שופרסל בע"מ

5 באפריל, 2020

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 300 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmuter@spglobal.com

איש קשר נוסף:

תמר שטיין, 7539721-3-972 tamar.stein@spglobal.com

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 300 מיליון ₪ ע.נ.

S&P מעלות מודיעה בזאת על דירוג 'ilAA' לאיגרות חוב בהיקף של עד 300 מיליון ₪ ע.נ. שיונפקו על ידי שופרסל בע"מ (ilAA-/Stable) באמצעות הרחבת סדרה ז'.

תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת של החברה.

קיימת אי ודאות רבה לגבי קצב התפרצות נגיף הקורונה והמועד שבו תתחיל לדעוך. חלק מהרשויות הממשלתיות מעריכות כי ההתפרצות תגיע לשיאה בערך באמצע השנה, ואנו משתמשים בהנחה זו כאשר אנו מעריכים את השלכותיה הכלכליות ואת השפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות. אנו סבורים שהאמצעים שננקטו כדי לבלום את התפשטות הנגיף הכניסו את הכלכלה העולמית למיתון (ראו עדכונים כלכליים שוטפים בכתובת www.spglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מ-6 באוקטובר, 2019.

פרטים כלליים (נכון ל-5 באפריל, 2020)

שופרסל בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA-\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ד',ה',ו',ז'	ilAA
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ינואר 15, 2018	ilAA-\Stable
מאי 28, 2017	ilA+\Positive
ספטמבר 20, 2016	ilA+\Stable
מאי 05, 2015	ilA\Stable
אפריל 04, 2014	ilA+\Stable
ספטמבר 20, 2012	ilA+\Negative
מרץ 05, 2012	ilAA-\Negative
דצמבר 21, 2010	ilAA-\Stable
מאי 24, 2010	ilAA\Negative
פברואר 07, 2007	ilAA\Stable
פברואר 02, 2004	ilAA
מרץ 01, 2002	ilAA+
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	08:53 05/04/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	08:53 05/04/2020
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.

Maalot
S&P Global Ratings

שופרסל בע"מ

6 באוקטובר, 2019

אנליסט אשראי ראשי:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmuter@spglobal.com

איש קשר נוסף:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
תחזית הדירוג: יציבה 3
התרחיש השלילי 3
התרחיש החיובי 3
תרחיש הבסיס 3
הנחות עיקריות 3
יחסים עיקריים 4
תחזיות תרחיש הבסיס 4
תיאור החברה 4
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 6
נזילות: חזקה 7
חלויות חוב 7
ניתוח התניות 7
התאמות לדירוג 7
ניתוח שיקום חוב 8
שיקולים עיקריים 8
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 8
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 8
התאמות לדיווח הכספי 9
רשימת דירוגים 11

שופרסל בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA-/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מעמד תחרותי מוביל, יכולת מוכחת ביצירת מנועי צמיחה וחדשנות ופוטנציאל סינרגיה. • פיזור הולם מבחינה גיאוגרפית וגיוון פורמטים. • ייצור תזרימי מזומנים גבוהים. • נגישות טובה למקורות מימון שונים וגמישות פיננסית בזכות היקף גבוה של נכסי נדל"ן לא משועבדים במיקומים אטרקטיביים. • נזילות חזקה.	• תנאי שוק תחרותיים מאוד. • צורכי השקעה גבוהים מאוד בשנים הקרובות לשם המשך פיתוח מנועי הצמיחה ושימור המעמד התחרותי.

בחציון הראשון של 2019 שמרה שופרסל על יציבות בביצועים התפעוליים כמתבטא ברווחיות תפעולית יציבה למדי ועלייה שולית בלבד במכירות בחנויות זהות ובמכירות למ"ר בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. זאת על אף שרשת הפארם שרכשה בסוף 2017, BE, עדיין מסבה לה הפסד תפעולי, ועל אף ששוק המזון בישראל צמח בשיעור ריאלי מתון בלבד.

בשנת 2018 היו לחברה השקעות הוניות (capex) משמעותיות של כ-640 מיליון ₪, בין היתר השקעות במיתוג מחדש ופתיחת חנויות של רשת BE, בפיתוח פלטפורמת האון ליין ובמותג הפרטי. השקעות אלו הניבו פרי במובן שהפדיון ברשת BE צמח בחציון הראשון של 2019 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, וגם חלק האון ליין והמותג הפרטי מסך המכירות עלה, דבר ששמר על מעמדה התחרותי של החברה ועל יציבותה התפעולית. עם זאת, חלה עלייה מסוימת במינוף כך שיחס ה-EBITDA להוצאות מימון עמד על כ-4.9x בסוף הרבעון השני של 2019 לעומת יותר מ-5.0x ברבעונים הקודמים.

להערכתנו, לחברה צפויות השקעות מסיביות של מעל ל-1.5 מיליארד ₪ בשלוש השנים הקרובות, בין היתר ב-capex, בהמשך הטמעת ושיפור BE, בפיתוח מרכזי שילוח אוטומטיים עבור האון ליין, בהרחבת המותג הפרטי ובפיתוח מנועי צמיחה חדשים (ואף רכישות ומיזוגים). כל אלו צפויים להביא לעלייה במינוף אך גם לגידול ב-EBITDA בטווח הבינוני. לכן, נכון להיום, אנו צופים כי היחסים עדיין יהלמו את הדירוג הנוכחי.

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור שופרסל על מעמדה התחרותי, על רווחיות תפעולית ועל ביצועים תפעוליים יציבים יחסית. זאת בזכות המשך פיתוח המותג הפרטי שיקזז את ההפסדים שמסבה לה כיום פעילות הפארם ואת הסטגנציה בה נמצא שוק המזון. תחזית הדירוג משקפת גם את הערכתנו כי החברה תמשיך לבצע השקעות נרחבות בפיתוח מערך האון ליין, שיאפשרו לה לשמור על מעמד מוביל בתחום ולתת מענה לצורכי השוק המשתנים בטווח הבינוני. בנוסף, תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו שהחברה תשמור על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג, קרי יחס מתואם FFO (funds from operations) לחוב של מעל 12% ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ-4.0x, בהתחשב בצורכי ההשקעה הגבוהים הצפויים ובחלוקת דיבידנדים לא אגרסיבית.

התרחיש השלילי

אנו יכולים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם FFO לחוב ירד אל מתחת ל-12% או אם יחס ה-EBITDA להוצאות מימון יהיה כ-3.0x. תרחיש זה ייתכן, למשל, אם היקף ההשקעות יהיה גבוה משמעותית משהנחנו בתרחיש הבסיס שלנו, אם שיעור ה-EBITDA יישחק משמעותית כתוצאה מהתגברות התחרות, בעיקר בגזרת הסניפים השכונתיים שהיא הגזרה הרווחית יותר, או אם יחולק דיבידנד בהיקף שיביא לשחיקה ביחסים הפיננסיים ולגידול במינוף.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג חיובית אם היחס המתואם EBITDA להוצאות מימון יעלה על 6.0x ויחס ה-FFO לחוב יעלה על 20%, על בסיס קבוע וללא לחץ מצד התחרות הענפית.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- גידול של כ-3% בהכנסות מתחום קמעונאות המזון בשנת 2019 בהתאם לביצועי החציון הראשון; גידול של כ-2% בשנים 2020 ואילך, שקול לקצב גידול האוכלוסייה לכל היותר, שיקוזז על ידי התחרות העזה בענף מחד וייתמך בעלייה באינפלציה מאידך.
- המשך הפסד תפעולי ברשת BE בשנים 2019-2020, התקרבות לאיזון רק ב-2021.
- אינפלציה של כ-1.5% בשנים 2020-2021.
- שחיקה קלה ברווחיות הגולמית והתפעולית ב-2020 בשל המשך ההשקעות ברשת BE, חזרה לרווחיות דומה לזו של 2019 ב-2021.
- השקעות גבוהות מאוד של מעל 1.5 מיליארד ₪ בשלוש השנים הקרובות, בעיקר ברשת BE, בפיתוח סניפים, באון ליין ובפיתוח המותג הפרטי.
- חלוקת דיבידנדים של כ-150-160 מיליון ₪ בשנה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2018A	2019E	2020E
שיעור EBITDA	9.3%	9.5%-9.0%	9.2%-9.0%
EBITDA להוצאות מימון	5.3x	5.0x-4.5x	4.9x-4.5x
FFO/חוב	27% (*)	14.5%-14.0%	14.0%-13.0%

A-בפועל. E-צפוי.

(*) יחסי כיסוי החוב בשנת 2018 ולפני כן אינם בני השוואה ליחסים מ-1 בינואר, 2019 ואילך, מאחר שקיים פער משמעותי בחוב בשנים אלו בשל יישום לראשונה של תקן IFRS16. יישום התקן הביא לגידול משמעותי בחוב המדווח בהשוואה לחוב המתואם שלנו לפני יישום התקן, בשל שימוש בשיעורי היוון שונים והכללת תקופות אופציות בחוזי השכירות שלא נלקחו בחשבון במסגרת תחשיב ההתאמה שלנו טרום יישום התקן בשל חוסר אינפורמציה. אין שינוי מהותי בהשפעת ההתאמות לחכירה על אופן הצגת ה-EBITDA והוצאות המימון בין שתי התקופות הנ"ל, לפני ואחרי יישום התקן.

תחזיות תרחיש הבסיס

בסיס EBITDA של כ-1.2 מיליארד ₪ ותזרימי מזומנים חופשיים של כ-500 מיליון ₪.

בהתבסס על תוצאות החציון הראשון של השנה, אנו צופים כי בשנת 2019 שיעור ה-EBITDA יהיה יציב ביחס ל-2018. עם זאת, אנו מעריכים כי המינוף הכללי של החברה יעלה במידה מסוימת בשנת 2020 וירד רק ב-2021. זאת בשל שחיקה בבסיס ה-EBITDA ובשיעור ה-EBITDA ב-2020 כתוצאה מהשבתת סניפי BE לצורך שדרוג החנויות לצד השקעות כבדות שיביאו להגדלת החוב המתואם. אנו צופים כי רק בשנת 2021 תתחיל ההשקעה ב-BE לשאת פרי ורשת הפארם תתקרב לאיזון תפעולי - אז יתייצבו היחסים הפיננסיים.

תיאור החברה

שופרסל בע"מ היא חברה ציבורית הנסחרת בבורסה בתל אביב ופעילות הליבה שלה היא בתחום קמעונאות המזון ומוצרי הצריכה בישראל, בו היא נחשבת לשחקן המוביל בשוק עם נתח שוק מוערך של כ-20%. נכון ליוני 2019, רשת שופרסל מונה 288 סניפים בפריסה ארצית ובשבעה פורמטים שונים, וכן 81 חנויות פארם תחת המותג BE. בנוסף, לשופרסל תיק נכסי נדל"ן מניב, בעיקר סופרמרקטים, בפריסה גיאוגרפית רחבה, שכ-72% ממנו (מבחינת הנבת NOI – net operating income) משמש את חנויות רשת שופרסל עצמה. לשופרסל גם מערך כרטיסי אשראי בשיתוף פעולה עם חברת כ.א.ל.

כיום אין בשופרסל גרעין שליטה והיא מוחזקת על ידי חברת השקעות דיסקונט בע"מ (ilBBB/Negative, 26.02%), מוסדות פיננסיים והציבור.

הפרופיל העסקי

מעמד תחרותי מוביל בסביבה תחרותית מאוד

בבחינת הפרופיל העסקי אנו ממשיכים להעריך את שופרסל כמובילת הענף, הן מבחינת מספר הסניפים ופיזורם הגיאוגרפי, הן מבחינת גיוון פורמטים (סניפי עיר, סניפי דיסקאונט, סניפים אורגניים, סניפים חרדיים/מהדרין וחנויות פארם) והן מבחינת אימוץ מגמות שוק. אנו מעריכים את הפעולות שנקטה החברה בשנים האחרונות כחיוביות לביסוס הפרופיל העסקי, בין היתר פיתוח האון-ליין והמותג הפרטי, ביצוע מהלכי התייעלות, שיפור תנאי הסחר מול ספקים והקמת מרכז לוגיסטי בשוהם. להערכתנו, רכישת סניפי ניו-פארם והטמעתם ברשת מהווה פוטנציאל צמיחה עתידי עבור שופרסל, שתטמיע את פעילות הפארם במערך האון-ליין שלה ותשפר תנאי סחר מול ספקים במסגרת היתרונות לגודל שייצרה עסקת הרכישה.

אנו מעריכים כי המותג הפרטי יאפשר לחברה לשמור על רווחיות יציבה, לכל הפחות, בסביבה רוויית התחרות בה היא פועלת. אנו מעריכים כי ההשקעות הצפויות במערך האון-ליין יבססו את מעמדה של שופרסל כמובילה בתחום ויתנו מענה בטווח הבינוני-ארוך לדרישות הצרכנים המשתנות. עם זאת, בטווח הקרוב, רווחיותה של פעילות זו אינה ברורה.

בחציון הראשון של 2019 הציגה החברה יציבות יחסית בביצועים התפעוליים, על רקע גידול מתון בלבד של שוק המזון והמשך הפסדים ב-BE. הפדיון למ"ר עלה ב-4.2%, בעיקר בשל צמיחה ברשת הפארם עם פתיחת סניפים חדשים ושיפור הקיים. לעומת זאת, המכירות בחנויות זהות עלו ב-0.6% בלבד והמכירות למ"ר ב-0.5% בלבד, דבר המעיד על סטגנציה בשוק המזון ועל המשך ההפסדים ב-BE. למרות זאת הרווחיות נשמרה סביב 27%, דבר המעיד על חוזקת רשת המזון, ובפרט על תרומת המותג הפרטי והאון ליין לביצועים. בסך הכל אנו רואים שחיקה בשיעור ה-EBITDA של החברה מ-9.8% ב-2017 לפני איחוד BE לכ-9.3% ברבעון השני של 2019. אנו מעריכים כי בשנת 2019 כולה תישמר היציבות ברווחיות, שתישחק במידה מסוימת ב-2020 בשל השבתת סניפי רשת הפארם לצורך שדרוגם. אנו מעריכים כי רשת הפארם תתקרב לאיזון רק לקראת 2021.

בניתוח הענף, בטווח הקצר-בינוני אנו צופים התמתנות בתחרות בגזרת הסניפים השכונתיים בשל התמקדות הרשתות במהלכים מיתוגיים ובהתייעלות. בגזרת הדיסקאונט אנו צופים כי התחרות תישאר עזה, והיא עשויה להוביל לירידת מחירים. אולם לצד הרצון לשמור על מיתוג חנויות הדיסקאונט כ"רשתות זולות", עלו הוצאות השכר משמעותית ועל הרשתות לשרת צורכי השקעה רבים, בין היתר בהרחבת מספר הסניפים ובביסוס האון ליין. מכאן שירידת המחירים, ככל שתקרה, תהיה מוגבלת ומתונה ואינה צפויה לחולל שינויים משמעותיים בשוק. אנו מעריכים כי שופרסל תמשיך לשמור על כוחה כמובילת שוק על אף התחרות הצפויה.

הפרופיל הפיננסי

תזרים מזומנים הולם לצד צורכי השקעה כבדים בשנים הקרובות

היקף החוב המדווח של החברה (בנטרול התחייבויות לחכירה תפעולית) גדל בשנת 2018 בעיקר בשל צורכי השקעה גבוהים. כפי שהסברנו לעיל, בשל יישום תקן IFRS16 אין משמעות להשוואת יחסי כיסוי החוב של השנים שעברו, כולל שנת 2018, לנתוני התחזית שלנו קדימה. אנו רואים שחיקה מסוימת ביחס כיסוי הריבית בשנים 2019-2021 לעומת 2018, בשל צורכי השקעות כבדים בשנים הקרובות לצד שחיקה מסוימת ב-EBITDA בטווח הקרוב. בתרחיש הבסיס שלנו הנחנו השקעות הוניות (capex) והשקעות נוספות בהיקף שנתי של כ-700-850 מיליון ₪ לשנה, שיהיו כרוכות בעליית מינוף מסוימת, כך שאנו צופים שיחס ה-EBITDA להוצאות מימון ירד לכ-4.5x בשנים 2020-2021, לעומת מעל 5.0x ב-2019 וקודם לכן. כמו כן אנו צופים כי יחס ה-FFO לחוב יעמוד על כ-14.5% בשנת 2019 וירד לכ-13%-14% ב-2020-2021.

Table 1.

Shufersal Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Supermarkets

	2018	2017	2016	2015	2014
Revenue	12,847.0	11,852.0	11,842.0	11,505.0	11,602.0
EBITDA	1,201.0	1,158.0	1,097.0	929.0	611.0
Funds from operations (FFO)	1,038.8	970.8	797.4	637.3	251.6
Interest expense	228.2	228.2	225.6	227.7	276.4
Cash interest paid	228.2	214.2	276.6	268.7	285.4
Working capital changes	(158.0)	30.0	67.0	436.0	23.0
Cash flow from operations	745.8	944.8	881.4	1,081.3	465.6
Capital expenditure	568.0	364.0	325.0	384.0	418.0
Free operating cash flow (FOCF)	177.8	580.8	556.4	697.3	47.6
Dividends paid	160.0	160.0	100.0	0.0	70.0
Discretionary cash flow (DCF)	(128.2)	420.8	456.4	697.3	(22.4)
Cash and short-term investments	337.0	482.0	494.0	1,026.0	896.0
Gross available cash	337.0	482.0	494.0	1,026.0	896.0
Debt	3,845.3	3,438.1	3,689.0	3,853.3	4,423.3
Equity	1,956.0	1,808.0	1,315.0	1,170.0	1,009.0
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	8.4	0.1	2.9	(0.8)	(2.6)
EBITDA margin (%)	9.3	9.8	9.3	8.1	5.3
Return on capital (%)	10.9	12.5	11.7	8.4	3.0
EBITDA interest coverage (x)	5.3	5.1	4.9	4.1	2.2
FFO cash interest coverage (x)	5.6	5.5	3.9	3.4	1.9
Debt/EBITDA (x)	3.2	3.0	3.4	4.1	7.2
FFO/debt (%)	27.0	28.2	21.6	16.5	5.7
Cash flow from operations/debt (%)	19.4	27.5	23.9	28.1	10.5
FOCF/debt (%)	4.6	16.9	15.1	18.1	1.1
DCF/debt (%)	(3.3)	12.2	12.4	18.1	(0.5)

החוב המתואם ויחסי כיסוי החוב מוטים כלפי מטה ואינם בני השוואה לעומת נתוני הרבעון הראשון של 2019 ואילך, בשל יישום תקן IFRS16 החל מה-1 בינואר, 2019. יישום התקן הביא לגידול משמעותי בחוב הפיננסי. עיקר השוני עם יישום התקן נבע משימוש בשיעור היוון נמוך יותר ומתקופות שכירות ארוכות יותר – לעומת ההתאמות לשכירות של S&P מעלות לפני יישום התקן.

נזילות: חזקה

נזילות החברה "חזקה" ונתמכת בייצור תזרים מזומנים יציב יחסית, בגמישות פיננסית גבוהה הנגזרת מתיק נכסי נדל"ן מניב בלתי משועבד ובנגישות טובה למגוון מקורות מימון. להערכתנו, היחס בין המקורות לשימושים צפוי לעלות על 1.5x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי, 2019.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות והשימושים של החברה ברמת ודאות גבוהה בתקופה שבין 1 ביולי, 2019, ל-30 ביוני, 2021, הם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-550 מיליון ₪. • מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות לזמן ארוך בהיקף של כ-300 מיליון ₪. • FFO של כ-600 מיליון ₪.	• חלויות שוטפות של אג"ח של כ-200 מיליון ₪. • הוצאות הוניות (capex) של כ-350 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד שנתי בסך כ-150-160 מיליון ₪ בהתאם למדיניות דיבידנדים של החברה.

חלויות חוב					
תקופה	**1/7/2019-30/6/2020**	**1/7/2020-30/6/2021**	**1/7/2021-30/6/2022**	**1/7/2022-30/6/2023**	**1/7/2023 ואילך**
חלויות (מיליון ₪)	133	235	245	255	2,060

ניתוח התניות

נכון ל-30 ביוני, 2019, לחברה התניות פיננסיות בנוגע ליחס מינוף ומינימום הון עצמי. להבנתנו, היא עומדת בהתניות הפיננסיות עם מרווח מספק.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הבלתי מובטחות של שופרסל (סדרות ב', ד', ה', ו', ז'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '2' ומשקף את הערכתנו כי שיעור שיקום החוב במקרה של כשל פירעון היפותטי יהיה בטווח של 70%-90%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- מיתון עמוק בכלכלה הישראלית יוביל לירידה בצריכה הפרטית, ללחץ תחרותי ולירידת מחירים.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במעמדה התחרותי המוביל בישראל ובגודלה ביחס למתחרות.
- השאת הערך למלווים בעת כשל פירעון תיעשה גם על ידי מימושם של נכסי הנדל"ן המניב של החברה המושכרים לצדדים שלישיים. שווי נכסים אלו יקטן בכ-40% במימוש מהיר.
- במסלול ההתדרדרות, החברה תנצל 85% ממסגרות האשראי המובטחות שלה.
- במסלול ההתדרדרות, החברה תפרע את החוב הפיננסי בסכום אשר אינו עולה על יתרת המזומנים הנוכחית שבידיה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- EBITDA ביציאה מנקודת כשל הפירעון: כ-500 מיליון ₪
- השקעות הוניות לשימור הקיים: 2% מההכנסות, בהתבסס על מגמות היסטוריות של החברה וציפיות עתידיות
- התאמה מחזורית של 5% לענף קמעונאות המזון.
- יישום מכפיל EBITDA של 5.0x לענף קמעונאות המזון
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-2.5 מיליארד ₪
- שווי נוסף כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת השווי הנכסי: כ-400 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-2.75 מיליארד ₪
- סך חוב בלתי מובטח: כ-3.1 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 70%-90%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 2

(*) נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של שופרסל בע"מ לשנת 2018:

- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח, בסך כ-185מיליון ₪.
- התאמה לחוב של כ-1.5 מיליארד ₪ בגין התחייבויות של החברה לחכירה תפעולית של החנויות, על מנת ליצור בסיס השוואה לחברה עם תמהיל בעלות/חכירה שונה. בהתאמה, הוספנו כ-400 מיליון ₪ ל-EBITDA וכ-100 מיליון ₪ להוצאות המימון.

(*) כאמור, החל מה-1 בינואר, 2019, אנו מפסיקים לבצע התאמה זו ונסמכים על דיווח החברה בנוגע להתחייבויות חכירה והוצאות ריבית בגין התחייבות זו.

(**) כאמור, קיים פער בין ההתאמה שלנו לדיווח החברה החל מה-1 בינואר, 2019, בנוגע להיקף ההתחייבות ומתווספת לחוב הפיננסי. מנגד, לא קיימים פערים מהותיים בנוגע להשפעות החכירה על הוצאות המימון וה-EBITDA.

- התאמות פנסיה לחוב הפיננסי ובהתאמה גם להוצאות המימון.
- סיווג תזרים מזומנים בגין ריבית ששולמה ושהתקבלה כתזרים מפעילות שוטפת.

Table 2.

Reconciliation Of Shufersal Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. €) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2018

Shufersal Ltd. reported amounts

	Debt	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	2,534.0	777.0	130.0	1,201.0	548.0
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	--	66.0	--
Cash taxes paid: Other	--	--	--	--	--
Cash interest paid	--	--	--	(119.0)	--
Operating leases	1,544.7	419.0	109.2	(109.2)	309.8
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	(48.0)	--	8.0	--	--
Accessible cash and liquid investments	(185.4)	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	1.0	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	(112.0)
EBITDA: Other income/(expense)	--	4.0	--	--	--
Interest expense: Other	--	--	(19.0)	--	--
Total adjustments	**1,311.3**	**424.0**	**98.2**	**(162.2)**	**197.8**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	3,845.3	1,201.0	228.2	1,038.8	745.8

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב- CW, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים) 'D' כשל פירעון) ו 'SD'-כשל פירעון סלקטיבי(, 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הקמעונאות וההסעדה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים Corporate Methodology, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019

- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות שולן הדירוג , 18 בספטמבר, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-6 באוקטובר, 2019)

שופרסל	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA-\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ד',ה',ו	ilAA
סדרה ז	ilAA
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ינואר , 2018	ilAA-\Stable
מאי , 2017	ilA+\Positive
ספטמבר , 2016	ilA+\Stable
מאי , 2015	ilA\Stable
אפריל , 2014	ilA+\Stable
ספטמבר , 2012	ilA+\Negative
מרץ , 2012	ilAA-\Negative
דצמבר , 2010	ilAA-\Stable
מאי , 2010	ilAA\Negative
פברואר , 2007	ilAA\Stable
פברואר , 2004	ilAA
מרץ , 2002	ilAA+
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	14:55 06/10/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14:55 06/10/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.