

דש איפקס הולדינגס בע"מ¹

פעולת דירוג | נובמבר 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 החברה, בדירוג A1 באופק יציב, על כנו.

מידרוג מודיעה על דירוג A1 באופק יציב, לגיוס חוב בסך של עד 300 מיליון ₪, שבכוונת דש איפקס הולדינגס בע"מ (להלן: "החברה" או "דש איפקס") להנפיק, בין היתר, בדרך של הרחבת סדרה ג'. תמורת הגיוס מיועדת לפירעון חוב בלבד, הן של דש והן של מיטב. הגיוס כאמור, הינו חלק מהלואאה שתכננה החברה ליטול, אשר הוצגה ע"י מידרוג במסגרת דוח המעקב מחודש אוגוסט 2012. הדירוג מתבסס על ההנחה כי, דש איפקס ומיטב ימוזגו והסינרגיה תושלם, בהתאם לתקציב ולתחזיות שהוצגו למידרוג. סכום הגיוס, אותו תגייס החברה בדרך של הרחבת סדרה ג', עד למועד אישור המיזוג האמור, לא יעלה על 161,444 אלפי ₪ ע.ב., אשר מיועד, כאמור, לפירעון חוב.

להערכת מידרוג, התממשות המיזוג הינה בעלת השלכות חיוביות על החברה וצפויה 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.

דוח פעולת הדירוג מתייחסת למבנה ההנפקה הצפוי, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12 בנובמבר 2012. במידה ויחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

להלן סדרות החוב המדורגות של החברה:

סדרה	מס נ"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים ² 30/9/2012 (במיליוני ₪)	שנות פירעון
ב'	1097690	יוני 2006	4.9%	מדד	39	2011-2014
ג'	1121763	דצמבר 2010	3.95%	מדד	315	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), המתאפיין בהכנסות מדמי ניהול קבועים, הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים המנוהל. היקף הנכסים המנוהל 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,

² כולל ריבית לשלם.

³ טרם הושלם המיזוג, אך החברות החלו לבצע צעדים להכנת המיזוג, כגון: אישור מבית משפט לביצוע הפחתת הון (כמפורט בדוח מאוגוסט 2012), נקבע המנכ"ל העתידי (כמפורט בדוח), הוגשו בקשות לגורמי רגולציה (אשר חלקן אושרו למועד זה) וכו'.

כמפורט בדוח המעקב מאוגוסט 2012, 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.

קישור - דוח המעקב של דש איפקס - אוגוסט 2012

להלן תמצית נתונים כספיים של החברה (ללא מיטב) (מיליוני ₪):

2010	2011	H1/11	H1/12	
390	459	232	223	הכנסות
100	116	65	53	רווח תפעולי
23	-6	(3)	(8)	רווחי (הפסדי) נוסטרו
26%	25%	28%	24%	שיעור רווח מפעולות רגילות
78	72	55	10	רווח נקי המיוחס לבעלי המניות של החברה
2010	2011	H1/11	H1/12	פרופורמה
903	18,408	19,443	18,728	18,607
903	1,159	1,140	1,128	1,007
583	578	569	524	371
372	617	581	598	495
436	458	450	455	436

* החוב הפיננסי בשנים 2011-2012, כולל התחייבות לבעלי מניות המיעוט בחברה בת, בסך כ- 166 מיליון ₪, בגין עסקת תכלית

נתוני מאזן הפרופורמה לוקחים בחשבון פירעון און קול, פירעון חלויות שוטפות, רכישת סוכנות הביטוח קריב (כמפורט בהמשך), חלוקת דיבידנד ואומדן רווח נקי של רבעון 3, גיוס מתוכנן לצורך מחזור חוב בלבד.

יחסים פיננסיים של החברה (ללא מיטב):

2010	2011	פרופורמה	
111	109	*102	EBITDA מתואם** (מיליוני ₪)
3.4	5.6	4.9	חוב פיננסי ברוטו / EBITDA מתואם
NR	3.9	3.4	חוב פיננסי נטו*** / EBITDA מתואם

* נתוני ה- EBITDA לפרופורמה מתבססים על נתוני המחצית הראשונה של שנת 2012, תחזית החברה לרבעון 3, ועסקת קריב (לא נלקחו בחשבון רווחים/הפסדים מתיק הנוסטרו והכנסות/הוצאות חד פעמיות)

**נתוני ה- EBITDA מתואם, לא נלקחו בחשבון רווחי/הפסדי נוסטרו והכנסות/הוצאות חד פעמיות.

***חוב פיננסי נטו - חוב פיננסי בסך כ- 495 מיליון ₪, בניכוי מזומנים ושווי מזומנים חופשיים בסך כ- 145 מיליון ₪. בעניין זה, מזומנים חופשיים הינם מזומנים שאינם מוחזקים לצרכים רגולטוריים (לחברה מזומנים בסך כ- 226 מיליון ₪ אשר מוחזקים בהתאם לדרישות רגולטוריות ותפעוליות)

רווח נקי

רווחיות החברה מושפעת מתנודות שוק ההון, היקף הנכסים המנוהלים, שינויים בטעמי הציבור ומרווחי/הפסדי נוסטרו. בשנת 2011 רשמה החברה רווח נקי של כ- 72 מיליון ₪ (כ- 78 מיליון ₪ בנטרול הפסדי נוסטרו). בשנת 2010 רשמה החברה רווח נקי בסך כ- 78 מיליון ₪ (כ- 55 מיליון ₪ בנטרול רווחי נוסטרו). במחצית הראשונה של שנת 2012 רשמה החברה רווח נקי של כ- 10 מיליון ₪ (כ- 18 מיליון ₪ בנטרול הפסדי נוסטרו), בהשוואה לכ- 55 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד (כ- 58 מיליון ₪ בנטרול הפסדי נוסטרו). הירידה ברווחיות ביחס למחצית הראשונה של שנת 2011 נובעת בעיקרה מהכנסות חד פעמיות⁴ באותה תקופה בסך כ- 33 מיליון ₪.

נוסטרו

ליום 30.09.2012 היקף תיק הנוסטרו של החברה במאוחד (בניכוי התחייבות לרכישת ניירות ערך בחסר) הינו כ- 442 מיליון ₪. בניכוי מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לזמן קצר, המוחזקים לצורך הון רגולטורי, סך תיק הנוסטרו עומד על כ- 188 מיליון ₪ (מרביתו מוחזק במזומנים ושווי מזומנים ואג"ח ממשלתיות). נציין כי, החברה קיבלה החלטה לצמצם את

⁴ רווח ממדידה מחדש של השקעה בחברה כלולה - בגין עסקת רכישת אינדקס.

פעילות הנוסטרו סולו (ללא חברות בנות) אשר עומד על כ- 66 מיליון ₪, נכון ל- 30.09.2012. כ- 66% מתיק הנוסטרו סולו של החברה הינם מזומנים ופיקדונות וזאת, ביחס לכ- 10%, ב- 30.06.2012.

התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות, מיליוני ₪:

2009	2010	2011	H1/11	H1/12	
203	246	244	127	113	ניהול גמל והשתלמות
51	69	70	38	34	ניהול קרנות נאמנות
22	24	25	13	11	ניהול תיקים
0	0	85	37	48	ניהול תעודות סל
5	5	5	2	3	ניהול פנסיה
6	15	9	5	3	חיתום והפצה
10	13	16	8	7	חבר בורסה וברוקראז'
9	17	4	2	4	אחרים*
306	390	459	232	223	סה"כ
92%	88%	94%	94%	93%	שיעור ההכנסות מניהול נכסים ותעודות סל (מסך ההכנסות)

*מיזוגים ורכישות ונדל"ן להשקעה

היקף נכסים מנוהל, לפי פעילות (מיליארדי ₪):

2010	2011	30.09.2012	דש
10.4	9.5	9.3	גמל (תגמולים ואישית לפיצויים)
12.5	12.2	12.3	השתלמות
0.59	0.60	0.66	פנסיה
19.5	16.8	19.8	תעודות סל
10.6	9.9	9.9	קרנות נאמנות
2.1	3.7	3.2	מתוך זה כספיות
8.8	8.5	8.9	ניהול תיקים
62.4	57.5	60.9	סה"כ

החברה מנהלת נכסים בסך כ- 60.9 מיליארד ₪, נכון ל- 30.9.2012. היקף הנכסים בחברה מושפע, בין היתר, מתנודות שוק ההון ומגיוסים/פדיונות של נכסים.

התחרות בענפי הפעילות, 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 בקרנות) ובברוקראז' קיימת שחיקת עמלות, בעיקר בשל תחרות מצד הבנקים, זאת לצד ירידה בהיקפי המסחר. 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.

רכישת סוכנות ביטוח קריב

ביולי 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 מיליון ₪ בשנה.

בכוונת החברה לגייס סך של עד 300 מיליון ₪, בין היתר, בדרך של הרחבת סדרה ג'. תמורת הגיוס מיועדת לפירעון חוב בלבד (הן של דש והן של מיטב). הגיוס כאמור, הינו חלף הלוואה שתכננה החברה ליטול ואשר הוצגה ע"י מידרוג במסגרת דוח המעקב מחודש אוגוסט 2012. הדירוג מתבסס על ההנחה כי, דש איפקס ומיטב ימוזגו והסינרגיה תושלם, בהתאם לתקציב ולתחזיות שהוצגו למידרוג. סכום הגיוס אותו תגייס החברה בדרך של הרחבת סדרה ג', עד למועד אישור המיזוג האמור, לא יעלה על 161,444 אלפי ₪ ע.נ., אשר מיועד, כאמור, לפירעון חוב.

יש לציין כי במועד המעקב האחרון (אוגוסט 2012), החברה הודיעה כי, כחלק מעסקת המיזוג עם מיטב, בכוונתה לפרוע את כל התחייבויותיה לזמן קצר בסך כ- 124 מיליון ₪ (סה"כ 265 מיליון ₪ - בתוספת הלוואות ז"ק של מיטב), לפרוע התחייבויות בסך 167 מיליון ₪, כחלק מהסכם רכישת תכלית (בכוונת החברה לפרוע התחייבות זו בשנים 2012 ו-2013) וליטול על עצמה התחייבויות חדשות לזמן ארוך בסך כ- 395 מיליון ₪ (נכון להיום מוערך ב- 370 מיליון ₪).

להערכת מידרוג, הרחבת האג"ח סדרה ג', אינה פוגעת בדירוג.

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

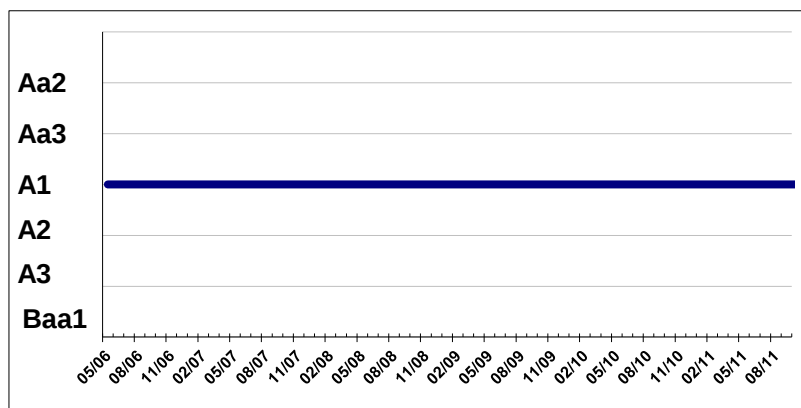
- השלמת המיזוג עם מיטב ושיפור משמעותי ברווחיות החברה עם השגת הסינרגיה המתוכננת, בלוחות הזמנים שהוגדרו.
- שיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה ויחסי האיתנות הפיננסית.
- חיזוק מעמד החברה בענפי הפעילות השונים.

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- 30.09.2012, בתחום הגמל ובתחום ניהול התיקים וקרנות הנאמנות, היקף של כ- 22 מיליארד ₪ וכ- 19 מיליארד ₪, בהתאמה וכן כ- 20 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 - אוגוסט 2012

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

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

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו- 3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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 ביעוץ 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