



# מבטח שמיר אחזקות בע"מ

מעקב | יוני 2012

1

**מחברת:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## מבטח שמיר אחזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אגרות החוב שבמחזור (סדרה ג') והלוואה מכלל ביטוח שהנפיקה מבטח שמיר אחזקות בע"מ (להלן: "מבטח שמיר", או "החברה") מדירוג A3 לדירוג A1 באופק דירוג יציב. העלאת הדירוג הינה בהמשך להערכתנו בחודש נובמבר 2011 לפיה חל שיפור במצבה הפיננסי של החברה וכי אנו ממתנינים לפרסום הדוחות הכספיים של החברה לצורך השלמת המעקב.

בחודש פברואר השנה פרסמה החברה לראשונה מאז מאי 2010 את הדוחות הכספיים לציבור. עד אז הייתה החברה מנועה מלפרסם את דוחותיה הכספיים נוכח החלטת רשות ניירות ערך כי דוחות החברה אינם ערוכים כנדרש על פי כללי IFRS (החל מדוחות 2009) עקב הצגת האחזקה בתנובה על בסיס עלות ולא כנדרש, על בסיס שווי הוגן, בהתאם להערכות שווי אשר יצורפו לדוחותיה הכספיים של החברה.

דו"ח מעקב זה מתייחס להתפתחויות החל ממאי 2010, מועד דוח המעקב האחרון.

### סדרות האג"ח הכלולות בדו"ח זה:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה מקורי	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרות האג"ח ליום 31/03/2012 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן
ג'	1270065	08/2007	5.6%	מדד	151	2012-2014
הלוואה מכלל ביטוח (*)	לא סחיר	03/2008	4.44%	מדד	46	2013-2014

(\*) 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.

### שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת בהשבת תיק האחזקות של החברה בשנתיים האחרונות, בדגש על השקעת הליבה תנובה (שיעור אחזקה משורשר של כ-20.6% באמצעות תאגיד משותף למבטח שמיר ולקרן אייפקס "התאגיד הייעודי" בו מחזיקה החברה כ-26.9%) וכן השקעות נוספות. הפרופיל הפיננסי של החברה שופר בשנה החולפת, והוא מאופיין ברמת מינוף מתונה, הישענות על נכס עיקרי סולידי במאפייניו ורמת נזילות גבוהה, עם קבלת דיבידנד בסך של כ-500 מיליון ₪ מהתאגיד הייעודי. הדיבידנד מומן בחלקו בגידול החוב הפיננסי בתאגיד הייעודי.

ליום 31.12.2011, שוויה של תנובה כפי שנגזר משווי הספרים של החזקת מבטח בתאגיד הייעודי הסתכם לסך של כ-5.2 מיליארד ₪<sup>1</sup>, לעומת שווי של כ-4.2 מיליארד ₪ ליום 31.3.2010 מועד המעקב הקודם וטרם ההצגה מחדש של תנובה על בסיס שווי הוגן. שווי תנובה הנגזר מעסקת הרכישה בשנת 2007 עמד על כ-3.76 מיליארד ₪.

היחס בין החוב הפיננסי נטו, לרבות חלקה של מבטח בחוב של התאגיד הייעודי, לשווי תיק האחזקות שופר בשנה האחרונה והוא עומד על כ-40%. אנו מביאים בחשבון כי יתרות המזומנים הגבוהות עשויות להיות מופנות להשקעות נוספות, אך כי כיום אין עסקה פרטנית על הפרק. גידול ביחס המינוף לרמה העולה על 45% עלול להוביל לבחינת הדירוג מחדש עם השלכות שליליות. הדירוג נתמך במדיניות השקעות סולידיה שאפיינה את החברה עד כה ומדיניות

<sup>1</sup> שווי הוגן עפ"י הערכת שווי תנובה ליום 31.12.2011 אשר צורפה לדוחות הכספיים של מבטח שמיר ליום 31.12.2011

לשמירה על יתרות נזילות לאורך זמן. בו זמנית, הדירוג מושפע מהתלות הגבוהה של החברה בבעל השליטה מר מאיר שמיר המהווה גורם מפתח בקביעת האסטרטגיה של החברה.

המיצוב הפיננסי הגבוה מוגבל מצד מבנה תיק האחזקות הייחודי של החברה. כך, אף שתנובה מהווה מעל למחצית משווי נכסי החברה, למבטח אחזקת מיעוט בתנובה - הנשלטת בידי קרן ההשקעות אייפקס, ועד לאחרונה אף לא הייתה מעורבת באופן פעיל בדירקטוריון. מחד, למבטח שמיר אסטרטגיה מוצהרת להגדיל את אחזקתה בתנובה ויש בידיה יתרות נזילות המאפשרות לה לממש אסטרטגיה זו, אף כי ייתכן שצעד זה ילווה בתוספת חוב פיננסי בחברה. מאידך, קיימת שאלת המחיר. בשלב זה קיים פער ניכר בין הערכת שוויה של תנובה מצד קרן אייפקס לבין הערכת שוויה מצד מבטח שמיר. אנו גם מעריכים שהחולשה בתוצאות תנובה במחצית השנייה של שנת 2011, על רקע המחאה החברתית, חילופי ההנהלה ותהליכי התייעלות צפויים, מעלים כולם את אי-הוודאות לגבי השלמת עסקת החלפת שליטה בתנובה בטווח הקרוב. הדירוג יבחן מחדש במידה בה החברה תשנה את מבנה אחזקותיה בתנובה, אם במקרה של רכישת השליטה בתנובה ואם במקרה של מכירת תנובה או רכישה מהותית אחרת.

**מבטח שמיר: נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:**

לפני הצגה מחדש **			לאחר הצגה מחדש *				
12/2008	12/2009	03/2011	12/2009	12/2010	12/2011	03/2012	
394	348	345	348	294	225	195	חוב פיננסי
101	125	105	125	25	245	303	יתרות נזילות חופשיות
293	223	240	223	269	(20)	(108)	חוב פיננסי נטו
764	795	807	1,522	1,661	742	711	שווי תיק אחזקות
502	613	605	1,194	1,246	763	814	הון עצמי
n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	500	n/a	תקבולים מדיבידנדים ודמי ניהול
67%	52%	57%	30%	31%	48%	40%	חוב פיננסי מותאם לשווי אחזקות (סולו מורחב) ***

\* נתונים כוללים הצגה מחדש לסעיפים שווי תיק אחזקות ושווי הון עצמי, בעקבות עדכון שווי תנובה על בסיס השווי ההוגן, בפברואר 2012, לגבי דוחות כספיים 2009-2011. שווי הוגן תנובה מתבסס על הערכות שווי לכל אחד מתאריכי החתך. להתפתחות שווי תיק האחזקות בעקבות הצגה מחדש ראה בהמשך הדוח.

\*\* נתונים כפי שהיו ידועים במועד המעקב הקודם, בעת הצגת שווי תנובה על בסיס עלות.

\*\*\* מחושב על בסיס איחוד יחסי של מבטח שמיר עם התאגיד הייעודי המחזיק 76.7% ממניות תנובה.

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**רכישת השליטה בתנובה הובילה להשבחה והתייעלות בנתונים הפיננסיים אותם מציגה תנובה<sup>2</sup> אשר קיבלה ביטוי הן בשיפור בפרמטרים תפעוליים והן במימוש נכסי נדל"ן**

תנובה, המהווה את האחזקה הבולטת בתיק האחזקות של מבטח שמיר מבחינת השווי (מעל ל-50% משווי התיק) והתרומה לתזרימי הדיבידנדים, הינה קבוצת המזון הגדולה בישראל, בעלת מעמד עסקי ונתח שוק מובילים, מאופיינת בסיכון עסקי ופיננסי נמוכים ומציגה רווחיות ויכולת ייצור תזרימי מזומנים גבוהות, בהתאמה לענף. החל ממועד רכישת

<sup>2</sup> החל מפברואר 2012, מצרפת מבטח שמיר לדוחותיה הכספיים את דוחותיה הכספיים של תנובה.

השליטה בתנובה ע"י החברה וקרן אייפקס, הציגה תנובה שיפור משמעותי בתוצאות הכספיות אשר התבטא בשיפור בפרמטרים תפעוליים ורישום רווחי הון עקב מימוש נכסי נדל"ן.

**תנובה (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים - במיליוני ₪**

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	Q1-2011	Q1-2012	
6,102	7,034	7,112	7,161	7,510	1,850	1,875	<b>הכנסות</b>
1,491	1,770	1,974	2,131	1,953	520	495	<b>רווח גולמי</b>
225	348	599	765	485	157	143	<b>רווח תפעולי</b>
(174)	293	412	572	262	88	114	<b>רווח נקי מפעילות נמשכת</b>
-	-	-	(78)	(212)	(12)	-	<b>רווח (הפסד) נטו מפעילות מופסקת</b>
(174)	293	412	494	50	76	114	<b>רווח נקי<sup>3</sup></b>
24.4%	25.2%	27.7%	29.8%	26.0%	28.1%	26.4%	<b>% רווח גולמי</b>
3.7%	4.9%	8.4%	10.7%	6.5%	8.5%	7.6%	<b>% רווח תפעולי</b>
5,415	5,346	5,104	6,447	5,952	5,706	5,691	<b>סך נכסים במאזן</b>
2,847	2,741	2,489	2,203	2,186	2,186	2,176	<b>סך רכוש קבוע</b>
1,631	1,982	1,223	1,714	1,537	1,687	1,513	<b>חוב פיננסי ברוטו</b>
338	209	486	1,545	827	556	454	<b>יתרות נזילות</b>
2,285	1,800	2,008	2,487	1,765	1,764	1,576	<b>הון עצמי</b>
478	621	868	1,002	720	215	204	<b>EBITDA</b>
n/a	n/a	611	632	476	179	158	<b>FFO</b>
350	382	909	562	504	(5)	(31)	<b>CFO</b>
(338)	(196)	(157)	(268)	(338)	(63)	(60)	<b>השקעה ברכוש קבוע</b>
(31)	(783)	(570)	-	(1,296)	(1,301)	(280)	<b>דיבידנדים ופירעון שטרי הון</b>

בין השנים 2007-2010, הציגה תנובה גידול משמעותי ברווח התפעולי ובתזרים התפעולי (EBITDA) שנבע מעלייה ברווח הגולמי נוכח עליית מחירי המכירה של מוצרי הבסיס ונוכח הגדלת הפעילות בתחום מוצרי הפרימיום דוגמת מעדני חלב. השיפור ברווח התפעולי נבע גם ממהלכי התייעלות תפעולית. בנוסף רשמה תנובה בין השנים 2007-2010 רווחי הון משמעותיים ממכירת נכסי נדל"ן.

המחאה החברתית שפרצה בשלהי שנת 2011 והופנתה במידה רבה כלפי מחירי המוצרים הבסיסיים של תנובה, הובילה למבצעי מכירות והוזלת מחירים שפגעו ברווח הגולמי וברווח התפעולי במחצית השנייה של שנת 2011. מגמה זו מותנה ברבעון ראשון 2012, ותנובה רשמה שיפור בשיעורי הרווחיות לעומת תוצאות חציון שני 2012. בנוסף, רשמה תנובה, הפסד בגין הפסקת פעילות המחלבה ברומניה בסך של כ- 78 מיליון ₪ וכ- 212 מיליון ₪ לשנים 2010 ו-2011 בהתאמה. כל אלו, בתוספת עלייה כבדה בהוצאות המימון בין שנת 2010 לשנת 2011 (עיקר העלייה בהוצאות המימון בין התקופות אינו תזרימי ונובע מהפסד מפדיון מוקדם של שטר הון בשנת 2011 בסך של כ- 82 מיליון ש"ח) שחקה את הרווח הנקי שהציגה תנובה בשנת 2011 לעומת שנת 2010.

<sup>3</sup> בשנת 2011, סגרה תנובה את פעילות המחלבה ברומניה ובעקבותיה רשמה הפסד מפעילות מופסקת לשנים 2010 ו-2011.



הגידול בהון העצמי בתנובה החל משנת הרכישה נוכח המגמות שתוארו לעיל קוזז בחלקו נוכח חלוקת דיבידנד ופירעון שטרי הון בסך מצטבר של כ- 2.9 מיליארד ש"ח מכך, כ- 1.3 מיליארד ש"ח בשנת 2011.

רמת המינוף של תנובה מתונה יחסית. יחס ההון למאזן ליום 31.12.2011 עמד על שיעור של כ- 30%. בתחילת חודש יוני 2012, השלימה תנובה מכירת נכסי נדל"ן בתמורה משמעותית בסך של כ- 700 מיליון ש"ח.

**ירידה במינוף הפיננסי והצגת חוב נטו מורחב לשווי אחזקות (LTV) בטווח של 40%-45%**

החוב הפיננסי של החברה ליום 31.12.2011 הסתכם בכ- 225 מיליון ש"ח, בהשוואה לכ- 295 מיליון ש"ח ליום 31.12.2010 וכולו אג"ח. יתרות המזומן והשקעות לז"ק בחברה ליום 31.12.2011 הסתכמו בכ- 245 מיליון ש"ח, לעומת כ- 25 מיליון ש"ח ליום 31.12.2010. הקיטון בחוב נטו של החברה נבע בעיקרו מקבלת דיבידנד בסך 500 מיליון ש"ח (חלק החברה) מהתאגיד הייעודי. הדיבידנד מומן בחלקו בגידול החוב הפיננסי בתאגיד הייעודי. מידרוג בוחנת את יחס המינוף באיחוד יחסי של חלק החברה בחוב ובהשקעה בתאגיד הייעודי (ראה יחס LTV מורחב).

**התפתחות נתונים עיקריים בהקשר לאחזקה בתנובה<sup>4</sup> - במיליוני ש"ח**

מועד רכישה	2008	2009	2010	2011	
	3,759	5,062	8,612	9,526	שווי תנובה עפ"י הערכת שווי <sup>5</sup>
	1,807	1,932	1,576	1,666	חוב נטו תאגיד ייעודי
	289	396	1,152	1,313	שווי אחזקה מבטח בתאגיד הייעודי

החל מפברואר 2012, החברה מציגה מחדש את השקעתה בתנובה על בסיס שווי הוגן לגבי נתונים כספיים החל משנת 2009 וזאת חלף הצגת ההשקעה בתנובה על בסיס עלות השקעה. הצגת ההשקעה בתנובה על בסיס שווי הוגן מבוססת על הערכת שווי לכל אחד מתאריכי החתך. הגידול בהערכת השווי לתנובה בשנים 2009-2010 ביטאה את השיפור בתוצאותיה ואת מהלכי ההתייעלות.

הירידה בשווי תנובה על פי הערכת השווי בין השנים 2010 ל-2011 נבעה מפגיעה בתוצאות תנובה במהלך חציון שני 2011 ועדכון כלפי מטה של תחזיות הרווח של תנובה לשנה המייצגת, עקב המחאה החברתית והתגברות איום הרגולציה וכן מפירעון שטרי הון וחלוקת דיבידנד בתנובה בסך של כ- 1.3 מיליארד ש"ח.

החברה הציגה שיפור ביחס המינוף על בסיס איחוד יחסי של חלקה בתאגיד הייעודי, מיחס חוב פיננסי נטו לשווי אחזקות של 57% למועד המעקב האחרון (על בסיס נתוני רבעון ראשון 2010 ולפני הצגה מחדש של ההשקעה בתנובה) ליחס של 40% ליום 31.3.2012. השיפור ביחס המינוף נבע מהגידול ביתרות הנזילות החופשיות ומעלייה בשווי ההחזקות, עם הצגת ההשקעה בתנובה ע"ב שווי הוגן.

להערכת מידרוג, יתרות המזומן הגבוהות בקופת החברה מיועדות בחלקן לרכישות ומיזוגים עתידיים, בהתאם לאסטרטגיית החברה. מידרוג מצפה כי בטווח אופק הדירוג תשמור החברה על יחס מינוף עד כ-45%. עלייה ביחס המינוף מעבר לכך תוביל אותנו לבחון את הדירוג, בהתחשב בין השאר גם במבנה תיק האחזקות.

**רמת הנזילות בחברה גבוהה אך מפצה על היעדר תזרים דיבידנדים פרמננטי מהנכסים**

רמת הנזילות של החברה טובה מאוד ביחס לצורכי שירות החוב, ונשענת על היתרות הנזילות בחברה. אלו מכסות את צורכי שירות החוב (קרן וריבית) עד שנת 2014 (כולל). צורכי שירות החוב של החברה (קרן וריבית) לשנים 2012 ו-2013

<sup>4</sup> נתוני 2009-2011 עפ"י הערכות שווי והצגת תנובה ע"ב שווי הוגן

<sup>5</sup> כולל שווי פעילות תנובה בתוספת שווי נכסי נדל"ן ובקיזוז חוב פיננסי נטו



מסתכמים ל- 90 מיליון ש"ח ו-80 מיליון ש"ח בהתאמה. היתרות הנזילות בקופת החברה ליום 31.12.2011 הסתכמו לסך של כ- 245 מיליון ש"ח. במהלך שנת 2011 גדלו יתרות המזומנים בחברה בעקבות קבלת דיבידנד מהתאגיד הייעודי בסך של 500 מיליון ש"ח. במהלך רבעון ראשון 2012, מימשה החברה את השקעתה בחברת סולבר וסך היתרות הנזילות ליום 31.3.2012 הסתכמו לסך של כ- 303 מיליון ש"ח.

לחברה מדיניות לשמירת יתרות מזומן מהותיות לאורך זמן, תוך השקעתן באפיקים סולידיים. יש לציין כי רמת הנזילות הגבוהה של החברה מפצה על היעדר מקורות תזרים פרמננטיים מהחברות המוחזקות בדרך של דיבידנדים או דמי ניהול בהיקף משמעותי מהמוחזקות. כפי שציינו לעיל, איננו מניחים תזרים דיבידנדים פרמננטי משמעותי מתנובה ולא מיתר המוחזקות. להערכתנו, המשתנה העיקרי שעשוי להשפיע על נזילות החברה במידה מהותית בטווח אופק הדירוג הינו מימושים או השקעות בהיקפים שונים.

צורכי שירות החוב בתאגיד הייעודי מתבססים על קבלת דיבידנדים מתנובה. להערכת מידרוג, בטווח הבינוני-הארוך לא צפויה העלאת דיבידנדים מהתאגיד הייעודי למבטח עקב צורכי שירות חוב גבוהים ברמת התאגיד הייעודי.

#### **אי וודאות לגבי מבנה התיק העתידי**

בשנתיים האחרונות לא ביצעה החברה השקעות מהותיות במוחזקות. לחברה אסטרטגיה לרכוש את השליטה בחברת תנובה שבה היא מחזיקה כיום אחזקת מיעוט. יכולת החברה לעשות כן מותנית בנכונות של קרן אייפקס, בעלת השליטה הנוכחית בתנובה, למכור את חלקה במחיר שיוסכם על שני הצדדים. לדברי החברה, פערי השווי המהותיים הקיימים כיום בין שווייה של תנובה הנגזר מספרי מבטח שמיר לבין השווי הנדרש על ידי קרן אייפקס מונעים עסקה בין הצדדים בטווח הזמן הקצר. יתרה מכך, מבטח עשויה בתנאים מסוימים להצטרף לעסקת מכירה של תנובה. הדירוג אינו לוקח בחשבון שינוי באחזקת החברה בתנובה בטווח אופק הדירוג. שינוי כזה ככל שיקרה יגרום לבחינת הדירוג מחדש. עסקת רכישה בהיקף משמעותי שתוביל להעלאת רמת המינוף במידה מהותית עלולה להוביל להורדת הדירוג.

#### **השקעות נוספות אשר מחד אינן תורמות תזרימים פרמננטיים אולם בעלות פוטנציאל למימוש כחלק מהשבחת התיק**

לחברה אחזקות נוספות, אשר המהותית שבהן הינה ג'רביניה, הפועלת בהודו בתחומי התקשורת, ייזום נדל"ן למלונאות וייזום נדל"ן למגורים. פעילות ניהול מגדלי התקשורת הסלולארית, באמצעות Tower Vision, מציגה צמיחה חיובית. בנוסף, בדצמבר 2009 התקשרה ג'רביניה בהסכמים לרכישת כל זכויות הבנייה והפיתוח בשטח כולל של 2.2 מיליון מ"ר בעיר צ'נאי, בכפוף לקבלת ההיתרים הנדרשים. בשנת 2010, חתמה ג'רביניה על הסכם קומבינציה עם שותף מקומי בורסאי בשם VASCON לפיתוח מתחם מגורים ומסחר בשטח של כ- 420 דונם. להערכת החברה, החל מסוף שנת 2012, תחל בתהליכי שיווק למכירת דירות בפרויקט. בשיקולי הדירוג נלקח בחשבון כי האחזקות בהודו לא יניבו לחברה תזרימי מזומנים משמעותיים בעתיד הקרוב. בנוסף, לחברה אחזקה (42%) במגדלי הוד השרון, עוסקת בהקמת פארק משרדים לתעשיות עתירות ידע בהוד השרון. החל משנת 2008, השביחה החברה את אחזקה זו הניכרת בגידול בהון העצמי ובהכנסות מדמי שכירות. בתחילת שנת 2012, השלימה החברה את הקמת הבניין הרביעי. לחברה יכולת לבצע הצפת ערך במגדלי הוד השרון בעתיד בדרכים שונות.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להוביל לעלייה בדירוג:

- תזרימי מזומנים יציבים ובהיקפים משמעותיים שינבעו לחברה מתיק האחזקות לאורך זמן

### גורמים אשר עשויים להוביל לירידה בדירוג:

- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו (כולל חלקה של מבטח בחוב התאגיד הייעודי) לשווי תיק האחזקות מעבר ל-45%
- ביצוע השקעות שיש בהן כדי להעלות את רמת הסיכון העסקי והפיננסי של האחזקות

## דוחות קשורים

מבטח שמיר אחזקות בע"מ, דו"ח מידי - נובמבר 2011

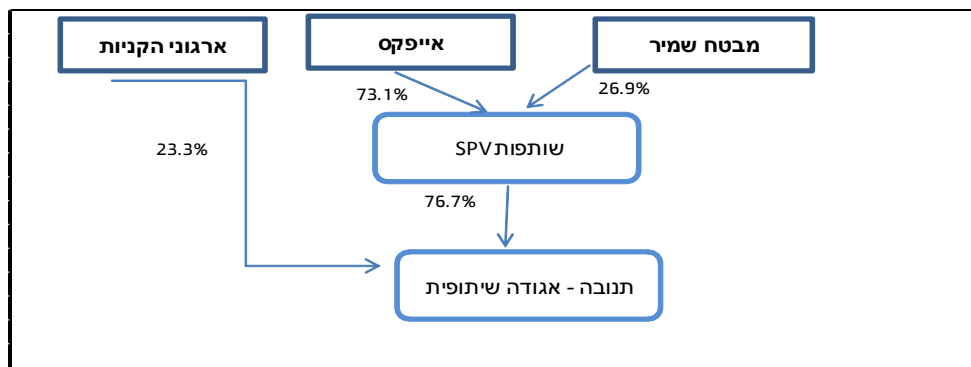
מבטח שמיר אחזקות בע"מ, דוח מעקב קודם, יוני 2010

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

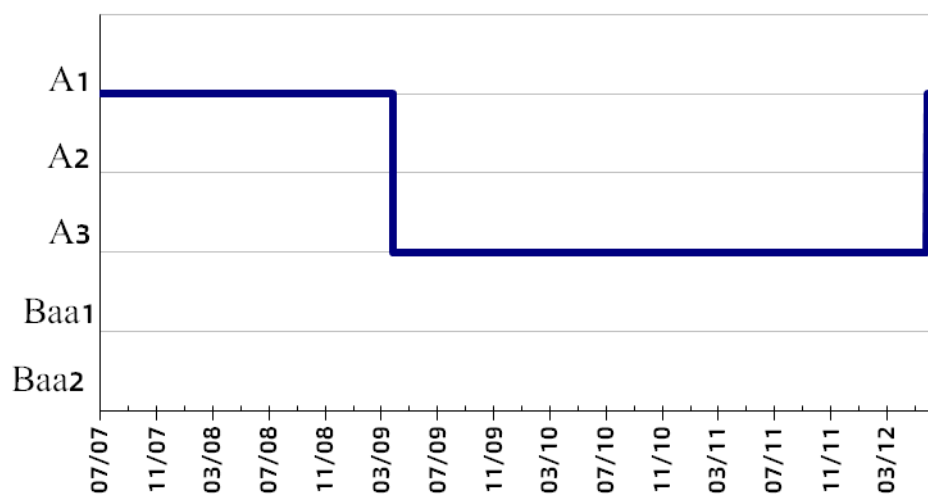
תאריך הדוח: 11.06.2012

## 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 (יחידיו: "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 (9.07%) וכלל אחזקות (13.26%). 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.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> 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 מאוד.	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 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: CHM040612000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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](http://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 במישורין 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 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.