

דש איפקס הולדינגס בע"מ¹

פעולת דירוג | נובמבר 2010

1

מחבר:

איל גירון-גילאון, אנליסט בכיר
evalgr@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

¹ דש ניירות ערך והשקעות בע"מ הינה בעלת עניין במידרוג. החברה המדורגת מחזיקה ב- 40.87% ממניות דש ניירות ערך והשקעות בע"מ. מר דניאל דילבסקי, מנהל מחלקת ניהול תיקי השקעות בדש ניירות ערך והשקעות בע"מ, מכהן כדירקטור במידרוג. מר דניאל דילבסקי אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

דש איפקס הולדינגס בע"מ

דירוג סדרות	A1	אופק דירוג: יציב
-------------	----	------------------

מידרוג מעניקה דירוג A1 באופק יציב, לאג"ח סדרה ג' ו-ד' בהיקף כולל של עד 300 מיליון ₪. תמורת ההנפקה שתגייס דש איפקס הולדינגס בע"מ (להלן: "החברה") תשמש בעיקר למימון פיתוח ו/או רכישה של פעילויות סינרגטיות לפעילות החברה.

השיקולים העיקריים לדירוג כוללים: התבססות על מרכיב גבוה ויציב של הכנסות דמי ניהול מנכסי הגמל שרשם גידול משמעותי לאורך השנים, מעמדה התחרותי הבולט לטובה בעסקי הליבה, יחסי מינוף נמוכים ויחסי כיסוי תזרימיים טובים.

להערכת מידרוג, שינוי במבנה השליטה, כמפורט מטה, צפוי להוביל לגידול ברמת המינוף כנגד רכישות או פיתוח, מהלך שעשוי להוביל לגידול בתזרים וברווחים.

להלן פירוט סדרות ציבוריות קיימות המדורגות בדירוג של A1:

סדרה	מספר נייר	תאריך הנפקה	תאריך פדיון סופי	שיעור ריבית שנתית (%)	יתרת ע.ג. (מ' ₪) 30.06.2010	שנות פירעון
ב'	1097690	9/6/06	31/7/14	4.9% (צ. מדד)	83.3	2010 - 2014

תמצית נתונים כספיים של החברה, מיליוני ₪:

2007	2008	2009	H1/09	H1/10	
307	268	306	133	186	הכנסות
122	90	92	41	55	רווח תפעולי
2	(128)	95	87	7	רווחי (הפסדי) נוסטרו
66	(104)	148	105	39	רווח נקי (הפסד) המיוחס לבעלי המניות של החברה
72	57	58	20	34	FFO
863	607	625	681	606	סך מאזן
465	295	305	372	277	מזה : מזומן והשקעות לז"ק
248	188	103	167	112	חוב פיננסי
430	313	428	418	423	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה

התפתחויות עסקיות עיקריות

ביום ה-25.01.2010 השלימה בר.מ. פיננסים בע"מ (להלן: "ברמ") רכישה של 55.33% מהון המניות של החברה. כמו כן, במסגרת העסקה רכשה 5% מזכויות ההצבעה בחברה, כך שלאחר השלמת העסקה מחזיקה ברמ בכ- 60% מזכויות ההצבעה בחברה. ביום ה-25.04.2010 אישרה האסיפה הכללית של החברה את מינוי הדירקטורים גב' גבריאלה רביד (יו"ר הדירקטוריון), מר דניאל זילביגר, מר אלי ברקת ומר אבי באשר. ביום 16.9.2010 אישרה האסיפה הכללית את מינוי של מר יעקב גולדמן לדירקטור חיצוני ומינוי מר משה וידמן לדירקטור.

החברה חתמה על מזכר הבנות מחייב לרכישת השליטה (50.1%) בפעילות ניהול תעודות סל ומוצרי המדדים, המנוהלת ע"י המותג "תכלית תעודות סל" תמורת ההקצאה לפני עודף נכסים פיננסיים חושבה בהתאם לשווי כולל לפעילות תכלית של 180 מיליון ₪. לחברה אופציית Call לחייב את כל בעלי המניות הקיימים למכור לה את כל החזקותיהם בהתאם למחיר המימוש². תכלית מדורגת בדירוג חברה מנהלת של MQ2+ והינה אחת משני הגופים המנהלים תעודות סל הגדולים בישראל, מנהלת היקף נכסים של כ-13 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, רכישת תכלית הינה פעילות סינרגטית לפעילות החברה המחזקת ומעבה את מעמדה של החברה בענף ההשקעות הפאסיביות ומגוונת את תמהיל ההכנסות. בהקשר זה, יש לציין כי, החברה מחזיקה 49.78% באינדקס תעודות סל בע"מ.

לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד רבעונית שלא יפחת מ- 50% מהרווח הנקי, כפי שמשקף בדוחות הכספיים המאוחדים. החברה הכריזה ברבעון הראשון והשני על חלוקת דיבידנדים בסך כולל של כ- 44 מיליון ₪.

חיזוק המעמד בענף הגמל

החברה ממשיכה לבלוט לטובה ולשפר את מעמדה בענף הגמל. השיפור מתבטא בעליה בהיקף הנכסים, באמצעות צבירה חיובית ובגידול נתח השוק. בתקופה שבין יולי 2009 לבין אוגוסט 2010, התאפיינה פעילות החברה בצבירה חיובית, שהסתכמה בכ- 1.3 מיליארד ₪, לעומת צבירה של כ- 1.8 מיליארד ₪ בכלל הקופות במשק. היקף נכסי הגמל המנוהלים ע"י הקבוצה עמד ליום 31.07.2010 על סך של כ-22 מיליארד ₪.

צמיחה בתחום קרנות הנאמנות וירידה בניהול תיקים

בתחום קרנות הנאמנות מציגה החברה צמיחה של כ-16% במחצית הראשונה של 2010 (בקרנות הנאמנות שאינן כספיות). מנגד, ישנה ירידה בהיקף הנכסים בניהול תיקים וזאת בעקבות עזיבת לקוח מוסדי גדול - קרן ה.ע.ל. - אשר נרכש על ידי פסגות.

ביום ה-15.03.2010 נמכרה קרן ה.ע.ל. לפסגות ובוטל ההסכם לניהול תיק ההשקעות של קרן ה.ע.ל. ע"י החברה. היקף הנכסים שנוהל במסגרת ההסכם הינו כ- 3.5 מיליארד ש"ח והכנסות הניהול הסתכמו בשנת 2009 בסך של כ-3 מיליון ₪, המהוות כ-4% מהכנסות המגזר.

בנטרול ההשפעה של קרן ה.ע.ל., ישנה עלייה של כ- 0.3 מיליארד ש"ח בהיקף הנכסים המנוהלים במחצית הראשונה של שנת 2010.

² לחברה תוענק אופציית CALL לחייב את כל בעלי המניות הקיימים למכור לה את כל החזקותיהם וזאת החל מתום שנתיים ממועד השלמת העסקה ולמשך שנה אחת בתמורה לתשלום בסך של 85.5 מיליון ₪, בתוספת (או בניכוי) עודף הנכסים הפיננסיים ליום 30.6.2010 ובהצמדה חלקית למדד המחירים לצרכן (להלן: "מחיר המימוש").

לבעלי המניות הקיימים תוענק אופציית PUT לחייב את החברה לרכוש מהם את כל החזקותיהם וזאת החל מתום שלוש וחצי שנים ממועד השלמת העסקה ולמשך חודש אחד, בתמורה למחיר המימוש.

התפלגות הנכסים המנוהלים, מיליארדי ₪:

2006	2007	2008	2009	30.06.10	
9.6	16.5	14.5	20.9	21.8	גמל
4.4	6.7	7.3	10.4	7.3	ניהול תיקים
2.2	3.6	7.7	8.2	9.2	קרנות נאמנות
16.2	26.8	29.5	39.5	38.3	סה"כ
59%	62%	49%	53%	57%	שיעור נכסי הגמל

הרחבת פעילות הברוקראז'

במהלך יולי 2009 התקבלה בחברה החלטה על הרחבת תחום הברוקראז' לגופים המוסדיים. בעקבות כך, הוקמה דש ברוקראז' בע"מ (חברה בפיקוח הבורסה ובעלת רישיון שיווק השקעות) אשר החלה לפעול בחודש נובמבר 2009. הכנסות דש ברוקראז' בחציון הראשון של שנת 2010 היו כ- 3.5 מיליוני ₪. להערכת החברה, היא צפויה לרשום רווח מדש ברוקראז' כבר ברבעון הרביעי של שנת 2010.

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.

התפתחות התוצאות הכספיות

שיפור בהיקף ובתמהיל ההכנסות

הצמיחה בנכסי הגמל, קרנות הנאמנות והמשך פיתוח תחום הברוקראז' תרמו לגידול בהיקף הנכסים וגיוון תמהיל ההכנסות. עם זאת, ענף הגמל מהווה נדבך עיקרי מהכנסות החברה עם שיעור של כ- 66.4% בשנת 2009, לעומת 65.7% ו- 44.4% בשנים 2008 ו- 2007, בהתאמה.

התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות, מיליוני ₪:

2007	2008	2009	H1/09	H1/10	
136	176	203	92	121	ניהול גמל
77	56	73	30	44	ניהול תיקים וקרנות נאמנות
6	6	5	2	2	ניהול פנסיה
69	7	6	2	7	חיתום והפצה
13	13	10	5	7	חבר בורסה וברוקראז'
6	10	9	2	5	אחרים
307	268	306	133	186	סה"כ
71%	89%	92%	94%	90%	שיעור ההכנסות מניהול נכסים

נתוני רווחיות (כאחוז מסך ההכנסות):

2008	2009	H1/09	H1/10	
27%	31%	30%	33%	הוצאות מכירה ושיווק
40%	39%	39%	37%	הוצאות הנהלה וכלליות
34%	30%	31%	30%	רווח מפעולות רגילות
21%	19%	15%	18%	FFO

נתוני רווחיות להכנסות מדמי ניהול:

2008	2009	H1/09	H1/10	
29%	34%	32%	37%	הוצאות מכירה ושיווק
42%	43%	41%	41%	הוצאות הנהלה וכלליות
29%	33%	33%	33%	רווח מפעולות רגילות בניכוי הכנסות חיתום ואחרות

העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים באה לידי ביטוי בעליה בהכנסות מדמי הניהול, שהינן הכנסות בעלות מאפיינים פרמננטיים, וזאת לעומת ההכנסות מענף החיתום ואחרים, שאינן בעלות מאפיינים פרמננטיים.

ה- FFO של החברה משקף את תזרים המזומנים הנובע מפעילות החברה, שרובו פרמננטי, ואינו כולל את ההפסדים או הרווחים מפעילות הנוסטרו. יחס כיסוי החוב ל- FFO עומד על 6.1 (לרבות תוספת חוב של 300 מיליון ₪).

פעילות הנוסטרו

לחברה היקף תיק נוסטרו משמעותי ובעל רמת תגודתיות גבוהה, שעמד על כ- 276 מיליון ₪ לסוף המחצית הראשונה של שנת 2010, כ- 292 מיליון ש"ח לסוף שנת 2009 וכ- 287 מיליון ₪ לסוף שנת 2008. בשנת 2008 רשמה החברה הפסד מתיק הנוסטרו בסך של כ- 128 מיליון ₪, בשנת 2009 רשמה רווח של כ- 95 מיליון ₪, ברבעון הראשון של שנת 2010 רשמה החברה רווח של כ- 15 מיליון ₪ וברבעון השני הפסד של כ- 8 מיליון ₪. תגודתיות זו קשורה, בין היתר, לשינויים בשוק ההון וקיימת קורלציה לשינויים אלו.

בעקבות המשבר בשנת 2008 שינתה החברה את מדיניות תיק הנוסטרו, תוך הקטנה של רמת הסיכון המקסימאלית הגלומה בו. על פי המדיניות כיום, לפחות 60% מתיק הנוסטרו מושקע במכשירים בעלי סיכון נמוך (אג"ח ממשלתי ואג"ח קונצרני בדירוג AA ומעלה במח"מ של עד שנה וחצי (ההשקעה באג"ח קונצרני בדירוג AA ומעלה לא יעלה על 20%). עד 15% במניות ולא יותר מ- 40% במניות ואג"ח קונצרני בדירוג הנמוך מ- Aa. להערכת מידרוג, המדיניות מייצבת את תיק הנוסטרו ברמת סיכון בינונית - גבוהה, שעלולה להוביל לרווחים והפסדים.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

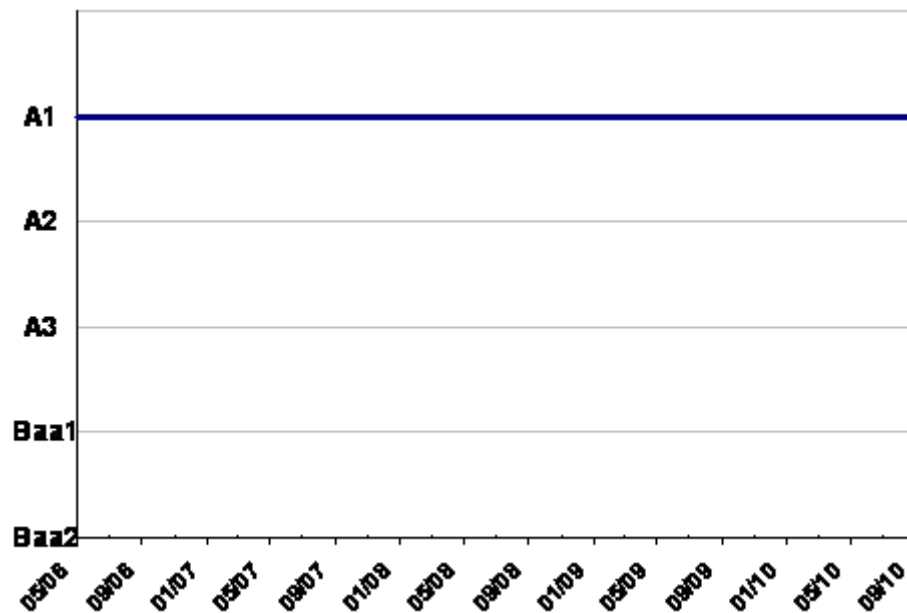
- הוספת תחומי פעילות סינרגטיים ורווחיים, אשר יחזקו את תמהיל ההכנסות ויחזקו את מעמדם בתחומים קיימים.
- שיפור במעמד החברה בענף בתי ההשקעות, שישתקף, בין היתר, בחיזוק יחסי הכיסוי של חוב פיננסי, ברוטו, לתזרים המייצג מפעילות לאורך זמן.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- זעזועים בהנהלת החברה.
- הרעה מהותית ביחסי האיתנות הפיננסית. בפרט באופן שבו יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד (בנטרול נכסים והתחייבויות של גופים ייעודיים וחברות ייעודיות (SPVs/SPCs)) ירד מ-30%.
- שינוי לרעה בהכנסות, בין היתר, כתוצאה משחיקת חלקן, באופן מהותי, של ההכנסות מניהול נכסים.
- פגיעה במעמד החברה בענף, בין היתר, בשל פגיעה בנתח השוק בפעילויות השונות ובענף הגמל בפרט.
- שימוש בכספי ההנפקה לפעילות שאינה סינרגטית לפעילות החברה.

אודות המנפיק

דש איפקס הולדינגס בע"מ הינה חברה ציבורית, העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות (להלן: "הקבוצה") בתחומי פעילות בשוק ההון. הקבוצה מנהלת לתאריך ה- 30.06.2010, בתחום הגמל ובתחום ניהול התיקים וקרנות הנאמנות, היקף של כ- 21.8 מיליארד ₪ ו-16.5 מיליארד ₪, בהתאמה. הקבוצה הינה השלישית בגודלה בתחום ניהול הגמל. בנוסף, פועלת הקבוצה בתחומי הפעילות הבאים - 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, 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 מאד.	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 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.

מס' דוח - SF-10-09-01

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") 2010.

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.

9

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 מחיר 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 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