשראי. דיינרס הציגה רווח נקי של כ-40 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2011/12. גם פעילות זו להערכתנו יוצרת ערך משמעותי לחברה.

שחיקה במעמד החברה במגזר הסופרמרקטים

מגזר הסופרמרקטים הינו אחד ממרכזי הרווח העיקריים בחברה. חלק המגזר בשוק המזון, המשקאות והטבק עמד בשנת 2012 על כ-11.9%, ירידה מנתח שוק של כ-12.7% בשנת 2011 וכ-14.3% בשנת 2010. הפגיעה בנתחי השוק של החברה במגזר המזון, הינה עקב התחזקות של רשתות השיווק הפרטיות והמחאה החברתית, בדומה לחברות המתחרות, ואף באופן חד יותר. המתחרה העיקרית שופרסל גם כן איבדה נתחי שוק בתקופה זו. השוק עצמו צמח בכ-3% בלבד במצטבר בשנתיים האחרונות.

היקף הכנסות החברה במגזר הסופרמרקטים ירד בכ-5% בשנתיים האחרונות (כ-170 מיליון ש"ח בכל שנה), עקב איבוד נתחי שוק, איבוד סניפים למתחרים ומכירת סניפים. סך הפדיון למ"ר בשנת 2012 הסתכם בכ-17.2 אלף ש"ח לעומת כ-18.1 אלף ש"ח בשנת 2011 וכ-18.7 אלף ש"ח בשנת 2010. בשנת 2012 רשמה החברה קיטון במכירות בחנויות זהות של כ-2.6%, בהמשך לקיטון של כ-2.7% בשנת 2011 וכ-0.8% בשנת 2010. המתחרה שופרסל רשמה שיעור SSS שלילי של כ-1.9% בשנת 2012, לאחר SSS חיובי נמוך של 0.2% בשנת 2011 ו-0.4% בשנת 2010. הירידה במכירות של הרשתות הגדולות נבעה בעיקר מגידול בנתחי השוק והתרחבות של הרשתות הפרטיות, כגון רמי לוי, חצי חנים, ויקטורי, כמעט חנים ועוד. קצב הצמיחה הגבוה של מתחרים ומהלכי קונסולידציה, כגון מיזוג רשת כמעט חנים ויינות ביתן, צפויים להגביר את רמת התחרות בשוק ולנגוס בנתחי שוק נוספים מהרשתות הגדולות. יש לציין, כי החברה פועלת גם בקטגוריית חנויות הנוחות עם רשת "מגה בעיר" וכן עם הרשתות של דור אלון: "AM-PM" ו-"אלונית". בקטגוריה זו לחברה מעמד עסקי חזק, הנתמך במיקומים טובים וביכולת ניהולית טובה, בדגש על שירות וחווית קנייה.

תוצאות מגזר הסופרמרקטים לפי רבעונים:



שחיקת הרווח התפעולי במגזר המזון נבעה מהפגיעה בהכנסות וכן מעלייה בהוצאות התפעול.

על פי הערכת החברה, שכר העבודה הממוצע בסניפי מגה גבוה בכ-50% מהשכר הממוצע ברשתות הפרטיות.

השיפור ברווח התפעולי של מגזר הסופרמרקטים במהלך החציון השני של שנת 2012 נבע בעיקר מתהליכי התייעלות בחברה וממכירת 7 סניפים מפסידים³.

תסריט הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון כי מגזר הסופרמרקטים צפוי להציג שיפור נוסף בתוצאות במהלך 2013, בעיקר נוכח מכירת סניפים מפסידים ועליית מחירים, בהמשך למגמה שהחלה מרבעון שלישי 2012.

בחדש ינואר 2013 הודיעה החברה למנכ"ל - מר זאב וורמבנד על סיום תפקידו בתום כהונתו (5 שנים). בינואר 2013 מונה מר מוטי קרן למנכ"ל מגה קמעונאות. בשנת 2012 מונה מר שלמה זוהר ליו"ר קבוצת נעמן ומר רביב ברוקמאיר למנכ"ל קבוצת נעמן.

הקיטון ברווח התפעולי בשנת 2012 מיוחס בעיקר לירידה ברווחיות מגזר המזון, מכ-242 מיליון ש"ח בשנת 2010, עד לכ-129 מיליון ש"ח בשנת 2012. בנוסף, ההוצאות הכרוכות בפעילות יפון תרמו להפסד התפעולי. אנו מעריכים כי בשנת 2013 יימשך השיפור ברווח התפעולי של מגזר הסופרמרקטים, והחברה תציג שיעורי רווחיות תפעולית של כ-2.5% מההכנסות, בדומה לשיעורי הרווחיות של המחצית השנייה של 2012. מגזר תחנות התדלוק עשוי להציג שיפור קל ברווח. אנו מניחים, בהסתברות גבוהה, מכירה של כפר השעשועים ומכאן עצירת ההפסדים הכרוכים בה. יחד עם זאת, אין ודאות מלאה לגבי מהלך זה ועיתויו. להערכתנו, ההשקעות בפעילות יפון יימשכו בשנת 2013 וימשיכו להכביד על התזרים יחסי הכיסוי.

הוודאות לגבי תוצאות החציון השני של 2013 ושנת 2014 הינה נמוכה יותר ולהערכתנו, הן יושפעו מהמידה בה תבוצע תוכנית אסטרטגית עדכנית, בהתאם למדיניות המנכ"ל הנכנס של רשת מגה והטיפול בתת הרשת - מגה-בול, מיזוג המרלוג של מגזר הלא-מזון וכן אופן הטמעת מרלוג נוסף (שלישי במספר). להערכתנו, לחברה אתגרים ניהוליים בתת-הרשת מגה בול, המתמחה בתחום ה-HD.

שיפור במגזר הדלקים

מגזר מתחמי תדלוק ומסחר, דרך האחזקה בחברת הבת דור אלון, מאופיין בנתח שוק משמעותי, פריסה ארצית ומיתוג חזק. דירוג האשראי של החברה⁴ נתמך בנתח שוק משמעותי של כ-17% בתחנות הדלק בישראל, פריסה ארצית רחבה של תחנות דלק וחנייות נוחות ומיתוג קמעונאי חזק; לאורך השנים, השכילה החברה לשמור על יציבות בתוצאות ועמידה בתחזיות, חרף התעצמות התחרות בענף הפעילות. החברה מציגה רווחיות גבוהה יחסית לענף, בין השאר, כתוצאה ממגזר קמעונאי רחב (כולל רשת AM-PM), פיתוח עסקי חזק בתחום חנויות הנוחות, זיכיון הפעלה בכביש 6 ומבנה הוצאות תפעול רזה יחסית.

במהלך השנה האחרונה התמודד ענף שיווק הדלקים עם השלכות הורדת מרווח השיווק. החברה הוכיחה כי ביכולתה לפצות על הורדת מרווח השיווק, הן דרך התייעלות תפעולית וקיטון בהנחות והן דרך צמצום ימי האשראי למגזר השיווק הישיר. החברה מאופיינת בימי לקוחות נמוכים יחסית לחברות האחרות בענף וצורכי הון חוזר נמוכים לענף.

³ בשנת 2013 נמכרו שני סניפים נוספים.

⁴ בינואר 2013 אושר דירוג A2 לדור אלון, תוך ייצוב אופק הדירוג - ראו לפירוט נוספים.

יציבות בתחום הנדל"ן, אך הגדלת החוב הפיננסי בקשר עם פרויקט השוק הסיטונאי

רבע נדל"ן מאופיינת בפרופיל פיננסי איכותי, הכולל רמת מינוף נמוכה יחסית לענף בו היא פועלת, לצד תזרים משמעותי מפעילות, הכולל NOI בהיקף העולה על 200 מיליון ₪ בשנה, כ-85% מכך נובעים מדמי שכירות של רשת מגה; החברה נהנית מרמות נזילות וגמישות פיננסית טובות, כולל החזקה בנכסים בלתי משועבדים, בשווי של קרוב ל-2 מיליארד ₪ (בעיקר בגין סניפי מגה); פרויקט השוק הסיטונאי מתקדם בהתאם לתחזיות החברה. סיכון שיווק הדירות פחת, לאור הצלחת היזמים למכור את רוב הדירות בפרויקט. מצד שני, בעוד הסיכון היזמי בגין השוק הסיטונאי פוחת, גדל וימשיך לגדול, היקף החשיפה של החברה ביחס אליו, עקב הגדלת החוב הפיננסי בגינו.

שינויים מבניים במגזר הלא-מזון, על רקע הפסדים בשנים האחרונות, מוסיפים חוסר ודאות

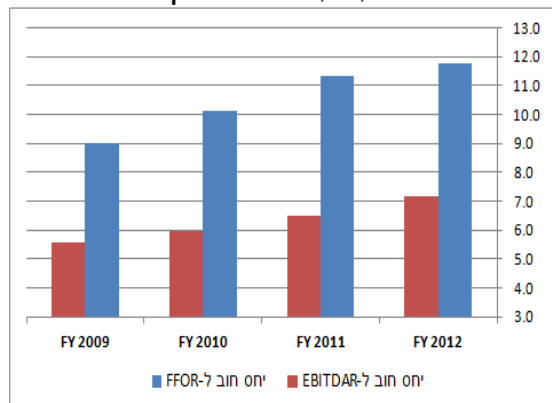
מגזר קמעונאות הלא-מזון הפועל תחת קבוצת "בי", הציג הפסד תפעולי של כ-12 מיליון ₪ בשנת 2012, בהמשך להפסד של כ-20 מיליון ₪ בשנת 2011. נתונים אלו אינם כוללים את ההפסדים מפעילות "כפר השעשועים" (84 חנויות נכון לאפריל 2013, בעיקר באמצעות זכיינים), שסווגה כפעילות מופסקת בדוחות הכספיים ליום 31.12.12, לאור כוונת החברה לממש את הנכס. "כפר השעשועים" היוותה כ-30% מתוך מכירות מגזר הנון פוד ורשמה הפסד נקי מצטבר של כ-42 מיליון ₪ בשנים 2011-2012. ההפסדים בקבוצת "בי" בשנתיים האחרונות נבעו גם מהוצאות חד פעמיות בגין המעבר למרלוג החדש, אשר לא נוצל במלואו ומהפרשות כספיות מהותיות בגין חוב זכיינים, ברשתות "כפר השעשועים" ו-"ששת". החברה פועלת למיזוג פעילות "בי" עם מגה קמעונאות, במטרה לנצל טוב יותר את הסינרגיה בין תחום הסופרמרקטים ותחום הבית ולהתייעל בהוצאות.

מינוף גבוה יחסית, יחסי כיסוי המצויים בשחיקה, צפי לשיפור ברבעונים הקרובים

החוב הפיננסי המאוחד ליום 31.12.12 הסתכם בסך של כ-5.38 מיליארד ₪, בהשוואה לסך של כ-4.96 מיליארד ₪ לסוף שנת 2011. כ-2.25 מיליארד ₪ מתוך יתרת החוב המאוחד נרשמו במאזניה של רבע נדל"ן (לעומת כ-1.7 מיליארד ש"ח בשנת 2011) וכ-1.80 מיליארד ₪ נוספים נרשמו במאזן דור אלון (כ-1.86 מיליארד ש"ח בשנת 2011). יתרת החוב מממנת את פעילות הקמעונאות והלא-מזון וכן יתרת חוב סולו. ללא השפעת פעילות הנדל"ן ופעילויות מופסקות, החוב הפיננסי נותר דומה בשנת 2012, כ-3.0 מיליארד ש"ח. הגידול בחוב של רבע נדל"ן נבע בעיקר מהתקדמות ההשקעה בפרויקט השוק הסיטונאי.

יחס החוב הפיננסי ל-CAP במאזן המאוחד ליום 31.12.12 נותר יציב יחסית סביב 76%. יחס זה הינו גבוה יחסית לרמת הדירוג, אולם אנו לוקחים בחשבון כי נכסי הנדל"ן המשמשים את מגזר הסופרמרקטים רשומים בספרי החברה בערכם ההיסטורי, ואילו ועל פי ערכם במאזני רבע נדל"ן, שוויים ההוגן של נכסים אלו גבוה בכ-1.0 מיליארד ש"ח מערכם הפנקסני. התאמה שמרנית של שווי נכסי הנדל"ן, תוריד את היחס מתחת ל-70%.

יחסי כיסוי חוב פיננסי, נטו, מותאמים בהיוון דמי חכירה:



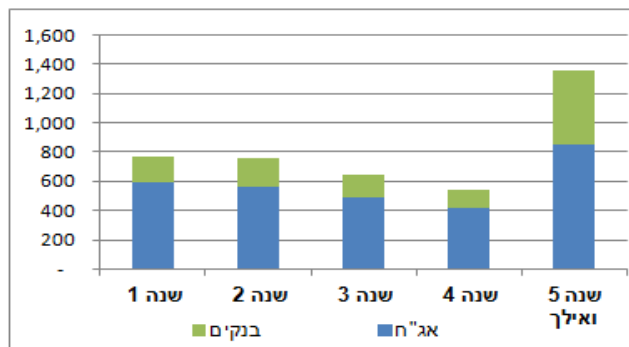
בצד יחסי הכיסוי, היחלשות הרווח, לצד הגידול בחוב המאוחד, שנבע בעיקר מההשקעה בפרויקט השוק הסיטונאי שעדיין אינה מניבה, הובילו לפגיעה ביחסי הכיסוי של החברה והחלישו את איתנותה הפיננסית. כיסוי החוב נטו, מתואם ל-EBITDAR, עלה מ-6.5x ליום 31.12.11, ל-7.2x ליום 31.12.12. יחס כיסוי חוב פיננסי נטו מתואם ל-FFOR, עלה מ-11.3x ל-11.7x. אנו צופים כי גם בתרחיש של שיפור מסוים בתוצאות הפעילויות, החברה תישאר ביחסי כיסוי אשר הינם ברף התחתון של יחסים התואמים לדירוג הנוכחי.

בבחינת יחסי הכיסוי, מידרוג מנכה מהחוב הפיננסי המאוחד נטו את החוב הפיננסי ואת יתרות המזומנים בספריה של החברה הבת רבוע נדל"ן. במקביל, מותאם החוב הנותר לשקף את היוון הוצאות השכירות שמשלמת החברה, הן בגין נכסים המושכרים מהחברה הבת והן מצדדים שלישיים. ההתאמה האמורה נועדה לנטרל את השפעת מגזר הנדל"ן מיחס הכיסוי, וזאת לצרכים השוואתיים. הסיכון הגלום במינוף הפיננסי של רבוע נדל"ן, ובעיקר בקשר עם ייזום פרויקטים חדשים בהם מעורבת החברה הבת, נלקח בחשבון בנפרד.

נזילות חזקה, הנסמכת בעיקרה על יתרות מזומנים, תזרימים חזקים מפעילות שוטפת ונגישות טובה למקורות מימון
לקבוצה יכולת גבוהה בייצור מזומנים מפעילות לאורך השנים. הקבוצה במאוחד הציגה בשנת 2012 תזרימים מזומנים מפעילות שוטפת של כ-298 מיליון ₪ (לאחר השקעה גבוהה במלאי מקרקעין של כ-250 מיליון ₪) ותזרימים מפעילות (FFO) של כ-203 מיליון ₪, לעומת כ-281 מיליון ₪ בשנת 2011. רמת הנזילות של הקבוצה הינה טובה ביחס לצורכי שירות החוב והיא נשענת על יכולת ייצור מזומן מפעילות, יתרות מזומנים וכן על יתרה גבוהה של כרטיסי אשראי הנשענים על פעילות קמעונאית רחבה ומפוזרת בסכומים מהותיים. יתרת כרטיסי האשראי נפרעת בתחילת כל חודש ולפיכך אינה מקבלת ביטוי בנתונים המאזניים. מאפיין זה תורם לנזילות ולגמישות הפיננסית. היתרות הנזילות בקבוצה מסתכמות לסך של כ-707 מיליון ₪ ליום 31.12.12. כ-56% מהיתרות הנזילות נרשמו בחברת רבוע כחול נדל"ן וכ-30% בדור אלון. לחברה אחזקה מבוצרת במניות הסחירות רבוע כחול נדל"ן ודור אלון, התורמת לגמישות הפיננסית. בנוסף, נכסי החברה אינם משועבדים.

אנו מעריכים את צורכי הנזילות בחברה האם כנמוכים בטווח הזמן הקצר והבינוני ומכאן - לחץ חלש לדיבידנדים. עם זאת, לאורך זמן, אנו מעריכים כי תידרש חלוקת דיבידנדים כפי שהיה גם בשנים קודמות.

לוח סילוקין של חוב לזמן ארוך (מאוחד) - ליום 31/12/2012, במיליוני ₪*:



* החוב המוצג כולל את החוב הבנקאי וחוב אג"ח של כל חברות הקבוצה, בנוסף לחוב נשוא הדירוג.

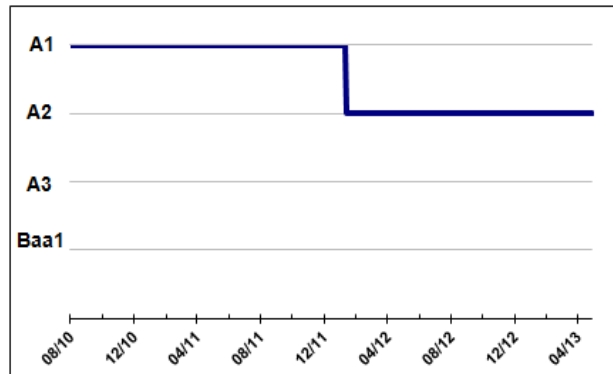
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור ברווח התפעולי ובמעמד החברה בענף הקמעונאות
- ירידה מהותית ברמת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי עמידה לאורך זמן ביחס כיסוי חוב פיננסי נטו מותאם ל-EBITDAR מתחת ל-7.0x
- חלוקת דיבידנדים בהיקף מהותי, אשר אינה מגובה בתזרימים מזומנים
- הרעה נוספת במעמדו העסקי של מגזר קמעונאות המזון



אודות החברה

אלון רבוע כחול הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו יורק והינה קמעונאית המזון השנייה בגודלה בישראל. החברה מוחזקת בשיעור של כ-73.2% על ידי אלון חברת הדלק לישראל בע"מ ("אלון"), שהינה חברת אחזקות פרטית, הפועלת בתחום הקמעונאות והאנרגיה בישראל ובחול" והינה בבעלות השקעות ביילסול בע"מ, חברה פרטית, בבעלותם המשותפת של מר דוד ויסמן ובני משפחת בירן, וארגוני הקניות השייכים לקיבוצים ומר דודי ויסמן. פעילות החברה מתבצעת כיום באמצעות ארבע חברות בנות עיקריות: "מגה קמעונאות בע"מ" ("מגה" - שיעור אחזקה של 100%), המרכזת את פעילות קמעונאות המזון; בי קמעונאות, המחזיקה כיום בעיקר בכ-77% מחברת נעמן וב-90% מכפר השעשועים; דור אלון (שיעור אחזקה 78.4%), הנמנית על החברות המובילות בישראל בתחום שיווק ומכירת דלקים; רבוע כחול נדל"ן⁵ (74.8%), המחזיקה בנכסי נדל"ן, אשר מרביתם מושכרים כיום לפעילות הקמעונאות. החל משנת 2013 מנכ"ל החברה ומנהל עסקים ראשי הינו מר דוד ויסמן, במשותף עם הגברת לימור גנות. יו"ר הדירקטוריון הינו מר יצחק בדר.

9

דוחות קשורים

[אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ, פעולת דירוג, ינואר 2012](#)

[אלון החזקות ברבוע כחול - ישראל בע"מ, דירוג ראשוני נעמ"ס, מאי 2012](#)

[דור אלון אנרגיה ישראל \(1988\) בע"מ, פעולת דירוג, ינואר 2013](#)

[ענף הקמעונאות - מתודולוגיית דירוג, דוח מיוחד, אוקטובר 2010](#)

[מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים, נובמבר 2010](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 12.05.2013

⁵ ביום 6.5.13 מכרה החברה כ-3.5% ממניות החברה, תמורת סכום של כ-49 מיליון ש"ח.

מונחים פיננסיים עיקריים

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

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

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד 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 שאלה 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.

הדירוגים לזמן קצר של *Moody's* מתארים את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות לזמן קצר. את הדירוגים ניתן להחיל על מנפיקים, הנפקות ספציפיות ומכשירים פיננסיים. ככלל, התחייבויות לזמן קצר הן התחייבויות לתקופה שאינה עולה על 13 חודשים, אלא אם כן יצוין אחרת.

סמל	הגדרה
Prime - 1	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג <i>P-1</i> הם בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
Prime - 2	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג <i>P-2</i> הם בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
Prime - 3	מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדורגים בדירוג <i>P-3</i> הם בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.
N - P	מנפיקים אשר אינם משתייכים לאף אחת מהקטגוריות שלעיל.

Short- term vs. Long term Ratings

	Long Term	Short Term
Investment Grade	Aaa	Prime - 1
	Aa1	
	Aa2	
	Aa3	
	A1	Prime - 2
	A2	
	A3	
	Baa1	Prime - 3
	Baa2	
	Baa3	
Speculative Grade	Ba1	Not Prime
	Ba2	
	Ba3	
	B1	
	B2	
	B3	
	Caa1	
	Caa2	
	Caa3	
	Ca	
	C	

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") 2013.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 בייעוץ 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.