



# מבטח שמיר אחזקות בע"מ

2014 מאי | Credit review

**מחברת:**

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

**אנשי קשר:**

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

## מבטח שמיר אחזקות בע"מ

<b>Credit Review</b>	<b>A1</b>	<b>דירוג סדרה</b>
----------------------	-----------	-------------------

מידרוג מכניסה לבחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות חיוביות את דירוג אגרות החוב (סדרה ג') שהנפיקה מבטח שמיר אחזקות בע"מ (להלן: "מבטח שמיר", או "החברה"), נוכח הודעות החברה בהקשר עם שינויים במבנה הבעלות בהשקעת הליבה בתנובה (שיעור אחזקה משורשר של כ-20.6% באמצעות תאגיד ייעודי בו מחזיקה החברה).

בהודעותיה מיום 22.05.2014 ומיום 25.05.2014 דיווחה החברה על חתימת מזכר הסכמות למכירת אחזקות אייפקס בתנובה (דרך התאגיד הייעודי) לברייטפוד, תאגיד מזון ממשלתי השני בגודלו בסין, לפי שווי תנובה של כ-8.6 מיליארד ₪. החברה מנהלת מגעים עם ברייטפוד, בקשר עם אפשרות הישארותה של החברה בתנובה ובכלל זה קבלת אופציית put למכירת מלוא אחזקותיה בתאגיד המשותף לברייטפוד, על בסיס מחיר עסקת אייפקס. הוסכם כי ככל שהמשא ומתן בין ברייטפוד לחברה יבשיל לכדי הסכם מחייב בתוך תקופה של חודשיים, לא תמכור החברה את אחזקותיה בתנובה לברייטפוד ותישאר בתנובה תוך שתוף פעולה עם ברייטפוד. במידה והמשא ומתן לא יבשיל לכדי הסכם מחייב בתוך התקופה האמורה, תמכור החברה את אחזקותיה בתנובה.

למועד דו"ח זה, השלמת הסכם מכירת אחזקות אייפקס בתנובה כפופה להתקיימותם של מספר תנאים ובעיקרם קבלת אישורים רגולטורים ואי קיומם של אירועים שמרעים באופן מהותי את מצבה של תנובה. בנוסף, אין כל וודאות לגבי הבשלת המגעים בין מבטח שמיר לבין ברייטפוד לכדי הסכם.

תרחיש בו מבטח שמיר נותרת בעלת מניות בתנובה, מהווה שיפור במעמדה נוכח הגדלת שליטתה האפקטיבית באחזקת הליבה. זאת ועוד תיווצר הצפת ערך לחברה אשר תתבטא בעלייה בשווי הכלכלי של האחזקות דרך אופציית put הגוזרת לתנובה שווי הגבוה משמעותית מערך האחזקה בספרים. תרחיש זה הנו בעל השפעה חיובית על דירוג החברה. בתרחיש בו החברה מממשת את האחזקה בתנובה, נותרת החברה עם עודפי מזומנים גבוהים מאוד. להערכתנו השימוש בתמורת המכירה, ככל שתבצע, יבשיל רק בטווח הבינוני-ארוך.

מידרוג תבחן בחודשים הקרובים את השפעת העסקה על החברה ככל שתתגבש הוודאות בהקשר להתממשותה.

### 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 31/12/2013 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן
ג'	1270065	08/2007	5.6%	מדד	50 (**)	2014

(\*) הלוואה שדורגה ויתרתה בספרים ליום 31.12.2013 כ-25 מיליון ₪ נפרעה בחודש פברואר 2014.

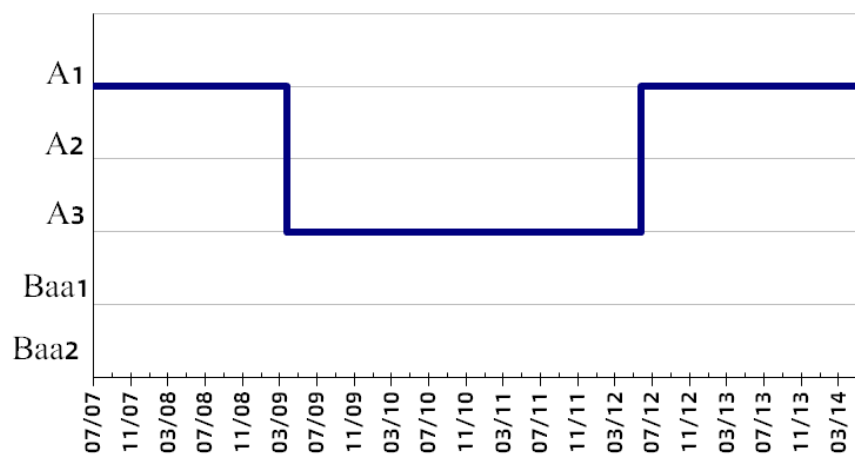
(\*\*) בחודש אוגוסט 2014, החברה עתידה לפרוע את יתרת אגרות החוב.

מידרוג בוחנת את המינוף של החברה גם על בסיס סולו מורחב וליום 31.12.2013 חלקה של החברה בחוב של החברה הייעודית הסתכם בכ-510 מיליון ₪.

### 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 (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. בעלי השליטה בחברה הינם מר מאיר שמיר (35.97% בהון המניות ובזכויות ההצבעה), קב' אשטרום בע"מ (8.81%). כמו כן, מחזיק בחברה ה"ה, מר ליאון רקאנטי (8.41%), כלל אחזקות (8.83%) ומנורה מבטחים החזקות (6.53%). יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור. יו"ר הדירקטוריון הוא מר יחזקאל דברת, מנכ"ל החברה הוא מר מאיר שמיר.

### היסטוריית דירוג



### דוחות קשורים

מבטח שמיר אחזקות בע"מ, דו"ח מעקב - יוני 2012

מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, דצמבר 2011

תאריך הדוח: 26.05.2014

## 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**

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 מאוד.
	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 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 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](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.