

י.ד מור השקעות בע"מ

מעקב | יולי 2021

אנשי קשר:

איתי נברה, סמנכ"ל

מערך דירוג ראשי, ראש תחום מוסדות פיננסיים

itay.navarra@midroog.co.il

י.ד מור השקעות בע"מ

דירוג סדרה	A3.il	אופק דירוג: יציב
------------	-------	------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה י.ד מור השקעות בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1167303	A3.il	יציב	30/06/2026

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי הנתמך בצפי לצמיחה משמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים אולם הפרופיל עודנו מוגבל בתמהיל מוצרים נמוך יחסית. הפרופיל הפיננסי של החברה מוגבל ומאופיין בשחיקה צפויה של יחסי המינוף והכיסוי לאור צפי לגיוס חוב נוסף. יחד עם זאת, פרופיל הנזילות בולט לטובה והגמישות הפיננסית הינה סבירה וצפויה להשתפר בטווח הבינוני. כמו כן, שיעורי הרווחיות צפויים להמשיך להיות נמוכים יחסית בשנות התחזית בשל המשך אסטרטגיית הצמיחה של החברה במגזר הגמל.

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ- 48 מיליארד ₪ נכון ליום 23 ביוני 2021 (כ- 42 מיליארד ₪, נכון ליום 31 במרץ 2021) החשופים למגוון גורמים אקסוגניים המשפיעים על טעמי הלקוחות. תמהיל המוצרים של החברה נמוך יחסית אולם חל שיפור בפיזור כאשר מגזר הגמל וההשתלמות מהווה מרכיב משמעותי מסך היקף הנכסים המנוהלים לצד מגזר קרנות הנאמנות, אשר מאופיין בחשיפה לשינויי שוק קצרי טווח. נכון ליום 31.03.2021, מגזר הגמל וההשתלמות היווה כ- 36.6% מסך הנכסים המנוהלים ומגזר קרנות הנאמנות היווה כ- 45% מסך הנכסים המנוהלים. אסטרטגיית החברה הינה לצמוח במגזר הגמל וההשתלמות, והחברה נערכה לכך בשנים האחרונות, עם תחילת ביסוסו של מערך גמל בחברה, כאשר מאז תחילת 2020 ניכרת צמיחה בשיעור משמעותי בנכסי החברה במגזר זה. בטווח התחזית ולאור אסטרטגיית החברה, אנו צופים כי משקלו של מגזר הגמל וההשתלמות ימשיך ויגדל בתמהיל ההכנסות והנכסים של החברה, גורם המהווה נקודה חיובית לשיפור הפרופיל העסקי ויציבות ההכנסות. בנוסף, החברה פועלת לפיתוח פעילויות נוספות, הכוללות שירותי ברוקראג' בניירות ערך זרים, תחום קרנות גידור, תחום קרנות ההשקעה וסוכנות ביטוח פנסיוני, הצפויות גם לתמוך בפיזור ההכנסות של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי השקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, שצפויה להערכתנו להמשיך וללחוץ על דמי הניהול והן בשל אי וודאות מסוימת לגבי תוצאות המשבר הכלכלי כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית, אשר עלולות להוביל לתנודתיות גבוהה יחסית בשווקים הפיננסיים. לצד זאת, בהתאם להערכות בנק ישראל¹, הסביבה הכלכלית צפויה להשתפר באמצעות צמיחה של כ- 5.5% ו- 6.0% בתמ"ג בשנים 2021 ו- 2022, בהתאמה. כמו כן, קיים צפי לצמצום בשיעורי האבטלה (שיעור ממוצע של 10.8% בשנת 2021 ו- 6.4% בשנת 2022 לעומת 15.9% בשנת 2020), אשר צפוי לתמוך את הצמיחה בהיקפי ההפקדות בעיקר במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך.

בתרחיש זה, אנו מעריכים צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים בשנות התחזית שתעמוד על כ- 59% וכ- 106% בשנים 2021 ו- 2022 בהתאמה, ביחס להיקף הנכסים המנוהלים נכון ליום 31 בדצמבר 2020. להערכתנו, צמיחה זו תיתמך בעיקר על ידי גידול בנכסי מגזר הגמל וקרנות ההשתלמות, וכן גידול מסוים בשאר פעילויות החברה, ובפרט מגזר קרנות הנאמנות ומגזר ניהול התיקים.

אנו צופים עליה בהיקף ההכנסות בשנות התחזית בשיעור שנתי משמעותי אשר עשוי להיות בטווח של 34%-38%. להערכתנו, עיקר הצמיחה תנבע מפעילות במגזר הגמל וקרנות ההשתלמות. לצד זאת, אנו מעריכים המשך שחיקה בדמי הניהול בחלק מהמגזרים, נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות לחץ על רמת המחירים. כמו כן, בשנות התחזית צפוי להערכתנו המשך גידול בהיקף ההוצאות, בשל המשך ביסוס פעילות הגמל, ובעיקר הוצאות השכר ועמלות הסוכנים, לאור הגידול הצפוי בנכסי הגמל. הגידול בהוצאות אלו ימותן במידה מסוימת לאור ירידה בהוצאות הישירות הנגזרות מהיקף הנכסים (כגון עמלות הפצה ועמלות תפעול).

¹ התחזית המקר-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל - יולי 2021

בהתאם לכך, שיעור הרווחיות של החברה צפוי להמשיך להיות נמוך יחסית, וינוע להערכתנו בטווח של 10%-14% בשנות התחזית, אשר הינו בולט לשלילה ביחס לדירוג.

אנו צופים כי בכוונת החברה לגייס חוב נוסף אשר להערכתנו יביא את יחס המינוף (הון עצמי למאזן) להיות בטווח של 24%-30% בשנות התחזית וזאת בהינתן למספר תרחישי לחץ שנבחנו בנוגע להיקף החוב שיגויס. מידרוג אינה צופה גידול משמעותי בכרית ההונית לאור צפי לחלוקת דיבידנדים בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, בהתאם למדיניות החברה. כמו כן, אנו מעריכים כי היקף ה- FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר-בינוני צפוי להישחק אף הוא לאור הערכתנו לשחיקה ברווחיות, ויעמוד בטווח שבין 15-35 מיליון ₪ בשנים 2021-2022, כאשר לצד הגידול הצפוי במינוף, יחס הכיסוי חוב ברוטו ל- FFO צפוי לנוע בטווח של 9.0x-12.0x ו-6.0x-4.5x בשנת 2021 ושנת 2022, בהתאמה וזאת בהתאם לתרחישי הלחץ שנבחנו. זאת ועוד, יחס חוב ברוטו ל- EBITDA צפוי לנוע בטווח של 4.5x-6.0x ו-2.5x-3.5x בשנת 2021 ושנת 2022, בהתאמה. יחס זה הינו הולם את הדירוג ומעיד על גמישות פיננסית סבירה אשר צפויה להשתפר בטווח הבינוני. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (גם בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המשמשים גם ככרית ביטחון מידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובגישות לגורמי מימון. יתרת הנכסים הנזילים החופשיים צפויה להוות 100%-125% מסך החוב ברוטו בשנות התחזית, רמה אשר הינה בולטת לטובה ביחס לדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. יחד עם זאת נציין כי קיימת בשלב זה אי וודאות מסוימת לגבי תוצאות המשבר הכלכלי כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית בכלל, על ענף בתי ההשקעות והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי והגמישות הפיננסית
- שיפור בפזר קווי העסקים המשמעותיים
- הצגת רווחיות גבוהה יחסית לתרחיש הבסיס של מידרוג לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל העסקי אשר תתבטא בשחיקה בהכנסות החברה
- שחיקה מתמשכת ביחסי הרווחיות מעבר להערכותינו בתרחיש הבסיס

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

2018	2019	2020	31.03.2020	31.03.2021	
21	19	120	39	74	יתרות נזילות חופשיות [1]
3	5	102	5	102	חוב פיננסי מתואם ברוטו [2]
63	70	105	72	107	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
85	98	271	112	274	סה"כ נכסים
169	182	217	55	73	הכנסות
59	45	28	9	9	רווח לפני מס
61	46	32	12	10	EBITDA [5]
39	27	24	8	3	FFO
19,752	24,939	32,621	18,929	42,037	סך נכסים מנוהלים לסוף תקופה [3]

יחסים מותאמים של מידרוג

75%	72%	39%	64%	39%	הון למאזן
631%	393%	118%	841%	72%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
35%	25%	13%	17%	13%	רווח לפני מס להכנסות
36%	25%	15%	22%	13%	EBITDA להכנסות
0.1x	0.1x	3.2x	0.1x	32x	חוב ברוטו ל- EBITDA [2] [4]
0.1x	0.2x	4.3x	0.2x	5.2x	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 והלוואות מתאגידים בנקאיים

[3] הנתון כולל את סך היקפי הנכסים המנוהלים בתחומי קרנות נאמנות, תיקי השקעות מנוהלים, קופות גמל וקרנות גידור וקרנות השקעה ונלקח מתוך הדוחות הכספיים של החברה.

[4] מתייחס ל-12 החודשים האחרונים מנקודת החתך

[5] רווח לפני מס ולפני מימון, פחת והפחתות ורווח (הפסד) מנכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח והפסד.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

צפוי שיפור בפרופיל העסקי הנתמך בצפי לצמיחה משמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים אולם הפרופיל עודנו מוגבל

בתמהיל מוצרים נמוך יחסית וכן סביבה עסקית אשר צפויה להיות מאתגרת בשנות התחזית

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ- 48 מיליארד ₪ נכון ליום ה- 23 ביוני 2021, נתון אשר מגלם צמיחה של כ- 48% בהיקף הנכסים המנוהלים ביחס לסוף שנת 2020. תמהיל הנכסים המנוהלים של החברה כולל בעיקר קרנות נאמנות (כ- 20.8 מיליארד ₪ המהווים כ- 43% מסך נכסי החברה בניהול), קופות גמל וקרנות השתלמות (כ- 19.3 מיליארד ₪ המהווים כ- 40% מסך נכסי החברה), ותיקים מנוהלים (כ- 8 מיליארד ₪ המהווים כ- 17% מסך נכסי החברה). כמו כן לחברה פעילויות נוספות בתחום שירותי ברוקראג' בניירות ערך זרים, תחום קרנות גידור, תחום קרנות השקעה וסוכנות ביטוח פנסיוני.

נציין, כי בשנת 2020, על אף התפשטות נגיף הקורונה, אשר הובילה לתנודתיות רבה בשווקים הפיננסיים, החברה הצליחה להגדיל את סך הנכסים המנוהלים שלה בכ- 31%, מסך של כ- 25 מיליארד ₪ בתחילת השנה לכ- 33 מיליארד ₪ בסוף השנה. הגידול נובע בעיקרו מיצירות במגזר הגמל וההשתלמות (כ- 6 מיליארד ₪), אשר במהותו פחות רגיש לתנודתיות בשווקים הפיננסיים בטווח הקצר. נכון למועד הדוח, תמהיל המוצרים עודנו נמוך וכולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח, ובראשם מגזר קרנות הנאמנות. נציין, כי, החברה החלה את פעילותה בתחום קרנות הסל והקרנות המחקקות במחצית השנייה של שנת 2020 ומנהלת 12 קרנות מסוג זה. ככלל, ענף קרנות הנאמנות הינו תחרותי מאוד, וכולל מספר רב יחסית של מתחרים ומאופיין ברגולציה אינטנסיבית. הפדיונות והגיוסים בענף זה מושפעים במידה רבה מייעוץ השקעות הנסמך על מערכות דירוג פנימיות של הבנקים, המשקללים בין היתר פרמטרים של תשואה, סיכון ותנודתיות.

היקף הנכסים המנוהלים במגזר הגמל וההשתלמות צמח באופן משמעותי אך עודנו נמוך בהשוואה לחברות המובילות בענף וגוזר לחברה נתח שוק נמוך במגזר זה. משקלו של מגזר זה צפוי להמשיך ולגדול להערכתנו, זאת נוכח אסטרטגיה ממוקדת של החברה להגדלת הפעילות במגזר זה, אשר באה לידי ביטוי בצמיחה בשיעור משמעותי יחסית בנכסים המנוהלים במהלך השנה האחרונה.

נציין כי, נכון ליום 23 ביוני 2021, סך הנכסים המנוהלים בתחום זה עמד על כ- 19 מיליארד ₪ לעומת סך של כ- 2.9 מיליארד ₪, נכון ליום 30 ביוני 2020. אסטרטגית החברה נשענת על שאיפתה לגוון את מקורות ההכנסה ולתעל את הידע והמוניטין שצברה בתחום ההשקעות והמחקר לזרוע פעילות זו לצד גיוס מנהלי השקעות איכותיים בשוק הון אשר יתרמו מהידע והניסיון שלהם. בהקשר זה, נציין כי החברה פועלית בכדי לעבות את שכבת ההנהלה בתחום זה והרחיבה במידה משמעותית את היקף כ"א בחברת הגמל, זאת לצד הבניית רשת שיווק וההפצה למול סוכני המכירות. בטווח התחזית ולאור אסטרטגיית החברה, הערכתנו להגדלת משקל מגזר הגמל וההשתלמות בתמהיל ההכנסות והנכסים של החברה, מהווה נקודה חיובית לשיפור הפרופיל העסקי ויציבות ההכנסות. נציין כי, ענף הגמל נהנה מרגולציה תומכת בשנים האחרונות (תיקון 190, חסכון לכל ילד וקופת גמל להשקעה), אשר הובילה לגידול מתמשך בנכסים המנוהלים בענף. הענף מאופיין בדומיננטיות של מספר שחקנים גדולים, כאשר התחרות בענף מתמקדת בדמי הניהול ובהשאת תשואות ההשקעה. הענף התאפיין בשנים האחרונות בשחיקה עקבית בשיעור דמי הניהול, כאשר אנו מעריכים כי רמת התחרות הגבוהה תיוותר בטווח התחזית, אולם אנו מניחים התייצבות מסוימת בשיעור דמי הניהול הענפיים.

היקף הנכסים המנוהלים במגזר ניהול התיקים גדל בשנה החולפת והושפע לחיוב מהרחבת מערך שירותי ניהול השקעות לגופים מוסדיים, אותו החברה הקימה בתחילת שנת 2020. להערכתנו, החברה תמשיך להגדיל את היקף הנכסים המנוהלים במגזר זה, יחד עם זאת, הנחת במגזר זה ביחס לכלל הנכסים המנוהלים של החברה (כ- 17% נכון ליום 23 ביוני 2021) צפויה להיות יציב.

כמו כן, לחברה יש פעילויות נוספות הכוללות שירותי ברוקראג' בניירות ערך זרים, תחום קרנות גידור, סוכנות ביטוח פנסיוני ופעילות של קרנות השקעה אשר הוקמה בסוף שנת 2020 ומתבצעת על ידי חברת בת של החברה (ביחד להלן: "הפעילויות הנוספות"). הפעילויות הנוספות צפויות גם הן לתמוך בפיתוח ההכנסות של החברה. נציין כי ההכנסות מפעילות הברוקראג' בניירות ערך סחירים גדלו ברבעון הראשון של השנה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד עקב הגידול בהיקפי הפעילות ושיתופי הפעולה עם גופים בינלאומיים ומקומיים, לצד קיטון בהוצאות.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי ההשקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, שצפויה להערכתנו להמשיך וללחוץ על דמי הניהול והן בשל אי וודאות מסוימת לגבי תוצאות המשבר הכלכלי כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית, אשר עלולות להוביל לתנודתיות גבוהה יחסית בשווקים הפיננסיים. לצד זאת, בהתאם להערכות בנק ישראל², הסביבה הכלכלית צפויה להשתפר באמצעות צמיחה של כ- 5.5% ו- 6.0% בתמ"ג בשנים 2021 ו- 2022, בהתאמה. כמו כן, קיים צפי לצמצום בשיעורי האבטלה (שיעור ממוצע של 10.8% בשנת 2021 ו- 6.4% בשנת 2022 לעומת 15.9% בשנת 2020), אשר צפוי לתמוך את הצמיחה בהיקפי ההפקדות בעיקר במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך.

במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות) אנו מעריכים כי בטווח התחזית יחול גידול מתון בהיקף הנכסים המנוהלים, אשר ייתמך בפעילות קרנות הסל והקרנות המחקק שהחלה במחצית השנייה של שנת 2020. יחד עם זאת, להערכתנו, חלקם בתמהיל הפעילות של החברה צפוי להישחק לאור קצב גידול הנכסים המנוהלים במגזרים האחרים ובפרט במגזר הגמל וההשתלמות. בהתאם לכך, נתח הפעילות במגזר קרנות הנאמנות צפוי להוות 30%-35% מסך הנכסים המנוהלים בשנות התחזית (לעומת כ- 43% נכון ליום 23 ביוני 2021).

בתחום הגמל וההשתלמות אנו צופים המשך גידול אורגני לאור אסטרטגיית החברה לצמיחה במגזר זה, עם המשך גידול במצבת כוח האדם, חיזוק מערך ההפצה והתפעול וגידול בהוצאות השיווק. להערכתנו, לתנודתיות בשוקי ההון השפעה פחותה על מגזר הגמל וההשתלמות, בשל אופק ההשקעה ארוך הטווח המאפיין אותו, והצפי לקיטון בשיעורי האבטלה, אשר צפויים להשפיע לחיוב על היקף ההפקדות במגזר זה. לאור זאת, אנו מעריכים כי נכסי הגמל וההשתלמות יעלו לשיעור של כ- 52% מהנכסים המנוהלים בחברה עד לסוף שנת 2022, וכתלות גם בהיקף נכסי קרנות הנאמנות.

בהתאם לאמור, בתרחיש הבסיס אנו צופים צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים בשנות התחזית שתעמוד על כ- 59% ו- 106% בשנים 2021 ו- 2022 בהתאמה, ביחס להיקף הנכסים המנוהלים נכון ליום 31 בדצמבר 2020. להערכתנו, צמיחה זו תיתמך בעיקר על ידי גידול בנכסי מגזר הגמל וקרנות ההשתלמות, וכן גידול מסוים בשאר פעילויות החברה, ובפרט מגזר קרנות הנאמנות ומגזר ניהול

² התחזית המקרה-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל - יולי 2021

התיקים. נציין כי, בהתאם לדברי החברה, החברה בוחנת את הנפקת חברת הגמל אשר עשויה לצאת לפועל בטווח התחזית. כמו כן, החברה מתעתדת להקים פעילויות נוספות בשנים הבאות, לרבות כניסה לפעילות במגזר הפנסיה.

שיעורי הרווחיות הינם נמוכים יחסית בשנות התחזית נוכח גידול בהוצאות לצורך הרחבת פעילות הגמל ושינוי תמהיל הנכסים

לחברה יכולת יצור הכנסות טובה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ- 0.80% בממוצע בשנים 2018-2020), כאשר עיקר פעילותה בשנים אלו, מקורה במגזר קרנות הנאמנות. יחד עם זאת, בשנה האחרונה מגזר הגמל וההשתלמות מהווה נתח משמעותי יותר מסך הנכסים המנוהלים. נציין כי, שיעור דמי הניהול של החברה מצוי במגמת שחיקה לאורך השנים. שיעור הרווחיות של החברה (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות) נשחק בשנת 2020 ועמד על כ- 13% (בהשוואה ל- 25% בשנת 2019 וכ- 35% בשנת 2018) והמשיך להישחק ברבעון הראשון של שנת 2021 (כ- 13%), בעיקר לאור גידול בהוצאות לטובת פיתוח וקידום פעילות חיסכון ארוך טווח, בין היתר על ידי גידול משמעותי בכוח האדם, בניית מערך הפצה וגיוס, הסכם התקשרות לקבלת שירותי תפעול, השקעה באמצעים שיסייעו במיתוג וקידום הפעילות ועוד. כמו כן, ביום 15 בפברואר 2021 התקשרה החברה בהסכם השקעה בחברת התוכנה פינלוג' בע"מ (להלן: "פינלוג'") ובהסכם בעלי מניות עם מנכ"ל פינלוג' בע"מ ומייסדיה ושותף נוסף במסגרתם השקיעה החברה 1.316 מיליון ש"ח כנגד הקצאת 25% מהונה הנפרע והמונפק של פינלוג' וכן זכות השקעה בעתיד אשר עשוי להביא את שיעור החזקת החברה בפינלוג' לכ- 42.5%. מטרתה המרכזית של העסקה הינה המשך הטמעה של תהליכי אוטומציה ודיגיטציה בחברת מור קרנות נאמנות וכן ביתר חברות הקבוצה לטובת יעול הממשקים הפנימיים או שיפור השירות ללקוחות חברות הקבוצה תוך צפי להפחתת התלות בעתיד בספקים חיצוניים אשר מספקים שירותים אלה. בהתבסס על הערכתנו לגבי היקף הנכסים המנוהלים כמפורט לעיל, בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים עליה בהיקף ההכנסות בשנות התחזית בשיעור שנתי משמעותי אשר עשוי להיות בטווח של 38%-34%. אנו מעריכים כי עיקר הצמיחה תנבע מפעילות במגזר הגמל וקרנות ההשתלמות. לצד זאת, אנו מעריכים המשך שחיקה בדמי הניהול בחלק מהמגזרים, נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות לחץ על רמת המחירים. כמו כן, בשנות התחזית צפוי להערכתנו המשך גידול בהיקף ההוצאות, בשל המשך ביסוס פעילות הגמל, ובעיקר הוצאות השכר ועמלות הסוכנים, לאור הגידול הצפוי בנכסי הגמל. הגידול בהוצאות אלו ימותן במידה מסוימת לאור ירידה בהוצאות הישירות הנגזרות מהיקף הנכסים (כגון עמלות הפצה ועמלות תפעול). בתרחיש זה שיעור הרווחיות של החברה צפוי להמשיך להיות נמוך יחסית, וינוע להערכתנו בטווח של 14%-10% בשנות התחזית, אשר הינו בולט לשלילה ביחס לדירוג.

צפי לגיוס חוב בשנת 2021 עלול להביא לשחיקה ביחסי המינוף והכיסוי ומגביל את הדירוג

ההון העצמי של החברה³ עמד על כ- 107 מיליון ₪, נכון ליום 31 במרץ 2021 וזאת לאחר גיוס הון בסך של 30 מיליון ₪ שביצעה החברה ברבעון הרביעי בשנת 2020. נכון לרבעון הראשון בשנת 2021, עמד יחס הון עצמי למאזן על כ- 39%. אנו מעריכים כי החברה מתכוונת לצאת לגיוס חוב נוסף אשר להערכתנו יביא את יחס המינוף (הון עצמי למאזן) להיות בטווח של 30%-24% בשנות התחזית וזאת בהינתן למספר תרחישי לחץ שנבחנו בנוגע להיקף החוב שיוגס. יחס מינוף זה הולם את רמת הדירוג. נציין כי, בהתחשב בהיקף המהותי של היתרות הנזילות ונכסים נזילים נוספים במאזן החברה וכן היעדרם של נכסים בלתי מוחשיים, שיעור המינוף הינו בולט לטובה. מידורג אינה צופה גידול משמעותי בכרית ההונית לאור צפי לחלוקת דיבידנדים בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, בהתאם למדיניות החברה.

נציין כי, אגרות החוב שגייסה החברה בשנת 2020 בהיקף של כ- 100 מיליון ₪ ניתנות להמרה למניות רגילות של החברה. יחד עם זאת, נציין כי, בתרחיש הבסיס שלנו לא לקחנו בחשבון את המרת החוב למניות.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים EBITDA בטווח של 30-60 מיליון ₪ לשנה בשנים 2021-2022 (בהשוואה לכ- 32 מיליון ₪ בשנת 2020), כאשר בשנה הנוכחית אנו מעריכים כי הסכום יעמוד בחלק הנמוך של הטווח. סכום המקורות מפעולות FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר- בינוני צפוי להישחק אף הוא לאור הערכתנו לשחיקה ברווחיות, ויעמוד בטווח שבין 35-15 מיליון ₪ בשנים 2021-

³ הון המיוחס לבעלים של חברת האם.

2022, כאשר לצד הגידול הצפוי במינוף, יחס הכיסוי חוב ברוטו ל- FFO הינו נמוך לדירוג וצפוי לנוע בטווח של $4.5x-6.0x$ ו- $9.0x-12.0x$ בשנת 2021 ושנת 2022, בהתאמה בהתאם לתרחישים שנבחנו.

הגמישות הפיננסית של החברה הינה סבירה לאור גיוס החוב הצפוי וצפויה להשתפר בטווח הבינוני לצד פרופיל נזילות אשר בולט לטובה

בהתאם לתרחישי הלחץ בקשר עם גיוס החוב, יחס חוב ברוטו ל- EBITDA צפוי לנוע בטווח של $4.5x-6.0x$ ו- $2.5x-3.5x$ בשנת 2021 ושנת 2022, בהתאמה. יחס זה הינו הולם את הדירוג ומעיד על גמישות פיננסית סבירה אשר צפויה להשתפר בטווח הבינוני. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (גם בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המשמשים גם ככרית ביטחון מידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון. יתרת הנכסים הנזילים החופשיים צפויה להוות 100%-125% מסך החוב ברוטו בשנות התחזית, רמה אשר הינה בולטת לטובה ביחס לדירוג. לחברה נכסים פיננסיים נוספים הכוללים בעיקר השקעה בקרנות גידור והשקעה בקרנות השקעה, לרבות מור קו-אינווסט (אל פי) שותפות מוגבלת בסך כולל של כ- 57 מיליון ₪ ליום ה-31 במרץ 2021. נציין כי, לא קיימים שעבודים על נכסי החברה, לרבות על המשרדים שבבעלותה. סך הרכוש הקבוע בספרי החברה הינו כ-19 מיליון כאשר ברובו בגין משרדי החברה. נתון אשר תורם לגמישות הפיננסית של החברה.

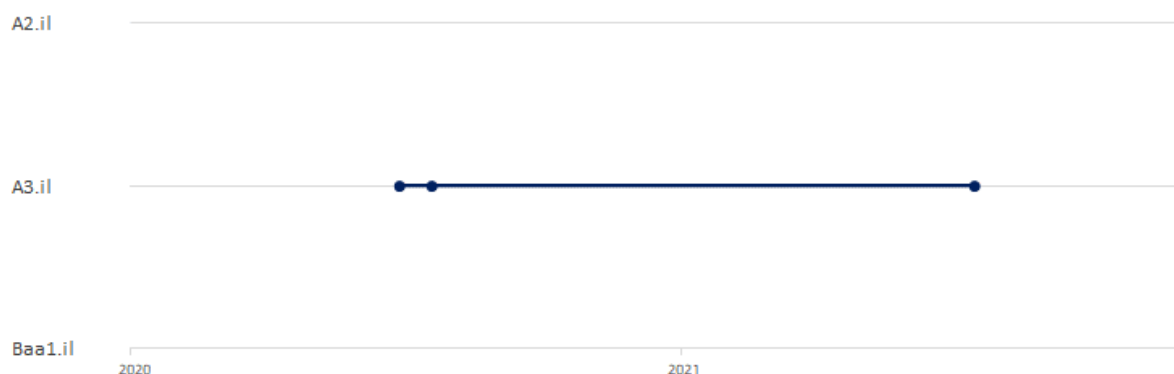
פוטנציאל יצור תזרים חופשי חיובי (FCF) הינו נמוך בשנות התחזית, לאור הערכתנו להיקף חלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי מהרווח הנקי וללא הנחה לגידול משמעותי בהיקף השקעות בשנים אלו, אל מול קרן חוב צפויה של כ- 20 מיליון ₪ החל משנת 2022.

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 ובעלי עניין (40.60%), משפחת לוי (17.71%), הציבור (35.76%) ומוסדיים (5.95%).

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, המדווחים גם כמגזרים עסקיים ברי דיווח בדוחותיה הכספיים של החברה. לחברה פעילויות נוספות בתחום קרנות גידור והשקעה והחל משנת 2019 סוכנות ביטוח פנסיוני, אשר אינן מקיימות את הספים הכמותיים לפיהם נקבעים המגזרים ברי הדיווח בקבוצה ולכן נכללו יחד, כמגזרים אחרים. כמו כן, בחודש פברואר 2021 התקשרה החברה בהסכם לרכישת 25% מהונה המונפק והנפרע (בדילול מלא) של חברת פינלוג' בע"מ העוסקת בפיתוח תוכנה. מר יוסי לוי ומר אלי לוי הינם מנכ"לים משותפים בחברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

20.07.2021	תאריך דוח הדירוג:
07.07.2020	תאריך 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 וליסיוני 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 וכאמור 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 נגרם 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>