

### תאור כללי של החברה

מבטח שמיר הינה חברת אחזקות בניהולו של מאיר שמיר. לחברה אחזקות מהותיות בחברות טכנולוגיה (ורייפון), נדל"ו בארץ ובעולם ולאחרונה נכנסה לתחום הקמעונאות עם הצטרפות לגרעין השליטה בחברת תנובה עם קרן אייפקס. לחברה יכולת מוכחת בהשקעה, ניהול והשבחה של חברות. בין השקעותיה מוצלחות ניתן למנות את החברות ליפמן, תפרון, וגילת וסייטקס.

### נתוני מסחר

9,405	שער נוכחי
835	שווי שוק (מיליוני ₪)
609	הון עצמי (מיליוני ₪)
1.37	מכפיל הון עצמי
11,540	שער גבוה 52 שבועות
6,131	שער נמוך 52 שבועות
4,035	מחזור ממוצע 3 חוד' (אלפי ₪)
8.9	מספר מניות (במיליונים)

### בעלי מניות עיקריים

39.73%	מאיר שמיר
15.71%	אשטרום
9.83%	ליאון רקאנטי
8.81%	כלל ביטוח
25.92%	ציבור
100%	סה"כ

### התנהגות המניה בשנה אחרונה



**תוכנית אסטרטגית** - מאיר שמיר נמצא בעיצומו של תהליך התווית תכנית אסטרטגית ברורה לקבוצת מבטח שמיר, אשר להערכתנו תתרום להצפת ערך משמעותית בשנים הקרובות. עפ"י תכנית זאת תחזיק החברה 3 חברות עוגן אשר חלק החברה בהון העצמי יעמוד על כ-100 מ' \$ לפחות. בנוסף, תחזיק מבטח ב-5-8 השקעות פורטפוליו אשר שווי אחזקות החברה בהן ינוע סביב ה- 20 מ' \$.

תחילת מימוש האסטרטגיה החל בשנתיים האחרונות בדמות התמודדות על מירב העסקאות הגדולות במשק, כאשר המרכזית שבה היא עסקת תנובה בשיתוף עם קרן אייפקס. בנוסף לתנובה, אשר תהווה אחת מהשקעות העוגן (כ- 60% משווי ה- NAV), מייצגת מבטח את השקעות הנדל"ן שלה בהודו להוות את העוגן השני. מעבר לכך מנסה מבטח להגדיל אחזקותיה בגילת ותפרון ויתכן כי אחת מחברות אלו יהיו את השקעת העוגן השלישית.

**עסקת תנובה** - כפי שצינו לעיל, אנו מאמינים כי עסקת תנובה הינה האירוע המהותי ביותר במהלך עסקיה של מבטח שמיר בשנים האחרונות וצופים כי תציף ערך רב לבעלי המניות של החברה. להערכתנו, זוהי אחת העסקאות המוצלחות במשק הישראלי בשנים האחרונות, מבחינת מחיר העסקה מול הפוטנציאל הרב הקיים. הפוטנציאל בעסקה מתבטא בעיקר במעבר הניהול לידיים פרטיות וההתייעלות הצפויה אשר תנבע מכך, סגירת חטיבות מפסידות ומימוש נכסי הנדל"ן.

העסקה נעשתה לפי שווי של כ- 1 מיליארד \$, כאשר עפ"י ההערכות, רק שווי הנדל"ן בבעלות החברה עומד על כ- 400 מ' \$. בנטרול הנדל"ן והתייחסות לחוב החברה, עסקה זאת משקפת מכפיל EV/EBITDA של 7.5 ל- 2006 ו- 6.5 לתחזית ה- EBITDA שלנו ל- 2007. יש לציין, כי מכפיל ה- EV/EBITDA הממוצע הצפוי ל- 2007, לחברות המזון הגדולות בעולם ושתי מתחרותיה של תנובה בישראל (שטראוס ואסם), עומד על 11. לאור פוטנציאל ההתייעלות הרב הקיים בתנובה, סביבה עסקית טובה במשק הישראלי ושמרנותו בתחזית ה- EBITDA, אנו מאמינים כי מדובר בעסקה מצוינת. אנו בחרנו לתמחר את החברה לפי מכפיל EV/EBITDA של 10 (פירוט הערכת שווי מפורט להלן).

**נדל"ן בהודו** - בדצמבר 2006 התקשרה מבטח בהסכם עם חברת RP Capital ומשקיעים נוספים להשקעה בחברת INBM, אשר מטרתה ייזום וקמה של בתי מלון ברחבי הודו. מבטח תחזיק 33% מהחברה, תמורת השקעה של 25 מ' \$, כלומר היקף השקעה כולל של 75 מ' \$. הקמת בתי המלון תתבצע אך ורק לאחר סגירת הסכם מראש עם שוכר לטווח ארוך אשר יפעיל את בתי המלון. ככל הנראה מדובר בחברות ניהול בתי המלון העולמיות הגדולות כמו הילטון, ACOR וכד'.

בהתחשב בהון עצמי של 75 מ' \$ וברמות מינוף המקובלות (סביב 80%) מדובר בהיקף עסקאות של כ- 350-400 מ' \$.

רבות נאמר על שווקים מתעוררים בכלל והודו בפרט, אשר חווה שנים של תחילת צמיחה כלכלית אדירה. צמיחה זאת מתבטאת בעלייה חדה במנויי סולר ואינטרנט, השקעות ענק בתשתיות, כניסה הולכת וגוברת של חברות ענק בינ"ל וכד'. תהליך זה גורם לעלייה ברמת החיים ובין השאר, כפי שראינו במדינות מתפתחות אחרות, מגביר את הביקוש לשירותי מלונאות (תיירות) ופרויקטי נדל"ן יזמיים.

אנו מאמינים כי קיים פוטנציאל רב לפעילות זאת בטווח הבינוני, אך מטעמי שמרנות בחרנו לתמחר אותה בעלות, שכן אף עסקת הקמה עדיין לא נחתמה.

- עסקת TOWER VISION** – לפני כחודש הודיעה מבטח על עסקה להשקעה בחברת TOWER VISION, העוסקת בהקמה והחכרה של תשתיות לסלולר ורשתות אלחוטיות. מבטח תשקיע דרך מבטח נדל"ן 15.5 מ' \$, מתוך סך השקעה של 30 מ' \$ (יתרה ע"י משקיע נוסף) תמורת 15.15% ממניות הבכורה של החברה. שוק תשתיות הסלולר והאלחוט בהודו חווה צמיחה חזקה בתקופה האחרונה, הנובעת מהצמיחה הכלכלית במדינה אשר מתבטאת בצמיחת מנייים אדירה בתחום הסלולר וגישה לאינטרנט. אנו עדים לחוזי ענק בהודו אשר מדווחים ע"י ענקי ציוד התקשורת העולמיים, דוגמת נוקיה, אריקסון וסיסקו. לאור זאת אנו מאמינים כי השקעה זאת בעלת פוטנציאל רב, לאור הנעשה כיום בשוק התקשורת העולמי בכלל ובהודו בפרט. עם זאת, מכיוון ש-TOWER VISION הינה חברה פרטית, קיים קושי במתן הערכת שווי ולכן לעת עתה, אנו את ההשקעה לפי עלות.
- מאזן חזק** – מצבה הפיננסי של מבטח שמיר כיום הינו טוב מתמיד. החברה מציגה מאזן חזק, עם יתרות מזדמניות של כ- 500 מ' \$ (כולל אחזקה בורפון אשר מיועדת למכירה) וחוב של כ- 200 מ' \$ מתוכו כ- 175 מ' \$ באג"ח להמרה אשר נמצא קרוב מאוד לכסף וניתן להתייחס אליו כהון עצמי. בנוסף, הונה העצמי של החברה עומד על כ- 610 מ' \$ (נכון ל Q1/07) מול סך מאזן של כ- 840 מ' \$ . מעבר לכך, בכוונתה של החברה לגייס עד 430 מ' \$ באג"ח סטרייט מדורג A1 (A+). מאזנה החזק של החברה וגיוס האג"ח, יאפשרו את מימון עסקת תנובה וביצוע עסקאות נוספות בעתיד.

#### סיכום והמלצה

חברת מבטח שמיר נמצאת כיום להערכתנו במצב מצוין, הן מבחינה פיננסית והן מבחינת הרכב הפורטפוליו, המאפשר קפיצת מדרגה מהותית בעסקי החברה והצטרפות לשורה הראשונה של חברות האחזקה בישראל. ראוי לציין במיוחד את עסקת תנובה אשר נעשתה להערכתנו בתמחור זול מאוד, ביחס לפוטנציאל ההתייעלות של החברה והתמחור בשווקי העולם לחברות מסוגה. האחזקה בתנובה עתידה להוות כ- 60% משווי האחזקות של מבטח שמיר וצפויה להערכתנו להציף ערך רב למשקיעים. יש לזכור כי רכישת מניות מבטח הינה הדרך היחידה להיחשף להשקעה בתנובה. בנוסף, נקטנו בשמרנות בתמחור השקעות הנדל"ן האחרונות בהודו וגרמניה, אך אנו מאמינים כי הפוטנציאל הוא רב. במודל יחסית שמרני (מפורט להלן), ניתן לראות כי מבטח מתומחרת בדיסקאונט של מעל ל- 25% (בדילול מלא ולאחר דיסקאונט 5% על חברת אחזקות) ולכן אנו חושבים כי זוהי נקודת כניסה אטרקטיבית לאחזקה בחברה. יש לציין כי מתוקף היותה חברת אחזקות, ייתכן כי בעיתות חולשה בשוק ההון, כפי שחוינו בשבועיים האחרונים, תיווצרנה הזדמנויות קנייה מעניינות ואנו ממליצים לנצלן. בנוסף, ניתן להיכנס לאחזקה בחברה דרך האג"ח להמרה, אשר נמצא בתוך הכסף ונסחר בתשואה שלילית של 0.4% ופרמיה של 6.75%.

**לאור כל האמור לעיל אנו ממליצים על מבטח שמיר בקנייה עם מחיר יעד של 120 ₪.**

שם החברה	% אחזקה	שווי חברה (מיליון ש"ח)	שווי אחזקות לפי שווי (מיליון ש"ח)	שווי אחזקות לפי שווי כלכלי (מיליון ש"ח)	אחוז מהשווי (לפי שווי שוק)	שיטת הערכה
ורפון	2.80%	11,928	381	401	16%	שווי שוק/הערכת שווי
טכנופולסט ונצ'רס	1.83%	69	1	1	0%	שווי שוק
דיגל	35.92%	84	30	30	1%	שווי שוק
גילת	5.58%	1,461	83	105	4%	שווי שוק/הערכת שווי
תפרון	9.15%	662	56	75	3%	שווי שוק/הערכת שווי
סולבר	18.04%	209	38	38	2%	שווי שוק
EVS	26.00%	53.4	14	14	1%	שווי שוק
<b>סה"כ ציבוריות פרטיות</b>			<b>603</b>	<b>664</b>	<b>27.3%</b>	
<b>מניף שירותים פיננסיים</b>						
אריגוניס אחזקות	19.6%	30	6	6	0%	הערכה פנימית
מגדלי הוד השרון	50.0%	32	16	16	0.7%	עלות
אחזקות הון סיכון	40.3%	96	39	39	2%	הערכה פנימית
מיקרו היט	4.6%	1,283	59	59	0.7%	לפי שווי צפוי בהנפקה של 300 מ' \$
נדל"ן בהודו	33.0%	324	107	107	5%	עלות
TOWER VISION	15.5%	414	64	64	3%	עלות
תנובה	20.2%	6,412	1,295	1,295	59%	הערכה פנימית
<b>סה"כ פרטיות</b>			<b>1,602</b>	<b>1,602</b>	<b>72.7%</b>	
<b>סה"כ שווי אחזקות</b>			<b>2,205</b>	<b>2,266</b>		
נכסי נדלן אחרים (הרצליה, סופיה, בואנו)	100.0%		137	137		עלות
הלוואות לחיצונים			13	13		
עודף נכסים פיננסיים			-996	-996		
מס			-90	-86		
הוצאות הנה"כ			-97	-97		
<b>סה"כ שווי NAV</b>			<b>1,176</b>	<b>1,233</b>		
סה"כ מס' מניות			10.8	10.8		
<b>שווי למניה</b>			<b>125.4</b>	<b>130.8</b>		
מחיר מניה בשוק			94.1	94.1		
דיסקאונט / (פרמיה)			25%	27.5%		

• חברות תפרון, גילת וורפון הוערכו בשווי כלכלי (עפ"י המלצות מח' מחקר דש-איפקס) במחירי יעד של \$9, \$11, ו-\$41 בהתאמה.

**הערכת שווי תנובה**

	2007E	2006	2005	2004	
					במיל ₪
הכנסות	6154.4	5,725	5,321	5,114	
צמיחה	7.5%	7.6%	4.0%		
רווח גולמי	1507.8	1,384	1,276	1,233	
שיעור רווח גולמי	24.5%	24.2%	24.0%	24.1%	
שיעור צמיחה	8.9%	8.5%	3.5%		
רווח תפעולי	313.9	253	213	183	
שיעור רווח תפעולי	5.1%	4.4%	4.0%	3.6%	
שיעור צמיחה		18.8%	16.4%		
EBITDA	594	511	453	376	
שיעור EBITDA	9.6%	8.9%	8.5%	7.4%	
שיעור צמיחה	16.2%	12.8%	20.5%		
רווח נקי	227.7	201.3	175.8		
שיעור רווח נקי	3.7%	3.5%	3.3%		
שיעור צמיחה	13.1%	14.5%			

594	EBITDA 2007E
10	מכפיל
5,939	שווי הפעילות
(900)	חוב נטו
1,717	נדלן
1,373	נדלן בניכוי מס (20%)
<b>6,412</b>	<b>שווי חברה</b>
<b>\$1,494</b>	<b>שווי בדולר</b>

כמקובל בהחלטות השקעה, על המשקיע לשקול את כל היבטי ההשקעה והמיסוי, וכן השלכות שיהיו למצב השוק ו/או למצב התחיקתי בזמן הרלוונטי להשקעה. העובדות והפרשנות בסקירה דלעיל לא נועדו לשמש כהצעה או הזמנה להשקעה ואין לראות בהם כתיאור ממצה ו/או כתחליף ליעוץ מקצועי בטרם השקעה. להשלמת הסקירה מומלץ לפנות לפרסומי החברה ולדיווחים הנמסרים על ידה, וכן לפרסומים ודיווחים הנמסרים על ידי צדדים שלישיים והמתייחסים לחברה.

הניתוח הינו רכושה הבלעדי של דש איפקס הולדינגס בע"מ. המידע ששימש את דש איפקס הולדינגס בהכנת ניתוח זה, הגם שהינו ממקורות שלפי ידיעת דש איפקס הולדינגס הינם מהימנים, אינו באחריותה. אין לראות בניתוח זה משום "ייעוץ להשקעות" ו/או המלצה לביצוע פעולות כלשהן בניירות ערך או כל מצג שניתן על מנת שגורמים למעט דש איפקס הולדינגס יסתמכו עליו. כל הסתמכות על ניתוח זה תעשה על אחריותו של המשקיע בלבד. אין לעשות שימוש כלשהו, למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לצלם, לשכפל, לצטט, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה בין בדפוס בצילום בהקלטה בהעתקה מכאנית או אלקטרונית בתמורה או שלא בתמורה, את ניתוח או חלקים ממנו, לרבות, ממצאים, מסקנות והערכות הכלולות בו, ללא קבלת אישור בכתב מדש איפקס הולדינגס.

בטרם השקעה מוסבת תשומת הלב לכך כי האמור בסקירה אינו מתאים לכל סוגי המשקיעים ו/או לכל סוגי ההשקעות ואין בסקירה כדי להבטיח כל רווח עתידי. מומלץ, כמו כן, להתייחס לתנודתיות הנובעת משינויים בשערי החליפין (ככל שהדבר רלוונטי) ולהשפעה של תנודתיות זו על החזר ההשקעה בעת המרת כספי דיבידנד, ריבית או תמורת המכירה למטבע המקורי.

סקירה זו היא קניינה של דש איפקס הולדינגס ומיועדת ללקוחותיה – אין להעתיק ו/או לעשות בה שימוש, במלואה או בחלקה - ללא היתר מדש איפקס הולדינגס. דש איפקס הולדינגס ו/או מי מטעמה עשויים לרכוש ו/או למכור ניירות ערך המוזכרים בסקירה ו/או לבצע כל עסקה הקשורה לנוכר בסקירה ו/או לשנות את תוכן העבודה ומסקנותיה ואינה מתחייבת לעדכן או להודיע על כך לכל גורם שהוא.

דש איפקס הולדינגס בע"מ עוסקת במגוון תחומים בשוק ההון, ובין היתר בניהול תיקים, קופות גמל, קרנות נאמנות וקרנות פנסיה. ייתכן כי מניית התאגיד המסוקר מוחזקות על ידי מי מחברות הקבוצה.