

מיטב דש השקעות בע"מ¹

מעקב | נובמבר 2021

אנשי קשר:

ניל הראל

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
nilh@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

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

¹ חברת מיטב דש השקעות בע"מ מחזיקה [בעקיפין] 4.9% מהון המניות של מידרוג בע"מ. מניות החברה חסרות אמצעי שליטה כלשהם.

מיטב דש השקעות בע"מ

דירוג סדרה	A1.il	אופק דירוג: שלילי
------------	-------	-------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג של A1.il לאגרות חוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה מיטב דש השקעות בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "מיטב דש"). אופק הדירוג שונה מיציב שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ג'	1121763	A1.il	שלילי	10/12/2025
סדרה ד'	1161371	A1.il	שלילי	10/12/2029

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב, ובפיזור קווי עסקים התומכים ביכולת יצור הרווחים. הפרופיל הפיננסי נתמך ברווחיות ואיתנות פיננסית סבירות לרמת הדירוג, כאשר פרופיל הנזילות הטוב תומך באיתנותה הפיננסית של החברה. מיטב דש הינו בית ההשקעות מהגדולים בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 206 מיליארד ₪ ליום ה- 30 בספטמבר 2021 (31 בדצמבר 2020: כ- 147 מיליארד ₪), התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות. לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית, הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (שאינן ניהול נכסים) חשופות במידה פחותה לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה למרות החשיפה למחזוריות הכלכלית. יחד עם זאת, תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח (קרנות נאמנות וקרנות סל).

תרחיש הבסיס שלנו מניח, כי הסביבה העסקית צפויה להיוותר מאתגרת ב-18-12 חודשים הקרובים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, שצפויה להימשך להערכתנו ולהמשיך וללחוץ על דמי הניהול, והן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. לצד זאת, הסביבה הכלכלית תהיה מושפעת לחיוב מצמיחת התמ"ג בשנים 2021 ו-2022, לפי הערכות בנק ישראל, בשיעור של כ-7.0% וכ-5.5%, בהתאמה, כאשר המשך הירידה הצפויה בשיעורי האבטלה (ביחס לשנת 2020) והגידול בשכר הריאלי צפויים לתמוך בשיעורי ההפקדות, בעיקר במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך, וכתלות בהתפתחות התחלואה בטווח התחזיתי. בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה של החברה, כאשר היקף הנכסים המנוהלים צפוי לגדול בקצב של כ-40% (כולל גידול אן-אורגני) וכ-7.5% בשנים 2021 ו-2022, בהתאמה, תוך שונות בענפי הפעילות.

יחד עם זאת, בתקופה האחרונה דיווחה² החברה, על פסק דין כנגד מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ³ (להלן: "מיטב דש גמל"), בדבר גביית דמי ניהול מעמית קופת הגמל תגמולים, שנרכשה על ידה בשנת 2007, וזאת כנטען בניגוד להתחייבויות חוזיות שהוסכמו בטרם רכישתה על ידי מיטב דש גמל. כאמור בדיווחי החברה, סכום ההשבה שנקבע בפסק הדין עומד על סך של כ-316 מיליוני ₪ בגין התקופה שעד לשנת 2015 (כולל), כולל ריבית והפרשי הצמדה מיום ה-1 בינואר 2016. בנוסף, בהתאם לקבוע בפסק הדין, מיטב דש גמל העבירה למומחה מטעם התובעים נתוני גביית דמי ניהול נומינליים בגין התקופה שמשנת 2016 ועד למועד פסק הדין, אשר עומדים להערכתה, על סך של כ-66 מיליוני ₪. בשלב זה, הנתונים הועברו לצורך הגשת חוות דעת משלימה על ידי המומחה מטעם התובעים, שיוסיף את התשואות בגין התקופה הנוספת ולאחר מכן יינתן פסק דין משלים על ידי בית המשפט לגבי התקופה הנוספת, שכר טרחה וגמול לתובעים הייצוגיים. בהתאם לכך, אנו צופים כי החברה תבצע הפרשה נוספת בגין פסק הדין, שצפויה להיות משמעותית יחסית, אולם היקפה אינו וודאי בשלב זה. לאור זאת, צפויה ירידה חד פעמית ומשמעותית בשיעור הרווחיות (הנמדד

² פס"ד בתובענות ייצוגיות נגד מיטב דש גמל (נכדה) בק"ע דמי ניהול שנכבו מקופת תגמולים שנרכשו מ-2007, 25.08.2021.

³ עדכון בק"ע סכום ההשבה שנקבע בפס"ד בייצוגיות כנגד מיטב דש גמל, 02.09.2021.
הועברו נתוני הגבייה של האוכלוסייה הרלבנטית בק"ע תובענות ייצוגיות נגד מיטב גמל, 27.10.2021.

³ ממוחזקת בשיעור של כ-80% על ידי החברה

כשיעור הרווח לפני מס להכנסות) בשנת 2021, וכתלות בהתפתחויות הנוגעות להיבטי התביעה הנ"ל, לרבות להיקף ההפרשה ולסכום ההשבה שתבוצע על ידי מיטב דש גמל, אם תבוצע. כתוצאה מכך, יחס הרווחיות יפגע בשנת 2021, כאמור, ואף צפוי להיות שלילי, כאשר בשנת 2022 שיעור זה צפוי לנוע בטווח של כ-18.5%-19.5%, ואינו כולל הנחה להפרשה נוספת בשנה זו. כמו כן, אנו צופים שחיקה מסוימת בכרית ההון בטווח הזמן הקצר והבינוני, אשר יושפע מביצועי הפרשות כאמור. מנגד, איננו צופים חלוקת דיבידנדים בטווח התחזיתי (למעט חלוקות דיבידנדים שבוצעו בפועל השנה, בהיקף של כ-55 מיליון ₪), וזאת כל עוד קיימת אי וודאות לגבי השלכותיו של פסק הדין על החברה. נציין כי כאמור בדיווחי החברה, בכוונתה של מיטב דש גמל להגיש ערעור על פסק הדין וכן בקשה לעיכוב ביצוע. בהתאם לנאמר לעיל, יחס המינוף ינוע להערכתנו בטווח רחב (וכתלות בגובה תשלום התביעה כאמור) שבין 20%-27% כאשר כרית זו סבירה ביחס לרמת הדירוג. יחס החוב מותאם ברוטו ל- EBITDA (כולל השפעת IFRS16) וחוב מותאם ברוטו ל- FFO צפויים להישחק משמעותית בשנת 2021, ואף להיות שליליים, וזאת כתוצאה משחיקה בהיקף הרווח בטווח הזמן הקצר, אשר יושפע מביצועי הפרשות מהותיות כאמור, כאשר במקביל, אנו צופים כי תיתכן עליה בהיקף החוב בטווח התחזיתי, בהתאם לסכום שיידרש לתשלום התביעה, שיתקבל בפסק דין חלוט, ככל שיידרש. יחסים אלו צפויים לנוע בטווח של 4.0-5.0 ו- 5.0-7.0, בהתאמה, והינם איטיים ביחס לדירוג. בעקבות הנאמר לעיל, אנו צופים כי בעקבות ההוצאה שתוכר, ייתכן כי החברה תתקשה לעמוד בקובבנטים בטווח הזמן הקצר, אולם להערכתנו החברה תפנה לגופים המממנים לקבלת כתב ויתור (waiver), או לחלופין, תחליף את אגרות החוב במימון בנקאי. מנגד, נציין לחיוב את פרופיל הנזילות של החברה, הנתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים) המשמשים גם ככרית ביטחון מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי משקף את הערכתנו כי קיימת השפעה שלילית הצפויה מתוקף פסק הדין כנגד מיטב דש גמל, בדבר גביית דמי ניהול מעמית קופת הגמל תגמולים, שנרכשה על ידה בשנת 2007, וזאת כנטען בניגוד להתחייבויות חוזיות שהוסכמו בטרם רכישתה על ידי מיטב דש גמל. כנגזר מכך, אנו צופים כי החברה תבצע הפרשה מהותית בטווח הזמן הקצר שהיקפה אינו ודאי בשלב זה. לאור זאת, צפויה ירידה חד פעמית, משמעותית, בשיעור הרווחיות, אשר תוביל לשחיקה בכרית ההונית. כמו כן, אנו צופים כי תיתכן עליה בהיקף החוב, בהתאם לסכום שיידרש לתשלום התביעה, שיתקבל בפסק דין חלוט, ככל שיידרש. כתוצאה מהאמור, אנו צופים פגיעה בפרופיל הפיננסי ויחסי הכיסוי של החברה. בנוסף, אנו צופים כי בעקבות ההוצאה שתוכר, ייתכן כי החברה תתקשה לעמוד בקובבנטים בטווח הזמן הקצר, אולם להערכתנו החברה תפנה לגופים המממנים לקבלת כתב ויתור (waiver) או לחלופין, תחליף את אגרות החוב במימון בנקאי. מנגד, אנו סבורים כי לחברה יש יכולת לבצע את ההתאמות הנדרשות, בעת הצורך, לרבות ביצוע הנפקת הון, הגדלת מסגרות האשראי ומכירת נכסים, אשר תומכים להערכתנו ביציבותה של החברה, וכתלות בתוצאות פסק הדין. נציין כי בהתאם לדיווחי החברה, מיטב דש גמל פועלת לערער על החלטת בית המשפט לרבות הגשת בקשה לעיכוב ביצוע.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה משמעותית בפרופיל העסקי
- שחיקה מתמשכת ביחסי הכיסוי התזרימיים
- שחיקה משמעותית בגמישות הפיננסית
- השלכות שליליות מהותיות מתוקף פסק הדין שהתקבל בבית המשפט המחוזי בתל אביב, שישיע על המינוף, יחסי הכיסוי ויכולת העמידה בקובבנטים

מיטב דש השקעות בע"מ - נתונים עיקריים (במיליוני ₪)

2017	2018	2019	2020	30.06.2020	30.06.2021	
261	341	416	470	680	534	יתרות נזילות חופשיות [1]
832	818	1,120	1,190	1,258	1,346	חוב פיננסי מתואם ברוטו (ללא פנינסולה) [2]
802	825	860	979	890	976	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
2,519	2,864	3,251	3,532	3,275	4,145	סה"כ נכסים (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל)
878	887	934	1,014	472	571	הכנסות
170	133	146	281	78	121	רווח לפני מס
214	218	240	233	139	136	EBITDA [3]
152	125	164	107	92	75	FFO [3]
130,385	126,550	139,198	146,829	123,109	163,812	סך נכסים מנוהלים

יחסים מותאמים של מידרוג

32%	29%	26%	28%	27%	24%	הון למאזן מתואם (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל)
31%	42%	37%	39%	54%	40%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
19%	15%	16%	28%	17%	21%	רווח לפני מס להכנסות
26%	26%	29%	27%	33%	29%	EBITDA להכנסות [4]
3.9x	3.8x	4.7x	5.1x	4.5x	4.9x	חוב ברוטו ל-EBITDA [5]
5.5x	6.6x	6.8x	11.1x	6.8x	9.0x	חוב ברוטו ל-FFO [5]

* החל משנת 2019 החברה החלה ליישם את תקן חשבונאות IFRS 16. מספרי השוואה בתקופות קודמות לא עודכנו רטרופקטיבית.

[1] יתרות נזילות מוצגות בניכוי יתרות נזילות הנדרשות לצרכים רגולטוריים
 [2] החוב הפיננסי המתואם כולל אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים, התחייבויות בגין מכירת ניירות ערך בחסר, הלוואות מתאגידים בנקאיים, אגרות חוב, התחייבויות זכאיים בגין רכישת מניות, והתחייבות לבעלי מניות בחברה מאוחדת החל משנת 2019 כולל התחייבות בגין חכירה (IFRS16)
 [3] מה- EBITDA ו- FFO נטרלו תוצאות פנינסולה, בתוספת דיבידנד ששולם מפנינסולה
 [4] הכנסות בנטרול הכנסות מימון בגין מימון חוץ בנקאי, מימון ונוסטרו
 [5] ה- EBITDA וה- FFO בגילום שנתי ביחס להיקף החוב

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב ופיזור קווי עסקים תומכים ביכולת ייצור ההכנסות, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת

לחברה פרופיל עסקי טוב, הנתמך בגודל משמעותי, כפי שמתבטא בהיקף הנכסים המנוהלים וההכנסות, נתחי שוק משמעותיים בעסקי הליבה, מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ובפיזור קווי עסקים ומערך שיווק והפצה, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות של החברה לאורך המחזור. מיטב דש הינו בית ההשקעות מהגדולים בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 206 מיליארד ₪ ליום ה- 30 בספטמבר 2021 (31 בדצמבר 2020: כ- 147 מיליארד ₪), התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות. על אף שבשנים האחרונות החברה לא צמחה אורגנית בהיקף הנכסים המנוהלים (ובפרט כאשר מנטרלים את התשואה הנובעת מהנכסים המנוהלים), במהלך השנה האחרונה חלה צמיחה אורגנית ואן-אורגנית משמעותית (כ-40%) בתקופות שבין דצמבר 2020 לספטמבר 2021 כפי שיתואר להלן. היקף הנכסים בתחום הגמל וההשתלמות עמד נכון ל-30 בספטמבר 2021 על כ-53 מיליארד ₪ (31 בדצמבר 2020: 45 מיליארד ₪) כאשר הצמיחה בתקופה זו נבעה להערכתנו בעיקר משיפור ביכולת השאת התשואה ביחס למתחרות בענף, מהידוק הקשר מול הסוכנים ולצד חיזוק מערך השיווק הישיר, וזאת בשונה מהמגמה בשנים האחרונות, שבמהלכן החברה התאפיינה בצבירות נטו שליליות, כתוצאה מביצועים עודפים של המתחרות. כמו כן, תחום הפנסיה, שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה גם בשל הפקדות שוטפות משמעותיות, הוסיף לצמוח בשנה זו מתוקף בחירתה של קרן הפנסיה של החברה כאחת מארבע קרנות פנסיה הנבחרות (החל מחודש נובמבר 2018 ועד ליום 31 באוקטובר 2021, וזכייתה בפעם השלישית השנה החל מחודש נובמבר 2021) ומרכישת פעילות קרנות הפנסיה החדשות של הלמן אלדובי גמל ופנסיה בע"מ, שבעקבותיו נוספו לחברה כ-5.3 מיליארד ₪ נכסי קרנות פנסיה. בנוסף, כתוצאה מהתחרות הגוברת שהתבטאה גם במספר אירועים של מיזוגים ורכישות בענף בתי ההשקעות במהלך התקופה האחרונה, חלה צמיחה משמעותית בנכסי התיקים המנוהלים של החברה, אשר היוו את רוב הצמיחה מסך הנכסים המנוהלים בתקופה זו, כאשר היקפם עמד, באותו מועד, על כ- 68 מיליארד ₪ (31 בדצמבר 2020: כ-29 מיליארד ₪) וזו מהווה נקודה חיובית נוספת לפרופיל העסקי, על אף שתרומתם להיקף ההכנסות אינו צפוי להיות משמעותי.

כתוצאה מכך, תמהיל המוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח (קרנות נאמנות וקרנות סל היוו כ-40% מסך הנכסים המנוהלים וכ-30% מסך ההכנסות בשנת 2020) התמתן בתקופה האחרונה, כאשר שיעורם מסך הנכסים המנוהלים עמד על כ-30% נכון ל-30 בספטמבר 2021, אולם שיעורם מתמהיל ההכנסות צפוי להיוותר יציב ומהותי, כאשר הטיה זו עלולה להוביל לתנודתיות בהיקף הנכסים המנוהלים וההכנסות לאורך המחזור. עם זאת, לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית, הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (שאינן ניהול נכסים) חשופות במידה פחותה לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה למרות החשיפה למחזוריות הכלכלית. כמו כן, הקטנת התלות בפעילות ניהול הנכסים ושוק ההון בשנים האחרונות, צפויה להערכתנו להמשיך ולהשפיע לטובה על יציבות ההכנסות והרווחיות, בין היתר על ידי צמיחה בתחומים נוספים ובהם מגזר אשראי חוץ בנקאי, חבר בורסה, ברוקראז' וסוכנויות ביטוח. בנוסף, החברה פועלת לפיתוח מקורות הכנסה נוספים מהשקעות אלטרנטיביות מסוגים שונים אך להערכתנו התרומה שלהם בטווח הקצר-בינוני תהיה נמוכה.

תרחיש הבסיס שלנו מניח, כי הסביבה העסקית צפויה להיוותר מאתגרת ב-18-12 חודשים הקרובים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, שצפויה להימשך להערכתנו ולהמשיך וללחוץ על דמי הניהול, והן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. אלו משתקפים ביחסי שימור⁴ ותחלופת⁵ הנכסים המנוהלים (כ-75% ו-95% בהתאמה, בממוצע בשנים 2018-2020), אשר הינם נמוכים ביחס לדירוג, אך צפויים להשתפר במידה מסוימת בשנתיים הקרובות גם בשל מיקום גבוה של קרנות הנאמנות של החברה במערכות הדירוג של הבנקים לצד התגברות פעילות הפנסיה במסגרת קרן הפנסיה הנבחרת והמשך צמיחה בתחומי הגמל ביחס לשנים קודמות. לצד זאת, הסביבה הכלכלית תהיה מושפעת לחיוב מצמיחת התמ"ג בשנים 2021 ו-2022, לפי הערכות בנק ישראל, בשיעור של כ-7.0% וכ-5.5%, כאשר המשך הירידה הצפויה בשיעורי האבטלה (ביחס לשנת 2020) והגידול בשכר הריאלי צפויים לתמוך בשיעורי ההפקדות, בעיקר במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך, וכתלות בהתפתחות התחלואה בטווח התחזיתי. בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה של החברה, כאשר היקף הנכסים המנוהלים צפוי לגדול בקצב של כ-40% (כולל גידול אן-אורגני) וכ-7.5% בשנים 2021 ו-2022, בהתאמה, תוך שונות בענפי הפעילות. בתחום הגמל והפנסיה אנו צופים המשך גידול אורגני, שינבע בעיקר מתחום הפנסיה, נוכח הפקדות שוטפות עודפות ביחס לפדיונות ולתשלומים, וזכייתה של החברה כקרן פנסיה נבחרת בפעם השלישית החל מחודש נובמבר 2021 ועד חודש אוקטובר 2024. עם זאת, במסגרת תנאי המכרז החדש נקבעה הקטנה משמעותית בדמי הניהול על ההפקדות, בשיעור מרבי של כ-1.0% (ביחס לתנאי המכרז הקודם), וכנגזר על היקף ההכנסות הצפוי מההפקדות. מנגד, השפעה זו תקוזז במידה מסוימת מעליה צפויה בדמי הניהול מהצבירה, בשיעור שלא יעלה על כ-0.22%, ואשר הינו גבוה ביחס לדמי הניהול שנגבו במסגרת תנאי המכרז הקודם. בענף הגמל וההשתלמות אנו צופים שיפור בהיקף הגיוסים ביחס לפדיונות ביחס לשנים קודמות, גם לאור פוטנציאל התשואה שהשתפר בתקופה האחרונה ולצד חיזוק הקשר מול מערך הסוכנים והמשך מיקוד בשיווק הישיר.

במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וקרנות סל) אנו מניחים המשך יציבות בהיקף הנכסים, כך ששיעורם מסך ההכנסות ימשיך להיות מהותי יחסית ויעמוד על כ-30%. כמו כן, אנו מעריכים כי הצמיחה האן-אורגנית בנכסי התיקים המנוהלים לא תתבטא בפדיונות משמעותיים וכי היקפם יוותר יציב ויתמוך בפיזור תמהיל ההכנסות. בשאר המגזרים שאינם ניהול נכסים אנו צופים כי מחוללת הצמיחה העיקרית תהיה פנינסולה, שצפויה להנות מהמשך ביקושים יציבים לצד ומהמשך הכרה ב"דיסקאונט" (ההפרש בין היקף תיק האשראי ליהלומנים שנרכש על ידה, כפי שעמד בספרי בנק אגוד, לבין היקף התמורה ששולמה בגינו) מתיק האשראי ליהלומנים שנרכש על ידה בספטמבר 2020, כאשר השפעה זו תתמתן בשנת 2022.

בתחזית זו ישנו עדיין מרכיב של אי ודאות, נוכח התממשותו של אירוע סיכון בדמות התפשטות נגיף הקורונה בישראל בשנת 2020, יעילות החיסונים כנגדו לאורך זמן, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

⁴ היחס שבין יתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים בניכוי פדיונות במהלך השנה ליתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים.
⁵ יחס יצירות לפדיונות במהלך השנה.

רווחיות החברה סבירה לרמת הדירוג אולם זו צפויה להישחק נוכח הפרשות לתביעה ייצוגית בהיקף מהותי יחסית להערכתנו בטווח התחזית

לחברה יכולת יצור הכנסות טובה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ-0.50% בממוצע בשנים 2016-2019), אשר נתמכת בפרופיל עסקי טוב ובפיזור מקורות הכנסה, אולם זו התמתנה במידה מסוימת בשנת 2020 כאשר יחס זה עמד על כ-0.45%, בעיקר לאור קיטון בדמי הניהול במגזר חיסכון ארוך טווח, המאופיין בתחרות גבוהה בשנים האחרונות. נציין כי מגזרי ניהול החיסכון לזמן ארוך הינם בעלי רווחיות תפעולית ממוצעת נמוכה יחסית, אולם נראות ההכנסות סבירה ואילו בענפי קרנות הסל וקרנות הנאמנות, הרווחיות טובה יותר, גם נוכח מבנה ההוצאות, אולם נראות ההכנסות בגינם נמוכה יחסית. כמו כן, פעילות מתן האשראי של פניסולה הינה בעלת שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לפעילות המסורתית, ותומכת בפיזור ההכנסות וברווחיות החברה, כאשר משקלה מסך ההכנסות עלה בשנים האחרונות (כ-14% לשנת 2020).

בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים עליה בהיקף ההכנסות של כ-10% בשנת 2021 (לעומת שנת 2020) וכ-2% בשנת 2022, בשל השפעת העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים שתקוזז מהמשך שחיקה בדמי הניהול בחלק מהענפים, נוכח התחרות האגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות מחיר. אלו, לצד הנחתנו להמשך גידול בתיק האשראי של פניסולה והכרה ב"דיסקאונט" משמעותי יחסית בתיק האשראי ליהלומנים בשנה זו, אשר צפוי להתמתן משמעותית בשנת 2022. אנו מניחים כי יתר המגזרים יוותרו יציבים בטווח התחזית, ותורמים להיקף ההכנסות הצפוי, שהינו טוב ביחס לדירוג, וכי תרחיש הבסיס אינו לוקח בחשבון רכישת פעילויות חדשות. במקביל, אנו צופים עליה בהיקף ההוצאות הישירות (כגון עמלות הפצה, עלויות תפעול והוצאות אחרות) הנגזרות מהגידול בהיקף הנכסים. כאמור, אנו צופים כי החברה תבצע הפרשה נוספת בגין פסק הדין, שצפויה להיות משמעותית יחסית, אולם היקפה אינו וודאי בשלב זה. לאור זאת, צפויה ירידה חד פעמית ומשמעותית בשיעור הרווחיות (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות) בשנת 2021, וכתלות בהתפתחויות הנוגעות להיבטי התביעה הנ"ל, לרבות להיקף ההפרשה ולסכום ההשבה שתבוצע על ידי מיטב דש גמל, אם תבוצע. כתוצאה מכך, יחס הרווחיות יפגע בשנת 2021, כאמור, ואף צפוי להיות שלילי, כאשר בשנת 2022 שיעור זה צפוי לנוע בטווח של כ-18.5-19.5%, ואינו כולל הנחה להפרשה נוספת בשנה זו.

איתנות פיננסית סבירה לדירוג המאופיינת במינוף מאזני סביר, כאשר יחסי הכיסוי צפויים להישחק בטווח התחזית

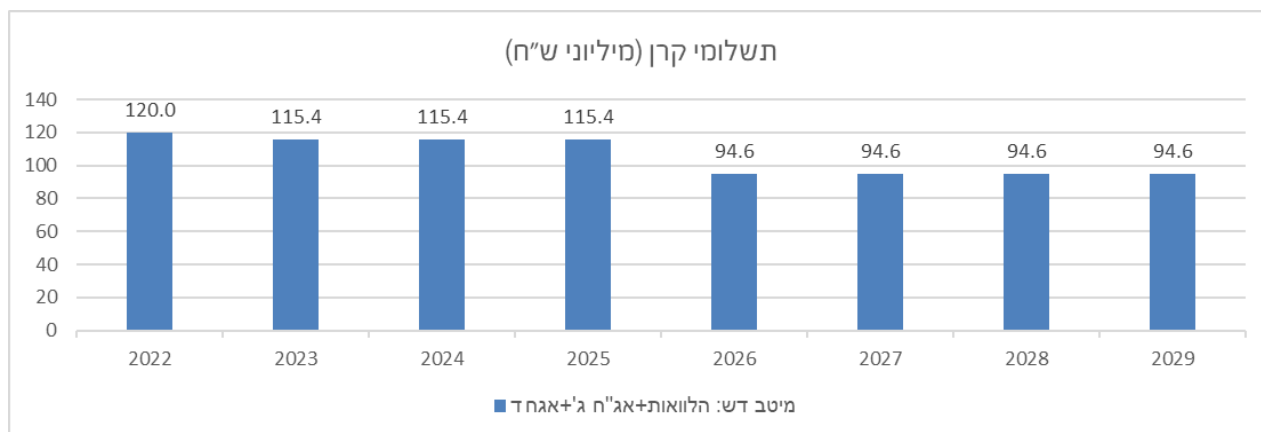
החברה מאופיינת במינוף מאזני סביר, כפי שמתבטא ביחס הון מתואם למאזן מתואם שעמד על כ-24% ליום ה-30 ביוני 2021 (כולל השפעת IFRS16). עם זאת, מידרוג צופה שחיקה מסוימת בכרית ההון בטווח הזמן הקצר והבינוני, אשר יושפע מביצועי הפרשות מהותיות יחסית בגין פסק הדין כנגד מיטב דש גמל כאמור, שיעיבו על היקף הרווח בתקופה זו. מנגד, איננו צופים חלוקת דיבידנדים בטווח התחזית (למעט חלוקת דיבידנדים שבוצעו בפועל השנה, בהיקף של כ-55 מיליוני ₪), וזאת כל עוד קיימת אי וודאות לגבי השלכותיו של פסק הדין על החברה. כך, יחס המינוף ינוע להערכתנו בטווח רחב (וכתלות בגובה תשלום התביעה כאמור) שבין 27%-20% כאשר כרית זו סבירה ביחס לרמת הדירוג. לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית, אם כי להערכתנו היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני יישחק כתוצאה מהשחיקה הצפויה ברווחיות, כך שיחס חוב מותאם ברוטו ל-FFO צפוי להישחק משמעותית בשנת 2021 ולהיות בולט לשלילה ביחס לדירוג, כאשר בשנת 2022 יחס זה צפוי לנוע בטווח שבין 5.0-7.0, אשר הינו איטי ביחס לדירוג. זאת תחת הנחתנו להמשך פירעון שוטף של סדרות האג"ח, ואפשרות לעליה בהיקף החוב בטווח התחזית, בנוסף להרחבת אגרות החוב (סדרה ד') שבוצעה במרץ 2021 בסך של כ-140 מיליוני ₪.

השלכות פסק הדין עלולות ללחוץ על הגמישות הפיננסית ולהוביל לאי עמידה בקובננטים בטווח הזמן הקצר, אולם פרופיל הנזילות הטוב לצד הנגישות הטובה להערכתנו לגורמים המממנים צפויים למתן השפעות אלו

לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביחס החוב מותאם ברוטו ל-EBITDA (כולל השפעת IFRS16) אשר נע בטווח שבין 3.8-5.2 בשנים 2017-2020. מידרוג צופה שחיקה מסוימת בהיקף הרווח בטווח הזמן הקצר והבינוני, אשר יושפע מביצועי הפרשות מהותיות, ובהתאם לכך, היקף ה-EBITDA צפוי להישחק משמעותית (בנטרול ה-EBITDA של פניסולה) בשנת 2021 ולהיות נמוך ביחס לדירוג החברה, כאשר בשנת 2022 היקפו צפוי לעמוד על כ-260 מיליוני ₪. כאמור, אנו צופים כי תיתכן עליה בהיקף החוב

בטווח התחזית, בהתאם לתשלום התביעה הצפוי, כך שיחס החוב המותאם ברוטו ל-EBITDA צפוי להישחק משמעותית בשנת 2021 ובעל השלכה שלילית על דירוג החברה, כאשר בשנת 2022 יחס זה צפוי לנוע בטווח של 4.0-5.0, שהינו סביר ביחס לדירוג. נציין כי בעקבות הנאמר לעיל, אנו צופים כי בעקבות ההוצאה שתוכר, ייתכן כי החברה תתקשה לעמוד בקובננטים בטווח הזמן הקצר, אולם להערכתנו החברה תפנה לגופים המסמנים לקבלת כתב ויתור (waiver), או לחלופין, תחליף את אגרות החוב במימון בנקאי. מנגד, נציין לחיוב את פרופיל הנזילות של החברה, הנתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), בהיקף של כ-534⁶ מיליוני ש"ח נכון ל-30 ביוני 2021, המשמשים גם ככרית ביטחון מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון. כמו כן, נכון לספטמבר 2021, פרופיל הנזילות נתמך ממסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ-77 מיליון ש"ח המהוות כ-62% מצרכי שירות החוב של החברה 12 חודשים הקרובים, ללא החוב הפיננסי של חברות המימון החוץ בנקאי. בנוסף, יתרת הנכסים הנזילים החופשיים (ללא מסגרת האשראי) מהווה כ-40% מסך החוב ברוטו (ללא החוב של חברות המימון החוץ בנקאי) ליום ה-30 ביוני 2021, נתון הבולט לטובה ביחס לדירוג אולם צפוי להישחק בטווח התחזית, כתוצאה מעליה אפשרית בהיקף החוב ופגיעה ביצור תזרים חופשי (FCF) בשנת 2021. כך, בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2021, צפויים מקורות בהיקף של כ-450-650 מיליוני ש"ח (כתלות בגובה תשלום התביעה) הכוללים FFO (מנוטרל פנינסולה למעט הנחת דיבידנד) וכרית נזילות הכוללת מזומנים ותיק נ"ע לז"ק. זאת לעומת שימושים של כ-215 מיליון ש"ח (לא כולל השפעות אקסוגניות נוספות) הכוללים Capex בהיקף של כ-45 מיליון ש"ח, דיבידנד ששולם בפועל בהיקף של כ-55 מיליון ש"ח (ללא הנחה לדיבידנדים נוספים בטווח התחזית) ותשלומי קרן⁷ של כ-115 מיליוני ש"ח (ללא החוב של חברות מימון חוץ בנקאי).

לוח סילוקין ליום 31 בדצמבר 2021, במיליוני ש"ח (אג"ח ג', אג"ח ד' וחוב בנקאי ללא חוב חברות מימון חוץ בנקאי):

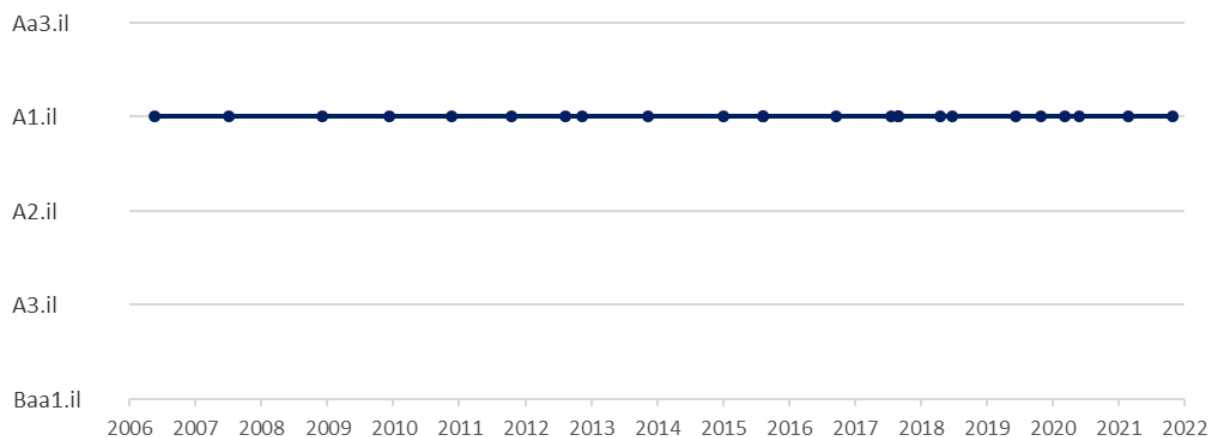


אודות החברה

החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות החברות המוחזקות שלה (להלן - "הקבוצה") בפעילויות בשוק ההון הכוללות בעיקר ניהול נכסים פיננסיים לרבות, קרנות השתלמות, קופות גמל, קרנות פנסיה, קרנות סל, קרנות נאמנות ותיקי השקעות. כמו כן, עוסקת הקבוצה בפעילויות נוספות כגון פעילות חבר בורסה וברוקראז', סוכנויות ביטוח, מימון חוץ בנקאי והפצת קרנות זרות. מנכ"ל החברה הינו מר אילן רביב. בעלי השליטה בחברה הינם מר אלי ברקת באמצעות ברם פיננסים בע"מ (כ-29% בהון) ומר אבנר סטפק (במישרין ובאמצעות חברות שבשליטתו, כ-28% בהון). בין בעלי השליטה נחתם הסכם המסדיר את שליטתם המשותפת בחברה.

⁶ מזומנים והשקעות לזמן קצר בניכוי מזומנים והשקעות לז"ק הנדרשים להון הרגולטורי
⁷ תרחיש הבסיס מניח כי תשלום הקרן עלול לגדול בטווח התחזית לאור עליה אפשרית בהיקף החוב

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מיטב דש 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

02.11.2021	תאריך דוח הדירוג:
21.03.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.05.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מיטב דש השקעות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מיטב דש 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 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 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>