

דש איפקס הולדינגס בע"מ

דוח מעקב | דצמבר 2009

1

מחבר:

פבל יופה, אנליסט בכיר
pavel@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר - דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

דש איפקס הולדינגס בע"מ

מידרוג מאשרת את הדירוג A1 לאג"ח סדרה ב', שהנפיקה דש איפקס הולדינגס בע"מ ("דש איפקס" או "החברה") ולמסגרת אג"ח סדרה ג' בהיקף של 120 מיליון ₪, שטרם הונפקה. אופק הדירוג הינו יציב.

השיקולים העיקריים לדירוג כוללים מרכיב גבוה של הכנסות מדמי ניהול נכסי גמל, אשר תורמים לייצוב הכנסות החברה, מעמדה התחרותי הבולט לטובה, בפרט בתחום הגמל, הבא לידי ביטוי בהגדלת חלקה באופן הדרגתי בתחום בשנים האחרונות, יחסי מינוף נמוכים ויחסי תזרימי טובים. בחודש אוקטובר 2009 נחתם הסכם למכירת השליטה בחברה. להערכת מידרוג, החלפת הבעלות עשויה להוביל להרחבת הפעילות ולגידול ברמת המינוף. מנגד, הרכישות, ככל שתהיינה, עשויות להוסיף רווח ותזרים.

להלן פירוט סדרות ציבוריות קיימות המדורגות בדירוג של A1:

סדרה	מספר נייר	תאריך הנפקה	תאריך פדיון סופי	שיעור ריבית שנתית (%)	יתרת ע.ג. (מ' ₪)	שנות פירעון
ב'	1097690	9/6/06	31/7/14	4.9% (צ. מדד)	83	2010 - 2014

תמצית נתונים כספיים של החברה, מיליוני ₪:

IFRS					
2006	2007	2008	Q1-3/08	Q1-3/09	
208	307	268	207	219	הכנסות
72	122	90	76	69	רווח תפעולי
14	2	(128)	(64)	95	רווחי (הפסדי) נוסטרו
(10)	(7)	(8)	(9)	(10)	הוצאות מימון (נטו)
3	1	(23)	(4)	-	אחרות (*)
(29)	(48)	(35)	(25)	(27)	מיסים על הכנסה
47	69	(104)	(25)	127	רווח נקי (הפסד)
45	72	57	45	37	FFO
567	863	607	669	639	סך מאזן
358	465	295	316	323	מזה: מזומן והשקעות לז"ק
160	248	188	172	126	חוב פיננסי
296	430	313	392	423	הון עצמי

(*) לרבות חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות ושותפויות כלולות

התפתחויות עסקיות עיקריות¹

שינוי במבנה השליטה בחברה

בתאריכים 07.10.09 ו-03.12.09, הודיעה חברת דש איפקס הולדינגס בע"מ (להלן: "החברה") על עסקת רכישה של 55% מזכויות ההצבעה בחברה, שנחתם בין בעלי מניות בחברה² לבין קבוצת ברם בע"מ³. כמו כן, במסגרת העסקה

¹ מאז דוח המעקב השנתי האחרון, אשר נערך באוקטובר 2008.

² בעלי המניות העיקריים בחברה הינם (ההחזקות מתייחסות לזכויות בהון): קרן ביטוח לעובדים קופת תגמולים וקרן פנסיה של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ (בניהול מיוחד) (23.04%), קרן Old Lane Luxembourg Master Fund S.a.r.l (13.04%), מ. ורטהיים (אחזקות) בע"מ (12.3%), נתן וקלרה חץ (8.32%) המנכ"לים המשותפים בחברה (עידו נויברגר וויקטור שמרין, כ- 3.9% כל אחד).

התחייבה קבוצת ברם בע"מ להגיש הצעת רכש לרכישה של 5% מזכויות ההצבעה בחברה, כך שלאחר השלמת העסקה לרבות הצעת הרכש תחזיק קבוצת ברם כ- 60% מזכויות ההצבעה בחברה. השלמת הסכם המכירה מותנית, בהתקיימותם של תנאים מתלים שונים, כגון: קבלת אישורים והיתרים מהרשויות ועוד.

מידרוג מניחה, כי בעקבות הרכישה, יפעלו בעלי המניות החדשים להרחבת הפעילות בדרך של רכישה, פיתוח תחומי הפעילות הקיימים והתרחבות לתחומים חדשים הקשורים לתחום הנכסים הפיננסיים. התרחבות זו יכול שתבצע באמצעות הגדלת רמת המינוף, שכיום הינה נמוכה באופן יחסי לקבוצת ההשוואה. להערכת מידרוג, יכול כי רמת המינוף הנוכחית, שהינה תוצאה ממדיניות התרחבות שקולה ומאוזנת של הנהלת החברה, אינה מייצגת את רמת החוב, אשר תאפיין את הפעילות בהמשך.

חיזוק המעמד בענף הגמל

החברה ממשיכה לבלוט לטובה ולשפר את מעמדה בענף הגמל. השיפור מתבטא בעליה בהיקף הנכסים באמצעות צבירה חיובית ובגידול נתח השוק של החברה מסך הנכסים המנוהלים בענף. כך, בתקופה שבין ספטמבר 2008 לבין ספטמבר 2009, התאפיינה פעילות החברה בצבירה חיובית שהסתכמה בכ- 1.7 מיליארד ש"ח, לעומת צבירה שלילית של כ- 4.2 מיליארד ש"ח בכלל הקופות במשק. היקף נכסי הגמל המנוהלים ע"י הקבוצה עמד ליום 22.11.2009 על סך של 20.6 מיליארד ש"ח.

עליה בהיקף הנכסים המנוהלים שאינם גמל

בנוסף להרחבת הפעילות בענף הגמל, צמחה פעילות החברה, אם כי במידה מועטה יותר, בתחומי ניהול נכסים נוספים:

התפלגות הנכסים המנוהלים, מיליארדי ש"ח:

2006	2007	2008	30.9.09	22.11.09	
9.6	16.5	14.5	19.6	20.6	גמל
4.4	6.7	7.3	9.9	10.0	ניהול תיקים
2.2	3.6	7.7	8.3	8.4	קרנות נאמנות
16.2	26.8	29.5	37.8	39.0	סה"כ
59%	62%	49%	52%	53%	שיעור נכסי הגמל

הרחבת פעילות הברוקראז'

במהלך יולי 2009 התקבלה בחברה החלטה על הרחבת תחום הברוקראז' לגופים מוסדיים, וזאת באמצעות הקמת חברה נכדה. למועד הדוחות הוקמה דש ברוקראז בע"מ (חברה בפיקוח הבורסה ובעלת רישיון שיווק השקעות) והיא החלה לפעול בחודש נובמבר 2009.

פעילות ברוקראז' בקרב גופים מוסדיים הינה, להערכת מידרוג, בעלת רמת סיכון נמוכה בפרספקטיבה של סיכונים אשראי ומתאפיינת ביציבות יחסית של הכנסות. להערכת מידרוג, הצלחת פיתוח עסקי זה והתבססותו, עשויות לשפר את הפיזור ותמהיל הכנסות החברה.

רה ארגון בקבוצה

באפריל 2009 הושלם תהליך רה ארגון בקבוצה, שמטרתו איחוד פעילויות דומות תחת קורת גג אחת וחיסכון בעלויות. התהליך כלל מיזוג של יובלים גמל לאיפקס גמל, מיזוג איפקס ניהול תיקים לתוך דש ניירות ערך ומיזוג של איפקס קרנות נאמנות לתוך דש קרנות נאמנות.

³ מוחזקת ע"י אלי ברקת, ניר ברקת ויובל רכבי.

התפתחות התוצאות הכספיות

שיפור בהיקף ובתמחיל ההכנסות

הרחבת פעילות ניהול ההשקעות בכלל ובתחום הגמל בפרט, על רקע ירידה בהכנסות מתחומי פעילות אחרים, הובילה לשיפור משמעותי בתמחיל ובהיקף ההכנסות. נכון לסוף ספטמבר 2009, היוו הכנסות מניהול נכסים כ- 95% מסך ההכנסות והכנסות מנכסי גמל הסתכמו ב- 66.7% מסך ההכנסות, לעומת 65.7% ו- 44.4% בשנים 2008 ו- 2007, בהתאמה.

התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות, מיליוני ₪:

2006	2007	2008	Q1-3/08	Q1-3/09	
101	136	176	133	146 (*)	ניהול גמל
64	90	70	55	57	ניהול תיקים וקרנות נאמנות
2	6	5	4	4	ניהול פנסיה
38	69	7	6	3	חיתום והפצה
3	6	10	9	8	אחרים
208	307	268	207	218 (**)	סה"כ
80%	76%	94%	93%	95%	שיעור ההכנסות מניהול נכסים

(*) כ- 195 מיליון ₪ בגילום שנתי

(**) כ- 292 מיליון ₪ בגילום שנתי

שחיקה ברווחיות, בעיקר כתוצאה מירידה בפעילות חיתום:

נתוני רווחיות (כאחוז מסך ההכנסות):

2007	2008	Q1-3/08	Q1-3/09	
24.6%	26.9%	25.7%	29.5%	הוצאות מכירה ושיווק
35.7%	39.5%	37.7%	39.2%	הוצאות הנהלה וכלליות
39.7%	33.5%	36.7%	31.4%	רווח מפעולות רגילות
23.4%	21.5%	21.5%	17.1%	FFO

נתוני רווחיות להכנסות מדמי ניהול:

2007	2008	Q1-3/08	Q1-3/09	
32.6%	28.7%	27.7%	31.1%	הוצאות מכירה ושיווק
47.2%	42.1%	40.6%	41.3%	הוצאות הנהלה וכלליות
20.2%	29.1%	31.7%	27.6%	רווח מפעולות רגילות בניכוי הכנסות חיתום ואחרות

העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים באה לידי ביטוי בעליה בהכנסות מדמי הניהול. הרווחיות הושפעה מעלייה בהוצאות הנהלה וכלליות, שנבעה מעלויות תמיכה בהיקפי פעילות הולכים וגדלים וההשקעה בדרישות רגולטוריות, לרבות חיזוק מערכי בקרה.

IFRS					
2006	2007	2008	Q1-3/08	Q1-3/09	
45	72	57	45	37	FFO
567	863	607	669	639	סך מאזן
358	465	295	316	323	מזה: מזומן והשקעות לזיק(*)
160	248	188	172	126	חוב פיננסי (ברוטו)
296	430	313	392	423	הון עצמי
52.2%	49.8%	51.6%	58.6%	66.2%	הון עצמי למאזן
33.9%	36.3%	37.5%	30.5%	22.9%	חוב ל-CAP
3.6	3.4	3.3	2.9	2.6	חוב פיננסי ל-FFO(**)

(*) מזה, מיליוני ₪, כדלקמן:

31/12/07	31/12/08	30/09/09	
223	48	66	אג"ח קונצרני
99	43	89	מניות
322	91	155	סה"כ

(**) תוצאות ביניים - בגילום שנתי

ה- FFO של החברה משקף את תזרים המזומנים הנובע מפעילות שברובה הינה בעלת מאפיינים פרמננטיים. בפרט נתוני ה- FFO אינם כוללים את תרומת פעילות הנוסטרו לרווח הנקי. יחד עם זאת כוללים נתוני ה- FFO את פעילות החיתום, שלהערכתנו אינה בעלת אופי פרמננטי ואשר תרומתה לסך ה- FFO הייתה נמוכה יחסית בתקופה הנסקרת. יחסי כיסוי החוב באמצעות ה- FFO הינם מהירים יחסית ונעים בטווח של 2.6-3.5 שנים.

תיק הנוסטרו

לחברה היקף תיק נוסטרו משמעותי ובעל רמת תנודתיות גבוהה. סיכון זה התממש בתקופת המשבר והשתקף בירידת שווי משמעותי והפסדים. במהלך שנת 2008 הסתכם ההפסד מתיק ניירות הערך בכ- 128 מיליון ₪. עם התייצבות השווקים, החזירה החברה את מרבית ההפסדים מתקופת שיא המשבר ורשמה רווח חשבונאי של כ- 95 מיליון ₪ בתקופה ינואר - ספטמבר 2009.

בעקבות המשבר שינתה החברה את מדיניות תיק הנוסטרו, תוך הקטנה משמעותית של רמת הסיכון המקסימאלית הגלומה בו. כיום, למעלה ממחצית תיק הנוסטרו מושקע במכשירים בעלי סיכון ומח"מ נמוכים. עם זאת, להערכת מידרוג, המדיניות מאפשרת עלייה ברמת הסיכון של תיק נוסטרו, בין היתר בשל תמיכת תיק הנוסטרו בפעילויות החיתום, ההפצה ובפעילות מיזוגים ורכישות. בתקופה האחרונה, רמת הסיכון הגלומה בתיק ירדה באופן משמעותי בהשוואה לתקופה טרום המשבר.

אופק הדירוג

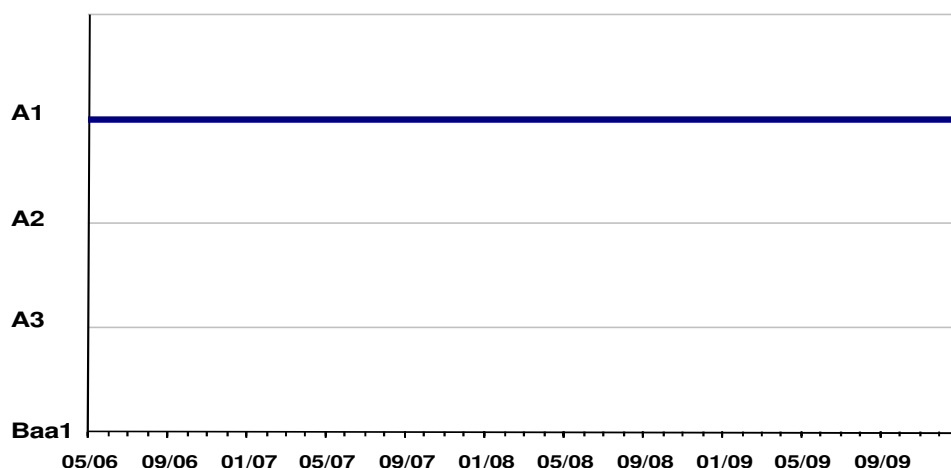
גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- הוספת תחומי פעילות סינרגטיים ורווחיים, אשר יחזקו את תמהיל ההכנסות ויחזקו את מעמדם בתחומים קיימים.
- שיפור משמעותי במעמד החברה בענף, שישתקף, בין היתר, בחיזוק יחסי הכסוי של חוב פיננסי, ברוטו, לתזרים המייצג מפעילות לאורך זמן.

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- זעזועים בהנהלת החברה.
- הרעה מהותית ביחסי האיתנות הפיננסית. בפרט באופן שבו יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד (בנטרול נכסי והתחייבויות של גופים ייעודיים וחברות ייעודיות (SPVs/SPCs)) ירד מ-30%.
- שינוי לרעה בתמהיל ההכנסות, בין היתר, כתוצאה משחיקת חלקן באופן מהותי של הכנסות מניהול נכסים בתמהיל.
- עלייה ברמת הסיכון של תיק הנכסים והנוסטרו.
- פגיעה במעמד החברה בענף, בין היתר, בשל פגיעה בנתח השוק בפעילויות השונות ובענף הגמל בפרט

היסטוריית דירוג



6

אודות המנפיק

דש איפקס הולדינגס בע"מ (להלן "החברה" או "דש איפקס") הינה חברה ציבורית העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות (להלן "הקבוצה") בארבעה תחומי פעילות עיקריים בשוק ההון: העיקריים שבהם הינם תחום ניהול קופות גמל ותחום ניהול תיקים וקרנות נאמנות. נכון לסוף נובמבר 2009 מנהלת הקבוצה, בתחום הגמל ובתחום ניהול התיקים וקרנות הנאמנות, היקף של כ- 20.6 מיליארד ₪ ו-18.4 מיליארד ₪, בהתאמה. הקבוצה הינה השלישית בגודלה בתחום ניהול הגמל. בנוסף, פועלת הקבוצה בתחומי פעילות נוספים - ניהול קרנות פנסיה, חיתום והפצה, שירותי חבר בורסה וברוקראז', השקעות בתאגידים, הנפקת תעודות התחייבות ותעודות סל, ניהול קרנות השקעה, מיזוגים ורכישות ועוד.

דוחות מתודולוגיים

מתודולוגיה: "מתודולוגיה לדירוג בתי השקעות", ספטמבר 2009

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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 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 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"). 2009

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 אמינותו 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 צריכים 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 שרתי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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