

מבטח שמיר אחזקות בע"מ

דוח מעקב שנתי | יוני 2010

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, אנליסטית בכירה
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מבטח שמיר אחזקות בע"מ

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

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג:

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לסדרות האג"ח ב' וג' שבמחזור ולהלוואה מכלל ביטוח ומשנה את אופק הדירוג מנבנה ליציב. הצבת האופק היציב נגזרת מהסרת אי הודאות באשר למימוש אופציית המכר להגדלת חלקה של החברה בתנובה עקב ביטול מרבית האופציה, שיפור ביתרות המזומנים הזמינות עם ביטול מרבית האופציה לרכישת מניות תנובה (קיטון במזומן משועבד בסך של כ- 150 מליון ₪) וקיטון בהיקף הערבויות הבנקאיות אשר העמידה החברה בהקשר זה (ירידה מסך של 900 מליון ₪ לסך של 148 מליון ₪). הדירוג נתמך בעיקר באחזקה בתנובה, אשר להערכת מידרוג, חלה בה השבחה משמעותית מאז רכישתה. יחד עם זאת, החברה אינה שולטת באחזקה מרכזית זו וטרם הציגה תקבולי דיבידנדים ממנה. תיק האחזקות של החברה נסמך בעיקר על האחזקה בתנובה הבולטת לטובה במיצובה העסקי בהשוואה ליתר האחזקות. בנוסף לחברה אחזקה בחברת גרביניה, אשר בוצעה בה הצפת ערך במהלך רבעון 1 2010.

הדירוג ואופק הדירוג הנוכחי אינם לוקחים בחשבון השלכות של שינוי אפשרי באחזקת החברה בתנובה, הנגזר מהמחלוקת סביב פרסום הדוחות הכספיים של תנובה. שינוי כזה, ככל שיקרה, יוביל לבחינת הדירוג מחדש.

סדרות האג"ח הכלולות במעקב דירוג זה:

מס' ני"ע	סדרה	הצמדה	ריבית נקובה	יתרה בספרים 12/09 באלפי ש"ח	שנות פירעון קרן	בטוחות	סחירות
1270065	סדרה ג'	מדד	5.6%	239,792	2009-2014	אין	סחירה (3)
1270057	סדרה ב'	מדד	3.6%	23,097	2008-2011	ראה (1)	סחירה (3)
לא סחיר	הלוואה מכלל ביטוח (2)	מדד	4.44%	84,895	2011-2014	אין	אינה סחירה

(1) התחייבות החברה לפרוע את אג"ח (סדרה ב') מובטחת בערבות בנקאית צמודה למדד על סך של כ- 26 מיליון ₪, נכון ליום ה- 31 במרץ 2010.

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

(3) ביום 10 במאי 2010 הושעה המסחר בבורסה בכל ניירות הערך של החברה. לאור זאת, ביום 2 ביוני 2010, פרסמה החברה כי על פי בקשת מחזיקי אג"ח (סדרה ב') היא פועלת לדחיית מועד התשלום הקרוב (קרן וריבית) למחזיקי האג"ח (סדרה ב') מיום 30 ביוני 2010 ליום 30 בדצמבר 2010. מידרוג אינה רואה בדחיית תשלום הקרן והריבית, ככל שתהיה, כאירוע המלמד על כשל פירעון או כאירוע הנובע מאי יכולת החברה לעמוד בתשלומי אגרת החוב, וזאת עפ"י מתודולוגיית מידרוג להגדרת כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידיים.¹

¹ דו"ח מתודולוגי הגדרות כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידיים – דוח מיוחד מפברואר 2009

נתונים פיננסיים עיקריים של החברה:

12/08	12/09	03/10	אלפי ש"ח
393,762	347,785	344,849	חוב פיננסי
101,095	124,564	104,421	יתרות נזילות חופשיות
292,667	223,221	240,428	חוב פיננסי נטו
764,395	795,675	806,082	שווי תיק אחזקות *
606,749	613,673	605,318	הון עצמי
49,699	53,272	13,270	הוצאות תפעול ומימון ** *
595	294	71	תקבולים מדיבידנדים ודמי ניהול
2.20	2.65	2.64	יחס כיסוי סולו - שווי תיק אחזקות ומזומן ביחס לחוב פיננסי
1.57	1.66	1.67	יחס כיסוי סולו מורחב *** - שווי תיק אחזקות ומזומן ביחס לחוב פיננסי מורחב

* באוגוסט 2009 ערכה החברה restatement לדוחותיה הכספיים השנתיים לשנת 2008 ונקבע כי ההשקעה בתנובה הנה כ- 421 מיליון ₪ מעתה והלאה (בעבר הוצגה השקעה בתנובה בסך של כ-320 מיליון ₪). לצורך חישוב שווי תיק האחזקות לשנים 2008 ו-2009 מידרוג לקחה בחשבון את עלות ההשקעה בתנובה בסך של 421 מיליון ₪.
 ** הוצאות המימון אינן כוללות הכנסות מימון בסך של כ- 5,806 ו- 4,821 אלפי ₪ לשנת 2009 ולשנת 2008, בהתאמה.
 *** יחס כיסוי "סולו מורחב" לוקח בחשבון גם את חלקה היחסי של החברה בחוב ה-SPV אשר מחזיק 76.7% ממניות תנובה, עפ"י שווי תנובה מעודכן לאחר restatement לדוחות 2008.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

האחזקה בתנובה הינה עוגן בעל מיצוב עסקי ופיננסי חזק, אם כי היעדר השליטה באחזקה מחליש את החברה

תנובה הינה קבוצת המזון הגדולה בישראל, בעלת נתח שוק מוביל ויציב. מידרוג מעריכה את מיצובה העסקי ואיתנותה הפיננסית של תנובה כגבוהים מאוד ורואה באחזקה בתנובה כבעלת פוטנציאל להוות מקור מזומנים יציב עבור החברה. בהקשר זה נציין כי רכישת השליטה בתנובה הובילה להשבחה והתייעלות ביחסים הפיננסיים אותם מציגה תנובה. מתוך הדיווח של מבטח שמיר על חלקה ברווח הנקי של תנובה, נגזר כי תנובה רשמה בשנת 2009 רווח נקי של כ- 435 מיליון ש"ח לעומת כ- 290 מיליון ש"ח בשנת 2008.

האחזקה בתנובה מהווה חלק מהותי מתיק האחזקות של החברה (כ-50%). שווי תיק האחזקות ותזרימי המזומנים הצפויים ממנו, תלויים במידה גבוהה באחזקה בתנובה. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, היעדר שליטה אפקטיבית בתנובה מחלישה את מיצובה העסקי של החברה ואת וודאות תזרימי המזומנים השוטפים.

נוכח המחלוקת סביב פרסום הדוחות הכספיים הציגה החברה מספר תרחישים, ביניהם, הפיכתה של החברה לחברה פרטית, במתווה של הצעת רכש מלאה וכן שתי חלופות לעתיד האחזקה בתנובה: מכירת האחזקה או רכישת השליטה בתנובה. לכל אחת מהחלופות השפעה מהותית על מבנה החברה, לרבות רמת החוב, הנזילות ויחסי הכיסוי. הדירוג ואופק הדירוג הנוכחי, אינם לוקחים בחשבון שינוי באחזקה החברה בתנובה. שינוי כזה ככל שיקרה יגרום לבחינת הדירוג מחדש.

שיפור הנזילות בעקבות הוויתור על אופציית המכר. נזילות החברה נסמכת בעיקר על יתרות המזומנים החופשיות

בשנתיים האחרונות לחברה לא נבעו תזרימי מזומנים משמעותיים מאחזקותיה, כאשר צורכי המימון השוטפים ושירות החוב מומנו מיתרות המזומנים. הוצאות המטה והמימון השוטפות של החברה נאמדו בכ- 33 מיליון ש"ח לשנה (בנטרול הוצאות עמלות ערבות בגין אופציה לקיבוצים, שבוטלה במרביתה, הנאמדו בסך של כ- 12 מיליון ₪ לשנה). פירעון קרן החוב בחברה עומד על כ- 60 מיליון ש"ח לשנה. ליום 31/12/2009 לחברה יתרות מזומנים חופשיות בסך של כ- 125 מיליון ₪. דיבידנד בסכום מהותי שחילקה תנובה בשנת 2009, שימש בעיקר לשירות החוב הבנקאי ולהגדלת היתרות הנזילות - שניהם ב-SPV. עפ"י תחזיות החברה, החל משנת 2011 החוב בחברה ישורת באמצעות דיבידנד שתקבל החברה מאחזקתה ב-SPV.

ביום 31 בדצמבר 2009, על רקע הסכמה בין החברה ובין האגודה השיתופית, ויתרה האחרונה על 81.85% מזכותה למימוש אופציית המכר (put) המחזיקה בכ- 23.66% ממניות תנובה. כתוצאה מאי מימוש האופציה עלתה רמת הנזילות של החברה, כאשר השתחררו כ- 150 מיליון ₪ מזומן משועבד וסכום הערבות הופחת מסך של כ-900 מיליון ₪ ועומד על סך של כ-148 מיליון ₪.

האיתנות הפיננסית סבירה לרמת הדירוג בהתחשב ביחס כיסוי הנכסים לחוב ובתלותו בנכס העיקרי

היקף החוב הפיננסי ברוטו ליום 31/12/2009 הסתכם בכ-347 מיליון ש"ח, מרביתו אג"ח. החוב צומצם במהלך שנת 2009, על רקע פירעון שוטף של אג"ח ואג"ח להמרה, בסך כולל של כ-60 מיליון ₪. החברה הציגה שיפור מסוים ביחסי הכיסוי (שווי תיק אחזקות+מזומן לחוב) במהלך שנת 2009: נוכח הקיטון בחוב הפיננסי, גידול ביתרות הנזילות החופשיות ועלייה מסוימת בשווי השוק של האחזקות הסחירות. יחס שווי האחזקות בתוספת יתרות המזומנים לחוב הפיננסי ברוטו לשנת 2009 נאמד בכ-2.65 לעומת כ-2.20 לשנת 2008 (לאחר restatement). מידרוג בוחנת את יחס הכיסוי גם באיחוד יחסי של חלק החברה בחוב ובהשקעה ב-SPV (ראה יחס כיסוי מורחב). החברה הציגה שיפור אף ביחס הכיסוי המורחב, מיחס של 1.57 בשנת 2008 (לאחר restatement) ליחס של 1.66 לשנת 2009. היחסים האמורים נגזרים משווי השקעה בתנובה בספרי מבטח שמיר, המשקף לתנובה שווי מניות של כ-1.12 מיליארד דולר.

אחזקות בעלות תרומה נמוכה לפרטפוליו בטווח הקרוב

לחברה אחזקות נוספות, אשר המהותית שבהן הינה גרביניה, הפועלת בהודו בתחומי התקשורת, ייזום נדל"ן למלונאות וייזום נדל"ן למגורים. בעוד שפעילות ייזום הנדל"ן מצויה בשלבי פיתוח ראשוניים, הרי שפעילות ניהול מגדלי התקשורת הסולולארית, באמצעות Tower Vision, מציגה צמיחה חיובית ובמהלך פברואר 2010, ביצעה הצפת ערך עם גיוס הון בהיקף משמעותי מקבוצת משקיעים, שבראשם קרן השקעות אמריקאית. בסקטור המלונות, החברה צופה תזרימי מזומנים החל משנת 2012. בנוסף, בדצמבר 2009 התקשרה החברה בהסכמים לרכישת כל זכויות הבנייה והפיתוח בשטח כולל של 860 דונם בעיר צ'נאי, בכפוף לקבלת ההיתרים הנדרשים. בכוננת החברה להקים בשטח נכסי נדל"ן למגורים, משרדים, מלונות ושטחי מסחר בהיקף של 2,250,000 מ"ר. לדברי החברה, תהליכי הבנייה צפויים להתחיל במהלך שנת 2010. בשיקולי הדירוג נלקח בחשבון כי האחזקות בהודו לא יניבו לחברה תזרימי מזומנים משמעותיים בעתיד הקרוב.

במקביל, במהלך שנת 2009 הפחיתה החברה במלואן את ההשקעות בחברות הציבוריות תפרון ודיגל (ביתרה כוללת של כ-3 מיליון ש"ח) בעקבות קשיים עסקיים ופיננסיים של החברות.

אופק הדירוג - יציב

גורמים אשר עשויים להוביל לעלייה בדירוג:

- תזרימי מזומנים יציבים ובהיקפים משמעותיים שינבעו לחברה מתיק האחזקות לאורך זמן
- עלייה בשווי תיק האחזקות בדגש על אחזקת הליבה
- הורדת רמת המינוף ושיפור משמעותי ביחס הכיסוי וביחס הכיסוי המורחב

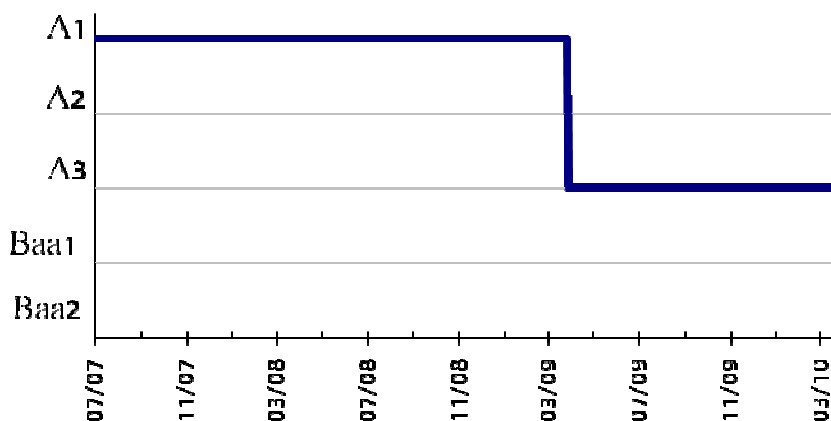
גורמים אשר עשויים להוביל לירידה בדירוג:

- אי שמירה על יתרות נזילות בהיקף משמעותי ביחס לצורכי שירות החוב בשנים הקרובות
- ביצוע השקעות שיש בהן כדי להעלות את רמת הסיכון העסקי והפיננסי של האחזקות

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 תוצרת חקלאית בישראל ובתעשיות מזון תנובה אגודה שיתופית חקלאית בישראל בע"מ (יחדיו: 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 ועוסקת במגוון תחומים כולל פעילות מחלבות ברומניה. כמו כן, מחזיקה החברה אחזקות מיעוט בתחום ייזום הנדל"ן בעיקר בהודו, נדל"ן מניב באירופה ובישראל וכן במגוון מוחזקות בישראל, הפעילות בתחומי תעשייה שעיקר הכנסותיהן מיצוא. בעלי השליטה בחברה הינם מר מאיר שמיר (33.75% בהון המניות ובזכויות ההצבעה) וקב' אשטרום בע"מ (11.68%) מכוח הסכם ביניהם. כמו כן, מחזיקים בחברה ה"ה מר עופר גלזר (10.83%), מר ליאון רקאנטי (8.44%), מנורה מבטחים החזקות (9.25%) וכלל אחזקות (13.34%). יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור. יו"ר הדירקטוריון הוא מר יחזקאל דברת, מנכ"ל החברה הוא מר מאיר שמיר.

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 בציוד, 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 הונית - 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

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט 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.



דו"ח מספר: CHM1O0610000M

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") 2010.

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 שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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.