



מבטח שמיר אחזקות בע"מ

פעולת דירוג ו מאי 2009

1

מחברת :

עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

מבטח שמיר אחזקות בע"מ

אופק דירוג: נבנה (Developing)	A3	דירוג סדרות
-------------------------------	----	-------------

מידרוג מורידה את דירוג האג"ח (סדרות ב' ו-ג' וכן הלוואה מכלל ביטוח) של מבטח שמיר אחזקות בע"מ ("מבטח שמיר" או "החברה") מדירוג A1 לדירוג A3 באופק דירוג נבנה.

הורדת הדירוג משקפת את ההרעה בהערכת הנזילות לאור עלייה באי הוודאות לגבי היקפי תזרימי המזומנים שנובעים לחברה מהשבחת תנובה. התוצאות הכספיות של תנובה שופרו מאז נרכש גרעין השליטה. יחד עם זאת, הסבירות למימוש מידי של נכסי הנדל"ן שבבעלות תנובה, אשר תמורתם עשויה היתה לשפר את הנזילות של מבטח שמיר ירדה כמו גם שווי המימוש בעת הנוכחית. לצד זאת החברה ויתרה בהדרגה בשנה האחרונה על יכולתה להשפיע על החלטות המתקבלות בתנובה ובחברה הייעודית המחזיקה בגרעין השליטה בתנובה כך שטרם הוציאה לפועל את אסטרטגיית ההשקעה לבסס את תיק האחזקות על שלוש אחזקות עוגן בהן יש לחברה מעורבות ניהולית גבוהה. קבלת דיבידנדים נורמטיביים מתנובה, לאחר שירות צרכי החוב הישיר שעומד כנגד רכישת גרעין השליטה בתנובה, לא משרתת באופן מלא, להערכתנו, את צורכי המימון של החברה בשנים הקרובות. אלו נאמדים בטווח של 90 עד 100 מיליון ש"ח מידי שנה. לפיכך, יכולת הפרעון נסמכת בעיקר על ניצול יתרות מזומנים חופשיות קיימות (בסך של כ- 101 מיליון ש"ח ליום 31.12.08), מיחזור חוב במערכת הבנקאית ומימוש החזקות אחרות לאחר שחלה היחלשות בתוצאותיהם הכספיות ובשוים לנוכח המשבר הפיננסי.

יש לציין כי לחברה יתרת מזומנים נוספת. יתרה זו הינה בסך כ-180 מיליון ש"ח ליום 31.12.08 והינה משועבדת לטובת אופציית ה-put שמצוינת בהמשך. אי מימוש האופציה עשוי להוביל לשחרור השעבוד בראשית שנת 2011 כך שתגדל יתרת המזומנים של החברה.

עוד נציין כי תשלום דיבידנד מהותי במיוחד לבעלי מניות תנובה עשוי לשפר את נזילות החברה בשנה בה ישולם, אך כאמור הערכתנו למידת הוודאות לתרחיש כזה ירדה.

הדירוג נתמך באחזקות החברה בתנובה, המאופיינת במיצוב עסקי ופיננסי גבוהים, בולטים לטובה ובמגמת שיפור, ובעלת פוטנציאל להוות מקור מזומנים יציב עבור החברה. במידרוג מעריכים כי רכישת השליטה בתנובה הובילה לתנופת השבחה והתייעלות המצויה בעיצומה.

האיתנות הפיננסית של החברה הינה סבירה, כפי שהיא נמדדת בכיסוי החוב הפיננסי (כ-394 מיליון ש"ח ליום 31/12/2008) לשווי תיק נכסים הכולל תיק נזיל חופשי (כ-101 מיליון ש"ח ליום 31/12/2008) ותיק אחזקות (כ-705 מיליון ש"ח ליום 31/12/2008). היחס עומד על כ-2.0, ועל פי חישובי מידרוג (המסתמכים על אומדנים שביצעה), קטן לכ-1.5 עם העמסת חלקה היחסי של מבטח שמיר בנכסים ובחוב של החברה הייעודית שרכשה את גרעין השליטה בתנובה. יש לציין כי לחברה יתרת מזומנים נוספת בסך כ-180 מיליון ש"ח המוגבלים בשימוש ועומדים לטובת אופציית ה-put שמצוינת בהמשך.

כמו כן, נתמך הדירוג במדיניות דיבידנדים שמרנית יחסית לרבות אי תשלום דיבידנד בשנתיים הקרובות; מנגד מעריכה מידרוג כי שווי תיק האחזקות ותזרימי המזומנים הצפויים ממנו תלויים במידה גבוהה באחזקה בתנובה, בעוד שיתר האחזקות הינן בעלות תרומה נמוכה לפורטפוליו ובפרט לאור חולשה בתוצאות הכספיות של יתר האחזקות. להערכתנו קיימת תלות במר מאיר שמיר מנכ"ל החברה ובעל המניות העיקרי (34% מהון המניות), האחראי לניהול ולפיתוח העסקי.



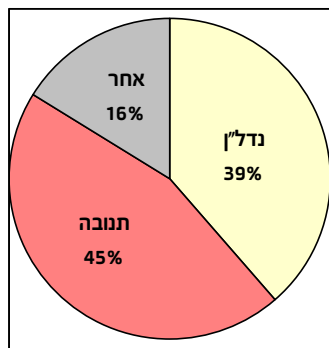
אופק דירוג הנבנה (Developing) משקף אי וודאות לגבי אירוע משמעותי אשר צפוי להיות מוכרע בטווח אופק הדירוג, ובמקרה זה המימוש של אופציית המכר (put) לאגודה השיתופית המחזיקה בכ-23.66% ממניות תנובה, וכן המימוש של אופציית הרכש (call) לאייפקס על מחצית המימוש של אופציית ה-put. תוקף שתי האופציות פג במוקדם מבין הנפקה ציבורית של מניות תנובה או חודש ינואר 2011. בתרחיש של מימוש האופציות טמונה הזדמנות להגדלת היקף אחזקות החברה בתנובה, עד כדי אחזקה בכ-44.3% מהון המניות, בד בבד עם סבירות להגדלה ברמת המינוף. בתרחיש של אי מימוש אופציית ה-put ישתחררו משעבוד כ-180 מיליון ₪. הדירוג אינו לוקח בחשבון את השלכות מימוש האופציות, אם בכלל, נוכח אי וודאות לגבי היקף המימוש, אופן מימונו ומבנה השליטה בתנובה בעקבות זאת.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מס' ני"ע	סדרה	הצמדה	ריבית נקובה	יתרה בספרים 12/08 באלפי ש"ח	שנות פירעון קרן	מועד פירעונות קרן	בטוחות
1270065	סדרה ג'	מדד	5.6%	277,131	2009-2014	31 באוגוסט	אין
1270057	סדרה ב'	מדד	3.6%	32,743	2008-2011	30 ביוני	ראה (1)
לא סחיר	הלוואה מכלל ביטוח (2)	מדד	4.44%	81,259	2011-2014	31 באוגוסט	אין

- התחייבות החברה לפרוע את אג"ח (סדרה ב') מובטחת בערבות בנקאית צמודה למדד על סך של כ-36 מיליון ₪.
- כחלק מהסדר הלוואה מכלל חברה לביטוח וגופים בשליטתה ("כלל ביטוח") הקנתה מבטח שמיר למלווים זכות כספית בלבד הניתנת למימוש עד ליום 31.3.2013 לקבל תשלום נוסף המבוסס על הגידול בשווי תנובה, במידה ויהיה, לפי מנגנון שנקבע.

לוח סילוקין לפרעון קרן החוב הפיננסי (סולו מורחב, ללא חברה ייעודית) התפלגות תיק האחזקות (שווי ספרים) ליום 31.12.08 במיליוני ₪



2014	2013	2012	2011	2010	2009	
46	46	46	46	46	46	אג"ח ג'
			11	11	11	אג"ח ב' (המרה)
20	20	20	20			הלוואה מכלל ביטוח
<u>67</u>	<u>67</u>	<u>67</u>	<u>77</u>	<u>57</u>	<u>57</u>	סה"כ פרעונות (קרן)

אודות החברה

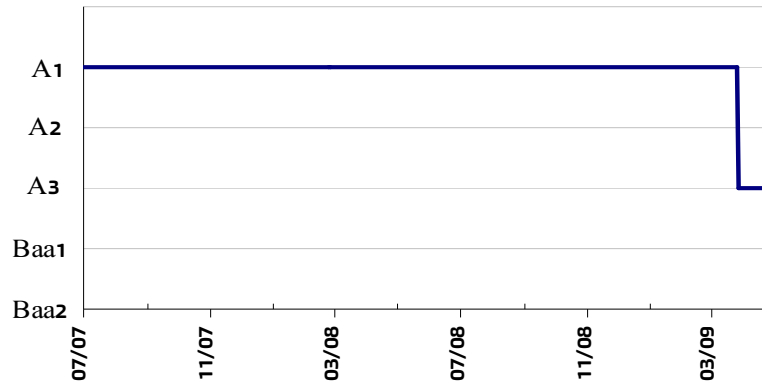
מבטח שמיר אחזקות בע"מ ("החברה", או מבטח שמיר) הינה חברה ציבורית, אשר אחזקתה העיקרית הינה בכ-20.665% בקבוצת תנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית בישראל ובתעשיות מזון תנובה אגודה שיתופית חקלאית בישראל בע"מ (יחדיו: תנובה), בעקיפין באמצעות תאגיד רוכש שרכש 76.733% מכלל יחידות ההשתתפות ו/או זכויות השתתפות אחרות בתנובה (להלן: הון המניות של תנובה). החברה מחזיקה בתאגיד הרוכש בשיעור של 26.933% וביתרת מניות התאגיד הרוכש מחזיקה אייפקס. תנובה הינה תאגיד המזון הגדול בישראל ועוסקת במגוון



מידרוג

תחומים וכולל 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 (34.24% בהון המניות ובזכויות ההצבעה) וקב' אשטרום בע"מ (12.57%) מכח הסכם ביניהם. כמו כן מחזיקים בחברה ה"ה מר עופר גלזר (10.85%) ומר ליאון רקאנטי (8.6%). יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור. יו"ר הדירקטוריון הוא מר יחזקאל דברת, מנכ"ל החברה הוא מר מאיר שמיר.

היסטוריית דירוג



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 מאוד.
	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 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: CHM040509000M

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") 2009.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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 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 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. 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.