

דש איפקס הולדינגס בע"מ¹

מעקב שנתי | אוקטובר 2011

1

מחברים:

שי מרום, אנליסט
shaym@midroog.co.il

איל גירון-גילאון, ראש צוות
eyalgr@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
------------------	----	-------------

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. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הערכות החברה לשינויים המהותיים בהנהלתה הבכירה של החברה.

שנות פירעון	יטרה בספרים ² (במיליוני ₪) 30/6/2011	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה ראשוני	מס ני"ע	סדרה
2011-2014	79 ³	מדד	4.9%	יוני 2006	1097690	ב'
2012-2025	304	מדד	3.95%	דצמבר 2010	1121763	ג'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את תמהיל עסקי החברה והחברות הבנות בתחומי הפעילות העיקריים: ניהול נכסים (לזמן ארוך, בינוני וקצר), חבר בורסה, חיתום, מיזוגים ורכישות ופעילות הברוקראז' שבה החלה החברה לפעול מסוף שנת 2009. בשיקולי הדירוג הובא בחשבון מעמדה של החברה בניהול נכסים לטווח בינוני וארוך (קרנות ההשתלמות וקופות הגמל), המתאפייין בהכנסות מדמי ניהול קבועים, הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים המנוהל, המושפע, בין היתר, מצבירות, טעמי הלקוח לסיכון ותנודות שוק ההון. כמו כן, הובא בחשבון מעמדה של החברה בניהול נכסים לטווח קצר (קרנות נאמנות ותעודות סל) ומעמדה של החברה כאחת משתי החברות הגדולות בענף תעודות הסל, כתוצאה מרכישות שביצעה לאחרונה. הדירוג משקלל את פעילותה של החברה והיקפיה בתחומי פעילות שאינם מרכזיים והקמת מערכי פעילות נוספים, כגון פעילות הברוקראז'. לאחרונה הודיעה החברה על כוונתה לבצע שינוי מבני בתוך הקבוצה, שעיקרו השלמת הפרדת פעילות ניהול הנכסים מיתר הפעילויות. כמו כן, בוצעו מספר שינויים פרסונאליים בהנהלתה הבכירה של החברה, המתבטאים, בין היתר, בחיסכון בהוצאות.

להלן תמצית נתונים כספיים של החברה (מיליוני ₪):

2008	2009	2010	H1/10	H1/11	
268	306	390	186	232	הכנסות
90	92	100	55	65	רווח תפעולי
(128)	95	23	7	(3)	רווחי (הפסדי) נוסטרו
(104)	148	77	39	55	רווח נקי (הפסד) המיוחס לבעלי המניות של החברה
57	58	59	34	40	FFO
607	625	903	606	19,443	סך מאזן
607	625	903	606	1,162	סך המאזן מנוטרל תעודות סל
295	305	583	277	569	מזה : מזומן והשקעות לז"ק
187	103	372	112	421	חוב פיננסי*
313	428	435	423	450	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה

* חוב פיננסי ברוטו, במיליוני ₪:

2008	2009	2010	Q2/2011	
9	2	1	1	חוב בנקאי לזמן ארוך
54	3	-	40	חוב בנקאי לזמן קצר
86	72	352	360	אג"ח
38	26	19	20	חלויות שוטפות
187	103	372	421	חוב פיננסי ברוטו

² כולל ריבית לשלם.

³ ביום 30.7.2011 פרעה החברה סך של כ- 23 מיליוני ₪ קרן וריבית.

יחסים פיננסיים של החברה:

2008	2009	2010	2011E	
93	95	103	151	EBITDA מתואם*
50%	92%	28%	36%	חוב פיננסי ברוטו/EBITDA מתואם*

*הנתונים הותאמו ואינם כוללים הכנסות מפעילות הנוסטר.

הגידול המשמעותי בסך המאזן וה- EBITDA המתואם, לסוף יוני 2011, נובע כתוצאה מרכישת תכלית ואינדקס תעודות סל. בניטרול פעילות זו ישנה יציבות. יחסי הכיסוי של החברה (EBITDA ל- חוב בגילום שנתי), משקפים את העלייה ב- EBITDA והגידול בחוב.

התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות, מיליוני ₪:

2008	2009	2010	H1/10	H1/11	
176	203	246	121	127	ניהול גמל
35	51	69	32	38	קרנות נאמנות
21	22	24	12	13	ניהול תיקים
0	0	0	0	37	תעודות סל
6	5	5	2	2	ניהול פנסיה
7	6	15	7	5	חיתום והפצה
13	10	14	7	8	חבר בורסה וברוקראד'
10	9	17	5	2	אחרים*
268	306	390	186	232	סה"כ
89%	92%	88%	90%	94%	שיעור ההכנסות מניהול נכסים (מסך ההכנסות)

*מיזוגים ורכישות ונדל"ן להשקעה

נתוני רווחיות (כאחוז מסך ההכנסות):

2008	2009	2010	H1/10	H1/11	
27%	31%	34%	33%	33%	הוצאות מכירה ושיווק
40%	39%	40%	37%	38%	הוצאות הנהלה וכלליות
34%	30%	26%	30%	28%	רווח מפעולות רגילות

נתוני רווחיות להכנסות מדמי ניהול:

2008	2009	2010	H1/10	H1/11	
30%	34%	38%	37%	36%	הוצאות מכירה ושיווק
44%	43%	45%	41%	40%	הוצאות הנהלה וכלליות

התפתחויות עסקיות עיקריות

רכישת סינרגטיקה ומעבר לבעלות מלאה בחברת תעודות הסל אינדקס

בחודש מרץ 2011 השלימה החברה, באמצעות דש בית השקעות, את רכישת 50.1% מחברת סינרגטיקה בע"מ (להלן: "סינרגטיקה"), אשר מרכזת את פעילות תעודות הסל ומוצרי המדדים המנוהלת תחת השם המסחרי "תכלית" (להלן: "תכלית"). הסכם הרכישה משקף שווי פעילות בסך כ- 180 מיליון ₪. באפריל 2011 החברה רכשה (באמצעות סינרגטיקה) את חברת תעודות הסל אינדקס תעודות סל בע"מ (להלן: "אינדקס")⁴. הסכם הרכישה משקף שווי חברה בסך כ- 78 מיליון ₪. לדש בית השקעות הוענקה אופציית CALL לרכוש את יתרת המניות בסינרגטיקה ולבעלי מניות

⁴ עד לחודש אפריל 2011, החברה החזיקה בכ- 44.9% ממניות אינדקס בדילול מלא.

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. כתוצאה מרכישת חברות תעודות הסל, היקף הנכסים המנוהלים בחברה גדל בכ- 17 מיליארד ₪. כתוצאה מעלייה בשיעור החזקת החברה באינדקס, מ- 44.9% ל- 100% (בהנחת מימוש אופציית ה- Call או אופציית ה- Put, כאמור לעיל) החזקה, החברה רשמה הכנסה חד פעמית בסך כ- 33 מיליון ₪.

רכישת פעילות תעודות הסל של תכלית ואינדקס, יצרה לחברה נתח שוק מהגדולים בענף תעודות הסל, בשיעור כ- 32.4%.

גידול בהיקף נכסי תעודות הסל

הכנסות החברה מפעילות תעודות הסל ברבעון השני של שנת 2011 הסתכמו לכ- 35 מיליון ₪. עפ"י דוח פרופורמה של החברה, למחצית הראשונה של שנת 2011, החברה מציגה הכנסות מפעילות תעודות הסל בסך כ- 62 מיליון ₪. רכישת פעילות תעודות הסל של תכלית הושלמה בתאריך 22.03.2011 ורכישת אינדקס הושלמה ב- 03.04.2011. דוחות הפרופורמה של החברה נועדו לשקף את הדוחות המאוחדים של החברה יחד עם דוחות החברות הנרכשות (תכלית, באמצעות סינרגטיקה ואינדקס) ובהנחה שהרכישה הושלמה בתאריך 1.1.2009. דוחות הפרופורמה לוקחים בחשבון, בין היתר, גידול בהוצאות שכר, הפחתות, עלויות מימון (בגין הרכישה) והוצאות מיסים.

ענף תעודות הסל מאופיין בתחרות חריפה, שהובילה בשנים האחרונות לשחיקת מרווחים ודמי הניהול. שחיקה זו מאיימת על האיתנות והיכולת התפעולית של השחקנים הקטנים יותר ויוצרת יתרון מובהק לגודל.

היקף נכסי תעודות הסל המנוהלות (אינדקס ותכלית) לסוף שנת 2010, עמד על כ- 19 מיליארד ₪. בשנה זו היקף נכסי תעודות הסל צמחו בכ- 14% וזאת ביחס לענף שצמח בכ- 18%. נכון ל- 31.08.2011 היקף נכסי תעודות הסל בחברה ירד לכ- 17.3 מיליארד ₪ (כ- 33% מסך הענף), בין היתר, בשל ירידה בשווי הנכסים המנוהלים. במהלך שנת 2011 לחברה ירידה של כ- 9% בהיקף הנכסים המנוהלים ביחס לסוף שנת 2010.

בשל סינרגיה בפעילות של תכלית ואינדקס, בכוונת החברה לנהל את פעילות אינדקס באמצעות תכלית, מהלך שיוביל לחסכון בעלויות וגידול ברווחיות התפעולית. נציין כי לתכלית דירוג איכות ניהול של MQ2+.

להערכת מידרוג, ענף תעודות הסל מתאפיין ביתרון מובהק לגודל, בשל השחיקה המתמשכת ברווחיות והשינויים הרגולאטוריים העומדים לפתחו.

קופות גמל וקרנות השתלמות

דש איפקס מנהלת כ- 6% מסך היקף נכסי קופות הגמל בענף (תגמולים ואישיות לפיצויים) וכ- 12% מסך נכסי קרנות ההשתלמות בענף, נכון ל- 31.07.2011. פעילויות אלו הניבו לחברה, במחצית הראשונה של שנת 2011, רווח בסך כ- 48 מיליון ₪ וזאת, ביחס לרווח בסך כ- 50 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הירידה נובעת מקיטון בדמי ניהול, גידול בהוצאות שיווק ופרסום והפרשות והחזרים לעמיתים.

במהלך שנת 2010, לחברה צבירה נטו בסך כ- 36 מיליון ₪ בקופות הגמל (ביחס לצבירה שלילית בענף בסך כ- 2.9 מיליארד ₪) וצבירה נטו בסך כ- 1.1 מיליארד ₪ (כ- 8.7% מסך הנכסים) בקרנות ההשתלמות (ביחס לצבירה נטו בענף בסך כ- 5 מיליארד ₪, 4.6% מסך הנכסים). ב- 12 החודשים האחרונים, לחברה צבירה נטו בקרנות ההשתלמות, בסך כ- 796 מיליון ₪ (כ- 6.4% מהנכסים ביחס לכ- 4.6% בענף) ובקופות הגמל צבירה שלילית בסך 179 מיליון ₪ (כ- 1.8% מהנכסים ביחס לכ- 2% בענף).⁵

⁵ נתוני גמל-נט

קרנות פנסיה

תחום הפנסיה בחברה אינו מהווה מגזר פעילות מהותי (כ- 1% מסך ההכנסות). בשל התחרות הגוברת בענף ותוכניות החברה לגידול היקף נכסי קרנות הפנסיה, החברה מעניקה הנחות בדמי ניהול וזאת לצד הוצאות שיווק. נכון ל- 31.07.2011, דש איפקס מנהלת כ- 579 מיליון ₪ בקרנות פנסיה, שהינם כ- 0.6% מסך הנכסים בענף. היקף הנכסים בקרנות הפנסיה של החברה גדל בשנת 2011 בשיעור מזערי של כ- 0.9%. כמו כן, החברה רשמה הפסד של כ- 1.7 מיליון ₪ מפעילות הפנסיה במחצית הראשונה של שנת 2011 וזאת, בהשוואה להפסד בסך כ- 1.6 מיליון ₪ בתקופה המקבילה.

הכנסות החברה 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 וביטוחי המנהלים), תקנות הנידוד הפנסיוני⁶, ואג"ח מיועדות⁷ (קרנות הפנסיה).

צמיחה בהכנסות קרנות הנאמנות וניהול תיקים בשנת 2010 לאחר הקיטון בשנת 2009

בשנת 2010 רשם ענף קרנות הנאמנות עליה בהיקף הנכסים המנוהלים, על רקע העליות בשווקי ההון וסביבת הריביות הנמוכה. בסוף שנת 2010, היקף הנכסים המנוהלים בענף קרנות הנאמנות עמד על כ- 156 מיליארד ₪ וזאת - ביחס לכ- 132 וכ- 98 מיליארד ₪ בסוף שנת 2009 ו- 2008, בהתאמה. העלייה בשווקי ההון וסביבת הריביות 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 גבוהים יותר.

ההכנסות מקרנות הנאמנות וניהול תיקי ההשקעות בשנת 2010 הסתכמו לכ- 93 מיליון ₪, גידול של כ- 27% משנת 2009. במחצית הראשונה של שנת 2011, הכנסות החברה מפעילות קרנות הנאמנות וניהול תיקי השקעה הסתכמו בסך כ- 51 מיליון ₪ וזאת ביחס לכ- 44 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול נובע מגידול בהיקף קרנות הנאמנות המנוהלות. עם זאת, במחצית הראשונה של שנת 2011, רווחי החברה ממגזר זה קטנו בכ- 12%, בין היתר, כתוצאה ממעבר נכסים לקרנות כספיות, אשר אינן גובות דמי ניהול אך משלמות עמלות הפצה לבנקים ובשל גידול בהוצאות, בין היתר, הוצאות פרסום וגיוס כוח אדם. במחצית הראשונה של שנת 2011, שיעור הרווח להכנסות מפעילות קרנות הנאמנות וניהול תיקים עמד על כ- 13% וזאת, ביחס לכ- 17% בתקופה המקבילה אשתקד. נציין כי, מאוקטובר 2011 החלה החברה (באמצעות חברת בת דש קרנות נאמנות בע"מ) לגבות דמי ניהול בקרנות הכספיות.

בסוף שנת 2010 היקף הנכסים המנוהלים על ידי החברה בקרנות הנאמנות עמד על כ- 10.6 מיליארד ₪ וזאת - ביחס לכ- 8.2 וכ- 7.7 מיליארד ₪ בסוף שנת 2009 ו- 2008, בהתאמה. בשנת 2010 החברה רשמה גידול בהיקף הנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות, בשיעור כ- 29% וזאת - ביחס לצמיחה של כ- 26% בכלל הענף. לסוף המחצית הראשונה של שנת 2011, היקף נכסי קרנות הנאמנות בחברה קטן בכ- 1%. עם זאת, מסוף המחצית הראשונה ובמהלך החודשים האחרונים, ירד היקף הנכסים המנוהלים בכ- 1 מיליארד ₪ (בניטרול קרנות כספיות) בשל ירידות חדות בשווקי ההון

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).

בעולם ופדיונות של משקיעים. בניטרול נכסים המופקדים בקרנות כספיות, רשמה החברה ירידה של כ- 12% (כ- 10% בענף) לסוף המחצית הראשונה של שנת 2011 וזאת, ביחס לסוף שנת 2010. נכון ל- 22.08.2011, לחברה גידול של כ- 157% בהיקף נכסי הקרנות הכספיות (ביחס לסוף שנת 2010) וזאת, לצד קיטון בשיעור כ- 21% בקרנות שאינן כספיות. ל- 22.08.2011, היקף נכסי קרנות הנאמנות בחברה הינו כ- 12.1 מיליארד ₪ (5.4 מיליארד ₪ קרנות כספיות).

היקף תיק ההשקעות המנוהל בחברה, למחצית הראשונה של שנת 2011, עמד על כ- 8.6 מיליארד ₪. בסוף שנת 2010 עמד היקף הנכסים על כ- 8 מיליארד ₪ וזאת - ביחס לכ- 10.4 וכ- 7.3 מיליארד ₪ בסוף שנת 2009 ו- 2008, בהתאמה.

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 2010 התאפיינה בהיקף נכסים מנוהלים הגבוה ביותר ב- 5 השנים האחרונות. עם זאת, במהלך שנת 2011 (עד ספטמבר 2011) נרשמו פדיונות של כ- 4 מיליארד ₪ מכלל קרנות הנאמנות ובניטרול הנכסים בקרנות הכספיות, סך הפדיונות מקרנות הנאמנות מתחילת השנה, עומד על כ- 23 מיליארד ₪.

שינויים מהותיים בכוח האדם בחברה

לאחרונה הודיעה החברה כי אין בכוונת המנכ"לים המשותפים להמשיך את כהונתם בחברה מעבר לתקופה הנוכחית, אשר עתידה להסתיים בפברואר 2012. המנכ"לים המשותפים הביעו בהודעתם נכונות להמשיך בתפקידם ככל הנדרש לשם מינוי מחליף והעברת ניהול החברה באופן הולם. כמו כן, במהלך שנת 2011 התבצעו בחברה מספר שינויים משמעותיים בהנהלת החברה וביניהם - מנכ"ל חברת הבת, דש בית השקעות, מר קובי לוינסון סיים את תפקידו ומר ידן ענתבי מונה למנכ"ל; מינוי של בעל השליטה בחברה, מר אלי ברקת (קבוצת ברם) ליו"ר הדירקטוריון; פרישתו של מנכ"ל חברת דש ניהול קופות גמל בע"מ, וכניסה לתפקיד של מר דן פנחסי; והודעה מאוגוסט 2011, על פרישתו של סמנכ"ל הכספים בחברה, בחודשים הקרובים והחלפתו ע"י ר"ח ניסים לחאם.

מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הערכות החברה לשינויים מהותיים אלו בהנהלתה הבכירה של החברה.

שחיקת רווחיות חבר הבורסה והברוקראז'

הברוקראז' בחברה מתמקד במתן שירותי מסחר בניירות ערך ומוצרים פיננסיים בבורסה ובשוקים בחו"ל, ובשירותי מחלקת מחקר. פעילות הברוקראז' 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 הפעילות ולהשפיע לטובה על ההכנסות מתחום זה, שכן הכנסות המגזר הינן בעיקר משיעור העמלה הנגזר מהיקפי המסחר. כחלק מפעילות חבר הבורסה, החברה מעניקה ללקוחותיה אשראי לצורך ביצוע עסקאות בניירות ערך כנגד בטחונות בתיק ניירות הערך של הלקוחות. בשנת 2010 לחברה עלייה בהכנסות בשיעור של כ- 26% וזאת, בניגוד לירידה בשיעור של כ- 22% בשנת 2009. במחצית הראשונה של שנת 2011, החברה רשמה רווח בסך כ- 1.3 מיליון ₪, בדומה לתקופה המקבילה אשתקד וזאת על אף הגידול בהכנסות. השחיקה ברווחיות נובעת, בין היתר, מעלייה בהוצאות הנהלה וכלליות מקליטת כוח אדם חדש לפעילות זו.

היקפי המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב לא השתנו באופן משמעותי במהלך השנים 2008-2010 (הסכומים במיליארדי ₪):

הכנסות החברה (מיליוני ₪)	סה"כ	אג"ח חברות	אג"ח ממשלתיות	מניות והמירים	
13	1,658	224	953	481	2008
10	1,596	223	950	423	2009
13	1,586	218	871	498	2010

חיתום

הכנסות החברה מפעילות החיתום במחצית הראשונה של שנת 2011, הסתכמו לסך של כ- 5 מיליון ₪ וזאת ביחס לכ- 6.9 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה בהכנסות נובעת מקיטון בהיקפי ההנפקות בכלל הענף ושחיקת העמלות בגין הפעילות. להערכת מידרוג, תחום ההנפקות הינו תחום המאופיין בתחרות גבוהה ורמת הכנסות תנודתית. עם זאת, מתבצעת התאמה מהירה יחסית, בין הוצאות להכנסות.

פעילות הנוסטר

לחברה היקף תיק נוסטר משמעותי ובעל רמת תנודתיות גבוהה, שעמד על כ- 365 מיליון ₪ לסוף המחצית הראשונה של שנת 2011 וכ- 583 מיליון ₪ בסוף שנת 2010.

רווח נקי

בשנת 2010 רשמה החברה רווח נקי של כ- 77 מיליון ₪ וזאת בהמשך לשנת 2009 בה רשמה רווח נקי בסך כ- 148 מיליון ₪. ברבעון הראשון של שנת 2011 רשמה החברה רווח נקי של כ- 23 מיליון ₪ וברבעון השני רווח נקי של כ- 32 מיליון ₪. תנודתיות זו נובעת, בין היתר, מעלייה/ירידה ברווחי הנוסטר וכן קיימת קורלציה בין הרווח התפעולי לשינויים בשוק ההון.

חקירת רשות ניירות ערך באיפקס ניהול קופות גמל בע"מ (להלן: "איפקס גמל")

בחודש מרס 2011, דיווחה החברה כי, מתנהלת חקירה של הרשות לניירות ערך כנגד שניים מעובדי איפקס גמל. מדיווחי החברה, טרם נמסרו לחברה פרטי החשדות בנושא. כמו כן, אין באפשרות החברה לאמוד את היקף הנזק בגין החקירה, ככל שקיים, ולכן לא בוצעה הפרשה בדוחות הכספיים.

להערכת מידרוג, פגיעה במוניטין החברה עלולה להוביל לפגיעה בהכנסות ולקיטון ברווחיות.

דיבידנד

לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד שלא תפחת מ- 50% מהרווח הנקי הרבעוני. במהלך שנת 2010, חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של 72 מיליון ₪ ובמהלך המחצית הראשונה של שנת 2011, חילקה החברה דיבידנד בסך כ- 34 מיליון ₪.

הקמת פעילות השקעות במזרח אירופה

בכוונת החברה לפתח פעילות במזרח אירופה בדרך של הקמת פעילות ובחינת רכישה של חברות הפועלות בשוקי ההון המקומיים. סך ההשקעה במיזם מוערכת על ידי החברה בכ- 4 מיליון אירו, כאשר חלקה של החברה הינו 85%. נציין כי, המיזם נעשה בשיתוף פעולה עם מנכ"ל דש בית השקעות לשעבר, מר קובי לוינסון.

להערכת מידרוג, הרחבת הפעילות לחו"ל מצריכה מיומנות והבנה עמוקה של שוק הפעילות. השקעה בחו"ל טומנת בחובה סיכויים לגידול הפעילות והרווחיות ותורמת לפיזור גיאוגרפי של הסיכונים. עם זאת, היקף ההשקעה במיזם אינו מהותי ביחס לפעילות החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- חיזוק משמעותי ומתמשך בתחומי הפעילות בחברה אשר ישפרו את תמהיל ההכנסות והרווחיות.
- המשך שמירת מיצוב בית ההשקעות בשוק ההון המקומי.
- הקטנת התלות בשינויי שוק ההון.

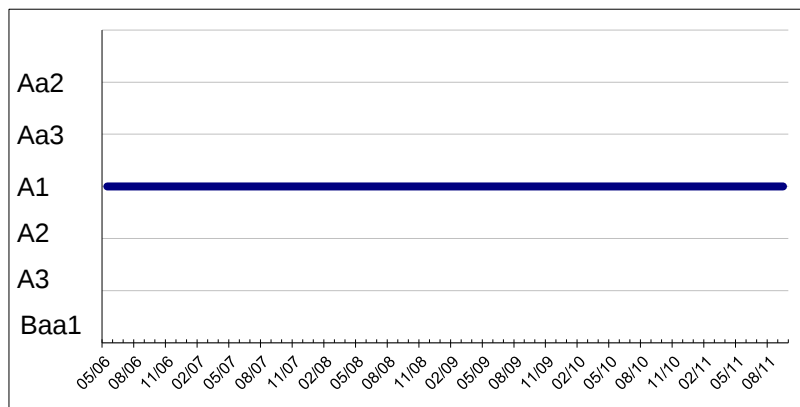
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה מהותית ביחסי האיתנות הפיננסית.
- שינוי לרעה באופן מהותי בהכנסות מניהול נכסים.
- 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. דש איפקס 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- 30.06.2011, בתחום הגמל ובתחום ניהול התיקים וקרנות הנאמנות, היקף של כ- 23.4 מיליארד ₪ וכ- 19 מיליארד ₪, בהתאמה וכן כ- 18 מיליארד ₪ בתעודות הסל. הקבוצה הינה השלישית בגודלה בתחום ניהול הגמל. בנוסף, פועלת הקבוצה בתחומי הפעילות הבאים - ניהול קרנות פנסיה, חיתום והפצה, שירותי חבר בורסה וברוקראז', השקעות בתאגידים, מיזוגים ורכישות ועוד.

היסטוריית דירוג



חומר מקצועי רלוונטי

[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 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 של 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") 2011.

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.

11

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 שרותי 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