

מור גמל ופנסיה בע"מ

דירוג ראשוני | ספטמבר 2025

אנשי קשר:

יוסי יונה

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
yosi.y@midroog.co.il

עמית פדרמן, רו"ח

ראש צוות בכיר, מעריך דירוג משני
amit.federman@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים
moty.c@midroog.co.il

מור גמל ופנסיה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק A1.il באופק יציב, למור גמל ופנסיה בע"מ (להלן: "החברה").

אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל ביום 12 באוגוסט 2013 על פי חוק החברות, כחברה פרטית מוגבלת במניות. ביום 09 בפברואר 2022 הפכה לחברה ציבורית, כהגדרתה בחוק החברות. בעלי המניות העיקריים של החברה הינם י.ד. מור השקעות בע"מ (כ-65.9%), מר קרן אור שמואל (כ-10.6%), והציבור (כ-21.9%). החברה מנהלת קופות גמל וקרנות פנסיה בהתאם לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, כאשר החל מיום 13 בפברואר 2022, החברה בעלת רישיון לעסוק בענף ביטוח פנסיה. קרנות הפנסיה המנוהלות על ידי החברה, קיבלו ביום 15 במרץ 2022 את אישור הממונה בהתאם לתקנות מס ההכנסה. מר אלדד צינמן הינו מנכ"ל החברה ומר מאיר גרידיש הינו יו"ר דירקטוריון החברה.

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה פועלת בענף הגמל ופנסיה וכוללת ניהול קרנות השתלמות, קופות גמל וקרנות פנסיה חדשות. ענף זה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-נמוך, הנתון לחשיפה משמעותית לרגולציה, אשר להערכתנו ממתנת את הסיכון הענפי, במידה מסוימת, אולם עלולה להכביד על החברות בענף. דירוג החברה משקף פרופיל עסקי הולם ביחס לדירוג, הנתמך במיצוב עסקי טוב בתחום הגמל, ונשען על צמיחה מתמשכת בהיקף הנכסים המנוהלים, אולם עודנו מוגבל בשל פיזור מוצרים נמוך יחסית. הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך ביחס כסוי חוב ל-EBITDA בולט לחיוב ביחס לדירוג ויחס מינוף טוב ביחס לדירוג. נכון ליום 30 ביוני 2025, החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ-101 מיליארד ₪ (כ-106 מיליארד ₪ ליום 05 באוגוסט 2025), זאת לעומת כ-87 מיליארד ₪ ליום 31 בדצמבר 2024, כ-70 מיליארד ₪ ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-53 מיליארד ₪ ליום 31 בדצמבר 2022. הצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים (AUM) נבעה בעיקר מצבירות נטו חיוביות ומתשואות חיוביות, לצד הקמת פעילות הפנסיה, כך שבחודש ספטמבר 2021 זכתה החברה בהליך קביעת קרנות פנסיה נבחרות ובחודש מאי 2022 החלו קרנות הפנסיה המקיפה והכללית שבניהול החברה את פעילותן. נכון ליום 30 ביוני 2025, היקף הנכסים המנוהלים בפעילות קרנות הפנסיה מציג צמיחה מתמשכת, כך שעמד על כ-12.9 מיליארד ₪ (כ-13.5 מיליארד ₪ ליום 05 באוגוסט 2025), בהשוואה לכ-9.6 מיליארד ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2024, וכ-4.2 מיליארד ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2023. אנו צופים כי פעילות זו תהפוך למשמעותית ורווחית בטווח הבינוני-ארוך. כל אלו, הובילו לצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים בין השנים 2021-2024, כפי שמשתקף בשיעור גידול שנתי ממוצע (CAGR) של כ-43% בשנים אלו, וזאת בעיקר נוכח ביסוס מעמד החברה בתחום ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות, כאשר אלו משקפים גם את חוזק המותג, יכולת יצור תשואות גבוהות ביחס למתחרות בענף לאורך זמן, וכן קשרי גומלין מתפתחים עם מערך סוכני הפצה ושיווק חיצוניים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו צופים המשך סביבה עסקית מעורבת בתחומי הגמל והפנסיה, הן בשל רמת תחרות גבוהה, הנתמכת ברגולציה, אשר להערכתנו תמשיך להוביל ללחצים על דמי הניהול, והן בשל תנודתיות שוק ההון, המשפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה ועל היקף הנכסים המנוהלים. על אף מלחמה מתמשכת, אנו מעריכים המשך גידול בהיקף הנכסים המנוהלים, לאור צמיחה בנכסים מנוהלים ותשואות חיוביות בשוק ההון במחצית הראשונה של שנת 2025 לצד צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.3% בשנת 2025 וכ-4.6% בשנת 2026¹, ושיעור אבטלה הדוק, הצפוי להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית יוותר מוגבל להערכתנו, בטווח הקצר, על רקע סביבה מקרו-כלכלית מרסנת הכוללת סביבת ריבית ואינפלציה גבוהות ביחס לשנים האחרונות, לצד מלחמה מתמשכת ומאפייני שוק העבודה כאמור, המשליכים על התמתנות בפעילות הכלכלית במשק ועל חיסכון משקי הבית. אנו מעריכים כי הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון, אשר צפויות למתן את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון. בתרחיש הבסיס, אנו מניחים כי היקף הנכסים המנוהלים של החברה צפוי

¹ התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, בנק ישראל, יולי 2025.

להמשיך לצמוח בגידול אורגני, בשיעור שנתי שנע בטווח שבין כ-12%-28% בין השנים 2025-2026. בתוך כך, אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח שבין כ-110-124 מיליארד ₪ בתקופת התחזית וכפועל יוצא, יוביל לגידול בהיקף ההכנסות, שצפויים לנוע בטווח שבין כ-650-720 מיליון ₪, בשנות התחזית, לעומת כ-526 וכ-445 מיליון ₪ בשנים 2024 ו-2023, בהתאמה. בד בבד, היקף ההוצאות צפוי לצמוח, כתוצאה מהמשך הגידול בפעילות, עליית שכר והמשך גידול במצבת העובדים, לצד המשך השקעות בהתייעלות תפעולית מבוססת טכנולוגיה. לפיכך, שיעור הרווח התפעולי מסך ההכנסות צפוי להיות ברמות דומות, ולעמוד על שיעור של כ-21% בממוצע לשנה בשנות התחזית. כמו כן, אנו צופים כי בטווח התחזית יחול גידול מתון בכרית ההונית של החברה, בשל מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, לצד המשך גידול בפעילות החברה וגידול בחוב הפיננסי. תחת הנחה זו, אנו צופים כי יחס המינוף יעמוד על שיעור של כ-36%. אנו מעריכים כי ה-EBITDA תנוע בטווח שבין כ-140-160 מיליון ₪ לשנה, בין השנים 2025-2026 (בהשוואה לכ-90 מיליון ₪ בשנת 2024). הרווח התפעולי צפוי להמשיך ולצמוח, ולנוע בטווח שבין כ-130-150 מיליון ₪ בשנות התחזית, זאת לצד הוצאות מימון נטו שצפויות לנוע בין כ-10-15 מיליון ₪ בשנה, הנובעות בעיקר מהוצאות מימון על הלוואות מתאגידים בנקאיים ובהנחת גיוס חוב נוסף. כפועל יוצא, יחס הרווח התפעולי להוצאות מימון נטו, צפוי לנוע בטווח שבין כ-10x-14x בשנות התחזית, המשקף יכולת בולטת לחיוב ביחס לדירוג לשלם את הוצאות המימון מהתזרים הנובע מפעילות שוטפת, ותומך בדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- פיזור קווי העסקים של החברה, לצד שיפור במיצובה העסקי
- צמיחה בת-קיימא בהיקף הנכסים המנוהלים, שתבטא בשיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה וברווחיות, לצד ריסון מדיניות חלוקת דיבידנדים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל העסקי אשר תבטא, בין היתר, בשחיקה משמעותית בהכנסות החברה
- שחיקה מתמשכת ביחסי הרווחיות וביחסי הכיסוי, ביחס לזו שנלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס של מידרוג
- שחיקה מתמשכת בהיקף הכרית ההונית, בין היתר, בשל חלוקת דיבידנדים אגרסיבית

מור גמל ופנסיה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

2021	2022	2023	2024	30.06.2024	30.06.2025	
54	170	113	44	94	23	יתרות נזילות חופשיות [1]
112	202	202	187	197	190	חוב פיננסי ברוטו [2]
46	196	235	222	236	234	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
233	513	506	503	503	523	סה"כ נכסים
135	276	445	526	246	302	הכנסות
0	15	68	83	35	56	רווח תפעולי [3]
1	18	73	90	38	59	EBITDA [4]
29,811	52,710	70,073	87,102	76,646	101,393	סך נכסים מנוהלים לסוף תקופה
20%	38%	47%	44%	47%	45%	הון למאזן
0%	5%	15%	16%	14%	19%	רווח תפעולי להכנסות
98.7x	11.3x	2.8x	2.1x	2.4x	1.7x	חוב ברוטו ל-EBITDA [5]
0.3x	6.0x	7.9x	9.9x	8.2x	14.9x	רווח תפעולי להוצאות מימון נטו

[1] יתרות נזילות בהתאם לתקנות ההון, בניכוי יתרות נזילות הנדרשות לצרכים רגולטוריים.

[2] החוב הפיננסי כולל הלוואות מתאגידים בנקאיים, התחייבויות חכירה, התחייבויות פיננסיות בשווי הון דרך רווח או הפסד, כמו כן, בשנת 2021 החוב הפיננסי כולל גם התחייבויות למשקיעים.

[3] סך ההכנסות בניכוי הוצאות תפעוליות והוצאות אחרות.

[4] רווח מפעילות לפני הוצאות ריבית, הוצאות מס, הוצאות פחת והפחתות.

[5] TTM.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף פעילות בפרופיל סיכון בינוני-נמוך נוכח תחומי פעילות החברה, המתאפיינים בתחרות גבוהה ורגולציה הדוקה

החברה פועלת בענף הגמל ופנסיה וכוללת ניהול קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות פנסיה חדשות. ענף זה מאופיין על ידנו בפרופיל סיכון בינוני-נמוך, נוכח תמהיל המוצרים המנוהלים של החברה. הענף חשוף משמעותית לרגולציה, אשר להערכתנו ממתנת את הסיכון הענפי, במידה מסוימת, אולם עלולה להכביד על החברות בענף. חסמי הכניסה לענף כוללים, בין היתר, עמידה בדרישות הרגולציה בנושאי בקרה וציות להוראות הדין, קבלת רישיונות ואישורים, הקצאת כוח אדם ומשאבים, תשתית תפעול בקרה ומחשוב, דרישות להון עצמי מזערי וכיו"ב. נציין, כי שינויי רגולציה והעלויות הכרוכות בכך עלולים להעיב על פעילות החברות בענף. על כן, אנו מעריכים כי חברות אשר לא תסתגלנה לשינויים רגולטוריים ולא תעמודנה באתגרים התפעוליים והניהוליים, עלולות להיפגע הן במיצוב העסקי והן בפרופיל הפיננסי. ערוצי ההפצה המרכזיים בענף מתבססים על סוכנים חיצוניים, לרבות סוכנויות הסדר וסוכנים עצמאיים, הזכאים לעמלות (עמלות נפרעים ועמלות היקף), לצד זאת, קיים גם ערוץ הפצה ישיר. אנו רואים בתחומי ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות, ובפרט קרנות פנסיה, מאפייני ביקוש קשיחים יחסית ביחס לשאר המוצרים בענף, אשר מאופיינים בתנודתיות גבוהה יותר ומושפעים, בין היתר, ממצב שוק ההון ומייעוץ השקעות שמקבלים לקוחות המערכת הבנקאית (הנסמך על מערכות דירוג פנימיות). הסביבה התחרותית בענף הפנסיה והגמל מושפעת משינויי חקיקה, רגולציה ורפורמות, אשר תרמו במידה רבה לריבוי השחקנים בענף. יש לציין, כי על אף התחרות הגוברת בתחום קופות הגמל, תחום קרנות הפנסיה מאופיין בריכוזיות גבוהה, כאשר הרוב המוחלט מנכסי קרנות הפנסיה מנוהלים על ידי חברות הביטוח, בין היתר, כתוצאה מחסמי כניסה משמעותיים יותר.

פרופיל עסקי הולם ביחס לדירוג, הנתמך במיצוב עסקי טוב בתחום הגמל ונשען על צמיחה מתמשכת בהיקף הנכסים

המנוהלים; עם זאת, פיזור המוצרים נמוך יחסית

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ-101 מיליארד ₪ נכון ליום 30 ביוני 2025 (כ-106 מיליארד ₪ ליום 05 באוגוסט 2025), זאת לעומת כ-87 מיליארד ₪ ליום 31 בדצמבר 2024, כ-70 מיליארד ₪ ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-53 מיליארד ₪ ליום 31 בדצמבר 2022. הצמיחה בהיקף הנכסים נבעה בעיקר מצבירות נטו חיובית ומתשואות חיוביות, לצד הקמת פעילות הפנסיה, כך שבחודש ספטמבר 2021 החברה זכתה בהליך קביעת קרנות פנסיה נבחרות, כאשר החל מחודש מאי 2022, החלה החברה בקליטת כספי עמיתים לקרנות הפנסיה המקיפה והכללית שבניהולה. עוד נציין, כי בחודש ספטמבר 2024 הודיעה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון בפעם השנייה כי קרן הפנסיה שבניהול החברה נקבעה לשמש כקרן נבחרת וזאת עד ליום 31 באוקטובר 2028. נכון ליום 30 ביוני 2025, היקף הנכסים המנוהלים בפעילות קרנות הפנסיה מציג צמיחה מתמשכת, כך שעמד על כ-12.9 מיליארד ₪ (כ-13.5 מיליארד ₪ ליום 05 באוגוסט 2025), בהשוואה לכ-9.6 מיליארד ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2024, וכ-4.2 מיליארד ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2023. אנו צופים כי פעילות זו תהפוך למשמעותית ורווחית בטווח הבינוני-ארוך. כל אלו הובילו לצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים (AUM) בין השנים 2021-2024, כפי שמשקף גידול שנתי ממוצע (CAGR) של כ-43% בשנים אלו, וזאת בעיקר נוכח ביסוס מעמד החברה בתחום ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות, כאשר אלו משקפים גם את חוזק המותג, יכולת יצור תשואות גבוהות ביחס למתחרות בענף ולאורך זמן, וכן קשרי גומלין מתפתחים עם מערך סוכני הפצה ושיווק חיצוניים. להערכתנו, גורמים אלו אפשרו לחברה לגבות דמי ניהול גבוהים ביחס למתחרות בתחום ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות, להציג צמיחה משמעותית ועודפת בנכסים המנוהלים בשנים האחרונות, וכן לשפר את מיצובה העסקי. תמהיל מוצרי החברה מוטה בעיקר לפעילות קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, אשר היוו כ-87% מסך הנכסים המנוהלים נכון ליום 30 ביוני 2025 (כ-88.5 מיליארד ₪), כאשר קרנות הפנסיה היוו כ-13% מסך הנכסים המנוהלים, אולם נמצא במגמת שיפור (נכון ליום 31 בדצמבר 2023 קרנות הפנסיה היוו כ-6% בלבד). נציין, כי אנו צופים שהמשך הצמיחה בתחום הפנסיה ימשיך לתמוך בשינוי תמהיל מוצרי החברה בטווח הבינוני-ארוך.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו צופים המשך סביבה עסקית מעורבת בתחומי הגמל והפנסיה, הן בשל רמת תחרות גבוהה, הנתמכת ברגולציה, אשר להערכתנו תמשיך להוביל ללחצים על דמי הניהול, והן בשל תנודתיות שוק ההון, המשפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה ועל היקף הנכסים המנוהלים. על אף מלחמה מתמשכת, אנו מעריכים המשך גידול בהיקף הנכסים המנוהלים, לאור צמיחה בנכסים מנוהלים ותשואות חיוביות בשוק ההון במחצית הראשונה של שנת 2025 לצד צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.3% בשנת 2025 וכ-4.6% בשנת 2026, ושיעור אבטלה הדוק, הצפוי להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד,

פוטנציאל הצמיחה הענפית יותר מוגבל להערכתנו, בטווח הקצר, על רקע סביבה מקרו-כלכלית מרסנת הכוללת סביבת ריבית ואינפלציה גבוהות ביחס לשנים האחרונות, לצד מלחמה מתמשכת ומאפייני שוק העבודה כאמור, המשליכים על התמתנות בפעילות הכלכלית במשק ועל חיסכון משקי הבית. אנו מעריכים כי הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון, אשר צפויות למתן את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון. בתרחיש הבסיס, אנו מניחים כי היקף הנכסים המנוהלים של החברה צפוי להמשיך לצמוח בגידול אורגני, בשיעור שנתי שנע בטווח שבין כ-12%-28% בין השנים 2025-2026. בתוך כך, אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח שבין כ-110-124 מיליארד ₪ בתקופת התחזית וכפועל יוצא, יוביל לגידול בהיקף ההכנסות, שצפויים לנוע בטווח שבין כ-650-720 מיליון ₪, בשנות התחזית, לעומת כ-526 וכ-445 מיליון ₪ בשנים 2024 ו-2023, בהתאמה.

רווחיות החברה מגלמת שיפור בשנים האחרונות והולמת ביחס לדירוג

שיעור דמי הניהול המשווקלל בגין הנכסים המנוהלים של החברה נמצא במגמת שחיקה בשנים האחרונות (בדומה למגמה בענף), ועמד על כ-0.66% בשנת 2024, וזאת לעומת ממוצע דמי הניהול של כ-0.71% בשנת 2023. שחיקה זו נבעה בעיקר מסביבה תחרותית גבוהה לצד גידול בפעילות הפנסיה, המאופיינת בדמי ניהול נמוכים ביחס לקופות גמל וקרנות השתלמות.

בשנים האחרונות חל גידול מואץ בהיקף הנכסים המנוהלים, אשר כפועל יוצא מוביל לעלייה משמעותית בהיקף ההכנסות, כך שההכנסות צמחו בשיעור של כ-18% בשנת 2024 וכ-61% בשנת 2023. בד בבד, החברה הציגה גידול מואץ בהיקף ההוצאות אשר נבע, בין היתר, מגידול משמעותי של כוח האדם, השקעות במחשוב, הוצאות בגין פרסום ושיווק, וכן מעלייה ניכרת בהוצאות עמלות לסוכנים. שיעור הרווחיות (רווח תפעולי לסך הכנסות) עמד על כ-19% בחציין הראשון של שנת 2025 (במונחים שנתיים), בהשוואה לכ-16% בשנת 2024 ו-15% בשנת 2023. נציין, כי תחום הפנסיה בחברה מושפע מחסרונות לקוטן, כאשר פוטנציאל הרווח בתחום זה תלוי בקצב צבירת הנכסים ומיתרונות לגודל, אשר צפויים לתמוך בשיעורי הרווחיות בטווח הבינוני. בנטרול זאת, מערך הגמל מציג שיפור ברווחיות נוכח הצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים, על אף שחיקה מסוימת בשיעור דמי הניהול הנגבים מלקוחות החברה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים צמיחה בהיקף ההכנסות אשר יעמוד על שיעור ממוצע של כ-17% בשנה, זאת לאור הערכתנו להמשך גידול בהיקף הנכסים המנוהלים, לצד שחיקה מסוימת בשיעור דמי הניהול. השפעות התחרות והרגולציה, המעודדות תחרות מחיר, מותנו עקב סביבת הריבית הגבוהה במשק, אשר עשויה להשפיע על פוטנציאל התשואה, ומשכך על דמי הניהול הממוצעים שתגבה החברה. בד בבד, היקף ההוצאות צפוי לצמוח, כתוצאה מהמשך הגידול בפעילות, עליית שכר והמשך גידול במצבת העובדים, לצד המשך השקעות בהתייעלות תפעולית מבוססת טכנולוגיה. לפיכך, שיעור הרווח התפעולי מסך ההכנסות צפוי להיוותר ברמות דומות, ולעמוד על שיעור של כ-21% בממוצע לשנה בשנות התחזית.

מינוף מאזני טוב ביחס לדירוג, אולם צפוי להישחק בשל מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית המעיבה על יכולת בניית כרית הונית לצד גידול בפעילות

נכון ליום 30 ביוני 2025, יחס המינוף המאזני טוב ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביחס ההון המיוחס לבעלי המניות לסך המאזן, שעמד על כ-45%. נציין, כי בשנים האחרונות היקף ההון העצמי של החברה הושפע מחד גיסא, לחיוב מהנפקת שטר הון בשנת 2021 לצד הנפקת מניות לציבור של החברה בשנת 2022, ומאידך גיסא, לשלילה מחלוקת דיבידנדים בהיקפים משמעותיים החל משנת 2024. בהתאם לכך, ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות עמד על כ-234 מיליון ₪ נכון ליום 30 ביוני 2025, לעומת כ-222 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2024 וכ-235 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2023. בתרחיש הבסיס, אנו צופים גידול מתון בכרית ההונית של החברה, בשל מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, לצד המשך גידול בפעילות החברה וגידול בחוב הפיננסי. תחת הנחה זו, אנו צופים כי יחס המינוף יעמוד על שיעור של כ-36%.

יחסי הכיסוי בולטים לחיוב ביחס לדירוג ונתמכים בצמיחה ברווחיות התפעולית

יחסי הכיסוי של החברה בולטים לחיוב ביחס לדירוג, כפי שבא לידי ביטוי ביחסי כיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA אשר עמד על כ-1.7x ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2025 וכ-2.1x בשנת 2024, ומגלם מגמת שיפור משמעותית בשנים האחרונות (כ-2.8x בשנת

2023 (וכ-11.3א בשנת 2022). כמו כן, יחס זה צפוי להיותר ברמות דומות בשנות התחזית, כך שינוע בטווח שבין 1.9א-2.3א וזאת כפועל יוצא מהנחתנו לגידול בהיקף ה-EBITDA, לצד גידול בחוב הפיננסי של החברה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים כי ה-EBITDA תנוע בטווח שבין כ-140-160 מיליון ₪ לשנה, בין השנים 2025-2026 (בהשוואה לכ-90 מיליון ₪ בשנת 2024). הרווח התפעולי צפוי להמשיך ולצמוח, ולנוע בטווח שבין כ-130-150 מיליון ₪ בשנות התחזית, זאת לצד הוצאות מימון נטו שצפויות לנוע בין כ-10-15 מיליון ₪ בשנה, הנובעות בעיקר מהוצאות מימון על הלוואות מתאגידים בנקאיים ובהנחת גיוס חוב נוסף. כפועל יוצא, יחס הרווח התפעולי להוצאות מימון נטו, צפוי לנוע בטווח שבין כ-10א-14א בשנות התחזית, המשקף יכולת בולטת לחיוב ביחס לדירוג לשלם את הוצאות המימון מהתזרים הנובע מפעילות שוטפת, ותומך בדירוג.

חלוקת דיבידנדים אגרסיבית מחלישה את המדיניות הפיננסית של החברה

החברה אימצה מדיניות חלוקת דיבידנדים כמקובל בקבוצה, לפיה החברה תחלק לפחות 80% מרווחיה השוטפים הראויים לחלוקה של החברה, כדיבידנדים לבעלי המניות. להערכתנו, שיעור חלוקה זה, מצביע על מדיניות פיננסית שאינה מאזנת דיה בין בעלי המניות בחברה לבין בעלי החוב, בהתחשב בתוכניות הצמיחה של החברה לשנים הקרובות והינה בולטת לשלילה ביחס לדירוג.

שיקולים נוספים לדירוג

שיקולי ESG

שיקולי סביבה - לחברות מנהלות בענף הפנסיה והגמל בישראל חשיפה נמוכה יחסית לסיכונים סביבתיים. עם זאת, חברות אלו מתמודדות עם סיכון מוניטין הקשור לתפיסת הלקוחות, רגולטורים ומשתתפי שוק אחרים לגבי תגובתם לסיכונים סביבתיים ולניהול ESG באסטרטגיית ההשקעות. אנו מעריכים כי הסיכון בהיבטי שיקולי הסביבה הינם נמוכים יחסית בחברות מנהלות בענף זה בישראל.

שיקולים חברתיים - להערכתנו, החשיפה של חברות מנהלות בענף הפנסיה והגמל לסיכונים חברתיים הינה נמוכה-בינונית. חברות אלו חשופות בעיקר לסיכונים הקשורים בקשרי לקוחות, אשר משקפים סיכונים והזדמנויות סביב האופן שבו מנפיק מקיים אינטראקציה עם לקוחותיו. טיפול באבטחת מידע ופרטיות הלקוחות מהווה שיקול חשוב בתחום שבו למנפיק קיימת גישה לכמויות גדולות של נתונים אישיים.

שיקולי ממשל תאגידי - חברות מנהלות בענף הפנסיה והגמל בישראל נמדדות מול אסטרטגיית פיננסית וניהול סיכונים, אשר משקפים את סובלנות הדירקטוריון והנהלה לסיכונים פיננסיים, אשר יכולים להשפיע על רמות החוב, תזרים המזומנים ומבנה ההון של המנפיק. ההנהלה והיסטוריית הפעילות של המנפיק ביחס למינוף והקצאת הון, הם חלק מהשיקולים בקטגוריה זו. כך למשל, שינוי פתאומי במדיניות חלוקת הדיבידנדים, אשר עלולה להצביע על גמישות פיננסית מופחתת, בעוד מדיניות שמרנית יותר תאפשר לחברה לעמוד טוב יותר כנגד תנודתיות והשפעות שליליות בשוק. להערכתנו, לחברה חשיפה שלילית לסיכונים ממשל תאגידי, זאת בשל מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית כאמור, אשר מקשה על החברה לבנות כרית הונית מרווחיה השוטפים.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		30.06.2025				
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	תת פרמטר	פרמטר	קטגוריה
Aa.il	-	Aa.il	-	-	ענף הפעילות	פרופיל ענפי
A.il	720-650	A.il	*602	היקף הכנסות במיליוני ₪	מיצוב עסקי	פרופיל עסקי
Aa.il	90%-85%	Aaa.il	**90%	שימור נכסים מנוהלים		
Aaa.il	>150%	Aaa.il	>150%	תחלופת נכסים מנוהלים		
Baa.il	3	Baa.il	3	קווי עסקים	גיוון עסקי	
A.il	~21%	A.il	~19%	שיעור רווח תפעולי להכנסות	רווחיות	פרופיל פיננסי
A.il	~36%	Aa.il	45%	הון עצמי/סך מאזן	רמת מינוף	
Aa.il	2.1x	Aa.il	1.7x	חוב/EBITDA	תזרים ויחסי	
Aaa.il	>8	Aaa.il	>8	רווח תפעולי להוצאות מימון נטו	כיסוי	
Baa.il	-	Baa.il	-	-	מדיניות פיננסית	
A1.il				דירוג נגזר		
A1.il				הדירוג בפועל		

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.
* בגילום שנתי.
** בשנת 2024.

דוחות קשורים

י.ד. מור השקעות בע"מ - דוחות קשורים

דירוג בתי השקעות - דוח מתודולוגי, יוני 2024

קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022

טבלת זיקות והחזקות

סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

10.09.2025

שם יוזם הדירוג:

מור גמל ופנסיה בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מור גמל ופנסיה בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.