

# GPM Investments LLC

דירוג ראשוני | אוקטובר 2014

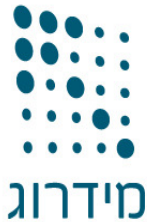
**מחברות ואנשי קשר:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל ראש תחום חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)



## GPM Investments LLC

|                  |      |             |
|------------------|------|-------------|
| אופק דירוג: יציב | Baa1 | דירוג מנפיק |
|------------------|------|-------------|

מידרוג מודיעה על דירוג מנפיק Baa1 (Issuer) ל GPM Investments LLC ("GPM").

### פרופיל החברה

GPM הינה שותפות פרטית רשומה בדלאוור ארה"ב העוסקת בהפעלת חנויות נוחות ותחנות דלק ובאספקת דלקים באזור מזרח ארה"ב. GPM פועלת בענף חנויות הנוחות מאז שנת 2003. ליום 30.6.2014 מפעילה GPM כ-467 חנויות נוחות שבמרביתן תחנות דלק צמודות, בעיקר במדינות דרום קרוליינה (152 אתרים), וירג'יניה (151), צפון קרוליינה (53), דאלוור (41) ו-טנסי (39) ועוד ("מגזר הקמעונאות"). השטחים והמבנים בהם פועלים האתרים מצויים ברובם בחכירה ארוכת טווח של 15-20 שנה מצדדים שלישיים. החברה פועלת תחת שמונה שמות מותג ותיקים באזורים שונים, ובהם Fasmart, Shore Stop, Scotchman. בנוסף מספקת החברה דלקים לכ-128 אתרים המנוהלים בידי מפעילים חיצוניים ("מגזר הסיטונאות"), מכך כ-45 אתרים בהם מלאי הדלקים בבעלותה והיא מבצעת את תמחור הדלקים לצרכן.

בעלת השליטה ב GPM, בעקיפין באמצעות תאגידים בשליטתה המלאה, הינה ארקו החזקות בע"מ ("ארקו", חברה ציבורית נסחרת בבורסה בת"א) המחזיקה 75% מהזכויות ביחידות ההשתתפות ומזכויות ההצבעה. קרן ההשקעות ("DK") Davidson Kempner Capital Management LLC מחזיקה ב-25% נוספים מהזכויות ביחידות ההשתתפות ובזכויות ההצבעה. מנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011 הוא מר אריק קוטלר, יו"ר ומנכ"ל ארקו. בחודש אוגוסט 2013 השלימה GPM עסקה לרכישת פעילות הכוללת 263 אתרים של חנויות נוחות ותחנות דלק, מרביתם באזורי הפעילות הקיימים של החברה בדרום מזרח ארה"ב וכן חוזי אספקת דלקים ל-33 מפעילים חיצוניים, זאת בתמורה לכ-50 מיליון דולר ("עסקת SE"). העסקה מומנה בעיקר באשראי והלוואה לז"א שנטלה GPM וכן בהעמדת הון עצמי בסך כ-12.5 מיליון דולר וזאת כנגד הנפקת יחידות השתתפות נוספות של GPM לבעלת השליטה ארקו. עוד באותו חודש השלימה GPM עסקה לרכישת 5 אתרים בהפעלה עצמית כולל נכסי הנדל"ן בתמורה לכ-4.5 מיליון דולר. GPM מעסיקה כ-3,850 עובדים ומחזיקה בשני מטות ניהול באזורי הפעילות.

### GPM Investments LLC - נתונים עיקריים על רווח והפסד ותזרימי מזומנים, באלפי \$

|                             | H1 14   | H1 13   | 2013      | 2012      | 2011      | 2010    |
|-----------------------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|
| Total revenue               | 904,136 | 526,368 | 1,378,925 | 1,132,753 | 1,157,779 | 984,518 |
| Gross Profit                | 112,823 | 54,368  | 161,616   | 121,003   | 121,275   | 120,175 |
| EBITDA                      | 7,260   | 4,351   | 14,788    | 16,484    | 14,265    | 16,306  |
| Operating income (loss) (1) | (613)   | 1,422   | 4,913     | 10,372    | 8,014     | 9,583   |
| Finance Exp, net            | (2,292) | (992)   | (2,922)   | (2,095)   | (17,203)  | (9,425) |
| Net income (loss)           | (3,572) | (376)   | 353       | 7,236     | (11,280)  | 92      |
| FFO                         | 3,648   | 2,250   | 9,734     | 12,976    | 3,150     | 9,305   |
| WC                          | 4,572   | 3,535   | (3,952)   | 178       | 7,671     | (4,063) |
| CapEx (2)                   | (2,983) | (2,124) | (4,884)   | (4,011)   | (3,206)   | (5,776) |
| FCF (2)                     | 5,237   | 3,661   | 898       | 9,143     | 7,615     | (534)   |

(1) רווח תפעולי מוצג לפני הוצאות אחרות. הרווח התפעולי במחצית הראשונה של שנת 2014 ובשנת 2013 הושפע מגידול בהוצאות הפחת בשל מיזוג פעילות SE באוגוסט 2013 במסגרת צירוף עסקים שבו שוערכו נכסיה של הפעילות הנרכשת. (2) לא כולל תזרימי השקעה ברכישת פעילות. בשנת 2013 נרשם תזרימי השקעה של כ-41 מיליון דולר ברכישת פעילויות.

**GPM Investments LLC - נתונים עיקריים על רווח והפסד פרופורמה (סקור), באלפי \$ (1)**

|                             | H1 14   | H1 13 PF | 2013 PF   | 2012 PF   |
|-----------------------------|---------|----------|-----------|-----------|
| Total revenue               | 904,136 | 942,312  | 1,886,832 | 1,993,423 |
| Gross Profit                | 112,823 | 107,666  | 226,719   | 231,368   |
| EBITDA                      | 7,260   | 5,016    | 15,560    | 21,402    |
| Operating income (loss) (2) | (613)   | (2,628)  | 175       | 5,845     |
| Finance Exp, net            | (2,292) | (1,752)  | (3,830)   | (3,572)   |
| Net income (loss)           | (3,572) | (4,567)  | (4,093)   | 1,062     |

(1) הנתונים לשנים 2012-2013 ולמחצית הראשונה לשנת 2013 הינם נתוני פרופורמה חשבונאיים המניחים כי עסקת SE נעשתה ביום 1.1.2012. נתוני הפרופורמה אינם כוללים את מרבית פעולות הסינרגיה שביצעה החברה מאז רכישת SE. הנתונים למחצית הראשונה לשנת 2014 הינם נתונים בפועל. (2) רווח (הפסד) תפעולי מוצג לפני הכנסות/הוצאות אחרות.

**GPM Investments LLC - התפלגות הכנסות ורווח גולמי בין דלקים וחניות נוחות (הנתונים בפועל), באלפי \$**

|                                  | H1 14   | H1 13   | 2013      | 2012    | 2011    | 2010    |
|----------------------------------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|
| <u>Revenue distribution</u>      |         |         |           |         |         |         |
| Fuel                             | 666,130 | 411,872 | 1,046,619 | 896,321 | 920,031 | 750,584 |
| Merchandise & Other *            | 238,006 | 114,496 | 332,306   | 236,432 | 237,748 | 233,934 |
| <u>Gross profit distribution</u> |         |         |           |         |         |         |
| Fuel                             | 35,687  | 20,117  | 58,590    | 49,767  | 48,503  | 46,476  |
| Merchandise & Other *            | 77,136  | 34,251  | 103,026   | 71,236  | 72,772  | 73,699  |

\* כולל דמי שכירות על חכירות משנה בהיקף לא מהותי

**GPM Investments LLC - נתונים מאזניים עיקריים, באלפי \$**

|                           | Jun-14  | Dec-13  | Dec-12  | Dec-11  | Dec-10  |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Total BS                  | 265,327 | 261,313 | 135,952 | 131,674 | 129,843 |
| Net WC (1)                | 5,561   | 3,960   | 2,711   | -899    | 4,190   |
| Fixed assets              | 108,929 | 113,102 | 57,783  | 56,337  | 59,862  |
| Intangible assets         | 26,976  | 27,493  | 19,655  | 19,857  | 20,228  |
| Financial debt (2)        | 72,883  | 76,817  | 27,436  | 30,701  | 43,910  |
| Cash and cash equivalents | 13,759  | 12,964  | 5,807   | 2,830   | 1,678   |
| Total equity              | 56,484  | 60,091  | 47,615  | 40,379  | 27,083  |

(1) הון חוזר תפעולי נטו= לקוחות בתוספת מלאי ובניכוי ספקים (2) כולל חוב לבנקים וכן התחייבויות מסוימות אחרות לז"א ובעיקר ליסינג מימון והלוואות מוכר.

ענף קמעונאות הדלקים בארה"ב מאופיין ברמת סיכון בינונית להערכתנו, כאשר מחד, זהו ענף דפנסיבי במאפייניו, בוגר ויציב יחסית ומאידך, מאופיין בתחרות חזקה וגוברת וברווחיות נמוכה; GPM היא בין המפעילות הגדולות באזור פעילותה במזרח ארה"ב, ומהווה לקוח עיקרי עבור חלק מספקי הדלק שלה באזור זה. GPM מתמקדת בתחום הקמעונאי כאשר מרבית האתרים מופעלים ישירות על ידה תחת מספר מותגים וותיקים, דבר המקנה לה גמישות תפעולית; החברה, בדומה לענף, רשמה ירידה בכמויות הגלונים וסטגנציה במכירות חנויות הנוחות, כתוצאה מההאטה הכלכלית במשק האמריקאי והתייעלות בצריכת הדלקים; פעילות הדלקים מאופיינת במרווח שיווק צר. חנויות הנוחות מהוות מרכיב מרכזי ויציב ברווח הגולמי. הפעילות מאופיינת בעונתיות חזקה מאוד בין הרבעונים, כשעיקר הרווח מתרכז ברבעון השני והשלישי; מרכיב גבוה של הוצאות קבועות בגין חכירה, תחזוקה ומטה מכבידים על הרווחיות בעיתות של ירידה במרווח השיווק;

GPM מצויה בתהליך מתמשך של מיזוגים ורכישות בהיקף משמעותי, והיא נדרשת להציג לאורך זמן מהלכי סינרגיה שיושמו בחודשים האחרונים וטרק רקורד ממושך יותר בהתייחס לרכישה המשמעותית שהושלמה באוגוסט 2013. יש להניח כי פעילות המיזוגים והרכישות תמשך גם בטווח הבינוני והארוך כחלק ממגמה ענפית ועל מנת לצבור יתרונות לגודל. להערכתנו, הסיכון האינהרנטי הכרוך במיזוגים ורכישות שמבצעת החברה ממותן בשל מאפייני הפעילות הנרכשת, הכוללים פעילות ותיקה, דומה במאפייניה לזו הקיימת ובדרך כלל באזורי הפעילות המוכרים;

רמת המינוף הפיננסי של GPM מתונה, אולם יחסי הכיסוי מותאמי חכירה הינם איטיים, עם חוב נטו מותאם ל-EBITDAR ול-FFOR של כ-6.5 וכ-10.0, בהתאמה, על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים עד 30.6.2014. אנו צופים שיפור ביחסי הכיסוי עם גילום מלא של מהלכי הרכישה והסינרגיה לעבר יחסים של 6.0 ו-8.0, בהתאמה, וזאת על בסיס הערכותינו לתוצאות שנת 2014;

בכוונת ארקו לגייס חוב ו/או הון שיוזרם בחלקו ל GPM כהלוואות בעלים או הזרמה הונית אחרת, וישמש כחלק מהמקורות למימון מיזוגים ורכישות ב GPM בתחום פעילותה, באופן שהתזרימים החופשיים מהפעילויות שיירכשו ישמשו בין היתר להחזר הזרמות הבעלים. להערכתנו, ככל שיבוצעו העסקאות החדשות, ילווה הדבר בעלייה בהיקף החוב, ישירות בחברה וברמת בעלת השליטה, במידה שתגדיל את העומס על תזרימי המזומנים של GPM, זאת לצד הגידול בהיקף הפעילות ובתזרימים החופשיים. אנו מצפים כי יחסי כיסוי החוב של GPM, פרופורמה לעסקאות העתידיות, לא יואטו;

החברה כפופה למגבלות מצד הבנק המסמן אותה בקשר עם חלוקת מזומנים לבעלים; אנו רואים את התלות הגבוהה במר קוטלר בניהול ובהובלת הפעילות של ארקו ושל GPM כגורם סיכון.

## בעלות ניהול ואסטרטגיה

### **GPM מהווה את הנכס העיקרי של ארקו המתמקדת בהשבתו בשנים האחרונות**

מאז סוף שנת 2011 מתמקדת ארקו בפעילות הליבה של חנויות הנוחות בארה"ב באמצעות אחזקת שליטה ב-GPM. ארקו החזקות מנהלת בידי מר אריה קוטלר (מבעלי השליטה בארקו) - המשמש גם כמנכ"ל וכיו"ר ארקו ואיש מפתח בניהול ובהובלה העסקית של ארקו ושל GPM. מר קוטלר הוא בעל היכרות וניסיון רחבים בענף הפעילות של GPM



והוא משמש כמנכ"ל החברה מאז רכישתה על ידי ארקו. בעבר נמנה בין מייסדיה, כאשר בשנים 2003-2005 כיהן כנשיא GPM.

רכישת השליטה ב GPM על ידי ארקו בדצמבר 2011 בוצעה כאשר בעלת השליטה הקודמת, פטרו גרופ בע"מ, הייתה מצויה במצוקה פיננסית וברקע הוצאות מימון גבוהות שנשאה GPM באותן שנים. מאז כניסתה של ארקו, נקטה GPM במספר מהלכים שהובילו להתייצבותה הפיננסית והניהולית, ובראשם מימון מחדש של החוב שהוריד במידה משמעותית את הוצאות המימון. כמו כן בוצע שינוי וייצוב של שכבת ההנהלה - שמרביתה כוללת בעלי תפקידים עם ניסיון רב בתחום ובעלי וותק במסגרת ההנהלה של GPM ובוצע שינוי של מערך ההסכמים מול ואלרו ספקית הדלקים העיקרית של GPM, תוך שיפור מהותי בתנאי הרכש. בשנת 2013 פנתה GPM להרחבת פעילותה באמצעות עסקת SE.

### **כניסתה של DK תוך ביצור השליטה של ארקו, יש בה להערכתנו לייצב את מבנה הבעלות ב GPM**

במהלך אוגוסט 2014 רכשה קרן DK את החזקות המיעוט ב-GPM, באמצעות רכישת אחזקותיה של פטרו גרופ. כמו כן, באותו מועד נכנס לתוקפו תיקון להסכם המסדיר את הזכויות בין בעלי יחידות ההשתתפות ב-GPM, במסגרתו הגדילה ארקו את החזקתה ב-GPM מ-66% ל-75%. הסכם זה קובע תנאים נוספים בקשר עם האחזקה ב-GPM, בהם גם הקצאת יחידות ההשתתפות עדיפות חדשות ב-GPM, שמוחזקות בחלקים שווים בין ארקו ל-DK באופן שלכל אחת מהן זכות ל-50% בחלוקת עתידיות שתבצע GPM, עד לפדיון אותן יחידות השתתפות עדיפות (בסך של 37.5 מיליון דולר), בכפוף לתנאים מסוימים.

### **השקעות צפויות מצד בעלי יחידות ההשתתפות להרחבת פעילות GPM**

החברה בוחנת עסקאות לרכישת תחנות דלק וחנויות נוחות לצורך הרחבת הפעילות וצבירת יתרונות לגודל. נכון למועד זה, אין לנו וודאות לגבי היקף העסקאות ומבנה מימונן, אלא שבעלי יחידות ההשתתפות שוקלים לממן חלק משמעותי מעסקאות אלו באמצעות הזרמת הלוואות בעלים ו/או מקורות הוניים אחרים. כך, בכוונתה של ארקו לגייס חוב ו/או הון בישראל ולייעד את מרבית המקורות למימון הרכישות החדשות. הנכסים שיירכשו במסגרת העסקאות העתידיות ישועבדו לטובת בעלי יחידות ההשתתפות ב GPM. החזר ההון ו/או הלוואות הבעלים צפוי לנבוע בעיקר מהתזרים החופשי של הפעילות שתירכש. ככל שמימון העסקאות יבוצע בהיקף חוב גבוה יותר, לרבות ברמת בעלת השליטה, יהיה בכך להערכתנו להסב עומס רב יותר על תזרימי המזומנים של החברה, בין השאר לצורך שירות החוב של בעלת השליטה.

### **חוזקות וסיכונים**

**ענף חנויות הנוחות ותחנות הדלק בארה"ב הינו דפנסיבי, אך תחרותי מאוד ובעל צמיחה מתונה, מאפיינים המקנים לורמת סיכון בינונית להערכתנו**

ענף חנויות הנוחות בארה"ב כולל כ-151 אלף אתרים המפעילים חנויות המוכרות מוצרי נוחות בקטגוריות של מזון, טבק וסיגריות, אלכוהול, משקאות, שתייה קלה וחמה, ארוחות מוכנות, כרטיסי הגרלה וכן שירותים כספיים כגון משיכת מזומנים. חנויות אלו מופעלות בדרך כלל בשילוב עם שירותי תדלוק הניתנים בתחנות דלק צמודות.

ענף חנויות הנוחות בארה"ב מצוי בשלב הבגרות של מחזור החיים הכלכלי, כפי שמתבטא במספר חנויות הנוחות שצמח בשיעור מצטבר של כ-3.5% בלבד בין השנים 2010-2013. שנים אלו אופיינו בהאטה בכלכלה האמריקאית



שהשפיעה על צריכת הדלקים והצריכה הפרטית כולה. הענף מאופיין במספר רב של שחקנים, מרביתם קטנים. למעשה, כ-60% מהאתרים מופעלים על ידי בעלים פרטיים המחזיקים במספר קטן של אתרים. המפעילים הגדולים מחזיקים בין 1000 ל-2000 אתרים והגדול שבהם מחזיק מעל 3000 אתרים. בין השנים 2007-2012 חלה ירידה של כ-2% בהיקף הנסועה בארה"ב, שנבעה בין השאר מהגידול באבטלה. היקף הנסועה מצוי במגמה מסוימת של שיפור בשנתיים האחרונות וצפוי לצמוח בהמשך בשיעור מתון. בנוסף, קיים שיפור מתמיד ביעילות האנרגטית שתורם לצמצום צריכת הדלקים בכלי רכב חדשים. העלייה במחירי הדלקים בארה"ב בעשור האחרון הובילה גם היא לחסכון בצריכת הדלקים. בנוסף, העלייה במחירי הדלקים הובילה להגדלת שימוש בכרטיסי אשראי, אשר גובה מהמפעילים עמלות סליקה גבוהות יחסית למרווח השיווק. כל אלו חרפו את התחרות, אשר מתמקדת במחירי המכירה המנוהלים ברמה המקומית והאזורית תוך שהצרכנים נוטים להעדיף דלקים זולים וזונחים את נאמנותם למותגי האנרגיה הוותיקים.

התחרות משוכללת מאוד בשל ריבוי השחקנים וביזורם וכן בשל העדר רגולציה על מחירי הדלקים. בעשור האחרון חדרו לענף קמעונאיות המזון הגדולות בארה"ב, המפעילות אתרי תדלוק בצמוד לחנויות ומהוות נתח הולך וגדל בענף. התחרות הובילה את המפעילים הגדולים להתמקד בהשבחת תמהיל המכירות בחנויות, בדגש על קטגוריות מחוללות רווח כגון משקאות אנרגיה, מזון מוגש, שירותים כספיים, מוצרי בריאות וכד. עדיין, מוצרי טבק וסיגריות מהווים את הקטגוריה הגדולה ביותר (כ-30% מההכנסות ממוצרים שאינם דלקים במוצע בענף) ומאופיינים ברווחיות נמוכה יחסית ובירידה זוחלת בביקושים. החדירה של סיגריות אלקטרוניות - מוצר המצוי בצמיחה גבוהה מאוד, היא עדיין נמוכה.

הפעילות בענף מאופיינת בעונתיות חזקה מאוד, כאשר בחודשי החורף הפעילות סובלת מתנועה נמוכה ואילו חודשי הקיץ מפצים על כך.

הרווחיות בתחום הדלקים צרה ותנודתית ומושפעת מתנודתיות במחירי הדלקים, מצריכת הדלקים ומעונתיות. מרווח השיווק עלול להיות תנודתי מאוד בטווח הקצר בשל התנודתיות במחירי הדלקים, אולם לאורך זמן הוא מאופיין ביציבות בתוך טווח צר יחסית. בין הגורמים שתורמים ליציבות המרווח לאורך זמן ניתן למנות את רמת הביזור הגבוהה של הענף, הכולל כאמור לעיל מספר רב של מפעילים קטנים מאוד, כמו גם היעדר רגולציה על מחירי הדלקים ועל מרווח השיווק.

הענף מאופיין ביתרון לגודל בהסכמי הרכש ובחשיבות גבוהה למיקומים ופריסה גיאוגרפית. נראות ביקושים ורצפת ביקושים מהווים גורם התומך בחוסן הענף מנגד, רווחיות נמוכה וחשיפה לתנודתיות במחירי הדלקים מהווים גורמי סיכון אינהרנטיים.

### **מיזוגים ורכישות נועדו לייצר יתרונות לגודל ולפצות על רווחיות וצמיחה נמוכות**

ענף חנויות הנוחות ומתחמי התדלוק בארה"ב הינו בוגר ורווי ומאופיין מזה מספר שנים בירידה בהיקפי הפעילות ברקע ההאטה הכלכלית במשק האמריקאי. סביבה עסקית זו מעודדת פעילות ערה של מיזוגים ורכישות בענף במטרה לנצל יתרונות לגודל ברכש ובניהול. GPM נטלה חלק במגמה זו וצפויה להמשיך בכך בטווח הזמן הקצר והבינוני. כאמור, GPM בוחנת עסקאות נוספות לרכישת פעילויות בהיקף מהותי. אין וודאות לגבי התממשות מי מהעסקאות הנבחנות ולגבי תנאיהן. מימון העסקאות החדשות צפוי להתבצע בין השאר באמצעות מקורות שיזרמו בעלי יחידות ההשתתפות, כנזכר לעיל. לצד היתרונות הקיימים בעסקאות אלו, ביצירת יתרונות לגודל, יש בהן סיכון אינהרנטי הנובע מאתגרים בהטמעת פעילויות חדשות ומהחוב הנוסף שהן משיתות על הקבוצה. יחד עם זאת, אנו סבורים כי הטמעת הפעילות נתמכת בכך שמדובר בפיוזר רחב של אתרים שנרכשים בעלי מאפייני פעילות דומים מאוד, בעלי וותק ובאזורי פעילות מוכרים לחברה.



### **פעילות הדלקים מאופיינת ברווחיות נמוכה הממונת בחלקה מצד יציבות גבוהה בפעילות חנויות הנוחות**

הכנסות החברה ממכירת דלקים מושפעות מהיקף צריכת הדלקים וממחירי הדלק המצויים בקורלציה גבוהה עם מחירי הנפט. בשנים 2011-2013 היוו מכירות הדלקים כ-78% בממוצע מסך ההכנסות של GPM. במונחים כמותיים חלה ירידה של כ-5.5% בכמות הגלונים שמכרה החברה במחצית הראשונה של שנת 2014 לעומת המחצית המקבילה (על בסיס פרפורמה) וירידה של כ-3% בשנת 2013 לעומת 2012, על בסיס פרפורמה. בשנים 2011 ו-2012 נרשמה ירידה של כ-3.7% וכ-7.5%, בהתאמה. הירידה במכירות הדלקים נבעה מההאטה הכלכלית במשק האמריקאי וכן מהתייעלות בצריכת דלקים מצד הצרכנים.

פעילות חנויות הנוחות ושירותי הדלקים מאופיינת בעונתיות גבוהה מאוד ובחשיפה רבה לאירועי אקלים קיצוניים הפוקדים את אזורי הפעילות מעת לעת, מקטינים את הנסועה ומרחיקים צרכנים מחנויות הנוחות. עיקר נפח הפעילות והרווחים נובעים מהרבעון השני והשלישי. כך למשל, הירידה בכמויות הגלונים במחצית הראשונה של שנת 2014 נבעה בין השאר ממזג אוויר קיצוני ששרר בעונת החורף ברבעון הראשון של השנה וכן מרמת תחרות חזקה באזורי הפעילות. בטווח הקצר אנו מעריכים המשך ירידה בכמות הדלקים ובטווח הבינוני עלייה מסוימת נוכח התאוששות איטית בכלכלה האמריקאית.

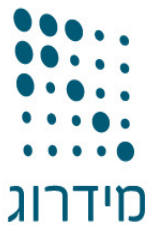
חرف ירידה מתמשכת בגלונים שנמכרו, שמרה GPM על יציבות במרווח הגולמי ממכירת דלקים לאורך השנים. מרווח שיווק הדלקים שמר על יציבות יחסית בשנים האחרונות, בטווח של 16-18 סנט לגלון במגזר הקמעונאי (לפני עמלות כרטיסי אשראי) המהווה להערכתנו רמה ממוצעת לענף<sup>1</sup>. במגזר הסיטונאי מרווח השיווק נמוך יותר ועמד סביב 6-7 סנט לגלון. ל GPM מערכות מידע מתקדמות וייעודיות אשר תומכות בניהול כמויות המכירה והמחירים בתדירות יומיומית וברמת כל אתר ואזור פעילות. מערכות אלו מאפשרות ניהול הדוק של מרווח שיווק הדלקים וכן ניהול של מבצעי מכירה, ניטור תשומות כוח אדם ועוד. בנוסף, החברה פעלה בשנים האחרונות ומוסיפה לפעול לשיפור הסכמי הרכש מול ספקי הדלקים והמזון, בין השאר בזכות צבירת יתרונות לגודל.

הרווחיות מפעילות הדלקים מושפעת מעלות השימוש בכרטיסי אשראי (הנפוץ יותר ברכישת הדלקים בשל היקף העסקה), הכרוך בעמלה של 1.5%-2% המשולמת לחברות הדלקים (אשר סולקות את העסקאות עבור חברות האשראי). כך, עלייה במחירי הדלקים מגדילה את העמלות שנושאת החברה בגין התשלום בכרטיסי אשראי, המהוות הוצאה משמעותית הנזקפת לסעיף מכירה ושיווק.

מכירות החנויות הציגו סטגנציה בשנים האחרונות, בדומה לענף כולו. סל המוצרים, בעל מרכיב גבוה של טבק וסיגריות, פחות חשוף למחזוריות הכלכלית, חיובית או שלילית. בדומה לענף, הרווחיות בחנויות יציבה סביב 29% גולמי. בדומה לחברות הגדולות בענף, GPM פועלת להשביח את תמהיל המכירות. אנו מניחים יציבות יחסית במכירות חנויות הנוחות וברווחיותן בחנויות בטווח הקצר והבינוני.

בממוצע בשנים האחרונות תרמו מכירות הדלקים כ-40% מהרווח הגולמי של GPM, ואילו מכירות חנויות הנוחות והכנסות שכר דירה (בהיקף לא מהותי) תרמו כ-60% נוספים (כ-30% ו-70%, בהתאמה בניכוי עמלות כרטיסי אשראי). תמהיל זה עומד להערכתנו סביב הממוצע הענפי, ומושפע מהרווחיות הנמוכה במכירות הדלקים.

<sup>1</sup> חברות אמריקאיות בתחום פעילותה של GPM נוהגות לדווח בהתאם לכללי החשבונאות USGAAP לפיהם עמלות כרטיסי האשראי נרשמות בעלות המכר ואילו GPM עורכת את דוחותיה הכספיים לפי עקרונות חשבונאיים IFRS ובהתאם לכך רושמת את עמלות כרטיסי האשראי בסעיף מכירה ושיווק.

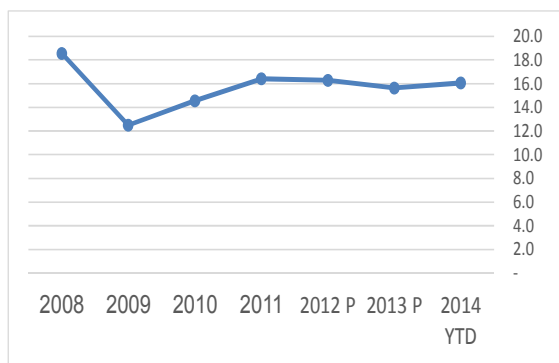


ל GPM מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, ובעיקר הוצאות חכירה, כוח אדם מינימלי, תחזוקת אתרים והוצאות מטה. כך, תנודתיות בכמויות הגלונים ובמרווח השיווק יש בה להשפיע במידה רבה על שורת הרווח התפעולי וכפועל יוצא על התזרים החופשי.

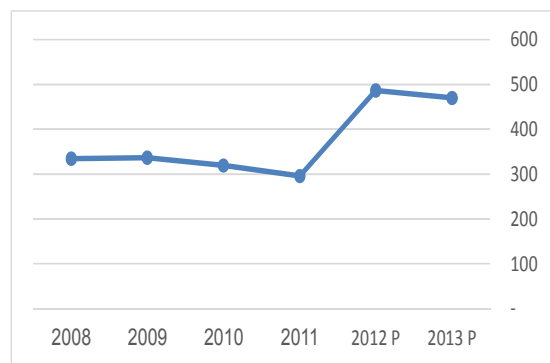
עסקת SE הגדילה במידה משמעותית את פריסתה של GPM, שעד לאוגוסט 2013 מנתה כ-200 אתרים בהפעלה עצמית, כשהעסקה מבטאת גידול של 80%-90% בכמות הדלקים השנתית הנמכרת במגזר הקמעונאי לבדו. החברה פעלה להחיל על הפעילות שנרכשה את הסכמי הרכש שלה מול ספקי הדלקים, לייעל את מקורות הרכש של SE וכן למקסם את היתרון לגודל גם ברכש המוצרים. אנו מעריכים כי צעדים אלו יובילו לגידול משמעותי ברווחיות בהשוואה לנתוני הפרופורמה לשנת 2013, לפחות בטווח הזמן הקצר.

**התפתחות נתונים עיקריים בפעילות GPM**

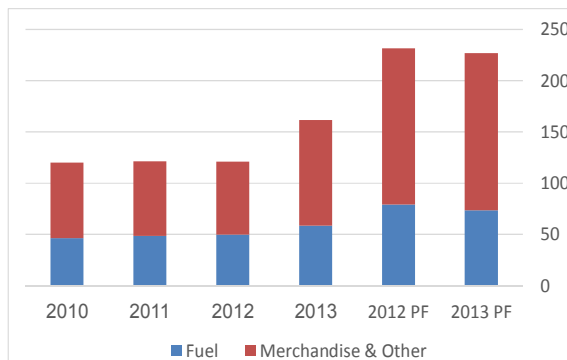
מרווח שיווק דלקים - סנט לגלון (ברוטו - לפני כרטיסי עמלות אשראי)



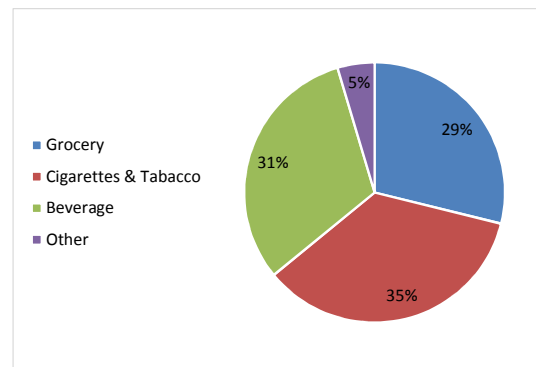
מכירות דלקים במיליוני גלונים



רווח גולמי חנויות ודלקים, במיליוני דולרים



התפלגות מכירות מוצרים, שנת 2013 פרופורמה



\* פעילות SE אוחדה לראשונה באוגוסט 2013. לפיכך, הנתונים שעד אותו מועד אינם כוללים את פעילות SE למעט שנת הפרופורמה.

**רמת חוב מתונה המושפעת לטובה מצרכי הון חוזר נמוכים, כאשר יחסי הכיסוי מושפעים בעיקר מהתחייבויות חכירה ארוכות טווח**

ל-GPM יתרת חוב פיננסי של כ-73 מיליון דולר ליום 30.6.2014, לעומת כ-27 מיליון דולר בסוף שנת 2012. עיקר החוב, מקורו בהלוואה לז"א ובקו אשראי שנטלה מהבנק המממן אותה מאז שנת 2011 -PNC. הגידול בחוב בשנת 2013 מימן את עסקת SE. יחס חוב נטו מותאם ל-EBITDAR ליום 30.6.2014 (על בסיס 4 רבעונים אחרונים) עמד על כ-6.5.





יחס חוב נטו מותאם ל-FFOR עמד על כ-10.0 (זאת לעומת יחסי כיסוי של 4.0 ו-6.0, בהתאמה לסוף שנת 2012 ערב עסקת של SE). יחסי החוב מושפעים במידה רבה מהתאמות להתחייבויות ארוכות טווח של החברה בגין הסכמי חכירה של אתרי הפעילות. יחסי הכיסוי על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים עדיין אינם משקפים את פעולות הסינרגיה שביצעה GPM מאז עסקת SE. אנו מעריכים שיפור ביחסי הכיסוי של GPM בשנת 2014 נוכח השלמת מהלכי סינרגיה בפעילות שנרכשה, כנזכר לעיל, תוך ירידה שוטפת בחוב לז"א. אנו מעריכים כי יחס החוב המותאם נטו ל-EBITDAR ול-FFOR יעמוד על כ-6.0 וכ-8.0, בהתאמה על בסיס התוצאות לסוף השנה.

GPM פועלת כיום בסביבת מימון נוחה, ונושאת בעיקר ריבית משתנה. עלייה בשיעורי הריבית בטווח הזמן הארוך צפויה להכביד על הוצאות המימון.

מאזנה של GPM ורמת החוב שלה מושפעים לחיוב מרמת הון חוזר נמוכה יחסית עם ימי מלאי ספורים וימי לקוחות סביב 30. יחס ההון העצמי למאזן ליום 30.6.2014 עומד על כ-20%. ביום 18 באוגוסט 2014 הנפיקה DK (באמצעות תאגיד בבעלותה ובשליטתה המלאה) ל GPM שטר חוב בסך של כ-7 מיליון דולר, אשר מחליף התחייבות קודמת של פטרו גרופ ל GPM, שיתרתה במאזן ליום 30.6.2014 הינה בסכום דומה. שטר החוב, המהווה כ-12.6% מההון העצמי של GPM ליום 30.6.2014, אינו נושא ריבית ועומד לפירעון לפי המוקדם מביין: (א) חלוף שנתיים ממועד הנפקתו של שטר ההון (ב) המועד בו בעלי יחידות ההשתתפות יידרשו לבצע הזרמת הון ל GPM (ג) מועד הנפקתה לראשונה של GPM לציבור.

#### **תזרים חופשי המיועד ברובו לשירות התחייבויותיה של GPM**

החברה מעריכה את היקף ההשקעות השוטפות ברכוש קבוע של GPM בסך של כ-9 מיליון דולר לשנה (על בסיס שנת פעילות מלאה עם פעילות SE), כמחצית מכך השקעות בתחום הדלקים לצורך עמידה ברגולציה בקשר עם הגנת הסביבה, והיתר בעיקר שיפורים במושכר וציוד. בארבעת הרבעונים שעד 30.6.2014 רשמה GPM השקעות ברכוש קבוע בהיקף של כ-5.6 מיליון דולר.

בהתבסס על EBITDA בטוח של 20-22 מיליון דולר בתסריט הבסיס שלנו, על בסיס הפעילות הקיימת (כלומר ללא הנחת מיזוגים ורכישות נוספים), הוצאות מימון של כ-4 מיליון דולר והיקף השקעות שוטפות של כ-9 מיליון דולר, בהתאם לתחזית החברה, התזרים החופשי לשירות חוב עומד בטווח של 7 עד 9 מיליון דולר לשנה. צורכי פירעון החוב של GPM (כולל ליסינג מימוני של ציוד והלוואות מוכר) עומדים על כ-6 עד 7 מיליון דולר לשנה. כמו כן לחברה מסגרות פנויות בהיקף משמעותי למימון עלייה בצרכי הון חוזר (ראה להלן).

בשנים האחרונות GPM לא חילקה עודפי מזומנים לבעלי יחידות ההשתתפות, לאחר שאלו שימשו בין השאר למימון רכישת פעילויות. החברה העלתה דמי ניהול לבעלי יחידות ההשתתפות בהיקף של כ-0.5 מיליון דולר לשנה. בהינתן מגבלות הבנק המממן של החברה על חלוקת עודפי מזומנים (על מנת לחלק עודפי מזומנים לבעלי יחידות ההשתתפות, נדרשת GPM לבצע אקסלרציה של הלוואה לז"א בסכום זהה לחלוקה וכן לשמור על יתרות מזומנים מינימאליות), איננו מביאים בחשבון בתסריט המרכזי חלוקת עודפי מזומנים (לרבות באמצעות דמי ניהול) בהיקף העולה על 1.0-1.5 מיליון דולר לשנה, זאת בהתייחס לפעילות הקיימת ומבלי להביא בחשבון מהלך של מחזור חוב ב GPM.

### **ניזילות סבירה לצד מגבלות מצד הבנק המממן ושעבוד מלא של הנכסים**

נזילותה של GPM נשענת על יכולת ייצור מזומנים סבירה ביחס לצורכי פירעון ההתחייבויות הפיננסיות שלה, כמתואר לעיל. כמו כן ל GPM מסגרות אשראי למימון הון חוזר בהיקף של עד 45 מיליון דולר, מכך היא מנצלת כ- 32 מיליון דולר ליום 30.6.2014. כיום מנצלת GPM אשראי ספקים קצר יחסית ובאפשרותה להגדיל אשראי זה כחלק מהסכם עם ספק הדלקים העיקרי ומנגד להקטין את ניצול מסגרת האשראי הבנקאית. מנגד, מוגבלת גמישותה הפיננסית של GPM נוכח שעבוד של מרבית נכסיה לטובת הבנק המממן (כולל יחידות ההשתתפות שהנפיקה). הנכסים ששוכשו במסגרת העסקאות העתידיות צפויים להיות משועבדים לטובת בעלי יחידות ההשתתפות, כנזכר לעיל. GPM כפופה למספר אמות מידה פיננסיות וכן למגבלות על העלאת מזומנים לבעלי יחידות ההשתתפות כנזכר לעיל, וזאת במסגרת הלוואה לז"א שנטלה בשנת 2013 מהבנק המממן שלה. בין היתר קובעות מגבלות אלו עמידה ביחס מינוף יחסי שירות חוב שהיא עומדת בהן במרווח סביר.

### **אופק הדירוג**

#### **גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:**

- צבירת טרק רקורד חיובי בפעילות, בהמשך לרכישות שבוצעו ולרכישות המתוכננות
- שיפור משמעותי בכריות ההון של החברה

#### **גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- הרעה בסיסית ומתמשכת במיצובה העסקי או הפיננסי של החברה, לרבות פגיעה מהותית ביחס ההון למאזן

### **דוחות קשורים**

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, דצמבר 2011](#)

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

תאריך הדוח: 19.10.2014

**רשימת מונחים עיקריים**

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

סולם דירוג התחייבויות

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

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](http://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 צריכים 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 עודם 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.