

י.ד מור השקעות בע"מ

מעקב | יולי 2022

אנשי קשר:

ניל הראל

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
nilh@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים
Itay.navarra@midroog.co.il

י.ד מור השקעות בע"מ

דירוג סדרה	A2.il	אופק דירוג: יציב
------------	-------	------------------

מידורג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרה א'), שהנפיקה י.ד מור השקעות בע"מ (להלן: "החברה" / "מור השקעות"). מ- A3.il ל- A2.il ומותירה את אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1167303	A2.il	יציב	30/06/2026

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת בשיפור מתמשך בפרופיל העסקי לאור הגידול המשמעותי בנכסים המנוהלים, ובעיקר בענף הגמל בשנים האחרונות, שהוביל לעלייה בהיקף ההכנסות. כמו כן, העלאת הדירוג נתמכת גם מהצמיחה בכרית ההון נוכח הנפקת מניות לציבור של מור גמל ופנסיה בע"מ ("מור גמל ופנסיה" או "החברה המנהלת") אשר תומכת ביחס המינוף, לצד יחסי כיסוי ופרופיל נזילות בולטים לטובה, אשר תומכים אף הם בהעלאת הדירוג.

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי הולם ביחס לדירוג, הנתמך בצמיחה גבוהה בהיקף הנכסים המנוהלים אולם מוגבל בשל פיזור מוצרים נמוך יחסית. הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך ביחסי כיסוי טובים לרמת הדירוג ובמינוף מאזני נמוך יחסית, גם בעקבות הנפקת מניות לציבור של החברה המנהלת. מנגד, שיעורי הרווחיות צפויים להיוותר נמוכים יחסית בשל המשך אסטרטגיית הצמיחה של החברה במגזר הגמל והפנסיה.

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ- 70 מיליארד ₪ נכון ליום ה- 12 ביוני 2022. בשנים האחרונות פעלה החברה על פי התכנית אסטרטגית רב שנתית להקמת פעילויות חדשות וביסוס מעמדה בתחומי החיסכון קצר טווח לצד צמיחה מואצת בתחום חיסכון לטווח ארוך (ניהול קופות גמל והשתלמות). כך, מסוף שנת 2020 ועד ה- 12 ביוני 2022, צמחו הנכסים המנוהלים של החברה בשיעור משמעותי של כ-17%, כאשר אלו משקפים גם את חוזק המותג, יכולת יצור תשואות טובה ביחס לקבוצת ההשוואה וכן קשרי גומלין מתפתחים עם מערך סוכני הפצה ושיווק חיצוניים. צמיחה זו בהיקף הנכסים המנוהלים הובילה לשינוי בתמהיל הנכסים של החברה, תוך הקטנת התלות בפעילות קרנות הנאמנות ופיזור הנכסים המנוהלים. עם זאת, נציין כי תמהיל זה עדיין מוגבל יחסית להערכתנו, וכולל חשיפה גבוהה לשוק ההון ומתאם חיובי בין הפעילויות נוכח מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינוי שוק קצרי טווח, כאשר משקלם בתמהיל הולך ופוחת עם הצמיחה המואצת בתחום חיסכון ארוך טווח, כאמור.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי השקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, המונעת גם על ידי רגולציה, שתמשיך להוביל להערכתנו ללחצים על דמי הניהול בחלק ממגזרי הפעילות ולתנודתיות שוק ההון, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.5%-5.0% בשנים 2022-2023 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית יותר מוגבל להערכתנו בטווח הזמן הקצר, וזאת על רקע סביבת האינפלציה הצפויה לצד מאפייני שוק העבודה, אשר צפויים להשפיע על קצב העלאות הריבית בטווח התחזית ומשךך להשליך על התמתנות בפעילות הכלכלית במשך. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון כאמור, אשר ימתנו אף הם את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון וניהול הנכסים, ובעיקר את פוטנציאל הצמיחה במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וניהול תיקים) נוכח אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדיונות משמעותיים בתקופות של תנודתיות בשווקים. עם זאת, איננו צופים שחיקה משמעותית בהיקף נכסי קרנות הנאמנות וניהול תיקים של החברה, וזאת נוכח הערכתנו למיקומה הטוב בקרב מערכת ההפצה הבנקאית ולצד חוזק המותג, אשר מסייע לחברה למתן את היקף הפידיונות בתחומים אלו. כמו כן, עליית הריבית עשויה להשפיע לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החיסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב) דרך קרנות נאמנות וניהול תיקים. בתרחיש זה, אנו צופים המשך גידול אורגני משמעותי של כ-25%-30% במצטבר בשנים 2022-2023 ביחס לשנת 2021 בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה,

בעיקר במגזר הגמל והפנסיה, כאשר מגזרי הקרנות נאמנות וניהול תיקים ישמרו על יציבות יחסית. כמו כן, זכייתה של החברה כאחת מארבע קרנות הפנסיה הנבחרות, צפויה לתמוך להערכתנו בגידול בהיקף הנכסים במגזר הפנסיה בטווח התחזיתי. בתוך כך, אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח של 75-100 מיליארד ₪ וכנגזר יוביל לגידול בהיקף ההכנסות בטווח שבין 480-600 מיליון ₪ לעומת כ-347 וכ-217 מיליון ₪ בשנים 2021 ו-2020, בהתאמה. כמו כן, צמיחה זו בתחומי חיסכון לטווח בינוני-ארוך, ישליכו על תמהיל הנכסים המנוהלים, אשר יוסיף להיות מוטת לתחום חיסכון ארוך טווח, שיהווה להערכתנו כ-55%-65% מסך הנכסים המנוהלים בשנים 2022-2023. גורמים אלה מבטאים להערכתנו את השיפור במיצוב העסקי ותומכים בהעלאת הדירוג.

מנגד, היקף ההוצאות צפוי לצמוח בקצב של כ-25%-40% בשנה, ולהתמתן בהדרגה בשנת 2023 בשל יתרונות לגודל כתוצאה מהמשך הגידול בפעילות, עליית שכר והמשך גידול במצבת העובדים שיתמתן להערכתנו במהלך שנת 2023, לצד המשך השקעות בהתייעלות תפעולית מבוססת טכנולוגיה. כך, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) צפויים לשמור על יציבות מסוימת, ולנוע בטווח שבין 15%-11%, כאשר אלו עדיין נמוכים ביחס לדירוג.

להערכתנו, כרית ההון תמשיך לשמור על יציבות מסוימת בטווח הזמן הקצר והבינוני נוכח מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית, בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי. משכך, יחס המינוף צפוי לנוע בטווח שבין 40%-35%. כמו כן, אנו מעריכים כי ה-EBITDA תנוע בטווח שבין 60-90 מיליון ₪ לשנה בשנים 2022-2023 (בהשוואה לכ-50 מיליון ₪ בשנת 2021), כאשר בשנה הנוכחית אנו מעריכים כי הסכום יעמוד בחלק הנמוך של הטווח. להערכתנו ה-FFO צפוי להמשיך לצמוח ולנוע בטווח של 40-60 מיליון ₪ בשנים 2022-2023. זאת במקביל לפירעון קרן שנתי של כ-18 מיליון ₪ בשנה בטווח התחזיתי. כנגזר, יחס הכיסוי חוב ברוטו (כולל התחייבות בגין חכירה) ל-FFO צפוי להשתפר ולנוע בטווח שבין 2.2-3.6 בטווח התחזיתי. יחס חוב ברוטו ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 2.0-2.5, ומעיד על גמישות פיננסית גבוהה. יחסי כיסוי אלו תומכים אף הם בהעלאת הדירוג.

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ונתמך במרכיב של נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המהווה כרית ביטחון מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון. במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הביאה בחשבון את מדיניותה הפיננסית של החברה לחלוקת רווחים רחבה יחסית, בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, המעיבה להערכתנו על הפרופיל הפיננסי של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה וסך הנכסים המנוהלים
- שיפור בפיזור קווי העסקים המשמעותיים
- הצגת רווחיות גבוהה יחסית לתרחיש הבסיס של מידרוג לאורך זמן
- שמירה על כרית הונית הולמת נוכח הצמיחה בהיקפי הפעילות ובדרישות ההון

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג :

- שחיקה בפרופיל העסקי אשר תתבטא בשחיקה בהכנסות החברה
- שחיקה מתמשכת ביחסי הרווחיות מעבר להערכותינו בתרחיש הבסיס
- שחיקה מתמשכת בהיקף הכרית ההונית גם נוכח חלוקת דיבידנדים

י.ד מור השקעות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

2018	2019	2020	2021	31.03.2021	31.03.2022	
21	19	116	104	64	234	יתרות נזילות חופשיות [1]
3	5	102	210	102	159	חוב פיננסי מתואם ברוטו [2]
63	70	105	127	107	239	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
85	98	271	454	274	577	סה"כ נכסים
169	182	217	347	73	115	הכנסות
59	45	28	47	9	16	רווח לפני מס
61	46	32	50	10	18	EBITDA [5]
39	27	17	29	1	11	FFO
19,641	24,859	32,527	65,448	41,875	[3]70,650	סך נכסים מנוהלים לסוף תקופה (ללא קרנות השקעה)

יחסים מותאמים של מידורג

75%	72%	39%	28%	39%	41%	הון למאזן
631%	393%	114%	49%	63%	147%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
35%	25%	13%	13%	13%	14%	רווח לפני מס להכנסות
36%	25%	15%	14%	13%	16%	EBITDA להכנסות
0.1X	0.1X	3.2X	4.2X	3.4X	2.7X	חוב ברוטו ל- EBITDA [2] [4]
0.1X	0.2X	6.0X	7.3X	7.1X	4.0X	חוב ברוטו ל- FFO [2] [4]

* החל משנת 2019 החברה החלה ליישם את תקן חשבונאות IFRS 16. מספרי השוואה בתקופות קודמות לא עודכנו רטרופקטיבית [1] מזומנים ושווי מזומנים בניכוי יתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים

[2] החוב הפיננסי המתואם כולל התחייבויות חכירה, אגרות חוב במחזור והלוואות מתאגידים בנקאיים; בשנת 2021 החוב כולל התחייבויות למשקיעים בחברה בת. עם זאת, ביום 9 בפברואר 2022, עם ההנפקה לציבור של מניות מור גמל ופנסיה, הומרה ההתחייבויות למשקיעים בחברה בת למניות מור גמל ופנסיה [3] ליום ה-12 ביוני 2022

[4] מתייחס ל-12 החודשים האחרונים מנקודת החתך

[5] רווח לפני מס ולפני מיסים, פחת והפחתות ורווח (הפסד) מנכסים פיננסיים בשווי הון דרך רווח והפסד

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שיפור מתמשך בפרופיל העסקי הנשען על צמיחה גבוהה בענף הגמל התומך בפוטנציאל ייצור ההכנסות; מנגד, פיזור

המוצרים נמוך יחסית

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ-70 מיליארד ₪ נכון ליום ה-12 ביוני 2022, זאת לעומת כ-42 מיליארד ₪ ליום 31 במרץ 2021 וכ-65 מיליארד ליום 31 בדצמבר 2021. צמיחה זו בהיקף הנכסים המנוהלים נבעה מגיבוש תכנית אסטרטגית רב שנתית להקמת פעילויות חדשות, ובהם הקמת פעילות גמל והשתלמות בשנת 2018 והקמת פעילות הברוקראז' בשנה לאחר מכן. אלו, לצד המשך ביסוס מעמדה בתחומי היסכון קצר טווח - קרנות נאמנות וניהול תיקים, הובילו לצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים (AUM) בין השנים 2018-2020, כפי שהשתקף בשיעור גידול שנתי מורכב (CAGR) של כ-30% בשנים האלו. בנוסף לכך, מסוף שנת 2020 ועד ה-12 ביוני 2022, צמחו הנכסים המנוהלים של החברה בשיעור משמעותי של כ-117%, וזאת בעיקר נוכח ביסוס מעמדה בתחום היסכון לטווח ארוך (ניהול קופות גמל והשתלמות), כאשר אלו משקפים גם את חוזק המותג, יכולת ייצור תשואות טובה ביחס לקבוצת ההשוואה וכן קשרי גומלין מתפתחים עם מערך סוכני הפצה ושיווק חיצוניים. להערכתנו, גורמים אלה אפשרו לחברה לגבות דמי ניהול גבוהים ביחס למתחרים בחלק ממגזרי הפעילות, ולהציג צמיחה משמעותית ועודפת ביחס למתחריה העיקריים בנכסים המנוהלים בשנתיים האחרונות ולשפר את מיצובה העסקי. צמיחה זו בהיקף הנכסים המנוהלים הובילה לשינוי בתמהילי הנכסים של החברה, תוך הקטנת התלות בפעילות קרנות הנאמנות ופיזור הנכסים המנוהלים. נכון ל-12 ביוני 2022, תמהיל זה כלל בעיקר קופות גמל וקרנות השתלמות אשר היוו כ-52% (כ-37 מיליארד ₪) מסך הנכסים המנוהלים, קרנות נאמנות אשר היוו כ-31% (כ-22 מיליארד ₪) וניהול תיקי השקעות אשר היוו כ-16% (כ-12 מיליארד ₪). עם זאת, נציין כי תמהיל זה עדיין מוגבל יחסית להערכתנו, וכולל חשיפה גבוהה לשוק

¹ תמהיל זה אינו כולל פעילויות נוספות בתחום שירותי ברוקראג' בניירות ערך זרים, תחום קרנות השקעה וסוכנות ביטוח פנסיוני

ההון ומתאם חיובי בין הפעילויות נוכח מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח, כאשר משקלם בתמהיל הולך ופוחת (2018: קרנות נאמנות וניהול תיקים היוו כ-70% מסך התמהיל), עם הצמיחה המואצת בתחום חיסכון ארוך טווח, כאמור. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2022-2023, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי השקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, המונעת גם על ידי רגולציה, שתמשיך להוביל להערכתנו ללחצים על דמי הניהול בחלק ממגזרי הפעילות ולתנודתיות שוק ההון, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.5%-5.0% בשנים 2022-2023 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית יותר מוגבל להערכתנו בטווח הזמן הקצר, וזאת על רקע סביבת האינפלציה הצפויה לצד מאפייני שוק העבודה כאמור, אשר צפויים להשפיע על קצב העלאות הריבית בטווח התחזיתי ומשך השליך על התמתנות בפעילות הכלכלית במשך. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוק ההון כאמור, אשר ימתנו אף הם את פוטנציאל הצמיחה הענפית בתחומי החיסכון וניהול הנכסים, ובעיקר על פוטנציאל הצמיחה במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וניהול תיקים) נוכח אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדינות משמעותיים בתקופות של תנודתיות בשווקים. עם זאת, איננו צופים שחיקה משמעותית בהיקף נכסי קרנות הנאמנות וניהול תיקים, וזאת נוכח הערכתנו למיקומה הטוב בקרב מערכת ההפצה הבנקאית ולצד חוזק המותג, אשר מסייע לחברה למתן את היקף הפידיונות בתחומים אלו. כמו כן, עליית הריבית עשויה להשפיע לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב) המנוהלים דרך קרנות נאמנות וניהול תיקים. כמו כן, אנו מעריכים כי מקור הצמיחה העיקרי של החברה יותר מתחומי החיסכון לטווח בינוני-ארוך, כאשר להערכתנו החברה צפויה להמשיך לצמוח אורגנית לאור מיקוד אסטרטגי בתחומי הגמל והשתלמות, פוטנציאל תשואה טוב ביחס למתחרים וחוזק המותג להערכתנו, אשר תומכים בהמשך צמיחה בטווח התחזיתי, לצד המשך חיזוק הקשר והרחבת מערך השיווק וההפצה מול סוכני הביטוח.

כמו כן אנו צופים כי הרחבת רישיונה של מור גמל ופנסיה לעיסוק בענף ביטוח הפנסיה לאחר קבלת היתר מאת הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון בחודש פברואר 2022, וזכייתה של מור גמל ופנסיה בהליך "קרנות נבחרות", בהתאם להודעת רשות שוק ההון מיום 14 בספטמבר 2021, יתמוך אף הוא בצמיחה בפעילות החברה ובחוזק המותג לאורך זמן. לצד זאת, הנפקתה של החברה המנהלת לצד העמדת מקורות מימון מהמערכת הבנקאית ומסגרות אשראי מהחברה, צפויות להערכתנו לתמוך בדרישות ההון הצפויות נוכח תחזית הצמיחתה. נציין כי ביום 14 באפריל 2022, נחתם הסכם עם נס א.ט. בע"מ ("נס") לרכישת תוכנה והענקת שירותי תוכנה וצידוד והענקת זכויות שימוש במערכת "נס פנסיה" ובמערכות נוספות, לצורך תפעול קרנות הפנסיה המנוהלות על ידה. לאור כל אלה, להערכתנו צפוי המשך גידול אורגני משמעותי של כ-25%-30% במצטבר בשנים 2022-2023 ביחס לשנת 2021 בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה, בעיקר במגזר הגמל והפנסיה, כאשר מגזרי הקרנות נאמנות וניהול תיקים ישמרו על יציבות יחסית עד צמיחה מתונה בלבד. כך אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח של 75-100 מיליארד ₪ וכנגזר יוביל לגידול בהיקף ההכנסות בטווח שבין 480-600 מיליון ₪ לעומת כ-347 וכ-217 מיליון ₪ בשנים 2021 ו-2020, בהתאמה. כמו כן, צמיחה זו בתחומי חיסכון לטווח בינוני-ארוך, ישליכו על תמהיל הנכסים המנוהלים, אשר יוסיף להיות מוטל לתחום חיסכון ארוך טווח, שיהווה להערכתנו כ-55%-65% מסך הנכסים המנוהלים בשנים 2022-2023. גורמים אלה מבטאים להערכתנו את השיפור במיצוב העסקי ותומכים בהעלאת הדירוג.

שיעורי הרווחיות יוותרו נמוכים יחסית בטווח התחזיתי נוכח הצמיחה הצפויה בהיקפי הפעילות והמשך גידול בהוצאות לצורך הרחבת פעילותה של החברה ובעיקר בענף הפנסיה

שיעור דמי הניהול המשוקלל בגין סך הנכסים המנוהלים של החברה נמצא במגמת שחיקה בשנים האחרונות, כך שאלה עמדו בממוצע בשנים 2017-2019 על כ-0.80%, וזאת לעומת ממוצע דמי הניהול של כ-0.60% בשנים 2020-2021. שחיקה זו נבעה בעיקר מגידול בפעילות קרנות מחקוקות וקרנות הסל, המאופיינות בדמי ניהול נמוכים יחסית בתחום הקרנות ומשינוי בתמהיל תיק הקרנות, אשר נבע ממגמות שוק ומירידות שערים אשר הובילו לקיטון בקרנות המנייתיות לעומת קרנות החוב. בנוסף, הצמיחה בניהול קופות מפעילות ופוליסות חיסכון במסגרת ניהול התיקים הובילו אף הם לקיטון בממוצע המשוקלל בדמי הניהול. פרט לכך, נציין כי דמי הניהול ביתר הפעילויות שמר על יציבות ואף צמח לאורך השנים האחרונות כאשר החברה שומרת על פער מממוצע דמי הניהול הענפיים בחלק

מענפי הפעילות בשל חוזק המותג ושיפור במיצובה העסקי, להערכתנו. כמו כן, לאורך השנים האחרונות חל גידול מואץ בהיקף הנכסים המנוהלים, אשר הובילו לעלייה משמעותית בהיקף ההכנסות בשיעורים של כ-20% בשנת 2020 וכ-60% בשנת 2021. במקביל, החברה הציגה גידול מואץ בהיקף ההוצאות בין השאר בשל הגדלה משמעותית את כח האדם במור גמל ופנסיה שהכפיל את עצמו באותם שנים, השקעות במחשוב וכן מעלייה ניכרת בהוצאות עמלות לסוכנים. לאור זאת, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) נשחקו בשנים 2020-2021 ועמדו על כ-13%, לעומת שיעור רווחיות ממוצע של כ-30% בשנים 2017-2019. כמו כן, במהלך שני הרבעונים האחרונים, חלה עליה נוספת בהיקף ההוצאות שנבעה גם מהקמת מערך הפנסיה, ובעקבות כך, נרשמות הוצאות משמעותיות יחסית באופן מיידי. על כן, פוטנציאל הרווח מתחום זה תלוי בקצב צבירת נכסים מתחום זה ומיתרונות לגודל. בנטרול זאת, מערך הגמל מציג שיפור ברווחיות נוכח הצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים, ויציבות בשיעור דמי הניהול הנגבים. בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023 אנו מעריכים צמיחה בהיקף ההכנסות בשיעור מצטבר של כ-25%-40% בשנה, כאשר עיקר הצמיחה תנבע מפעילות מגזר הגמל וההשתלמות. זאת בשל הערכתנו להמשך גידול בהיקף הנכסים המנוהלים, כאמור ומיציבות מסוימת בשיעור דמי הניהול, כאשר השפעת התחרות והרגולציה, המעודדות תחרות מחיר ימותנו מקצב העלאות הריבית בטווח התחזיתי, אשר עשויות להשליך לחיוב על פוטנציאל התשואה ומשכך על דמי הניהול הממוצעים שתגבה החברה בעיקר בתחומי הקרנות. היקף ההוצאות צפוי לצמוח בקצב של כ-25%-40% בשנה, ולהתמתן בהדרגה בשנת 2023 בשל יתרונות לגודל כתוצאה מהמשך הגידול בפעילות, עליית שכר והמשך גידול במצבת העובדים שיתמתן להערכתנו במהלך שנת 2023, לצד המשך השקעות בהתייעלות תפעולית מבוססת טכנולוגיה. כך, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) צפויים לשמור על יציבות מסוימת, ולנוע בטווח שבין 11%-15%, כאשר אלו עדיין נמוכים ביחס לדירוג.

צמיחת כרית ההון נוכח הנפקת מניות לציבור של החברה המנהלת תומכת ביחס המינוף שהינו מתון יחסית כאשר יחסי הכיסוי תומכים בהעלאת הדירוג

החברה מאופיינת במינוף מאזני הולם, שהשתפר בשנה האחרונה, כפי שמשתקף ביחס ההון המיוחס לבעלי המניות למאזן, שעמד על כ-41% ליום ה-31 במרץ 2022 לעומת כ-28% נכון ל-31 בדצמבר 2021. השיפור במינוף נבע מהנפקת מניות לציבור של החברה הבת, מור גמל ופנסיה בתמורה לכ-100 מיליון ש"ח ברוטו, וזאת בנוסף לכ-54 מיליון ש"ח (הון מיוחס לזכויות שאין מקנות שליטה) שגייסה מור גמל ופנסיה בשנת 2021, במסגרת עסקת SAFE². כך, היקף ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה עמד על כ-239 מיליון ש"ח נכון ל-31 במרץ 2022, וזאת לעומת היקף של 107 מיליון ש"ח אשתקד. להערכתנו, כרית ההון תמשיך לשמור על יציבות מסוימת בטווח הזמן הקצר והבינוני נוכח מדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית, בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, כאשר בפועל ב-5 שנים האחרונות, חילקה החברה כ-100% מהרווח הנקי במצטבר, ומשכך בניית הכרית במהלך השנים האחרונות נעשתה בדרך של גיוסים והנפקות הון שביצעה החברה והחברה המנהלת, וללא בניה אורגנית מהרווחים השוטפים כאמור. עובדה זו מעיבה על הדירוג ומשקפת מדיניות פיננסית אגרסיבית יחסית. בתוך כך, יחס המינוף ישחק במידה מסוימת, וינוע בטווח שבין 40%-35%. נציין כי, מאפייני אגרות החוב שגייסה החברה במהלך שנת 2020 מקנות אופציית המרה למניות רגילות של החברה, אולם בתרחיש זה לא לקחנו בחשבון את המרת החוב למניות. עם זאת, נציין כי היקף החוב צפוי להיות מושפע כתוצאה מאופציית ההמרה, כפי שאירע במהלך שנת 2021 ובמהלך הרבעון הראשון לשנת 2022, בהיקף מצטבר של כ-10 מיליון ש"ח שהשפיע על קיטון החוב ברוטו. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים EBITDA בטווח של 60-90 מיליון ש"ח לשנה בשנים 2022-2023 (בהשוואה לכ-50 מיליון ש"ח בשנת 2021), כאשר בשנה הנוכחית אנו מעריכים כי הסכום יעמוד בחלק הנמוך של הטווח. להערכתנו ה-FFO צפוי להמשיך לצמוח ולנוע בטווח שבין 40-60 מיליון ש"ח בשנים 2022-2023. זאת במקביל לפירעון קרן שנתי של כ-18 מיליון ש"ח בשנה בטווח התחזיתי. כנגזר, יחס הכיסוי חוב ברוטו (כולל התחייבות בגין חכירה) ל-FFO צפוי להשתפר ולנוע בטווח שבין 2.2-3.6 בטווח התחזיתי. יחס זה בולט לטובה ותומך בהעלאת הדירוג.

² ביום 6 באוקטובר 2021, התקשרו החברה ומור גמל ופנסיה בהסכמים נפרדים לגיוס הון של 53.7 מיליון ש"ח במור גמל ופנסיה, המבוססים על הקצאת מניות עתידית למשקיעים בהתקיים הנפקה ראשונה לציבור של מור גמל ופנסיה ("עסקת SAFE"). לפרטים נוספים אודות עסקת ה-SAFE והתוספת לאחד מהסכמי ה-SAFE, ראו דיווח מיידי מיום 29 בנובמבר 2021, אשר האמור בהם נכלל על דרך ההפניה.

גמישות פיננסית ופרופיל נזילות טובים ביחס לדירוג

הגמישות הפיננסית משתקפת ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA אשר נע בטווח שבין 3.1-4.2 בשנים 2020-2021 וצפוי להשתפר בטווח התחזית ולנוע בטווח של 1.4-2.4, הבולט לטובה גם כן ביחס לדירוג. זאת לאור הגידול הצפוי בהיקף ה-EBITDA ובמקביל לאמורטיזציה השוטפת בחוב הפיננסי (ללא הנחת גיוס נוסף). בנוסף, הגמישות הפיננסית נתמכת במרחק הולם מהקובננטים של אגרות החוב. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ונתמך במרכיב של נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המהווה כרית ביטחון מיידי כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובגישות לגורמי מימון. יתרת הנכסים הנזילים החופשיים מהווה כ-100%-125 מסך החוב ברוטו בטווח התחזית, כאשר שיעורים אלו בולטים לטובה ביחס לדירוג. לחברה נכסים פיננסיים נוספים הכוללים בעיקר השקעה בקרנות גידור והשקעה, לרבות קרן CLO (L MORE CLO LTD), קרן אלקטרה נדל"ן ומור קו-אינווסט (אל פי) שותפות מוגבלת בסך כולל של כ-32 מיליון ₪ ליום ה-31 במרץ 2022. נציין כי, לא קיימים שעבודים משמעותיים על נכסי החברה, לרבות על המשרדים שבבעלותה, ששוויים בספרי החברה עמד על כ-57 מיליון נכון ל-31 במרץ 2022, וזאת לאחר עסקאות לרכישת שטחי משרדים בבניין ב.ס.ר 1 ברמת גן בשנתיים האחרונות (ר"ק בשנת 2020 עמד על כ-14 מיליון ש"ח). נתון זה תורם אף הוא לגמישות הפיננסית של החברה. עם זאת, נציין כי פוטנציאל יצור תזרים חופשי חיובי (FCF) נותר נמוך בשנות התחזית, לאור הערכתנו להיקף חלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי מהרווח הנקי וללא הנחה לגידול משמעותי בהיקף השקעות בשנים אלו, אל מול קרן חוב צפויה של כ-18 מיליון ₪ בשנה התחזית.

שיקולים נוספים לדירוג

חלוקת דיבידנדים רחבה מחלישה את המדיניות הפיננסית

בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנדים שנקבעה על ידי דירקטוריון החברה מיום 18 ביולי 2017, החברה צפויה לחלק לפחות 80% מרווחיה השוטפים הראויים לחלוקה של החברה, כדיבידנדים לבעלי המניות. אנו מעריכים כי שיעור חלוקה זה מצביע על מדיניות פיננסית שאינה מאזנת דיו בין בעלי המניות בחברה לבין בעלי החוב, בהתחשב גם בהיקפו הצר יחסית של תזרים המזומנים החופשי של החברה ובתכניות הצמיחה שלה לשנים הקרובות. מדיניות פיננסית זו מעיבה על רמת הדירוג.

שיקולי ESG

שיקולי סביבה - לבתי ההשקעות בישראל חשיפה נמוכה יחסית לסיכונים סביבתיים. עם זאת, חברות אלו מתמודדות עם סיכון מוניטין הקשור לתפיסת הלקוחות, רגולטורים ומשתתפי שוק אחרים לגבי תגובתם לסיכונים סביבתיים ולניהול ESG באסטרטגיית ההשקעות של החברות בענף. אנו מעריכים כי הסיכון בהיבטי שיקולי הסביבה הינם נמוכים יחסית בענף בתי ההשקעות בישראל.

שיקולים חברתיים - להערכתנו החשיפה של בתי ההשקעות לסיכונים חברתיים הינה נמוכה-בינונית. גופים אלו חשופים בעיקר לסיכונים הקשורים בקשרי לקוחות, אשר משקפים את הסיכונים והזדמנויות סביב האופן שבו מנפיק מקיים אינטראקציה עם לקוחותיו. טיפול באבטחת מידע ופרטיות הלקוחות מהוות שיקולים חשובים בתחום שבו למנפיק קיים גישה לכמויות גדולות של נתונים אישיים.

שיקולים ממשל תאגידי - בתי ההשקעות בישראל נמדדים מול אסטרטגיה פיננסית וניהול סיכונים, אשר משקפים את סובלנות הדירקטוריון והנהלה לסיכון פיננסי, אשר יכולים להשפיע על רמות החוב, תזרים המזומנים ומבנה ההון של המנפיק. ההנהלה והיסטוריה של המנפיק ביחס למינוף והקצאת הון הם חלק מחישובים בקטגוריה זו. כך למשל, שינוי פתאומי במדיניות דיבידנד, אשר עשויה להצביע על גמישות פיננסית מופחתת, בעוד מדיניות שמרנית יותר תאפשר לחברה לעמוד טוב יותר כנגד תנודתיות והשפעות שליליות בשוק.

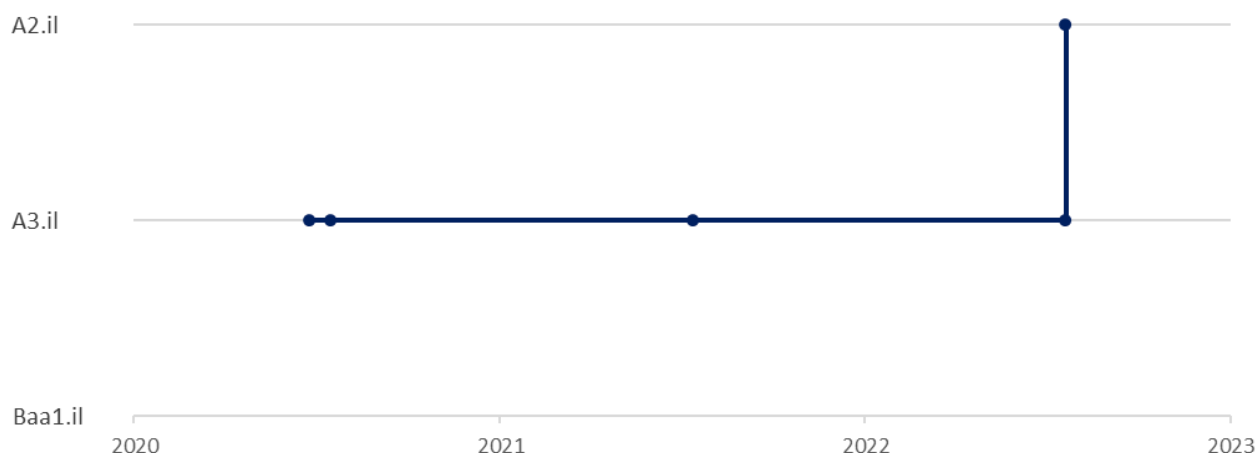
אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל ביום 24 במאי 2006 על פי חוק החברות, כחברה פרטית מוגבלת במניות. ביום 24 ביולי 2017 הפכה לחברה ציבורית, כהגדרתה בחוק החברות. בעלי המניות העיקריים של החברה הינם משפחת מאירוב (37.88% בהון), משפחת לוי (14.56%), הציבור (32.85%) ומוסדיים (12.53%).

לחברה אחזקה משמעותית במור גמל ופנסיה בע"מ, חברה אשר הוקמה ביום 12 באוגוסט 2013 כחברה פרטית מוגבלת במניות. ביום 9 בפברואר 2022 הפכה מור גמל ופנסיה לחברה ציבורית, כהגדרתה בחוק החברות. מור גמל ופנסיה מנהלת קופות גמל וקרנות פנסיה בהתאם לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, כאשר החל מיום 13 בפברואר 2022, החברה המנהלת היא בעלת רישיון לעסוק בענף ביטוח פנסיה. קרנות הפנסיה המנהלות על ידי מור גמל ופנסיה, קיבלו ביום 15 במרץ 2022 את אישור הממונה ואת בהתאם לתקנות מס ההכנסה.

החברה היא חברת החזקות הפועלת באמצעות חברות מוחזקות במגוון פעילויות הקשורות בשוק ההון בישראל. לקבוצה מספר תחומי פעילות עיקריים - תחום ניהול קרנות נאמנות, תחום ניהול תיקי השקעות, תחום ניהול קופות גמל ותחום מתן שירותי מסחר בניירות ערך ונכסים פיננסיים זרים (פעילות ברוקראז'), המדווחים גם כמגזרים עסקיים ברי דיווח בדוחותיה הכספיים של החברה. לחברה פעילויות נוספות בתחום קרנות השקעה והחל משנת 2019 סוכנות ביטוח פנסיוני אשר אינן מקיימות את הספים הכמותיים לפיהם נקבעים המגזרים ברי הדיווח בקבוצה ולכן נכללו יחד, כמגזר אחר. מר יוסי לוי ומר אלי לוי הינם מנכ"לים משותפים בחברה ומר מאיר גרידיש הינו יו"ר החברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[י.ד. מור השקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג בתי השקעות- דוח מתודולוגי, נובמבר 2015](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי- דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

31.07.2022	תאריך דוח הדירוג:
20.07.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.06.2020	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
י.ד מור השקעות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
י.ד מור השקעות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>