

# GPM Investments, LLC

מעקב | דצמבר 2018

## אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי  
[kobir@midroog.co.il](mailto:kobir@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## GPM Investments, LLC

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

מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק A3.il ל-GPM Investments, LLC ("GPM" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי טוב הנובע מהיקף פעילות רחב וגדל בתחום חנויות הנוחות ותחנות למכירת דלקים בארה"ב. החברה פועלת בכ- 1,200 אתרים בהפעלה עצמית, מרביתם בהסכמי חכירה לטווח ארוך. היקף מכירות הדלקים של החברה בשנת 2018 צפוי להסתכם בכ- 1.05 מיליון גלון לצד מכירות של כ- 1.3 מיליארד דולר בחנויות הנוחות. הגידול בפעילות החברה בשנה החולפת נבע בעיקר מרכישת 273 אתרים במסגרת רכישת פעילות E-Z Mart ("EZ") כחלק מאסטרטגיית החברה להתרחבות באמצעות רכישות. היקף הפעילות והפיזור של החברה בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג, ומהווה גורם הממתן את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך זמן. פריסתה הגיאוגרפית של החברה מוערכת על ידי מידרוג כגורם חיובי בדירוג, בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות, וכן בהתחשב בחשיפות סיכון מקומיות כגון תנאי אקלים קיצוניים או לחילופין השפעות רגולטוריות. החברה מציגה טרק רקורד חיובי במימוש האסטרטגיה לצמיחה באמצעות רכישת מקבצי חנויות נוחות ותחנות דלק והטמעתן בפעילות הקיימת של החברה. לצד הצמיחה החיצונית הגבוהה, הנובעת מהתרחבות באמצעות רכישות, החברה מציגה על פני זמן סטגנציה בצמיחה הפנימית במכירות הדלקים וחנויות הנוחות, גורם שלילי בדירוג המכביד על רווחיות החברה לאורך זמן. פעולות שיווקיות שנקטה החברה בשנת 2018 הגדילו את המכירות בחנויות הנוחות בשנה זו אולם הובילו במקביל לשחיקה ברווחיות מחנויות הנוחות. ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מאופיין על ידי מידרוג בסיכון עסקי בינוני, המושפע לחיוב מביקושים יציבים יחסית למוצרי הדלק וחנויות הנוחות, בהיותם מוצרים בסיסיים בעלי רגישות נמוכה למחזוריות הכלכלית, אולם מושפע לשלילה מרמת תחרות גבוהה ומשוכללת הלוחצת את מרווחי שיווק הדלקים ומובילה לרווחיות נמוכה ממכירות דלקים. כרית הרווחיות הצרה של החברה מהווה גורם שלילי בדירוג, והינה מושפעת ממרווח שיווק דלקים נמוך ומרכיב משמעותי של הוצאות קבועות. רמת המינוף<sup>1</sup> של החברה גבוהה ביחס לקבוצת השוואה ונובעת ממרכיב גבוה של התחייבויות בגין חכירות תפעוליות ומימוניות הקיימות לחברה. בשנת 2018 חלה עלייה נוספת ברמת המינוף של החברה כתוצאה מעסקת הרכישה של EZ אשר בדומה לעסקאות קודמות מומנה באמצעות גידול בחוב הפיננסי, ובכלל זאת הלוואות בעלים בכירות. יחס החוב המותאם ל-CAP ליום 30.09.2018 נאמד לכ- 83.5% (בהשוואה ל 79.2% ליום 30.09.2017) והינו גבוה ביחס לרמת הדירוג. כמו כן בדוחותיה הכספיים לרבעון שלישי 2018, דיווחה החברה, בקשר עם כניסתו הצפויה של תקן IFRS 16 על אומדן להיקף התחייבויות בגין חכירה תפעולית בטווח בין 800 - 870 מיליון דולר<sup>2</sup>, כך שיחס החוב המותאם ל-CAP יאמד לכ- 87% ליום 30.09.2018. רמת המינוף של החברה הינה גבוהה ומכבידה על הדירוג ולהערכתנו אינה צפויה להשתפר במידה רבה בשל המרכיב הכבד של התחייבויות חכירה הנכללות בחוב והן בשל בנייה איטית מידי של הכרית ההונית. מידרוג מצפה כי החברה תבלום גידול נוסף במינוף הפיננסי על מנת לעמוד בגבולות הדירוג הנוכחי. בתרחיש הבסיס לשנים הקרובות מידרוג בוחנת את החברה על בסיס הפעילות הקיימת, מבלי להניח עסקאות נוספות שהחברה טרם דיווחה לגביהן, ובמסגרתו מידרוג מניחה צמיחה מתונה במכירות הגלונים, בשל הנבה מלאה של עסקאות הרכישה שבוצעו במהלך שנת 2018. להערכת מידרוג, החברה מוגבלת בצמיחתה הפנימית בשל המגמות שתוארו לעיל, ובהתחשב בהיקף ההשקעות המתון באתרים הקיימים. מידרוג מעריכה שחיקה נוספת במרווח השיווק נוכח גילום שנתי של עסקת EZ (שלא נכללה ברבעון הראשון השנה, החלש מבין הרבעונים באופן מסורתי) ובהתחשב בהערכת מידרוג לגבי מרווח השיווק הממוצע בשנת 2019 וכן אגו מעריכים שמירה

<sup>1</sup> החוב הפיננסי של החברה כולל הלוואות בעלים בכירות שהועמדו ע"י חברת האם ארקו החזקות בע"מ וכן התחייבויות בגין חכירה תפעולית בהתאם למתודולוגיית מידרוג.

<sup>2</sup> התחייבויות החכירה מחושבות על ידי מידרוג לפי מכפיל 5.0 להוצאות החכירה השנתיות. האומדן שהעריכה החברה להתחייבויות החכירה מגלם מכפיל גבוה יותר והינו כולל גם את מרכיב האופציות הקיים בחוזי החכירה.

על שיעורי רווחיות יציבים בחנויות הנוחות כתוצאה מרווחיות עודפת בחנויות הנוחות של EZ הצפויה לפצות על שחיקה ברווחיות הגולמית מחנויות קיימות.

לפי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2019 ו-2020 EBITDA Adj. ו- FFO Adj. צפויים לעמוד בטווח 75 - 85 מיליון דולר ו-45-50 מיליון דולר, בהתאמה<sup>3</sup>. יחסי הכיסוי חוב מתואם ל- EBITDAR Adj. וחוב מתואם ל- FFOR Adj. צפויים לעמוד בהערכתנו, בטווחים שבין 5.5-8.0 ו-8.5, בהתאמה, זאת על בסיס חישוב התאמות החכירה בהן נקטה מידרוג עד כה. בהתחשב באומדן החברה לגבי תוספת התחייבויות החכירה בעקבות אימוץ תקן החכירות, יחסי הכיסוי צפויים לעמוד בטווחים שבין 7.0 - 7.5 ו-13.5 - 14.0, בהתאמה. מידרוג מביאה בחשבון כי יחסי הכיסוי המותאמים מבטאים בחלקם התחייבויות לחכירה לטווח ארוך של חנויות הנוחות, עם לוח תשלומים הפרוס על פני שנים ארוכות ביחס לתזרים התפעולי.

נזילות החברה סבירה נוכח תזרים חופשי (FCF) לאחר תשלומי חכירה מימונית הצפוי להיות חיובי בהיקף של 15-5 מיליון דולר לשנה, בהתאם להערכת מידרוג בשנים 2019-2020 (לפני שמביאים בחשבון השקעה ברכישות), וזאת ביחס לצורכי פירעון קרן חוב בהיקף של כ-20 מיליון דולר מדי שנה בשנים 2019-2020. נזילות החברה נתמכת במסגרות אשראי הקיימות המיועדות למימון ההון החוזר בסך של כ-100 מיליון דולר ברמת החברה, מעל מחציתן מנוצלות נכון ליום 30.09.2018, וכן ממסגרת אשראי בסך של כ-110 מיליון דולר (עם אופציה לגידול ל-220 מיליון דולר) למימון הון חוזר ועסקאות רכישה ב-GPMP אשר מרביתה אינה מנוצלת, אך מוגבלת במידה מסוימת לניצול עקב היותה ב-GPMP.

גמישותה הפיננסית של החברה סבירה ביחס לדירוג ונובעת ממגוון המקורות הקיימים לחברה למימון פעילותה וביניהם מסגרות בנקאיות חתומות, מימון באמצעות ארקו וכן נכסים לא משועבדים בבעלות החברה. בנוסף, החברה מחזיקה בשותפות המוגבלת GPMP (81.72%) המהווה ערוץ נוסף לגיוס מקורות למימון עסקאות רכישה. נציין כי הכנסת משקיע לשותפות GPMP ומדיניות השותפות לחלוקת רווחים הובילה לנגיסה בתזרים התפעולי המיוחס לחברה בגובה זכויות המיעוט ב-GPMP. יש לציין עוד כי המשקיע ב-GPMP ניהנה מקיומם של מנגנונים המבטיחים תשואה וקדימות בחלוקת התזרים-מ-GPMP. החברה בוחנת מאז 2015 הנפקה ראשונית לציבור של GPMP, אך זו טרם יצאה אל הפועל. ככל שתבוצע הנפקה, מידרוג תבחן את היקפה, השימוש והיעוד של כספיה ורמת המינוף הצפויה לשרור לאחר ההנפקה.

אופק הדירוג יציב נוכח הערכתנו כי החברה תשמור על רמת מינוף הולמת לדירוג לצד שמירה על מיצובה העסקי של החברה וללא שינוי מהותי בפרופיל הסיכון.

**GPM Investments LLC - נתונים עיקריים, במיליוני דולר**

2014	2015	2016	2017	1-9 2017	1-9 2018	
1,771	1,741	1,946	2,677	1,981	2,705	הכנסות
15	28	29	31	26	12	רווח תפעולי
6.2%	8.6%	7.3%	6.2%	7.1%	2.8%	מתוך רווח גולמי שיעור רווח תפעולי
79.0%	84.0%	78.1%	78.5%	79.2%	83.5%	חוב מותאם לקאפ
3.7	4.2	5.4	5.1	5.1	6.5	חוב מותאם / Adj.EBITDAR *
5.2	6.3	8.6	8.6	9.0	13.1	חוב מותאם / Adj.FFOR *
1.6	1.6	3.2	1.4	1.7	1.0	רווח תפעולי מותאם / הוצאות מימון מותאמות

\* מידרוג לראשונה מציגה בטבלה את יחסי הכיסוי על בסיס EBITDAR Adj. ו- FFOR Adj. הכוללים קיזוז בגין זכויות מיעוט ב-GPMP. יחסי הכיסוי ליום 30.09.2018 אינם מגלמים את מלוא התזרים הנובע מהרכישה של EZ, אולם לוקחים את מלוא החוב והתחייבויות החכירה בגינה. ראה גם לעיל ולהלן לגבי יחסי הכיסוי הצפויים בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנות התחזית.

<sup>3</sup> Adj.EBITDA ו- FFO Adj. הינם לאחר קיזוז בגין זכויות מיעוט ב-GPMP.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### ענף חנויות הנוחות בארה"ב מאופיין בביקושים יציבים, אך בתחרות גבוהה ומשוכללת הלוחצת את מרווח השיווק

ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מוערך על ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית, המושפעת לחיוב מביקושים יציבים יחסית למוצרי הדלק ובחנויות הנוחות, בהיותם מוצרים בסיסיים בעלי רגישות נמוכה למחזוריות הכלכלית. שני מוצרי העוגן העיקריים בחנויות הנוחות, דלקים וטבק, מצויים במגמת של ירידה איטית/סטגנציה לאורך זמן, האחד, בשל התייעלות אנרגטית וחדירה (איטית) של רכבים היברידיים וחשמליים והשני בשל העלייה במודעות לנזקי העישון במדינות המתפתחות ובארה"ב בפרט. במענה למגמות אלו, השחקניות הגדולות בענף נטות להרחיב את תמהיל המוצרים, בין היתר, לכיוון מוצרי נוחות, מזון טרי ומותגים פרטיים ומבצעות השקעות ניכרות בפיתוח ושדרוג האתרים על מנת למשוך קונים. בנוסף ניכרת בענף מגמת התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות על מנת להשיא יתרונות לגודל במערך הרכש וההפצה. אנו מעריכים כי מגמות אלו בענף יימשכו גם בטווח הבינוני והארוך. התחרות בענף חנויות הנוחות בארה"ב גבוהה ונגזרת מהביזור הגבוה של השוק, מנאמנות מותג נמוכה יחסית כתוצאה מסטנדרטיזציה של המוצרים העיקריים (דלקים, טבק ומשקאות) ומרגישות המחיר של הצרכן האמריקאי. חסמי הכניסה לענף אינם גבוהים יחסית וכוללים השקעות באתרים, ציוד ומלאים והסכמים עם ספקי דלק וסחורות, אך עם זאת קיימת רגולציה שעשויה להכביד על פתיחת אתרים חדשים. הרווח הגולמי מפעילות הדלקים הנו, נמוך, מאפיין אינהרנטי לענף כולו, כאשר עיקר הרווח נובע ממכירות מוצרים ושירותים בחנויות הנוחות. מרווח שיווק הדלקים הינו פונקציה בין השאר של רמת התחרות האזורית המשפיעה על התמחור וכן של מגמת השינוי במחיר הדלקים ועוצמתה, המשפיעות על יכולת מפעילי האתרים לשפר את הרווחיות בעיקר בתקופות של תנודות חדות במחירי הדלקים. הפעילות בענף מאופיינת בעונתיות חזקה, כאשר בחודשי החורף הפעילות סובלת מתנועה נמוכה ואילו חודשי הקיץ מפצים על כך.

### היקף פעילות רחב ופריסה גיאוגרפית תורמים למיצוב גבוה של החברה, המתבסס בעיקר על אסטרטגיית התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות על חשבון צמיחה פנימית

נכון ליום 30.9.2018 מונה GPM כ-1,350 אתרים (בהשוואה לכ-1,100 אתרים בסוף שנת 2017), מרביתם כוללים תחנות דלק, כאשר כ-1,220 אתרים מצויים בהפעלה עצמית של החברה (לעומת כ-975 בסוף שנת 2017), וליתר האתרים GPM מספקת דלקים בלבד. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2018 סיפקה החברה כ-783 מיליון גלונים של דלק, גידול של כ-20% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ובגילום מלא של אתרים שנרכשו במהלך השנה, היקף הגלונים צפוי לעלות לקצב שנתי של כ-1.1 מיליון גלונים. היקף המכירות בחנויות הנוחות בתשעת החודשים הראשונים של השנה הסתכם בכ-950 מיליון דולר וצפוי להערכתנו להגיע בגילום מלא לכ-1.4 מיליארד דולר. אתרי החברה נפרשים על פני 21 מדינות בארה"ב, בחמישה אזורים מרכזיים: החוף המזרחי של ארה"ב, דרום-מזרח ארה"ב, דרום-מערב ארה"ב, מיד אטנלטיק ומרכז ארה"ב. החברה מפעילה את חנויות הנוחות באמצעות 16 מותגים בבעלותה. GPM מהווה אחד השחקנים הגדולים בענף חנויות הנוחות בארה"ב (מקום שישי נכון למועד דו"ח זה), זאת לצד שחקניות גדולות ממנה כגון 7-Eleven, Circle K, Murphy, Speedway. היקף הפעילות של החברה בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג ומהווה גורם ממתן סיכון התורם לאורך זמן ליציבות תזרימי המזומנים. פריסתה הגיאוגרפית של החברה מוערכת על ידינו כגורם חיובי בדירוג, ותורמת לפיזור עסקי בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות.

הגידול במכירות הגלונים ובמכירות חנויות הנוחות בשנת 2018 נבע בעיקר כתוצאה מרכישת E-Z Mart שהושלמה בחודש אפריל 2018 והוסיפה לחברה 273 אתרים וכן מעסקאות קטנות יותר שהושלמו במהלך 2018. בניטרול ההשפעה של רכישות אתרים חדשים, הציגה החברה בשנת 2018 ירידה קלה במכירות הדלקים וצמיחה קלה במכירות חנויות הנוחות. הצמיחה בחנויות הנוחות בשנה זו נבעה ממהלך שיווקי בו נקטה החברה, של הטמעת מועדון לקוחות אשר להערכתה צפוי לתרום לשיפור בהכנסות וברווחיות של חנויות הנוחות, שנת ההשקה לוותה בהנחות לרכישה בחנויות הנוחות ותחנות הדלק, בדגש על סיגריות (המהוות כ-40% מכלל המכירות בחנויות הנוחות), אשר מסבירים חלק מהשחיקה ברווחיות השנה. היעדר הצמיחה הפנימית לאורך זמן נובע להערכת מידרוג בין היתר מאסטרטגיית ההשקעות של החברה, המתמקדת בהרחבת הרשת באמצעות רכישות של אתרים חדשים, אגב השקעות מתונות בלבד באתרים הקיימים, ותוך השקעות מצומצמות בהרחבת סל המוצרים בחנויות הנוחות. בנוסף, לצמיחה הנמוכה תורמים גם התחרות הגבוהה והמשוכללת וכן גידול טבעי מתון. מידרוג מעריכה כי רכישת אתרים חדשים תוסיף להוות את מנוע הצמיחה

העיקרי של החברה בשנים הקרובות, בהתאם לאסטרטגיית החברה. להערכת מידרוג, טרק רקורד חיובי שצברה החברה בשנים האחרונות בביסוס הפעילויות שנרכשו מהווה גורם חיובי הממתן את הסיכון הכרוך בצמיחה באמצעות ורכישות.

#### **רווחיות נמוכה, הנשחקת תחת היעדרה של צמיחה אורגנית**

רווחיות החברה נגזרת בעיקר מגובה מרווח שיווק הדלקים, הנקבע על פי כוחות השוק, והרווחיות הגולמית בחנויות הנוחות, כאשר מנגד לחברה, בדומה לענף, מרכיב גבוה של עלויות תפעול קבועות, ובעיקר הוצאות שכירות ושכר עבודה. בטווח הקצר מרווח שיווק הדלקים עלול להיות תנודתי, תוך שהוא מושפע משינויים חדים במחירי הדלקים, אולם לאורך זמן נע המרווח בטווח יחסית, ונמוך. מכירות חנויות הנוחות תורמות את עיקר הרווח באתרי החברה, ומאופיינות ברווחיות גבוהה יחסית ויציבה.

המרווח הממוצע לגלון בחברה עמד בתשעת החודשים הראשונים של 2018 על כ- 19.0 סנט ומהווה ירידה של כ-2.5% ביחס למרווח הממוצע בתשעת החודשים הראשונים של 2017. המרווח הגולמי במכירות חנויות הנוחות נשמר במהלך שנת 2018 ועמד על שיעור של כ- 27% וזאת על אף השחיקה שנבעה מהמהלך השיווקי שנקטה החברה להטמעת מועדון לקוחות והגדלת המכירות באמצעות הנחות, עקב צירופה של עסקת EZ.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2018 ירד הרווח התפעולי של החברה מכ- 26 מיליון דולר לכ- 12 מיליון דולר בתקופה המקבילה בשנת 2017. שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי בתקופה הסתכם בכ- 2.8% בהשוואה לכ- 7.1% בתקופה המקבילה אשתקד. שחיקת הרווחיות נבעה בעיקר מהירידה ברווחיות הגולמית כנזכר לעיל וכן מעלייה בשיעור הוצאות המכירה והשיווק של החברה (לרבות עלייה בשכר ונלוות ועלייה בעמלות כרטיסי אשראי בשל מחיר גלון גבוה יותר בתקופה זו). להערכת החברה, הרבעון הרביעי השנה צפוי להציג שיפור במרווח שיווק הדלקים נוכח ירידת מחירי האנרגיה. יש להוסיף כי בתקופה המקבילה בשנת 2017 הושפעה הרווחיות לחיוב מאיחוד עסקת Roadrunner החל מחודש אפריל 2017, ואילו השנה נכללה עסקה זו לראשונה גם ברבעון הראשון, המאופיין באופן היסטורי בהשפעה עונתית שלילית, ומהווה משקולת על הרווחיות במהלך השנה כולה. באופן דומה, צירופה של עסקת EZ בחודש אפריל 2018 צפוי להשפיע לחיוב על הרווחיות הממוצעת בשנת 2018, אך איחודה בשנת 2019 לאורך השנה כולה יישחק את הרווחיות הממוצעת, בעוד יתר הדברים קבועים.

בתרחיש הבסיס לשנים 2019-2020 מניחה מידרוג עלייה מתונה בהיקף מכירות הדלקים וזאת עקב הנבה מלאה של עסקת EZ, כמו כן מידרוג מניחה שחיקה במרווח סנט לגלון עקב פעילותה לראשונה של עסקת EZ במהלך הרבעון הראשון. הרווחיות התפעולית של החברה מחנויות הנוחות צפויה להיותר יציבה יחסית בטווח של 29%-30%, תוך שרווחיותה הגולמית העודפת ממכירה בחנויות הנוחות של עסקת EZ צפויה למתן את השחיקה ברווחיות הגולמית מחנויות הנוחות. מידרוג מניחה המשך גידול בעלויות שכר עבודה שיישחק את שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, Adj. EBITDA ו- Adj. FFO לאחר קיזוז זכויות המיעוט ב GPMP צפויים להסתכם בשנת 2018 בטווח של 65 - 75 מיליון דולר ו- 20-30 מיליון דולר (לאחר גם עלויות עסקה הנכללות ב-FFO), בהתאמה. בשנים 2019-2020 תרחיש הבסיס של מידרוג מניח Adj. EBITDA ו- Adj. FFO בטווח 85-75 מיליון דולר ו- 50-45 מיליון דולר, בהתאמה.

בטווח הזמן הבינוני וכן בהתאם למגמות ארוכות הטווח בענף, מידרוג מניחה התמתנות בביקוש דלקים עקב התייעלות אנרגטית של רכבים והתרחבותם של רכבים חשמליים אשר תמותן מצד הצמיחה הטבעית בנסועה.

#### **נדרשת בלימה ברמת המינוף והתמקדות בבניית הכרית ההונית**

בשנת 2018 חלה עלייה נוספת ברמת המינוף של החברה כתוצאה מעסקת הרכישה של EZ אשר הכילה רכיב גבוה של חכירות מימוניות ותפעוליות וכן כתוצאה מגידול בהלוואות שהועמדו ע"י ארקו למימון עסקאות הרכישה וכן ממימון בנקאי אשר נטלה החברה אשר שימש בעיקרו למימון ההון החוזר ועסקאות רכישה אותם ביצעה החברה במהלך השנה. אסטרטגיית החברה בשנים האחרונות לצמיחה באמצעות רכישות הביאה לגידול בחוב הפיננסי של החברה. קצב בניית הכרית ההונית של החברה הנגזר מרווחיות החברה היה נמוך ביחס להערכותינו הקודמות בעיקר עקב סטגנציה בצמיחה הפנימית באתרים קיימים ונוכח מרכיב עולה של הוצאות מימון לאור הרכישות האחרונות של החברה. אלו הובילו לשחיקה ביחס המינוף של החברה כך שיחס החוב המתואם ל- CAP ליום

30.09.2018 נאמד לכ- 83.5% (בהשוואה לכ- 79.2% ליום 30.09.2017) והינו גבוה ומכביד על הדירוג. החוב הפיננסי לפני הוספת התחייבויות לחכירה תפעולית הסתכם בכ- 499 מיליון דולר ליום 30.09.2018 לעומת כ- 305 מיליון דולר ליום 30.09.2017, והינו כולל חוב בנקאי נטו (בניכוי פיקדון משועבד) בסך של כ- 140 מיליון דולר, הלוואות בעלים שיתרתן כ- 124 מיליון דולר, התחייבות לחכירה מימונית בסך של כ- 215 מיליון דולר וכן הפרשה שביצעה החברה במסגרת תביעה שהגשה כנגד החברה הבת WOC בסך 18.5 מיליון דולר נטו מפיקדון.

יחסי הכיסוי חוב מותאם ל- Adj. EBITDAR ויחוב מותאם ל- Adj. FFOR צפויים לעמוד להערכתנו, בשנת 2019 (ובהתבסס על הרכישות שבוצעו עד לתאריך המאזן האחרון, ומבלי להתחשב בהשפעת רכישות נוספות) בטווחים שבין 5.5-8.0 ו- 8.5, בהתאמה על בסיס חישוב התאמות החכירה של מידרוג (יחסים אלו מקבילים לטווח של 7.0 - 7.5 ו- 13.5 - 14.0 על פי חישוב התאמות החכירה לפי אומדן החברה בדוחותיה הכספיים באשר לתקן החכירות כנזכר לעיל).

החוב המותאם כפי שמגולם ביחסי הכיסוי לעיל כולל היוון התחייבויות לחכירות תפעוליות לזמן ארוך בהיקף של כ- 451 מיליון דולר ליום 30.09.2018 לפי שיטת החישוב של מידרוג. על בסיס אומדן שביצעה החברה לתקן החכירות החדש, ההשפעה על היקף ההתחייבויות של החברה בגין חכירות תפעוליות (מהוונות) צפויה לעמוד בטווח שבין 800 - 870 מיליון דולר. יחס כיסוי שבין הרווח התפעולי המתואם להוצאות המימון המתואמות של החברה צפוי לעמוד בשנים 2019-2020 על 1.3. מידרוג מביאה בחשבון כי יחסי הכיסוי המותאמים מבטאים בחלקם התחייבויות לחכירה לטווח ארוך של חנויות הנוחות, עם לוח תשלומים הפרוס על פני שנים ארוכות ביחס לתזרים התפעולי.

בשנת 2018 צפויות ההשקעות הונויות באתרים (לפני רכישות ומיזוגים) להסתכם בכ- 45 מיליון דולר, הכוללים כ- 12 מיליון דולר בגין רכישת הבעלות בזכויות הנדל"ן על 12 אתרים. בתרחיש הבסיס לשנת 2019 הניחה מידרוג היקף השקעות הונויות שנתי של כ- 30 מיליון דולר בגין האתרים הקיימים. כמצוין לעיל, מידרוג מעריכה כי היקף השקעות הונויות זה הינו נמוך יחסית ואינו תומך דיו ביכולת החברה לצמוח פנימית, אולם הוא עומד בקנה אחד עם אסטרטגיית החברה להתרחבות באמצעות רכישות. אנו מעריכים כי התזרים החופשי (FCF) של החברה לאחר השקעות הונויות ותשלומי חכירה מימונית יעמוד בטווח של 5-15 מיליון דולר וכי זה ינותב בעיקר להשקעות ברכישת חנויות נוחות.

### **נזילות סבירה הנתמכת בלוח סילוקין נוח עם מיחזור החוב שבוצע ומסגרות אשראי בהיקף נרחב**

בשנת 2017 חתמה החברה מול בנק PNC על מימון מחדש של הלוואותיה מול הבנק, באופן המרווח את לוח הסילוקין לשנים הקרובות. בהתאם ללוח הסילוקין העדכני של החברה, פירעונות קרן החוב הצפויים לחברה הנם כ- 20 מיליון דולר בשנת 2019 וסכום דומה בשנת 2020 (מתוך כך כ- 14 מיליון דולר מדי שנה בשנים 2019-2020 פירעון חוב לחברת ארקו). נזילות החברה נתמכת במסגרות אשראי הקיימות המיועדות למימון ההון החוזר ברמת החברה בסך של כ- 100 מיליון דולר, אשר מעל מחציתן מנוצלות נכון ליום 30.09.2018 וכן ממסגרת בסך של כ- 110 מיליון דולר (עם אופציה לגידול ל- 220 מיליון דולר) למימון הון חוזר ועסקאות רכישת ב GPMP אשר מרביתה אינה מנוצלת, אך מוגבלת בניצולה במידה מסוימת עקב היותה ב- GPMP. נכון ליום 30.09.2018 החברה עמדה במרווח סביר להערכתנו באמות מידה פיננסיות שהוצבו לה באותו מועד על ידי בנקים. בהתאם לדיווחי חברת ארקו, במסגרת המימון מחדש מול הבנק כנזכר לעיל, הוסרו אמות המידה הפיננסיות מול בנק PNC ואלו יתקיימו רק אם החברה תנצל שיעור של 85% ממסגרת האשראי להון חוזר. לחברה קיימים מגוון מקורות מימון לפעילותה. החברה הקימה במהלך שנת 2016 את GPMP המהווה שותפות מוגבלת לרכישת דלקים ועשויה לשמש ככלי לגיוס מקורות הוניים וחוב. להערכתנו הדבר תומך בשיפור גמישותה הפיננסית ומהווה מקור נוסף למימון רכישות עתידיות. החברה בוחנת החל משנת 2015 הנפקה ראשונית לציבור של GPMP אך זו טרם יצאה אל הפועל. ככל שתבוצע הנפקה, מידרוג תבחן את היקפה, השימוש והיעוד של כספיה ורמת המינוף הצפויה לשרור לאחר ההנפקה.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- חיזוק רווחיות החברה ומיצובה העסקי
- קיטון ברמות החוב ושיפור יחסי המינוף, לרבות באמצעות חיזוק בסיס ההון

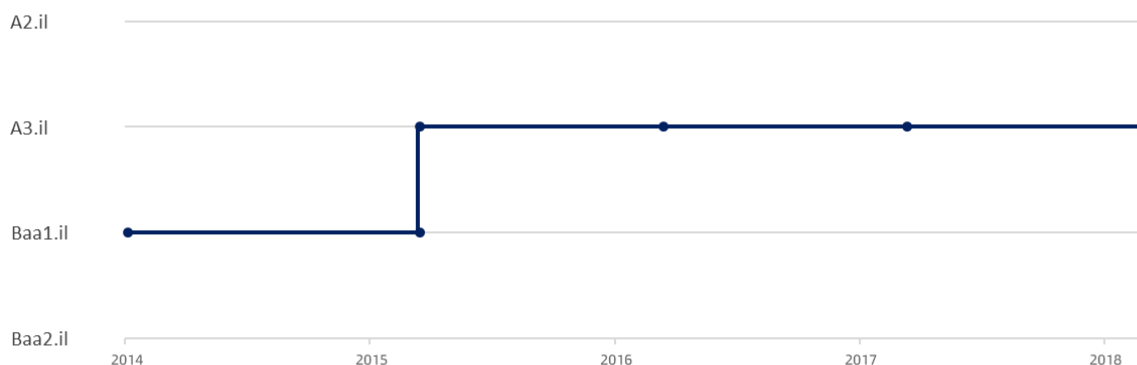
### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה נוספת ברמת המינוף של החברה וביחס החוב ל CAP
- המשך שחיקה ברווחיות החברה

## אודות החברה

GPM Investments, LLC פועלת בתחום חנויות הנוחות המשולבות במתחמי תדלוק בחוף המזרחי של ארה"ב, בדרום מזרח ארה"ב, בדרום-מערב ארה"ב, מיד אטלנטיק וכן במרכז ארה"ב. נכון לרבעון שלישי 2018 מפעילה החברה כ-1,220 אתרים. בנוסף, לחברה פעילות שיווק סיטונאי של דלקים למספר תחנות נוסף. בעלת השליטה ב-GPM, בעקיפין באמצעות תאגידים בשליטתה המלאה, הינה ארקו החזקות בע"מ (חברה ציבורית נסחרת בבורסה בת"א) המחזיקה 75% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ומזכויות ההצבעה ב-GPM (אחזקה אפקטיבית בהון של כ-69.4%). קרן ההשקעות Davidson Kempner Capital Management, LLC מחזיקה ביתרת 22.4% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה ב-GPM (כ-20.7% אפקטיבי בהון) וקרן ההשקעות Harvest Partners מחזיקה ביחידות בכורה המקנות לה 7.5% מחלוקת שתבצע GPM ובכ-2.6% מיחידות ההשתתפות הרגילות (כ-9.9% אפקטיבית בהון). מנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011 הוא מר אריה קוטלר, יו"ר ומנכ"ל ארקו ומבעלי השליטה בה.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[GPM Investments, LLC](#)

[ארקו החזקות בע"מ](#)

[דירוג חברות קמעונאות - דוח מתודולוגי, מאי 2016](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

31.12.2018	תאריך דוח הדירוג:
29.12.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
19.10.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ארקו החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ארקו החזקות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

**מידע מן המנפיק**

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.



## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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 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.

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

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

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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 ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>