

מבטח שמיר אחזקות בע"מ

A1	דירוג סדרה
-----------	-------------------

הדירוג ניתן לסדרת אג"ח בסך של עד 430 מיליון ש"ח שתגייס מבטח שמיר אחזקות בע"מ ("החברה"). האג"ח תהייה צמודות למדד המחירים לצרכן, נושאות ריבית שנתית בשיעור שייקבע במכרז. קרן האג"ח תיפרע בשבעה תשלומים שנתיים שווים בין השנים 2011-2017 (מח"מ של כ-6.0 שנים). תמורת הגיוס נועדה בין השאר למימון חלקה של החברה בגרעין השליטה בתנובה, והדירוג מתבסס על השלמת עסקה זו בתוואי שהונח על ידי החברה.

מחברות:
עינת ירחי
אנליסטית

einat.yarhi@midroog.co.il

סיגל יששכר

ראש צוות

i.sigal@midroog.co.il

פרופיל החברה

מבטח שמיר אחזקות בע"מ¹ הינה חברת השקעות, המחזיקה ישירות ובאמצעות חברות בנות, בבעלותה המלאה (להלן "מבטח שמיר" או "החברה"), בחברות הפועלות בשלושה מגזרים: טכנולוגיה ותקשורת, תעשייה ונדל"ן. מרבית האחזקות הינן ציבוריות ומאופיינות בשיעורי אחזקה נמוכים ולפיכך בהיעדר שליטה, אם כי קיימת מעורבות ניהולית משמעותית בחלק מהאחזקות. האחזקות העיקריות בתחום הטכנולוגיה והתעשייה ליום 31.3.2007 כוללות את Verifone Holdings Inc ("וריון"² שיעור אחזקה של כ-3.34% בהון המניות) העוסקת בפיתוח ייצור ושיווק מכשירי קצה לתעשיית סליקת כרטיסי האשראי³, גילת רשתות לווין בע"מ ("גילת"³ כ-5.71%) העוסקת בפיתוח וייצור תחנות לווין זעירות לרשתות³, תפרון בע"מ (שיעור אחזקה של 9.2% בשרשור באמצעות אחזקה בנורפת) העוסקת בייצור טקסטיל בטכנולוגיה מוגנת פטנטים לחברות בעלות מותגי אופנה מובילים². חברת Micro Heat Inc ("מיקרו היט"³ כ-4.57%) הינה חברה פרטית העוסקת בפיתוח טכנולוגיה ומוצרים להפשרת מים המשווקים לתעשיית הרכב⁶. סולבר בע"מ ("סולבר"³ כ-16.34%) העוסקת בפיתוח ייצור ושיווק חלבונים ושמינים לתעשיית המזון, ולהזנת בע"ח¹. שוקי היעד של אחזקות אלה מצויים בחו"ל: וריפון וגילת הן חברות גלובליות, מיקרוהיט ממוקמת בארה"ב, תפרון וסולבר אשר מרבית פעילותן מיועדת לייצוא.

אנשי קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידיים

ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

מגזר הנדל"ן כולל כיום בעיקר השקעות בישראל באמצעות מגדלי הוד השרון בע"מ ("מגדלי הוד השרון" כ-42.40%), חברה פרטית שמחזיקה בנכס מסחרי מניב ודיגל השקעות בע"מ¹ ("דיגל" כ-34.64%) שעוסקת בייזום נדל"ן על קרקעות בת"א ובירושלים. החברה מימשה את אחזקותיה בתחום הפנסיה במהלך 2005 ובתחילת 2006, ומאז שנת 2002 אינה משקיעה עוד בתחום ההון הסיכון (השקעות קיימות בתחום מיועדות למימוש).

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על תנאים שנמסרו למידרוג עד 18.7.2007. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

וריון הינה אחזקה מהותית בתיק האחזקות למועד דוח זה, המיועדת למימוש בטווח הזמן הקרוב. וריפון רכשה בסוף 2006 את ליפמן הנדסה אלקטרונית בע"מ (להלן: "ליפמן")¹, שהחזיקה באותה עת ע"י מבטח שמיר בשיעור של כ-13%. ליפמן הוחזקה ע"י מבטח שמיר החל משנת 1993, ומאיר שמיר נטל חלק בפיתוח העסקי ובצמיחה של ליפמן וכן בעסקת המכירה לוריון. מיזוג ליפמן בוריון הוביל להגדלה משמעותית של תיק ההשקעות של החברה במהלך שנת 2006. ליפמן גם הייתה המקור למרבית תזרימי המימושים של החברה בשלוש השנים האחרונות.

רק לאחר שיומץ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

בחודש מרץ 2007 חתמה החברה על מזכר עקרונות לחבירה להשקעה בתנובה ביחד עם אייפקס פרטנס. מבנה תיק האחזקות הנוכחי עומד בפני שינוי מהותי עם השלמת עסקת תנובה והשקעות מהותיות נוספות שמתכננת החברה בתחום הנדל"ן והתעשייה.

¹ חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב.
² חברה ציבורית שנסחרת בבורסה לניירות ערך בת"א (וכלולה בתוך מדד המעוף), וכן בבורסה בניו יורק (NYSE).
³ גילת היא חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב וכן בנאסד"ק.

ככלל, אסטרטגיית ההשקעות של החברה מייצגת מבנה תיק שיכלול שלוש אחזקות ליבה - תנובה, גילת או חברה תעשייתית אחרת והשקעות בתחום הנדל"ן בישראל ובח"ל.

בעלי המניות העיקריים בחברה הם מר מאיר שמיר המחזיק כ-40.02% בהון המונפק ליום 31.3.2007. אשטרום אחזקות תעשייה בע"מ (להלן: "אשטרום", 14.91%), מר ליאון רקאנטי (9.91%), וכלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (8.26%). יתרת המניות (26.96%) מוחזקות ע"י הציבור. בין מאיר שמיר לבין אשטרום קיים הסכם בכתב לגבי חלוקת דיבידנד, מינוי דירקטורים ולמכירת מניות⁴. מר מאיר שמיר ממלא תפקידי מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון בחברה, וכמו"כ דירקטור בחברות הציבוריות דיגל, תפרון, סולבר. מסייעת לו בניהול שוטף של האחזקות גברת לימור אבידור אשר עובדת בחברה מזה למעלה מעשור ומר עדי אינגביר ומר מישל חביב אשר פועלים כיועצים חיצוניים החל משנת 1992 ו-2006, בהתאמה.

מבטח שמיר (סולו מורחב) – נתונים כספיים עיקריים במיליוני ש"ח				
12.04	12.05	12.06	3.07	
376	440	612	592	שווי תיק השקעות בספרים
292	381	560	609	הון עצמי
431	660	811	825	סך מאזן סולו מורחב
71	208	187	182	חוב פיננסי
2	171	226	220	מזומנים ובטוחות סחירות
68	36	(39)	(38)	חוב פיננסי נטו (עודף מזומנים)
68%	57%	69%	74%	שיעור הון עצמי לסך מאזן סולו מורחב
99	120	228	28	רווח נקי לתקופה

מבטח שמיר: הרכב תיק האחזקות לחודש יוני 2007 במיליוני ש"ח				
מועד רכישה	שווי מותאם* ליום 5.7.07	עלות בספרים 31.3.2007	שיעור אחזקה	שם החברה המוחזקת
1992	411	259	3.34%	ורפון
09/2000	95	92	5.71%	גילת
04/2004	63	31	9.20%	תפרון
03/2007	43	29	16.42%	סולבר
04/2006	31	31	4.60%	מיקרו היט
11/1999	45	35	42.4%	נדלן (ישראל) מגדלי הוד השרון
05/1998	28	38	34.1%	דיגל
-	**70	36	משתנה	נדל"ן חו"ל
-	43	44	ל.ר.	השקעות אחרות
-	829	592		סך השקעות בחברות מוחזקות

* השווי המותאם הינו שווי השוק של האחזקות הסחירות ושווי ספרים או אומדני מידרוג לאחזקות שאינן סחירות (מרבית השווי שאינו סחיר מבוסס על שווי הספרים, בתוך כך גם שווי ההשקעה בנדל"ן בחו"ל).

** השקעה בנדל"ן חו"ל גדלה ברבעון השני בסך 8.25 מיליון דולר.

⁴ לפי ההסכם בין אשטרום לבין מאיר שמיר יוכל כל צד לדרוש חלוקת דיבידנד במזומן בשיעור של עד 50% מרווחי החברה השנתיים. דירקטור אחד ימונה ע"י אשטרום ושניים אחרים ע"י מאיר שמיר, קיימת גם הסכמה לזכות סרוב ראשונה ולזכות הצטרפות במכירת מניות.

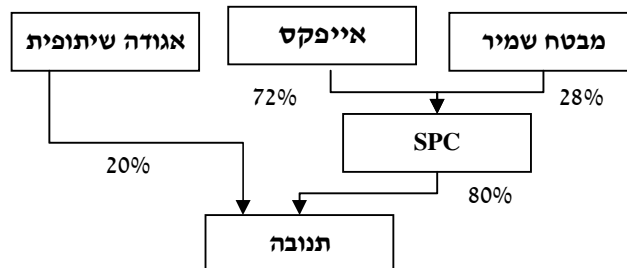
מתווה עסקת תנובה

בחודש נובמבר 2006 חתמה קרן ההשקעות אייפקס פרטנרס ("אייפקס") על הסכם לרכישת גרעין השליטה בתנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית בישראל בע"מ ובתעשיות מזון תנובה אגודה שיתופית חקלאית בישראל בע"מ (להלן: "תנובה"), לפי שווי חברה של כ-987 מיליון דולר. בחודש מרץ 2007 חתמה החברה על מזכר עקרונות עם אייפקס, לפיו החברה ואייפקס יחברו לרכישת השליטה בתנובה באמצעות חברה ישראלית שתיועד למטרה זו (להלן: "SPC") שתחזיק בתנובה בשיעורים של 51% ומעלה. חלקה הסופי של ה-SPC בתנובה ייקבע עם קביעת שיעור האחזקה של האגודה השיתופית בתנובה (האגודה השיתופית תאגד את כל בעלי המניות אשר לא יממשו את אחזקותיהם בתנובה לאחר השלמת הרכישה). השלמת עסקת תנובה צפויה להתבצע ברבעון השלישי של 2007.

לצורך הדירוג התבססה מידרוג על הנחת העבודה של החברה, לפיה תחזיק ה-SPC בתנובה בשיעור של כ-80%, ומבטח שמיר תחזיק שיעור של כ-28% ב-SPC, ובשרשרת תחזיק שיעור של כ-22.5% בתנובה. יש לציין כי בתסריט הנמוך לפיו תחזיק ה-SPC רק 51% מתנובה, חלקה של החברה בתנובה בשרשרת יעמוד על כ-15.0%. על פי הערכות החברה תסריט זה אינו סביר.

על פי התסריט הסביר, היקף ההשקעה של ה-SPC בתנובה יעמוד על סך של כ-790 מיליון דולר, מהם כ-33% ימומנו בהון עצמי של בעלי המניות והיתר ימומנו בהלוואה בנקאית מסוג NR. נתונים אלו מבוססים על הערכות של החברה. בהתאם למתווה זה, חלקה של החברה בהון העצמי של ה-SPC הינו כ-73 מיליון דולר (או 314 מיליון ש"ח לפי שער חליפין של 4.3).

מבנה אחזקות משוער בתנובה לאחר השלמה העסקה (שיעור האחזקה מוצגים בהתאם לתסריט הסביר על פי הערכת החברה)



במסגרת ההסכמים התחייבה מבטח שמיר לכתוב אופציית מכר (Put) על מניות תנובה לאגודה השיתופית, מחיר הבסיס לאופציה הוא מחיר העסקה והיא תהיה בתוקף עד להנפקת תנובה ולכל היותר למשך שלוש שנים. להבטחת תשלום התמורה בגין מימושי אופציית המכר, אם וככל שיהיו, התחייבה מבטח שמיר להעמיד ערבות. במקביל ל-PUT תכתוב מבטח שמיר אופציית רכש (Call) לאייפקס, לגבי מחצית ממניות תנובה שימומשו במסגרת אופציית המכר. להערכת מבטח שמיר מימוש האופציות הנ"ל יתבצע (אם יתבצע) קרוב מאוד לתום התקופה. יש לציין כי במידה ותנובה תונפק לפני מימוש האופציות הנ"ל, יבוטלו האופציות וימרו למניות תנובה כחלק מההנפקה.

למבטח שמיר יוקנו זכות הצעה ראשונה (Right of First Offer) ביחס למניות ה-SPC וביחס למניות תנובה שיוחזקו על-ידי ה-SPC בקשר עם הצעות מכירה למניות (למעט הנפקה לציבור). זכות הצטרפות במכירת מניות ה-SPC לצד שלישי (Tag Along Right). זכות גרירה למכירת כל מניות ה-SPC לצד שלישי ביחס למניות החברה ב-SPC (Drag Along Right). לצדדים תוקנה זכות קדימה/מניעת דילול אחזקותיהם ב-SPC או בשרשור מלא בקבוצת תנובה (Pre-Emptive Right) במקרה בו תבקש ה-SPC או קבוצת תנובה להקצות מניות נוספות של ה-SPC או של קבוצת תנובה, לפי העניין.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

מנכ"ל החברה, יו"ר הדירקטוריון והרוח החיה מאחורי הפעילות העסקית הינו מר מאיר שמיר המחזיק בכ-40% מהון המניות. שכבת הניהול צרה מאוד

מאיר שמיר מרכז ומנתב את האסטרטגיה העסקית, ובתוך כך של חלק מהחברות המוחזקות. עוד עוסק מאיר שמיר בייזום עסקי. הוא בעל ניסיון של מעל ל-30 שנה בתחום הניהול ובתחום השבחת חברות. מאיר שמיר מעורב באופן שוטף ופעיל בניהול החברות המוחזקות. הצלחת החברה עד עתה התבססה על יכולותיו העסקיות. לצידו פועל דירקטוריון המונה ארבעה מומחים ובעלי ניסיון רב בתחומי האנרגיה, נדל"ן, תעשייה, פיננסים וכלכלה אשר מתכנס בתדירות גבוהה. רוב חברי הדירקטוריון משמשים בתפקידים במשך מספר שנים. כמו כן פועלת החברה במסגרת אחזקותיה עם מנהלים בעלי ניסיון רב וממוקד בתחומי הפעילות של החברות המוחזקות.

בכוונת החברה לבסס את התיק על שלוש אחזקות עוגן, הכוללות את תנובה ואת תחום הנדל"ן. החברה מתמקדת בחברות שיש בהן פוטנציאל השבחה תוך מעורבות ניהולית גבוהה

הקווים המנחים את אסטרטגיית ההשקעות של החברה הינם השקעות בחברות בעלות פוטנציאל השבחה בהתבסס על ניתוח יכולתן העסקית מחד, ופוטנציאל השוק מאידך; השקעות בהיקף כספי בינוני מצד החברה, תוך רכישת גרעיני שליטה או הצטרפות לגרעיני שליטה קיימים; מעורבות ניהולית גבוהה באחזקות ואחזקות לטווח הזמן הארוך. בכוונת החברה להתמקד בשלוש אחזקות ליבה: תנובה, גילת או חברה תעשייתית אחרת ופיתוח זרוע הנדל"ן. עוד תחזיק מבטח שמיר בחברות שבהן מעורבותה הכספית והניהולית נמוכה אך שעשויות תוך מספר שנים להפוך בעצמן לאחזקות ליבה. בתוך כך החברה בוחנת בכל עת אפשרות להגדיל את השקעתה בחברות הפורטפוליו. עוד באסטרטגיית החברה, לממש את אחזקותיה בחברות שאינן מהוות חלק מליבת העסקים הנוכחית של החברה.

הצעת רכש למניות גילת ומימוש וריפון – מהלכים הצפויים בתקופה הקרובה

באפריל 2007 פנתה החברה ביחד עם צד ג' בהצעת רכש לכל מניותיה של גילת. דירקטוריון גילת טרם השיב. המשך התהליך כפוף גם לבדיקות, הסכמים ואישורים רגולטורים שונים. אם תבשיל העסקה תחזיק מבטח שמיר בגילת בשיעור של 50%, לעומת שיעור אחזקה של 5.71% כיום. מנגנון המימון שהחברה צופה מתבסס על נטילת חוב מסוג NR למימון הצעת הרכש והזרמת המניות הקיימות כיום כחלק מהמימון, באופן שהחברה לא תזרים הון עצמי משמעותי במזומן⁵. במידה והצעת הרכש תידחה, מתכננת החברה לממש את אחזקותיה בגילת, ולהשקיע סך כולל של עד כ-80 מיליון דולר בחברה תעשייתית אחרת שתהווה השקעת ליבה.

פיתוח זרוע הנדל"ן בחו"ל, בעיקר במזרח ומערב אירופה ובהודו בתחום ייזום הנדל"ן המניב

עד לאחרונה פעלה החברה בתחום הנדל"ן בישראל, בעיקר בייזום נדל"ן מניב, בהיקף השקעות לא משמעותי ביחס לסך שווי התיק האחזקות. אין בכוונת החברה להמשיך ולפתח את פעילות הנדל"ן בישראל מעבר לקיים (ייתכנו מימושים בחברות מסוימות בהן לא רואה החברה אפשרות לביצוע תהליכי השבחה ניהוליים ותפעוליים), והיא פועלת להגדלת השקעותיה בתחום בחו"ל. אסטרטגיית ההשקעה בנדל"ן בחו"ל היא השקעה פיננסית, ביחד עם שותפים בעלי היכרות וניסיון במדינות בהן מתבצעות ההשקעות, המובילים את הפרויקטים. באירופה החלה הפעילות לפני שנה בתחום הנדל"ן המניב במדינות גרמניה, רומניה ובולגריה. בהודו החלה הפעילות בשנת 2007 ובכוונת החברה להשקיע בהודו סך כולל שלא יעלה על 50 מיליון דולר. חלקה של החברה בפרויקטים בהודו אינו עולה על 35%.

⁵ שווי השוק של אחזקות מבטח שמיר במניות גילת נכון ליום 5.7.07 עומד על סך של כ-95 מ' ₪

שמירת על יתרות מזומנים גבוהות לצד רמת מינוף נמוכה

עד כה מימנה החברה את פעילותה בעיקר בהון עצמי, אשר גדל בעיקר כתוצאה מרווחי הון ממימוש אחזקות. לחברה אסטרטגיה של שמירה על יתרות מזומנים גבוהות לאורך זמן. כמו כן, לחברה מדיניות של שמירה על יתרות מזומנים בהיקף של כ- 50 מיליון דולר.

מדיניות דיבידנד מוצהרת לחלוקה של לפחות 30 מיליון ש"ח בשנה

במהלך השנים 2005-2006 חילקה החברה דיבידנדים בסך מצטבר של כ-85 מיליון ש"ח. המקורות לחלוקת דיבידנדים היו בעיקר תמורה ממימוש אחזקות. יתרת העודפים בספרי החברה ליום 31.3.2007 הינה כ- 486 מיליון ש"ח. החברה מתכוונת לשמר את מדיניות חלוקת הדיבידנדים שלה הגורסת חלוקה של לפחות כ- 30 מיליון ש"ח בשנה. במידה ויהיו לחברה רווחים יוצאי דופן ממימוש אחזקות אזי היא עשויה לחלק דיבידנדים בסכום גבוה יותר.

תיאור האחזקות העיקריות

תנובה – מבטח שמיר מצויה בתהליך לרכישת חלק מגרעין השליטה

פעילותה העסקית של קבוצת תנובה מחולקת לשלושה תחומים: חלב, בשר, וביצים באמצעות חברות בנות שרון בבעלותה המלאה⁶. עוד עוסקת תנובה ביצוא מוצרים מוגמרים לחו"ל. בנוסף החלה להשקיע ברומניה ובשנת 2008 עתידה להסתיים בניית אופרציה מקומית לייצור ולשיווק מוצרים בתחום פעולתה.

תנובה היא קבוצת המזון הגדולה בישראל אם כי מאופיינת ברווחיות נמוכה ביחס למתחרותיה, אשר נובע, להערכת החברה, ממבנה הבעלות. בשנים האחרונות עוברת תנובה תהליכי התייעלות בייצור שהביאו לצמצום עלויות חרושת ועלויות כח אדם כתוצאה מאיחוד בפעילות המחלבות ומרכזי ההפצה. מאידך, אדום-אדום, מפעל מוצרי בשר הבקר של תנובה, סיים את שנת 2006 עם הפסד תפעולי. יש לציין כי בבעלותה של תנובה נכסי נדל"ן בעיקר בתל אביב. מדובר בנכסים עודפים שאינם משמשים את פעילותה העסקית של תנובה. הנכסים העיקריים הינם מתחם השוק הסיטונאי בתל אביב ומתחם המחלבה הישנה בתל אביב שבו זכויות בנייה למגורים ולמשרדים על שטח בניה כולל של כ- 85,000 מ"ר. נכסים נוספים כוללים את מתחם סינמה סיטי שלייד צומת גלילות שהיננו נכס מניב.

להלן נתונים כספיים פומביים אודות תנובה:

			תנובה, נתונים פומביים מדוחות מאוחדים
			מיליוני ₪
FY 2004	FY 2005	FY 2006	
5,114	5,321	5,725	הכנסות
	4.0%	7.6%	% גידול בהכנסות
1,233	1,276	1,384	רווח גולמי
183	213	253	רווח תפעולי
376	453	511	EBITDA
24.1%	24.0%	24.2%	% רווח הגולמי
3.6%	4.0%	4.4%	% רווח תפעולי
7.4%	8.5%	8.9%	EBITDA %

⁶ חברות עיקריות בקבוצת תנובה הן: סנפרוסט- היצרנית והמשווקת הגדולה ביותר בארץ בתחום הירקות הקפואים. מעדנות- היצרנית והמשווקת המובילה בישראל בתחום המאפים הקפואים. אדום אדום- מפעל בשר בקר טרי מאמא עוף- חולשת על נתח שוק של 60% משוק מוצרי העוף המוכנים לאכילה. טירת צבי- ייצור מכירה ושיווק מוצרי בשר אוליביה – ייצור ממרחים ומוצרי תיבול. הרדוף- מוצרי מזון אורגניים, העמק טכנולוגיות מתקדמות- עיבוד מי גבינה קבוצת א.ת.- מוצרי הודו ופטם

ורפון – האחזקה מהווה כ- 50% מהשווי התיק המתואם. אחזקה זו היא גם המקור למרבית הכנסותיה התזרימיות (71%) של מבטח שמיר בשלוש השנים האחרונות וזאת כתוצאה ממימוש הדרגתי של אחזקותיה בעבר בליפמן אשר נרכשה ע"י ורפון בתמורה לסך 785 מיליון דולר בשנת 2006 בעסקה להחלפת מניות. החברה מימשה מניות ורפון (ליפמן) בסך 148 מיליון ש"ח, 159 מיליון ש"ח, ו- 81 מיליון ש"ח בשנים 2005, 2006, ו- 2004 בהתאמה.

ורפון עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק מכשירי קצה לתעשיית סליקת כרטיסי אשראי. ורפון פועלת ב-109 מדינות ברחבי העולם. לקוחותיה הם מוסדות פיננסיים, מפעילי תחנות דלק, חברות קמעונאות גדולות, בתי הארחה, מוסדות בריאותיים ועוד. מניות ורפון נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב ובניו יורק (NYSE) לפי שווי שוק של כ- 12,303 מיליוני ש"ח. החברה מתכננת לממש את כל אחזקותיה בורפון.

להלן טבלה המרכזת את תוצאות הפעילות העסקית של ורפון בשנתיים האחרונות:

אלפי \$	FY 2006	FY 2005		FY 2006	FY 2005
הכנסות	581,070	485,367			
רווח גולמי	261,545	196,825	% רווח גולמי	45.01%	40.55%
רווח תפעולי	108,309	68,188	% רווח תפעולי	18.64%	14.05%
EBITDA	124,714	86,213	EBITDA %	21.46%	17.76%
רווח נקי	59,511	33,239	% רווח נקי	10.24%	6.85%
סך הנכסים	452,945	327,352			
חוב פיננסי, נטו	106,325	100,972			
הון עצמי	98,741	26,538	הון עצמי/מאזן	21.80%	8.11%

גילת – האחזקה מהווה כ- 11% משווי התיק המותאם. נוסדה בשנת 1987 ועוסקת בפיתוח וייצור של תחנות לוויין זעירות לרשתות תקשורת, המספקות תקשורת לוויינים בין אתר מרכזי למספר רב של משתמשי קצה המפוזרים במקומות מרוחקים. גילת עברה תוכנית רה-ארגון במסגרתה עברה מהפסד לרווח נקי, במהלך שנת 2006, מניות גילת נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב ובנאסדאק. שוי שוק מוערך כ-1,672 מיליון ש"ח. מבטח שמיר פועלת להגדיל את שיעורי אחזקתה בגילת או לממש את אחזקה זו.

להלן טבלה המרכזת את תוצאות הפעילות העסקית של גילת בשנתיים האחרונות:

אלפי \$	FY 2006	FY 2005		FY 2006	FY 2005
הכנסות	248,710	209,395			
רווח גולמי	90,365	76,176	% רווח גולמי	36.33%	36.38%
רווח תפעולי	13,448	1,388	% רווח תפעולי	5.41%	0.66%
EBITDA	34,176	20,504	EBITDA %	13.74%	9.79%
רווח נקי	10,487	(3,716)	% רווח נקי	4.22%	-1.77%
סך הנכסים	440,214	372,977			
חוב פיננסי, נטו	(128,593)	(29,353)			
הון עצמי	212,059	85,498	הון עצמי/מאזן	48.17%	22.92%

תפרון – האחזקה מהווה כ- 8% משווי התיק המותאם. תפרון נוסדה בשנת 1977 והיא פועלת בתחום הטכסטיל, בפיתוח ייצור ושיווק של מוצרי הלבשה וספורט המיועדים ברובם לייצוא. לקוחותיה העיקריים של החברה הם חברות בעלות מותגי אופנה מובילים כגון ויקטוריה סיקרטס, נייק, גאפ, בננה ריפבליק, וקלווין קליין. שווי שוק מוערך 686 מיליון ש"ח. באחרונה פרסמה תפרון אזהרת רווח לתוצאות הרבעון השני והשלישי עקב הייסוף בשקל בראשית 2007, ועקב ירידת במחירי המכירה. תפרון צופה ירידה של כ-20% בהכנסות הרבעון השני, והשלישי ביחס לתקופות מקבילות אשתקד עקב ירידה בביקושים. ההודעה הובילה לירידה חדה במחיר המניה בבורסה בת"א.

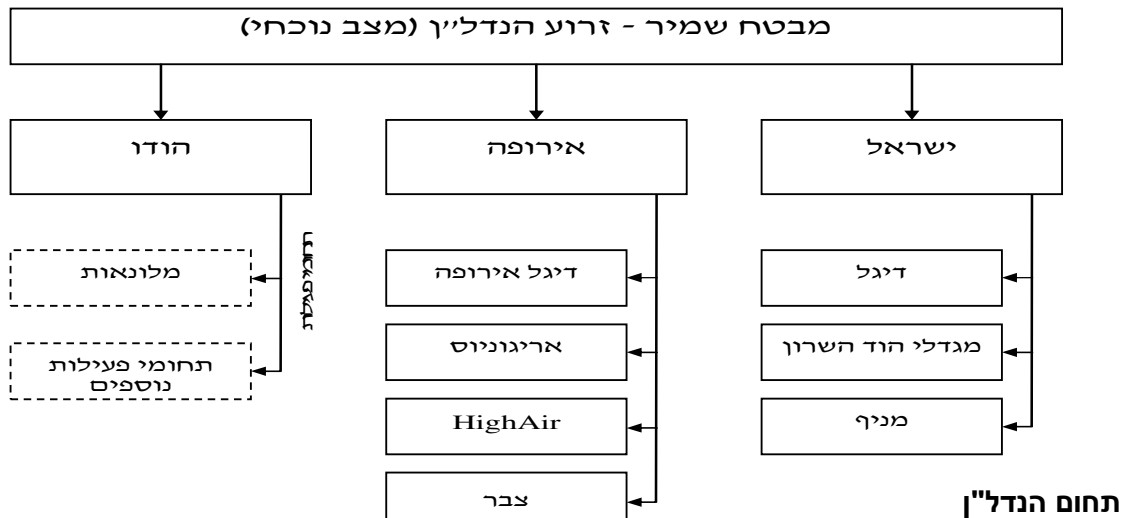
להלן טבלה המרכזת את תוצאות הפעילות העסקית של תפרון בשנתיים האחרונות:

אלפי \$	FY 2006	FY 2005		FY 2006	FY 2005
הכנסות	188,104	171,336			
רווח גולמי	42,960	29,715	% רווח גולמי	22.84%	17.34%
רווח תפעולי	25,883	16,136	% רווח תפעולי	13.76%	9.42%
EBITDA	34,602	25,822	EBITDA %	18.40%	15.07%
רווח נקי	18,380	3,293	% רווח נקי	9.77%	1.92%
סך הנכסים	164,656	186,514			
חוב פיננסי, נטו	6,240	48,969			
הון עצמי	54,685	82,230	הון עצמי/מאזן	33.21%	44.09%

סולבר – האחזקה מהווה כ- 5% משווי התיק המותאם. נוסדה בשנת 1987 ועוסקת בייצור, שיווק ופיתוח מוצרי חלבון סויה: חלבוני סויה ואיזופלבונים ליצוא, ושמינים וכוספאות לשוק המקומי. שווי שוק מוערך 260 מיליון ש"ח. להלן טבלה המרכזת את תוצאות הפעילות העסקית של סולבר בשנתיים האחרונות:

אלפי \$	FY 2006	FY 2005		FY 2006	FY 2005
הכנסות	507,309	512,860			
רווח גולמי	55,420	45,895	% רווח גולמי	10.92%	8.95%
רווח תפעולי	(1,749)	(14,501)	% רווח תפעולי	-0.34%	-2.83%
EBITDA	23,940	11,366	EBITDA %	4.72%	2.22%
רווח נקי	(36,299)	(43,786)	% רווח נקי	-7.16%	-8.54%
סך הנכסים	469,272	541,417			
חוב פיננסי, נטו	317,073	346,355			
הון עצמי	42,441	76,613	הון עצמי/מאזן	9.04%	14.15%

מיקרו היט – האחזקה מהווה כ- 4% משווי התיק המותאם. העוסקת בפיתוח טכנולוגיה ומוצרים לחימום מים בצידוד למכוניות, המשמשים לניקוי, הפשרת קרח מעל חלונות, פנסים, מראות ומערכות אחרות ברכב הרגישות לקור. מוצרי מיקרו היט משווקים ליצרניות רכב מהמובילות בעולם (BMW, Toyota, General Motors, Ford ואחרות). ומיועדים לשיווק גם לשוק הקמעונאי (ה-After Market). חברה פרטית שרשומה בספרים בשווי 31 מיליון ש"ח.



בישראל

מגדלי הוד השרון - מהווה כ-5.5% מהשווי המתואם של תיק האחזקות. בבעלותה שלושה מבני משרדים המושכרים לאמדוקס, ומשועבדים לבנק, לאחרונה הוחל בבניית שני מבניינים נוספים בשטח של 20,000 מ"ר. **דיגל** - מהווה 3.3% מהשווי המתואם של תיק האחזקות. עוסקת בייזום ופיתוח פרויקטים בתחום הנדל"ן, כאשר את הבניה מבצעים קבלנים חיצוניים. בבעלותה שלושה נכסי מקרקעין: שני נכסים הכוללים שטחים מסחריים, ומתחם בירושלים המיועד לבניית פרויקט מגורים, ופרויקט תיירות. **מניף** - עיקר פעילותה בהשלמת הון לפרויקטים בתחום הבניה למגורים. הפרויקטים אותם מממנת פזורים בכל הארץ ואורכים במוצע שלוש שנים.

בגרמניה ובולגריה

פעילות השקעה פיננסית, עם שותפים, ותוך מינוף בהלוואות NR מבנקים מקומיים בשיעורי מימון של מעל 80% כנגד שיעבוד הנכס. פעילות זו החלה בשנת 2006. הפעילות כוללת שלושה נכסים: מרכז לוגיסטי בבון שבגרמניה בשטח של 90 אלף מ"ר המושכר לרשת קמעונאות ובניין משרדים בשטח של 5,000 מ"ר המושכר ברובו לשוכר אחד. הנכס השלישי מיזם להשבת נכסים ישנים במרכז העיר סופיה בבולגריה. יתרת ההשקעה בספרי החברה בפרויקטים באירופה ליום 31.3.2007 הינה כ-36 מיליון ש"ח.

בהודו

לפי הסכם שנחתם באפריל 2007, החברה השקיעה בחברת InBM אשר החלה בייזום והקמת בתי מלון למגזר העסקי. עד כה השקיעה החברה ב-InBM סך של כ-8 מיליון דולר, ובשנת 2007 צפויה השקעה בסך כ-17 מיליון דולר נוספים. שותפי החברה בפרויקט זה הם RP Capital Group⁷, מבטחים מנורה, ושותפים מקומיים. ככלל נמסר מהחברה כי שותפיה לפרויקטים הם בעלי היכרות וניסיון הן בתחומי הפעילות והן עם השוק המקומי. החברה מתכננת שני מיזמים נוספים שאושרו בדירקטוריון אך טרם נחתמו הסכמים בגינם: יזמות נדל"ן במאדרס - מבטח שמיר מתכננת להיות שותפה בפרויקט להקמת עיר מגורים מערבית בשטח של 1200 דונם ליד העיר מאדרס. חלקה של החברה בהון העצמי יהיה כ-11 מיליון דולר. שותפות בניהול מגדלי תקשורת (Tower Vision) - שמתכננת להקים ולנהל 2,000 אתרים (ההערכות בתחום הם כי דרושים כ-250,000 אתרים לרישות הודו כולה). חלקה של מבטח שמיר בהון העצמי צפוי להיות כ-15 מיליון דולר. שותפיה לפרויקט כוללים את ForeGroup⁸ ושותפים מקומיים.

⁷ מהחברה נמסר כי קרן הנדל"ן RP Capital Group, נמצאת בבעלות משותפת עם רפי ברבר ואחרים שהועסקו בעבר במריל לינץ'

⁸ מהחברה נמסר כי מדובר בחברה ישראלית אשר פועלת בהודו ובעלותה כ-500 אתרים פעילים והסכמים עם חברות סלולאר מקומיות

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מסתמך על השלמת עסקת תנובה. מידרוג מעריכה את מיצובה העסקי ואיתנותה הפיננסית של תנובה כגבוהים מאוד; האחזקה בתנובה צפויה להוות חלק מהותי מתיק האחזקות של החברה; החברה בהובלת מר מאיר שמיר האחראי לפיתוח העסקי ולניהול, הוכיחה רקורד הצלחות בהשקעותיה, יכולות השבחה גבוהות ויכולות מימוש מוצלחות; האחזקות העיקריות מאופיינות ביתרונות תחרותיים בולטים ומובילות בתחומן; אסטרטגיית ההשקעות לשנים הקרובות מבוססת על פיזור ענפי וגיאוגרפי תוך יצירת עוגנים מניבי הכנסות. יחד עם זאת, החברה מצויה בתהליך של שינוי תיק האחזקות ועדיין קיימת אי וודאות מסוימת לגבי מבנה התיק העתידי; לחברה השפעה ניהולית מהותית על האחזקות, אף כי היא מחזיקה בחלק מיעוט ברובן; גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מהשקעות סחירות ושיעורי אחזקה נמוכים; ההשקעה הצפויה בתנובה, תוך מימוש וריפון צפויות להגדיל את רמת הריכוזיות של תיק ההשקעות; תיק האחזקות מאופיין בפיזור בין ענפים ואזורים גאוגרפיים אך יחד עם זאת נעדר אחזקה ב- "פרות מזומנים" יצרניות דיבידנד. תנובה מהווה פוטנציאל טוב למקורות דיבידנד בטווח הבינוני והרחוק; מספר גדול של אחזקות בעלות תרומה נמוכה לפורטפוליו יוצר עומס ניהולי; תלות באיש מפתח מאיר שמיר אשר משמש מנכ"ל החברה, יו"ר הדירקטוריון ומחזיק בכ-40% מהון המניות; חלק ניכר מהשקעות החברה הן בחברות ציבוריות ועל כן שוויין מושפע ממגמות בשוקי ההון; בהתחשב ברמת הנזילות הגבוהה המאפיינת את החברה לאורך זמן, וכן במדיניות החברה לשמירה על יתרות מזומנים משמעותיות, האיתנות הפיננסית של החברה הינה טובה, כפי שהיא נמדדת ביחס שווי הנכסים לחוב, המנוכה מיתרת המזומנים הפרמנטית.

חוזקות

הדירוג מסתמך על השלמת עסקת תנובה. מידרוג מעריכה את מיצובה העסקי ויכולתה הפיננסית של תנובה כגבוהים מאוד

הנפקת החוב נשוא דוח זה נועדה לממן את הזרמת ההון העצמי לרכישת אחזקה משורשרת בתנובה שתעמוד לפי הערכות החברה על שיעור של 22.5%. השלמת העסקה צפויה ברבעון השלישי של 2007. תנובה הינה תאגיד המזון הגדול בישראל, ובעלת מעמד חזק מאוד בענף המזון, הנובע מנחתי שוק מובילים בקטגוריות המרכזיות של פעילותה: החלב והגבינות. מיצובה העסקי הגבוה מתבטא בסל מוצרים רחב, מותגים חזקים מאוד ורמת איכות גבוהה של המוצרים. תנובה הציגה בשנים האחרונות צמיחה בפעילותה שהובלה הן על ידי פעילות של רכישות ומיזוגים של מותגים בתחום המזון והן על ידי הצמיחה הכלכלית והעלייה ברמת החיים. בבעלותה של תנובה נכסי נדל"ן עודפים בשווי משמעותי.

אחזקות מובילות בתחומן, מרביתן פונות לשוקי הייצוא, ופיתוח זרוע הנדל"ן בחו"ל. תיק האחזקות הקיים מאופיין בפיזור בין ענפים ואזורים גיאוגרפיים

החברות העיקריות בתיק האחזקות הן חברות מוטות ייצוא בפיזור גלובלי: וריפון פעילה בכ-109 מדינות ומהווה 48% מנתח השוק בתחומה. גילת פעילה בכ-89 מדינות, תפרון מייצרת בתהליך מוגן פטנט ומייצאת כ-80% מתוצרתה, סולבר מייצאת לחו"ל את מרבית תוצרתה בתחום החלבונים למזון, ומיקרוהיט ממוקמת בארה"ב ושם גם נמכרת תוצרתה. פיתוח זרוע הנדל"ן בחו"ל תורם לפיזור הגאוגרפי בו מאופיין התיק. תפרון מאופיינת בייחודיות טכנולוגית: ייצור פריטי לבוש ללא תפרים בטכנולוגיה מוגנת פטנט, וריפון וגילת הן מובילות שוק; גילת היא החברה המובילה בתחום תחנות לווין זעירות. ההשקעה הצפויה הבאה הינה תנובה - חברת המזון המובילה בארץ.

רקורד הצלחות מוכח למודל העסקי – מימושים שנעשו הציגו תשואות גבוהות על השקעות

בעבר החזיקה החברה בסוכנות ביטוח ובמזומנים שהניבה פעילות זו השתמשה החברה להשקעות שעשתה החברה במהלך השנים. החלטתה לממש את עסקי הביטוח נבעה מהערכה, שהתבררה בדיעבד כנכונה, כי המרווחים בענף זה

צפויים להצטמצם. במהלך 2006 מימשה החברה שתי אחזקות בתחום הפנסיה: ש.ב.ח. ניהול קופת פנסיה בע"מ, המנהלת את עתודות קרן פנסיה לשכירים בע"מ ועתודות קרן פנסיה (1996) בע"מ. המימושים הניבו תשואה שנתית של כ- 30% כמפורט בלוח להלן. אחזקתה של החברה בליפמן היא ללא ספק המוצלחת ביותר בקנה המידה של מבטח שמיר. החברה מימשה בהדרגה חלק מאחזקותיה בליפמן אשר נמכרה לוריפון בעסקה להחלפת מניות במסגרתה קיבלה מבטח שמיר מזומן בסך של כ-30 מיליון דולר, בנוסף למניות וריפון ששווי השוק שלהן עלה לאחר העסקה. סך ההכנסות התזרימיות מליפמן מסתכמות לכ- 545 מיליון ₪. ולסיכום, החברה מציגה שיפור בתוצאות הפעילות העסקית בכל אחת מהחברות בתיק האחזקות.

מבטח שמיר: מימושי אחזקות ושיעור תשואה שנתית, כל הסכומים באלפי ₪

שם החברה	תחום פעילות	השקעה כוללת	סה"כ שהתקבלו דיבידנדים	תמורה כוללת	תשואה שנתית
ליפמן	מערכות סליקה	39,478	36,970	545,030	37%
שבח	קרנות פנסיה	2,122	690	64,252	33%
עתודות	קרנות פנסיה	1,138		8,492	33%
אלוני חץ	נדל"ן	25,710	24,654	64,654	28%
טלדור מחשבים	מחשוב	1,669		14,040	48%
עסקי הביטוח	ביטוח			29,326	

גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מהשקעות סחירות ושיעורי אחזקה נמוכים

תיק האחזקות מורכב בחלקו הגדול מחברות ציבוריות, המתאפיינות ברמת סחירות גבוהה וגמישות פיננסית. יש לציין עם זאת כי מימוש וריפון והשקעה בתנובה – שני אלו בלבד יובילו לירידה משמעותית במידת הסחירות של התיק והגמישות הפיננסית.

השקעה בחברות ליבה באמצעות שותפות בגרעיני שליטה. בתחום הנדל"ן שותפות עם גורמים בעלי וניסיון

בתנובה תהיה החברה שותפה של קרן ההשקעות APAX אשר בצוות הקמעונאות שלה נצבר ניסיון ברכישת חברות קמעונאיות וחברות צריכה. אייפקס פועלת בישראל החל משנת 1994 ועד היום השקיעה למעלה מ-400 מיליון דולר ביותר מ-40 חברות. בתחום הנדל"ן משקיעה החברה באופן פיננסי ותוך הסתייעות בבעלת המניות אשטרום בבחינת הזדמנויות ההשקעה. באירופה ובהודו שותפה החברה למיזמים עם גורמים פעילים ומנוסים.

מדיניות השקעות המשלבת יעדים אסטרטגיים לצד ניצול הזדמנויות עסקיות

במסגרת פעילותה של החברה בחנה מבטח שמיר בשנה האחרונה שורה של עסקאות רכישה לרבות אחזקות משפ' דנקנר בבנק הפועלים, חברת האחזקות גרנית הכרמל, מלח תעשיות לישראל ובתי זיקוק בחיפה.

ערב עסקת תנובה לחברה עודף מזומנים. גיוס האג"ח וההשקעה בתנובה יגדילו את רמת החוב ואת יחסי המינוף.

עם זאת, בהתחשב במדיניות החברה לשמירה על יתרות מזומנים, יחס כיסוי הנכסים הנו טוב לרמת הדירוג

ערב הגיוס המתוכנן מסתכמת יתרת החוב הפיננסי של החברה (סולו מורחב) בסך של כ-182 מיליון ש"ח, ובניכוי מזומנים ושווי מזומנים ישנו עודף מזומן בהיקף של כ- 38 מיליון ש"ח. גיוס אג"ח בסך של כ-100 מיליון דולר (השווים לכ-430 מיליון ש"ח לפי שע"ח נוחות של 4.3). צפוי לממן השקעה ב-SPC בהיקף של כ-73 מיליון דולר (כ-315 מיליון ש"ח) והיתרה תתווסף בשלב ראשון לתיק הנזיל. יתר הדברים קבועים, יחס שווי תיק האחזקות המותאם בצירוף התיק הנזיל לחוב הפיננסי הינו כ-3.1. יש להדגיש כי בחישוב יחס זה הובאה בחשבון מדיניות החברה לשמירה על יתרות מזומנים של כ-50 מיליון דולר (כ-215 מיליון ש"ח). לאור זאת נוכח מהחוב הפיננסי ומיתרת המזומנים סכום זה לקבלת היחס האמור.

31.3.2007 פרופורמה	יתרת מזומנים פרמנטטית	בניכוי	גיוס חוב והשקעה ב-SPC	31.3.2007	
1,120			315	805	שווי תיק מותאם
120	(215)		115	220	מזומנים
1,240	(215)		430	1,025	סך שווי נכסים
397	(215)		430	182	חוב פיננסי
3.1				5.6	נכסים / חוב מותאם

* גיוס בסך 100 מיליון דולר, לפי שער חליפין נוחות של 4.3 ש"ח ל-1 דולר.
 ** השפעת עסקת תנובה נלקחה בהנחת אחזקה של 28% ב-SPC שתחזיק 80% בתנובה. לצורך חישוב הפרופורמה נלקחה ההשקעה בהון העצמי ב-SPC. לא נלקח בחשבון חוב NR ב-SPC בסך של כ-149 מיליון דולר.
 *** לא נלקח בחשבון התממשות הצעת רכש למניות גילת.

גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

תיק אחזקות המצוי בתהליכי שינוי, תוך קפיצת מדרגה בהיקפי ההשקעות והחברות המוחזקות, וקיימת אי וודאות לגבי מבנהו העתידי

פיתוח זרוע הנדליין, עסקת תנובה ועסקת גילת מצויים כולם בהתהוות. מתווה ההשקעה באחזקות אלו והשפעתו על מבנה התיק יוצרים אי וודאות מסוימת. זאת ועוד, היקפי ההשקעות הכרוכים בעסקאות אלו מצד החברה הינם גבוהים יחסית להשקעות שאפיינו אותה בעבר. כך היא עסקת תנובה עם כ-73 מיליון דולר וכך גם הנדליין בחו"ל עם יעד השקעה של כ-50 מיליון דולר.

תיק האחזקות נעדר אחזקה ב"פרות מזומנים" יצרניות דיבידנד

מאחר ומדיניות החברה היא להשקיע בחברות על מנת להשביחן, הרי שאין מדובר על פי רוב בחברות אשר משלמות לה דיבידנדים או דמי ניהול על בסיס קבוע. כמו כן לחברות העיקריות אין מדיניות דיבידנד קבועה כך שתזרים המזומנים משתנה. מאפיין זה יוצר אי וודאות לגבי יכולת התיק לייצר תזרימי מזומנים משמעותיים ופרמנטטיים - גורם מפתח בדירוג של חברות אחזקה. יחד עם זאת תנובה מהווה פוטנציאל להזרמת מזומנים בטווח הבינוני והרחוק. גם פיתוח זרוע הנדליין שחלקו מניב עשוי לתת תזרים קבוע ומספק.

תיק אחזקות ריכוזי - אחזקה במניות וריפון מהוה מחצית משווי. מימוש וריפון לצד רכישת תנובה והשקעות נוספות בנדליין ובתעשייה צפויות להגדיל הפיזור

בחינת התפלגות תיק האחזקות מצביעה על כך שכ- 52% משווי תיק האחזקות המותאם נובע מאחזקת החברה במניות וריפון, המיועדת למימוש בקרוב. נציין כי עליית ערך מניית וריפון ומימוש חלק מהאחזקות תרם את מרבית המקורות התזרימיים בשנים האחרונות. להערכת מידרוג, מימוש וריפון לצד השלמת עסקת תנובה עשויות להפחית את רמת הריכוזיות.

מבטח שמיר: התפלגות שווי התיק לפי אחזקות עיקריות

שווי כלכלי		עלות בספרים		
31.12.2006	05.07.07	31.12.2006	31.3.2007	
58%	51%	42%	44%	וריון
13%	10%	12%	15%	גילת
3%	8%	5%	5%	תפרון (נורפת)
6%	5%	5%	5%	סולבר
4%	4%	5%	5%	מיקרו היט
9%	11%	11%	15%	נדל"ן בישראל
5%	8%	6%	6%	נדל"ן בחו"ל
98%	97%	86%	95%	סה"כ
80%	71%	65%	73%	שיעור אחזקות סחירות

מספר גדול של אחזקות בעלות תרומה נמוכה לפורטפוליו יוצר עומס ניהולי

פיזור תשומת הלב הניהולית בין שתי אחזקות ליבה, בנוסף לפורטפוליו האחזקות הקיים הכולל מגוון גדול של חברות בהן שיעורי האחזקה נמוכים וסך ההשקעה עד 30 מיליון ש"ח, עשוי להקשות על יכולתה של מבטח שמיר להביא להשבחה והתייעלות המקוות, בהשקעות העוגן. מעורבות גבוהה בפעילות חברות מוחזקות עיקריות כגון תנובה וגילת במטרה להביא להשבחה עשויה לדרוש את מרבית זמנו של מר מאיר שמיר, ולהאט את קצב ההשקעות בחברות חדשות כדי לתמוך באסטרטגיית החברה לשנים הבאות. יש לציין כי החברה מצויה בתהליך מימוש אחזקות קטנות שאינן בליבת העסקים שלה.

תלות באיש מפתח בפרט בפיתוח עסקי וזיהוי הזדמנויות

מאיר שמיר הינו דמות מרכזית מאוד בייזום ובפיתוח העסקי של מבטח שמיר. ההנהלה הפועלת לצידו הינה צרה יחסית, וכוללת שבעה עובדים, מהם שני אנשי מפתח וותיקים בחברה: גבי לימור אבידור ומר עדי אינגביר. להערכת מידרוג, מר שמיר מעורב בכל שרשרת הערך, החל בייזום, המשך בניהול וכלה במימוש. להערכת מידרוג, החברה תתקשה להוציא לפועל את תוכניותיה בלעדיו.

אחזקות מיעוט בחברות הליבה הקיימות, לרבות בעסקת תנובה הצפויה

אסטרטגיית ההשקעות של החברה גורסת הצטרפות לגרעיני שליטה, והמשמעות היא אחזקות מיעוט. במצב כזה יש לחברה תלות בשותפים גדולים ממנה בשיעורי האחזקות. מעורבותה הניהולית של מבטח שמיר בחברות המוחזקות מועילה לכל בעלי המניות, אך אינה מונעת ממנה סיכונים כדוגמת כתיבת אופציות PUT ו-CALL בעסקת תנובה. יחד עם זאת, כחלק מהאסטרטגייה שלה, החברה פועלת להפוך החזקות בחברות אשר היא רואה בהן יכולת להפוך להשקעות עוגן, להחזקות שאינן מיעוט אלא רוב. להערכת החברה, גם בעסקת תנובה וגם בעסקת גילת קיימים אינטרסים משותפים אשר שמים את מבטח שמיר בחזית יכולת הניהול של החברה.

חלק ניכר מהשקעות החברה הן בחברות ציבוריות ועל כן שוויין מושפע ממגמות בשוקי ההון

ההשקעות הגדולות ביותר בתיק האחזקות סחירות הן מניות דואליות אשר מאפשרות מימוש מהיר אולם תמורות שישפיעו על כלל המניות בשווקים עשויות להקטין את השווי מותאם של האחזקות באופן דרסטי.

עסקת תנובה מבוזעת במינוף גבוה של חוב בכיר, וכך גם עסקת גילת ככל שתצא אל הפועל

מבנה עסקת תנובה הידוע כיום מבוסס על מינוף בשיעור של 67% מעלות ההשקעה באמצעות חוב NR. מניות תנובה ותזרימי המזומנים בגינן ישועבדו למלווים על מנת להבטיח את שירות החוב. חוב זה הוא בכיר ובעל קדימות לדיבנדנדים שיוכלו מבטח שמיר ואייפקס למשוך מה- SPC. הצעת רכש גילת מבוססת אף היא על מינוף של 80% מעלות העסקה הצפויה באמצעות חוב NR אשר קודם לחובות החברה.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הוכחת יכולת יצירת תזרימי מזומנים פרמננטיים משמעותיים מהשקעות הליבה
- השבחה משמעותית של אחזקות ליבה שתוביל לעלייה משמעותית בערך הנכסים ולשיפור ביחסי המינוף

גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג:

- אם עסקת תנובה לא תצא לפועל או אם יחול שינוי מהותי במתווה העסקה
- ירידה בעלת אופי פרמננטי ביחס שבין השווי המותאם של תיק הנכסים בצירוף מזומנים ושווי מזומנים לבין החוב הפיננסי מתחת לרמה של 2.7. לצורך חישוב היחס תנוכה מיתרת המזומנים ומיתרת החוב הפיננסי יתרת המזומנים בסך של כ-50 מיליון דולר אותה שומרת החברה כחלק ממדיניותה. יובהר כי לצורך ניכוי יתרת המזומנים כאמור לעיל, תתחשב מידרוג גם ביתרות מזומנים של עד 25 מיליון דולר שישועבדו לבנקים, ככל שיהיו כאלה, כחלק מפעילותה העסקית השוטפת של החברה
- הרעה ניכרת בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של אחזקות הליבה של החברה
- השקעות חדשות שיש בהן להגדיל במידה ניכרת את רמת הסיכון העסקי ו/או הפיננסי של הפורטפוליו ואינן עומדות בקנה אחד עם האסטרטגיה הכוללת של החברה כפי שהוצגה למידרוג
- הידרדרות באיתנות הפיננסית של אחזקות הליבה
- פגיעה ברמת הנזילות של נכסי החברה

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה 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.

דוח מספר : CHMS010707430M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן : "מידרוג") 2007.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו : www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמניקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.