



מבטח שמיר אחזקות בע"מ

דוח מיידִי | נובמבר 2011

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיון, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

מבטח שמיר אחזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מאז דוח המעקב האחרון ועד כה הוסיפה מידרוג לעקוב אחר דירוגה של מבטח שמיר אחזקות בע"מ ("מבטח שמיר" או "החברה"), חרף העובדה כי היא אינה מפרסמת דוחות כספיים מאז חודש מאי 2010, וזאת בין השאר על בסיס נתונים פיננסיים פנימיים מהחברה, שהינם בעלי מהימנות גבוהה למיטב הערכתנו. להערכת מידרוג, מצבה הפיננסי של מבטח שמיר שופר מאז דוח המעקב הקודם. מהלכי ההתייעלות אשר בוצעו בתנובה בשנים 2009-2010, תרמו להערכתנו לעלייה בשווי תיק האחזקות של החברה. עם זאת אנו מעריכים כי הפגיעה במוניטין של תנובה במהלך המחצית השנייה של שנת 2011 עלולה לקזז חלק ממגמות השיפור בשנים האחרונות. במהלך חודש ינואר השנה קיבלה מבטח שמיר דיבידנד בסך של כ- 500 מיליון ₪ (חלק החברה) מהתאגיד המשותף (SPV) המחזיק בתנובה. הדיבידנד מומן בחלקו בגידול החוב הפיננסי של ה-SPV.

לצד זאת, אנו מעריכים כי קיימת אי-וודאות גבוהה לגבי מבנה תיק האחזקות העתידי של החברה - תיק אשר נשען כיום ברובו על האחזקה בתנובה. בחודש אוגוסט 2011 דיווחה החברה כי המשא ומתן למכירת חלקה בתנובה לידי משקיע חיצוני נכשל. להערכת מידרוג, החברה עשויה להפנות את יתרות המזומנים הגבוהות שבקופתה להשקעות נוספות, לרבות הגדלת האחזקה בתנובה. אי-וודאות קיימת גם לגבי מבנה המימון של עסקאות עתידיות אם וככל שתבוצענה.

ביום 30.10.2011 פרסמה מבטח שמיר דיווח בדבר אבני דרך להחזרת ניירות הערך של החברה למסחר. עפ"י הדיווח, החברה תפעל לפרסום מחדש של דוחותיה הכספיים בהתייחס לתקופה החל מהשקעתה בתאגיד תנובה ועד לדוחות רבעון שלישי 2011, כך שייכללו מדידה בשווי הוגן של השקעת החברה בתאגיד תנובה בצירוף הערכת שווי בקשר עם שוויה ההוגן של ההשקעה, וזאת לא יאוחר מיום 31.1.2012.

מידרוג תבחן את דירוג החברה, עם פרסום מחדש של דוחותיה הכספיים עפ"י הלו"ז שצוין לעיל ובהתאם להתפתחויות הנוגעות לאסטרטגיית ההשקעות של החברה ומדיניות המינוף הצפויה בעקבות זאת. דירוג אגרות החוב של מבטח שמיר עשוי להשתפר ככל שנעריך כי תיק האחזקות של החברה יתבסס על נכסים איכותיים ותזרימיים וככל שרמת המינוף של החברה ביחס לשווי התיק תיוותר סבירה ביחס למאפייניו. שמירה על רמת נזילות גבוהה ביחס לשירות החוב מהווה גם היא נדבך בשיקולים לדירוג.

סדרות האג"ח הכלולות בדו"ח מיידי זה:

מס' ני"ע	סדרה	הצמדה	נקובה ריבית	יתרת ערך נקוב	שנות פירעון קרן	בתוחות	סחירות
1270065	ג'	מדד	5.6%	131,942	2009-2014	אין	סחירה
1270057	ב'	מדד	3.6%	5,537	2008-2012	ראה (1)	סחירה
לא סחיר	הלוואה מכלל ביטוח (2)	מדד	4.44%	60,000	2011-2014	אין	אינה סחירה

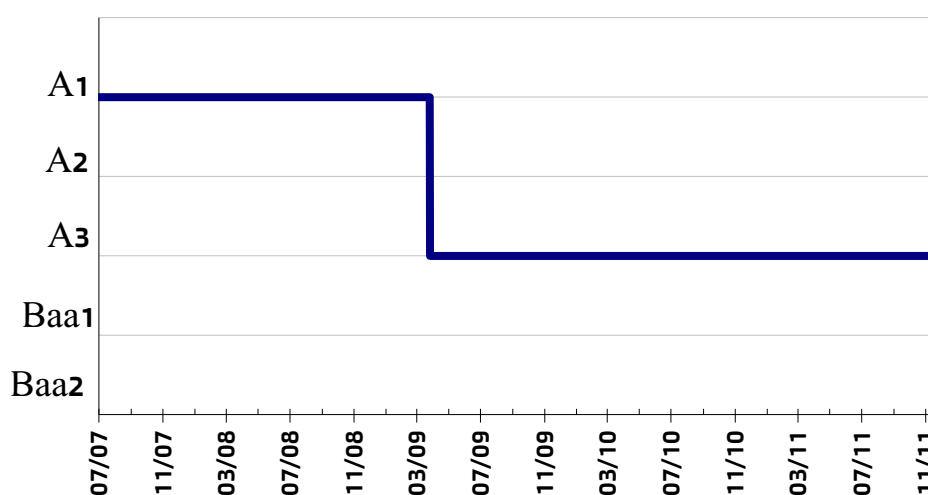
(1) התחייבות החברה לפרוע את אג"ח (סדרה ב') מובטחת בפיקדון בנקאי על סך של כ- 9.3 מיליון ₪, נכון ליום ה- 30 בספטמבר 2011.

(2) כחלק מהסדר ההלוואה מכלל חברה לביטוח וגופים בשליטתה הקנתה מבטח שמיר למלווים זכות כספית, הניתנת למימוש עד ליום 31.3.2013, לקבל תשלום נוסף, המבוסס על הגידול בשווי תנובה, במידה ויהיה, לפי מנגנון שנקבע.

אודות החברה

מבטח שמיר אחזקות בע"מ ("החברה", או "מבטח שמיר") הינה חברה ציבורית, אשר אחזקתה העיקרית הינה בכ- 20.665% בקבוצת תנובה מרכז שיתופי לשיווק ותוצרת חקלאית בישראל ובתעשיות מזון תנובה אגודה שיתופית חקלאית בישראל בע"מ (יחידו: "תנובה"), בעקיפין, באמצעות תאגיד רוכש, שרכש 76.733% מכלל יחידות ההשתתפות ו/או זכויות השתתפות אחרות בתנובה. החברה מחזיקה בתאגיד הרוכש בשיעור של 26.933% וביתרת מניות התאגיד הרוכש מחזיקה אייפקס. תנובה הינה תאגיד המזון הגדול בישראל מרכזת את הפעילות התעשייתית והשיווקית במגזר החלב כמו גם במגזרים נוספים. כמו כן, מחזיקה החברה אחזקות מיעוט בתחום ייזום הנדל"ן בעיקר בהודו, נדל"ן מניב באירופה ובישראל וכן במגוון אחזקות בישראל, הפעילות בתחומי תעשייה שעיקר הכנסותיהן מיצוא. בעלי השליטה בחברה הינם מר מאיר שמיר (33.59% בהון המניות ובזכויות ההצבעה) וקב' אשטרום בע"מ (11.62%) מכוח הסכם ביניהם. כמו כן, מחזיקים בחברה ה"ה מר עופר גלזר (11.0%), מר ליאון רקאנטי (8.41%), מנורה מבטחים החזקות (9.11%) וכלל אחזקות (13.28%). יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור. יו"ר הדירקטוריון הוא מר יחזקאל דברת, מנכ"ל החברה הוא מר מאיר שמיר. ביום 10 במאי 2010, הושעה המסחר בכל ניירות הערך של החברה.

היסטוריית דירוג



מונחים פיננסיים עיקריים

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

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים 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.



דו"ח מספר: CHM041111000M

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") 2011.

מסמך זה, לרבות פסקה 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. 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 צריכה 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 שבכונתו 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 עוד קודם 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.