

דש איפקס הולדינגס בע"מ¹

A1	דירוג סדרה ב'
----	---------------

דירוג סדרה 100,000,000 ש"ח ע.ג. אג"ח (סדרה ב'), ניתנות לפירעון ב- 6 תשלומים שנתיים שווים בשנים 2009 – 2014, צמודות קרן וריבית למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית שנתית, המשולמת מידי שנה. אגרות החוב מוצעות לציבור ב - 100% מערכן הנקוב.
נכון ל- 31.12.2005, עומד יחס ההון העצמי למאזן בקבוצה (מאוחד) על כ- 48%. בהתחשב בגיוס סדרת אג"ח בהיקף של 100 מיליון ש"ח, יעמוד יחס זה על כ- 37%. במידה ויחס ההון העצמי למאזן בקבוצה (מאוחד) ירד מ- 30% (תוך ביצוע התאמות רלוונטיות ע"י מידרוג, במידת הצורך, כגון נטרול נכסיהם והתחייבויותיהם של גופים ייעודיים וחברות ייעודיות (SPVs/SPCs)), יבחן הדירוג מחדש.

פרופיל החברה

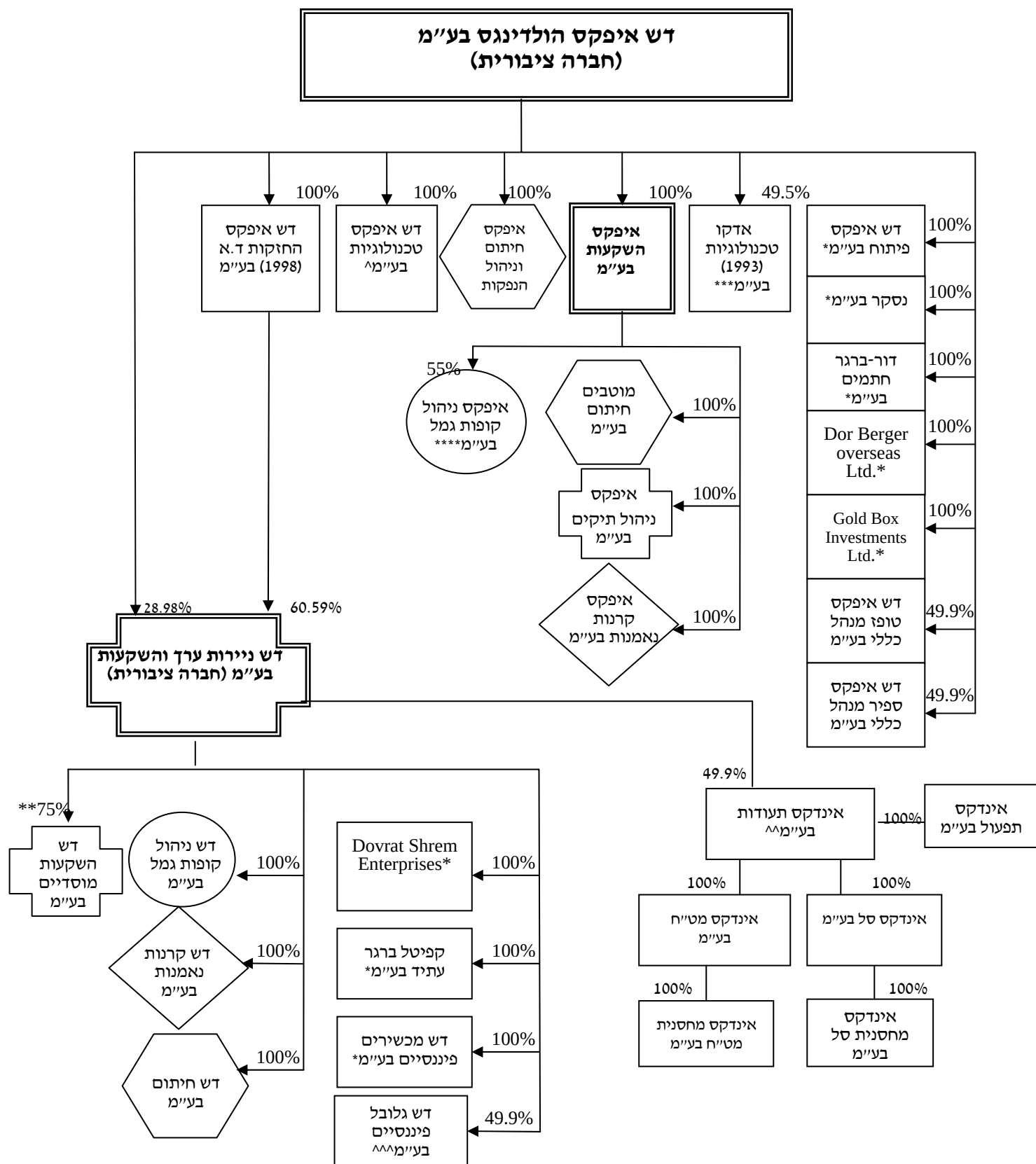
דש איפקס הולדינגס בע"מ (להלן "החברה" או "דש איפקס") הינה חברה ציבורית אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה לני"ע בתל-אביב (במדד ת"א 100). החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות (להלן "הקבוצה") בשלשה תחומי פעילות עיקריים בשוק ההון:

- 1. תחום ניהול קופות גמל** - באמצעות איפקס ניהול קופות גמל בע"מ (55%) ודש ניהול קופות גמל בע"מ (89.6% בשרשור), מנהלת הקבוצה 10 קופות תגמולים ופיצויים, 4 קופות פיצויים מרכזיות ו- 9 קרנות השתלמות. נכון ל- 31.12.2005, ניהלה הקבוצה כ- 7.4 מיליארד ש"ח נכסי גמל, מתוכם כ- 6.1 מיליארד ש"ח בדש ניהול קופות גמל בע"מ וכ- 1.3 מיליארד ש"ח באיפקס ניהול קופות גמל בע"מ.
 - 2. תחום שירותי ניהול תיקי השקעות וקרנות נאמנות** - באמצעות איפקס ניהול תיקים בע"מ (100%), דש ניירות ערך והשקעות בע"מ (89.6% בשרשור) ודש השקעות מוסדיים בע"מ (67.1% בשרשור) עוסקת הקבוצה בשיווק וניהול תיקי השקעות בני"ע ללקוחות פרטיים ומוסדיים, ובאמצעות איפקס קרנות נאמנות בע"מ (100%) ודש קרנות נאמנות בע"מ (89.6% בשרשור), עוסקת הקבוצה בניהולן של 45 קרנות נאמנות פתוחות. נכון ל- 31.12.2005 ניהלה הקבוצה כ- 1.8 מיליארד ש"ח נכסי קרנות נאמנות (כולל תיקי קרנות), מתוכם כ- 0.7 מיליארד ש"ח בדש קרנות נאמנות בע"מ וכ- 1.1 מיליארד ש"ח באיפקס קרנות נאמנות בע"מ, וכ- 4.2 מיליארד ש"ח בתיקי לקוחות.
 - 3. תחום ההנפקות**, הכולל מתן שירותי ניהול וחיתום בהנפקות ני"ע של תאגידים המעוניינים לגייס הון מהציבור בישראל, ניהול הנפקות פרטיות בישראל והפצת ני"ע בישראל, בעיקר, באמצעות חברת איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ (100%).
- בנוסף מעניקה החברה, באמצעות החברה הבת דש ני"ע והשקעות בע"מ (להלן: "דש" או "דש ני"ע"), (אחזקה של 89.6%), שהינה חברת בורסה, שירותי ברוקראז', במסגרתם מנהלים חשבונות עבור לקוחות עצמאיים הנותנים את הוראות הפעולה בעצמם.

דש איפקס הולדינגס בע"מ: נתונים כספיים עיקריים, אלפי ש"ח *			
2003	2004	2005	
18,075	34,820	77,870	הכנסות מניהול קופות גמל
5,777	11,834	19,058	הכנסות מניהול תיקים
6,528	10,251	33,513	הכנסות מניהול קרנות נאמנות
953	7,055	47,646	הכנסות מניהול הנפקות וחיתום **
2,531	3,297	3,541	הכנסות מברוקראז' ואחר
33,864	67,257	181,628	סה"כ הכנסות תפעוליות
(3,996)	8,029	76,373	רווח תפעולי
N/A	12%	42%	% רווח תפעולי
(2,708)	10,117	72,600	EBITDA (בניכוי חלק המיעוט)

* לא על בסיס פרופורמה - קרי, נתוני 2004 אינם כוללים את תוצאות איפקס השקעות בע"מ. נתוני 2003 אינם כוללים את נתוני איפקס השקעות בע"מ ואת נתוני דש ני"ע והשקעות למחצית הראשונה של השנה.
** בשל מגבלות חשבונאיות של הכרה בהכנסה, הכנסות 2005 כוללות כ- 3.1 מיליון ש"ח הכנסה מפעילות חיתום משנת 2004.

¹ דש ניירות ערך והשקעות בע"מ, חברת בת של דש איפקס הולדינגס בע"מ, הינה בעקיפין אחת מבעלי המניות במידרוג בע"מ. לדירקטור מטעמה של חברת הבת במידרוג אין כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג בכלל ולדירוג זה בפרט, והוא אינו חבר ועדת הדירוג.



מבנה ההחזקות הנוכחי של דש איפקס הולדינגס בע"מ נוצר כתוצאה ממספר מהלכים של רכישות ומיזוגים אשר ביצעה החברה וחברות בשליטתה, בשנים האחרונות, עם גופים העוסקים בתחומי עיסוקה של החברה:

* **במאי 2003** נחתם הסכם בין החברה לבין מי שהיו בעלי השליטה בדש ניירות ערך והשקעות בע"מ, לפיו רכשה החברה מבעלי השליטה בדש דאז וכן מעובדי דש חלק ממניות דש שהוחזקו על ידם ואשר היוו כ- 50.01% מהונה המונפק של דש. לאחר מימוש אופציות PUT ע"י בעלי השליטה בדש דאז ורכישות מניות דש נוספות, הן בעסקאות מחוץ לבורסה והן במהלך המסחר בבורסה, החזיקה החברה, נכון ל- 27.3.2006, בכ- 89.57% מהונה המונפק ומזכויות ההצבעה של דש. השקעת החברה ברכישת הון מניות זה הסתכמה בכ- 110 מיליון ש"ח. דש הינה חברה ציבורית, הנמנית על חברי הבורסה וחברי מסלוקת הבורסה. דש עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בניהול השקעות באמצעות ניהול קופות גמל, ניהול תיקי לקוחות וניהול קרנות נאמנות. כמו כן, עוסקת דש בהענקת שירותי חבר בורסה ובחיתום. הצעת רכש מלאה למניות דש במחיר של 35.1 ש"ח למניה, אשר פורסמה ע"י החברה ביום 17.7.2005, לא נענתה בשל העדר שיעור היענות מזערי.

* בעקבות רכישת השליטה בדש ני"ע והשקעות בע"מ, מוזגו פעילות ניהול תיקי השקעות, קופות גמל וקרנות נאמנות שהתבצעו ע"י קפיטל ברגר ניהול תיקי השקעות בע"מ, לתוך פעילויות ניהול תיקי השקעות, קופות גמל וקרנות נאמנות בדש. מיזוג זה נכנס לתוקף החל מה- 1.1.2004 ע"פ יחס שווי של 1:4 בין חברות קבוצת ק"ב ניהול לבין דש.

* **במהלך פברואר 2005** רכשה החברה את כל מניות איפקס השקעות בע"מ (להלן: "איפקס השקעות"), בתמורה ל- 7.7 מיליון דולר (כ- 34 מיליון ש"ח). איפקס השקעות הינה חברה פרטית העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשוק ההון: ניהול קופות גמל, ניהול תיקי לקוחות וקרנות נאמנות, חיתום וניהול הנפקות, כמו גם השקעות עצמיות בני"ע.

אסטרטגיה עסקית

הקבוצה מעוניינת למצב עצמה כ-One Stop Shop בתחום מוצרי החיסכון וההשקעה בשוק ההון, לשמר את המוניטין של המותג "דש" ולבסס את המוניטין של המותג "איפקס"

קבוצת דש איפקס ממוצבת כיום כגוף מוביל בעל מוניטין בתחום הגמל, ניהול תיקי ההשקעות וחיתום וניהול ההנפקות. לנוכח השינויים הרגולאטוריים והמבניים שעתידי שוק ההון לעבור בשנה הקרובה ולנוכח התחרות הגוברת בתחומים אלו, מתכוונת הקבוצה לפעול בכדי לשמר מעמד זה, מיצובה הנוכחי של הקבוצה בענף קרנות הנאמנות חלש למדי, זאת מאחר ועד כה לא הושקעו תשומות מספקות בתחום זה בהמתנה לסגירת הסכמי הפצה עם הבנקים, בעקבות יישומה של רפורמת בכר. בכדי לבסס נוכחות איתנה בענף קרנות הנאמנות, מתכוונת הקבוצה להשקיע משאבים בכדי להתחזק שיווקית ולהגביר את המודעות ליכולותיה בתחום זה.

בכדי להרחיב את סל המוצרים אותו מציעה הקבוצה, נכנסה החברה לאחרונה לתחום הפנסיה, וזאת ע"י רכישת השליטה ביובלים ניהול קרנות פנסיה בע"מ²

ביום 10.4.2006, חתמה החברה על הסכם לרכישת השליטה בחברת יובלים קרנות פנסיה בע"מ- החברה המנהלת של קרן הפנסיה החדשה "יובלים". החברה צפויה לרכוש את מניות השליטה בדרך של רכישה והקצאה, כך שלאחר השלמת העסקה, תחזיק בכ- 51% מהונה המונפק של יובלים קרנות פנסיה בתמורה לסך כולל של כ- 14.3 מיליון ש"ח. בנוסף, קיבלה החברה, ללא תמורה נוספת, אופציה לתקופה של 4 שנים לרכוש מניות נוספות המהוות 24% מהונה של יובלים קרנות פנסיה, כך שלאחר מימושה, תחזיק החברה בכ- 75% מהונה של יובלים קרנות פנסיה. נכון ל- 31.12.2005 הסתכם הונה העצמי של יובלים קרנות פנסיה בע"מ בכ- 9.9 מיליון ש"ח. קרן הפנסיה "יובלים" מנהלת נכסים בהיקף של כ- 425 מיליון שקל ובנוסף מחזיקה בחברה לניהול קופות גמל, המנהלת נכסים בהיקף של כ- 330 מיליון שקלים.

² יצוין כי העסקה טרם הושלמה והיא כפופה למספר תנאים מתלים כמפורט בדיווח המידי של החברה מיום 17/4/2006.

כניסת החברה לענף קרנות הפנסיה החדשות נובעת ממספר סיבות. ראשית, הענף מתאפיין בצמיחה מהירה, אשר צפויה להמשיך גם בשנים הקרובות. צמיחה זו מונעת, בעיקר, מהעדפת הרגולטור את החיסכון הפנסיוני במסלול הקצבתי (קרן פנסיה) על פני חסכון פנסיוני במסלול ההוני (קופת גמל). בנוסף, תחום קרנות הפנסיה מהווה מוצר משלים לפעילות הקבוצה ויאפשר לה להציע ללקוחותיה סל מוצרי חסכון פנסיוני רחב יותר.

כניסת דש לפעילות בתחום תעודות הסל, תעודות התחייבות ומכשירים מובנים

ביום 6.4.2006, רכשה דש כ- 49.9% ממניותיה של דש גלובל פיננס בע"מ בתמורה לסכום של 750 אלפי דולר. דש גלובל פיננס בע"מ הינה חברה שתעסוק בהנפקה והפצה של מוצרים מתחום המימון המובנה ומתחום האיגוח. בנוסף, ביום 23 באפריל 2006 הגישה דש שתי טיוטות תשקיף לרשות ניירות ערך במסגרתן תנפקנה חברות ייעודיות, שתוקמנה על ידי דש וצד שלישי נוסף, תעודות סל וכן תעודות התחייבות.

כניסה לתחום ניהול קרנות גידור והשקעה באותן קרנות כאלטרנטיבה לניהול כספי הנוסטרו

כחלק מרצונה למנף את ניסיונה בהשקעות בשוק ההון, החליטה החברה על הקמתן של שתי חברות לניהול קרנות גידור. החברות תוקמנה בהחזקות משותפות של החברה ושל מנהלי ההשקעות של קרנות הגידור, בהתאם לתחומי מומחיותם. קרן אחת תתמקד בשווקי הריבית, אג"ח ומטבעות ואילו הקרן השנייה תתמקד במניות, אופציות, נגזרות וחוזים מסוגים שונים. בכוונת החברה להשקיע סך של 20 מיליון ש"ח בכל אחת מהקרנות. מדיניות ההשקעה של קרנות הגידור מכוונת להשגת תשואה תוך נטילת סיכון, המגלם סטיית תקן שנתית של כ- 7% - סטיית תקן המקבילה לסטיית התקן ההיסטורית באפיקי אג"ח ממשלתי לטווח בינוני (1-3 שנים).

בנוסף, בכוונת החברה להקים יחד עם תפן הנדסת תעשייה וניהול וניתוח מערכות בע"מ, חברה מנהלת, אשר בה תחזיק דש איפקס 49.9%. החברה המנהלת תעסוק בניהול קרן Private Equity, אשר תשקיע בחברות פרטיות וציבוריות.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג A1 ניתן לסדרת אג"ח ב' המונפקת ע"י חברת דש איפקס הולדינגס בע"מ בשל מיצובה האיתן של הקבוצה בתחום הגמל, התבססות תמהיל הכנסות הקבוצה על הכנסות מניהול נכסי גמל (בפרט קרנות השתלמות) התורמות מעל ל- 40% מהכנסות הקבוצה, בשל איתנותה הפיננסית כפי שבאה לידי ביטוי בעודף מזומנים על התחייבויות פיננסיות וברזרבות ההוניות המהותיות, הנובעות מהאחזקות בדש נ"ע, איפקס השקעות ואיפקס חיתום, ואשר אינן באות לידי ביטוי בשווי המאזני. מערך הבקרה המופעל בקבוצה, כמו גם היותה של דש נ"ע חברת בורסה הנתונה לפיקוח שוטף, מהווים נקודות חוזקה נוספות התומכות בדירוג שניתן בהתחשב בהיקף הגיוס המוגדר של סדרת אג"ח ב'. דירוג זה אינו מתעלם מהסיכונים אליהם חשופה החברה, ביניהם: סיכונים ענפיים הנובעים ממעורבות גבוהה של הרגולטור בתחום החיסכון לטווח ארוך והשפעת מעורבות זו על תחום הגמל, חולשת מיצוב הקבוצה בענף קרנות הנאמנות, רמת התחרות הגבוהה והתלות במגמות שוק ההון בענף החיתום – סגמנט פעילות אשר תרם בשנת 2005 כ- 40% מהרווח התפעולי בקבוצה. בשל כך, נקבע בדירוג כי **במידה ויחס ההון למאזן בקבוצה (מאוחד) ירד מ- 30% (תוך ביצוע התאמות רלוונטיות ע"י מידרוג, במידת הצורך, כגון נטרול נכסיהם והתחייבויותיהם של גופים ייעודיים וחברות ייעודיות (SPVs/SPCs), יבחן הדירוג מחדש.**

חוזקות

קבוצת דש איפקס הינה גוף ניהול הגמל החוץ-בנקאי הגדול בישראל והיא נהנית ממוניטין חזק בענף זה - דש גמל, אשר החלה את פעילותה בתחילת שנת 1995, בולטת לאורך שנים בביצועי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות אשר בניהולה והיא נחשבת לאחת מחברות הניהול הפרטיות המובילות בענף הגמל בישראל. הדבר בא לידי ביטוי בהיקף הנכסים המנוהלים, בהרכב הלקוחות ואולי יותר מכל בקצב הגיוסים החודשי המתקבל בקופות החברה.

נכון ל- 31.12.2005 ניהלה דש גמל כ- 6.1 מיליארד ש"ח בנכסי גמל, מתוכם כ- 1.8 מיליארד ש"ח בקופות תגמולים ואישית לפיצויים וכ- 3.8 מיליארד ש"ח בקרנות השתלמות. בהשוואה ל- 31.12.2004, גדל היקף הנכסים המנוהלים בכ- 2.3 מיליארד ש"ח (כ- 64%).³ קופת הגמל "דש גמל", אשר נכסיה, נכון ל- 31.3.2006, הסתכמו בכ- 1.1 מיליארד ש"ח, רשמה בשנים-עשר החודשים שקדמו צבירה, נטו, בסך כ- 110 מיליון ש"ח בנוסף להעברות, נטו, בסך כ- 250 מיליון ש"ח. קרן ההשתלמות "דש השתלמות", אשר נכסיה, נכון ל- 31.3.2006, הסתכמו בכ- 2.9 מיליארד ש"ח, רשמה בשנים-עשר החודשים שקדמו צבירה, נטו, בסך כ- 270 מיליון ש"ח בנוסף להעברות, נטו, בסך כ- 480 מיליון ש"ח. איפקס ניהול קופות גמל, בניהולו של רמי שלום, החלה את פעילותה בשנת 2002 ובהדרגה בססה את מעמדה בקרב ארגונים מובילים בישראל. נוכחות פעילות הגמל של איפקס באה לידי ביטוי בהיקפי הגידול בנכסי קרן ההשתלמות "איפקס קרן השתלמות". קופה זו, אשר נכסיה נכון ל- 31.3.2006, הסתכמו בכ- 870 מיליון ש"ח, רשמה בשנים-עשר החודשים שקדמו צבירה, נטו, בסך כ- 110 מיליון ש"ח, בנוסף להעברות, נטו, בסך כ- 240 מיליון ש"ח. זאת, כמעט ללא שימוש בסוכנים חיצוניים ותוך הסתמכות על עבודתם של עשרת עובדי השיווק הפנימיים.

31.12.2005, במיליוני ש"ח	דש איפקס	אקסלנס	אנליסט	מיטב
תגמולים ואישית לפיצויים	2,153	944	856	792
קרנות השתלמות	4,652	1,058	1,253	432
פיצויים מרכזית	591	282	101	124
	7,396	2,284	2,210	1,348
נתח שוק במערכת				
תגמולים ואישית לפיצויים	1.5%	0.6%	0.6%	0.5%
קרנות השתלמות	6.4%	1.5%	1.7%	0.6%
פיצויים מרכזית	3.1%	1.5%	0.5%	0.6%
סה"כ נתח שוק בענף הגמל	3.1%	1.0%	1.0%	0.6%
נתח שוק בין הגופים הפרטיים *	40.5%	12.5%	12.1%	7.4%

* טרומ מכירות נכסי הגמל של הבנקים.

קבוצת דש איפקס מוטת ניהול נכסי גמל, בפרט נכסי קרנות השתלמות - אפיק גמל הרושם מדי שנה צבירה, נטו, חיובית ובעל רגישות פחותה לתנודתיות שוק ההון בהשוואה לאפיק קרנות הנאמנות - בניגוד לקופות התגמולים ואישית לפיצויים, אשר רשמו צבירה שלילית במהלך מרביתו של העשור החולף, קרנות ההשתלמות רשמו עשור של צבירה, נטו, חיובית רציפה, למעט בשנת 2002.⁴ גם בשנים האחרונות, במהלך ענף הגמל כמעט ולא צמח, איזנה הצבירה החיובית, נטו, באפיק קרנות ההשתלמות את היעדר כל צבירה חיובית, נטו, באפיק קופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים ואת הצבירה השלילית, נטו, אשר נרשמה באפיק קופות הפיצויים המרכזיות. הצבירה החיובית בקרנות ההשתלמות נובעת משלוש סיבות עיקריות:

1. החיסכון בקרנות ההשתלמות הינו כלי חסכון ייחודי, ללא חלופות חיסכון אחרות המזכות באותן הטבות מס, שהמפקידים כספים בקרנות ההשתלמות זוכים להן. לעומת זאת, לחיסכון בקופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים ישנן חלופות, כגון ביטוח מנהלים וקרנות פנסיה, המזכות, אף הן, בהטבות מס.

³ לא כולל את קרן ההשתלמות של עובדי בנק ישראל בהיקף של כ- 150 מיליון ש"ח המנוהלת ע"י דש החל מאפריל 2005.

⁴ הצבירה השלילית בקרנות ההשתלמות בשנת 2002 נבעה, בעיקרה, מכך שהפקדת הכספים של עמיתים עצמאים לקרנות ההשתלמות החלה בשנת 1996, ובחודש פברואר 2002 ניתן היה בפעם הראשונה למשוך בפטור ממס כספים שהופקדו בהן.

2. שכירים נוטים למצות את הטבות המס הגלומות בקרנות ההשתלמות בכדי ליהנות מהטבת השכר הנובעת מכך שיחס ההפקדה של המעביד לעומת הפקדת העובד הוא לרוב שלוש לאחת לרוב.
3. אחוז הנזילות בקרנות השתלמות נמוך, בדר"כ, מאחוז הנזילות בקופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים.

מאוחז	איפקס	דש	31.12.2005, במיליוני ש"ח
2,153	336	1,817	תגמולים ואישית לפיצויים
4,652	816	3,836	קרנות השתלמות
591	162	429	פיצויים מרכזית
7,396	1,314	6,082	שווי נכסים
29.1%	25.6%	29.9%	תגמולים ואישית לפיצויים
62.9%	62.1%	63.1%	קרנות השתלמות
8.0%	12.3%	7.0%	פיצויים מרכזית
100.0%	100.0%	100.0%	סה"כ

בשנים האחרונות ניכרת מגמה מואצת של גידול בהעברות מהקופות הבנקאיות לקופות הפרטיות, כמו גם של גידול בצבירה, נטו, בקופות הפרטיות – כאשר בוחנים את המגמות בהיקפי הכספים המנוהלים ע"פ סוגי התאגידים השולטים, ניכרת מגמת **גידול בהעברות מהקופות הבנקאיות לקופות הפרטיות, כמו גם מגמת גידול בצבירה, נטו, בקופות הפרטיות**. בשנת 2005 גדל נתח השוק של הגופים הפרטיים בכ- 60%, מכ- 4.8% בסוף שנת 2004 לכ- 7.7% בסוף שנת 2005, וזאת לאחר גידול של כ- 55% בנתח השוק בשנת 2003. שינוי מבנה השליטה בענף הגמל מציב את הגופים הפרטיים בתחרות חדשה מול חברות הביטוח (כלל, הראל והפניקס) והמשקיעים הזרים (סולומון-מרקסטון). שינוי זה צפוי להוביל לסוג שונה של תחרות במגרש בו לגופים הפרטיים ניסיון רב בניהול מוצרי הגמל ובו הבנקים משמשים כמפיצים אובייקטיביים של אותם המוצרים.

2003			2004			2005			מיליוני ש"ח
סה"כ	העברות, נטו	צבירה, נטו *	סה"כ	העברות, נטו	צבירה, נטו *	סה"כ	העברות, נטו	צבירה, נטו *	
-3,151	-583	-2,568	-752	-2,176	1,424	-3,019	-4,886	1,867	תאגידים בנקאיים
188	69	119	471	243	228	811	391	420	חברות ביטוח
7	10	-3	-36	-64	28	-58	-75	17	קרנות פנסיה
993	613	380	3,238	2,383	855	7,009	5,206	1,802	גופים פרטיים
169	-109	278	806	-386	1,192	445	-637	1,082	אחר
-1,794	-	-1,794	3,727	-	3,727	5,188	-	5,188	סה"כ

* ללא העברות בין קופות.

הגידול בהיקפי הנכסים הינו תוצאה של כסף חדש הנכנס למערכת ויותר מכך של מעבר עמיתים ממתחרים - במסגרת הגדלת התחרות בתחום, תוקנה החקיקה על מנת לאפשר העברה פשוטה ומהירה יותר של כספי עמיתים בין קופות גמל ונקבע כי פרק הזמן בין הגשת הבקשה על ידי העמית להעברת כספו מקופת גמל אחת לשנייה, יהיה בתוך שבעה ימי עסקים מרגע קבלת הבקשה מהעמית. תיקון החקיקה מקל על הקבוצה את העברתם של עמיתים ממתחרים.

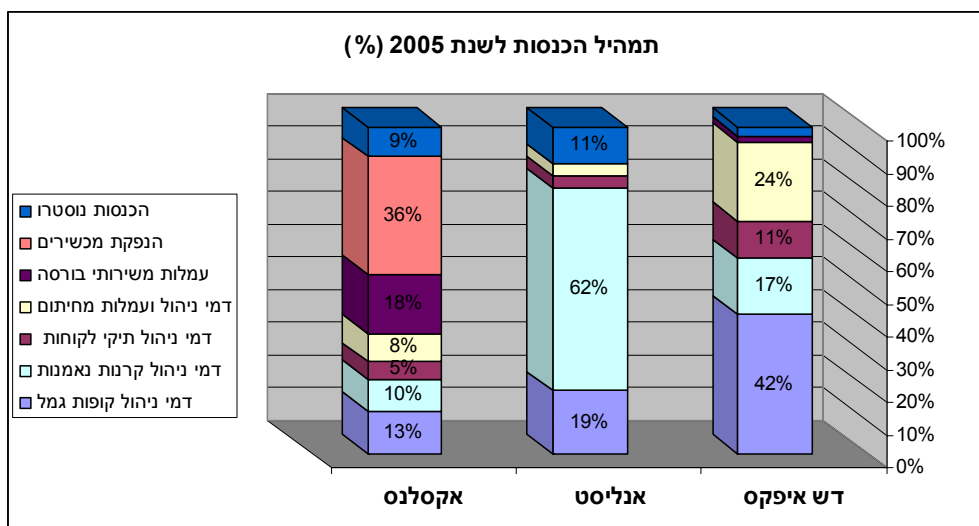
2003			2004			2005			מיליוני ש"ח
סה"כ	העברות, נטו	צבירה, נטו	סה"כ	העברות, נטו	צבירה, נטו	סה"כ	העברות, נטו	צבירה, נטו	
428	248	180	814	511	303	1,667	1,113	554	קופות גמל דש
103	80	23	392	310	82	629	475	154	קופות גמל איפקס
531	328	203	1,206	821	385	2,296	1,588	708	סה"כ

מקור: חישובי מידרוג, בהתבסס על נתוני גמל-נט.

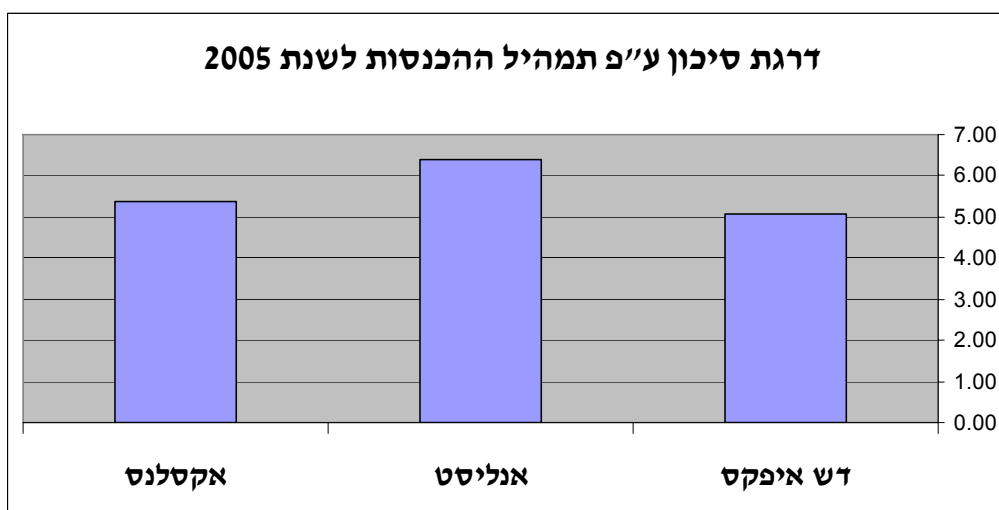
הנהלת החברה הובילה בשנים האחרונות, בהצלחה מרובה, את מהלך רכישת איפקס השקעות בע"מ והכנסת משקיעים לדש איפקס – צוות הנהלת הקבוצה, בראשות עידו נויברגר ויקטור שמריך בדש איפקס הולדינגס ויעקב אלינב ויעקב (קובי) לוינסון בדש ני"ע, הוביל את דש איפקס למיקומה הנוכחי, כבית השקעות מוביל בישראל. תרומתם באה לידי ביטוי הן בפן העסקי - בגידול בגיוסי הכספים, בעיקר בתחום הגמל, ובמיצוב פעילות החיתום של הקבוצה, והן בפן הפיננסי – בצמיחת הכנסות ורווחי הקבוצה. צוות ההנהלה הוכיח את יכולותיו בפעילות M&A של פעילויות סינרגטיות, כדוגמת רכישת איפקס השקעות ושילובה בפעילות דש איפקס, בהטמעת שני המותגים, דש ואיפקס, ובהכנסת משקיעים בעלי-שם בשוק ההון לחברה.

כמו כן, השקעת ההנהלה בביסוס מחלקת האנליזה (Buy-Side) מהווה ערך מוסף לקבוצה, באשר מחלקה זו מספקת גב מחקרי הן למנהלי התיקים, מנהלי קרנות הנאמנות ומנהלי קופות גמל והן למערך החיתום.

שקלול רמת הסיכון של תמהיל ההכנסות מראה כי רמת הסיכון הגלומה בתמהיל הכנסות בקבוצת דש איפקס נמוכה ביחס לזו של מתחזותיה - עובדה זו נובעת מעצם היות הקבוצה מוטת ניהול נכסי גמל, בעוד מתחרותיה מוטות ניהול נכסים בתחומים יותר תנודתיים כגון נכסי קרנות נאמנות, תעודות סל, שירותי בורסה וכדומה.



הערכת דרגת הסיכון הכוללת בוצעה בהסתמך על תמהיל ההכנסות ורמת הסיכון שהוענקה ע"י מידרוג לכל אחד מתחומי הפעילות בסקלה של 1-10 (ציון גבוה מעיד על סיכון גבוה מבחינת יציבות ההכנסות הצפויות)



תיק הנוסטרו מנוהל בצורה שמרנית, כאשר כ- 75% מהיקפו מנוהל באפיקים סולידיים של פיקדונות ואג"ח ממשלתי תוך שמירה על מח"מ תיק קצר - תיק הנוסטרו בדש איפקס, באיפקס השקעות ובאיפקס חיתום מנוהל אישית ע"י עידו נויברגר, מנכ"ל משותף בדש איפקס. תיק הנוסטרו של דש ני"ע מנוהל אישית ע"י יעקב (קובי) לוינסון, מנכ"ל דש ני"ע. אפיקי ההשקעה העיקריים בתיק הנוסטרו (כולל חלוקת תיק קרנות הנאמנות לאפיקי השקעה) הינם פיקדונות בנקאיים (כ- 45%) ואג"ח ממשלתי (כ- 30%). אפיק האג"ח הקונצרני והאפיק המנייתי מהווים כ- 12% כ"א מתיק הנוסטרו. מבנה התיק מעיד על מדיניות ניהול שמרנית – מדיניות הנגזרת, בחלקה, מניהול סולידי של נכסיה הנזילים של דש בשל מחויבותה, כחברת בורסה, לעמוד באמות מידה פיננסיות נוקשות. מדיניות השקעת הנוסטרו אשר נקבעה ע"י דירקטוריון דש איפקס מגבילה את השקעת הנוסטרו (לא כולל דש) באפיק המנייתי ל- 20%.

דירקטוריון דש אישר מדיניות השקעת נוסטרו המאפשרת השקעה של עד 50% מתיק הנוסטרו במניות והמירים. בפועל, רחוק שיעור האחזקה במניות והמירים משמעותית ממגבלת זו ובכוונת ההנהלה להביא לאישור הדירקטוריון הצעה לתיקון המגבלות באופן שיתאם לאופן ניהולו בפועל של תיק הנוסטרו.

דש כפופה לביקורת שוטפת של הבורסה לני"ע בת"א - כחברת בורסה, מפוקחת דש ע"י הבורסה לני"ע בזמן אמת, כולל בקרת אשראי ללקוחות ובקרת ביצוע פעולות עבור לקוחות. מטרת הפיקוח הינה לבחון את מידת איתנותו הפיננסית של חבר הבורסה, ולפיכך נבחנים אספקטים שונים, הכוללים את אופן ניהול תיק הנוסטרו, היבטים תפעוליים הקשורים לפעילות השוטפת, נהלי עבודה מול ברוקרים בחו"ל ועוד. בנוסף, מחויבת דש בשמירה על אמות מידה פיננסיות, ביניהן: מינימום הון עצמי נדרש כפונקציה של היקפי פעילות חדר המסחר, שמירה על 50% מההון העצמי המינימאלי הנדרש (בהתאם להנחיות הבורסה) באמצעים נזילים, ושמירה על עודף נכסים שוטפים על התחייבויות שוטפות בהיקף של לפחות 50% מההון העצמי הנדרש. מידרוג בחנה מספר התכתבויות בין דש לבין מחלקת חברים ופיקוח בבורסה, בנוגע לאשראי לקוחות ועמידה בדרישות הבורסה. מלבד הערות ספורות, לא נמצא בהתכתבויות שנבחנו כל ממצא בעייתי. מידרוג מעריכה בצורה חיובית את נוהלי העבודה הקפדניים הנהוגים בקבוצה, כאשר מערך הבקרה כולל מערך משפטי האחראי על קביעת הנהלים וביצוע ביקורות פנימיות, כמו גם בקר פנים במשרה מלאה בדש.

הקבוצה נהנית מרמת איתנות פיננסית ורמת נזילות גבוהות - במהלך השנתיים האחרונות ביצעה החברה שני סבבים של הקצאת מניות פרטית, בהם גויסו כ- 113 מיליון ש"ח בהון עצמי. כספים אלו שמשו, בחלקם, להגדלת אחזקות החברה בדש ולרכישת איפקס השקעות. איתנותה הפיננסית הגבוהה של החברה באה לידי ביטוי בשיעור הון עצמי של כ- 48% מסך המאזן, ביתרת מזומנים ושו"ע מזומנים, נטו, בחברה האם (סולו) בסך כ- 30 מיליון ש"ח (כ- 96.5 מיליון ש"ח ברמה המאוחדת של קבוצת דש איפקס נכון ל- 31.12.05), וברזרבות ההוניות הניכרות הטמונות בהשקעות החברה האם.

נכון ל- 31.12.05 רשומות ההשקעות בדש ובאיפקס בספרי דש איפקס לפי כ- 102 מיליון ש"ח לדש ני"ע וכ- 38.5 מיליון ש"ח לאיפקס השקעות בע"מ. שווי האחזקה בדש, ע"פ שווי השוק הנוכחי של דש, מסתכם בכ- 300 מיליון ש"ח. האחזקה באיפקס חיתום רשומה בספרי דש איפקס בכ- 1 מיליון ש"ח בלבד, וזאת כאשר רווחי איפקס חיתום הסתכמו בשנת 2005 בכ- 37 מיליון ש"ח.

נציין כי החברה שיעבדה בשעבוד צף, בדרגה ראשונה, ללא הגבלת סכום, את כל נכסיה, התחייבויותיה, זכויותיה (הקיימים והעתידיים) ואת הון המניות שטרם נדרש ו/או שנדרש וטרם נפרע והמוניטין, כבטוחה לאשראי שנטלה, בין היתר, לצורך רכישת מניות דש. נכון ל- 31.12.2005 עמדה יתרת החוב בגין אשראי זה על כ- 27 מיליון ש"ח. כמו כן, שיעבדה החברה לנותן אשראי זה חלק ממניות דש שברשותה.

חולשות וגורמי סיכון עסקיים

תלות תוצאות פעילות הקבוצה במגמות שוק ההון, בעיקר בתחום ההנפקות - ענף ההנפקות מאופיין בתנודתיות רבה, באשר הוא מושפע באופן בולט ממגמות בפעילות הריאלית במשק הישראלי, מהיקף הפעילות בשוק המשני, קרי המסחר בבורסה, מסביבת הריבית וממגמות בשוק המימון החוץ-בנקאי. פגיעה בפעילות הריאלית במשק הישראלי, כתוצאה מהשפעה של גורמים מדיניים, פוליטיים ביטחוניים וכלכליים, כמו גם מגמות שליליות בשוק המשני וסביבת ריבית גבוהה, צפויות לפגוע מהותית בפעילות ההנפקות בשוק הראשוני.

בשנת 2005, היוו הכנסות מתחום החיתום כ- 26% מסך הכנסות הקבוצה וכ- 40% מהרווח התפעולי בקבוצה (בהתחשב בהוצאות הלא-מיוחסות ובנטרול הפחתות מוניטין במגזרי הפעילות השונים). המגזר רשם שיעור רווחיות תפעולית של כ- 81%, ולפיכך פגיעה בהכנסות הקבוצה במגזר זה תתורגם, כמעט במלואה, לפגיעה בשורת הרווח התפעולי.

תחום הגמל הינו תחום פעילות פחות תנודתי אולם הוא, כמובן, אינו חסין מפני מגמות שליליות בבורסה. ראוי לציין כי בשנים האחרונות נמצא ענף הגמל בסטגנציה, וזאת לאחר כעשור אשר אופיין במגמת צבירה שלילית. מעבר למגמה השלילית בצבירה, חווה ענף הגמל תקופות של משברים, במהלכן נפדו נכסי גמל במיליארדי ש"ח. כדוגמה נציין את המשבר בשוק המניות בשנת 1994, במהלכו צנח מדד המניות וההמירים בבורסה של תל-אביב בשיעור ריאלי של כ- 47%. משבר זה, לצד צעדי המדיניות שנקט בנק ישראל, הוביל לעליית התשואה על נכסים שקליים לכ- 18% ולברירת כספים מקופות הגמל אל הפיקדונות השקליים. העלאת הריבית באמצע שנת 1996 הובילה לפדיונות במיליארדי ש"ח, כאשר הפעם לבשה הברירה ממדים של פאניקה. הקופות נאלצו לממש נכסים - דבר שהחריף את ירידות השערים והוביל להתערבותו של בנק ישראל בשוק איגרות החוב. בסיכום השנים, 1995 ו-1996, גדלו נכסי הפיקדונות השקליים בכ- 55% ואילו נכסי קופות הגמל, מהם נמשכו כ- 17 מיליארד ש"ח, פחתו, ריאלית, בכ- 12%.

תחרות מול גופים פרטיים אחרים ומול חברות הביטוח אשר רכשו נכסי גמל בעקבות רפורמת בכר - שוק ההון מצוי בתקופה של גאות, כמות הכסף שמחפש אפיקי השקעה גדולה, והתחרות בין בתי ההשקעות על הכסף הזה הולכת וגוברת. חברות הביטוח והמשקיעים הזרים השקיעו מאות מיליוני ש"ח ברכישת קופות הגמל הבנקאיות והן מתכוונות להיאבק בכדי לשמר את תיקי העמיתים אצלן ולמנוע את המשך נטישת העמיתים.

לאורך השנים הצליחו מנהלי הגמל הפרטיים, ביניהם דש ואיפקס, להציג תשואות עודפות על פני מנהלי הקופות הבנקאיות. עם זאת, בעוד הראשונים ניהלו נכסים בהיקפים של מספר מועט של מיליארדי ש"ח, ניהלו האחרונים נכסי גמל בהיקפים של עשרות מיליארדי ש"ח. לאורך זמן, צפוי הגידול בהיקפי נכסי הגמל המנוהלים בגופים הפרטיים להקשות על מנהלי השקעות באותם גופים להציג תשואות עודפות על פני מנהלי אותן קופות בנקאיות שנרכשו.

הקבוצה טרם ביססה נוכחות משמעותית ומיצוב איתן בענף קרנות הנאמנות - הקבוצה מנהלת כ- 6 מיליארד ש"ח בתיקי לקוחות וקרנות נאמנות, מתוכם כ- 4.2 מיליארד ש"ח בתיקים בניהול ישיר וכ- 1.8 מיליארד ש"ח בקרנות נאמנות. ככלל, לקבוצה נתח שוק של כ- 1.5% בענף קרנות הנאמנות.

השיעור הגבוה (כ- 77%) של תיקי לקוחות המנוהלים בניהול ישיר הינו תוצאה ישירה של השיעור הגבוה של כספי גופים מוסדיים מסך כספי לקוחות המנוהלים בדש. לקוחות אלו אינם מוכנים לשלם את שיעור דמי הניהול הגבוה יחסית הכרוך בהשקעה בקרן נאמנות, ולפיכך פוטנציאל הרווחיות של הקבוצה מהיקפי הנכסים המנוהלים בניהול ישיר נמוך. שיעור תיקי הלקוחות המושקעים בקרנות הנאמנות מסך נכסי הקרנות שבניהול הקבוצה גבוה (כ- 70%) - נתון המעיד על מיצוב לא איתן בקרב הציבור ויועצי השקעות בבנקים.

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	דש איפקס (פרופורמה)
3,157,320	4,042,400	5,464,550	סה"כ תיקי השקעות
2,518,095	3,242,065	4,224,650	מזה: תיקים בניהול ישיר
80%	80%	77%	שיעור תיקים בניהול ישיר
639,225	800,335	1,239,900	מזה: תיקי קרנות
20%	20%	23%	שיעור תיקי קרנות
867,000	1,334,094	1,789,742	סה"כ קרנות נאמנות
639,225	800,335	1,239,900	מזה: בגין תיקים מנוהלים
74%	60%	69%	שיעור בגין תיקים מנוהלים
227,775	533,759	549,842	מזה: קרנות שלא בתיקי קרנות
26%	40%	31%	שיעור בגין תיקים לא מנוהלים

מעורבות גבוהה של הוגולטור בתחום החיסכון לטווח ארוך - מדיניות משרד האוצר בנוגע לחסכון לטווח הארוך מעידה על העדפה ברורה למסלול הקצבתי (ביטוח מנהלים, קרן פנסיה) על פני המסלול ההוני (ביטוח מנהלים, קופת גמל). העדפה זו באה לידי ביטוי בהורדת התקרה המזכה לרובד ההוני ובהחלתו של תיקון מספר 3. תיקון זה קובע כי, החל מה- 1.1.2006, עמית עצמאי (לרבות עובד בשל משכורתו ללא זכויות), שלא הופקד עבורו תחילה במסלול קצבה, לא יהא רשאי להפקיד סכומים כעמית עצמאי במסלול הוני. הוראה זו חלה על עמיתים שהינם ילידי 1961 ואילך. ביחס לתנאי הזכאות למשיכת כספים, קובע התיקון, כי החל מה- 1.1.2006, עמית עצמאי במסלול הוני לא יוכל למשוך כספים אלא בהגיעו לגיל 60, וזאת באם חלפו 5 שנים לפחות מיום שהחל להפקיד סכומים לראשונה. התבססותה של קבוצת דש איפקס על קרנות השתלמות ועל שיעור גבוה יחסית של עמיתים שכירים בקבוצה מצמצמת את פוטנציאל הפגיעה שביישום תיקון מספר 3, אולם החלה של תיקון מקביל על שכירים הינה בחזקת סיכון ממשי. מידרוג מעריכה כי החלת תיקון מקביל לתיקון 3 על שכירים הינה צעד התואם את המדיניות המוצהרת של משרד האוצר וככזה הוא מהווה סיכון ממשי על צבירות של כספים חדשים. כמוכן, אין בכך לפגוע ביכולת הקבוצה להמשיך ולהגדיל את היקפי נכסי הגמל המנוהלים על-ידה באמצעות העברת עמיתים קיימים מחברות מתחרות, כאשר הקופות הבנקאיות מהוות את המטרה הטבעית.

לאחרונה שב ועלה לכותרות נושא הפגיעה בהטבות המס הגלומות בחסכון בקרנות ההשתלמות. בבדיקה שערך משרד האוצר, הוערכה הטבת המס השנתית הכרוכה בעידוד החיסכון לטווח ארוך בכ- 8 מיליארד ש"ח, מתוכה כ- 2 מיליארד ש"ח בגין קרנות ההשתלמות. מידרוג רואה בצמצום ההטבות, ועל אחת כמה וכמה ביטולן המוחלט, איום ישיר על ליבת העסקים הנוכחית של קבוצת דש איפקס.

על מנת לצמצם סיכון זה פועלת הקבוצה להיכנס לתחום הפנסיה כך שגם אם יוחל התיקון על שכירים, תוכל החברה להציע אלטרנטיבה, אשר עשויה לצמצם את היקף הפגיעה בהכנסות הקבוצה.

שיעור הכספים הנזילים, קרי הניתנים למשיכה והעברה לאפיקי השקעה אלטרנטיביים ללא תשלום מס, מהווה למעלה מ- 40% מסך נכסי הגמל המנוהלים בקבוצה - ענף הגמל מאופיין בשיעור הולך ועולה של כספים נזילים, בעיקר בקופות הגמל לתגמולים ואישית לפיצויים. שיעור הכספים הנזילים בקופות של דש נמוך וקרוב לשיעור הכספים הנזילים בממוצע סך המערכת. בניגוד לכך, שיעור הכספים הנזילים בקופות הגמל, היחסית צעירות, של איפקס **גבוה** מהותית משיעור הכספים הנזילים בממוצע סך המערכת – נתון העשוי להעיד על משקל גבוה יחסית של העברות מקופות בנקאיות ותיקות בעלות שיעור גבוה של כספים נזילים.

יישום הרפורמה במס בשנת 2003 היטיב עם החוסכים בקופות הגמל לעומת החוסכים באפיקי השקעה חלופיים ובכך צמצם את סיכון משיכת הכספים מקופות הגמל הנזילות :

ב- 1.1.2003 נכנס לתוקפו תיקון מס' 132 לפקודת מס הכנסה, הוא חוק "הרפורמה במס", על-פיו מחויבים תושבי ישראל בתשלום מס הכנסה בגין רווחים הנובעים מפעילות בשוק ההון והכספים, דהיינו, הכנסות מריבית, ניכון, דיבידנד ורווחי הון. ככלל, יצרה הרפורמה תמריץ שלילי למשיכת כספים מקופות גמל וקרנות השתלמות בקובעה כי כספים שהופקדו עד 1.1.2003 יהיו לעולם פטורים ממס רווח הון במשיכה כדין וכי כספים אשר הופקדו אחרי 1.1.2003, עד לתקרה ההפקדה המוטבת, יהיו אף הם פטורים ממס רווח הון במשיכה כדין.

עיקרי הרפורמה בנוגע למיסוי רווחי הון של כספים בקופות גמל לתגמולים קבעו כי הפקדות שבוצעו לאחר 1.1.2003 עד תקרת ההפקדה המוטבת, תהיינה פטורות ממס רווח הון, בהתקיים כל התנאים הבאים : משיכת הכספים תהא בגיל 67 (גבר) או 64 (אישה), ובלבד שחלפו 15 שנים ממועד ההפקדה הראשון בקופה (אם מועד ההפקדה הראשון בקופה היה לאחר שהעמית הגיע לגיל זה – הרווחים יהיו פטורים ממס אם חלפו 5 שנים לפחות ממועד ההפקדה הראשון בקופה). כמו כן, נקבע כי מס רווח הון לא יחול על כספים (לרבות הרווחים הריאליים שנצברו בגינם מיום 1.1.2003 ואילך) שהופקדו בקופת גמל כלשהי לפני המועד הקובע (1.1.2003 לגבי "עמית שכיר" ו- 1.12.2002 לגבי "עמית עצמאי") בעת המשיכה ובתנאי שהמשיכה היא משיכה כדין.

עיקרי הרפורמה במס בנוגע למיסוי רווחי הון של כספים בקרנות השתלמות קבעו כי הפקדות שבוצעו לאחר 1.1.2003 עד תקרת ההפקדה המוטבת, תהיינה פטורות ממס רווח הון במשיכה כדין (תום 6 שנים ותק או 3 שנים - במקרה של "עמית בוגר", מעל גיל 60).

בדומה לקביעה לגבי קופות גמל, נקבע לגבי קרנות השתלמות כי מס רווח הון לא יחול על כספים (לרבות הרווחים הריאליים שנצברו בגינם מיום 1.1.2003 ואילך) שהופקדו בקרן השתלמות כלשהי לפני המועד הקובע (1.1.2003 לגבי "עמית שכיר" ו- 1.12.2002 לגבי "עמית עצמאי") בעת המשיכה, ובתנאי שהמשיכה היא משיכה כדין.

ענף ניהול וחיתום ההנפקות הינו ענף תחרותי, הנשלט ע"י פועלים אי.בי.אי.-ניהול וחיתום בע"מ מקבוצת הפועלים
- עם זאת, איפקס חיתום נהנית מצוות מיומן בעל ניסיון רב בענף החיתום, עובדה הבאה לידי ביטוי במיקומה של החברה בין 5 חברות החיתום המובילות בישראל.

ענף ההנפקות בישראל הינו ענף קטן יחסית ומתחרים בו כ- 12-15 מנהלי הנפקות ועוד מספר עשרות חתמים קטנים, הנוטלים חלק מעת לעת בחיתום להנפקות אך לא בניהולן. חלק ממתחרי איפקס חיתום הינם חברות חיתום בשליטת בנקים וחברות ביטוח או חברות הקשורות לחברי בורסה אחרים ולמנהלי תיקי השקעות פרטיים. בשל היקפו של השוק, מרבית הפעילים נגישים למרבית הלקוחות הפוטנציאליים והתחרות ניטשת לגבי כל עסקה ועסקה. בשנים האחרונות, עקב התחרות העזה בשוק חלה ירידה בשיעורי העמלות הנגבות וברווחיות פר עסקה. ככלל, ככל שהיקף העסקאות בשוק הראשוני קטן, עקב הצטמצמות המסחר וירידות שיערי השוק המשני, כך גדלה התחרות על כל עסקה והרווחיות בגינה קטנה, וההיפך.

גורמי סיכון פיננסיים

שיעור הרווחיות התפעולית של דש איפקס מסך הכנסות הקבוצה מושפע לרעה מתמהיל הכנסות מוטה ניהול נכסי גמל, אחוז נמוך יחסית של תיקי לקוחות המנוהלים דרך קרנות הנאמנות, ושימוש דש במשווקים חיצוניים למכירת מוצרי גמל - הרווחיות במגזר הגמל, אשר הווה בשנת 2005 כ- 43% מסך ההכנסות התפעוליות, עומדת על כ- 37% (בעיקר עקב התבססות דש על משווקים חיצוניים, בעיקר סוכני ביטוח, ושיעור העמלות הנהוג במגזר), ומשפיעה לרעה על שיעור הרווחיות הכולל. מגזר החיתום, הינו המגזר התפעולי בעל שיעור הרווחיות הגבוה ביותר. מגזר ניהול התיקים והקרנות רשם רווחיות של כ- 45%, אולם בשל חשיפתה הנמוכה של הקבוצה למגזר קרנות הנאמנות, תרומת הרווח הייתה בעל השפעה נמוכה יחסית. גורם שני המשפיע לרעה על רווחיות הקבוצה הינו השיעור הנמוך יחסית (כ- 23%) מתיקי הלקוחות אשר הושקעו דרך הקרנות בשנת 2005. שיעור זה מושפע מכך שכ- 60% מהלקוחות המנהלים תיקי השקעות בדש איפקס הינם לקוחות מוסדיים, אשר לרוב מעדיפים להימנע מתיקי קרנות.

גיוס של 100 מיליון ש"ח פוגע ביחסים הפיננסיים – יחס הון עצמי למאזן יורד מ- 48% ל-37%, יחס חוב פיננסי, ברוטו, ל- FFO עולה מ- 1.62 ל- 3.62.

31.12.2005, אלפי ₪	לפני גיוס	אחרי גיוס 100 מיליון ש"ח
תיק נזיל *	178,257	278,257
חוב פיננסי, ברוטו *	81,433	181,433
חוב פיננסי, נטו	(96,652)	(96,652)
חוב פיננסי, ברוטו, ל- FFO	1.62	3.62 **
חוב פיננסי, ברוטו, ל- CAP	33%	53%
הון למאזן	48%	37%

* בנטרול כ- 17 מיליון ש"ח- הלוואה Back-to-back כנגד פיקדון בדש ני"ע.
** ללא התחשבות בתשואה על הגיוס החדש.

מדיניות דיבידנד לא מוגדרת - דירקטוריון דש איפקס מונה אנשי מקצוע המייצגים את ה.ע.ל - תשורה ואת הציבור. למשקיעים הפרטיים אין ייצוג ישיר בדירקטוריון. בראש הדירקטוריון עומד יהושע צולר, אשר בנוסף משמש בתפקיד דירקטור באפסילון ניהול קופות גמל בע"מ. עד כה לא הגדיר הדירקטוריון כל מדיניות דיבידנד, אולם הערכת מידרוג הינה שהחל משנת 2007 תחלק החברה דיבידנד מהרווח הנקי השוטף בלבד, ולא מיתרת עודפים צבורים מהעבר.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- עליה מהותית ברמת החוב בחברות הבנות.
- הרעה מהותית ביחס החוב להון העצמי בדש איפקס הולדינגס בע"מ (סולו).
- שנוי לרעה בתמהיל ההכנסות, כדוגמת הגדלת משקל פעילות החיתום בתמהיל ההכנסות כתוצאה מסטגנציה במגזרי פעילות האחרים.

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- הוספת תחומי פעילות סינרגטיים ורווחיים אשר יחזקו את תמהיל ההכנסות.
- גידול רציף ומתמשך בהיקף הנכסים תחת ניהולה של הקבוצה, בדגש על קרנות הנאמנות.
- חיזוק יחסי הכסוי של חוב פיננסי, ברוטו, לתזרים מפעילות בקבוצה (מאוחד).
- הצפת ערך בחברות הבנות.

התפתחויות בשוק ההון

שנת 2005 הייתה שנה שלישית של גאות בשוק ההון והתאפיינה בעליות שערים ומחזורי שיא בשוק המניות ומחזורי שיא וגיוסי הון חסרי תקדים בשוק האג"ח

בשנת 2005 נמשכו המגמות החיוביות אשר שררו בשנתיים הקודמות בשווקים ובמוסדות הפיננסיים. ההתפתחויות הבולטות בשווקים הפיננסיים כללו: (א) המשך הגאות בשוק המניות; (ב) המשך הירידה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי וירידת התשואות לפדיון בשוק אגרות החוב לרמתן הנמוכה בכל הזמנים; (ג) רגיעה יחסית בשוק מטבע החוץ, תוך כדי פחות השקל מול הדולר; (ד) התרחבות גיוס ההון של חברות עסקיות, בעיקר באמצעות הנפקת אגרות חוב; (ה) שיפור ברווחיותם ובאיתנותם הפיננסית של המוסדות הפיננסיים, ובראשם הבנקים; (ו) ירידת הדומיננטיות של הבנקים בתחומי האשראי למגזר העסקי והחיסכון לטווח הארוך, תוך התגברות התחרות בשווקים ומשיכת משקיעים זרים.

לאחר שבשנים 2003 ו-2004 רשם מדד המניות הכללי תשואה ריאלית של כ-58% ושל כ-16%, בהתאמה, בשנת 2005 רשם המדד תשואה ריאלית של כ-30%. מדד ת"א-25 רשם בשנת 2005 תשואה ריאלית של כ-30%, בעוד שמדד ת"א-75, מדד המניות הבינוניות, רשם תשואה ריאלית מתונה יותר של כ-16%. מדד התל-טק, המושפע מהתנודות בנאסד"ק, רשם בשנת 2005 ירידה ריאלית של כ-7%, וזאת לאחר עלייה רצופה של כ-155% בשנתיים הקודמות.

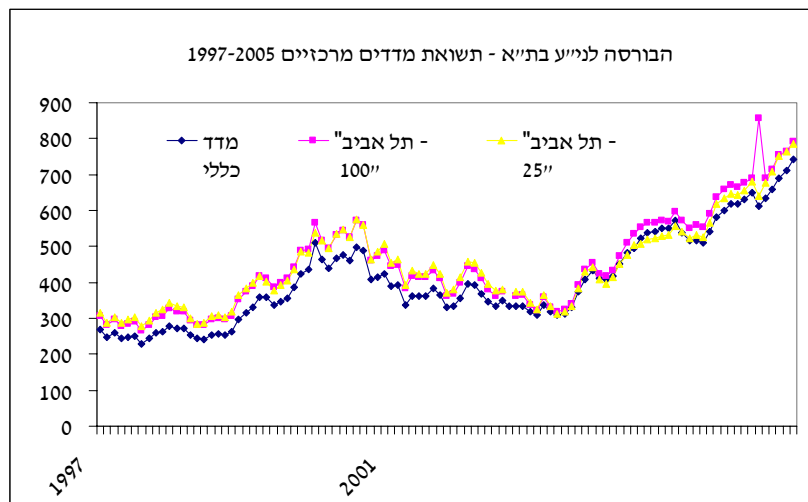
מחזור המסחר היומי הממוצע במניות רשם שיא היסטורי והוא הסתכם בכמיליארד ש"ח – עלייה של כ-50% בהשוואה לשנת 2004 ופי 2.5 בהשוואה לשנת 2003.

מדד האג"ח הכללי עלה בשנת 2005 בשיעור ריאלי של כ-3.5%, בהשוואה לעלייה ריאלית של כ-4% ושל כ-16% בשנים 2004 ו-2003, בהתאמה. במהלך השנה ירדו עקומי התשואות לפדיון לכל אורכם, וזאת על רקע אמינותה של המדיניות המקרו-כלכלית האחראית וקידום הרפורמות המבניות בשווקים הפיננסיים. ברבעון הרביעי של השנה, על רקע התגברות אי-הודאות הפוליטית והעלאות ריבית בנק ישראל, נרשמה עלייה בתשואות לכל הטווחים באופן שמיתן את השיפועים החיוביים של עקומי התשואות.

מחזור המסחר היומי בכל אגרות החוב עלה ב-40% והגיע לשיא של כ-1.3 מיליארד ש"ח. מחזור המסחר היומי באג"ח לא ממשלתיות קפץ בשנת 2005 פי 3 בהשוואה לשנת 2004 והסתכם בכ-215 מיליון ש"ח.

העלייה במחזורי המסחר הינה תוצאה של הגידול בביקושים למניות לנוכח המשך ציפייה לצמיחה בשוק המקומי המלווה ביציבות פיננסית, מחסור באפיקי השקעה אטרקטיביים, התשואות שרשם שוק המניות בשנים האחרונות והזרמת ביקושים מצד הגופים המוסדיים על רקע הגידול בכמות הכסף "החופשי" המופנה לשוק ההון.

כל אלו הובילו לגידול בביקוש למניות, לגידול במחזורי המסחר וליצירת מכשירים פיננסיים חדשים, התורמים לשכלול והעמקת המסחר בשוק ההון.



רפורמת בכר

ביולי 2005 הושלמה "חקיקת בכר" בדבר רפורמה בשוק ההון, אשר תכליתה צמצום הריכוזיות ומזעור ניגודי העניינים בשוק ההון, וזאת באמצעות מכירה הדרגתית של החזקות הבנקים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות, קביעת תקרה לשיעורי ההחזקה בגופים העוסקים בחסכון לטווח הארוך ובקרנות נאמנות, וכן קביעת כללים לעיסוק ביעוץ ובשיווק המוצרים הפיננסיים.

בסמוך להשלמת תהליך החקיקה, החלו הבנקים בתהליך מהיר של מכירת נכסיהם. בארבעת החודשים האחרונים של שנת 2005 נמכרו נכסים של הבנקים בשווי של כ- 150 מיליארד ש"ח לקבוצות ביטוח, ולמשקיעים פיננסיים אחרים, רובם קרנות השקעה זרות.

קרנות נאמנות בנקאיות עיקריות שנמכרו ושטרם נמכרו כוללות:

שם המוכר	חברת קרנות הנאמנות	נכסים * (מיליארד ש"ח)	מחיר העסקה ** (מיליון ש"ח)	הגוף הרוכש
הפועלים	פקן פלוס	16.2	860	סולומון-מרקסטון
	להק	16.7		טרם נמכר
לאומי	פסגות	19.6	882	יורק
	פיא	14.1	535	הראל השקעות
דיסקונט	אילנות דיסקונט	13.2	555	כלל ביטוח
מזרחי	עמדה	5.4	216	מנורה/לבייב
בינ"ל	דקלה	4.8	220	מגדל

* היקף נכסים למועד עבודת הדירוג (מאי 2006).

** אחרי התאמות במחיר, באם בוצעו, ממועד חתימת הסכמי ההבנות.

קופות גמל וקרנות ההשתלמות בנקאיות עיקריות שנמכרו ושטרם נמכרו כוללות *:

שם המוכר	הקופות הנמכרות	נכסים (מיליארד ש"ח)	מחיר העסקה (מיליון ש"ח)	הגוף הרוכש
פועלים גמל		22.0	670	סולומון-מרקסטון
		35.0		טרם נמכר
לאומי גמל	שיאון, צור, רקיע...	13.9	473	סולומון-מרקסטון
	עצמה, תעוז...	16.3	675	הראל
דיסקונט גמל		16.1	710	כלל ביטוח
מזרחי גמל		10.0	415	אקסלנס
בינ"ל גמל		8.0		טרם נמכר
קה"ל		10.0		טרם נמכר

* נכסי הקופות הבנקאיות העיקריות שטרם נמכרו, נכון למאי 2006, כוללים כ- 35 מיליארד ש"ח של בנק הפועלים, כ- 11 מיליארד ש"ח של בנק יאהב, כ- 8 מיליארד ש"ח של הבינ"ל ו- 10 מיליארד ש"ח בקרן ההשתלמות קה"ל (בנק לאומי ובנק דיסקונט).

רפורמת בכר ממשיכה את השינוי אשר חל בשנתיים האחרונות בהתפלגות השליטה בחסכון לטווח הארוך, זאת בהמשך ליישום הרפורמה בענף הפנסיה ומכירת קרנות הפנסיה החדשות לקבוצות הביטוח בשנת 2004. בין ההתפתחויות הבולטות ניתן לציין את העתקת מרכז הכובד של החיסכון לטווח ארוך מהבנקים לחברות הביטוח, צמצום הפערים בין חברות הביטוח במונחי היקפי הנכסים המנוהלים על ידן, והתחזקותם של מוסדות פיננסיים אחרים, ביניהם המשקיעים הזרים.

אומדן השינויים בהתפלגות השליטה בחיסכון לטווח ארוך *

	סך חסכון לטווח ארוך	חמשת הבנקים הגדולים	חמש חברות הביטוח הגדולות	מוסדות פיננסיים אחרים
דצמבר 2005	100%	22%	42%	36% **
דצמבר 2004	100%	50%	28%	22%
דצמבר 2003	100%	52%	21%	27%

* חיסכון זה כולל את התוכניות לביטוח חיים המשתתפות ברווחים, את קרנות הפנסיה החדשות והכלליות ואת כל קופות הגמל וההשתלמות.

** מתוך זה: כ- 11% בבעלות סולומון-מרקסטון.

מקור: נתוני הממונה על שוק ההון ועיבודי תחום היציבות הפיננסית בבנק ישראל.

ניהול קופות גמל (נתח של כ- 3% בענף הגמל)

קבוצת דש איפקס, באמצעות חברות ניהול קופות הגמל, איפקס ניהול קופות גמל בע"מ (55%) ודש ניהול קופות גמל בע"מ (89.6% בשרשור), מנהלת 10 קופות תגמולים ופיצויים, 4 קופות פיצויים מרכזיות ו- 9 קרנות השתלמות. נכון לסוף מרץ 2006, ניהלה הקבוצה נכסי גמל בסך כ- 7.7 מיליארד ש"ח.

ענף הגמל הינו הענף הפיננסי הגדול ביותר בישראל. עד כניסתה לתוקף של הרפורמה בענף, בעקבות ועדת בכר, אופיין ענף ניהול קופות הגמל בריכוזיות גבוהה, כאשר המערכת הבנקאית מנהלת כ- 70% מסך נכסי הגמל במדינת ישראל. מספר הגופים הפרטיים אשר פעלו בתחום בעשור האחרון היה מצומצם, ⁵ אך אלו הגדילו בהדרגה את נתח השוק שלהם, בעיקר בשנתיים האחרונות, מכ- 3% בסוף שנת 2003 לכ- 8% בסוף שנת 2005. מגמת התחרות התחזקה לאין שיעור בעקבות יישום המלצות ועדת בכר ומכירת קופות הגמל בבעלות התאגידים הבנקאיים.

נכון לסוף שנת 2005, הסתכמו נכסי קופות הגמל בכ- 235 מיליארד ש"ח, יותר מכפול מעתודות הפוליסות המשתתפות ברווחים ומשמעותית יותר מנכסי קרנות הנאמנות, אשר הסתכמו בסוף שנת 2005 בכ- 125 מיליארד ש"ח. בענף הגמל קיימים שלשה מוצרים: קופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים (144 מיליארד ש"ח), קרנות השתלמות (72 מיליארד ש"ח) וקופות פיצויים מרכזיות (19 מיליארד ש"ח). קופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים הינן אפיק חסכון לטווח הארוך הנהנה מהטבות מס הן ברובד ההפקדה והן ברובד צבירת התשואה. ההפקדות לקופות אלו מבוצעות ע"י הפרשות עובד והפרשות מעסיק. קרנות ההשתלמות הינן אפיק חסכון לטווח הבינוני, כאשר הכספים נזילים וניתנים למשיכה לאחר 6 שנים. קופות פיצויים מרכזיות מיועדות לחברות ולגופים המעוניינים להפריש עבור עובדיהם לקופת פיצויים מרכזית, כאשר במקרה של פיטורי עובד המעסיק מפנה את העובד לקופה מרכזית לצורך תשלום כספי הפיצויים להם זכאי העובד.

בשנים האחרונות נמצא ענף הגמל בסטגנציה, זאת לאחר כעשור אשר אופיין במגמת צבירה שלילית. בשנים של נפילות בבורסה נפדו נכסי גמל, בפרט מאפיק קופות הגמל לתגמולים ואישית לפיצויים, במיליארדי ש"ח

בשנת 2005 נמשכה מגמת הצבירה החיובית בקופות הגמל – מגמה אשר החלה בשנת 2004. עובדה זו תקפה, בפרט, בקופות התגמולים ואישית לפיצויים, עבורן היוותה שנת 2003 השנה העשירית ברציפות בה רשמו קופות אלו צבירה שלילית. הסבר אפשרי לשינוי המגמה אשר נצפה בשנת 2004 ניתן למצוא ביציבות הכלכלית ומגמת התשואות החיוביות שהשיגו קופות הגמל מתחילת שנת 2003. בנוסף, החלת הרפורמה במס משנת 2003 הגבירה את האטרקטיביות של ההשקעה בקופות גמל. ⁶ במקביל, חלו הקלות משמעותיות בהוראות המעבר של כספי עמיתים בין קופות גמל. בניגוד לקופות התגמולים ואישית לפיצויים, קרנות ההשתלמות רשמו עשור של צמיחה חיובית.

קופות מדווחות 2005 - ב	נכסים					צבירה - ללא העברות בין קופות					סוג תאגיד שולט
	2005	2004	2003	2002	2001	2005	2004	2003	2002	2001	
257	160,190	148,383	137,840	123,101	128,892	1,867	1,424	-2,574	-4,221	-2,839	תאגידים בנקאיים
55	3,511	2,399	1,776	1,272	1,186	420	228	142	93	125	חברות ביטוח
26	2,448	2,267	2,119	1,899	1,930	17	28	-19	42	57	קרנות פנסיה
167	18,223	9,890	5,953	4,117	3,469	1,802	855	424	253	320	גופים פרטיים
86	50,939	45,656	41,539	36,146	36,095	1,082	1,192	273	-141	667	אחר
591	235,311	208,594	189,227	166,535	171,571	5,187	3,726	-1,754	-3,974	-1,671	סה"כ

⁵ בשנת 1994 נפתח ענף קופות הגמל לקופות פרטיות.

⁶ ב- 1.1.2003 נכנס לתוקפו תיקון מס' 132 לפקודת מס הכנסה, הוא חוק "הרפורמה במס", שקבע מעבר לשיטת מיסוי פרסונאלי כך שתושבי ישראל חייבים במס על בסיס כלל עולמי. תושבי ישראל מחויבים בתשלום מס הכנסה בגין רווחים הנובעים מפעילות בשוק ההון והכספים, דהיינו, הכנסות מריבית, ניכיון, דיבידנד ורווחי הון.

ככלל, בשנים האחרונות נמצא ענף הגמל בסטגנציה. בשנת 2005 עלו נכסי הקופות בכ- 13.0%, בעוד שהתשואה הממוצעת הסתכמה בכ- 12.5%. תמונה דומה מתקבלת מניתוח תוצאות שנת 2004, במהלכה עלו נכסי הקופות בכ- 10.3%, בעוד שהתשואה הממוצעת הסתכמה בכ- 9%.

מעבר למגמה השלילית בצבירה, חווה ענף הגמל תקופות של משברים, במהלכן נפדו נכסי גמל במיליארדי ש"ח. המשבר בשוק המניות בשנת 1994, שבמהלכה צנח מדד המניות וההמירים בבורסה של תל-אביב בשיעור ריאלי של כ- 47%, וצעדי המדיניות שנקט בנק ישראל, העלו את התשואה על נכסים שקליים לכ- 18% והובילו לבריחת כספים מקופות הגמל אל הפיקדונות השקליים. היקף המשיכות מן הקופות פחת לקראת סוף 1995, עם התייצבות התשואות בשוקי המניות ואיגרות החוב, אולם באמצע שנת 1996 שב בנק ישראל והעלה את הריבית. צעד זה הביא לחידוש הבריחה מקופות הגמל. הפעם לבשה הבריחה ממדים של פאניקה והקופות נאלצו לממש נכסים, דבר שהחריף את ירידות השערים והוביל להתערבותו של בנק ישראל בשוק איגרות החוב. בסיכום 1995 ו- 1996, גדלו נכסי הפיקדונות השקליים בכ- 55% ואילו נכסי קופות הגמל, מהם נמשכו כ- 17 מיליארד ש"ח, פחתו, ריאלית, ביותר מ- 12%.

בשנתיים האחרונות ניכרה מגמה מואצת של גידול בהעברות מהקופות הבנקאיות לקופות הפרטיות, כמו גם של גידול בצבירה, נטו, בקופות הפרטיות. רפורמת בכר מציבה את הגופים הפרטיים במצב משופר לקראת התחרות העתידית מול חברות הביטוח וגופי ההשקעה הזרים⁷

אם זאת, כאשר בוחנים את המגמות בהיקפי הכספים המנוהלים ע"פ סוגי התאגידים השולטים, ניכרת מגמת גידול בהעברות מהקופות הבנקאיות לקופות הפרטיות, כמו גם מגמת גידול בצבירה, נטו, בקופות הפרטיות. בשנת 2005 גדל נתח השוק של הגופים הפרטיים בכ- 60%, מכ- 4.8% בסוף שנת 2004 לכ- 7.7% בסוף שנת 2005, וזאת לאחר גידול של כ- 55% בנתח השוק בשנת 2003. שינוי מבנה השליטה בענף הגמל מציב את הגופים הפרטיים בתחרות חדשה מול חברות הביטוח (כלל, הראל והפניקס) והמשקיעים הזרים (סולומון-מרקסטון). שינוי זה צפוי להוביל לסוג שונה של תחרות במגרש בו לגופים הפרטיים ניסיון רב בניהול מוצרי הגמל וכאשר הבנקים משמשים כמפיצים אובייקטיביים של אותם המוצרים.

מיליוני ש"ח	2005			2004			2003		
	צבירה, נטו *	העברות, נטו	סה"כ	צבירה, נטו *	העברות, נטו	סה"כ	צבירה, נטו *	העברות, נטו	סה"כ
תאגידים בנקאיים	1,867	-4,886	-3,019	1,424	-2,176	-752	-2,568	-583	-3,151
חברות ביטוח	420	391	811	228	243	471	119	69	188
קרנות פנסיה	17	-75	-58	28	-64	-36	-3	10	7
גופים פרטיים	1,802	5,206	7,009	855	2,383	3,238	380	613	993
אחר	1,082	-637	445	1,192	-386	806	278	-109	169
סה"כ	5,188	-	5,188	3,727	-	3,727	-1,794	-	-1,794

* ללא העברות בין קופות.

⁷ ראה: נספח- טבלה א'.

קבוצת דש איפקס מוטת ניהול נכסי גמל, בפרט נכסי קרנות השתלמות - אפיק גמל הרושם מדי שנה צבירה, נטו, חיובית ובעל רגישות פחותה לתנודתיות שוק ההון בהשוואה לאפיק קרנות הנאמנות

עיקר פעילותה של קבוצת דש איפקס בתחום קופות הגמל מרוכז בניהול קרנות השתלמות. עובדה זו אינה מפתיעה, כלל ועיקר, באשר אפיק גמל זה שמש כמסלול דרכו יכלו גופי ההשקעה הפרטיים לחדור לעולם הגמל - עולם בו שלטו התאגידים הבנקאיים ללא עוררין. נתח השוק בו אוחזים הגופים הפרטיים באפיק זה גבוה משמעותית מנתח השוק בו הם אוחזים באפיק קופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים.

מאוחז	איפקס	דש	31.12.2005, במיליוני ש"ח
2,153	336	1,817	תגמולים ואישית לפיצויים
4,652	816	3,836	קרנות השתלמות
591	162	429	פיצויים מרכזית
7,396	1,314	6,082	שווי נכסים
29.1%	25.6%	29.9%	תגמולים ואישית לפיצויים
62.9%	62.1%	63.1%	קרנות השתלמות
8.0%	12.3%	7.0%	פיצויים מרכזית
100.0%	100.0%	100.0%	סה"כ

בניגוד לקופות התגמולים ואישית לפיצויים, אשר רשמו צבירה שלילית במהלך מרביתו של העשור החולף, קרנות ההשתלמות רשמו עשור של צבירה, נטו, חיובית רציפה, למעט בשנת 2002.⁸ גם בשנים האחרונות, במהלכן ענף הגמל כמעט ולא צמח, איזנה הצבירה החיובית, נטו, באפיק קרנות ההשתלמות את היעדר כל צבירה חיובית, נטו, באפיק קופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים ואת הצבירה השלילית, נטו, אשר נרשמה באפיק קופות הפיצויים המרכזיות.

הצבירה החיובית בקרנות ההשתלמות נובעת משלוש סיבות עיקריות:

1. החיסכון בקרנות ההשתלמות הינו כלי חסכון ייחודי, ללא חלופות חיסכון אחרות המזכות באותן הטבות מס, שהמפקידים כספים בקרנות ההשתלמות זוכים להן. לעומת זאת, לחיסכון בקופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים ישנן חלופות, כגון ביטוח מנהלים וקרנות פנסיה, המזכות, אף הן, בהטבות מס.
2. שכירים נוטים למצות את הטבות המס הגלומות בקרנות ההשתלמות בכדי ליהנות מהטבת השכר הנובעת מכך שיחס ההפקדה של המעביד לעומת הפקדת העובד הוא שלוש לאחת.
3. אחוז הנזילות בקרנות ההשתלמות נמוך, בדר"כ, מאחוז הנזילות בקופות גמל לתגמולים ואישית לפיצויים.

קופות מדווחות 2005 - ב	נכסים					צבירה - ללא העברות בין קופות					סוג קופה
	2005	2004	2003	2002	2001	2005	2004	2003	2002	2001	
306	143,476	127,081	116,327	103,350	107,100	2,623	1,050	-2,219	-3,130	-3,857	תגמולים ואישית לפיצויים
110	18,901	18,777	17,383	15,546	15,814	-205	-1	-534	-91	-351	מרכזית לפיצויים
164	71,959	61,872	54,720	46,989	47,961	2,758	2,675	966	-780	2,499	קרנות השתלמות
11	975	865	797	650	696	11	3	33	26	38	מטרה אחרת
591	235,311	208,594	189,227	166,535	171,571	5,187	3,726	-1,754	-3,974	-1,671	סה"כ

⁸ הצבירה השלילית בקרנות ההשתלמות בשנת 2002 נבעה, בעיקרה, מכך שהפקדת הכספים של עמיתים עצמאים לקרנות ההשתלמות החלה בשנת 1996, ובחודש פברואר 2002 ניתן היה בפעם הראשונה למשוך בפטור ממס כספים שהופקדו בהן.

דש ני"ע החלה את פעילותה בענף הגמל בשנת 1995 והיא נהנית ממוניטין חזק ומיצוב מוביל בענף הגמל. הדבר בא לידי ביטוי בהיקף הנכסים המנוהל, בהרכב הלקוחות ואולי יותר מכל- בקצב הגיוסים החודשי המתקבל בקופות החברה. מיצובה של איפקס בענף הגמל פחות איתן – החברה החלה לפעול בשנת 2002 והיא מבססת בהדרגה את מעמדה בעיקר בקרב ארגונים

קבוצת דש איפקס הינה גוף ניהול הגמל החוץ-בנקאי הגדול בישראל. אחיזתה בענף קרנות ההשתלמות, אשר הסתכמה, נכון ל- 31.12.2005, בכ- 6.4%, בולטת ביחס לגופים פרטיים המתחרים, כמו גם היותה מנהלת של כ- 40% מסך נכסי הגמל המנוהלים ע"י גופים פרטיים בישראל. יש לציין, כי היקפי הנכסים אשר תחת ניהול הקבוצה הושפעו מפעילות מיזוגים ורכישות בשנים האחרונות - מיזוג קפיטל ודש בסוף שנת 2002 ורכישת איפקס השקעות בע"מ בשנת 2005.

31.12.2005, במיליוני ש"ח	דש איפקס	אקסלנס	אנליסט	מיטב
תגמולים ואישית לפיצויים	2,153	944	856	792
קרנות השתלמות	4,652	1,058	1,253	432
פיצויים מרכזית	591	282	101	124
	7,396	2,284	2,210	1,348
נתח שוק במערכת				
תגמולים ואישית לפיצויים	1.5%	0.6%	0.6%	0.5%
קרנות השתלמות	6.4%	1.5%	1.7%	0.6%
פיצויים מרכזית	3.1%	1.5%	0.5%	0.6%
נתח שוק בין הגופים הפרטיים *	40.5%	12.5%	12.1%	7.4%

* טרום מכירות נכסי הגמל של הבנקים.

נכון ל- 31.12.2005 ניהלה דש ני"ע כ- 6.1 מיליארד ש"ח בנכסי גמל, מתוכם כ- 1.8 מיליארד ש"ח בקופות תגמולים ואישית לפיצויים וכ- 3.8 מיליארד ש"ח בקרנות השתלמות. בהשוואה ל- 31.12.2004, גדל היקף הנכסים המנוהל בכ- 2.3 מיליארד ש"ח (כ- 63%). קופת הגמל "דש גמל", אשר נכסיה, נכון ל- 31.3.2006, הסתכמו בכ- 1.1 מיליארד ש"ח, רשמה בשנים-עשר החודשים שקדמו צבירה, נטו, בסך כ- 110 מיליון ש"ח בנוסף להעברות, נטו, בסך כ- 250 מיליון ש"ח. קרן ההשתלמות "דש השתלמות", אשר נכסיה, נכון ל- 31.3.2006, הסתכמו בכ- 2.9 מיליארד ש"ח, רשמה בשנים-עשר החודשים שקדמו צבירה, נטו, בסך כ- 270 מיליון ש"ח בנוסף להעברות, נטו, בסך כ- 480 מיליון ש"ח.

איפקס ניהול קופות גמל, בניהולו של רמי שלום, החלה את פעילותה בשנת 2002 ובהדרגה בססה את מעמדה בקרב ארגונים מובילים בישראל. נוכחות פעילות הגמל של איפקס באה לידי ביטוי בהיקפי הגידול בנכסי קרן ההשתלמות "איפקס קרן השתלמות". קופה זו, אשר נכסיה נכון ל- 31.3.2006, הסתכמו בכ- 870 מיליון ש"ח, רשמה בשנים-עשר החודשים האחרונים צבירה, נטו, בסך כ- 110 מיליון ש"ח בנוסף להעברות, נטו, בסך כ- 240 מיליון ש"ח. זאת, כמעט ללא שימוש בסוכנים חיצוניים ותוך הסתמכות על עבודתם של עשרת עובדי השיווק הפנימיים.

קופות מדווחות בשנת 2005	נכסים					צבירה - ללא העברות בין קופות					
	2005	2004	2003	2002	2001	2005	2004	2003	2002	2001	
19	5,922	3,637	2,572	1,751	1,322	554	303	180	178	215	דש נירות ערך והשקעות בע"מ
7	2,284	1,058	386	158	57	356	144	71	32	24	אקסלנס השקעות בע"מ
11	2,210	1,128	436	236	183	243	137	41	22	32	אנליסט שירותי ניהול השקעות
9	1,348	285	7	---	---	179	35	2	---	---	מיטב בית השקעות (מאה) בע"מ
3	1,314	592	164	42	1	154	82	23	11	1	איפקס השקעות בע"מ
18	970	954	641	472	414	-11	59	34	30	19	הלמן אלחזבי פינוסים בע"מ
6	917	138	22	0	---	110	10	2	0	---	אלטשולר שחם בע"מ

מקור: גמל נט – בנכסים המנוהלים ע"י דש ני"ע והשקעות לשנת 2005 לא נכללו נכסי קרן ההשתלמות של עובדי בנק ישראל בסך כ- 150 מיליון ש"ח המנוהלים ע"י דש החל מאפריל 2005.

הגידול בהיקפי הנכסים הינו תוצאה של כסף חדש הנכנס למערכת ויותר מכך של מעבר עמיתים ממתחרים.

מיליוני ש"ח	2005			2004			2003		
	צבירה, נטו	העברות, נטו	סה"כ	צבירה, נטו	העברות, נטו	סה"כ	צבירה, נטו	העברות, נטו	סה"כ
קופות גמל דש	554 *	1,113	1,667	303	511	814	180	248	428
קופות גמל איפקס	154	475	629	82	310	392	23	80	103
סה"כ	708	1,588	2,296	385	821	1,206	203	328	531

מקור: חישובי מידרוג, בהתבסס על נתוני גמל-נט.

* לא כולל כ- 150 מיליון ש"ח נכסי קרן ההשתלמות של עובדי בנק ישראל.

יכולת שימור לקוח בתחום הגמל גבוהה לאין שיעור מיכולת שימור לקוח בקרנות נאמנות

בעקבות תקנות שנכנסו לתוקף במהלך 2005, קיימת עתה גמישות רבה בכל הנוגע למעבר בין קופות הגמל. כיום, יכול כל עמית לעבור מקופה לקופה אחת לחודש, ללא תשלום עמלה, כאשר תקופת המעבר היא 7 ימים בלבד. במהלך אותם 7 ימים עומדת לרשות החברה המנהלת הזכות והאפשרות לנסות ולשכנע את העמית שלא לבצע את המעבר. בקרנות הנאמנות המצב שונה לחלוטין, כאשר הלקוח, הלכה למעשה, "שייך" ליועץ בבנק, ולחברה המנהלת אין כל אפשרות לדעת על כוונתו של לקוח כלשהו למכור את יחידותיו בקרן.

שיעור דמי הניהול הנגבים ע"י הגופים הפרטיים, ביניהם קבוצת דש איפקס, גבוהים משמעותית מאלו של המתחרים, בפרט הקופות הבנקאיות. התגברות התחרות בענף הגמל, בעקבות רפורמת בכר, עלולה ליצור לחץ על דמי ניהול, אולם סביר להניח כי רוכשי הקופות הבנקאיות יאלצו דווקא להעלות את דמי הניהול, תוך יישור קו עם הגופים הפרטיים בכדי להצדיק את השקעתם

עד כה הושקעו כ- 3 מיליארד ש"ח ברכישת נכסי הגמל של התאגידים הבנקאיים, צעד אשר מגביר משמעותית את התחרות בענף הגמל ביוצרו חלוקה מאוזנת יותר במבנה השליטה בענף. תחרות זו עלולה, על פניה, להוביל ללחץ על דמי הניהול, ולפיכך להוות גורם סיכון עבור הגופים הפרטיים הוותיקים, בכלל, ועבור קבוצת דש איפקס, בפרט. להערכת מידרוג, יאלצו רוכשי הקופות, המתמודדים עם סיכון המשך הסחף במעבר הכספים מקופות הגמל הבנקאיות לקופות הגמל הפרטיות, דווקא להעלות את דמי הניהול וליישר קו עם הגופים הפרטיים.⁹ במקביל, צפויה להימשך הדיפרנציאציה בין עמיתי ארגונים ועמיתים פרטיים, כאשר דמי הניהול הנגבים מהעמיתים הפרטיים גבוהים משמעותית מאלו הנגבים מעמיתי הארגונים.

דמי ניהול לפי סוג תאגיד שולט

	נכסים ל- 31.12.2005 (מיליארד ש"ח)	דמי ניהול בשנת 2005 (מיליוני ש"ח)	שיעור דמי ניהול בשנת 2005 (%)	שיעור דמי ניהול בשנת 2004 (%)	שיעור דמי ניהול בשנת 2003 (%)	ממוצע שנתי 2003-2005 (%)
תאגידים בנקאיים	160.2	946.6	0.62	0.64	0.61	0.62
חברות ביטוח	3.5	30.2	0.92	0.78	0.95	0.89
קרנות פנסיה	2.5	25.2	1.10	1.07	0.97	1.06
גופים פרטיים	18.2	203.1	1.49	1.27	1.34	1.40
אחר	50.9	127.8	0.23	0.22	0.24	0.59
סה"כ	235.3	1,332.9	0.61	0.58	0.56	0.59

מקור: גמל נט, נתונים אלו מייצגים שיעור דמי ניהול לפני החזרים.

⁹ בינואר 2006 נמשכה הצבירה השלילית, נטו, בקופות הגמל הבנקאיות במקביל להמשך ההעברות מהן אל הגופים הפרטיים. סה"כ איבדו הקופות הבנקאיות כ- 1.3 מיליארד ש"ח, בעוד הקופות הפרטיות רשמו צבירה, נטו בתוספת העברות בסך כ- 830 מיליון ש"ח.

מדיניות משרד האוצר בנוגע לחסכון לטווח ארוך מעידה על העדפה ברורה למסלול הקצבתי (ביטוח מנהלים, קרן פנסיה) על פני המסלול ההוני (ביטוח מנהלים, קופת גמל). העדפה זו באה לידי ביטוי בהורדת התקרה המזכה לרובד ההוני ובהחלתו של תיקון מספר 3. התבססותה של קבוצת דש איפקס על קרנות השתלמות ועל שיעור גבוה יחסית של עמיתים שכירים מצמצמת את פוטנציאל הפגיעה שביישום תיקון מספר 3, אולם החלה של תיקון מקביל על שכירים הינה בחזקת סיכון ממשי, כמו גם האפשרות הריאלית של צמצום הטבות המס בקרנות ההשתלמות

ביום 10.4.2005, נתקבל ע"י הכנסת תיקון מספר 3 אשר נכנס לתוקפו ביום 1.1.2006. בין התיקונים המרכזיים שנערכו במסגרת תיקון מספר 3 נמצא תיקון תקנה 19 ותקנה 38 – תקנות הדנות בהפקדות של עמית עצמאי לקופת גמל לתגמולים ואישית לפיצויים. תיקון תקנה 19 קובע כי, החל מה- 1.1.2006, עמית עצמאי (לרבות עובד בשל משכורתו ללא זכויות), שלא הופקד עבורו תחילה במסלול קצבה, לא יהא רשאי להפקיד סכומים כעמית עצמאי במסלול ההוני. הוראה זו חלה על עמיתים שהינם ילידי 1961 ואילך. ביחס לתנאי זכאות למשיכת כספים, קובע תיקון תקנה 38 כי החל עמית עצמאי במסלול ההוני לא יהיה רשאי למשוך כספים שהופקדו החל מה- 1.1.2006 אלא בהגיעו לגיל 60, וזאת באם חלפו 5 שנים לפחות מיום שהחל להפקיד סכומים לראשונה.

31.12.2005	שכירים	עמיתים במעמד עצמאי	מעסיקים
קופות הגמל של דש	88,000	37,000	1,600
קופות הגמל של איפקס	17,000	8,000	200
סה"כ	105,000	45,000	1,800
שווי נכסים (מיליוני ש"ח)	5,237	1,534	590
אנליסט	26,000	12,000	260
אקסלנס	28,425	26,009	862

בשל התבססותה של קבוצת דש איפקס על קרנות השתלמות ועל שיעור גבוה יחסית של עמיתים שכירים, פוטנציאל הפגיעה בהיקפי ההפקדות עקב החלתו של תיקון 3, הינו, להערכת מידרוג, נמוך. דווקא עבור רוכשי הקרנות הבנקאיות מהווה החלת התיקון סיכון רב יותר עקב השיעור הגבוה העמיתים העצמאיים בקרבן.¹⁰ נציין כי החלת תיקון מקביל לתיקון 3 על שכירים הינה צעד התואם את המדיניות המוצהרת של משרד האוצר, בהעדפתו את המסלול הקצבתי על פני המסלול ההוני בכל הנוגע לחסכון לטווח ארוך, וכזה אשר מהווה סיכון ממשי על צבירות של כספים חדשים מחוץ למערכת. כמובן, אין בכך לפגוע ביכולת הקבוצה להמשיך ולהגדיל את היקפי נכסי הגמל המנוהלים על-ידה באמצעות העברת עמיתים קיימים מחברות מתחרות, כאשר המטרה הטבעית הינה הקופות הבנקאיות.

במקביל, מנצלת המערכת הבנקאית את השינויים בתקנות קופות הגמל בכדי להציע אלטרנטיבה בצורה של תוכניות חיסכון לטווח ארוך, אשר נועדו לתת מענה להורים המעוניינים לחסוך לילדיהם. לאחרונה החלו הבנקים לצאת במגוון תוכניות, אשר נבנו במתכונת דומה לקופות הגמל לטווח של 15 שנה, עם אפשרות להמשיך לבצע הפקדות 10 שנים נוספות. בדומה למתכונת בקופות גמל לפני השינוי בתקנות, בתום 15 שנה של חיסכון ניתן יהיה למשוך את הכספים שיופקדו בתכנית החיסכון.

לאחרונה שב ועלה לכותרות נושא הפגיעה בהטבות המס הגלומות בחסכון בקרנות ההשתלמות. בבדיקה שערך משרד האוצר, הוערכה הטבת המס השנתית בעידוד סך החיסכון לטווח ארוך בכ- 8 מיליארד ש"ח, מתוכם כ- 2 מיליארד ש"ח בגין קרנות ההשתלמות. מידרוג מעריכה בסיכוי נמוך את ביטולן המוחלט של ההטבות הגלומות בחסכון בקרנות השתלמות, אולם רואה בצמצום ההטבות כמהלך ריאלי בטווח הבינוני. **מהלך שכזה מהווה איום ישיר על ליבת העסקים של קבוצת דש איפקס.**

¹⁰ ממוצע העמיתים השכירים בכלל המערכת בקופות הגמל לתגמולים ואישית לפיצויים הינו כ- 37%. מאחר והגופים הפרטיים מתבססים על עמיתים שכירים, משמע, הקופות אשר מושכות את הממוצע כלפי מטה הינן הקופות הבנקאיות. אלו היו, נכון לסוף שנת 2005, כ- 70% משוק הגמל ואף למעלה מכך באפיק קופות הגמל לתגמולים ואישית לפיצויים- אפיק בו ממוצע שיעור העמיתים העצמאיים הינו כ- 63%.

תיקי העמיתים (כספים) הנזילים מהווים למעלה מ- 40% מסך נכסי הגמל המנוהלים בקבוצה, היקף המושפע ישירות מהיקף העברות כספי עמיתים מהקופות הבנקאיות לקופות דש ולקופות איפקס. יישום הרפורמה במס בשנת 2003 היטיב עם החוסכים בקופות הגמל לעומת החוסכים באפיקי השקעה חלופיים ובכך צמצם משמעותית את סיכון משיכת הכספים מקופות הגמל הנזילות.

ענף הגמל מאופיין בשיעור הולך ועולה של כספים נזילים, בעיקר בקופות הגמל לתגמולים ואישיות לפיצויים. נזילות גבוהה מאפשרת משיכתם של כספים והעברתם לאפיקי השקעה אלטרנטיביים בשוק ההון ללא תשלום מס. שיעור הכספים הנזילים בקופות של דש נמוך וקרוב לשיעור הכספים הנזילים בממוצע סך המערכת. בניגוד לכך, שיעור הכספים הנזילים בקופות הגמל של איפקס (היחסית צעירות) גבוה מהותית משיעור הכספים הנזילים בממוצע סך המערכת – נתון העשוי להעיד על משקל גבוה יחסית של העברות מקופות בנקאיות ותיקות בעלות שיעור כספים נזילים גבוה.

יישום הרפורמה במס בשנת 2003 היטיב עם החוסכים בקופות הגמל לעומת החוסכים באפיקי השקעה חלופיים ובכך צמצם משמעותית את סיכון משיכת הכספים מקופות הגמל הנזילות.

ב- 1.1.2003 נכנס לתוקפו תיקון מס' 132 לפקודת מס הכנסה, הוא חוק "הרפורמה במס", על-פיו מחויבים תושבי ישראל בתשלום מס הכנסה בגין רווחים הנובעים מפעילות בשוק ההון והכספים, דהיינו, הכנסות מריבית, ניכיון, דיבידנד ורווחי הון. ככלל, יצרה הרפורמה תמריץ שלילי למשיכת כספים מקופות גמל וקרנות השתלמות בקובעה כי כספים שהופקדו עד 1.1.2003 יהיו לעולם פטורים ממס רווח הון במשיכה כדין וכי כספים אשר הופקדו אחרי 1.1.2003, עד לתקרה ההפקדה המוטבת, יהיו אף הם פטורים ממס רווח הון במשיכה כדין.

עיקרי הרפורמה בנוגע למיסוי רווחי הון של כספים בקופות גמל לתגמולים קבעו כי הפקדות שבוצעו לאחר 1.1.2003 עד תקרת ההפקדה המוטבת, תהיינה פטורות ממס רווח הון, בהתקיים כל התנאים הבאים: משיכת הכספים תהא בגיל 67 (גבר) או 64 (אישה), ובלבד שחלפו 15 שנים ממועד ההפקדה הראשון בקופה (אם מועד ההפקדה הראשון בקופה היה לאחר שהעמית הגיע לגיל זה – הרווחים יהיו פטורים ממס אם חלפו 5 שנים לפחות ממועד ההפקדה הראשון בקופה).

כמו כן, נקבע כי מס רווח הון לא יחול על כספים (לרבות הרווחים הריאליים שנצברו בגינם מיום 1.1.2003 ואילך) שהופקדו בקופת גמל כלשהי לפני המועד הקובע (1.1.2003 לגבי "עמית שכיר" ו- 1.12.2002 לגבי "עמית עצמאי") בעת המשיכה ובתנאי שהמשיכה היא משיכה כדין.

עיקרי הרפורמה במס בנוגע למיסוי רווחי הון של כספים בקרנות השתלמות קבעו כי הפקדות שבוצעו לאחר 1.1.2003 עד תקרת ההפקדה המוטבת תהיינה פטורות ממס רווח הון במשיכה כדין (תום 6 שנות ותק או 3 שנים - במקרה של "עמית בוגר", מעל גיל 60).

בדומה לקביעה לגבי קופות גמל, נקבע לגבי קרנות השתלמות כי מס רווח הון לא יחול על כספים (לרבות הרווחים הריאליים שנצברו בגינם מיום 1/1/2003 ואילך) שהופקדו בקרן השתלמות כלשהי לפני המועד הקובע (1.1.2003 לגבי "עמית שכיר" ו- 1.12.2002 לגבי "עמית עצמאי") בעת המשיכה ובתנאי שהמשיכה היא משיכה כדין.

דש – 31.12.2005 (מ' ש"ח)	סה"כ	נזיל	% נזיל
תגמולים ואישית לפיצויים	1,817	773	42.5%
קרנות השתלמות	3,836	1,592	41.5%
איפקס – 31.12.2005 (מ' ש"ח)			
תגמולים ואישית לפיצויים	336	172	51.2%
קרנות השתלמות	816	381	46.7%
גופים פרטיים (נכון לשנת 2004) *			
תגמולים ואישית לפיצויים	N/A	N/A	45.5%
קרנות השתלמות	N/A	N/A	38.2% **
סך מערכת (נכון לשנת 2004) *			
תגמולים ואישית לפיצויים	143,47	72,742	50.7%
קרנות השתלמות	71,959	29,287	40.7%

* נתונים לשנת 2005 טרם התפרסמו.

** חישובי מידרוג.

התבססותה של דש גמל על משווקים חיצוניים יוצרת תלות במערך הפועל ללא הסכמי בלעדיות ופוגעת בשיעורי הרווחיות. האחיזה בשני המותגים דש גמל ואיפקס גמל, אשר הינם מותגים מתחרים, מעלה את הסתברות הזכייה במכרזים לניהול נכסי גמל אליהם נגשים שני הגופים. בעקבות רפורמת בכר, עוברת התחרות בענף הגמל לסניפי הבנקים שהופכים להיות מגה משווקים במעמד של יועצים פנסיוניים

גיוס לקוחות לקבוצה מתבצע באמצעות שני מערכים: מערך של משווקים עובדי הקבוצה (כ- 15 בדש וכ- 10 באיפקס) ומערך של משווקים חיצוניים, בעיקר סוכני ביטוח (כ- 260 במספר). בעוד שדש בססה לאורך השנים את מערך השיווק שלה, משקולי מבנה הוצאות, על סוכני הביטוח, איפקס הסתמכה על עובדיה הפנימיים.¹¹ לאחרונה החלה דש בעיבוי המערך הפנימי של עובדי השיווק, כאשר בנוסף לחברה הסכמי הפצה עם מנהלי הסדר עצמאיים וכאלו הקשורים לחברות הביטוח.¹²

היתרון בהסתמכות על סוכני הביטוח כמשווקים בא לידי ביטוי בחשיפה נרחבת ללקוחות פוטנציאליים ובמבנה הוצאות גמיש. החיסרון בא לידי ביטוי בהעדר בלעדיות מול המשווקים ובשיעור רווחיות נמוך, באשר העמלה למשווק מגיעה בממוצע לכ- 40% מדמי הניהול ומשולמת כל עוד כספי הלקוחות שגויסו מנוהלים בדש גמל.

בעקבות רכישת נכסי גמל ע"י חברות ביטוח, עלה החשש כי סוכני הביטוח יחלו לפעול באופן מפלה אשר יפגע בחברות כגון דש גמל. מידרוג מכירה בסיכון זה אולם מעריכה אותו כנמוך בשל מעבר התחרות לסניפי הבנקים ובשל הסיכון המשפטי הנוטל על עצמו סוכן הפועל כאשר טובת הלקוח אינה לנגד עיניו.

במכרזים שעורכים ארגונים לניהול נכסי גמל של עובדיהם, נהנית הקבוצה מאחיזתה בשני מותגים – אחיזה המגדילה את הסתברות שלקבוצה יהיה נציג זוכה במכרז. נדגיש, כי רמי שלום, מנכ"ל איפקס גמל, מחזיק ב- 45% מהון מניות החברה. מנקודת ראייתו דש גמל הינה מתחרה ככל יתר המתחרים וארגון אשר עורך מכרז רואה לנגד עיניו שני גופים נפרדים, וזאת למרות שהשליטה (העקיפה) הן בדש גמל והן באיפקס גמל מצויה בידי גוף אחד, קרי, דש איפקס הולדינגס.

בעקבות רפורמת בכר, הופכים הבנקים להיות מגה משווקים של מוצרי גמל ופנסיה בעלי מעמד של יועצים פנסיוניים והתחרות עוברת לתוך הסניפים. לאחרונה מנהלות דש גמל ואיפקס גמל, בדומה למרבית הגופים הפרטיים המתחרים, משא ומתן לחתימה על הסכמי הפצה עם הבנקים. בהתאם למסתמן בהסכמי הפצה אלו יהיה הבנק רשאי לגבות דמי הפצה בשיעור מקסימאלי של 0.25% לשנה, וזאת על כספי עמיתים שהפיץ הבנק החל מה- 1.1.2006. ביחס לכספים שנצברו עד ליום 31.12.2005 בקופות הגמל של דש ואיפקס, רשאי יועץ הבנק לגבות עמלה בשיעור מקסימאלי של 0.1% לשנה.

¹¹ בתחילת שנת 2004 חתמה איפקס גמל על הסכם הפצה עם בנק הפועלים, אולם עד לסוף פברואר 2006 הפיץ הבנק מוצרי גמל של איפקס בהיקף לא מהותי.

¹² "מנהל ההסדר פנסיוני" מרכז את הפעילות הפנסיונית בארגונים ובחברות ע"י ריכוז הפעילות מול כלל הגופים הפעילים בתחום הפנסיוני. תפקיד מנהל ההסדר הוא להעניק לארגון את שירותים כגון: ייעוץ אישי, גביה, בקורות ודיווחים, וטיפול כולל במערך התנאים הסוציאליים.

דש גמל בולטת לאורך שנים בביצועי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות אשר בניהולה והיא נחשבת לאחת מחברות הניהול הפרטיות המובילות בענף הגמל בישראל

דש גמל מתברגת לאורך שנים בצמרת התשואות בענף הגמל. עד לפני שלוש שנים נוהלה פעילות הגמל של דש על ידי אחד ממנהלי ההשקעות הבולטים של שוק ההון - דב ילין. עזיבתו של ילין יצרה חששות, אולם דש הצליחה לשמור על הישגיה גם בלעדיו. נדגיש, כי עוד בשנת 2004 היוו הגופים הפרטיים כ- 3% בלבד מענף הגמל כך שמרבית בתי ההשקעות הפרטיים ניהלו נכסי גמל בהיקף של עשרות מיליוני ש"ח בודדים. באותה עת, ניהלו קופות הגמל הבנקאיות עשרות מיליארדי ש"ח, כך שהשוואת התשואות בשנים 1996-2003 עושה חטא עם הקופות הבנקאיות. השנים 2004 ו- 2005 מהוות אינדיקציה טובה יותר לצורך השוואה בין הגופים הפרטיים לתאגידים הבנקאיים, אם כי יש לזכור ששני שערוכי התשואות החד-פעמיים בשנת 2005 הטיבו יותר עם הקופות הבנקאיות מאשר עם הקופות הפרטיות.

תשואות נומינליות, ברוטו, 1996-2005

	דש גמל	איפקס גמל	אנליסט	אקסלנס	תמר	גדיש
1996	22.7%		15.4%		12.1%	13.4%
1997	22.0%		19.6%		17.5%	17.6%
1998	15.9%		8.2%		9.7%	10.2%
1999	24.8%		21.6%		14.0%	16.9%
2000	7.1%		3.6%		2.8%	3.4%
2001	8.5%		12.9%	16.8%	7.7%	6.8%
2002	1.4%	8.0%	-0.3%	-1.3%	0.1%	-1.6%
2003	24.7%	23.0%	25.2%	24.8%	16.2%	16.9%
2004	10.8%	11.9%	10.9%	11.6%	10.1%	9.5%
2005	13.6%	12.5%	14.3%	16.2%	14.7%	13.7%

מקור: נתוני גמל נט.
* בתכלת, שנה ראשונה לפעילות.

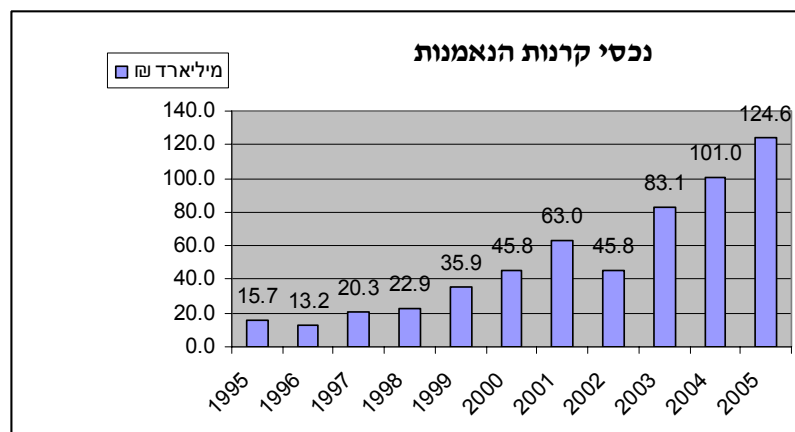
ביצועי קופות הגמל 2001-2005 (מקור: Wisser Finance)

שם הקופה	תשואה נומינלית, נטו, ממוצעת	דירוג יחס תשואה לסיכון
אקסלנס תגמולים	11.18%	3
אנליסט כללי	10.55%	5
דש גמל	10.28%	2
סולומון חרמון	10.00%	10
מנורה ביטוח	9.28%	8
יהבית	9.09%	6
תמר (דיסקונט)	8.85%	4
בנק אוצר החייל הביטחון	8.75%	1
עצמה (לאומי)	8.50%	14
ממוצע ענף קופות הגמל	8.14%	-
גדיש (הפועלים)	8.04%	11
מגרחי עתיד	8.03%	7
כלל תגמולים	7.79%	9
קרן השפע (בינ"ל)	7.46%	18

מכיוון שאיפקס גמל החלה את פעילותה בשנת 2002 ורק בשנת 2005 עבר היקף הנכסים תחת ניהולה את רף ה- 1 מיליארד ש"ח, אין אפשרות אמיתית לשפוט את הישגיה. עם זאת, ראוי לציין כי רמי שלום, מנכ"ל איפקס גמל, הינו בין מנהלי ההשקעות המוערכים בישראל וזאת בשל הצלחותיו לאורך שנים - תחילה, בניהול נכסי הגמל של קפיטל, ובארבע השנים האחרונות, בניהול נכסי הגמל של איפקס.

שירותי ניהול תיקי השקעות וקרנות נאמנות (נתח של כ- 1.5% בענף קרנות הנאמנות)

הגידול בנכסי הציבור, הגידול במורכבותם של המכשירים הפיננסיים הנסחרים והגידול בכמות המידע הנגיש והרלוונטי לצורך השקעות, הגדילו את הצורך בהתמחות בתחום זה. על כן, חלק גדול יותר מהמשקיעים מעדיפים להעביר את נכסיהם הפיננסיים לניהול בידי מנהלי תיקים או באמצעות קרנות נאמנות. היקפי הנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות מושפעים הן מכניסת כספים, נטו, למערכת והן מהתשואה על כספים שהושקעו בעבר. בשנים האחרונות הוחל במיסוי השקעות הפרטים בבורסה ובכלל זה השקעות בקרנות נאמנות – שינויים הגורמים לשינוי בניתוב ההשקעות בין אפיקי ההשקעות השונים. שינויים בשיעורי המס על הבורסה, גובה הריבית והמצב הכלכלי של המשק משפיעים רבות על החלטות הציבור לרכוש או למכור יחידות השתתפות בקרנות וכיצד לנתב את הכספים בין האפיקים השונים של קרנות הנאמנות.



מקור: הלמ"ס

החל בשנת 2005 גדל באופן משמעותי חלקם של הברוקרים הפרטיים בענף קרנות הנאמנות, זאת על חשבון ירידת חלקם של הגופים הבנקאיים. נכון לתחילת שנת 2006, הסתכם נתח השוק של הברוקרים הפרטיים בכ- 20%.¹³ כמו כן, חל גידול בהיקפי הגיוסים של קרנות נאמנות המשקיעות בחו"ל, בין היתר לאור השוואת שיעורי המס על השקעות בארץ ובחו"ל. הגידול בהיצע ניירות הערך מעצים את הצורך בניהול השקעות מקצועי וענף קרנות הנאמנות, אשר משנה את פניו בעקבות רפורמת בכר, הולך להתבסס על שני יסודות עיקריים: מומחיות והפצה.

מאז שהחל גל מכירת קרנות הנאמנות הבנקאיות, בסוף אוקטובר 2005, איבדו חמש קרנות הבנקים הגדולות כ- 11.1 מיליארד שקל. המשך מגמת יציאת כספים נובע מיציאה כללית של כספים מהקרנות הסולידיות. מגמה זו צפויה, על-פי ההערכות, להמשיך בטווח הקצר בשל מגמת העלאות הריבית בעולם ובישראל. גורם חשוב נוסף קשור ליועצים בבנקים, אשר עם מכירת הקרנות חדלו משמירה קפדנית על הכספים בקרנות אלה.

נכסי קרנות הנאמנות לפי חברה מנהלת, דצמבר 2005 (לפני העברת הנכסים מהבנקים), במיליארדי ש"ח					
גדולות (בנקים)		בינוניות (בעיקר פרטיות)		קטנות (בעיקר פרטיות)	
פסגות לאומי	19.4	מיטב	3.9	אקסלנס נשואה	1.4
להק	19.2	אי.בי.אי	3.6	מגדל	1.4
פועלים	19.2	אפיקים	3.0	אפסילון	1.3
לאומי פיא	16.1	אנליסט	2.8	יהב	1.3
אילנות דיסקונט	14.5	אלטשולר	1.9	איפקס	1.2
עמדה	5.9	כלל פיננסיים	1.7	אחרים	0.8
דקלה	4.4				

¹³ מכירת קרנות הנאמנות הבנקאיות לא השפיעו על נתח השוק של הגופים הפרטיים משום שהגופים הרוכשים, עד כה, היו בעיקר חברות הביטוח ומשקיעים זרים (סולומון-מרקסטון, יורק).

ענף קרנות הנאמנות הינו ענף תנודתי המושפע ישירות ממצב המשק וממגמות שוק ההון. בולטת במיוחד התנודתיות בקרנות השקליות להן רגישות גבוהה לשינויים בשער הריבית

רגישות ענף קרנות הנאמנות למגמות בשוק ההון הינה גבוהה. לאורך השנים האחרונות, ניכרת התנודתיות הן ברמת סך הקרנות והן ברמת אפיקי ההשקעה הבודדים. תחום ניהול תיקי השקעות הינו, מעצם טבעו, פחות תנודתי, אולם הרווחיות בו נמוכה משמעותית מהרווחיות שבניהול קרנות נאמנות. חברות ניהול רבות מפנות נתח משמעותי מהתיקים המנוהלים להשקעה בקרנות הנאמנות שלהן. בחירה זו מצמצמת את הנטל האדמיניסטרטיבי של מנהלי ההשקעות ומפנה את זמנם לניתוח השקעות.

יצירות (פדיונות) בקרנות הנאמנות (מיליוני ש"ח)

סוג הקרנות	2005	2004	2003	2002	2001	2000
גמישות	182	716	185	(298)	(306)	(8)
מניות בישראל	(1,677)	1,311	2,220	(1,277)	(369)	1,710
אג"ח מדינה	7,052	2,559	1,303	(1,467)	2,396	(286)
אג"ח כללי	15,847	6,031	1,958	(2,575)	2,964	(327)
מט"ח מקומי	96	(1,188)	537	(423)	3,247	(605)
חו"ל	4,153	2,461	2,718	2,760	2,120	350
מעורבות	170	320	30	(147)	(149)	7
שקליות וכספים	(10,024)	1,460	21,907	(12,335)	5,730	9,750
סה"כ	15,799	13,670	30,858	(15,762)	15,633	10,591

מקור: מיטב

הקבוצה מנהלת כ- 6 מיליארד ש"ח במגזר החיסכון השוטף, מתוכם כ- 4.2 מיליארד ש"ח בתיקים בניהול ישיר וכ- 1.8 מיליארד ש"ח בקרנות נאמנות. ככלל, לקבוצה נתח שוק של כ- 1.5% בענף קרנות הנאמנות, והיא טרם בססה מוניטין ונוכחות משמעותיים בענף זה

השיעור הגבוה של תיקי לקוחות המנוהל בניהול ישיר הינו תוצאה ישירה של השיעור הגבוה של כספי גופים מוסדיים מסך כספי לקוחות המנוהלים בדש. בהתאם לשיעור דמי הניהול הנגבים מהגופים המוסדיים פוטנציאל הרווחיות של הקבוצה מהיקפי הנכסים המנוהלים בניהול ישיר נמוך.

באופן אבסולוטי ובהשוואה למתחרים, אחוז גבוה (כ- 77%) מהתיקים המנוהלים מנוהל ישירות ולא דרך הקרנות – נתון המשפיע לרעה על רווחיות הקבוצה. שיעור תיקי הלקוחות המושקעים בקרנות הנאמנות מסך נכסי הקרנות שבניהול הקבוצה גבוה (כ- 70%) – נתון המעיד, להערכת מידרוג, על מיצוב לא-איתן בקרב הציבור ויועצי השקעות בבנקים.

היקפי נכסים מנוהלים בתיקי לקוחות וקרנות נאמנות (באלפי ש"ח)

דש איפקס (פרופורמה)	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003
סה"כ תיקי השקעות	5,464,550	4,042,400	3,157,320
מזה: תיקים בניהול ישיר	4,224,650	3,242,065	2,518,095
שיעור תיקים בניהול ישיר	77%	80%	80%
מזה: תיקי קרנות	1,239,900	800,335	639,225
שיעור תיקי קרנות	23%	20%	20%
סה"כ קרנות נאמנות	1,789,742	1,334,094	867,000
מזה: בגין תיקים מנוהלים	1,239,900	800,335	639,225
שיעור בגין תיקים מנוהלים	69%	60%	74%
מזה: קרנות שלא בתיקי קרנות	549,842	533,759	227,775
שיעור בגין תיקים לא מנוהלים	31%	40%	26%

31.12.2005	אנליסט (במיליוני ש"ח)
2,660	סה"כ תיקי השקעות
1,150	מזה: תיקים בניהול ישיר
43%	שיעור תיקים בניהול ישיר
1,510	מזה: תיקי קרנות
57%	שיעור תיקי קרנות
2,900	סה"כ קרנות נאמנות
1,510	מזה: בגין תיקים מנוהלים
52%	שיעור בגין תיקים מנוהלים
1,390	מזה: קרנות שלא בתיקי קרנות
48%	שיעור בגין תיקים לא מנוהלים

31.12.2005	אקסלנס (במיליוני ש"ח)
2,800	סה"כ תיקי השקעות
2,315	מזה: תיקים בניהול ישיר
83%	שיעור תיקים בניהול ישיר
485	מזה: תיקי קרנות
17%	שיעור תיקי קרנות
1,343	סה"כ קרנות נאמנות
485	מזה: בגין תיקים מנוהלים
61%	שיעור בגין תיקים מנוהלים
858	מזה: קרנות שלא בתיקי קרנות
39%	שיעור בגין תיקים לא מנוהלים

פירוט תיקי לקוחות המנוהלים הן בניהול ישיר והן באמצעות קרנות נאמנות, ע"פ גודל תיק מנוהל:

31.12.2005		30.4.2006		דש איפקס
שווי כספי באלפי ש"ח	מס' תיקים	שווי כספי באלפי ש"ח	מס' תיקים	היקף תיק
421,417	1,753	426,048	1,828	עד 500 אלף ₪
1,162,611	1,007	1,225,580	1,034	מ- 500 עד 5 מיליון ש"ח
733,729	73	736,715	70	מ- 5 עד 20 מיליון ש"ח
3,120,661	41	3,442,075	40	מ- 20 מיליון ש"ח ומעלה
5,438,418	2,874	5,830,418	2,972	סה"כ *

* קיים פער לא מהותי בין סך התיקים המנוהלים כמפורט בטבלה לעיל לבין הסה"כ המפורט בטבלת "היקפי נכסים מנוהלים בתיקי לקוחות וקרנות נאמנות" פירוט תיקי לקוחות מנוהלים ע"פ גודל תיק מנוהל ". הפער נובע משימוש במערכת הדנאל, מצד אחד, ובנתונים מהמערכת הבנקאית, בה חלק מהשערוכים (בפרט של מניות זרים) נעשה ב- delay.

שירותי ניהול וחיתום הנפקות (בעיקר באמצעות איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה)

ענף החיתום וניהול ההנפקות נמצא בצמיחה בעקבות ההתאוששות במשק הישראלי, סביבת הריבית הנמוכה ומגמות חיוביות בתחום המימון החוץ-בנקאי. הענף מאופיין בתנודתיות רבה הנגזרת ממצב שוקי ההון בישראל ובעולם

ענף החיתום וניהול ההנפקות מאופיין בתנודתיות רבה, באשר הוא מושפע באופן בולט ממגמות בפעילות הריאליות במשק הישראלי, מהיקף הפעילות בשוק המשני, קרי המסחר בבורסה, וממגמות בשוק המימון החוץ-בנקאי.

לאחר שנתיים של האטה בשוק הראשוני, נרשמה במחצית השנייה של שנת 2003 התחלת התאוששות בשוק ההנפקות, מגמה אשר נמשכה בשנים 2004-2005. התגברות הפעילות בשוק זה באה לידי ביטוי הן בהנפקות ציבוריות והן בהקצאות פרטיות.

בהמשך לגיוסים המאסיביים שאפיינו את שנת 2004, גויס בשנת 2005 בהנפקות ובהקצאות סך של כ- 60 מיליארד ש"ח,¹⁴ מתוך זה כ- 13.1 מיליארד ש"ח גויס בהנפקת מניות וני"ע המירים (כ- 8.5 מיליארד ש"ח גויסו ב- 99 הנפקות וכ- 4.6 מיליארד ש"ח גויסו ב- 96 הקצאות פרטיות). הנפקות והקצאות של אג"ח קונצרני הסתכמו בכ- 46 מיליארד ש"ח, כולל כ- 18 מיליארד בהנפקת אג"ח מוסדיים.

מגמות אלו באות לידי ביטוי בגידול מתמשך בהיקפי הפעילות של דש איפקס בשוק ניהול וחיתום ההנפקות, כאשר בשנת 2005 הייתה איפקס חיתום מעורבת ב- 50 הנפקות ציבוריות, מתוכן 41 הנפקות כמנהל קונסורציום החתמים.

גיוס הון בהנפקות ישירות לפי סוגי ני"ע, 1992-2005 מ' ש"ח, מחירי דצמבר 2005

סך"כ מניות והמירים *	סך"כ אג"ח – הנפקות והקצאות	אג"ח מוסדיים **	סך"כ אג"ח
2005	14,580	27,573	45,765
2004	16,761	9,995	20,716
2003	3,416	5,135	11,909
2002	5,845	4,902	6,759
2001	6,052	2,906	3,245
2000	14,859	302	302
1999	6,886	1,763	1,763
1998	9,335	2,707	2,707
1997	9,217	1,521	1,521
1996	3,298	62	62
1995	3,311	0	0
1994	9,156	36	36
1993	16,336	874	874
1992	9,568	782	782

מקור: אתר הבורסה לני"ע, <http://www.tase.co.il/portal/pdf/pdf-m/11.pdf>

* הנתונים כוללים גם גיוס הון מניות בחו"ל ומימושי אופציות אך אינם כוללים גיוסי הון ע"י הנפקת תעודות סל.
** כולל אג"ח לא סחיר למוסדיים והחל ממאי 2004 אג"ח סחיר עם השקת המסחר ב"רצף מוסדיים".

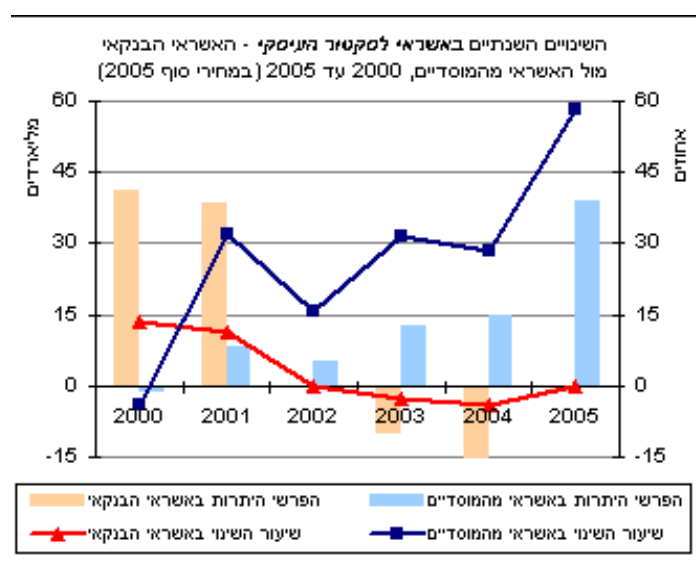
¹⁴ לא כולל סך של כ- 16.5 מיליארד ש"ח שגויס ב- 29 הנפקות של תעודות סל.

מדיניות אשראי מצמצמת שנקטה ע"י הבנקים בשנים 2001-2003, כמו גם הוראות המפקח בנוגע למגבלת קבוצת לוויים, תרמו להאצת תהליך כללי של החלפת אשראי בנקאי במקורות מימון חוץ בנקאיים

שוק אגרות החוב הלא-ממשלתיות התאפיין בשנת 2005 בהנפקות רבות וגדולות - תוצאה של מפגש בין חברות אשר היו מעוניינות לגייס חוב בשערי הריבית הנוחים, לבין הביקושים הגדולים לאג"ח מצד המשקיעים המוסדיים. הצמצום החד בגיוס ההון הממשלתי¹⁵ ושיעור הריבית הנמוך במשק אפשרו לחברות לגייס חוב בהיקף חסר תקדים של כ- 45 מיליארד ש"ח באמצעות אגרות חוב, מרביתן צמודות למדד.

החרפת האיום התחרותי (contestability) על האשראי הבנקאי מצד גופי מימון חוץ בנקאיים בשנתיים האחרונות הינה תוצאה של מספר גורמים:

1. ירידה חדה בהיקף ובתמהיל הנפקות של המגזר הציבורי, הן מפני ירידה חדה בגירעון הממשלתי והן מפני העדפת הממשלה להנפיק אג"ח בחו"ל.
2. גידול של היצע ההנפקות בעקבות שיפור חד ברווחיות החברות הציבוריות לצד ירידה בפרמיית הסיכון שלהן.
3. יישום הוראות המפקח על הבנקים בנוגע למגבלות על קבוצת לוויים צמצמה מאוד את היקף האשראי הפוטנציאלי שמערכת הבנקאות יכולה לספק ללוויים הגדולים במשק. הערכות הלוויים והבנקים הביאה לפירעון אשראי בנקאי ולהחלפתו בהנפקת אג"ח לציבור.
4. מדיניות אשראי מצמצמת אשר יושמה ע"י הבנקים תרמה להחלפת חברות רבות לגוון את מקורות המימון ע"י פנייה לשוק ההון, וזאת בכדי להפחית את תלותן במערכת הבנקאית. ע"פ נתוני בנק ישראל, קצב הגידול באשראי לסקטור העסקי עמד ב-2005 על כ-9% - גבוה במידה ניכרת מקצבי הגידול שנרשמו באשראי זה בשלוש השנים הקודמות - 0%-3%, וגבוה גם מקצב צמיחת התוצר העסקי ב-2005 (6.7%). הגידול באשראי לסקטור העסקי ב-2005, כמו בשלוש השנים הקודמות, נבע ממקורות חוץ-בנקאיים, בעוד האשראי הבנקאי, שהלך והתכווץ בשנים אלו, נותר בשנת 2005 ללא שינוי. כתוצאה מכך נמשכה מגמת הירידה בחלקם של הבנקים באשראי החדש לסקטור העסקי, שהגיע בסוף 2005 לכ-62% בלבד, לעומת כ-77% בסוף שנת 2000. כמעט כל תוספת המקורות החוץ-בנקאיים לסקטור העסקי הגיעה השנה מהמשקיעים המוסדיים, על כל סוגיהם: קרנות הפנסיה, חברות הביטוח וקופות הגמל. ההערכה היא כי משקל האשראי החוץ-בנקאי בסך מצבת האשראי למגזר העסקי הוכפל והגיע בשלוש השנים האחרונות לכ-20%.



¹⁵ גיוס ההון הממשלתי בשנת 2005 הסתכם בכ- 5.4 מיליארד ש"ח, נטו, ירידה של כ- 70% בהשוואה לגיוס ההון הממשלתי בשנת 2004.

ענף ניהול וחיתום ההנפקות הינו ענף תחרותי הנשלט ע"י פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ מקבוצת הפועלים. עם זאת, איפקס חיתום ממוקמת בין 5 חברות החיתום המובילות בישראל

ענף ההנפקות בישראל הינו ענף קטן יחסית ומתחרים בו כ- 12-15 מנהלי הנפקות ועוד מספר עשרות חתמים קטנים הנוטלים חלק בחיתום להנפקות אך לא בניהולן. חלק ממתחרי איפקס חיתום הינם חברות חיתום בשליטת בנקים וחברות ביטוח וחלק קשור לחברי בורסה אחרים ולמנהלי תיקי השקעות פרטיים. בשל היקפו של הענף, מרבית הפעילים נגישים למרבית הלקוחות הפוטנציאליים והתחרות ניטשת לגבי כל עסקה ועסקה. בשנים האחרונות, עקב התחרות העזה בענף חלה ירידה בשיעורי העמלות הנגבות וברווחיות לעסקה. ככלל, ככל שהיקף העסקאות בשוק הראשוני קטן, עקב הצטמצמות המסחר וירידות שיערים בשוק המשני, כך גדלה התחרות על כל עסקה ורווחיות בגינה קטנה, וההיפך.

הכנסות חברות החיתום המובילות בשנת 2005

חברת החיתום	הכנסות (אלפי ש"ח)
פועלים אי.בי.אי	86,047
כלל פיננסים חיתום	50,519
איפקס חיתום וניהול הנפקות *	47,646
לידר הנפקות (1993)	43,915
לאומי ושות' חיתום **	43,000

* מתוך זה: כ- 3.1 מיליון ש"ח הכנסה משנת 2004 אשר נרשמה בשנת 2005 כתוצאה ממגבלות חשבונאיות של הכרה בהכנסה. כולל הכנסות מוטבים חיתום בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה של איפקס השקעות בע"מ, בסך כ- 9 מיליון ש"ח.

** ע"פ הנחות: רווח של 30 מיליון ש"ח, בהתאם לפרסומים בעיתונות, ושיעור רווחיות של 70%.

בפברואר 2004, הודיע הממונה על ההגבלים העסקיים, כי על-פי בדיקותיו, קיימים בשוק שני שחקנים גדולים (פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ מקבוצת הפועלים ולאומי ושות' חיתום בע"מ מקבוצת הלאומי) אשר נתח השוק של כל אחד מהם חוצה את רף ה- 24% מסך ההנפקות שנוהלו בשנים 2002 ו- 2003. בהתאם לקביעה זו ולמכתב עמדה, שאף הוא פורסם בפברואר 2004, נאסר על פועלים אי.בי.אי ועל לאומי ושות' לחבור בניהול הנפקות.

בנוסף לפועלים אי.בי.אי וללאומי ושות' חיתום, קיימים בענף ניהול וחיתום ההנפקות שלשה מנהלי הנפקות אשר חלקם בענף, להערכת מידרוג, עולה על 10%. שחקנים אלו הינם כלל פיננסים חיתום בע"מ, איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ ולידר הנפקות (1993) בע"מ.

נתוני ענף ההנפקות 2005

שם החתם	מספר ההנפקות שהשתתף בניהול השנה	אחוז מסך ההנפקות	סך ההנפקות שניהל ב-			
			רבעון ראשון	רבעון שני	רבעון שלישי	רבעון רביעי
פועלים אי.בי.אי	46	48%	6	21	8	11
כלל פיננסים	32	34%	5	19	4	4
איפקס	28	29%	3	12	5	8
לידר	25	26%	6	12	4	3
לאומי ושות'	23	24%	4	5	9	5
אלטשולר שחם	22	23%	1	11	4	6
הראל	15	16%	0	7	5	3
אקסלנס נשואה	13	14%	2	3	5	3
רוסאריו קפיטל	11	12%	0	5	1	5
הבינלאומי הראשון ושות'	9	9%	1	3	2	3
תמיר פישמן	6	6%	1	1	3	1
סולומון	6	6%	0	0	3	3
גמול סהר	6	6%	1	3	1	1
מזרחי שוקי הון	4	4%	2	1	0	1
דיסקונט	4	4%	1	1	1	1
מיטב	3	3%	1	0	1	1
אומגה פרטנרס	2	2%	0	2	0	0
אפסילון	1	1%	0	1	0	0
פ.ר. חקר שוקי הון	1	1%	0	1	0	0
די איי אם ניהול סיכונים	1	1%	0	0	0	1

מקור: תמיר פישמן, ענף החיתום- דוח סיכום שנת 2005

איפקס חיתום נהנית מצוות מיומן בעל ניסיון רב בענף החיתום, עובדה הבאה לידי ביטוי במיקומה של החברה בין 5 חברות החיתום המובילות בישראל

בשנתיים האחרונות הצליחה איפקס חיתום לבסס את מעמדה כאחת מחברות החיתום המובילות בישראל. בראש מערך החיתום עומד אהרון סמרה, המביא עימו ניסיון רב מתפקידיו הקודמים כסמנכ"ל הנפקות בפועלים אי.בי.אי וכמנהל מחלקת החיתום בפועלים שוקי הון. עם זאת, החברה טרם הצליחה לבסס את מעמדה בקרב החברות המובילות בישראל.

פוטנציאל השפעה חיובית על היקפי פעילות איפקס חיתום באם תאומצנה המלצות ועדת בכר לגבי תחום החיתום- המלצות המגבילות את יכולת חברות החיתום הבנקאיות לשמש חתמים מתמחרים

באפריל 2004 מינה שר האוצר את ועדת בכר על מנת שתמליץ על הפעולות הדרושות בכדי לבסס מבנה תחרותי בשוקי ההון והכספים בישראל. בדוח הועדה, אשר פורסם בספטמבר 2004, נכללו המלצות בנוגע לפעילויות שונות בשוק ההון, בין היתר, בנוגע לחיתום ולייעוץ השקעות.

בין השאר, המליצה הוועדה כי חתם לא ישמש "חתם מתמחר" בהצעה לציבור של ני"ע, אם לגבי יתרת חובם המצטברת של המנפיק או המציע וגופים הנשלטים בידיהם, לחתם, לשולטים בו ולנשלטים בידיהם, מתקיימים שני התנאים הבאים:

1. היתרה עולה על 5 מיליוני ש"ח, וגם –
 2. היתרה מהווה למעלה מ- 10% מסך התחייבויות הפיננסיות של המנפיק או המציע וגופים הנשלטים בידיהם, כפי שהן מוצגות בדוחותיו הכספיים.
- נכון למועד עבודת הדירוג טרם עוגנו בחקיקה המלצות ועדת בכר בנוגע לתחום החיתום, אולם אימוצן עשוי להטיל מגבלות מהותיות על פעילות פועלים אי.בי.אי. – ניהול וחיתום בע"מ מקבוצת הפועלים ולאומי ושות' חיתום בע"מ מקבוצת הלאומי.
- יש לציין כי טיטוט תיקון לתקנות החיתום, שמקורה לפני פרסום דוח ועדת בכר, כללה המלצה להטלת מגבלות על חתמים בהנפקות של חברות מקבוצת החתם. בשנת 2005 הסתכמו הכנסות מצדדים קשורים במגזר החיתום בכ- 5 מיליון ש"ח- כ- 11% מסך הכנסות המגזר. לפיכך, ליישום ההמלצה עלולה להיות השפעה שלילית על תוצאות איפקס חיתום, כמו גם על תוצאות לידר הנפקות (מקבוצת שרם-פודים-קלנר). פגיעה קשה מזו צפויה להיות נחלתה של כלל פיננסים חיתום, לה פעילות הנפקות ענפה מול גופים קשורים, כך שהחלת המגבלה עשויה אף להיטיב עם איפקס חיתום ועם לידר הנפקות.

קיצור זמן בין יום ההתחייבות החיתומית ליום המכרז לציבור יצמצם את הסיכון החיתומי של החתם

נכון למועד עבודת הדירוג, המועד להגשת הזמנות הציבור לרכישת ניירות הערך המוצעים בתשקיף, ע"פ תקנות ניירות ערך, יתחיל לא לפני 5 ימי עסקים מיום פרסומו של התשקיף. עד הגיע המועד האמור, תקפה התחייבותו של החתם לרכוש את ניירות הערך המוצעים למכירה בתשקיף באם לא ירכשו ע"י הציבור. לפיכך, תנודות בשוק ההון ואירועים מדיניים, ביטחוניים, פוליטיים או אחרים שעשויים להתרחש באותו פרק זמן עלולים להשפיע לרעה על היענותו של הציבור להנפקה ולהגדיל את הסיכוי למימוש ההתחייבות החיתומית של החתם המנהל.

באוגוסט 2004 התקבל בקריאה שלישית בכנסת תיקון מספר 24 לחוק ני"ע, שעיקרו שינוי שיטת החיתום להנפקת ניירות ערך בישראל ("חוק החיתום"). חוק החיתום, במתכונתו החדשה, יאפשר, בין היתר, השגת הזמנות לניירות ערך שיוצעו בתשקיף לפני קבלת ההיתר לפרסומו. בכך תקוצר באופן משמעותי תקופת החשיפה של חתם לתנודות בשוק ההון שעלולות להתרחש מיום מתן ההתחייבות החיתומית ועד ליום מכירת ניירות הערך לציבור.

הקלת תהליך גיוס ההון של חברות עם יישום מנגנון תשקיפי מדף

על מנת להתגבר על בעיית העלויות ועל פערי הזמן, נכנסו לתוקף בנובמבר 2005 הוראות תיקון מס' 25 לחוק ניירות ערך ותקנות שהותקנו מכוחו אשר על פיו ניתן לבצע מספר הנפקות ע"פ תשקיף אחד. תשקיף זה המכונה "תשקיף מדף", וייחודו בכך שהוא מפורסם אחת לתקופה מסוימת, ובמהלך 24 חודשים מיום פרסומו הוא "פתוח" לצורך ביצוע מספר הנפקות, אשר ביצוע כל אחת מהן נעשה שעות ספורות לאחר המועד בו קיבלה החברה החלטה על ביצוע. מנגנון זה יאפשר גיוס הון ביתר קלות, הואיל והחברות לא יידרשו לפרסם תשקיף חדש בעת הגיוס בתקופת תשקיף המדף, ועל כן ההערכה היא כי תהיה לכך השפעה חיובית על פעילות החברה.

סיכון ההתחייבות החיתומית לאיפקס חיתום בהנפקות לציבור, בהן משמשת היא בתפקיד מנהל הקונסורציום (או חלק מקבוצת המנהלים), נמוך ופוטנציאל ההפסד, אף הוא, נמוך ביותר

בהנפקה ני"ע לציבור המובטחת בחיתום, מתחייבים החתמים, באופן חלקי או מלא, לרכוש את ניירות הערך שלא הוזמנו ע"י הציבור ובכך להבטיח לתאגיד המנפיק גיוס של כספים אותם ביקש לגייס. התאגיד ממנה מנהל קונסורציום חתמים, אחד או יותר, המלווה את הליכי הכנת התשקיף, מנהל את מסע השיווק ומקבץ מספר חתמים לקונסורציום החותם על התשקיף ומבטיח את רכישת ני"ע המוצעים בו. עיסוקה העיקרי של איפקס חיתום הוא בניהול קונסורציום חתמים כאמור. במרבית ההנפקות הציבוריות מקובל לקיים מכרז מוקדם למשקיעים מוסדיים המתחייבים, תמורת עמלה, עוד טרם פרסום התשקיף, להזמין ניירות ערך במסגרת המכרז לציבור בהיקף שלא יעלה על 80% מכמות ניירות הערך המוצעת לציבור. בדרך"כ מובטחת הזמנתם של כ- 70%-80% מהיקף הגיוס במכרז המוסדי, כאשר במצב בו החתמים המנהלים אינם מצליחים להבטיח לפחות 70% מהיקף הגיוס במכרז המוסדי, סביר להניח כי ההנפקה תבוטל. באם רף זה הושג, אזי המחויבות להבטחת גיוס יתרת הסכום (20%-30%) מתחלקת בין מנהלי הקונסורציום וחתמי המשנה,¹⁶ כך שמתקבל פיזור המצמצם משמעותית את סיכון ההתחייבות החיתומית אליו חשופים החתמים המנהלים. בהתחשב בעמלות ניהול ממוצעות של כ- 2.75%-3.5% נטו, מהיקף הגיוס, אשר מקבלים החתמים המנהלים, פוטנציאל ההפסד נמוך ביותר.

יש לציין, כי הנפקות פרטיות הינן הנפקות של Best Effort טהור ללא כל התחייבות חיתומית, כך שאין צורך בגיבוש קונסורציום חתמים או בהבטחת רכישת ני"ע המוצעים למכירה בהנפקה.

¹⁶ סיכום עמלות התחייבות מוקדמת המשולמות למשקיעים המוסדיים ועמלות החיתום המשולמות לחתמי המשנה מהווה כ- 1%-1.5% מהיקף הגיוס. בנוסף, משולמות עמלות הפצה בסך כ- 0.1%-0.25% לחברי הבורסה דרכם מתבצעות רכישות ניירות הערך. דמי הניהול, ברוטו, לקונסורציום החתמים המנהלים נע בין 3.5%-5.5%, בממוצע.

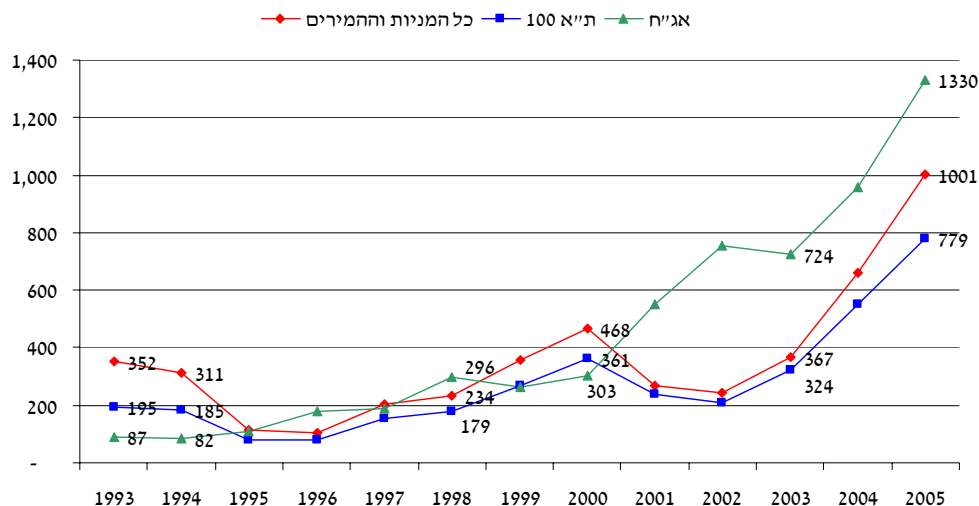
שירותי חבר בורסה (באמצעות דש ני"ע והשקעות בע"מ)

בשנים האחרונות נרשמה מגמת גידול מתמשך במחזורי מסחר בעקבות התאוששות המשק הישראלי ויישום שינויים מבניים, כגון הפניית כספי משקיעים מוסדיים לשוק ההון וצמצום הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה החדשות

פעילות תחום הברוקראז' מושפעת באופן מובהק ממצב שווקי ההון בישראל ובעולם. שוקי ההון, בפרט שוק ההון הישראלי, מתאפיינים ברמת תנודתיות גבוהה, בין היתר בשל השפעת גורמים פוליטיים, ביטחוניים, מדיניים וכלכליים. בשנים האחרונות, במקביל להתאוששות בכלכלה העולמית, בכלל, ובכלכלת ישראל, בפרט, נרשם גידול דרמטי במחזורי המסחר באפיק המנייתי, כאשר אפיק האג"ח הממשלתי רושם גידול מתון יותר. שיעור הגידול הגבוה ביותר נרשם במחזורי המסחר של אג"ח קונצרני, אם כי, יש לציין, שזהו עדיין גידול במספרים קטנים.

צמצום הדרגתי בהנפקת אג"ח מיועדות עבור קרנות הפנסיה החדשות תרם אף הוא לגידול במחזורי המסחר בבורסה, באשר הוא חייב את מנהלי ההשקעות להגדיל חשיפה לשוקי ההון, הן בארץ והן בחו"ל. בנוסף, מאז שהשווה, לפני כשנה, המיסוי על רווחים מניירות ערך מקומיים לזרים הולכת ותופסת תאוצה מגמת ההשקעה בחו"ל – מגמה התורמת לגידול בפעילות המסחר בשוק כולו. בשנה החולפת, הכפילו קרנות הנאמנות המתמחות בהשקעות בחו"ל את היקף הנכסים וכך גם תעודות הסל העוקבות אחר מדדי מניות בחו"ל.

הגידול בהיקף המסחר השנתי בא, כמובן, לידי ביטוי בגידול במחזורי המסחר היומיים. בעוד שבשנים 2001-2002, הסתכם מחזור המסחר היומי הממוצע באפיק המנייתי בכ- 240 מיליון ש"ח, בשנים 2004-2005 הסתכם מחזור המסחר היומי באפיק זה בכ- 900 מיליון ש"ח. האפיק האג"חי, אשר שימש "מקום מפלט" להשקעות בשנות המיתון, רשם גידול רציף לאורך השנים האחרונות בהיקף מחזורי המסחר היומיים.



כחברת בורסה מעניקה דש שירותי ברוקראז' - תחום פעילות אשר לא פותח בשנים האחרונות. הכנסות מפעילות זו מתבססות על שני מקורות עיקריים: גופי ההשקעה בקבוצה ועל גופים מקבוצת שרפ"ק, בפרט ליזר ושות'

דש ני"ע הינה חבר בבורסה לני"ע ובמסלוקת הבורסה החל משנת 1995. במסגרת זו, מעניקה דש שירותי ברוקראז', במסגרתם מנוהלים חשבונות עבור לקוחות עצמאיים, שאת הוראת הפעולה בהם נותנים הלקוחות, בעצמם או באמצעות מי מטעמם, שאינם נמנים על חברי הקבוצה. במקרים אלו משמשת דש כמבצע (ברוקר) ומעניקה שירותי ביצוע בעסקאות בני"ע.

מאחר ודש רואה בתחום ניהול הכספים את ליבת העסקים שלה, תחום שירותי הבורסה לא פותח בשנים האחרונות. להערכת דש, תחום זה דומה בהתנהלותו לקומודיטיס, הווה אומר חסמי כניסה נמוכים ותחרות המתמקדת בשאלת המחיר.

כפועל יוצא של הנחות אלו מרבית הפעילות בתחום זה מקורה בשני תזרימים:

- פעילות עבור לקוחות הבית, קופות קרנות, תיקים מקבוצת דש איפקס.
- פעילות עבור קבוצת שרפ"ק - עיקר ההכנסות מקבוצת שרפ"ק כפופות להסכם ארוך טווח (עד 2011) במסגרתו משלמת לידר ושות' לדש כ- 830 אלף ש"ח, נטו, בשנה. לידר ושות' הינו גוף המעניק שירותים ללקוחות מוסדיים אשר מעביר בשמם הוראות קניה ומכירה הנסלקות בתום יום מסחר לחשבונות הלקוחות המוסדיים בבנקים.

כחברת בורסה המספקת שירותי ברוקראז', מחויבת דש בשמירה על אמות מידה פיננסיות, כפי שקובעות תקנות הבורסה

כחברת בורסה מחויבת דש בשמירה על אמות מידה פיננסיות, ביניהן: מינימום הון עצמי נדרש כפונקציה של היקפי פעילות חדר המסחר, שמירה על 50% מההון העצמי הנדרש באמצעים נזילים, ושמירה על עודף נכסים שוטפים על התחייבויות שוטפות בהיקף של לפחות 50% מההון העצמי הנדרש.

ע"פ היקפי מחזורי המסחר הנוכחיים המבוצעים דרכה, נדרשה דש, נכון ל- 31.12.2005, להון עצמי בסך של כ- 52 מיליון ש"ח. בפועל הסתכם הונה העצמי של דש לאותו יום בכ- 60 מיליון ש"ח, מתוכו כ- 23 מיליון ש"ח יתרת עודפים. נכסיה הנזילים של דש (גם בקיזוז חלק העלייה ביתרת הזכאים המיוחס להחזר דמי-ניהול שטרם התממש), כמו גם עודף נכסיה השוטפים על התחייבויותיה השוטפות, הינם בגובה ההון העצמי. קרי, הרבה מעבר ל- 50% מההון הנדרש כפי שקובעות תקנות הבורסה.

ניהול תיק הנוסטרו

תיק הנוסטרו מנוהל בצורה שמרנית, כאשר כ- 75% מהיקפו מנוהל באפיקים סולידיים של פיקדונות ואג"ח ממשלתי. כ- 70% מתיק הנוסטרו מושקע דרך קרנות הנאמנות של הקבוצה

נכון ל- 31.12.2005, הסתכמו היתרות הנזילות בקבוצה בכ- 195 מיליון ש"ח,¹⁷ מתוכן כ- 26 מיליון ש"ח במזומנים ושוויי מזומנים וכ- 169 מיליון ש"ח בבטוחות סחירות ופיקדונות.

תיק הנוסטרו בדש איפקס, באיפקס השקעות ובאיפקס חיתום מנוהל אישית ע"י עידו נויברגר, מנכ"ל משותף בדש איפקס. תיק הנוסטרו של דש ני"ע מנוהל אישית ע"י קובי לוינסון, מנכ"ל דש ני"ע. המרכיב הגבוה של ההשקעות באמצעות קרנות נאמנות נובע מרצון ליהנות מהיתרונות של השימוש במכשיר זה. אפיקי ההשקעה העיקריים בתיק הנוסטרו (כולל חלוקת תיק קרנות הנאמנות לאפיקי השקעה) הינם פיקדונות בנקאיים (כ- 45%) ואג"ח ממשלתי (כ- 30%). אפיק האג"ח הקונצרני והאפיק המנייתי מהווים כ- 12% כ"א מתיק הנוסטרו. מבנה התיק מעיד על מדיניות ניהול שמרנית – מדיניות הנגזרת, בחלקה, מניהול סולידי של נכסיה הנזילים של דש בשל מחויבותה, כחברת בורסה, לעמוד באמות מידה פיננסיות מוגדרות.

מדיניות השקעת הנוסטרו נקבעת ע"י דירקטוריון דש איפקס ובמסגרתה נקבעות מגבלות ההשקעה החלות על תיק הנוסטרו (לא כולל דש). מגבלות אלו משתנות מעת לעת, כאשר במועד דוח הדירוג מוגבלת השקעת הנוסטרו באפיק המנייתי ל- 20%.

דירקטוריון דש אישר מדיניות השקעת נוסטרו, במסגרתה נקבעו אחוזי השקעה מרביים בכל אפיק, לרבות מגבלות לגבי סך ההשקעה כאחוז מהונה העצמי של דש ומגבלות על השקעה בנייר ערך בודד. למועד הדוח הוגבלה השקעת תיק הנוסטרו במניות והמירים ל- 50%. בפועל, רחוק מבנה תיק הנוסטרו משמעותית ממגבלת זו ובכוונת ההנהלה להביא לאישור הדירקטוריון הצעה לתיקון המגבלות באופן שיתאם לניהולו של תיק הנוסטרו בפועל.

אופי הניהול השמרני של תיק הנוסטרו בקבוצה בא לידי ביטוי בתשואה הנמוכה יחסית (3.5%) אשר השיג התיק בשנת 2005.

הרכב תיק הנוסטרו (אלפי ש"ח):

31.12.2005 *	
32,941	אג"ח ממשלתי
11,301	אג"ח קונצרני ואג"ח להמרה
8,540	מניות ואופציות ישראליות
142	מניות חו"ל
111,311	קרנות נאמנות (ראה פירוט)
164,235	סה"כ

* כולל את דש איפקס, איפקס השקעות, איפקס חיתום ודש ני"ע. לא כולל פיקדון לז"ק בסך כ- 4 מיליון ש"ח, אשר נמצא בנאמנות לצורכי עמידה בהוראות הייעוץ ואשר נרשם באיפקס השקעות כנכס שוויי מזומן ואילו בדש איפקס (מאוחד) כנכס בתיק ני"ע.

פירוט - הרכב קרנות נאמנות, 31.12.2005 (אלפי ש"ח):

75,858	פיקדונות שקליים
13,479	אג"ח ממשלתי
8,556	אג"ח קונצרני (כולל אג"ח להמרה)
13,009	מניות ואופציות ישראליות
409	מניות חו"ל
111,311	סה"כ

¹⁷ יתרות אלו כוללות פיקדון בסך כ- 17 מיליון ש"ח אשר מומן ע"י הלוואה Back-to-back וזאת בכדי לעמוד בדרישות הון עצמי וביטוח. כמו כן כוללות היתרות סכום של כ- 18 מיליון ש"ח החזר דמי ניהול, אשר נכון לתאריך המאזן טרם שולם.

תהליך קבלת החלטות השקעה בקבוצה כולל קביעת מדיניות השקעה ע"י ועדת ההשקעות של כל חברה מנהלת. מנהלי ההשקעות מוציאים את המדיניות לפועל, תוך העזרות בתמיכת מחלקת המחקר

דירקטוריון של כל חברה בקבוצה המנהלת השקעות, בתחום קרנות הנאמנות וקופות הגמל, ממנה ועדת ההשקעות מטעמו. תפקיד ועדה זו לקבוע מדיניות השקעה ולבחון את עמידת כל חברה וחברה במדיניות שנקבעה. מנהלי ההשקעות מבצעים אחר הנחיות ועדת ההשקעות ומחויבים לדווח באופן שוטף לוועדה. בהתאם להנחיית ועדת ההשקעות ובהתאם למדיניות ההשקעות (שהוגדרה ע"י הלקוחות) מבוצעות פעולות בניירות ערך ע"י מנהלי תיקים מורשים, כאשר החלטות ההשקעה מתחשבות בהמלצות מחלקת המחקר. מחלקה זו, בראשה עומד משה משגב, מעניקה שירותי מחקר ואנליזה מיקרו ומאקרו כלכלית לכל מנהלי ההשקעות בקבוצה. המבקרים הפנימיים, המנכ"לים של כל חברה וועדת ההשקעות, מבקרים אחר ביצוע מדיניות ההשקעות.

אמצעי הבקרה לצמצום טעויות ומניעת מעילות ע"י עובדים כוללים פעילות בחשבונות סגורים והגדרת מגבלות פנימיות במערכת המחשוב

כל החשבונות בהן פועלת הקבוצה עבור לקוחותיה בקופות הגמל, בקרנות הנאמנות ובתיקי הלקוחות המתנהלים בבנקים הינם חשבונות סגורים ע"י המערכת הבנקאית, קרי, חשבונות אשר עובדי החברה, אשר אינם מורשי חתימה, אינם יכולים למשוך או להעביר מהם כספים אלא אך ורק לבצע בהם פעולות בניירות ערך. כל ההפקדות, משיכות והעברות של כספים בחשבונות הלקוחות המתנהלים בבנקים יכולים להתבצע אך ורק ע"י הלקוחות עצמם, ולפיכך רמת החשיפה למעילות או לטעויות בתחום זה נמוכה.

בנוסף, לקבוצה מערכות מחשב מתקדמות ויישומי תוכנה ספציפיים לתחומי פעילותה השונים, אשר בין היתר, משמשים להגדרות פנימיות והנחיות שנמסרו על ידי לקוחות. אופי פעילות הברוקראז', למשל, בביצוע הוראות לקוחות הינו של מתן אשראי תוך יומי, ללא בטחונות, וזאת עד לסליקת העסקה בסוף יום. הוראות הבורסה מחייבות סליקת עסקה של לקוח קסטודיאן ישראלי בתוך יום מעבר ליום מתן ההוראה וסליקת עסקה של לקוח קסטודיאן חו"ל בתוך יומיים מעבר ליום מתן ההוראה. מגבלת החשיפה של דש לסוף יום עבור כלל הלקוחות הינה כ- 10 מיליון דולר ומגבלת הפעילות היומית ללקוח הינה 50 מיליון ש"ח (עד 100 מיליון ש"ח באישור מנכ"ל). לקוחות שאינם לקוחות קסטודיאן כפופים דרך מערכת המסחר FMR למגבלות האשראי הבורסאיות.

מערך הבקרה בקבוצה כולל מערך משפטי האחראי על קביעת הנהלים וביצוע ביקורות פנימיות, כמו גם בקר פנים במשרה מלאה בדש

בקבוצה מחלקה משפטית פנימית, בנוסף ל- 3 משרדי עו"ד בעלי מומחיות ספציפית לפעילות בשוק ההון, אשר מייעצים לקבוצה בשוטף. עו"ד פנימית אחראית על פעילות המחלקה ומפקחת על העבודה בין המשרדים השונים. אחריות המחלקה המשפטית הפנימית כוללת העברת הדרכות מתאימות לעובדי הקבוצה במחלקותיהם השונות, קביעת נוהלי עבודה יעילים, ממצים וישימים, וביצוע ביקורות על ביצוע הנהלים באופן שוטף. החל מחודש ינואר 2006 מפעילה הקבוצה בקר פנימי בדש בהיקף של משרה מלאה. הבקר הפנימי מפקח באופן שוטף אחר תקינות פעילות העובדים ובכפוף לאמור בנוהלי החברה. תכנית העבודה של מבקר הפנים כוללת שעות ביקורת רבות בשנה ומכסה נושאים שונים, החל בפתירת חשבונות לקוח, דרך עמידה בתקנות הבורסה וכלה בפעילות חדר המסחר. בנוסף, מועסקים על פי הדין מבקרי פנים בדש איפקס הולדינגס ובחברות בנות ונכדות של דש ואיפקס אשר מבצעים ביקורות פנים על הפעילויות השונות בקבוצה. מבקרי הפנים מדווחים לוועדות הביקורת והדירקטוריונים של החברות בנות. מנגנון בקרה נוסף הוא מנגנון החתימה הכפולה המחייב בכל תנועה כספית מהותית אישור של שני מורשי חתימה בכפוף לנוהל החתימות בחברה.

דש כפופה לביקורת שוטפת של הבורסה לני"ע בת"א

כחברת בורסה, מפוקחת דש ע"י הבורסה לני"ע בזמן אמת, כולל בקרת אשראי ללקוחות ובקרת ביצוע פעולות עבור לקוחות. בנוסף, עורכת הבורסה ביקורות שוטפות בחברה עצמה. מטרת הביקורות הינה לבחון את מידת איתנותו הפיננסית של חבר בורסה, ולפיכך נבחנים אספקטים שונים, הכוללים את אופן ניהול תיק הנוסטרו, היבטים תפעוליים הקשורים לפעילות השוטפת, נהלי עבודה מול ברוקרים בחו"ל ועוד.

בנוסף, דש מחויבת בשמירה על אמות מידה פיננסיות, ביניהן: מינימום הון עצמי נדרש כפונקציה של היקפי פעילות חדר המסחר, שמירה על 50% מההון העצמי הפיננסי הנדרש באמצעים נזילים, ושמירה על עודף נכסים שוטפים על התחייבויות שוטפות בהיקף של לפחות 50% מההון העצמי הפיננסי הנדרש.

מידרוג בחנה מספר התכתבויות בין דש לבין מחלקת חברים ופיקוח בבורסה, בנוגע לאשראי לקוחות ועמידה בדרישות הבורסה. מלבד הערות ספורות, בכל ההתכתבויות שנבחנו לא נמצאו כל ממצאים בעיתיים.

תפעול נכסי קרנות הנאמנות וקופות הגמל בקבוצה מתבסס על מערכות התפעול של הבנקים, כ-42% מתיקי הלקוחות של דש מנוהלים בדש חבר בורסה

בכל הנוגע לניהול השקעות עבור הלקוחות בקופות גמל, קרנות נאמנות וניהול תיקים משתמשת הקבוצה במערכות התפעול של הבנקים. מערכות אלה כוללות יישומים רבים אשר נועדו למניעת טעויות הן בזמן אמת והן לביקורות המשמשות לתיקון טעויות.

באיפקס, מתבצע תפעול קופות הגמל בבנק בפועלים, ואילו תפעול קרנות הנאמנות מתבצע, בעיקר, ב-U-Bank. בדש, מתבצע תפעול קופות הגמל בבנק המזרחי, ואילו תפעול קרנות הנאמנות מתבצע ב-U-Bank. תפעול תיקי הלקוחות מתבצע בכל הבנקים.

U-Bank מתמחה במתן שירותי תפעול ושירותי נאמנות לקרנות הנאמנות. כל קרן נאמנות מחויבת למנות נאמן - גוף שייצג את האינטרסים של בעלי היחידות בקרן מול מנהל הקרן ומנהל ההשקעות. כל קרן נאמנות גם מחזיקה גוף מתפעל - דרכו הקרן קונה ומוכרת ניירות ערך, ומנהלת מעקב שוטף אחרי מצבה. U-Bank מספק שירותי נאמנות ל-360 קרנות נאמנות ושירותי תפעול ליותר מ-200 קרנות ונחשב לבנק מוביל בתחומים אלו.

נכון ל-31.12.2005, כ-42% מתיקי לקוחות דש מתנהלים בחברה כחבר בורסה בחשבון ע"ש הלקוח וכ-58% מתנהלים בבנקים. בהתאם לתקנון הבורסה, מחזיקה דש את ניירות הערך הישראליים של תיק הלקוח המנוהל בדש במסלקת הבורסה ואת ניירות הערך הזרים (כולל ישראלים הנסחרים בחו"ל) אצל ברוקרים זרים. המזומן של תיק הלקוח המנוהל בדש נשמר בבנקים מקומיים בחשבון נאמנות ע"ש הלקוח. נתוני תיקי הלקוחות מגובים במערכת ה-FMR - מערכת למסחר ישיר מול בורסת תל אביב, המשמשת בעיקרה למתן שירותי חבר בורסה. בנוסף, מערכת הדנ-אל בה משתמשת החברה מספקת גיבוי הן לנתוני הבנקים והן לנתונים הנשמרים במערכת ה-FMR. תוכנת הדנ-אל תומכת בניהול תיקי לקוחות, ביצוע החלטות, ניהול מידע והפקת דיווחים. למערכות הדנ-אל וה-FMR אין תחליף זמין, ולכן למרבית החברות בתחום תלות בספק זה.

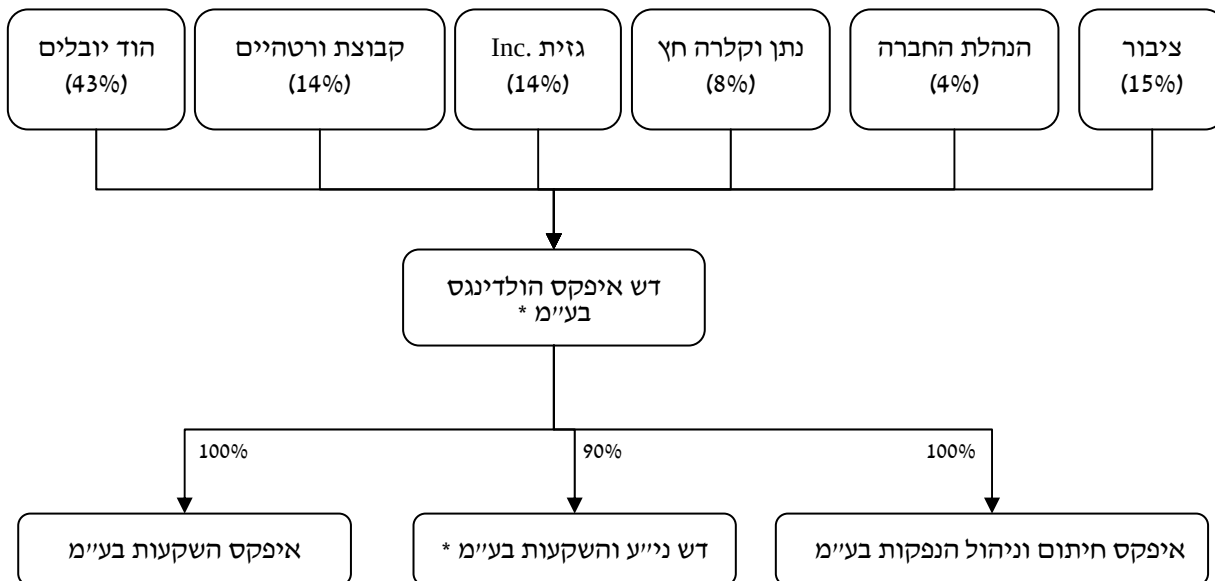
בעלי מניות, הנהלה ואסטרטגיה

בעלת השליטה בחברה הינה ההסתדרות העובדים הלאומית. משקיעים פרטיים בעלי שם בשוק ההון מחזיקים בכ- 34% מהחברה, זאת לאחר שהשתתפו בשני סבבים של הקצאות פרטיות בהם גויסו 113 מיליון ש"ח בהון עצמי

בעלת השליטה בחברה הינה ההסתדרות העובדים הלאומית (ה.ע.ל.) – אגודה עות'מאנית הרשומה בישראל, לה כ- 80,000 חברים. מניות השליטה מוחזקות ע"י גופים שונים בשליטת ה.ע.ל. הועד המנהל ב- ה.ע.ל. מונה 11 איש ואחראי לפעילות השוטפת של ההסתדרות אולם הנושאים הכלכליים, ובכללם תחום ההשקעות, מופקד בידי ה.ע.ל. תשורה.

ה.ע.ל. באמצעות הוד יובלים אחזקות, החלה בתהליך ההשתלטות על החברה בסוף דצמבר 2003, לאחר שרכשה את המניות שהוחזקו בידי אנשי העסקים חיים סקאל (15%) ומיכאל שטראוס (8.4%) תמורת כ- 9.5 מיליון ש"ח. בתחילת ינואר 2004, נרכשו מניותיו של עמית ברגר בחברה (30%) תמורת 13.6 מיליון ש"ח. שלוש העסקאות בוצעו לפי שווי חברה של כ- 40 מיליון ש"ח. הוד יובלים אחזקות, אשר החזיקה לפני ההשתלטות 35% ממניות החברה, השקיעה סך של כ- 23 מיליון ש"ח ברכישת 53.4% נוספים.

דירקטוריון ה.ע.ל. תשורה מונה ארבעה חברים, כאשר בראשו עומד מיכאל צולר. בנוסף, משמש מר צולר בתפקיד יו"ר בנק יהב, יו"ר קופת חולים לאומית ודירקטור בקרן הפנסיה יובלים. מקורותיה הכספיים של ה.ע.ל. תשורה נובעים מדמי הניהול שהיא גובה בגין שירותי הניהול לקרן הפנסיה הותיקה ה.ע.ל. ולקרן הפנסיה החדשה "יובלים" (באמצעות אחזקתה בחברת הניהול של יובלים). נדגיש כי רכישת החברה בידי ה.ע.ל. תשורה מומנה אך ורק מכספי החברות המנהלות ולא מכספי עמיתי קרנות הפנסיה.



* חברה ציבורית. איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה, מחזיקה בכ- 2% מהון מניות החברה.

נכון למועד העבודה מחזיקה בעלת השליטה בכ- 42% מהון המניות ומזכויות ההצבעה של דש איפקס, וזאת לאחר שדוללה באחזקותיה לאחר ביצוע שני סבבים של הקצאות פרטיות בדש איפקס. במהלך שנת 2004, גייסה החברה כ- 38 מיליון ש"ח הון עצמי באמצעות שלוש הקצאות פרטיות למ. ורטהיים (אחזקות) בע"מ, גזית ישראל (מייסודה של גזית אינק. פנמה) בע"מ ונתן וקלרה חץ. באוגוסט 2005 גייסה החברה כ- 75 מיליון ש"ח הון עצמי בהקצאה פרטית לבעלי עניין בחברה (ה.ע.ל., ורטהיים, גזית וחץ).

הדירקטוריון, בראשו עומד יהושע צולר, אחיו של מיכאל צולר, מונה אנשי מקצוע המייצגים את ה.ע.ל – תשורה ואת הציבור, כאשר למשקיעים הפרטיים אין ייצוג ישיר בדירקטוריון. עד כה לא הגדיר הדירקטוריון כל מדיניות דיבידנד, אולם להערכת מידרוג, החל משנת 2007 תחלק החברה דיבידנד בשיעור של 50%, לפחות, אולם אך ורק מהרווח הנקי השוטף, ולא מיתרת עודפים צבורים מהעבר.

הנהלת החברה הובילה בשנים האחרונות, בהצלחה מרובה, את מהלך רכישת איפקס השקעות בע"מ והכנסת

המשקיעים הפרטיים לדש איפקס

צוות הנהלת הקבוצה, בראשות עידו נויברגר ויקטור שמריך בדש איפקס הולדינגס ויעקב אלינב ויעקב (קובי) לוינסון בדש ניי"ע, הוביל את דש איפקס למיקומה הנוכחי, כבית השקעות מוביל בישראל. תרומתם באה לידי ביטוי הן בפן העסקי - בגידול בגיוסי הכספים, בעיקר בתחום הגמל, ובמיצוב פעילות החיתום של הקבוצה, והן בפן הפיננסי – בצמיחת הכנסות ורווחי הקבוצה. צוות ההנהלה הוכיח את יכולותיו בפעילות M&A של פעילויות סינרגיות, כדוגמת רכישת איפקס השקעות ושילובה בפעילות דש איפקס, בהטמעת שני המותגים, דש ואיפקס, ובהכנסת משקיעים בעלי-שם בשוק ההון לחברה.

כמו כן, השקעת ההנהלה בביסוס מחלקת אנליזה (Buy-Side) מהווה ערך מוסף לקבוצה, באשר מחלקה זו מספקת גב מחקרי הן למנהלי התיקים, מנהלי קרנות הנאמנות ומנהלי קופות גמל והן למערך החיתום.

המנכ"לים המשותפים, עידו נויברגר וויקטור שמריך, הינם בעלי ניסיון של כ- 15 שנים כ"א בשוק ההון. בתפקידיו הקודמים כיהן מר נויברגר בתפקידי ניהול שונים בקבוצת איפקס – מוטבים (כ- 10 שנים), בין היתר כמנכ"ל איפקס השקעות בע"מ ומנכ"ל איפקס חיתום בע"מ. קודם לכן, כיהן מר נויברגר כחשב אדגר השקעות ופיתוח בע"מ וכאנליסט כלכלי בחברת מודלים כלכליים בע"מ.

מר שמריך, אף הוא, כיהן בתפקידי ניהול שונים בקבוצת איפקס – מוטבים (כ- 11 שנים), לרבות מנהל השקעות ודירקטור במוטבים יועצי השקעות בע"מ ומנכ"ל איפקס קרנות נאמנות בע"מ. קודם לכן כיהן מר שמריך כמנהל השקעות בקופות הגמל של הבנק הבינלאומי הראשון וכמבצע בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

יעקב אלינב, יו"ר דירקטוריון דש ניירות ערך והשקעות בע"מ, מכהן בתפקידו החל מאוגוסט 2004. בתפקידיו הקודמים כיהן מר אלינב בתפקידים בכירים שונים, לרבות משנה למנכ"ל בנק הפועלים בע"מ, והוא משמש כחלק ממטה ההנהלה של דש.

יעקב (קובי) לוינסון, מנכ"ל דש ניירות ערך והשקעות בע"מ, מכהן בתפקידו הנוכחי החל מאפריל 2004. בתפקידיו הקודמים כיהן מר לוינסון מנכ"ל מגדל שוקי הון ומנכ"ל מרכזית שרותי בורסה. מתחילת כהונתו של מר לוינסון כמנכ"ל דש ועד למועד עבודת הדירוג, גדלו נכסי הגמל המנוהלים בדש (לא כולל רכיב התשואה) בלמעלה מ- 3 מיליארד ש"ח, תוצאה של צבירות חדשות ושל העברות ממתחרים.

הקבוצה מעוניינת למצב עצמה כ-One Stop Shop בתחום מוצרי החיסכון וההשקעה בשוק ההון, לשמר את

המוניטין של המותג "דש" ולבסס את המוניטין של המותג "איפקס"

קבוצת דש איפקס מבוססת כיום כגוף בעל מוניטין בתחום הגמל ובתחום החיתום. הקבוצה מתכוונת לפעול בכדי לשמר מעמד זה, לנוכח השינויים הרגולאטוריים והמבניים שעתיד שוק ההון לעבור בשנה הקרובה ולנוכח התחרות הגוברת בתחומים אלו. מיצובה הנוכחי של הקבוצה בענף קרנות הנאמנות חלש למדי, זאת מאחר ולא הושקעו תשומות מספקות בתחום זה. בכדי לחזק את נוכחותה בענף קרנות הנאמנות, מתכוונת הקבוצה להשקיע משאבים בכדי להתחזק מקצועית ולהגביר את המודעות ליכולותיה בתחום זה.

בכדי להרחיב את סל המוצרים אותו מציעה הקבוצה, נכנסה החברה לאחרונה לתחום הפנסיה ע"י רכישת השליטה ביובלים קרנות פנסיה בע"מ

ביום 10.4.2006, חתמה החברה על הסכם לרכישת השליטה בחברת יובלים קרנות פנסיה בע"מ - החברה המנהלת של קרן הפנסיה החדשה "יובלים".¹⁸ החברה צפויה לרכוש את מניות השליטה בדרך של רכישה והקצאה, כך שלאחר השלמת העסקה, תחזיק בכ- 51% מהונה המונפק של יובלים קרנות פנסיה בתמורה לסך כולל של כ- 14.3 מיליון ש"ח. בנוסף, קיבלה החברה, ללא תמורה נוספת, אופציה לתקופה של 4 שנים לרכוש מניות נוספות המהוות 24% מהונה של יובלים קרנות פנסיה, כך שלאחר מימושה, תחזיק החברה בכ- 75% מהונה של יובלים קרנות פנסיה. התמורה נקבעה במשא ומתן בין הצדדים ובהתבסס על הערכת שווי אשר בוצעה ע"י משרד רו"ח סוארי. בנוסף, התחייבה ה.ע.ל- תשורה להמשיך ולספק שירותי תפעול ליובלים. נכון ל- 31.12.2005 הסתכם הונה העצמי של יובלים קרנות פנסיה בע"מ בכ- 9.9 מיליון ש"ח. קרן הפנסיה "יובלים" מנהלת נכסים בהיקף של כ- 425 מיליון שקל ובנוסף מחזיקה בחברה לניהול קופות גמל המנהלת נכסים בהיקף של כ- 330 מיליון שקלים.

כניסת החברה לענף קרנות הפנסיה החדשות נבעה ממספר סיבות. ראשית, הענף מתאפיין בצמיחה מהירה, אשר צפויה להמשיך גם בשנים הקרובות. צמיחה זו מונעת, בעיקר, מהעדפת הרגולטור את החיסכון הפנסיוני במסלול הקצבתי (קרן פנסיה) על פני חסכון פנסיוני במסלול ההוני (קופת גמל). בנוסף, תחום קרנות הפנסיה מהווה מוצר משלים לפעילות הקבוצה ויאפשר לה להציע ללקוחותיה סל מוצרי חסכון פנסיוני רחב יותר.

כניסת דש לפעילות בתחום תעודות הסל, תעודות התחייבות ומכשירים מובנים

ביום 6 באפריל 2006 רכשה דש כ- 49.9% ממניותיה של דש גלובל פיננס בע"מ בתמורה לסכום של 750 אלפי דולר. דש גלובל פיננס הינה חברה שתעסוק בהנפקת מוצרים מתחום המימון המובנה ומתחום האיגוח. בנוסף, ביום 23 באפריל 2006 הגישה דש שתי טיוטות תשקיף לרשות ניירות ערך במסגרתן תנפקנה חברות ייעודיות, שתוקמנה על ידי דש וצד שלישי נוסף, תעודות סל וכן תעודות התחייבות.

הרחבת מוצרי החברה ללקוחות מוסדיים וללקוחות High-net worth

כחלק מרצונה למנף את ניסיונה בהשקעות בשוק ההון, החליטה החברה על הקמתן של שתי חברות לניהול קרנות גידור. החברות תוקמנה בהחזקות משותפות של החברה ושל מנהלי ההשקעות של הקרנות, בהתאם לתחומי מומחיותם. קרן אחת תתמקד בשווקי הריבית, אג"ח ומטבעות ואילו הקרן השנייה תתמקד במניות, אופציות, נגזרות וחוזים מסוגים שונים. בכוונת החברה להשקיע סך של 20 מיליון ש"ח בכל אחת מהקרנות. מדיניות ההשקעה של קרנות הגידור מכוונת להשגת תשואה תוך נטילת סיכון, המגלם סטיית תקן שנתית של כ- 7% - סטיית תקן המקבילה לסטיית תקן היסטורית באפיקי אג"ח ממשלתי לטווח בינוני (1-3 שנים). בנוסף, בכוונת החברה להקים יחד עם תפן הנדסת תעשייה וניהול וניתוח מערכות בע"מ, חברה מנהלת, אשר בה תחזיק דש איפקס 49.9%. החברה תעסוק בניהול קרן Private Equity, אשר תשקיע בחברות פרטיות וציבוריות.

¹⁸ עסקת רכישת יובלים קרנות פנסיה בע"מ הינה עסקת בעלי עניין, מאחר ויובלים קרנות הינה בשליטת ה.ע.ל תשורה - בעלת השליטה בדש איפקס.

ניתוח פיננסי¹⁹ - בשל הרכישות והמיזוגים אשר ביצעה דש איפקס במהלך השנים האחרונות, **בוצע ניתוח התוצאות התפעוליות של הקבוצה על בסיס פרופורמה**. עם זאת, מסיבות של אי-חשיפת מידע פנימי, **נתונים מספריים המופיעים בחלק זה של הדוח אינם על בסיס פרופורמה**, קרי הם אינם כוללים את נתוני איפקס השקעות בע"מ לשנים 2003 ו-2004 ואת נתוני דש נ"ע והשקעות למחצית השנה הראשונה של שנת 2003.

הגאות בשוק ההון במהלך שלוש השנים האחרונות נותנת את אותותיה בתוצאות הכספיות של הקבוצה. במהלך תקופה זו רשמה הקבוצה גידול רציף בהכנסות בכל מגזרי הפעילות- תוצאה של גידול בהיקף הנכסים המנוהלים וגידול בהיקף פעילות החיתום

מגמת הצמיחה בשנתיים האחרונות ניכרת בכל מגזרי הפעילות של הקבוצה, בפרט במגזר החיתום ובמגזר ניהול קופות הגמל. בשנת 2005, רשמה הקבוצה הכנסות בסך כ- 182 מיליון ש"ח ורווח מפעולות רגילות בסך כ- 76 מיליון ש"ח. גידול זה ממשיך את מגמת הצמיחה שנרשמה בשנת 2004 בעקבות התאוששות המשק החל ממחצית שנת 2003.

אלפי ש"ח	FY 2005	FY 2005	FY 2004	FY 2004	FY 2003	FY 2003
הכנסות						
הכנסות מדמי ניהול, עמלות ואחרות	100%	181,628	100%	67,257	100%	33,864
הוצאות מכירה, שיווק הנהלה וכלליות	58%	105,255	88%	59,228	112%	37,860
רווח (הפסד) מפעולות רגילות	42%	76,373	12%	8,029	-12%	(3,996)

* הכנסות 2005 כוללות כ- 3.1 מיליון ש"ח הכנסה מפעילות חיתום משנת 2004, אשר נרשמה בדוחות הכספיים בשנת 2005.

מגמת הצמיחה בהכנסות ניכרת בכל מגזרי הפעילות, בפרט בשני מגזרי הפעילות העיקריים של הקבוצה: ניהול קופות גמל וניהול הנפקות וחיתום - זאת על חשבון ירידת משקל ההכנסות הנוסטרו בתמהיל הכנסות הקבוצה

מגזר ניהול קופות הגמל ומגזר החיתום הינם מגזרי הפעילות העיקריים בקבוצה ותרומתם יחדיו לסך ההכנסות בשנת 2005 הסתכמה בכ- 66%. ראוי לציין, כי בעוד שהגידול בהכנסות מפעילות ניהול הנפקות וחיתום משקף צמיחה ביסוס מעמד, הגידול בהכנסות מניהול קופות גמל משקף צמיחה במספרים גדולים, קרי בהיקפי פעילות התחלתיים של מיליארדי ש"ח.

נתון נוסף שבולט הינו הירידה הדרמטית מ- 2003 ועד ל- 2005 במשקל הכנסות הנוסטרו מסך הכנסות הקבוצה. מגמה זו הינה תוצאה ישירה של הגידול בהיקפי הנכסים המנוהלים אשר הוביל לעליית משקל הכנסות הקבוצה מפעילות תפעוליות.

אלפי ש"ח	FY 2005	FY 2005	FY 2004	FY 2004	FY 2003	FY 2003
תמהיל הכנסות						
דמי ניהול קופות גמל	42%	77,870	47%	34,820	45%	18,075
דמי ניהול קרנות נאמנות	18%	33,513	14%	10,251	16%	6,528
דמי ניהול תיקי לקוחות	10%	19,058	16%	11,834	14%	5,777
דמי ניהול ועמלות מחיתום	26%	47,646	10%	7,055	2%	953
עמלות משירותי בורסה	2%	3,541	4%	3,297	6%	2,531
סה"כ הכנסות תפעוליות	97%	181,628	91%	67,257	84%	33,864
הכנסות נוסטרו, נטו	3%	4,962	9%	6,665	16%	6,424
סה"כ הכנסות	100%	186,590	100%	73,922	100%	40,288

* הכנסות 2005 כוללות כ- 3.1 מיליון ש"ח הכנסה מפעילות חיתום משנת 2004, אשר נרשמה בדוחות הכספיים בשנת 2005.

¹⁹ בשל הרכישות והמיזוגים אשר ביצעה דש איפקס במהלך השנים האחרונות, בוצע ניתוח התוצאות התפעוליות של הקבוצה על בסיס פרופורמה. הפערים בין נתוני הדוחות הכספיים ובין נתוני הפרופורמה בשנים 2003 ו-2004 נובעים מהסיבות הבאות: בגין שנת 2003 – מיזוג איפקס השקעות בע"מ, ומחצית השנה הראשונה טרם איחוד דוחות דש נ"ע והשקעות בע"מ, בגין שנת 2004 – מיזוג איפקס השקעות בע"מ.

תוצאות הפעילות של הקבוצה הושפעו לא רק מגידול בהיקפי הנכסים המנוהלים, אלא אף מעלייה בדמי הניהול במגזר גמל. דמי הניהול שגובה הקבוצה במגזר הגמל נמצא ברף התחתון של דמי הניהול הנגבים ע"י גופים פרטיים מתחרים. דמי הניהול שגובה הקבוצה במגזר קרנות הנאמנות מושפע מכך שתמהיל הקרנות מוטה קרנות שקליות ואג"חיות

שיעור דמי הניהול הנגבים כיום בענף הגמל ע"י הגופים הפרטיים נע סביב ה- 1.3%, נטו אחרי החזרים. שיעור דמי ניהול זה גבוה בכ- 0.5% משיעור דמי הניהול הממוצעים הנגבים על ניהול נכסי הגמל הבנקאיים. בשנת 2005, על אף התחרות הגוברת, העלתה דש את שיעור דמי הניהול במגזר הגמל לכ- 1.25% (אחרי החזרים) ונצמדה לרף התחתון של שיעור דמי הניהול הנגבים ע"י הגופים הפרטיים המתחרים. איפקס עצמה הורידה מחירים במגזר הגמל, אך היא עדיין גובה שיעור דמי ניהול גבוה משמעותית מהמתחרים. השיעור הממוצע של דמי ניהול תיקי לקוחות הינו נמוך, כ- 0.5%, ומושפע מכך שכ- 70% מהלקוחות המנהלים תיקי השקעות בדש הינם לקוחות מוסדיים, מהם נגבים דמי ניהול בשיעור נמוך של כ- 0.3% לעתים.

בשנת 2005 התקבלו מרבית הכנסות תחום החיתום מניהול הנפקות ציבוריות, בהן קיימת התחייבות חיתומית

עיקר פעילות הקבוצה במגזר החיתום הינו ניהול קונסורציום חתמים וחיתום ההנפקות לציבור. דמי ניהול, ברוטו, לקונסורציום החתמים המנהלים נעים בין 5.5%-3.5%, בהתאם למאפייני ההנפקה. עמלות התחייבות מוקדמת, המשולמות למשקיעים המוסדיים, ועמלות חיתום, המשולמות לחתמי המשנה, מהוות כ- 1.5%-1% מהיקף הגיוס. בנוסף, משולמות עמלות הפצה בסך כ- 0.25%-0.1% לחברי הבורסה, דרכם מתבצעות רכישות ניירות הערך. דמי הניהול, נטו, לקונסורציום המנהלים מסתכמים, לפיכך, בכ- 3.5%-2.75% מהיקף הגיוס. יש לציין, כי הנפקות פרטיות הינן הנפקות של Best Effort טהור ללא כל התחייבות חיתומית, כך שאין צורך בגיבוי קונסורציום חתמים או בהבטחת רכישת ני"ע המוצעים למכירה בהנפקה. בהתאם, שיעור דמי הניהול נמוך יותר ויכול להסתכם בכ- 0.5% מהיקף הגיוס.

2005	הנפקות לציבור	הנפקות פרטיות והפצות	סה"כ *
הכנסות	28,178	19,468	47,646
הוצאות ישירות	1,903	97	2,000
רווח לאחר הוצ' ישירות	26,275	19,371	45,646
הוצאות משותפות	-	-	8,005
רווח במגזר החיתום			37,641

* כולל כ- 3.1 מיליון ש"ח, הכנסה מפעילות חיתום משנת 2004, אשר נרשמה בדוחות הכספיים בשנת 2005.

שיעור הרווחיות הנמוך מסך הכנסות דש איפקס הינה תוצאה של תמהיל ההכנסות מוטה ניהול נכסי גמל, מאחזי נמוך יחסית של תיקי לקוחות המנוהלים באמצעות קרנות נאמנות ומשימוש דש במשווקים חיצוניים למכירת מוצרי גמל

רמת רווחיותה התפעולית של הקבוצה מושפעת, בראש ובראשונה, מתמהיל ההכנסות. הרווחיות במגזר הגמל, אשר הווה, בשנת 2005, כ- 43% מסך ההכנסות התפעוליות, עומדת על כ- 37%, ומשפיעה לרעה על שיעור הרווחיות הכולל. מגזר החיתום, הינו המגזר התפעולי בעל שיעור הרווחיות הגבוה ביותר. מגזר ניהול התיקים והקרנות רשם רווחיות של כ- 45%, אולם בשל חשיפתה הנמוכה של הקבוצה למגזר קרנות הנאמנות, תרומת הרווח הייתה בעל השפעה נמוכה יחסית.

גורם שני המשפיע לרעה על רווחיות הקבוצה הינו השיעור הנמוך יחסית (כ- 23%) מתיקי הלקוחות המושקע דרך הקרנות בשנת 2005. שיעור זה מושפע מכך שכ- 70% מהלקוחות המנהלים תיקי השקעות בדש הינם לקוחות מוסדיים, מהם מקובל לגבות שיעור עמלות נמוך יותר לאור היקף התיק המנוהל ומדיניות ההשקעה.

2005, באלפי ש"ח	חיתום	ניהול תיקים וקרנות נאמנות	ניהול קופות גמל	ברוקראז' ואחר	התאמות	סה"כ מאוחד
הכנסות	47,646	52,571	77,870	3,541	-	181,628
עלות הפעילות	9,287	28,871	48,754	1,790	16,553	105,255
תוצאות המגזר	38,359	23,700	29,116	1,751	(16,553)	76,373
שיעור רווחיות	80.5%	45.1%	37.4%	49.4%	-	42.0%
הפחתת מוניטין	718	1,764	6,451	-	-	8,933
תוצאות המגזר, נטו	37,641	21,936	22,665	1,751	(16,553)	67,440
משקל בהכנסות	26%	29%	43%	2%	-	100%
שיעור רווחיות מגזרית	80.5%	45.1%	37.4%	49.4%	-	-

גורם נוסף בעל השפעה שלילית על רמת הרווחיות, הינו התבססותה של דש על משווקים חיצוניים, בעיקר סוכני ביטוח, המקבלים כ- 40%, בממוצע, מדמי הניהול המשולמים ע"י הלקוח שגויס.

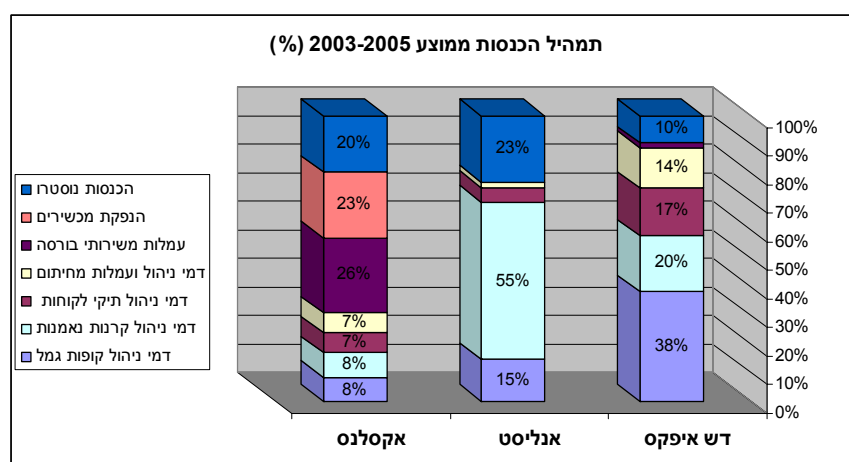
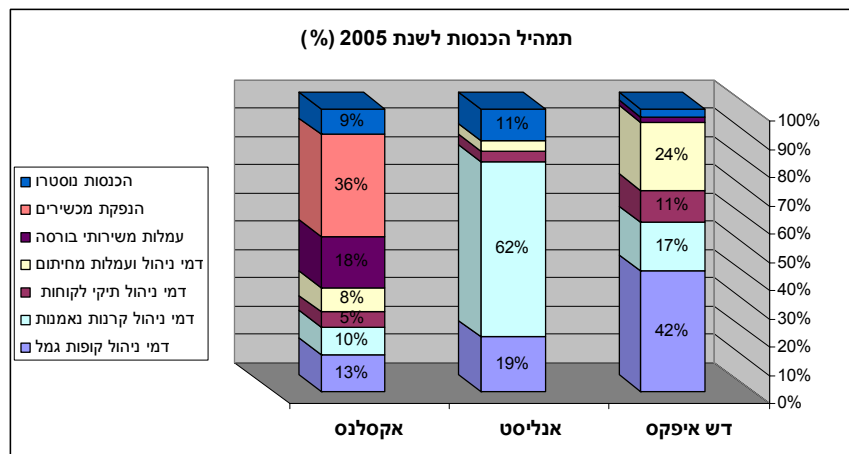
אלפי ש"ח	דש איפקס	אנליסט	אקסלנס	דש איפקס	אנליסט	אקסלנס
FY 2005	FY 2005	FY 2005	FY 2005	FY 2005	FY 2005	FY 2005
הכנסות						
דמי ניהול קופות גמל	43%	77,870	22%	26,910	14%	29,000
דמי ניהול קרנות נאמנות	18%	33,513	70%	86,720	11%	22,000
דמי ניהול תיקי לקוחות	10%	19,058	4%	5,282	6%	12,000
דמי ניהול ועמלות מחיתום	26%	47,646	4%	5,187	9%	19,000
עמלות משירותי בורסה	2%	3,541	-	-	20%	41,000
הנפקת מכשירים	-	-	-	-	40%	81,000
אחר	-	-	-	-	-	-
סה"כ הכנסות	100%	181,628	100%	124,099	100%	204,000
הוצאות מכירה ושיווק, הנהלה וכלליות	58%	105,255	39%	48,776	56%	115,000
מתוך זה:						
שכר עבודה ונילוות	27%	28,115	59%	28,930	57%	66,000
בונסים	20%	20,802				
עמלות משווקים חיצוניים	15%	16,194		N/A		N/A
פרסום	3%	3,281	7%	3,640	10%	12,000
רווח מפעולות רגילות	42%	76,373	61%	75,323	44%	89,000
רווח מבטוחות סחירות, נטו		4,962		15,503		20,000
הוצאות מימון, נטו		8,133		494		
הוצאות אחרות, נטו		(156)		-		-
הפחתת הפרש מקורי		8,933		-		-
רווח לפני מס		64,425		90,332		109,000
מיסים		22,251		39,324		50,000
חלק החברה בתוצאות של חברות מוחזקות		512		-		-
חלק המיעוט בתוצאות		(4,814)		(46)		(14,000)
רווח נקי לתקופה	21%	37,659	41%	50,962	22%	45,000

חלק המיעוט בדש איפקס כולל את אחזקות רמי שלום באיפקס גמל (45%), אחזקות הציבור בדש (כ- 10%) ואחזקות שחר דרוקר בדש מוסדיים (25%).

החברה רשמה בשנתיים האחרונות הפחתת עודף עלות המיוחס למוניטין בגין רכישת מניות דש והחל משנת 2005 הפחתת עודף עלות גם בגין רכישת מניות איפקס השקעות. נכון ל- 31.12.2005, הסתכמה יתרת עודף העלות בכ - 88 מיליון ש"ח. עקב יישום תקן חשבונאי, החל משנת 2006 נכס זה לא יופחת יותר.

תמהיל ההכנסות של דש איפקס ריכוזי מזה של אקסלנס, אולם מבוזר מזה של אנליסט. בשקלול רמת הסיכון של כל תחום פעילות - רמת הסיכון הגלומה בתמהיל הכנסות דש איפקס נמוכה ביחס לזו של מתחרותיה. מגמה בולטת המשותפת לכל בתי ההשקעות הינה ירידת משקל הכנסות מרווחי נוסטרו בסך ההכנסות, וזאת לאור הגידול בהיקפי הנכסים המנוהלים. מיצוע משקל רווחי הנוסטרו מסך הכנסות החברות שנבחנו מראה ירידה מכ- 30% בשנת 2003 לכ- 15% בשנת 2004 ולכ- 8% בשנת 2005

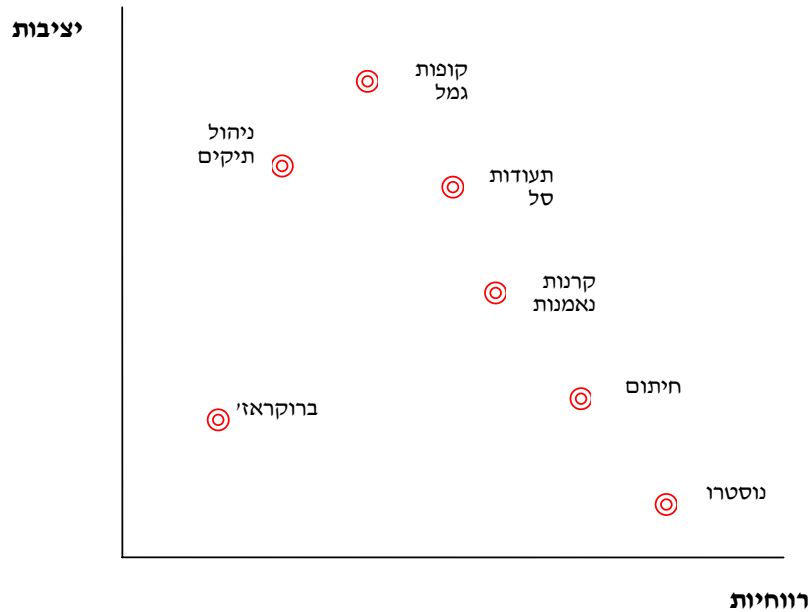
תמהיל ההכנסות הינו גורם מוביל בהערכת הסיכון העסקי של בתי ההשקעות בישראל. רווחיות גבוהה בסגמנט פעילות כלשהו הולכת יד ביד עם רמת תנודתיות גבוהה הגלומה באותו סגמנט פעילות. כפי שניתן ללמוד מנתוני החברות, קיים שוני מהותי בתמהיל ההכנסות בין בתי ההשקעות בישראל – ובהתאם לכך שוני מהותי בהערכת יציבות ההכנסות והרווחיות הנגזרות מאותו תמהיל. מבין החברות שנלמדו, אנליסט, הינה, ללא כל ספק, החברה בעלת ריכוזיות ההכנסות הגבוהה ביותר (מדד HHI של 0.38), באשר הכנסותיה מניהול קרנות נאמנות מהוות כ- 55% מהכנסותיה, בממוצע 2003-2005. בניגוד לאנליסט, אקסלנס הינה החברה המבוזרת ביותר, בהתייחס לתמהיל ההכנסות, ומדד HHI ממוצע לשנים 2003-2005 עומד על כ- 0.19. ריכוזיות תמהיל ההכנסות של דש איפקס נאמדה בכ- 0.24 בממוצע השנים 2003-2005.



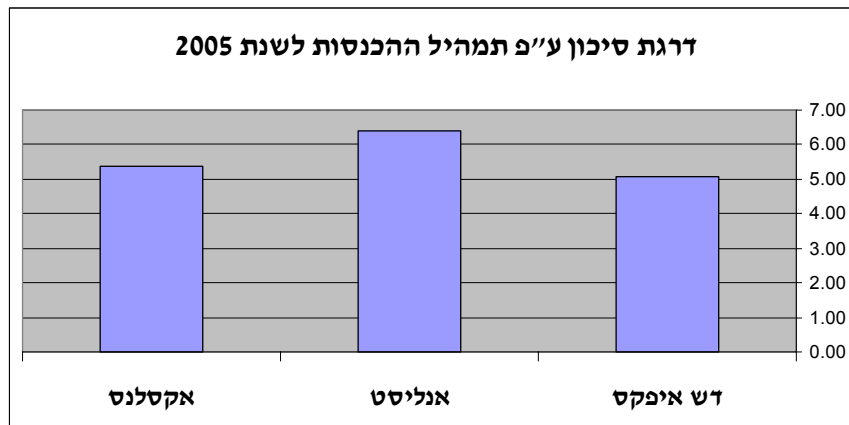
מדד HHI ממוצע לשנים 2003-2005

מדד HHI
0.24
0.38
0.19

חברה מנהלת
דש איפקס
אנליסט
אקסלנס



הערכת דרגת הסיכון הכוללת בוצעה בהסתמך על תמהיל ההכנסות ורמת הסיכון שהוענקה ע"י מידרוג לכל אחד מתחומי הפעילות



²⁰ מייצג את הערכת מידרוג לגבי היחס האורדינלי, לא הקרדינלי, בין תחומי הפעילות השונים במרחב יציבות- רווחיות.

קופת המזומנים של החברה הינה תוצאה, בעיקר, של תזרים מפעילות שוטפת בהיקף של כ- 78 מיליון ש"ח בשנת 2005 ושני סבבי ההקצאות הפרטיות אשר בוצעו בשנים 2004 ו- 2005

במהלך שנת 2004, גייסה החברה כ- 38 מיליון ש"ח הון עצמי באמצעות שלושה הקצאות פרטיות למ. ורטהיים (אחזקות) בע"מ, גזית ישראל (מייסודה של גזית אינק. פנמה) בע"מ ונתן וקלרה חץ. באוגוסט 2005 גייסה החברה כ- 75 מיליון ש"ח הון עצמי בהקצאה פרטית לבעלי עניין בחברה (ה.ע.ל, ורטהיים, גזית וחץ). בנוסף זרמו לקופת החברה, בשנת 2005, כ- 12 מיליון ש"ח מממוש אופציות.

אלפי ₪			
נכסים	התחייבויות		
מזומנים ושווי מזומנים	26,522	אשראי מתאגידים בנקאיים ונותני אשראי	18,230
השקעות לז"ק	168,879	התחייבויות לספקים	8,058
אשראי לקוחות	3,801	זכאים ויתרות זכות	56,524
לקוחות	11,792	סך התחייבויות שוטפות	82,812
חייבים ויתרות חובה	3,893		
סך רכוש שוטף	214,887	התחייבויות לז"א	
		יתרות זכות לז"א	-
השקעה בחברות אחרות	2,457	התחייבויות לתאגידים בנקאיים	43,947
הלוואות לז"א	4,259	אג"ח	36,400
השקעות, הלוואות ושטרי הון בכלולות	9,637	עתודה לפצויים, נטו	3,893
רכוש קבוע, נטו	15,740	סך התחייבויות ז"א	84,240
		התחייבויות המיוחסות לפעילות מופסקת	62
רכוש אחר	91,816	זכויות המיעוט	10,835
נכסים המיוחסים לפעילות מופסקת	1,000	הון עצמי	161,847
סך נכסים	339,796	סך התחייבויות והון עצמי	339,796

לקבוצה יתרות נזילות בסך של כ- 195 מיליון ש"ח - לא כולן מיועדות לשרות החוב. דש עצמה אינה ממונפת והחוב הקיים בחברה הינו בגין הלוואות לז"א שניטלו וסדרת אג"ח שהונפקה לשם מימון רכישת מניות דש

במהלך שנת 2005 קיבלו דש ודש מוסדיים הלוואות לזמן ארוך מבנק מזרחי טפחות בע"מ בסך כ- 17 מיליון ש"ח. ההלוואות, העומדות לפירעון בשנת 2008, שימשו את החברות לרכישת פיקדון בניירות ערך המופקד שמשמרת אצל נאמן, וזאת לשם עמידתן בדרישות הון עצמי וביטוח בהתאם להוראות תקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות.

גידול בסעיף זכאים בדש, בסך כ- 18 מיליון ש"ח, בגין החזר דמי ניהול שטרם בוצע, נכון ל- 31.12.2005, תרם לגידול בנכסיה הנזילים של דש. בניכוי גידול זמני זה, מסתכמות יתרות הנזילות בדש, נטו, בכ- 45 מיליון ש"ח. החוב לז"ק בחברה האם, בסך כ- 17 מיליון ש"ח, נכון ל- 31.12.2005, הינו בגין חלויות שוטפות של הלוואות לז"א. נכון לאותו מועד מסתכם החוב הפיננסי לז"א, ברוטו, של החברה האם בכ- 60 מיליון ש"ח, מתוכו כ- 23 מיליון ש"ח בגין הלוואה מתאגיד בנקאי וכ- 37 מיליון ש"ח בגין סדרת אג"ח קיימת אשר הונפקה לציבור בתחילת שנת 2003.

מצבת נכסים נזילים וחובות פיננסיים ל- 31.12.2005 (באלפי ש"ח)

מזומן	26,522	חוב ז"ק	18,270
ני"ע	168,879	חוב ז"א	43,947
		אג"ח א'	36,532
סה"כ	195,401	סה"כ	98,749

מסגרות האשראי On Call בקבוצה כוללות: בדש ני"ע - 60 מיליון ש"ח בריבית פריים-1% ובדש איפקס (החברה) - 5 מיליון ש"ח בריבית פריים +0.1%. באיפקס השקעות מסגרות האשראי אינן קבועות ותלויות בתיק הנוסטרו הקיים.

מפעם לפעם נותנת דש אשראי וערבויות ללקוחותיה, אולם אך ורק כנגד שעבוד תיק ני"ע המופקד אצל דש כחבר בורסה

דש נותנת אשראי ללקוחות לצורך ביצוע השקעות אך ורק כנגד שיעבוד תיק ני"ע של הלקוח. היקפי הפעילות בתחום זה נמוכים, ונכון ל- 31.12.2005 הסתכמה יתרת הלוואות בכ- 4 מיליון ש"ח.

כמו כן, דש ערבה לבנקים ולגופים נוספים, לבקשת לקוחות, לתשלום סכומים שיידרשו מהלקוחות הנ"ל בקשר להלוואות שניתנו להם. דש מגבה ערבויות אלו בשעבוד תיק ניירות ערך של הלקוחות המופקדים אצל דש כחבר בורסה. נכון ל- 31.12.2005, הסתכמה יתרת הערבויות בכ- 1 מיליון ש"ח.

תזרים הקבוצה מפעילות שוטפת בשנת 2005 הושפע מקיטון בהון חוזר, נטו, בעיקר עקב גידול בזכאים בדש בגין החזר דמי ניהול לעמיתי קופות גמל שטרם בוצע. תזרים מפעילות השקעה הושפע מהמרת מזומן לבטוחות סחירות, הגדלת ההשקעה בדש ורכישת איפקס השקעות

במקביל לרישום רווח נקי של כ- 38 מיליון ש"ח, יצרה הקבוצה בשנת 2005, בהתחשב בחלק המיעוט, תזרים של כ- 74 מיליון ש"ח מפעילות שוטפת. הפער בין הרווח הנקי לבין התזרים מפעילות שוטפת נבע, בעיקר, מהפחתת מוניטין, אשר נוצר בעת רכישת מניות דש ומניות איפקס השקעות, בסך כ- 9 מיליון ש"ח, ומקיטון בהון החוזר, נטו, עקב גידול ביתרת זכאים. גידול זה נבע מגידול יתרת הזכאים בדש בגין החזר דמי ניהול גמל שטרם בוצע. ה- EBITDA וה- FFO של הקבוצה לשנת 2005, בהתחשב בחלק המיעוט, הסתכמו בכ- 73 מיליון ש"ח ובכ- 51 מיליון ש"ח, בהתאמה.

תזרים המזומנים מפעילות השקעות הושפע, בעיקר, מרכישת בטוחות סחירות בכ- 112 מיליון ש"ח, השקעה של כ- 44 מיליון ש"ח בהגדלת שיעור האחזקה בדש ורכישת איפקס בכ- 32 מיליון ש"ח.

אלפי ש"ח	FY 2005
תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת	
רווח נקי לשנה	37,659
התאמות הדרושות להצגת תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת	40,546
מזומנים נטו שנבעו (שימוש) לפעילות שוטפת נמשכת	78,205
מזומנים נטו שנבעו (שימוש) לפעילות שוטפת מופסקת	3
מזומנים נטו שנבעו (שימוש) לפעילות שוטפת	78,208
תמורה ממימוש ני"ע סחירים, נטו	(112,062)
השקעה ברכוש קבוע	(1,302)
תמורה ממימוש רכוש קבוע	312
רכישת השקעות לז"א	(1,150)
פרעון השקעות לז"א	50
פקדון לז"ק, נטו	(942)
פקדון לז"א	(164)
פרעון הלוואה שניתנה לחברה כלולה	5,561
השקעה נוספת בחברה מאוחדת	(44,287)
רכישת חברות מאוחדות שאוחדו לראשונה	(31,228)
מזומנים נטו (ששימוש לפעילות) שנבעו מפעילות השקעה נמשכת	(185,212)
מזומנים נטו (ששימוש לפעילות) שנבעו מפעילות השקעה מופסקת	347
מזומנים נטו (ששימוש לפעילות) שנבעו מפעילות השקעה	(184,865)

גיוס של 100 מיליון ש"ח פוגע ביחסים הפיננסיים – יחס הון עצמי למאזן יורד מ- 48% ל-37%, יחס חוב פיננסי, ברוטו, ל- FFO עולה מ- 1.62 ל- 3.62

אלפי ש"ח, 31.12.2005	לפני גיוס	אחרי גיוס 100 מיליון ש"ח
תיק נזיל *	178,257	278,257
חוב פיננסי, ברוטו *	81,433	181,433
חוב פיננסי, נטו	(96,652)	(96,652)
חוב פיננסי, ברוטו, ל- FFO	1.62	3.62 **
חוב פיננסי, ברוטו, ל- CAP	33%	53%
הון למאזן	48%	37%

* בנטרול כ- 17 מיליון ש"ח- הלוואה Back-to-back כנגד פיקדון בדש ני"ע.

** ללא התחשבות בתשואה על הגיוס החדש.

כחברת בורסה מחויבת דש בשמירה על אמות מידה פיננסיות, ביניהן: מינימום הון עצמי נדרש כפונקציה של היקפי פעילות חדר המסחר, שמירה על 50% מההון העצמי הנדרש באמצעים נזילים, ושמירה על עודף נכסים שוטפים על התחייבויות שוטפות בהיקף של לפחות 50% מההון העצמי הנדרש. הנחת העבודה היא כי יתרות המזומנים בדש לא תשמשנה לשירות חוב כלשהו הנמצא בחברה אחרת בקבוצה.

קופות מדווחות ב - 2005	נכסים					צבירה - ללא העברות בין קופות					תאגיד שולט
	2005	2004	2003	2002	2001	2005	2004	2003	2002	2001	
62	53,841	49,782	46,359	41,688	42,660	557	654	-690	-1,232	-1,396	בנק הפועלים בע"מ
52	36,024	32,949	30,973	27,867	30,222	430	-284	-1,384	-1,241	-1,566	בנק לאומי לישראל בע"מ
14	19,540	19,584	18,140	16,328	17,323	13	-87	-477	-837	-606	בנק דיסקונט לישראל בע"מ
60	11,916	10,744	9,531	8,303	8,572	-8	253	-81	-295	-83	בנק המזרחי המאוחד בע"מ
12	11,417	10,089	9,120	7,995	8,147	354	256	-12	-228	153	בנק יחב לעובדי המדינה בע"מ
7	10,612	9,966	9,394	8,214	8,546	340	371	212	-94	730	בנק לאומי בשיתוף עם בנק דיסקונט
6	9,775	8,543	7,699	6,569	6,394	238	233	131	218	256	ע"י - הסתדרות המורים בישראל
19	7,855	7,451	7,229	6,571	7,106	-127	47	-180	-171	-172	חבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ
19	5,922	3,637	2,572	1,751	1,322	554	303	180	178	215	דש ניירות ערך והשקעות בע"מ
14	3,567	3,061	2,755	2,396	2,481	132	107	9	-40	16	בנק מרכנתיל דיסקונט בע"מ
2	3,461	3,022	2,699	2,306	2,199	164	129	65	84	88	ע"י-קופות הגמל של האקדמאים במח"ר
1	2,938	2,604	2,301	1,994	2,422	73	121	0	-380	56	חבר משרתי הקבע
7	2,284	1,058	386	158	57	356	144	71	32	24	אקסלנס השקעות בע"מ
11	2,210	1,128	436	236	183	243	137	41	22	32	אנליסט שירותי ניהול השקעות
2	2,186	1,925	1,742	1,452	1,389	48	38	45	80	71	בנק מסד בע"מ
6	2,159	1,946	1,754	1,517	1,559	50	72	8	-64	-33	בנק אוצר החייל בע"מ
20	2,097	1,554	1,256	941	916	131	93	70	57	98	כלל חברה לבטוח בע"מ
2	1,811	1,582	1,432	1,256	1,229	54	36	2	40	54	ע"י - ארגון המורים העל יסודיים
15	1,678	1,434	1,292	1,111	1,149	26	-9	0	-10	1	מנורה פיננסים בע"מ
9	1,348	285	7	0	0	179	35	2	0	0	מיטב בית השקעות (מאיה) בע"מ
3	1,314	592	164	42	1	154	82	23	11	1	אופקס השקעות בע"מ
2	1,128	966	843	707	632	60	54	45	66	60	ע"י - מחוג מינהל הגמל לעובדי חברת חשמל
18	970	954	641	472	414	-11	59	34	30	19	הלמו אלדובי פיננסים בע"מ
6	964	770	733	667	782	84	-10	-20	-97	57	בנק אוגד לישראל בע"מ
6	917	138	22	0	0	110	10	2	0	0	אלטשולר שחם בע"מ
216	37,376	32,829	29,745	25,981	25,848	981	885	153	-100	254	אחר
591	235,310	208,593	189,225	166,522	171,553	5,185	3,729	-1,751	-3,971	-1,671	סה"כ

טבלה ב'

דש איפקס (לא פרופורמה)

אלפי ש"ח	FY 2005	FY 2005	FY 2004	FY 2004	FY 2003	FY 2003
הכנסות						
דמי ניהול קופות גמל	42%	77,870	47%	34,820	45%	18,075
דמי ניהול קרנות נאמנות	18%	33,513	14%	10,251	16%	6,528
דמי ניהול תיקי לקוחות	10%	19,058	16%	11,834	14%	5,777
דמי ניהול ועמלות מחיתום	26%	47,646	10%	7,055	2%	953
עמלות משירותי בורסה	2%	3,541	4%	3,297	6%	2,531
הנפקת מכשירים	0%	-	0%	-	0%	-
הכנסות נוסטרו	3%	4,962	9%	6,665	16%	6,424
אחר	0%	-	0%	-	0%	-
סה"כ	100%	186,590	100%	73,922	100%	40,288

אנליסט

אלפי ש"ח	FY 2005	FY 2005	FY 2004	FY 2004	FY 2003	FY 2003
הכנסות						
דמי ניהול קופות גמל	19%	26,910	14%	12,358	11%	4,885
דמי ניהול קרנות נאמנות	62%	86,720	63%	55,485	40%	18,209
דמי ניהול תיקי לקוחות	4%	5,282	5%	4,048	7%	3,233
דמי ניהול ועמלות מחיתום	4%	5,187	1%	896	1%	383
עמלות משירותי בורסה	0%	-	0%	-	0%	-
הנפקת מכשירים	0%	-	0%	-	0%	-
הכנסות נוסטרו	11%	15,503	17%	14,599	42%	19,342
אחר	0%	-	0%	-	0%	-
סה"כ	100%	139,602	100%	87,386	100%	46,052

אקסלנס

אלפי ש"ח	FY 2005	FY 2005	FY 2004	FY 2004	FY 2004	FY 2004
הכנסות						
דמי ניהול קופות גמל	13%	29,000	8%	13,000	4%	5,000
דמי ניהול קרנות נאמנות	10%	22,000	9%	15,000	6%	7,000
דמי ניהול תיקי לקוחות	5%	12,000	6%	10,000	10%	11,000
דמי ניהול ועמלות מחיתום	8%	19,000	9%	14,000	3%	4,000
עמלות משירותי בורסה	18%	41,000	22%	35,000	39%	45,000
הנפקת מכשירים	36%	81,000	25%	41,000	8%	9,000
הכנסות נוסטרו	9%	20,000	20%	33,000	30%	34,000
אחר	0%	-	0%	-	0%	-
סה"כ	100%	224,000	100%	161,000	100%	115,000

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג -מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים לשלם
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי + פחת + הפחתות + גידול במסים נדחים לשלם + גידול בזכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות + הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) –דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פירעון 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 פירעון, 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

חברת מידרוג מאשרת בזאת לחברת דש איפקס הולדינגס בע"מ לכלול את דוח הדירוג או חלקים ממנו, אשר נכתב ע"י מידרוג, בתשקיף ההנפקה לציבור.
במקרה ובתשקיף יכללו קטעים מהדוח או רק את תמציתו, תעביר חברת דש איפקס הולדינגס בע"מ למידרוג, בכתב וקודם לפרסום התשקיף, את הקטעים או התמצית לאישור.

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") 2006.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכוניו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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.