



GPM Investments LLC

מעקב | דצמבר 2015

אנשי קשר:

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט
niri@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il



GPM Investments LLC

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

מידרוג מודיעה על הוצאה מבחינה של דירוג המנפיק (Issuer) של GPM Investments LLC ("GPM" או "החברה") והעלאת הדירוג ל-A3.il. אופק הדירוג הינו יציב.

סיכום השיקולים העיקריים בדירוג

בחודש יולי 2015 הודיעה מידרוג על הכנסת דירוג החברה לבחינה עם השלכות חיוביות נוכח התקדמות במהלכי החברה להנפקה לציבור ולרישומן למסחר בארה"ב של יחידות השתתפות מוגבלות של ישות משפטית ייעודית שהוקמה על ידי GPM וזאת באמצעות מנגנון ("Master Limited Partnership") MLP. למרות שההנפקה טרם יצאה לפועל, אנו מוציאים את הדירוג מבחינה, ויודגש כי העלאת הדירוג כעת אינה כרוכה בביצוע הנפקת ה-MLP. ככל שההנפקה תתבצע, אנו עשויים לבחון את הדירוג בהתחשב בין השאר בהיקף ההנפקה, השימוש והייעוד של כספיה ורמת המינוף הצפויה לשרור לאחר ההנפקה, וזאת נוכח אסטרטגיית החברה לצמיחה, בין היתר דרך רכישות עתידיות.

הדירוג נתמך בגידול שחל בהיקף פעילות החברה ובמיצובה העסקי בין השאר בעקבות הרכישות שביצעה במחצית הראשונה של שנת 2015, אשר הקנו לה להערכתנו יתרונות לגודל, בעיקר ברכש דלקים ומוצרי נוחות. כמו כן, הדירוג נתמך בצבירת טרק רקורד חיובי בהטמעת פעילות SE שרכשה במהלך 2013 (כ-263 אתרים). כיום מפעילה GPM כ-667 אתרים ומהווה אחד השחקנים הגדולים בענף חנויות הנוחות בארה"ב, זאת לצד שחקניות גדולות ממנה כגון 7-Eleven, Kangaroo Express, Murphy Express, Quick Trip ועוד. תחנות החברה נפרשות על פני 16 מדינות שונות בארה"ב, בשלושה אזורים מרכזיים: החוף המזרחי של ארה"ב, דרום-מזרח ארה"ב ומרכז ארה"ב. יש להדגיש כי התחרות בענף היא בעיקר ברמה האזורית והמקומית, ונסובה בעיקר על מחיר הדלקים ומיקום התחנות.

ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מאופיין על ידינו בסיכון בינוני נוכח רמת תחרות גבוהה וצמיחה נמוכה עד שלילית בצריכת הדלקים, המושפעת מהתייעלות כלי הרכב החדשים. בו בזמן, הירידה החדה במחירי הדלקים תורמת במידה מסוימת להגדלת הנסועה וממתנת את מגמת הירידה הכמותית. הענף מאופיין ביציבות גבוהה יחסית של הביקושים והמרווחים. הדירוג מושפע לשלילה מהרווחיות הנמוכה בפעילות הדלקים הנגזרת מרכישות מחיר גבוה של הצרכנים, ריבוי שחקנים ותחנות דלק וכן מהיעדר מרווח שיווק מפוקח. מכירות חנויות הנוחות, המייצרות את עיקר התרומה לרווח, נובעות בעיקר ממכירות טבק ומשקאות ומאופיינת ביציבות גבוהה.

בשנים 2014-2015 רשמה החברה גידול חד במכירות הגלונים ובמכירות חנויות הנוחות כתוצאה מהרכישות שביצעה בשנים האחרונות. בנטרול האתרים שנרכשו, נרשמה ירידה קלה במכירות הגלונים בתקופה 9/2015-1, בדומה לשנים קודמות, נוכח המגמות שתוארו לעיל. מכירות המוצרים בחנויות הנוחות רשמו גידול מתון. בתסריט הבסיס אנו מניחים צמיחה שלילית נמוכה במכירות הגלונים בשל המשך המגמות הקיימות וגידול מתון במכירות חנויות הנוחות.

בשנים 2014-2015 החברה שיפרה את מרווח הגלון בעיקר בשל הירידה החדה במחיר הנפט שהשפיעה לטובה על המרווח, החל מהמחצית השנייה של 2014 וכן נוכח שיפור הרכש בשל יתרונות לגודל. אנו מניחים כי המרווח החריג שאפיין את הרבעונים האחרונים ישוב בטווח הבינוני לרמתו הממוצעת בחמש השנים האחרונות, תוך שיפור נוסף שיבצע מיתרון לגודל ברכש. המרווח בתחום חנויות הנוחות צפוי להערכתנו להציג שיפור קל, גם כן בשל שיפור תנאי הרכש. בשל הרכישות של השנים האחרונות והשפעת המגמות שתוארו לעיל, רשמה החברה שיפור משמעותי בתזרימי המזומנים מפעילות בשנים 2014-2015, תוך רוח גבית חזקה מצד הירידה במחירי הנפט.



רמת החוב בחברה עלתה בעקבות הרכישות האחרונות, שמומנו בעיקר בחוב (לרבות הלוואות שהועמדו על ידי הבעלים). נכון ליום 30.9.2015 יחס החוב (כולל הלוואות הבעלים ולאחר התאמות חכירה) ל-CAP עמד על כ-83%, יחס המבטא מינוף גבוה יחסית. למרות זאת לא חלה הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי, נוכח הגידול בתזרימי המזומנים כתוצאה מהרכישות החדשות וצמיחה בתזרימים מהפעילות הקיימת. יחסי חוב מותאם ל-EBITDAR וחוב מותאם ל-FFOR לארבעת הרבעונים שעד 30.9.2015 עמדו על 4 ו-6 בהתאמה (יחסי הכיסוי לשנת 2014, שאינה כוללת את השפעת העסקאות החדשות, עמדו על 3.7 ו-5.2, בהתאמה). לפי תרחיש הבסיס שלנו ה-EBITDA וה-FFO צפויים לעמוד בטווחים שבין 40-45 מיליון דולר ו 30-35 מיליון דולר, בהתאמה, בשנת 2016. תחזית זו נמוכה בהשוואה לסכומים שנרשמו בארבעת הרבעונים שעד 30.9.2015 (כ-46 מיליון דולר וכ-36 מיליון דולר, בהתאמה) - בהתחשב בכך שהפעילויות שנרכשו במהלך 2015 לא נכללו במרבית הרבעונים הללו, אולם אנו סבורים כי הרבעונים האחרונים אופיינו במרווח גלן גבוה במיוחד, כנזכר גם לעיל, שאינו פרמננטי. יחסי הכיסוי חוב מותאם ל-EBITDAR וחוב מותאם ל-FFOR צפויים לעמוד להערכתנו, בטווחים שבין 4.0-3.5 ו-5.5-5.0, בהתאמה.

נזילות החברה סבירה נוכח היקף התזרים החופשי (FCF) ביחס לצורכי פרעון מתונים, זאת בנטרול הלוואות הבעלים. סכום החוב הפיננסי (ללא הלוואות הבעלים) העומד לפרעון בשנתיים הבאות הוא כ 22 מיליון דולר וכ 12 מיליון דולר, וזאת אל מול תזרים חופשי המוערך על ידינו בהיקף של 22-17 מיליון דולר לשנה. הלוואות הבעלים, שיתרתן כ 50 מיליון דולר ליום 30.9.2015, עומדות לפרעון ב 30.9.2016 (כ 30 מיליון דולר, מתוכן נפרעו כ 5.9 מיליון דולר בנובמבר 2015) וב-31.12.2016 (כ-20 מיליון דולר הנתרים). אנו מניחים מספר אפשרויות לגביהן: דחייה בפרעון הלוואות, כולן או חלקן, ו/או מחזור הלוואות הבעלים באמצעות חוב בנקאי לז"א או בהנפקת MLP. בכל מקרה, איננו סבורים כי קיים לחץ תזרימי מצד בעלי יחידות ההשתתפות למשוך את הלוואות הבעלים בטווח הקצר, תוך שאנו סבורים כי העמדת הלוואות הבעלים מצביעה על אסטרטגיית הבעלים ונכונותם להצמיח את פעילות החברה.

GPM Investments LLC - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי \$¹

	1-9 2015	1-9 2014	2014	2013	2012	2011
Total revenue	1,308,644	1,385,975	1,771,279	1,378,925	1,132,753	1,157,779
Gross Profit	233,946	180,942	245,530	161,616	121,003	121,275
Operating income (loss) *	20,796	7,978	15,184	4,913	10,372	8,014
Operating income (loss)/Gross Profit *	9%	4%	6%	3%	9%	7%
Finance Exp, net	6,575	3,284	4,161	2,922	2,095	17,203
Net income (loss)	8,598	3,724	9,686	353	7,236	(11,280)
Financial debt	134,672	62,586	56,077	76,817	27,436	30,701
Cash and cash equivalents	10,081	13,310	3,694	12,964	5,807	2,830
Debt/Cap	83%	80%	79%	79%	73%	77%
EBITDA	35,361	19,851	30,958	14,788	16,484	14,265
FFO	21,468	14,492	23,571	9,734	12,976	3,150
CapEx	(7,842)	(5,645)	(7,880)	(4,884)	(5,337)	(3,206)
Adj. debt/EBITDAR	4.0	4.1	3.7	5.1	3.5	3.8
Adj. debt/FFOR	6.0	6.1	5.2	7.6	4.9	7.9
Adj. Ebit/Adj. Finance exp.	1.8	1.1	1.6	1.1	1.8	0.6

* רווח תפעולי לפני הכנסות/הוצאות אחרות.

¹ במסגרת שינוי המתודולוגיה של מידרוג לביצוע התאמות בגין התחייבויות לחכירה תפעולית לז"א, שונה מכפיל החכירה שמשמש בהיוון התחייבויות של חברות דלקים קמעונאיות מסוגה של GPM מ-7.9 ל-5.0. הקטנת המכפיל שיפרה את יחסי הכיסוי של החברה כפי שהם מוצגים בטבלה לעיל (כולל במספרי ההשוואה). יחסי הכיסוי בהתאם למכפיל ששימש קודם לכן עמדו על 5.5 חוב מותאם ל-EBITDAR ו-8.3 חוב מותאם ל-FFOR ליום 30.9.2015 ו-5.3 חוב מותאם ל-EBITDAR ו-7.5 חוב מותאם ל-FFOR לשנת 2014. כמו כן יחס החוב לקאפ מוצג בטבלה לעיל (כולל במספרי ההשוואה) לאחר העמסת החוב בגין התחייבויות לחכירה תפעולית בהתאם למתודולוגיה של מידרוג כנזכר לעיל. ללא העמסת התחייבויות החכירה, יחס חוב לקאפ עמד על 62% ליום 30.9.2015, ו-44% ליום 31.12.2014.

ענף חנויות הנוחות בארה"ב מאופיין מחד בביקושים יציבים אך מאידך בתחרות גבוהה ובצמיחה נמוכה, המביאים להערכתנו לסיכון ענפי בינוני

צריכת הדלקים בארה"ב צמחה בצורה יציבה יחסית החל מאמצע המאה הקודמת ועד לשנת 2007, בשיעור ממוצע של כ- 3% בשנה. החל משנת 2007 חל שינוי במגמת הצמיחה ארוכת השנים כאשר הצמיחה הממוצעת בשנים 2008-2015 הייתה אפסית ואף מעט שלילית. בשנים 2014 ו- 2015 צמחה צריכת הדלקים בשיעורים של 2%-1% במקביל לירידה במחירי הדלקים ולשיפור בפרמטרים מאקרו כלכליים בכלכלה האמריקאית, אך רמת הצריכה לא חזרה לשיא שנצפה בשנת 2007, בין השאר בשל שיפורים טכנולוגיים שהביאו לירידה בצריכת הדלקים של רכבים חדשים. מגמה זו צפויה להוסיף ולהוות גורם שלילי בהיקף צריכת הדלקים לאורך השנים.

התחרות בענף חנויות הנוחות בארה"ב גבוהה ונגזרת מהביזור הגבוה של השוק ומרגישות המחיר של הצרכן האמריקאי. הגידול במספר חנויות הנוחות בארה"ב היה נמוך יחסית בעשור האחרון. התחרות גברה מצד היפרמרקטים גדולים (כדוגמת Walmart ו-Kroger) שחלקם במכירות הדלקים גדל לאורך השנים. חסמי הכניסה לענף הינם נמוכים יחסית וכוללים השקעות באתרים, ציוד ומלאים והסכמים עם ספקי דלק וסחורות. הדלקים המנועיים הם מוצרי קומודיטי והתחרות מתבטאת בעיקר במחירים. הפעילות בענף מאופיינת בעונתיות חזקה מאוד, כאשר בחודשי החורף הפעילות סובלת מתנועה נמוכה ואילו חודשי הקיץ מפצים על כך. בתרחיש הבסיס שלנו לגבי פעילות GPM אנו מניחים כי מספר הגלונים הנמכרים בחברה יקטן בשיעור שנתי של 1.5% כתוצאה משיפור בצריכת הדלקים של הרכבים שיקזז את הגידול בנסועה מצד הגידול באוכלוסייה ושיפור בפרמטרים מאקרו כלכליים. כמו כן אנו מניחים כי ההכנסה מהכירות בחנויות הנוחות תגדל בשיעור שנתי של כ- 0.5% כתוצאה משיפור במגוון המוצרים והשירותים הקיימים בחנויות.

פעילות המיזוגים והרכישות צפויה להערכתנו להימשך גם בשנים הקרובות

בחודש יוני 2015 רכשה החברה 100% ממניות תאגיד אמריקאי המפעיל 161 חנויות נוחות (מתוכן ב- 126 נמכרים גם דלקים) במרכז ארה"ב (Midwest). סכום העסקה (נומינלי) הסתכם לכ- 61 מיליון דולר ומומן באמצעות הלוואת מוכר (כ- 25 מיליון דולר), הלוואות בעלים (כ- 20 מיליון דולר), הלוואה מבנק (כ- 10 מיליון דולר) וקווי אשראי מבנק (כ- 6 מיליון דולר). בחודש מרץ 2015, במסגרת הסכם רכישה נכסים, רכשה החברה מצד שלישי 42 תחנות דלק וחנויות נוחות בהפעלה עצמית ואתר אחד למכירת מזון מהיר במרכז ארה"ב. סכום העסקה הסתכם לכ- 43 מיליון דולר ומומן בעיקר באמצעות הלוואות בעלים (כ- 30 מיליון דולר) ומתמורה בסך של כ- 7.2 מיליון דולר שהתקבלה מעסקת מכירה וחכירה מחדש שבוצעה ביחס לשני נדל"ן שנכללו בהסכם רכישת הפעילות. בחודש פברואר 2015 רכשה החברה 8 תחנות דלק וחנויות נוחות (כולל שטחי הנדל"ן של תחנות אלה) בחוף המזרחי של ארה"ב בתמורה לסך של כ- 8 מיליון דולר שמומנה באמצעות הלוואה מבנק. לאחר רכישות אלו מפעילה GPM נכון למועד זה כ- 667 תחנות ומהווה אחד השחקנים הגדולים בענף חנויות הנוחות בארה"ב, זאת לצד שחקניות גדולות ממנה כגון Murphy, Kangaroo Express, 7-Eleven ו-Quick Trip, Express ועוד. תחנות החברה נפרשות על פני 16 מדינות שונות בארה"ב בשלושה אזורים מרכזיים: החוף המזרחי של ארה"ב, דרום-מזרח ארה"ב ומרכז ארה"ב.

אנו מעריכים כי החברה תוסיף לפעול לאיתור אתרים נוספים לרכישה גם בשנים הקרובות, נוכח צמיחה פנימית מתונה של הפעילות הקיימת. הטרק רקורד החיובי שצברה החברה בשנים האחרונות בביסוס הפעילויות שנרכשו מהווה להערכתנו גורם חיובי הממתן את הסיכון הכרוך בצמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות.



פעילות הדלקים מאופיינת ברווחיות נמוכה הממונת בחלקה על ידי יציבות גבוהה בפעילות חנויות הנוחות - הגידול

המשמעותי בהיקף פעילות החברה צפוי לתרום ליציבות הרווחיות ואף להמשך הגדלתה

החל מהמחצית השנייה של שנת 2014 חל שיפור במרווח השיווק של החברה, בעיקר כתוצאה מירידת חדה ומתמשכת במחירי הנפט הגולמי במהלך התקופה וכן נוכח שיפור הרכש בשל יתרונות לגודל. בנוסף, הירידה במחיר הדלקים בארה"ב הובילה לירידה בסכומי הסליקה ובהתאם גם בעמלות כרטיסי האשראי המהוות הוצאה מהותית של החברה ביחס למרווח הדלקים.

למרות התנדטיות שניכרת במרווח השיווק בטווח הקצר ובין הרבעונים השונים, שמרה GPM על יציבות יחסית במרווח הגולמי ממכירת דלקים לאורך השנים, בטווח של 18-21 סנט לגלון במגזר הקמעונאי (לפני עמלות כרטיסי אשראי), המהווה להערכתנו רמה ממוצעת לענף.

בעקבות הרכישות שבוצעו במהלך המחצית הראשונה של שנת 2015, הגדילה החברה את היקף הגלונים הנמכרים על ידי בתחנות בהפעלה עצמית בשיעור של כ-46%, על בסיס שנת פעילות מלאה של האתרים שנרכשו. להערכתנו, הגידול בפעילות יאפשר לחברה ליהנות מיתרון לגודל ולשפר את תנאי הסחר והאספקה מול ספקי הדלקים והסחורות. לחברה הסכמים עם מספר ספקיות דלקים גדולות המאפשרים לה ליהנות מיתרונות אלו.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי מרווח השיווק של החברה יישמר קרוב לממוצע החמש-שנתי של הענף בטווח הזמן הבינוני וזאת בשקלול שיפור צפוי בתנאי הסחר. הרווחיות הגולמית ממכירת מוצרים בחנויות הנוחות הינה גבוהה יחסית ומפצה במידה מסויימת על הרווחיות הנמוכה יחסית ממכירת הדלקים. סל המוצרים, בעל מרכיב גבוה של טבק וסיגריות (כ-41% מהמכירות בתקופה ינואר-ספטמבר 2015) ומשקאות חריפים וקלים (כ-32%), פחות חשוף למחזוריות הכלכלית, חיובית או שלילית. בדומה לחברות הגדולות בענף, GPM פועלת להשיביח את תמהיל המכירות. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים צמיחה מתונה ברווחיות חנויות הנוחות בטווח הקצר והבינוני כתוצאה בעיקר משיפור תנאי הסחר. ל GPM מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, ובעיקר הוצאות חכירה, כוח אדם מינימלי, תחזוקת אתרים והוצאות מטה. כך, תנדטיות בכמויות הגלונים ובמרווח השיווק יש בה להשפיע במידה רבה על שורת הרווח התפעולי וכפועל יוצא על התזרים החופשי.

נראות תזרים גבוהה יחסית נוכח מרכיב נמוך של הון חוזר והשקעות הוניות מתונות

לפי תרחיש הבסיס שלנו, בהתאם להנחות הנזכרות לעיל, ה- EBITDA של החברה על בסיס שנת פעילות מלאה של הרכישות האחרונות צפוי לעמוד בין 40-45 מיליון דולר וה- FFO צפוי להערכתנו לעמוד בטווח 30-35 מיליון דולר. הערכה זו נמוכה מהנתונים שהציגה החברה בארבעת הרבעונים האחרונים (כ-46 מיליון דולר וכ-36 מיליון דולר, בהתאמה) בהתחשב בכך שהנתונים בפועל אינם מגלמים במלואם את הפעילויות שנרכשו במחצית הראשונה של 2015. להערכתנו, הנתונים בפועל הושפעו לטובה ממרווח לגלון גבוה מאז המחצית השנייה של 2014, ברקע הירידות החדות במחירי הנפט. אנו מניחים כי מרווח זה אינו פרמננטי בראייה ארוכת טווח. בנוסף, הירידה היחסית ב FFO שאנו מניחים מגלמת השפעת קצה של הגידול בהוצאות המימון בעקבות הגידול בחוב. יחד עם זאת, איננו מוצאים מכלל חשבון כי המרווח לגלון בטווח הקצר יוותר בחלק הגבוה של הממוצע ההיסטורי, נוכח המשך הירידות במחירי הנפט.

רמת ההון החוזר של החברה נמוכה כפועל יוצא של אופי הפעילות הקמעונאי, המתבטא בימי לקוחות קצרים ובימי מלאי נמוכים, המושפעים גם מתנאי סחר מול הספקים כתוצאה מיתרון לגודל. החברה מעריכה את היקף השקעות השוטפות ברכוש קבוע בסך של 11-13 מיליון דולר לשנה (נתון המגלם גם את הרכישות האחרונות).

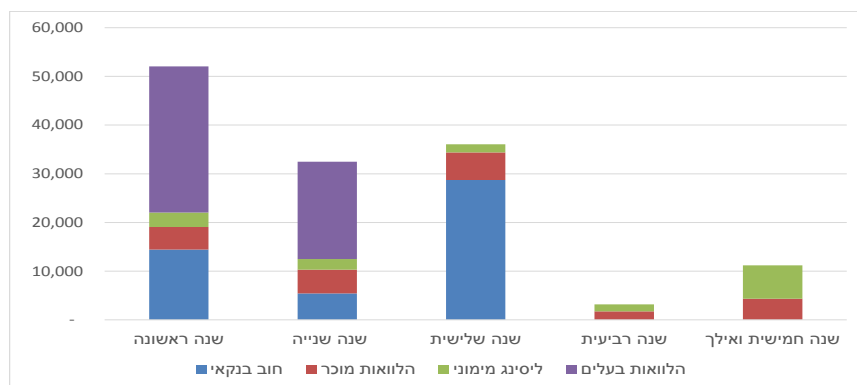
יחסי הכיסוי נותרו סבירים לרמת המינוף, בהתחשב במאפייני הפעילות וחרף עלייה חדה בהיקף החוב

נכון ליום 30 בספטמבר, 2015, יחסי ההון למאזן והחוב ל-CAP של החברה עמדו על כ-12% ו-83%, בהתאמה, כשהם כוללים את הלוואות הבעלים ולאחר התאמות של מידרוג להיוון התחייבויות לחכירה תפעולית כנזכר לעיל². יחסי חוב מותאם ל-EBITDAR וחוב מותאם ל-FFOR לארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר, 2015, עמדו על 4 ו-6 בהתאמה (יחסי הכיסוי לשנת 2014, שאינם כוללים את השפעת העסקאות החדשות, עמדו על 3.7 ו-5.2, בהתאמה). יחסים אלו מושפעים במידה רבה מהתאמות להתחייבויות ארוכות טווח של החברה בגין הסכמי חכירה של אתרי הפעילות. בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו, המבוסס על ההנחות שתוארו לעיל, יחסי הכיסוי חוב מותאם ל-EBITDAR וחוב מותאם ל-FFOR צפויים לעמוד, להערכתנו, בטווחים שבין 4.0-3.5 ו-5.5-5.0, בהתאמה, בטווח הזמן הקצר והבינוני.

נזילות סבירה נוכח תזרים פנוי משמעותי ומרכיב גבוהה של הלוואות בעלים מסך החוב

בשנים האחרונות GPM לא חילקה עודפי מזומנים לבעלי יחידות ההשתתפות (למעט דמי ניהול בהיקף של כ-0.5 מיליון דולר לשנה ששולמו עד אוגוסט 2014), לאחר שאלו שימשו בין השאר למימון רכישת פעילויות. יש לציין כי הלוואות הבעלים שהועמדו במהלך שנת 2015 נושאות ריבית שנתית משולמת בשיעור של 13.5%. בתרחיש הבסיס איננו מביאים בחשבון חלוקת עודפי מזומנים שלא באמצעות החזר הלוואות הבעלים ודמי הניהול כנזכר לעיל. בהתבסס על ההנחות שפורטו לעיל, התזרים החופשי לשירות החוב צפוי לעמוד להערכתנו בטווח של 17-22 מיליון דולר לשנה. צורכי פירעון החוב של GPM לפני הלוואות הבעלים עומדים על כ-22 מיליון דולר בארבעת הרבעונים החל מ-30.9.2015 ו-12 מיליון דולר בארבעת הרבעונים הבאים לאחר מכן. נכון ליום 30 בספטמבר 2015 לחברה מסגרות פנויות בהיקף של כ-36 מיליון דולר ויתרות נזילות בהיקף של כ-10 מיליון דולר. להערכתנו לחברה יכולת טובה למחזר את חובותיה, לרבות הלוואות הבעלים. מנגד, מוגבלת גמישותה הפיננסית של GPM נוכח שעבוד של מרבית נכסיה לטובת הבנקים המממנים (כולל יחידות ההשתתפות שהנפיקה). החברה כפופה למספר אמות מידה פיננסיות. נכון ליום 30 בספטמבר 2015, החברה עומדת במרווח סביר להערכתנו באמות מידה אלו.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי (כולל הלוואות בעלים) ליום 30.09.15, באלפי USD*



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי בנקאי לזמן קצר בסך של כ-4 מיליון USD ליום 30.09.15

² כנזכר לעיל, בהתאם למתודולוגיה של מידרוג לטיפול בהתחייבויות חכירה תפעולית לז"א, אנו מוסיפים לחוב הפיננסי היוון של התחייבויות חוץ-מאזניות לחכירה תפעולית לז"א. בהתאם לעדכון המתודולוגיה מחודש נובמבר 2015, החוב התיאורטי בגין התחייבויות החכירה מחושב לפי מכפיל 5.0 על גובה דמי החכירה השנתיים, זאת לעומת מכפיל 7.9 ששימש במעקב הקודם. כמו כן בהתאם למתודולוגיה, יחס החוב לקאפ יחס ההון למאזן הוצגו מחדש בדוח זה לאחר שהוספו למאזן ולחוב המאזני את היוון החכירה וזאת בשונה מאופן החישוב וההצגה בדוח המעקב הקודם, אז הוצגו יחסי המינוף המאזניים. יחס ההון למאזן ליום 30.9.2015 כמוצג כיום בשיעור 12% עומד לפני הוספת התחייבויות החכירה על 19.1% (לעומת כ-30% ליום 31.12.2014) ויחס החוב לקאפ ליום 30.9.2015 המוצג כיום בשיעור 83% עומד לפני הוספת התחייבויות החכירה על 63% (לעומת 44% ליום 31.12.2014). מספרי ההשוואה בדוח זה מוצגים לאחר השינויים כאמורים לעיל.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- ירידה מתמשכת ביחס חוב פיננסי מותאם ל EBITDAR לטווח של 2.5-3.0

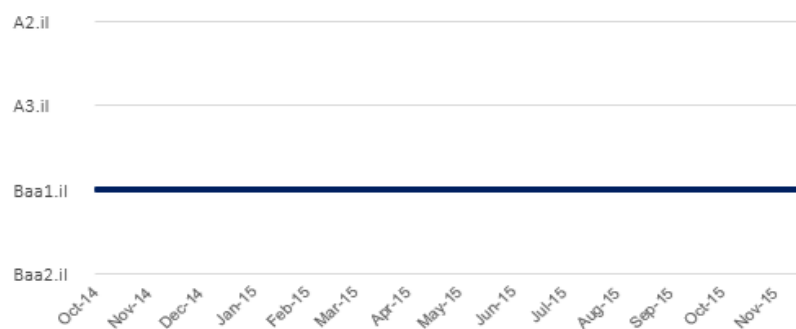
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה מתמשכת במיצובה העסקי או הפיננסי של החברה, לרבות עלייה ברמת המינוף

אודות החברה

GPM Investment LLC פועלת בתחום הקמעונאות ע"י החזקת והפעלת מתחמי תדלוק וחנויות נוחות הפרושים בחוף המזרחי של ארה"ב, בדרום מזרח ארה"ב וכן במרכז ארה"ב. ליום 30.09.2015 הפעילה החברה כ-667 אתרים לאחר שבמהלך המחצית הראשונה של 2015 השלימה שלוש עסקאות לרכישת 211 אתרים, הגדולה שבהן הינה עסקת MidWest לרכישת 161 אתרים בהפעלה עצמית. בנוסף, לחברה פעילות שיווק סיטונאי של דלקים למספר תחנות בהיקף קטן יחסית לפעילות. בעלת השליטה ב GPM, בעקיפין באמצעות תאגידים בשליטתה המלאה, הינה ארקו החזקות בע"מ (חברה ציבורית נסחרת בבורסה בת"א) המחזיקה 75% מהזכויות ביחידות השתתפות ומזכויות ההצבעה ב-GPM. קרן ההשקעות ("DK") Davidson Kempner Capital Management LLC מחזיקה ביתרת 25% מהזכויות ביחידות השתתפות ובזכויות ההצבעה ב GPM. מנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011 הוא מר אריה קוטלר, יו"ר ומנכ"ל ארקו ומבעלי השליטה בה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[Credit Review, GPM Investments LLC, יולי 2015](#)

[דירוג ראשוני אוקטובר 2014 GPM Investments LLC](#)

[התאמות בגין התחייבויות לחכירה תפעולית לז"א - דוח מתודולוגי, דצמבר 2015](#)

[הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תאריך הדוח: 31.12.2015

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) - השקעות הוניות - 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.	

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

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום³, בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

³ להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

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

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 סיכונים 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 סיכונים 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 הדיון 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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי 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.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחרותם במפורש על פי דין, 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 נושא 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 שהחוק לא 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 מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא 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 עבודת ועדת הדירוג שלה.