

מיטב דש השקעות בע"מ¹

(לשעבר - דש איפקס הולדינגס בע"מ)

פעולת דירוג | נובמבר 2013

1

מחברים:

רו"ח דביר וולף, אנליסט
dvirw@midroog.co.il

שי מרום, ראש צוות
shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל
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. מר דניאל דילבסקי, מנהל השקעות בכיר בקבוצת מיטב דש, מכהן כדירקטור במידרוג. מר דניאל דילבסקי אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

מיטב דש השקעות בע"מ

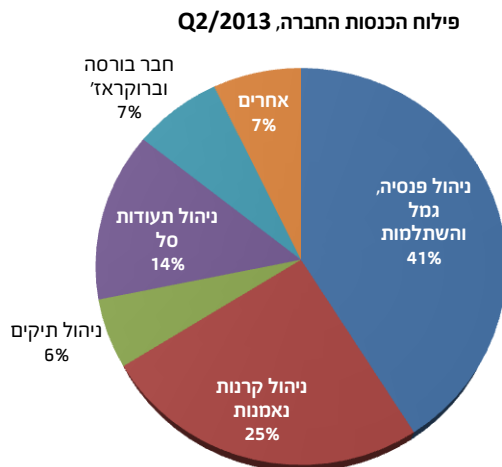
דירוג סדרות (ב' ו- ג')	A1	אופק דירוג: יציב
------------------------	----	------------------

מידרוג מודיעה על דירוג A1 באופק יציב להנפקת אג"ח של מיטב דש השקעות בע"מ (להלן: "החברה" או "מיטב דש") בסך עד 80 מיליון ₪ בדרך של הרחבת סדרה ג'. תמורת הגיוס מיועדת למחזור חוב בלבד. מידרוג מותירה את דירוג האג"ח (סדרות ב' ו- ג'), שהונפקו ע"י החברה, בדירוג A1 באופק יציב, על כנו. להלן סדרות החוב המדורגות של החברה:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 30/06/2013 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון
ב'	1097690	יוני 2006	4.9%	מדד	39	2013-2014
ג'	1121763	דצמבר 2010	3.95%	מדד	566	2013-2025

שיקולים עיקריים לדירוג

מיטב-דש הינה מנהלת הנכסים השנייה בגודלה בענף בתי ההשקעות, עם היקף נכסים מנוהל בסך כ- 110 מיליארד ₪ (30.06.2013). בסוף הרבעון הראשון של שנת 2013, השלימה החברה את המיזוג עם בית ההשקעות מיטב אשר תרם לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים בסך כ- 42 מיליארד ₪. דירוג החברה משקף, בין היתר, את תמהיל עסקיה והחברות הבנות בתחומי הפעילות העיקריים: ניהול נכסי חיסכון לזמן ארוך הכולל את מכשירי גמל, השתלמות ופנסיה וניהול נכסים לזמן קצר הכולל את תעודות הסל, קרנות הנאמנות ותיקי השקעות ואת פעילות החברה כחבר בורסה ובתחום



הברוקראז'. החברה מנהלת נכסי חיסכון ארוך טווח בסך כ- 35 מיליארד ₪. פעילות זו מאופיינת בהכנסות מדמי ניהול קבועים, הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים המנוהלים. היקף הנכסים המנוהלים מושפע, בעיקר, משיעור התשואה על סך הנכסים המנוהלים הנתון לתנודות שוק ההון, ומצבירות, גיוסים ופדיונות של נכסים מנוהלים - יצוין כי פעילות הגמל וההשתלמות של החברה סובלת מצבירה שלילית נטו המביאה לשחיקה בסך הנכסים על אף התשואות החיוביות; ומשינוי בטעמי הלקוח לסיכון. ברבעון השני של שנת 2013, הכנסות החברה מפעילות זו עמדו על כ- 80 מיליון ₪. החברה הינה מהמובילות בתחום תעודות הסל וקרנות הנאמנות עם היקף נכסים בסך כ- 25 מיליארד ₪ ו- 37 מיליארד ₪, בהתאמה. שיעור ניכר מנכסי קרנות הנאמנות, כ- 60%, הינו בקרנות כספיות המניבות רווחיות נמוכה. השפעות המיזוג טרם באו לידי ביטוי ברווחיות עקב הוצאות חד פעמיות, בין היתר, בשל הקצאת משאבים לצורך הטמעת הפעילות הנרכשת והוצאות עקב קיצוץ בכוח האדם כחלק מהליך המיזוג. להערכת החברה צפוי קיטון משמעותי בהוצאות כתוצאה מהטמעתו המלאה של המיזוג. הדירוג משקלל את חוסנה הפיננסי של החברה - מיזוג החברה עם מיטב, אשר הושלם ביום ה- 19.03.2013, הוביל לגידול ניכר בהיקף פעילות החברה ובסך המאזן. מאידך, שיעור ההון העצמי מסך המאזן נשחק כתוצאה מקליטת ההתחייבויות הפיננסיות של מיטב ומשיכת דיבידנד בסך כ- 241 מיליון ₪ ערב המיזוג.

במהלך השנה האחרונה ועל רקע הליך המיזוג, בוצעו מספר שינויים בהנהלתה הבכירה של החברה, במסגרתם מונה לכהן כמנכ"ל מר אילן רביב. בנוסף מונה סמנכ"ל כספים, סמנכ"ל מערכות מידע, סמנכ"ל שיווק ומכירות, מבקר פנים, משנה למנכ"ל וסמנכ"ל נוסף.

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 ומעבר כספים לקרנות הכספיות (הגובות דמי ניהול נמוכים יותר) ובברוקראז' קיימת שחיקת עמלות, בעיקר בשל תחרות מצד הבנקים זאת לצד, קיטון בהיקפי המסחר. שינויי הרגולציה על בתי ההשקעות והתגברותה, משפיעים באופן ניכר על כל תחומי פעילות החברה - בענף החיסכון ארוך הטווח שינויי הרגולציה גרר פדיונות בנכסי קופות הגמל בשנים האחרונות ופגע בתחרותיות של אפיק חסכון זה. זאת, בנוסף לקיטון בשיעור דמי הניהול באפיק זה.

להערכת מידרוג, התחזקות הרגולציה והחרפת התחרות, משפיעים על רווחיות בתי ההשקעות ומובילים את הענף לקונסולידציה דוגמת המיזוג של החברה עם מיטב. נציין, כי בפעולת הדירוג מנובמבר 2012, נותר אופק הדירוג יציב בהתבסס על ההנחה כי החברה ומיטב ימוזגו והסינרגיה תושלם, בהתאם לתקציב ולתחזיות שהוצגו למידרוג.

להלן תמצית נתונים כספיים של החברה (מיליוני ₪):

2011	2012 פרופורמה ²	2012 בפועל	Q2/12	Q2/13	
459	749	436	110	195	הכנסות
116	152	93	26	42	רווח תפעולי
-7	1	-2	-12	1	רווחי (הפסדי) נוסטרו
24%	20%	21%	13%	22%	שיעור רווח מפעולות רגילות
72	39	27	-4	3	רווח נקי

31.12.2011	31.12.2012	30.06.2013	
18,408	22,455	27,527	סך מאזן
1,165	1,368	2,024	סך המאזן מנוטרל תעודות סל
577	725	831	מזה: מזומן והשקעות לז"ק
616	657	1,062	חוב פיננסי ברוטו
299	182	538	חוב פיננסי נטו*
457	453	594	הון עצמי

* בניכוי מזומנים ושווי מזומנים חופשיים אשר אינם מוחזקים לצרכים רגולטורים. נכון ל- 30.06.2013, לחברה מזומנים כנגד הון רגולטורי בסך כ- 307 מיליון ₪.

החוב הפיננסי כולל התחייבות לבעלי מניות המיעוט בחברה בת (בגין עסקת תכלית, כמפורט בהמשך), בסך כ- 170 מיליון ₪ (נכון ל- 30.06.2013) אשר נפרעו ברבעון השלישי של שנת 2013. בנוסף, במחצית השנייה של שנת 2013 צופה החברה לפרוע הלוואות מבנקים בסך כ- 36 מיליון ש"ח ואג"ח בסך כ- 64 מיליון ₪, בהתאם ללוח הסילוקין³. גיוס החוב הצפוי בסך של עד 80 מיליון ₪ הינו הרחבה לסדרה ג'. בהינתן ההרחבה, בשנת 2014 תפרע החברה אג"ח בהיקף של כ- 70 מיליון ₪ בגין סדרות ב' ו- ג' (ותסלק את סדרה ב'); משנת 2015 ואילך, תיפרע החברה אג"ח בסך של כ- 51 מיליון ₪ בשנה עד לסילוק סדרה ג' בשנת 2025.

² הפרופורמה מתבססת על הערכות החברה לתוצאות שהיו מושגות אילו היה מתרחש המיזוג בתחילת שנת 2011.

³ ב- 31.07.2013, החברה פרעה קרן בסך כ- 19 מיליון ₪ בגין סדרה ב'. ב- 10.12.2013 תיפרע החברה קרן בסך כ- 44 מיליון ₪.

יחסים פיננסיים של החברה:

2011	2012	2013E	
106	86	165	EBITDA מתואם*
5.8	7.6	5.5	חוב פיננסי / EBITDA מתואם
2.8	2.3	2.1	חוב פיננסי נטו / EBITDA מתואם

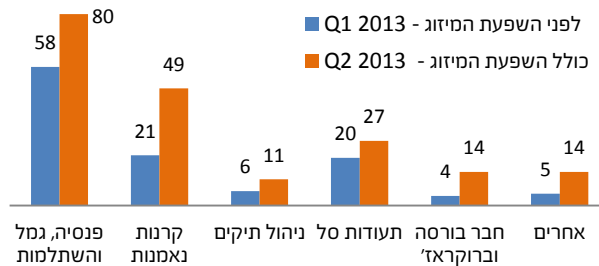
* תחשיב מידורג (E2013 בגילום שנתי). נתוני ה- EBITDA הותאמו ואינם כוללים הכנסות מפעילות הנוסטר.

הגידול ב- EBITDA החזוי לשנת 2013, נובע בעיקר כתוצאה ממיזוג הפעילות של דש ומיטב. יציין כי מאחר ורק הרבעון השני משקף את פעילות החברה הממוזגת, תוצאותיו נלקחו כמייצגות לצורך התחזית להמשך השנה. יחס הכיסוי של החברה (חוב פיננסי ל- EBITDA בגילום שנתי) השתפר, ומשקף את העלייה ב- EBITDA והגידול בחוב, היינו התרחבות הפעילות. זאת, לצד פירעונות חוב שהתרחשו (מימוש האופציה בתכלית מדדים, כמפורט בהמשך) בפועל ופירעונות נוספים בהתאם ללוח הסיילוקין, במחצית השנייה של שנת 2013, כמפורט לעיל.

צמיחה בהכנסות החברה על רקע המיזוג

יודגש, כי בעוד מבחינה מאזנית הוצג המיזוג בדוחות לרבעון הראשון השנה, השפעת המיזוג על פעילות החברה בהיבט התוצאתי מתבטאת לראשונה במהלך הרבעון השני (עקב סמיכות השלמת העסקה לתום תקופת הרבעון הראשון). במהלכו, נרשמה צמיחה בהכנסות בשיעור של כ- 77% ביחס לרבעון המקביל אשתקד, ובשיעור של כ- 71% לרבעון הראשון השנה. יחד עם זאת,

השפעת המיזוג על הכנסות החברה - פילוח מגזרי



הגידול בהכנסות טרם בא לידי ביטוי ברווחיות עקב עליה בהוצאות התפעוליות, הוצאות המימון והוצאות ועלויות שונות הקשורות במיזוג - החברה מקצה משאבים רבים, ניהוליים ואחרים, ע"מ לקלוט את הפעילות הנרכשת. כמו כן, תוצאות החברה הושפעו מהוצאות חד פעמיות, בין היתר, עקב קיצוץ בכח האדם כחלק מהליך המיזוג. בשנת 2012 רשמה החברה רווח נקי של כ- 27 מיליון ₪ (כ- 29 מיליון ₪ בנטרול הפסדי נוסטר) וזאת בהמשך לשנת 2011 בה רשמה רווח נקי בסך כ- 72 מיליון ₪ (כ- 79 מיליון ₪ בנטרול הפסדי נוסטר). בחציון הראשון של שנת 2013 רשמה החברה רווח נקי של כ- 8 מיליון ₪ (כ- 4 מיליון ₪ בנטרול רווחי נוסטר), בהשוואה לכ- 10 מיליון ₪ (כ- 18 מיליון ₪ בנטרול הפסדי נוסטר) בתקופה המקבילה בשנת 2011. בעקבות השפעת תוצאות הנוסטר על רווחיותה, החברה קיבלה החלטה לצמצם פעילות זו.

התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות, מיליוני ₪:

2010	2011	2012	Q2/12	Q2/13	
252	250	225	56	80	ניהול פנסיה, גמל והשתלמות
69	70	69	18	49	ניהול קרנות נאמנות
24	25	22	5	11	ניהול תיקים
0	86	89	23	27	ניהול תעודות סל
13	16	14	3	14	חבר בורסה וברוקראז'
32	13	17	5	14	אחרים*
390	460	436	110	195	סה"כ

* חיתום והפצה, מיזוגים ורכישות, נדל"ן להשקעה, מכללה ללימודי שוק ההון, ייעוץ משכנתאות וניהול סיכונים.

היקף נכסים מנוהלים*, לפי מגזרי פעילות (מיליארדי ₪):

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.06.2013	
10	10	10	16	גמל (תגמולים ואישית לפיצויים)
13	12	13	18	השתלמות
1	1	1	1	פנסיה
20	17	21	25	תעודות סל
11	10	11	37	קרנות נאמנות
2	4	3	22	מתוכן, קרנות כספיות
9	9	9	14	ניהול תיקים
62	58	63	110	סה"כ נכסים מנוהלים

* נטו מהחזקות הדדיות

החברה מנהלת נכסים בסך כ- 110 מיליארד ₪, נכון ל- 30.06.2013, לעומת כ- 64 מיליארד ₪ בתום שנת 2012. עיקר הגידול נובע מקליטת הנכסים המנוהלים עקב המיזוג. היקף הנכסים בחברה מושפע, בין היתר, מתנודות שוק ההון ומגיוסים/פדיונות של נכסים, כמפורט בהמשך.

התפתחויות עסקיות עיקריות

השלמת עסקת מיזוג החברה עם מיטב

ביום 19.03.2013 השלימה החברה עסקת מיזוג על דרך החלפת מניות עם בעלי המניות של מיטב, במסגרתה רכשה החברה את מלוא הון המניות המונפק והנפרע של מיטב, כנגד הקצאת מניות לבעלי המניות במיטב (להלן: "המיזוג"). נכון למועד הדוח, בעלי השליטה בחברה הינם קבוצת ברם בע"מ⁴ (להלן: "ברם") (כ- 28.46% בהון) וצבי סטפק (באמצעות חברות שבשליטתו, בשיעור כ- 27.35% בהון). בין בעלי השליטה נחתם הסכם לשליטה משותפת. כחלק מהעסקה, ביום ה- 31.03.2013 חילקה החברה דיבידנד בסך כ- 226 מיליון ₪ (נטו) לבעלי המניות של דש טרם המיזוג (יום הקובע - 18.03.2013), באישור מיוחד של בית המשפט לחלוקה שאינה עומדת במבחן הרווח⁵. דיבידנד נוסף על סך כ- 15 מיליון ₪ חולק באותו היום. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד שלא תפחת מ- 50% מהרווח הנקי הרבעוני. במהלך שנת 2012, חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של 27.6 מיליון ₪.

מימוש האופציה לרכישת שליטה מלאה בתכלית מדדים

בחודש מרץ 2011 רכשה החברה, באמצעות דש בית השקעות, 50.1% מחברת תכלית מדדים בע"מ (לשעבר סינרגטיקה בע"מ), אשר פעילה בתחום תעודות הסל ומוצרי המדדים ומונהלת תחת השם המסחרי "תכלית" (להלן: "תכלית"). במסגרת ההסכם, לדש בית השקעות הוענקה אופציית Call לרכוש את יתרת המניות בתכלית, ולבעלי מניות המיעוט בתכלית הוענקה אופציית Put למכור את המניות לדש בית השקעות, הכל בפרק זמן של שנתיים עד שלוש וחצי שנים ממועד ההשלמה, והכל כמפורט בהסכם. נכון ל- 30.06.2013, עמד סך ההתחייבויות הקשורות להסכם הרכישה על כ- 170 מיליון ₪.

⁴ ברם מוחזקת בחלקים שווים ע"י אלי ברקת, ניר ברקת ויובל רכבי, באמצעות חברות שבבעלותם.

⁵ ע"פ חוק החברות.

ביום ה- 13.08.2013 הודיעה דש בית השקעות על מימוש אופציית ה- Call לרכישת מניותיהם של מחזיקי המיעוט ופירעון הלוואות הבעלים - כ- 90.6 מיליון ₪ בגין אופציית ה- Call וכ- 81.9 מיליון ₪ בגין הלוואות בעלים. נכון למועד הדוח, מחזיקה החברה, באמצעות דש השקעות, במלוא מניותיה של תכלית.

חילופי גברא - נושאי משרה

במרץ 2013 אישר דירקטוריון החברה את מינויו של מר אילן רביב, מנכ"ל מיטב לשעבר, לתפקיד מנכ"ל החברה הממוזגת. סמנכ"ל הכספים בחברה, רו"ח ניסים לחאם, סיים את כהונתו ביום ה- 01.04.2013 ואת מקומו תפס רו"ח דוד דרעי שעד לאותו מועד כיהן כסמנכ"ל הכספים של דש בית השקעות בע"מ. במהלך חודש מאי מונה רו"ח מאיר איליה למבקר הפנים, במקומו של רו"ח דן הלפרין, אשר סיים את כהונתו בחברה. ב- 17.07.2013 אישר דירקטוריון החברה את מינוי למשנה למנכ"ל של מר רונן טוב. בנוסף לכהונתו זו, רונן טוב והחברה פועלים להקמת שותפות (88% בידי החברה) שפעילותה שיווק ומכירה של מוצרים וביטוחים בענף הביטוח ובענף החיסכון הפנסיוני. ב- 28.08.2013 מונה מר אריק פרץ לסמנכ"ל בחברה (כהונתו החלה ב- 21.10.2013). מר רונן טוב ואריק פרץ צפויים להוביל את הקמתה של הפעילות הביטוחית של החברה. בחודש יולי מונה מר רועי מזרחי לסמנכ"ל מערכות המידע של החברה, ומר אסף עזרא לסמנכ"ל השיווק והמכירות הפיננסיות של החברה. ביום 31.10.2013 הודיע מר רועי מזרחי על התפטרותו ובמקומו מונה מר צבר גיל.

רה ארגון הקבוצה

בחודש יולי הושלם הליך שינוי המבנה בקבוצה, במסגרתו רוכזו ואוחדו פעילויות חופפות ומקבילות. בין הפעילויות שמוזגו נציין את חברות הגמל והפנסיה, קרנות הנאמנות וניהול התיקים וחברי הבורסה. שינוי זה בוצע על רקע המיזוג. החברה פועלת לסיום חוזי השכירות השונים של החברות הבנות שלה, וריכוז פעילויותיה ועובדיה בבניין אחד. המעבר צפוי לחול עם סוף שנת 2013. להערכת מידרוג, מהלך זה הינו חיובי ויאפשר לחברה למצות את פוטנציאל הסינרגיה הגלום במהלך המיזוג עם מיטב בפרט ורכישות נוספות שבוצעו, בצורה טובה יותר, וכן לחסוך במשאבים ועלויות.

סקירת פעילות החברה

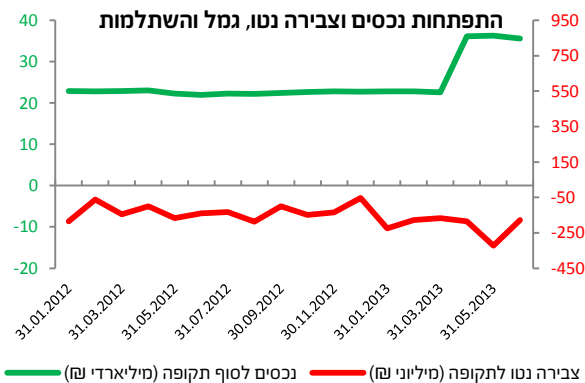
קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות פנסיה

הכנסות מניהול מכשירי החיסכון לזמן ארוך מהוות הכנסה יציבה יחסית לאורך זמן, שמקורה בדמי ניהול קבועים. נכון ליום ה- 30.06.2013, מנהלת החברה כ- 9% מהיקף נכסי קופות הגמל בענף (תגמולים ואישיות לפיצויים) וכ- 14% מסך נכסי קרנות ההשתלמות בענף. פעילויות אלו מהוות כ- 40% מסך הכנסות החברה והניבו ברבעון השני של שנת 2013 הכנסות בסך כ- 79 מיליון ₪, לעומת הכנסות בסך כ- 57 מיליון ₪ ברבעון הראשון. תחום הפנסיה בחברה אינו מהווה מגזר פעילות מהותי (כ- 1% מסך ההכנסות, ברבעון השני לשנת 2013). בנוסף, מנהלת החברה כ- 1,013 מיליון ₪ בקרנות פנסיה (נכון ל- 30.06.2013), המהווים כ- 0.6% מסך הנכסים בענף.

תוצאות המגזר מבטאות צמיחה של כ- 38% בהכנסות מפעילות, זאת על רקע עסקת המיזוג. שיעור הכנסות החברה ממגזר זה נמצא בנסיגה, על רקע תקנות רגולטוריות, צבירה שלילית נטו מתמשכת (החל משנת 2011) והחרפת התחרותיות. בהשפעת המיזוג, צמח היקף הנכסים המנוהלים במגזר קופות הגמל בכ- 67%

שיעור הכנסות המגזר מהכנסות החברה

60%	2010
55%	2011
52%	2012
50%	Q1 2013
40%	Q2 2013



במהלך החציון הראשון לשנת 2013, לכ- 15.9 מיליארד ₪. במהלך אותה תקופה, היקף נכסי קרנות ההשתלמות המנוהלות ע"י החברה צמח בכ- 41%, לסך של כ- 17.8 מיליארד ₪. קופות הגמל וקרנות ההשתלמות של החברה סובלות מצבירה נטו שלילית. במהלך החציון הראשון לשנת 2013, חלה צבירה שלילית נטו של כ- 765 מיליון ₪ בקופות הגמל וכ- 738 מיליון ₪ בקרנות ההשתלמות, זאת בהמשך לשנת 2012, במהלכה חלה צבירה שלילית נטו של כ- 764 מיליון ₪ בקופות הגמל וכ- 662 מיליון ₪ בקרנות ההשתלמות.

לאחר המיזוג, בתקופה שבין אפריל ואוגוסט 2013, קופות הגמל וההשתלמות בחברה איבדו כ- 3% מסך נכסיהם כתוצאה מצבירות נטו וזאת ביחס לענף אשר נותר כמעט ללא שינוי (גידול של כ- 0.1%). הנהלת החברה פועלת במישור השיווקי והתפעולי ע"מ לעצור את מגמת הצבירה השלילית במגזר פעילות זה.

שינויי רגולציה המשפיעים על המגזר:

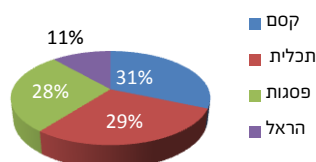
בשנת 2013 נכנס לתוקפו חוזר שפרסם אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, המעדכן את דמי הניהול המקסימליים שניתן לגבות בקופות הגמל לתגמולים. עפ"י התקנות החדשות, דמי הניהול המקסימליים שיגבו בגין קופות הגמל לתגמולים, הינם עד כ- 1.1% מהיקף הנכסים ועד כ- 4% מההפקדות השוטפות. החל משנת 2014, דמי הניהול המקסימליים יעמדו על כ- 1.05% מהיקף הנכסים ועד כ- 4% מההפקדות השוטפות. ערב פרסום התקנה, דמי הניהול המקסימליים עמדו על כ- 2% מהיקף הנכסים. התקנות החדשות קיזזו מהגידול שחל בהכנסות ממגזר זה בהשפעת המיזוג.

ב-29/11/2012 פרסם המפקח על הביטוח חוזר בנושא מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים⁶. החוזר עוסק בביטול שיווק תכניות ביטוח חיים משולבות חסכון עם מקדמי קצבה, המגלמים הבטחת תוחלת חיים למי שמלאו להם פחות מ- 60 שנה. כמו כן, אפשר המפקח נידוד פוליסות קיימות בתנאים מסוימים בין חברות הביטוח לשנת 2013 בלבד. להערכת מידרוג, ביטול מקדמי קצבה המגלמים הבטחה לתוחלת חיים, צפוי לחזק את מעמד קרנות הפנסיה בתוך ענף החיסכון ארוך הטווח, ולהקטין את התמריץ לניוד תיק ביטוחי החיים הקיים כיום לאפיקי חיסכון אחרים.

גידול בהיקף נכסי תעודות הסל

כתנאי מתלה שהוצב ע"י הממונה על ההגבלים העסקיים לאישורה של עסקת המיזוג, התבקשו החברה או לחילופין מיטב למכור את פעילות תעודות הסל שלהן. בהתאם, לאחר קבלת אישורו של הממונה על ההגבלים העסקיים, נמכרה פעילות תעודות הסל של מיטב, מיטב תעודות סל אחזקות בע"מ וגעש עשיית שוק בע"מ, לפסגות בית השקעות בתמורה לכ- 150 מיליון ₪.

נתח שוק תעודות הסל ע"פ מנהל

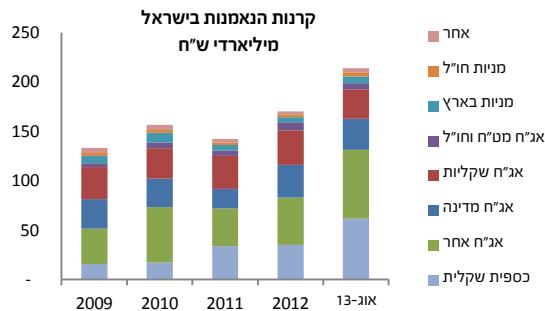


הכנסות החברה מפעילות תעודות הסל (תכלית) בחציון הראשון לשנת 2013 הסתכמו לכ- 45 מיליון ₪ וכ- 89 מיליון ₪ לשנת 2012. סך נכסי תעודות הסל של החברה לתאריך 30.06.2013 עומד על כ- 24.9 מיליארד ₪ ועל כ- 20.6 מיליארד ₪ בסוף שנת 2012. להערכת מידרוג, ענף תעודות הסל התאפיין בתחרות חריפה,

⁶ קישור: [חוזר מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים](#)

שהובילה בשנים האחרונות לשחיקת מרווחים ודמי הניהול. התגברות הרגולציה הן בהיבט של דרישות ההון והן בהיבט התפעולי מעלה את ההוצאות הקבועות של החברה ויוצרת יתרון מובהק לגודל, שהוביל להתרחשותם של מספר מיזוגים בשנים האחרונות כך שכעת קיימים בענף 4 שחקנים בלבד (ביחס ל- 7 בשנת 2011).

קרנות הנאמנות וניהול תיקים



מתחילת השנה, רשם ענף קרנות הנאמנות עליה בהיקף הנכסים המנוהלים, על רקע העליות בשווקי ההון וסביבת הריביות הנמוכה. היקף נכסי קרנות הנאמנות בענף הגיע לשיא באוגוסט 2013, עם כ- 213 מיליארד ש"ח, גידול של כ- 26% לעומת שנת 2012 (היקף הנכסים הגדול ביותר בחמשת השנים האחרונות). עיקר העלייה נובע מגידול בקרנות האג"חיות (כ- 15 מיליארד ש"ח) ובקרנות הכספיות השקליות (גידול של כ- 26.5 מיליארד ש"ח).

גידול זה הינו בהמשך לצמיחה שחלה בענף במהלך שנת 2012, בו גדל היקף הנכסים בניהול קרנות הנאמנות בכ- 19.5%.

בעקבות המיזוג, היקף נכסי קרנות הנאמנות של החברה זינק מכ- 10.6 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2012, לכ- 36.6 מיליארד ש"ח ב- 30.06.2013 - היקף הנכסים המנוהלים הגדול בענף. עם זאת, שיעור הקרנות הכספיות מסך הקרנות הכפיל את עצמו מכ- 31% בסוף שנת 2012, לכ- 60% ב- 30.06.2013, שיעור הגבוה משמעותית משיעור הכספיות בענף לאותו מועד, העומד על כ- 28%. רוחחיותן של הקרנות הכספיות קטנה מהקרנות המסורתיות, מאחר והן גובות דמי ניהול נמוכים לצד תשלום עמלות הפצה לבנקים. היקף תיק ההשקעות המנוהלים בחברה נכון ל- 30.06.2013, עמד על כ- 13.8 מיליארד ש"ח, גידול של כ- 50% לעומת ה- 31.12.2012, עקב עסקת המיזוג.

הכנסות החברה מקרנות הנאמנות וניהול תיקי ההשקעות ברבעון השני של שנת 2013 הסתכמו לכ- 60 מיליון ש"ח, זאת, בהשוואה לכ- 27 מיליון ש"ח ברבעון הראשון ומהווים כ- 31% מהכנסות החברה (ביחס לכ- 24% ברבעון הראשון של 2013). בשנת 2012 הסתכמו הכנסות החברה מקרנות נאמנות וניהול תיקי השקעות, לכ- 91 מיליון ש"ח. היקף ההכנסות במגזר זה צמח בעיקר על רקע עסקת המיזוג. להערכת מידרוג, ענף קרנות הנאמנות מתאפיין ברמת הכנסות תנועתית, הנובעת משינויים בטעמי המשקיעים, בין היתר, על רקע סביבת הריביות ומגמות בשוק ההון. באפריל 2013, פרסמה הרשות לניירות ערך, תקנות בנושא עמלות ההפצה של קרנות הנאמנות.⁷ בהתאם לתקנות החדשות, יופחתו עמלות ההפצה המרביות שרשאים מפיצים לגבות, ובמקביל חייבה הרשות את החברות להפחית את דמי הניהול בשיעור דומה לתקופה של חצי שנה.

להלן עמלות ההפצה המעודכנות:

בקרנות כספיות: ההפחתה היא מ- 0.125% ל- 0.10%.

בקרנות שקליות טהורות (ללא מניות): ההפחתה היא מ- 0.25% ל- 0.20%.

בקרנות אג"ח: ההפחתה היא מ- 0.40% ל- 0.35%.

בקרנות מנייתיות: ההפחתה היא מ- 0.80% ל- 0.35%.

⁷ קובץ התקנות - [תקנות השקעות משותפות בנאמנות \(עמלת הפצה\) תיקון, התשע"ג - 2013](#)

חבר הבורסה והברוקראז'

הכנסות החברה מפעילות חבר הבורסה והברוקראז' לרבעון השני לשנת 2013 הסתכמו לכ- 14 מיליון ₪, לעומת כ- 4 מיליון ₪ ברבעון הקודם, גידול של כ- 250% בהכנסות ממגזר זה. ההסבר לגידול הינו תיקי הלקוחות שנוספו לחברה בעקבות המיזוג ורכישת חברה העוסקת בברוקראז' לגופים מוסדיים. שיעור ההכנסות ממגזר זה עלה לכ- 7% במהלך הרבעון השני, לעומת כ- 4% בלבד ברבעון הראשון.

הברוקראז' בחברה מתמקד במתן שירותי מסחר בניירות ערך ומוצרים פיננסיים בבורסה ובשווקים בחו"ל, ובשירותי מחלקת מחקר. לקוחות החברה כוללים גופים מוסדיים בארץ ובחו"ל, בנוסף על לקוחות פרטיים. נציין כי, כחלק מפעילות חבר הבורסה, החברה מעניקה ללקוחותיה אשראי לצורך ביצוע עסקאות בניירות ערך כנגד בטחונות בתיק ניירות הערך של הלקוחות.

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.

הקיטון במחזורי המסחר הממוצעים ומספר החברות הנסחרות בשנים האחרונות עשוי להביא לפגיעה נוספת בהכנסות החברה ממגזר פעילות זה.

הטבלה שלהלן מציגה נתונים אודות מספר החברות הנסחרות בבורסה לני"ע בת"א, ומחזורי המסחר השנתיים:

מקור: נתוני הבורסה לני"ע	חברות שנמחקו ממסחר	חברות שהונפקו	חברות פעילות	מחזור מסחר יומי ממוצע (מיליארדי ₪)
2010	46	33	758	1,675
2011	43	21	735	1,665
2012	70	14	679	1,421
01/09/2013	41	13	651	1,107

הכנסות אחרות

בנוסף על מגזרי הפעילות שתוארו לעיל, פעילה החברה בתחומי החיתום, ניהול הנפקות והפצת ניירות ערך, תיווך וייזום עסקאות לרבות מיזוגים ורכישות, הפעלת מכללה, ייעוץ משכנתאות, ניהול סיכונים, הכנסות שכירות, נדל"ן מניב, איגוחים, החזקה בסוכנות ביטוח ועוד. בהקשר זה נציין כי, החברה קיבלה החלטה לצמצום פעילויות החיתום וההפצה, והמיזוגים והרכישות. במהלך הרבעון השני לשנת 2013, הסתכמו הכנסות החברה מפעילויות אלה לסך של כ- 14 מיליון ₪, לעומת כ- 5 מיליון ₪ ברבעון הקודם.

נוסטרו

תיק הנוסטרו של החברה (בנטרול הון רגולטורי של חברות בנות) ל- 30.06.2013 עמד על כ- 317 מיליון ₪. מתוכם כ- 11 מיליון ₪ באג"ח קונצרני ומניות והיתרה מזומנים, פקדונות ואפיקים סולידיים אחרים (קרנות כספיות, מק"מים ואג"ח ממשלתי). יש לציין כי לאחר תאריך המאזן, חל קיטון בהיקף המזומנים בחברה כתוצאה מהשלמת עסקת תכלית, כמפורט לעיל.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי ברווחיות החברה עם השגת הסינרגיה המתוכננת.
- שיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה ויחסי האיתנות הפיננסית.
- חיזוק מעמד החברה בענפי הפעילות השונים.

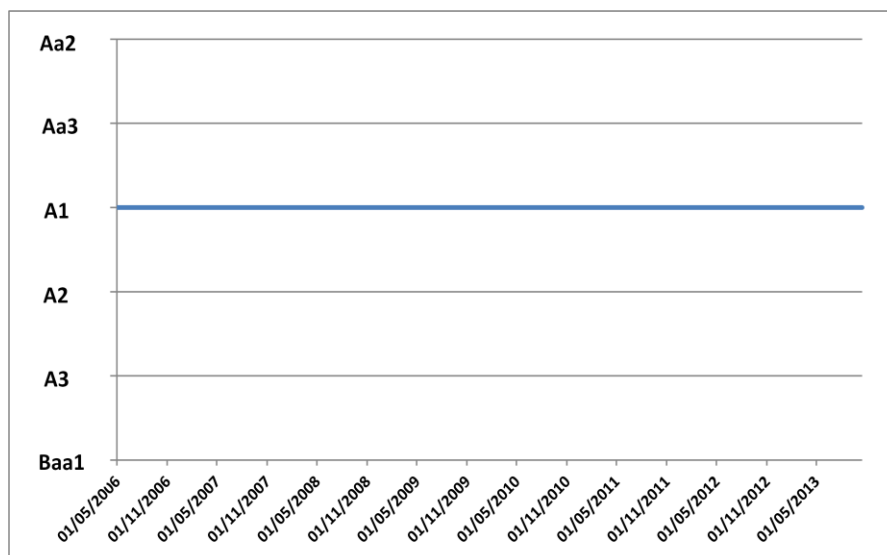
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- סטייה משמעותית מהסינרגיה הצפויה ובתקציב שהוגדר.
- הרעה משמעותית ומתמשכת ברווחיות החברה ויחסי האיתנות הפיננסית.
- פגיעה במעמד החברה בענף, בין היתר, בשל פגיעה בנתח השוק בפעילויות השונות ובענף הגמל בפרט.

אודות החברה

החברה הינה חברה ציבורית, העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות (להלן: "הקבוצה") בתחומי פעילות בשוק ההון. במהלך מרץ 2013, השלימה החברה עסקת מיזוג על דרך החלפת מניות עם בעלי המניות של מיטב, במסגרתה רכשה החברה את מלוא הון המניות המונפק והנפרע של מיטב, כנגד הקצאת מניות לבעלי המניות במיטב (להלן: "המיזוג"). בעלי השליטה בחברה הינם קבוצת ברם בע"מ⁸ (28.46% בהון) וצבי סטפק (באמצעות חברות שבשליטתו) (27.35% בהון). בין בעלי השליטה קיים הסכם לשליטה במשותף. הקבוצה מנהלת, נכון ליום ה- 30.06.2013, נכסים בשווי של כ- 110 מיליארד ₪ והינה השנייה בגודלה בתחום ניהול הגמל ובתחום תעודות הסל. בנוסף, פועלת הקבוצה בתחומי הפעילות הבאים - ניהול קרנות פנסיה, שירותי חבר בורסה וברוקראז', השקעות בתאגידים, מיזוגים ורכישות ועוד.

⁸ ברם מוחזקת בחלקים שווים ע"י אלי ברקת, ניר ברקת ויובל רכבי, באמצעות חברות שבבעלותם.



חומר מקצועי רלוונטי

מועד פרסום דוח אחרון - נובמבר 2012

[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, מהאיכות 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 מאוד.	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 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.

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") 2013.

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