

דש איפקס הולדינגס בע"מ¹

מעקב | אוגוסט 2012

1

מחברים:

שי מרום, אנליסט בכיר
shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר - סמנכ"ל, ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים
meravb@midroog.co.il

¹ דש בית השקעות בע"מ (לשעבר: דש ניירות ערך והשקעות בע"מ) הינה בעלת עניין במידרוג. החברה המדורגת מחזיקה ב- 100% ממניות דש בית השקעות בע"מ (במישרין ובעקיפין). מר דניאל דילבסקי, מנהל השקעות בכיר בדש בית השקעות בע"מ (להלן: "דש בית השקעות"), מכהן כדירקטור במידרוג. מר דניאל דילבסקי אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

דש איפקס הולדינגס בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרות (ב' ו- ג')
------------------	----	------------------------

מידרוג מותירה את דירוג האג"ח (סדרות ב' ו- ג'), שהונפקו ע"י דש איפקס הולדינגס בע"מ (להלן: "החברה" או "דש איפקס"), בדירוג A1 באופק יציב, על כנו. החברה הודיעה כי התקשרה עם בעלי המניות של מיטב בית השקעות בע"מ (להלן: "מיטב") בהסכם מיזוג לפיו החברה תקלוט את כל המניות של מיטב כנגד הקצאת מניות בחברה לבעלי מניות מיטב, כמפורט בהמשך. להערכת מידרוג, התממשות המיזוג הינו בעל השלכות חיוביות על החברה וצפוי לתרום, בין היתר, לאיזון תמהיל הנכסים וההכנסות של החברה, גיוון אופי לקוחותיה וכן, לייעל את הוצאות הגוף הממוזג כתוצאה מהסינרגיה בין שני הגופים.

יחד עם זאת, קיימים קשיים ואתגרים תפעוליים בשילוב שתי המערכות העלול, בין היתר, לגרום לקיטון בנתח השוק המצרפי, ו/או חסכון בהוצאות בשיעור נמוך יותר או בפרק זמן ארוך יותר מתוכנית ההנהלה. בהקשר זה יש לציין כי, לחברה ובעיקר למיטב ניסיון רב במיזוג של פעילויות דומות עם רמת מורכבות גבוהה, אולם לא בסדר גודל שכזה, תוך שמירה על נתח שוק הכנסות והידוק הוצאות - יתרון הצפוי לסייע בידי החברה בהתמודדות עם האתגרים הטמונים במיזוג.

מידרוג תמשיך ותעקוב אחר התקדמות תהליך המיזוג וביצועם בפועל של תהליכי המיזוג.

להלן סדרות החוב המדורגות של החברה:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים ² 31/3/2012 (במיליוני ₪)	שנות פירעון
ב'	1097690	יוני 2006	4.9%	מדד	58	2011-2014
ג'	1121763	דצמבר 2010	3.95%	מדד	304	2012-2025

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף, בין היתר, את תמהיל עסקי החברה והחברות הבנות בתחומי הפעילות העיקריים: ניהול נכסים (לזמן ארוך, בינוני וקצר), חבר בורסה, חיתום, מיזוגים ורכישות ופעילות הברוקראז'. בשיקולי הדירוג הובא בחשבון מעמדה של החברה בתחום ניהול נכסים לטווח בינוני וארוך (קרנות השתלמות וקופות הגמל), המתאפיינ בהכנסות מדמי ניהול קבועים, הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים המנוהלים. היקף הנכסים המנוהלים מושפע, בעיקר, משיעור התשואה על סך הנכסים המנוהלים הנתון לתנודות שוק ההון; מצבירות; ומשינוי בטעמי הלקוח לסיכון. כמו כן, הובא בחשבון מעמדה של החברה בתחום ניהול הנכסים לטווח קצר (תעודות סל, קרנות נאמנות וניהול תיקים) והיותה אחת משתי החברות הגדולות בענף תעודות הסל. הדירוג משקלל את חוסנה הפיננסי של החברה, פעילותה של החברה והיקפיה בתחומי פעילות שאינם מרכזיים והקמת מערכי פעילות נוספים, כגון פעילות הברוקראז'. מיזוג החברה עם מיטב³, כמפורט בהמשך, צפוי למצב את החברה כגוף מנהל הנכסים השני בגודלו בענף, עם היקף נכסים של כ- 103 מיליארד ₪ וכן, לשלב מוניטין הן של דש והן של מיטב.

השלמת המיזוג עם מיטב, לרבות עמידה ביעדי הסינרגיה, כפי שהוצגו, צפויים לשפר את תוצאותיה של החברה והינם חלק מהגורמים העשויים להוביל לשיפור הדירוג בעתיד (ראה אופק דירוג).

התחרות בענפי פעילות החברה בעיקר בתחומי הגמל, ההשתלמות, תעודות הסל, קרנות הנאמנות והברוקראז', שוחקת את רווחיותה. בתחום קרנות הנאמנות, ניכרת שחיקה בשיעור דמי הניהול בקרנות המסורתיות (בעלות היקף הנכסים העיקרי) ובברוקראז' קיימת שחיקת עמלות, בעיקר בשל תחרות מצד הבנקים זאת לצד, קיטון בהיקפי המסחר.

² כולל ריבית לשלם.

³ טרם הושלם המיזוג, אך החברות החלו לבצע צעדים להכנת המיזוג כגון: הגשת בקשה לבית משפט להפחתת הון (כמפורט בדוח), קביעת מנכ"ל עתידי (כמפורט בדוח), הגשת בקשות לגורמי רגולציה וכו'.

כמו כן, שינויי הרגולציה על בתי ההשקעות והתגברותה, משפיעים באופן ניכר על כל תחומי פעילות החברה - לדוגמא, שינוי הרגולציה בענף החיסכון ארוך הטווח גרר פדיונות בנכסי קופות הגמל בשנים האחרונות ופגע בתחרותיות של אפיק חסכון זה.

להערכת מידרוג, התחזקות הרגולציה, החרפת התחרות, המלצות ועדת הריכוזיות והמחאה החברתית, משפיעים על רווחיות בתי ההשקעות ומובילים את הענף לקונסולידציה דוגמת המיזוג של החברה עם מיטב.

להלן תמצית נתונים כספיים של החברה (מיליוני ₪):

2009	2010	2011	Q1/11	Q1/12	
306	390	459	101	113	הכנסות
92	100	116	26	26	רווח תפעולי
95	23	-6	6	4	רווחי (הפסדי) נוסטרו
30%	26%	25%	26%	23%	שיעור רווח מפעולות רגילות
148	78	72	22	14	רווח נקי המיוחס לבעלי המניות של החברה
625	903	18,408	16,309	19,010	סך מאזן
625	903	1,159	1,104	1,191	סך המאזן מנוטרל תעודות סל
305	583	578	556	598	מזה : מזומן והשקעות לז"ק
103	372	617	536	627	חוב פיננסי*
428	436	458	428	464	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה

* החוב הפיננסי בשנים 2011-2012, כולל התחייבות לבעלי מניות המיוחס בחברה בת, בסך כ- 167 מיליון ₪, בגין עסקת תכלית

יחסים פיננסיים של החברה:

2009	2010	2011	2012E	
94	111	109	104	EBITDA מתואם*
1.1	3.4	5.6	6.0	חוב פיננסי ברוטו / EBITDA מתואם

* תחשיב מידרוג (E2012 בגילום שנתי). נתוני ה- EBITDA הותאמו ואינם כוללים הכנסות מפעילות הנוסטרו.

רווח נקי

בשנת 2011 רשמה החברה רווח נקי של כ- 72 מיליון ₪ (כ- 78 מיליון ₪ בנטרול הפסדי נוסטרו) וזאת בהמשך לשנת 2010 בה רשמה רווח נקי בסך כ- 78 מיליון ₪ (כ- 55 מיליון ₪ בנטרול רווחי נוסטרו). ברבעון הראשון של שנת 2012 רשמה החברה רווח נקי של כ- 14 מיליון ₪ (כ- 10 מיליון ₪ בנטרול רווחי נוסטרו), בהשוואה לכ- 22 מיליון ₪ (כ- 16 מיליון ₪ בנטרול רווחי נוסטרו) בתקופה המקבילה אשתקד. רווחיות החברה מושפעת מרווחי/הפסדי נוסטרו, כפי שבא לידי ביטוי בשנים 2010 ו- 2011, כאשר הרווח התפעולי של החברה צמח ואילו הרווח הנקי קטן.

הגידול המשמעותי בסך המאזן וה- EBITDA המתואם, לשנת 2011, נובע בעיקר, כתוצאה מרכישת תכלית ואינדקס תעודות סל וגידול בהתחייבויות בהקשר עם הסכם רכישת תכלית, כמפורט בהמשך. יחסי הכיסוי של החברה (EBITDA ל- חוב בגילום שנתי), משקפים את העלייה ב- EBITDA והגידול בחוב.

התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות, מיליוני ₪:

2009	2010	2011	Q1/11	Q1/12	
203	246	244	65	58	ניהול גמל והשתלמות
51	69	70	19	16	ניהול קרנות נאמנות
22	24	25	7	6	ניהול תיקים
0	0	85	1	25	ניהול תעודות סל
5	5	5	1	1	ניהול פנסיה
6	15	9	3	2	חיתום והפצה
10	13	16	4	4	חבר בורסה וברוקראז'
9	17	4	1	1	אחרים*
306	390	459	101	113	סה"כ
92%	88%	94%	92%	94%	שיעור ההכנסות מניהול נכסים ותעודות סל (מסך ההכנסות)

*מיזגים ורכישות ונדל"ן להשקעה

היקף נכסים מנוהל, לפי פעילות (מיליארדי ₪):

2010	2011	Q1.2012	דש
10.4	9.5	9.6	גמל (תגמולים ואישית לפיצויים)
12.5	12.2	12.5	השתלמות
0.59	0.60	0.64	פנסיה
19.5	16.8	17.5	תעודות סל
10.6	9.9	9.4	קרנות נאמנות
2.1	3.7	3	מתוך זה כספיות
8.8	8.5	8.7	ניהול תיקים

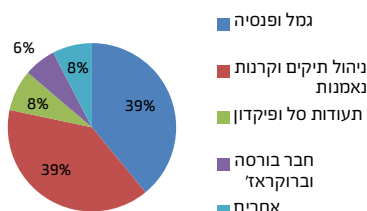
החברה מנהלת נכסים בסך כ- 58 מיליארד ₪, נכון ל- 31.3.2012. היקף הנכסים בחברה מושפע, בין היתר, מתנודות שוק ההון ומגיוסים/פדיונות של נכסים.

מיטב

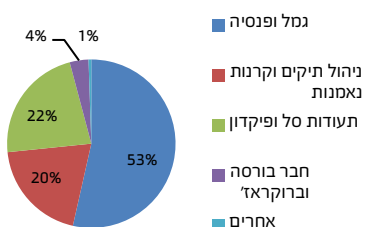
אודות מיטב

מיטב הינה חברה פרטית, העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בתחומי פעילות בשוק ההון. בשנת 2009, מיטב השלימה עסקה למיזוג עם גאון שוקי הון בע"מ (היקף נכסים כולל של כ- 6.6 מיליארד ₪) ובשנת 2010, השלימה עסקה למיזוג עם ישיר בית השקעות בע"מ (היקף נכסים כולל של כ- 10.5 מיליארד ₪). נכון למועד הדוח, מיטב מוחזקת על ידי מאיה החזקות (יעלים) בע"מ בשיעור כ- 35%, ישיר אי. די. אי. אחזקות בע"מ בשיעור כ- 28.56%, גאון השקעות בשוקי הון (1970) בע"מ בשיעור כ- 21.43% ושלמה סימנו בסקי ובני - (ניהול 2000) בע"מ בשיעור כ- 15%. במהלך השנים 2009-2011, מיטב רכשה פעילויות נוספות בהיקף נכסים כולל של כ- 2.8 מיליארד ₪ זאת, בנוסף לרכישת פעילות תעודות הסל מבית ההשקעות כלל פיננסיים, עם היקף נכסים, למועד הרכישה, בסך כ- 6.2 מיליארד ₪. לתאריך ה- 31.3.2012, מיטב מנהלת, בתחום הגמל וההשתלמות, ניהול התיקים וקרנות הנאמנות, היקף של כ- 11.3 מיליארד ₪ וכ- 24.4

פילוח הכנסות מיטב, רבעון ראשון 2012



פילוח הכנסות דש, רבעון ראשון 2012



מיליארד ₪, בהתאמה וכן כ- 8.9 מיליארד ₪ בתעודות הסל. בנוסף, מיטב פועלת בתחומי ניהול קרנות פנסיה, חיתום והפצה, שירותי חבר בורסה וברוקראז', שירותי נאמנות ואופציות לעובדים, ייעוץ משכנתאות, מכללה ללימודי שוק ההון, מתן שירותי מטבע וניהול פעילות השקעה ומסחר בניירות ערך לחשבונותיה הפרטיים (נוסטרו).

להלן תמצית נתונים כספיים של מיטב (מיליוני ₪):

2010	2011	Q1/11	Q1/12	
360	365	101	86	הכנסות
95	79	25	16	רווח תפעולי
8	13	5	2	רווחי (הפסדי) נוסטרו
38	19	11	3	רווח נקי המיוחס לבעלי המניות של החברה
2,173	8,544	2,148	9,548	סך מאזן
765	870	815	875	סך המאזן מנוטרל חברות ייעודיות
209	228	280	240	מזה: מזומן והשקעות לז"ק (מנוטרל חברות ייעודיות)
229	343	241	321	חוב פיננסי
373	363	360	367	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה

יחסים פיננסיים של החברה:

2010	2011	2012E	
94	81	69	EBITDA מתואם*
2.4	4.2	4.6	חוב פיננסי ברוטו / EBITDA מתואם*

* תחשיב מידורג (E2012 בגילום שנתי). נתוני ה- EBITDA הותאמו ואינם כוללים הכנסות מפעילות הנוסטרו.

רווח נקי

מיטב רשמה רווח נקי, בשנת 2011, בסך כ- 22 מיליון ₪ וכ- 39 מיליון ₪ בשנת 2010. ברבעון הראשון של שנת 2012, למיטב רווח בסך כ- 3 מיליון ₪, בהשוואה לכ- 12 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה ברווח הנקי ברבעון הראשון של 2012, נובעת בעיקר מירידה בהכנסות שקוזזה בחלקה ע"י קיטון בעלות השירותים. נציין כי, מיטב רושמת הפחתה של מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים בסך שנע בין 20-30 מיליון ₪ בשנה, בגין ירידת ערך מוניטין של פעילויות שנרכשו. כמו כן, ברבעון הראשון של שנת 2012, קיימות, הוצאות תזרימיות בסך כ- 5.1 מיליון ₪ שלהערכת מיטב, לא צפויות לחזור בתקופות הבאות. בנטרול הוצאות חד פעמיות אלו יחס חוב ל- EBITDA של מיטב עומד על 4.0 (בגילום שנתי E2012).

הגידול המשמעותי בסך המאזן, לשנת 2011, נובע בעיקר כתוצאה מרכישת פעילות תעודות הסל מבט. הקיטון ב- EBITDA המתואם, נובע כתוצאה מגידול בעלות השירותים והתפעול, בעיקר הוצאות שאינן בגין שכר (כגון: עמלות הפצה ושיווק ופרסום) והוצאות, שלהערכת מיטב, הינן חד פעמיות. יחסי הכיסוי של מיטב (EBITDA ל- חוב בגילום שנתי), משקפים את הקיטון ב- EBITDA.

התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות, מיליוני ₪:

2010	2011	Q1/11	Q1/12	
148	143	38	34	ניהול גמל והשתלמות
131	132	38	28	קרנות נאמנות
23	26	7	6	ניהול תיקים
9	16	3	7	תעודות סל
1	2	0	1	ניהול פנסיה
30	29	9	5	חבר בורסה וברוקראז'
18	16	6	5	אחרים*
360	365	101	86	סה"כ
87%	88%	85%	88%	שיעור ההכנסות מניהול נכסים (מסך ההכנסות)

* חיתום, סוכנויות ביטוח, ניהול סיכונים, שירותי מט"ח, מוצרים מובנים, שירותי נאמנות, ייעוץ משכנתאות, מכללה ללימודי שוק ההון

היקף נכסים מנוהל, לפי פעילות (מיליארדי ₪):

2010	2011	Q1.2012	מיטב
6.6	6.3	6.4	גמל (תגמולים ואישית לפיצויים)
4.6	4.7	4.9	השתלמות
0.15	0.19	0.21	פנסיה
1.2	7.7	8.8	תעודות סל
10.4	15.3	14.7	קרנות נאמנות
1.4	9.6	9	מתוך זה כספיות
10.9	10	9.7	ניהול תיקים

הסכם למיזוג החברה עם מיטב

ביום 31.05.2012 התקשרה החברה בהסכם מיזוג עם מיטב ובעלי מניותיה, לפיו, תרכוש החברה, את מלוא הון המניות המונפק והנפרע של מיטב וזאת, כנגד הקצת מניות בחברה לבעלי המניות במיטב (להלן: "המיזוג") כך שלאחר השלמת העסקה, בעלי המניות במיטב יחזיקו 43% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה (45% מזכויות ההצבעה בחברה). עם השלמת העסקה, בעלי השליטה בחברה יהיו קבוצת ברם בע"מ (להלן: "ברם") ומאיה החזקות (יעלים) בע"מ - 28.64% כל אחת. בנוסף, תחזיק ברם ב- 1.17% מזכויות ההצבעה בדש.

להערכת החברה ומיטב, המיזוג צפוי ליצור סינרגיה לפעילויות החברה, אשר צפוי להוביל לגידול מדורג ב- EBITDA של החברה בכ- 70-90 מיליון ש"ח בתקופת זמן של עד שלוש שנים ממועד השלמת עסקת המיזוג.

כחלק מעסקת המיזוג, בכוונת החברה לחלק דיבידנד בסך כ- 226 מיליון ש"ח (נטו), בדרך של הפחתת הון הכפופה לאישור בית המשפט, לפרוע את כל התחייבויותיה לזמן קצר בסך כ- 124 מיליון ש"ח (סה"כ 265 מיליון ש"ח - בתוספת הלוואות ז"ק של מיטב), לפרוע התחייבויות לזמן ארוך בסך 167 מיליון ש"ח⁴ וליטול על עצמה התחייבויות חדשות לזמן ארוך בסך כ- 395 מיליון ש"ח. בהקשר זה נציין כי, החברה מניחה פירעון התחייבויות זמן ארוך בגין הסכם רכישת תכלית בסך כ- 167 מיליון ש"ח, במהלך שנת 2013. בנוסף, החברה צפויה לרשום נכסים בלתי מוחשיים בגין מוניתין מיטב, לפי שווי למניה שיקבע בהתאם לעסקה ואשר הטיפול החשבונאי בגינו טרם נקבע סופית והוא עשוי להשתנות.

מידרוג בחנה תרחישים שונים של EBITDA משותפת ויחסי הכיסוי (חוב ל- EBITDA). ללא כל סינרגיה וללא פירעון התחייבות זמן ארוך בסך 167 מיליון ש"ח (בגין רכישת תכלית). יש לציין כי, תרחיש זה, כי לא תושג סינרגיה כלל, הינו בעל הסתברות נמוכה בהינתן המיזוג. בתרחיש ללא סינרגיה כלל, יחס חוב ל- EBITDA משתפר ועומד על כ- 5.76 וזאת, לעומת כ- 6.01 לפני המיזוג. כמו כן ניתן לראות שיפור ביחס הון עצמי לסך המאזן.

מבנה המאזן של החברה הממוזגת לתאריך 31.3.2012 (נתוני חברה ועיבודי מידרוג)

הון עצמי	מיטב	דש	דש-מיטב
367	464	882*	
875	1,191	2,169**	
41.9%	39%	40.6%	
321	627	950***	

* לאחר הפחתת הון בסך 226 מיליון ש"ח ובתוספת נכסים בלתי מוחשיים בסך 277 מיליון ש"ח
 ** לאחר הפחתת הון בסך 226 מיליון ש"ח, בתוספת נכסים בלתי מוחשיים בסך 277 מיליון ש"ח, פירעון התחייבות בסך כ- 81 מיליון ש"ח ונטילת התחייבות חדשה בסך כ- 133 מיליון ש"ח.
 *** לאחר פירעון התחייבות בסך כ- 81 מיליון ש"ח ונטילת התחייבות חדשה בסך כ- 133 מיליון ש"ח.

להערכת מידרוג, מיזוג החברה עם מיטב עשוי ליצור לחברה יתרונות תחרותיים בתחומי פעילותה, בעיקר בתחומי ניהול הנכסים וזאת בשל, היתרון המובהק לגודל שיוביל התייעלות וחיסכון בהוצאות. עם זאת, בתהליך המיזוג, להחברה ולמיטב יהיה קיים קושי בשימור נתח השוק, בין היתר, בשל התמקדות בתהליך המיזוג. כאמור, למיטב ניסיון במיזוג

⁴ בחודש מרץ 2011 השלימה החברה, באמצעות דש בית השקעות, את רכישת 50.1% מחברת תכלית מדדים בע"מ - לשעבר סינרגטיקה בע"מ (להלן: "הסכם רכישת תכלית"), אשר מרכזת את פעילות תעודות הסל ומוצרי המדדים המנוהלת תחת השם המסחרי "תכלית" (להלן: "תכלית"). במסגרת ההסכם, לדש בית השקעות הוענקה אופציית CALL לרכוש את יתרת המניות בסינרגטיקה ולבעלי מניות המיעוט בסינרגטיקה הוענקה אופציית PUT למכור את המניות לדש בית השקעות, הכל בפרק זמן של שנתיים עד שלוש וחצי שנים ממועד ההשלמה, הכל כמפורט בהסכם רכישת תכלית. סך ההתחייבויות כחלק מהסכם רכישת תכלית עומד על כ- 167 מיליון ש"ח.

פעילויות דומות תוך שמירה על נתח שוק. ניסיון זה צפוי לסייע בידה להצלחת המיזוג עם החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר התקדמות תהליך המיזוג והערכות החברה להשגת הסינרגיה המתוכננת.

קופות גמל וקרנות השתלמות

החברה מנהלת כ- 5.9% מסך היקף נכסי קופות הגמל בענף (תגמולים ואישית לפיצויים) וכ- 10.7% מסך נכסי קרנות ההשתלמות בענף, נכון ל- 31.03.2012. פעילויות אלו מהוות כ- 51% מסך הכנסות החברה (נכון ל- 31.03.2012) והניבו לחברה, ברבעון הראשון של שנת 2012, הכנסות בסך כ- 58 מיליון ₪ וזאת, ביחס להכנסות בסך כ- 65 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הירידה נובעת מירידה בהיקף הנכסים המנוהל שגרר ירידה בדמי ניהול שנגבו בתקופה. בהקשר זה נציין כי, לחברה ירידה בהיקף נכסי הגמל בשיעור כ- 8%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד וזאת, בהשוואה לענף אשר קטן בכ- 4%. בקרנות ההשתלמות, לחברה ירידה בהיקף הנכסים בשיעור כ- 3%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד וזאת, בהשוואה לענף אשר צמח בכ- 2.5%. ירידה בהיקף הנכסים, לרבות שחיקה בדמי הניהול, גררו ירידה בהכנסות החברה מתחום פעילות זה.

מיטב מנהלת, נכון ל- 31.3.2012, כ- 3.9% מסך היקף נכסי קופות הגמל וכ- 3.9% מסך נכסי קרנות ההשתלמות בענף. פעילות הגמל במיטב מהווה כ- 40% מסך ההכנסות של מיטב וברבעון הראשון של שנת 2012. פעילויות אלו יצרו הכנסות בסך כ- 34 מיליון ₪ וזאת, ביחס לכ- 38 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הירידה נובעת מירידה בהיקף הנכסים המנוהל. ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, למיטב ירידה בהיקף הנכסים המנוהל בקופות הגמל בשיעור כ- 2% (ירידה של 4% בענף) ובקרנות ההשתלמות, למיטב עליה בשיעור כ- 7% בהיקף הנכסים המנוהל (צמיחה של 2% בענף).

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2012, פרסם משרד האוצר, באמצעות אגף שוק ההון ביטוח וחסכון, תקנות המעדכנות את דמי הניהול המקסימאליים שניתן לגבות בקופות הגמל לתגמולים. עפ"י התקנות החדשות, דמי הניהול המקסימאליים שיגבו בגין קופות הגמל לתגמולים החל משנת 2013, הינו עד כ- 1.1% מהיקף הנכסים ועד כ- 4% מההפקדות השוטפות. החל משנת 2014, דמי הניהול המקסימאליים יעמדו על כ- 1.05% מהיקף הנכסים ועד כ- 4% מההפקדות השוטפות. ערב פרסום התקנה, דמי הניהול המקסימאליים עמדו על כ- 2% מהיקף הנכסים. החברה ומיטב מעריכות כי התקנות החדשות יגררו ירידה בהכנסות. עם זאת, אפשרות גביית דמי ניהול מההפקדות השוטפות עשויה להקטין את הירידה בהכנסות.

קרנות פנסיה

תחום הפנסיה בחברה אינו מהווה מגזר פעילות מהותי (כ- 1% מסך ההכנסות, ברבעון הראשון של שנת 2012). נכון ל- 31.03.2012, החברה מנהלת כ- 637 מיליון ₪ בקרנות פנסיה, שהינם כ- 0.6% מסך הנכסים בענף. בשל התחרות הגוברת בענף ותוכניות החברה לגידול היקף נכסי קרנות הפנסיה, החברה מעניקה הנחות בדמי הניהול וזאת, לצד הוצאות שיווק אשר גררו את החברה להפסד בתחום הפנסיה, בסך כ- 0.9 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2012, והפסד בסך כ- 0.7 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בשנת 2011, החברה רשמה הפסד מתחום זה בסך כ- 3.8 מיליון ₪, בהמשך להפסד בסך כ- 2.9 מיליון ₪ בשנת 2010. במיטב, תחום פעילות הפנסיה אינו מהותי ונכלל תחת פעילות הגמל. מיטב מנהלת נכסי פנסיה בסך כ- 218 מיליון ₪ נכון ל- 31.3.2012, אשר תרמו כ- 0.6 מיליון ₪ להכנסות מיטב ברבעון הראשון של שנת 2011 וכ- 2.1 מיליון ₪ בשנת 2011.

⁵ נתוני גמל-נט

הכנסות מניהול קופות הגמל וקרנות הפנסיה מהוות הכנסה יציבה יחסית לאורך זמן, שמקורה בדמי ניהול קבועים. כמו כן, בהתאם לצו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק (משנת 2008), קיימת חובת הפקדה לחיסכון פנסיוני לכל השכירים בישראל. נתון זה מחזק את מעמד וחשיבות חיסכון ארוך הטווח ותורם להכנסות החברה, הן בפעילות הגמל והן בפעילות הפנסיה. עם זאת, ניכרת מגמת מעבר (בכלל ענף חסכון ארוך טווח) מאפיק הגמל לאפיקי הפנסיה וביטוחי המנהלים, בין היתר, בשל תנאים מועדפים (כגון, קיומם של כיסויים ביטוחיים בפנסיה ובביטוחי המנהלים), תקנות הניוד הפנסיוני⁶, ואג"ח מיועדות⁷ (קרנות הפנסיה).

גידול בהיקף נכסי תעודות הסל

הכנסות החברה מפעילות תעודות הסל ברבעון הראשון של שנת 2012 הסתכמו לכ- 25 מיליון ₪ וכ- 85 מיליון ₪ לשנת 2011. הגידול בהכנסות נובע מרכישת פעילות תעודות הסל של תכלית ואינדקס שהושלמה במהלך שנת 2011. סך נכסי תעודות הסל של החברה לתאריך 31.3.2012, עומד על כ- 17.5 מיליארד ₪ וכ- 16.8 מיליארד ₪ בסוף שנת 2011.

סך נכסי תעודות הסל במיטב, נכון ל- 31.3.2012, עומד על כ- 8.9 מיליארד ₪ וההכנסות בגין פעילות זו הסתכמו בכ- 7 מיליון ₪, נכון לרבעון הראשון של שנת 2012. בהקשר זה נציין כי, בשנת 2011 מיטב רכשה את פעילות תעודות הסל מבט (כ- 6.2 מיליארד ₪), מבית ההשקעות כלל פיננסים בע"מ. טרם רכישת פעילות מבט, מיטב ניהלה תעודות סל בסך כ- 1 מיליארד ₪ (נכון ל- 31.3.2011).

להערכת מידרוג, ענף תעודות הסל מאופיין בתחרות חריפה, שהובילה בשנים האחרונות לשחיקת מרווחים ודמי הניהול. כמו כן, מתגברות דרישות ההון בגין פעילות זו. שחיקה זו לצד דרישות ההון, מאיימת על האיתנות והיכולת התפעולית של השחקנים הקטנים יותר ויוצרת יתרון מובהק לגודל.

בהקשר זה נציין כי, מיזוג פעילות זו דורשת את אישור ההגבלים העסקיים שטרם נתקבל.

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2012, פרסם משרד האוצר, באמצעות אגף שוק ההון ביטוח וחסכון, תקנות הקובעות כי החל מיולי 2012, דמי הניהול בגין תעודות סל ישולמו מתוך דמי הניהול אותם גובה הגוף המוסדי (קופות גמל, קרנות פנסיה, קרנות השתלמות, ביטוחי מנהלים) ולא בנוסף, כפי שהיה נהוג. להערכת מידרוג, הכנסות החברה ומיטב עלולות להיפגע כתוצאה מתקנה זו. מנגד, יצוין כי הרגולטור התיר לגופים המוסדיים לנכות עד כ- 0.1% כהוצאה מוכרת וכן כי התקנה אינה משפיעה על החזקות בתעודות הסל שאינן גובות דמי ניהול (ת"א 25 ות"א 100) ובתעודות הסל על מדדים זרים. להחלטה זו השפעה מקדמת על התקנות שנקבעו.

קרנות הנאמנות וניהול תיקים

בשנת 2011 רשם ענף קרנות הנאמנות עליה בהיקף הנכסים המנוהלים, על רקע העלויות בשווקי ההון וסביבת הריביות הנמוכה. היקף נכסי קרנות הנאמנות בענף הגיעה לשיאו בפברואר 2011, עם כ- 162 מיליארד ₪ ואילו בהמשך שנת 2011, בשל ירידות בשוק ההון ופדיונות, קטן היקף הנכסים בקרנות בכ- 20 מיליארד ₪, והסתכם לכ- 142 מיליארד ₪. עיקר הפדיונות היו בקרנות האג"חיות (כ- 24 מיליארד ₪) ובקרנות המנייתיות (כ- 5 מיליארד ₪) לעומת גיוסים בסך כ- 16 מיליארד ₪ בקרנות הכספיות. ל- 30.06.2012, היקף נכסי קרנות הנאמנות עומד על כ- 152 מיליארד ₪ - עלייה בשיעור כ- 6.5% מסוף שנת 2011. מתוך סך נכסי קרנות הנאמנות, כ- 23% הינם קרנות כספיות (נכון ל- 30.06.2012) וזאת, בהשוואה לסוף שנת 2010, כאשר כ- 12% מנכסי קרנות הנאמנות השתייכו לקרנות הכספיות.

⁶ נועדו לאפשר לעמיתים לבצע העברת כספים בין קרנות הפנסיה, קופות הגמל וביטוחי המנהלים.

⁷ קרנות הפנסיה החדשות המקיפות זכאיות להטבות, וביניהן אפשרות להשקיע עד 30% מכספי הקרן באג"ח מיועדות, המבטיחות תשואה שנתית ריאלית של 4.86% (ריבית קבועה צמודה למדד).

העלייה בשווקי ההון וסביבת הריבית הנמוכה הובילו לשינוי בטעמי הציבור, שגרר פדיונות מקרנות כספיות מהן לא נגבו דמי ניהול ומעבר לקרנות המאופיינות ברמת סיכון גבוהה יותר (בעיקר קרנות אג"ח קונצרני), שמהן נגבים דמי ניהול.

הכנסות החברה מקרנות הנאמנות וניהול תיקי ההשקעות ברבעון הראשון של שנת 2012 הסתכמו לכ- 22 מיליון ₪, זאת, בהשוואה לכ- 26 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד ומהווים כ- 19% מסך הכנסות החברה. בשנת 2011 הכנסות מקרנות נאמנות וניהול תיקי השקעות, הסתכמו לכ- 95 מיליון ₪. עיקר הקיטון ביחס לתקופה המקבילה (31.3.2011) נובע מקיטון בהיקף קרנות הנאמנות המנוהלות בסך כ- 1.2 מיליארד ₪ (כ- 1.7 מיליארד ₪ בניטרול קרנות כספיות) וכתוצאה ממעבר נכסים לקרנות כספיות, אשר גובות דמי ניהול נמוכים לצד תשלום עמלות הפצה לבנקים ובשל גידול בהוצאות, בין היתר, הוצאות פרסום וגיוס כוח אדם. בהקשר זה נציין כי, לרבעון הראשון של שנת 2012, שיעור הרווח להכנסות מפעילות קרנות הנאמנות וניהול תיקים עמד על כ- 8% וזאת, ביחס לכ- 16% בתקופה המקבילה אשתקד.

נציין כי, מאוקטובר 2011 החלה החברה (באמצעות חברת בת דש קרנות נאמנות בע"מ) לגבות דמי ניהול בקרנות הכספיות.

בסוף שנת 2011 היקף הנכסים המנוהלים על ידי החברה בקרנות הנאמנות עמד על כ- 9.9 מיליארד ₪ וזאת - ביחס לכ- 10.6 מיליארד ₪ בסוף שנת 2010. ל- 31.03.2012, היקף הנכסים בקרנות הנאמנות עמד על כ- 9.4 מיליארד ₪. ברבעון הראשון של שנת 2012, החברה רשמה ירידה בהיקף הנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות, בשיעור כ- 5% וזאת - ביחס לצמיחה של כ- 6.5% בכלל הענף. בניטרול נכסים המופקדים בקרנות כספיות, רשמה החברה עליה של כ- 3% לסוף הרבעון הראשון של 2012 וזאת, ביחס לסוף שנת 2011. נכון ל- 20.05.2012, לחברה ירידה בשיעור כ- 30% בהיקף נכסי הקרנות הכספיות (ביחס לסוף שנת 2011) וזאת, לצד גידול בשיעור כ- 8% בקרנות שאינן כספיות. ל- 20.05.2012, היקף נכסי קרנות הנאמנות בחברה הינו כ- 9.3 מיליארד ₪ (2.6 מיליארד ₪ קרנות כספיות). היקף תיק ההשקעות המנוהל בחברה, נכון לרבעון הראשון של שנת 2012, עמד על כ- 8.7 מיליארד ₪. בסוף שנת 2011 עמד היקף הנכסים על כ- 8.5 מיליארד ₪.

הכנסות מיטב מקרנות נאמנות וניהול תיקי השקעות ברבעון הראשון של שנת 2012 עמדו על כ- 34 מיליון ₪ זאת, בהשוואה לכ- 45 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. פעילות זו מהווה כ- 39% מסך ההכנסות במיטב. עיקר הירידה, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נגרמה מירידה בהיקף תיקי ההשקעות המנוהלים בסך כ- 1.6 מיליארד ₪ וירידה בהיקף קרנות הנאמנות המנוהלות (שאינן כספיות) בסך כ- 3.1 מיליארד ₪ זאת, על אף גידול בהיקף הקרנות הכספיות בשיעור כ- 394%, אשר גובות דמי ניהול נמוכים לצד תשלום עמלות הפצה לבנקים. שיעור הרווח להכנסות מפעילות קרנות הנאמנות וניהול תיקים, נכון ל- 31.3.2012, עמד על כ- 5.6% וזאת, ביחס לכ- 13.4% בתקופה המקבילה אשתקד. בהקשר זה נציין כי רווחיות מיטב בתחום זה כוללת הוצאות בגין הפחתות שנבעו בעיקרן מרכישות פעילויות, כמפורט לעיל (אודות מיטב). ל- 31.3.2012, מיטב מנהלת נכסי קרנות נאמנות בסך כ- 14.7 מיליארד ₪, כאשר כ- 61% מסך הקרנות הינן קרנות כספיות זאת, בהשוואה לנכסים בסך כ- 10.7 מיליארד ₪ (קרנות כספיות היוו כ- 17% מהנכסים), בתקופה המקבילה אשתקד.

להערכת מידרוג, ענף קרנות הנאמנות מתאפיין ברמת הכנסות תנודתית, הנובעת משינויים בטעמי המשקיעים, בין היתר, על רקע סביבת הריביות ומגמות בשוק ההון. בהקשר זה יש לציין כי, שנת 2011 התאפיינה בהיקף נכסים מנוהלים הגבוה ביותר ב- 5 השנים האחרונות.

הערכות החברה למיזוג במצבת כוח האדם

ביולי 2012, כחלק מהליך המיזוג, הודיעה החברה כי מר אילן רביב, מנכ"ל מיטב, ימונה למנכ"ל החברה לאחר השלמת המיזוג. בשל כך, מר ידין ענתבי, מנכ"ל דש בית השקעות הודיע על עזיבתו ומר קובי לוינסון מונה לממלא מקום מנכ"ל עד להשלמת המיזוג. בהקשר זה נציין כי, מר לוינסון תפקד כמנכ"ל דש בית השקעות עד ל- 29.3.2011, טרם כניסתו של מר ענתבי לתפקיד.

בעקבות המיזוג, החברה צופה שינויים נוספים בתפקידים בכירים בהנהלת החברה הממוזגת ובחברות הבנות של החברה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הערכות החברה לשינויים מהותיים אלו.

חבר הבורסה והברוקראז'

הברוקראז' בחברה ובמיטב מתמקד במתן שירותי מסחר בניירות ערך ומוצרים פיננסיים בבורסה ובשווקים בחו"ל, ובשירותי מחלקת מחקר. עיקר לקוחות החברה הינם גופים מוסדיים בארץ ובחו"ל ואילו במיטב, עיקר הלקוחות הינם לקוחות פרטיים. פעילות הברוקראז' המוסדי מאופיינת ברמת חשיפה נמוכה יחסית לתנודות בשוק ההון, אך חשופה לתחרות חריפה שהתחזקה בשנים האחרונות, בעיקר מצד הבנקים, שהובילו לשחיקה בשיעורי העמלות. תנודתיות בשוק ההון עשויה להגדיל את היקף פעילות הברוקראז' הפרטי לטווח הקצר ולהשפיע לטובה על ההכנסות מתחום זה, שכן הכנסות המגזר הינן בעיקר משיעור העמלה הנגזר מהיקפי המסחר. כחלק מפעילות חבר הבורסה, החברה ומיטב מעניקה ללקוחותיה אשראי לצורך ביצוע עסקאות בניירות ערך כנגד בטחונות בתיק ניירות הערך של הלקוחות.

בשנת 2011 לחברה גידול בהכנסות מפעילות הברוקראז' בשיעור של כ- 23% ביחס לשנת 2010. ברבעון הראשון של שנת 2012, החברה מציגה ירידה בהכנסות בשיעור כ- 7%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2012, החברה רשמה רווח מפעילות זו בסך כ- 0.5 מיליון ₪, ביחס לכ- 1.1 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. השחיקה ברווחיות נובעת, בין היתר, מאובדן הכנסה בגין הפסקת שירותים לקרנות הנאמנות, אשר קוזז בחלקו ע"י עליה בהכנסות מגופים מוסדיים.

פעילות הברוקראז' במיטב מהווה כ- 6% מסך ההכנסות ברבעון הראשון של שנת 2012 וכ- 9% מההכנסות בשנת 2011. ברבעון הראשון של שנת 2012, למיטב ירידה בהכנסות מפעילות זו, בשיעור כ- 44% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הקיטון נובע מירידה במחזורי המסחר בשוק ההון. ברבעון הראשון של שנת 2012, מיטב רשמה הפסד בגין פעילות זו, בסך כ- 0.4 מיליון ₪ זאת, ביחס לרווח בסך כ- 1.5 מיליון ₪ בתקופה המקבילה. הירידה נובעת, בין היתר, מירידה בהיקפי הפעילות.

היקפי המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בין השנים 2008-2011 (במיליארדי ₪):

הכנסות מיטב (מיליוני ₪)	הכנסות דש (מיליוני ₪)	סה"כ	אג"ח חברות	אג"ח ממשלתיות	מניות והמירים	
-	13	1,792	242	1,029	521	2008
-	10	1,668	233	994	441	2009
30	13	1,614	222	885	507	2010
29	16	1,629	217	990	422	2011

נתוני הבורסה לני"ע

חיתום

הכנסות החברה מפעילות החיתום ברבעון הראשון של שנת 2012, הסתכמו לסך של כ- 2 מיליון ₪ וזאת ביחס לכ- 2.8 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בשנת 2011, הכנסות מחיתום הסתכמו לכ- 9.3 מיליון ₪. הירידה בהכנסות בפעילות החיתום נובעת מקיטון בהיקפי ההנפקות בכלל הענף ושחיקת העמלות בגין הפעילות. תחום פעילות החיתום במיטב אינו מהותי ונכלל תחת פעולות אחרות. להערכת מידרוג, תחום ההנפקות הינו תחום המאופיין בתחרות גבוהה ורמת הכנסות תנודתית. עם זאת, מתבצעת התאמה מהירה יחסית, בין הוצאות להכנסות.

נוסטרו

לחברה היקף תיק נוסטרו משמעותי ובעל רמת תנודתיות גבוהה, שעמד על כ- 598 מיליון ₪ לסוף הרבעון הראשון של שנת 2012. כ- 72% מהיקף התיק הנוסטרו של החברה מורכב מפיקדונות ומזומן. למיטב תיק נוסטרו בסך כ- 198 מיליון ₪, נכון ל- 31.3.2012, כאשר 67% מהתיק מורכב מפיקדונות ומזומן.

דיבידנד

לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד שלא תפחת מ- 50% מהרווח הנקי הרבעוני. במהלך שנת 2011, חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של 50.4 מיליון ₪ ובמהלך הרבעון הראשון של שנת 2012, הכריזה החברה על דיבידנד בסך כ- 8.8 מיליון ₪. ב- 31.5.2012, החברה הכריזה על דיבידנד נוסף בסך כ- 6.7 מיליון ₪. למיטב מדיניות חלוקת דיבידנד אשר עם השלמת המיזוג, תבוטל. בשנים 2010 ו- 2011, מיטב חילקה דיבידנד בסך כ- 14 מיליון ₪ וכ- 32 מיליון ₪, בהתאמה.

רכישת סוכנות ביטוח קריב

ביוני 2012, החברה השלימה רכישה של כ- 80% מסוכנות הביטוח קריב (להלן: "קריב") בסך כ- 32.7 מיליון ₪. כחלק מהסכם הרכישה, החברה קיבלה אופציית Call לרכישת יתרת המניות בקריב ולבעל המניות הנותר בקריב קיימת אופציית Put למכירת יתרת המניות בקריב, בהתאם להסכם. להערכת מידרוג, החזקה בסוכנות ביטוח תורמת לחברה בפיתוח אמצעי השיווק והמכירה בתחום החיסכון ארוך הטווח ובכך, להגדלת היקף הנכסים וכן, להערכת החברה, תוסיף רווח נקי של כ- 5-6 מיליון ₪ בשנה.

הקמת פעילות השקעות במזרח אירופה

בשנת 2011, החברה הודיעה כי בכוונתה לפתח פעילות במזרח אירופה בדרך של הקמת פעילות ובחינת רכישה של חברות הפועלות בשוקי ההון המקומיים. ביולי 2012 החברה הודיעה כי בכוונתה להקפיא פעילות זו, מבלי שבוצעו השקעות מהותיות.

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

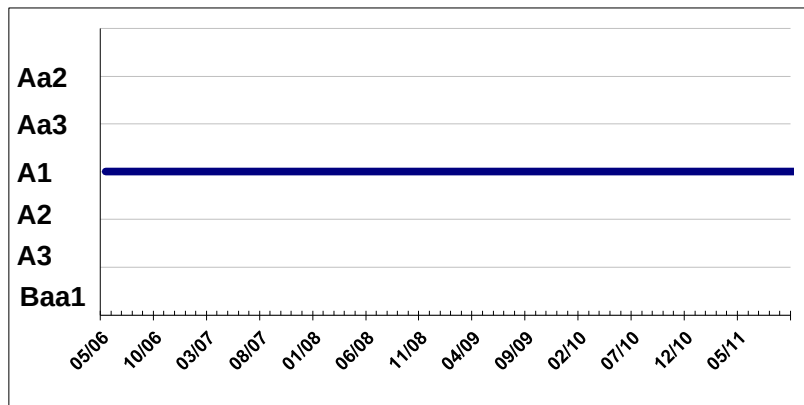
- השלמת המיזוג עם מיטב ושיפור משמעותי ברווחיות החברה עם השגת הסינרגיה המתוכננת, בלוחות הזמנים שהוגדרו.
- שיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה ויחסי האיתנות הפיננסית.
- חיזוק מעמד החברה בענפי הפעילות השונים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- אי השלמת המיזוג או סטייה משמעותית מהסינרגיה המתוכננת, בתקציב ובלוחות הזמנים שהוגדרו.
- הרעה משמעותית ומתמשכת ברווחיות החברה וביחסי האיתנות הפיננסית של הגוף הממוזג.
- פגיעה במעמד החברה בענף, בין היתר, בשל פגיעה בנתח השוק בפעילויות השונות ובענף הגמל בפרט.

אודות המנפיק

החברה הינה חברה ציבורית, העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות (להלן: "הקבוצה") בתחומי פעילות בשוק ההון. החברה מוחזקת על ידי קבוצת ברם בשיעור כולל של כ- 57.3% בהון ובשיעור כולל של כ- 62.1% בזכויות ההצבעה והיתרה בידי חברות בנות (כ- 7.8%) והציבור. הקבוצה מנהלת, נכון ליום ה- 31.03.2012, בתחום הגמל ובתחום ניהול התיקים וקרנות הנאמנות, היקף של כ- 22 מיליארד ₪ וכ- 18 מיליארד ₪, בהתאמה וכן כ- 17.5 מיליארד ₪ בתעודות הסל. הקבוצה הינה השלישית בגודלה בתחום ניהול הגמל והשנייה בגודלה בתחום תעודות הסל. בנוסף, פועלת הקבוצה בתחומי הפעילות הבאים - ניהול קרנות פנסיה, חיתום והפצה, שירותי חבר בורסה וברוקראז', השקעות בתאגידים, מיזוגים ורכישות ועוד.



חומר מקצועי רלוונטי

מועד פרסום דוח אחרון - נובמבר 2011

[דוח מיוחד -בתי השקעות - אפריל 2012](#)

[מתודולוגיה לדירוג בתי השקעות - ספטמבר 2009](#)

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות 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 מאד.	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 שאליו 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.

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

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, 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. 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 במישרין 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 צריכה 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 שירותי 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