

מיטב בית השקעות בע"מ¹

מעקב | ספטמבר 2024

אנשי קשר:

יוסי יונה

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

אביאור דגן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
avior.dagan@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

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

¹ מיטב בית השקעות בע"מ הינה הבעלים של מלוא הון המניות המונפק והנפרע של מיטב ניירות ערך והשקעות בע"מ, אשר מחזיקה 4.9% מהון המניות של מידרוג בע"מ. המניות שמחזיקה החברה [בעקיפין] במידרוג בע"מ חסרות אמצעי שליטה כלשהם.

מיטב בית השקעות בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il, באופק יציב, לאגרות החוב (סדרות ג' ו-ד'), שהנפיקה מיטב בית השקעות בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "מיטב"). בנוסף, מידרוג קובעת דירוג מנפיק A1.il, באופק יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
10/12/2025	יציב	A1.il	1121763	מיטב השק אגח ג
10/12/2029	יציב	A1.il	1161371	מיטב השק אגח ד

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה פועלת בענף בתי ההשקעות באמצעות פעילות מגוונת בשוק ההון וכוללת ניהול קופות גמל, קרנות השתלמות, קרנות פנסיה, קרנות נאמנות, תיקי השקעות, קרנות סל וקרנות כספיות. כמו כן, עוסקת החברה בפעילויות נוספות, כגון פעילות חבר בורסה וברוקראד², סוכנויות ביטוח ואשראי חוץ בנקאי. ענף בתי ההשקעות מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני ונתון לחשיפה משמעותית לרגולציה, אשר להערכתנו ממתנת את הסיכון הענפי במידה מסוימת, אולם עלולה להכביד על החברות בענף. דירוג החברה משקף פרופיל עסקי טוב, הנתמך בצמיחה עקבית וגבוהה בהיקף הנכסים המנוהלים, לצד תמהיל מוצרים הבולט לחיוב ביחס לדירוג. הפרופיל הפיננסי של החברה הולם ביחס לדירוג ונתמך בשיעורי רווחיות טובים ביחס לדירוג ויחס כיסוי חוב ל-EBITDA² אשר הולם את הדירוג, אולם יחס המינוף בולט לשלילה ביחס לדירוג. נכון ליום 30 ביוני 2024, החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ-297 מיליארד ₪, לעומת כ-245 מיליארד ₪ ליום 30 ביוני 2023 וכ-270 מיליארד ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2023.

בתרחיש הבסיסי של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי ההשקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, הנתמכת ברגולציה אשר להערכתנו תמשיך להוביל ללחצים על דמי הניהול בחלק ממגזרי הפעילות, אולם עם התמתנות מסוימת, בעיקר במגזר חיסכון ארוך טווח, לצד תנודתיות בשוק ההון המשפיעות על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. על אף המלחמה המתמשכת ואי-הוודאות השוררת בעקבותיה, אנו מעריכים כי מגמת הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך צפויה להימשך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-1.5% בשנת 2024 וכ-4.2% בשנת 2025³, לצד שיעור אבטלה הדוק, הצפוי להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד, אנו מעריכים כי פוטנציאל הצמיחה הענפית יוותר מוגבל בטווח הקצר, על רקע סביבה מקרו-כלכלית מרסנת הכוללת סביבת ריבית ואינפלציה גבוהות ביחס לשנים האחרונות, לצד השלכות המלחמה ומאפייני שוק העבודה כאמור, המשליכים על התמתנות בפעילות הכלכלית במשק ועל חיסכון משקי הבית. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון כאמור, אשר צפויות למתן אף הן את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון וניהול הנכסים, ובעיקר את פוטנציאל הצמיחה במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וניהול תיקים), נוכח אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדיונות משמעותיים בתקופות של חוסר ודאות ותנודתיות בשווקים. מנגד, סביבת הריבית משפיעה לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החיסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב), בעיקר באמצעות קרנות נאמנות וניהול תיקים. להערכתנו, צפוי המשך גידול אורגני בשיעור שנתי שנע בטווח שבין כ-13%-16% בשנות התחזית, בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה. בתוך כך, אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח שבין כ-312-353 מיליארד ₪ בתקופת התחזית וכפועל יוצא, יוביל לגידול בהיקף ההכנסות שינועו בטווח שבין כ-1.5-1.6 מיליארד ₪, לעומת כ-1.3 מיליארד ₪ וכ-1.2 מיליארד ₪ בשנים 2023 ו-2022, בהתאמה. אנו מעריכים כי שיעור הרווח התפעולי לסך ההכנסות צפוי להיוותר יציב בשנות התחזית, ולנוע בטווח שבין כ-26%-27%. אנו צופים כי החברה תפעל לבניית הכרית ההונית ולשיפור יחס המינוף

² ה-EBITDA מחושבת בנטרול תוצאות המימון החוץ בנקאי ובתוספת דיבידנדים ששולמו מקבוצת פנינסולה בע"מ.

³ [התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, בנק ישראל, יולי 2024.](#)

המאזני בטווח התחזית, נוכח צבירת רווחים שוטפים, כאשר הנחה לחלוקת דיבידנדים בשיעור של לפחות 50% מהרווח הנקי תמתן את הצמיחה בכרית ההונית בשנים 2024-2025. תחת הנחות אלו, אנו צופים כי יחס המינוף ינוע בטווח שבין כ-15%-17%. כמו כן, אנו מעריכים כי ה-EBITDA תנוע בטווח שבין כ-420-470 מיליון ₪ לשנה בשנות התחזית (בהשוואה לכ-346 מיליון ₪ בשנת 2023). הרווח התפעולי צפוי להמשיך לצמוח ולנוע בטווח שבין כ-400-445 מיליון ₪ בין השנים 2024-2025, זאת לצד הוצאות מימון נטו שצפויות לנוע בטווח שבין כ-75-93 מיליון ₪. כפועל יוצא, יחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו צפוי לנוע בטווח שבין כ-4.8-5.3 בשנות התחזית ומשקף יכולת הולמת ביחס לדירוג לתשלום הוצאות המימון מהתזרים הנובע מפעילות שוטפת. כמו כן, להערכתנו יחס החוב ל-EBITDA צפוי להיות הולמת ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין כ-3.5-3.8 בשנות התחזית.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. בד בבד, המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של הגבלות והשלכות, לצד חוסר ודאות לגבי היקף ומשך המלחמה הצפויים והשלכותיה על המשק הישראלי. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023)⁴.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחס המינוף של החברה
- שיפור ביחס שימור הנכסים המנוהלים
- שיפור ביחסי הכיסוי של החברה, בפרט חוב ל-EBITDA ורווח תפעולי להוצאות מימון נטו

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל העסקי אשר תתבטא, 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 של החברה
- השלכות שליליות מהותיות מתוקף פסק הדין שהתקבל בבית המשפט המחוזי בתל אביב, שישפיע על המינוף, יחסי הכיסוי ויכולת העמידה בקובננטים

⁴ הדוח "השלכות מלחמת חרבות ברזל על כושר החזר האשראי של מנפיקים מדורגים על ידי מידרוג - דו"ח מיוחד", מפורסם באתר מידרוג.

מיטב בית השקעות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪ ובאחוזים

2020	2021	2022	2023	30.06.2023	30.06.2024	
475	467	713	744	780	742	יתרות נזילות חופשיות [1]
1,186	1,205	1,516	1,409	1,443	1,507	חוב פיננסי מתואם ברוטו [2]
979	507	497	722	672	788	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
3,532	4,142	4,755	4,894	4,728	5,431	סה"כ נכסים
995	1,112	1,192	1,313	641	765	הכנסות [3]
288	(64)	279	329	170	221	רווח (הפסד) תפעולי [4]
228	(47)	302	346	158	230	EBITDA [5]
146,829	222,766	221,653	269,638	245,204	296,885	סך נכסים מנוהלים לסוף תקופה
28%	12%	10%	15%	14%	15%	הון למאזן
29%	(6%)	23%	25%	27%	29%	רווח (הפסד) תפעולי להכנסות
5.2x	(25.4x)	5.0x	4.1x	4.6x	3.6x	חוב ברוטו ל-EBITDA
9.0x	(0.2)	3.5x	4.8x	4.4x	6.5x	רווח (הפסד) תפעולי להוצאות מימון נטו

[1] יתרות נזילות בניכוי יתרות נזילות הנדרשות לצרכים רגולטוריים.
 [2] החוב הפיננסי המתואם כולל אשראי מתאידיים בנקאיים ונותני אשראי אחרים, התחייבויות בגין מכירת ניירות ערך בחסר, אגרות חוב והתחייבויות בגין חכירה, ובניכוי התחייבויות פיננסיות של חברות בנות העוסקות במימון חוץ בנקאי.
 [3] לא כולל סכומי החזר הכנסות בקשר עם תביעות משפטיות כנגד החברה.
 [4] סך ההכנסות בניכוי הוצאות תפעוליות והוצאות אחרות.
 [5] מה-EBITDA נטרלו תוצאות מימון חוץ בנקאי, בתוספת דיבידנדים ששולמו מקבוצת פיניסולה בע"מ.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף פעילות בפרופיל סיכון בינוני, המתאפיין בתחרות גבוהה ורגולציה הדוקה, כאשר מגזר פעילות המימון החוץ בנקאי מאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה

החברה פועלת בענף בתי השקעות באמצעות פעילות מגוונת בשוק ההון וכוללת ניהול קופות גמל, קרנות השתלמות, קרנות פנסיה, קרנות נאמנות, תיקי השקעות, קרנות סל וקרנות כספיות. כמו כן, עוסקת הקבוצה בפעילויות נוספות, כגון פעילות חבר בורסה וברוקראד, סוכנויות ביטוח ואשראי חוץ בנקאי. ענף בתי השקעות מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני, הנתון לחשיפה משמעותית לרגולציה, אשר להערכתנו ממתנת את הסיכון הענפי, במידה מסוימת, אך 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 שינוי 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. פעילות השייוק בקרב חברות בענף נעשית באופן ישיר וכן, באמצעות סוכנים חיצוניים, לרבות סוכנויות הסדר וסוכנים עצמאיים. בהתקשרויות אלו, זכאים הסוכנים לקבלת עמלות (עמלות נפרעים ועמלות היקף) מהחברות בענף, הנגזרות לרוב, מסך הנכסים המנוהלים של הלקוח. אנו רואים בתחומי ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות, ובפרט קרנות פנסיה, מאפייני ביקוש קשיחים יחסית ביחס לשאר המוצרים בענף, אשר מאופיינים כתנדטיים יותר ומושפעים, בין היתר, ממצב שוק ההון ומייעוץ השקעות שמקבלים לקוחות המערכת הבנקאית (הנסמך על מערכות דירוג פיננסיות). הסביבה התחרותית בענף בתי השקעות מושפעת משינוי חקיקה, רגולציה ורפורמות (כגון "ועדת בכר"), אשר תרמו במידה רבה לריבוי השחקנים בענף. עם זאת, בשנים האחרונות ניכרת מגמה של מיזוגים ורכישות בין בתי השקעות, לרבות ניהול קרנות נאמנות. יש לציין, כי על אף התחרות הגוברת בתחומי הגמל, קרנות נאמנות וניהול התיקים, תחום קרנות הפנסיה מאופיין בריכוזיות גבוהה, כאשר כ-90% מנכסי קרנות הפנסיה מנוהלים על-ידי חברות הביטוח, בין היתר, כתוצאה מחסמי כניסה משמעותיים יותר.

בנוסף, החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי באמצעות קבוצת פיניסולה בע"מ (להלן: "פיניסולה") וחברות בנות שלה במתן אשראי לתאגידים קטנים ובינוניים, באמצעות Lotus Investment Management Limited במתן הלוואות מגובות נדל"ן ליזמי ומשקיעי נדל"ן באירלנד, ובאמצעות מיטב הלוואות בע"מ בפעילות מתן אשראי ללקוחות פרטיים, ובפרט, במתן אשראי מגובה בטוחות נדל"ן ובמתן מסגרות אשראי ליזמי נדל"ן. ענף זה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, הנתון לחשיפה גבוהה למגוון משתנים

מקרו-כלכליים, לצד חשיפה לשינויים רגולטוריים, המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים והיציבות בענף. ראוי לציין, כי אנו רואים עלייה בסיכון הענפי הכוללת, בין היתר, שחיקה משמעותית באיכות תיק האשראי, בנזילות, ברווחיות, ביכולת השבת הכנסות ובנגישות למקורות מימון, בקרב החברות הפועלות בענף. הענף מאופיין בחשיפה משמעותית לחברות בנייה וקבלנות הפועלות בענפי התשתיות, הבנייה והנדל"ן על נגזרותיהם, המאופיינים בסיכון ענפי גבוה יחסית בשל מאפיינים הומוגניים. כמו כן, הענף מאופיין באסימטריה במידע אל מול לקוחות ומושכים, חלקם בעלי פרופיל סיכון גבוה, אשר עשוי להיות ממותן, במידה מסוימת, באמצעות בטוחות. חסמי הכניסה העיקריים לענף כוללים, בין היתר, הון עצמי ונגישות למקורות מימון בעלויות נמוכות, וכן אישורים רגולטוריים הנדרשים לצורך מתן אשראי. חסמי כניסה נוספים כוללים, בין היתר, ותק, ניסיון, ידע מקצועי ובסיס נתונים, התומכים ביכולת חיתום ובמהירות זמני התגובה.

פרופיל עסקי טוב, הנתמך בהיקף הכנסות גבוה ותמהיל מוצרים מפוזר הבולט לחיוב ביחס לדירוג

לחברה פרופיל עסקי טוב, הנתמך בגודל משמעותי, כפי שמתבטא בהיקף הנכסים המנוהלים וההכנסות, נתי שוק משמעותיים בעסקי הליבה, מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר, פיזור קווי עסקים ומערך שיווק והפצה, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות של החברה לאורך המחזור הכלכלי. החברה הינה מבתי ההשקעות הגדולים בישראל ומנהלת נכסים בהיקף של כ-297 מיליארד ₪ נכון ליום 30 ביוני 2024, לעומת כ-245 מיליארד ₪ ליום 30 ביוני 2023, אשר תומכים ביכולתה לשמור על פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית גבוהה, על אף חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות.

היקף הנכסים במגזר חיסכון ארוך טווח (גמל ופנסיה) עמד על כ-139 מיליארד ₪ נכון ליום 30 ביוני 2024 (31 בדצמבר 2023: 120 מיליארד ₪), כאשר החברה הוסיפה לצמוח אורגנית בתקופה זו, נהנתה מצבירות נטו חיוביות במגזר זה, ותשואה חיובית במהלך החציון הראשון לשנת 2024. נציין, כי תחום הפנסיה שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה לאור הפקדות שוטפות משמעותיות, הוסיף לצמוח בשנה זו גם מתוקף בחירתה של קרן הפנסיה של מיטב גמל ופנסיה בע"מ (להלן: "מיטב גמל"), כאחת מארבע קרנות פנסיה הנבחרות, אשר להערכתנו עשוי להמשיך ולהיטיב עם פעילותה של מיטב גמל, כאשר מנגד קידום קרן פנסיה נבחרת מגביר את התחרות ואת מגמת השחיקה בדמי הניהול הממוצעים שקרנות הפנסיה גובות. בהתאם לכך, נכון ליום 30 ביוני 2024, היקף הנכסים המנוהלים בפעילות קרנות הפנסיה עמד על כ-47 מיליארד ₪, בהשוואה לכ-39 מיליארד ₪ ליום 31 בדצמבר 2023.

לחברה מגוון מוצרים רחב הבולט לחיוב ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה כאחד, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (שאינן ניהול נכסים) חשופות במידה פחותה לשוק ההון ולכן, בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה, למרות החשיפה למחזוריות הכלכלית. בנוסף, החברה פועלת לפיתוח מקורות הכנסה נוספים מהשקעות אלטרנטיביות, אך להערכתנו תרומתן בטווח הקצר-בינוני תיותר נמוכה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי ההשקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, הנתמכת ברגולציה אשר להערכתנו תמשיך להוביל ללחצים על דמי הניהול בחלק ממגזרי הפעילות, והן בשל תנודתיות שוקי ההון, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. יתרה מכך, על אף המלחמה המתמשכת ואי-הוודאות השוררת בעקבותיה, אנו מעריכים כי מגמת הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך צפויה להימשך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-1.5% בשנת 2024 וכ-4.2% בשנת 2025, לצד שיעור 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 השלכות המלחמה ומאפייני שוק העבודה כאמור, המשליכים על התמתנות בפעילות הכלכלית במשק ועל חיסכון משקי הבית. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון כאמור, אשר צפויות למתן אף הן את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון וניהול הנכסים, ובעיקר את פוטנציאל הצמיחה במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וניהול תיקים), נוכח אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדיונות משמעותיים בתקופות המלוות בחוסר ודאות ותנודתיות בשווקים. מנגד, סביבת הריבית משפיעה לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החיסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב), בעיקר באמצעות קרנות נאמנות וניהול תיקים. בתרחיש זה, אנו מעריכים כי החברה צפויה להמשיך לגדול באופן אורגני בשיעור שנתי שנע בטווח שבין כ-13%-16% בין השנים 2024-2025 בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה. בתוך כך, אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח שבין 312-353

מיליארד ₪ בתקופת התחזית וכפועל יוצא, יוביל לגידול בהיקף ההכנסות, שינועו בטווח שבין כ-1.5-1.6 מיליארד ₪, לעומת כ-1.3 מיליארד ₪ וכ-1.2 מיליארד ₪ בשנים 2023 ו-2022, בהתאמה.

רווחיות החברה טובה ביחס לדירוג

שיעור דמי ניהול המשוקלל בגין הנכסים המנוהלים של החברה נמצא במגמת שחיקה בשנים האחרונות (בדומה למגמה בענף), כך שהוא עמד בממוצע על שיעור של כ-0.50% בשנים 2018-2019, וזאת לעומת ממוצע דמי ניהול של כ-0.34% בשנים 2022-2023. שחיקה זו נבעה בעיקר מגידול בפעילות הפנסיה ומפעילות קרנות מחקות וקרנות הסל, המאופיינות בדמי ניהול נמוכים יחסית.

במהלך השנתיים האחרונות חל גידול משמעותי בהיקף הנכסים המנוהלים וכפועל יוצא בהיקף ההכנסות, כך שבשנת 2023 ובמחצית הראשונה של שנת 2024 צמחו הנכסים המנוהלים בשיעור של כ-22% וכ-10%, בהתאמה. נוכח הגידול בהכנסות, שיעור הרווחיות (רווח תפעולי לסך הכנסות) עמד על כ-29% בחציון הראשון של שנת 2024, לעומת ממוצע של כ-24% בין השנים 2022-2023. כמו כן, מגזר האשראי החוץ בנקאי, אשר מושפע בעיקרו מפעילותה של פנינסולה, מאופיין בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית, התומכים בפזור ההכנסות וברווחיות החברה, כאשר משקל מגזר זה מסך ההכנסות עלה בשנים האחרונות ועמד על כ-20% נכון למחצית הראשונה של שנת 2024, לעומת כ-17% בממוצע בין השנים 2021-2023.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו מעריכים צמיחה בהיקף ההכנסות בשיעור שנע בטווח שבין כ-6%-16% בשנה, זאת לאור הערכתנו להמשך גידול בהיקף הנכסים המנוהלים, לצד שיפור מסוים בשיעור דמי ניהול. השפעות התחרות והרגולציה, המעודדות תחרות מחיר, מותנו עקב סביבת הריבית הגבוהה במשק, אשר עלולה להשפיע על פוטנציאל התשואה, ומשכך להקשות על מהלכי העלאת דמי ניהול הממוצעים שתגבה החברה, בעיקר בתחומי הקרנות. בד בבד, היקף ההוצאות צפוי לצמוח, כתוצאה מהמשך הגידול בפעילות, עליית שכר והמשך גידול במצבת העובדים. לפיכך, שיעור הרווח התפעולי מסך ההכנסות צפוי להיות יציב בשנות התחזית, ולנוע בטווח שבין כ-26%-27%.

יחס המינוף בולט לשלילה ביחס לדירוג

נכון ליום 30 ביוני 2024, יחס המינוף המאזני בולט לשלילה ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביחס ההון המיוחס לבעלי המניות לסך המאזן, שעמד על כ-14.5%. נציין, כי היקף ההון העצמי מושפע לשלילה מתוקף פסק הדין שהתקבל בבית המשפט המחוזי בתל אביב בנינו ביצעה החברה הפרשה מהותית בגין תביעות משפטיות (כולל חבויות שיפוי והצמדות), אשר נכון ליום 30 ביוני 2024 סכום הפרשה הכולל בגין תביעות שהוגשו כנגד החברות בקבוצה מסתכם בכ-539 מיליוני ₪, כאשר הפרשה זו הקטינה את הון החברה באופן משמעותי. בהתאם לכך, ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות עמד על סך של כ-788 מיליארד ₪ נכון ליום 30 ביוני 2024, לעומת סך של כ-979 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2020. עם זאת, אנו מעריכים כי החברה תפעל לבניית הכרית ההונית ולשיפור יחס המינוף המאזני בטווח התחזית, נוכח צבירת רווחים שוטפים, כאשר ההנחה לחלוקת דיבידנדים בשיעור של לפחות 50% מהרווח הנקי תממן את הצמיחה בשנים 2024-2025. תחת הנחות אלו, אנו צופים כי יחס המינוף ינוע בטווח שבין כ-15%-17%.

יחסי הכיסוי הולמים ביחס לדירוג

יחסי הכיסוי של החברה הולמים ביחס לדירוג, כפי שבא לידי ביטוי ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA אשר עמד על כ-3.8 ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024. אנו מעריכים כי יחס זה צפוי לנוע בשנות התחזית בטווח שבין כ-3.5-3.8, וזאת לאור הגידול הצפוי בהיקף ה-EBITDA. בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים כי ה-EBITDA תנוע בטווח שבין כ-420-470 מיליון ₪ לשנה בין השנים 2024-2025 (בהשוואה לכ-346 מיליון ₪ בשנת 2023). הרווח התפעולי צפוי להמשיך ולצמוח, ולנוע בטווח שבין כ-400-445 מיליון ₪ בשנות התחזית, זאת לצד הוצאות מימון נטו הצפויות לנוע בטווח שבין כ-75-93 מיליון ₪. כפועל יוצא, יחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו, צפוי לנוע בטווח שבין כ-4.8-5.3 בשנות התחזית, ומשקף יכולת הולמת לשלם את הוצאות המימון מהתזרים הנובע מפעילות שוטפת.

מדיניות פיננסית הולמת ביחס לדירוג

החברה מאופיינת במדיניות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, המשלבת בין ניהול סיכונים שוק וניהול נזילות שמרניים, לצד ביסוס אסטרטגיית עסקיות התומכות בצמיחת החברה. כמו כן, לחברה מדיניות חלוקת דיבידנדים בשיעור שלא יפחת מ-50% מרווחיה השוטפים הראויים לחלוקה, כאשר להערכתנו מדיניות חלוקה זו עלולה לפגוע, במידה מסוימת, ברמת הגמישות הפיננסית של החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

שיקולי ESG

שיקולי סביבה - לבתי השקעות 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 השקעות של החברות בענף. אנו מעריכים כי הסיכון בהיבטי שיקולי הסביבה הינו נמוך יחסית בענף בתי השקעות בישראל.

שיקולים חברתיים - להערכתנו, החשיפה של בתי השקעות לסיכונים חברתיים הינה נמוכה-בינונית. גופים אלו חשופים בעיקר לסיכונים הקשורים בקשרי לקוחות, אשר משקפים סיכונים והזדמנויות סביב האופן שבו מנפיק מקיים אינטראקציה עם לקוחותיו. טיפול באבטחת מידע ופרטיות הלקוחות מהווים שיקולים חשובים בתחום שבו למנפיק קיימת גישה לכמויות גדולות של נתונים אישיים.

שיקולי ממשל תאגידי - בתי השקעות בישראל נמדדים מול אסטרטגיית פיננסית וניהול סיכונים, אשר משקפים את סובלנות הדיקטטוריון וההנהלה לסיכון פיננסי, אשר יכולים להשפיע על רמות החוב, תזרים המזומנים ומבנה ההון של המנפיק. ההנהלה וההיסטוריה של המנפיק ביחס למינוף והקצאת הון, הם חלק מחישובים בקטגוריה זו. כך למשל, שינוי פתאומי במדיניות דיבידנד, אשר עלולה להצביע על גמישות פיננסית מופחתת, בעוד מדיניות שמרנית יותר תאפשר לחברה לעמוד טוב יותר כנגד תנודתיות והשפעות שליליות בשוק. בהקשר זה, נציין כי במהלך אוגוסט 2021 ניתן פסק דין אשר קבע שמיטב גמל גבתה שלא כדין דמי ניהול מחשבונית העמיתים, תוך הפרת ההסכמים עימם. אנו סבורים כי פסק דין זה מהווה חשיפה ציטיתית ורגולטורית לחברה ומעלה את סיכון המוניטין של החברה, בעקבות פסק הדין ותביעות דומות בעתיד.

מטריצת הדירוג

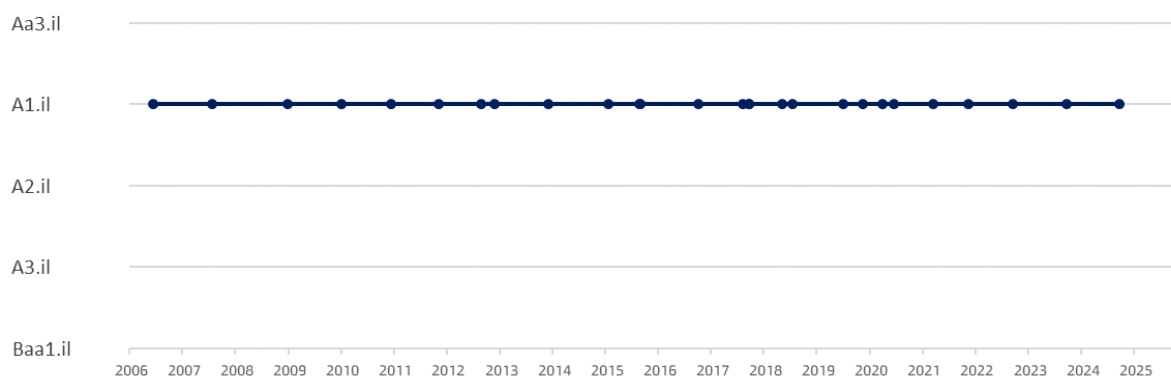
תחזית מידרוג [1]		30.06.2024			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	תת פרמטר	פרמטר
A.il	-	A.il	-	-	ענף הפעילות
Aa.il	1,620-1,520	Aa.il	*1,530	היקף הכנסות במיליוני ש"ח	פרופיל ענפי
A.il	83%-82%	A.il	**82%	שימור נכסים מנוהלים	פרופיל עסקי
Aa.il	135%-130%	Aa.il	**147%	תחלופת נכסים מנוהלים	עסקי
Aaa.il	7	Aaa.il	7	קווי עסקים	גיוון עסקי
Aa.il	27%-26%	Aa.il	29%	שיעור רווח תפעולי להכנסות	רווחיות
Baa.il	17%-15%	Baa.il	14.5%	הון עצמי/סך מאזן	רמת מינוף
A.il	3.8x-3.5x	A.il	3.6x	חוב/EBITDA	פרופיל תזרים יחסי
A.il	5.3x-4.8x	Aa.il	6.5x	רווח תפעולי להוצאות מימון נטו	פיננסי כיוון
A.il	-	A.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 לרשימת הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.
* בגילום שנתי.
** בשנת 2023.

אודות החברה

החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות החברות המוחזקות על ידה בפעילויות בשוק ההון, הכוללות בעיקר ניהול נכסים פיננסיים, לרבות קרנות השתלמות, קופות גמל, קרנות פנסיה, קרנות סל, קרנות נאמנות ותיקי השקעות. כמו כן, עוסקת הקבוצה בפעילויות נוספות כגון פעילות חבר בורסה וברוקראז', סוכנויות ביטוח ומימון חוץ בנקאי. מנכ"ל החברה הינו מר אילן רביב. בעלי השליטה בחברה הינם מר אלי ברקת, המכהן גם כיו"ר דירקטוריון החברה, באמצעות ברם פיננסיים בע"מ, כ-28.5% בהון, ומר אבנר סטפק במישרין ובאמצעות מאיה החזקות (יעלים) בע"מ, כ-29.1% בהון. בין בעלי השליטה נחתם הסכם המסדיר את שליטתם המשותפת בחברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מיטב בית השקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג בתי השקעות - דוח מתודולוגי, יוני 2024](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[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

19.09.2024	תאריך דוח הדירוג:
12.09.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.05.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מיטב בית השקעות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מיטב בית השקעות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

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 הגבוה 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 בדבר 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 מזהירים 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 לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, 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 שנמסרו או נוצרו 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 לתקף 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.