

מיטב בית השקעות בע"מ¹

מעקב | ספטמבר 2023

אנשי קשר:

אביאור דגן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
avior.dagan@midroog.co.il

צביקה ארליכמן

אנליסט, מעריך דירוג משני
tzvika.e@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים
moty.c@midroog.co.il

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

מיטב בית השקעות בע"מ

דירוג סדרות	A1.il	אופק דירוג: יציב
-------------	-------	------------------

מידורג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה מיטב בית השקעות בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "מיטב") ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב. שינוי אופק הדירוג נובע ממספר מהלכים שביצעה החברה, אשר תומכים להערכתנו ביציבותה, לרבות הנפקת הון בסך 141 מיליון ₪ במהלך חודש מאי 2023, הגדלת מסגרות אשראי, צבירת הון עצמי, ואי-חלוקת דיבידנד החל ממועד קבלת פסק הדין בבית המשפט המחוזי (חודש אוגוסט 2021), ועד לרבעון השני של שנת 2023.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב, לצד פיזור קווי עסקים התומכים ביכולת ייצור הרווחים. הפרופיל הפיננסי נתמך ברווחיות ואיתנות פיננסית סבירות ביחס לרמת הדירוג, כאשר פרופיל הנזילות הטוב תומך באיתנות הפיננסית של החברה. מיטב הינו מבתי ההשקעות הגדולים בישראל, המנהל נכסים בהיקף של כ-245 מיליארד ₪, ליום 30 ביוני 2023 (31 בדצמבר 2022: כ-222 מיליארד ₪), אשר תומכים ביכולתו לשמור על פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, על אף חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות. לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (שאינן ניהול נכסים) חשופות במידה פחותה לשוק ההון ובעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה, למרות החשיפה למחזוריות הכלכלית. עם זאת, תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח (קרנות נאמנות וקרנות סל).

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2023-2024, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי השקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, המונעת 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. בד בבד, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.0% בשנים 2023-2024, לצד שיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית ייוותר מוגבל להערכתנו בטווח הקצר, על רקע סביבת האינפלציה והריבית הגבוהות, לצד מאפייני שוק העבודה כאמור, אשר צפויים להשפיע על קצב העלאות הריבית בטווח התחזיתי, ובהתאם לכך, להשליך על התמתנות הפעילות הכלכלית במשק. אנו מעריכים כי הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוק ההון כאמור, אשר ימתנו אף הן 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. מנגד, עליית הריבית עשויה להשפיע לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החיסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב), המנוהלים באמצעות קרנות נאמנות וניהול תיקים. בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, למרות סביבה עסקית מאתגרת, וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודל החברה, כאשר היקף הנכסים המנוהלים צפוי לצמוח בהיקף מצטבר של כ-27% בשנים 2023-2024, עם שונות בענפי הפעילות.

אנו מעריכים גידול בהיקף ההכנסות בטווח שבין 11%-14%, בעיקר לאור השפעת העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים, אשר תקוזז מהמשך השחיקה בדמי הניהול בחלק מהענפים נוכח תחרות אגרסיבית, כאשר השפעות התחרות והרגולציה מעודדות תחרות מחיר, ותושפענה מהעלאות 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 גבוה יחסית, בשיעור של כ-7.5%-10%, לאור העלייה

הצפויה בהיקף ההוצאות הישירות, הנגזרות מהגידול בהיקף הנכסים ומגידול בהוצאות המימון, בעיקר בגין השפעות המדד על התחייבויות החברה (בעיקר אגרות חוב (סדרה ג') והפרשות לתביעות משפטיות). לפיכך, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) צפויים לנוע בטווח שבין 19%-22%, כאשר טווח זה משקף שיעורי רווחיות הולמים ביחס לדירוג.

לאור זאת, אנו צופים כי ה-EBITDA המותאמת תנוע בטווח שבין 400-410 מיליון ₪ בטווח התחזית, אשר ישמשו בין היתר, לצורך הפירעונות השוטפים של החברה, כך שיחס החוב ל-EBITDA ינוע בטווח שבין 3.1-3.6, אשר הינו הולם ביחס לדירוג. נציין כי ביום 10 בדצמבר 2023, אמורה החברה לפרוע חלויות שוטפות של אגרות חוב (סדרה ג' וסדרה ד'), בסך מוערך של כ-132 מיליון ₪. כמו כן, הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת במרחק הולם מאמות המידה הפיננסיות ונגישות טובה למקורות המימון. לחברה יכולת ייצור תזרים מזמונים טובה יחסית, כאשר להערכתנו ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר-בינוני צפוי לנוע בטווח שבין 230-270 מיליון ₪, אשר יתמוך במידה מסוימת בקיטון החוב (ללא חברות בנות העוסקות במימון אשראי חוץ בנקאי) בשנתיים הקרובות, על פי לוח הסילוקין. בהתאם לכך, יחס הכיסוי חוב ל-FFO המותאם צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין כ-4.6-6.4. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המשמשים גם ככרית ביטחון מידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת ייצור התזרים ובנגישות למקורות מימון.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף להערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידורג. יחד עם זאת, נציין כי עדיין ישנה אי-ודאות מסוימת לגבי תוצאות התביעות הייצוגיות, אולם אנו סבורים כי החברה ביצעה את ההתאמות הנדרשות אשר תומכות להערכתנו ביציבותה, לרבות הנפקת הון בסך 141 מיליון ₪ במהלך חודש מאי 2023, הגדלת מסגרות אשראי, צבירת הון עצמי, ואי-חלוקת דיבידנד החל ממועד קבלת פסק הדין בבית המשפט המחוזי (חודש אוגוסט 2021) ועד לרבעון השני של שנת 2023. בנוסף, אנו רואים גורם תומך בדמות פסק הדין של ביהמ"ש העליון מיום 3 ביולי 2023, בו נקבע כי בית המשפט סבור כי בנסיבות המקרה, ראוי לסיים את ההליך על דרך הפשרה והורה על מחיקת הערעורים והחזרת הדין בבקשה לאישור הסדר הפשרה לביהמ"ש המחוזי. יש לציין, כי במידה והסדר הפשרה יאושר, מיטב גמל ופנסיה בע"מ (להלן: "מיטב גמל") תשיב לעמיתים שהוגדרו בהחלטת ביהמ"ש המחוזי כחברי קבוצת התובעים, סכום כולל של עד כ-120 מיליון ₪. במקרה זה, ההון העצמי של החברה יושפע מהותית לטובה, בעיקר עקב ביטול הפרשות מהותיות שבוצעו בעבר בגין התביעות הייצוגיות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- חיזוק מעמד החברה בענפי פעילות בעלי חשיפה מתונה לשווקים, לרבות צמיחה בת-קיימא בהיקפי הנכסים המנוהלים שתבטא בשיפור משמעותי בהכנסות החברה ובכריות הרווחיות של החברה
- שיפור משמעותי ביחס המינוף של החברה
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג :

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

מיטב בית השקעות בע"מ - נתונים עיקריים (במיליוני ש"ח)

2019	2020	2021	2022	30.06.2022	30.06.2023	
416	475	467	713	421	780	יתרות נזילות חופשיות [1]
1,117	1,186	1,205	1,516	1,198	1,443	חוב פיננסי מתואם ברוטו (ללא חברות בנות העוסקות במימון אשראי חוץ בנקאי) [2]
860	979	507	497	555	672	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
3,251	3,532	4,142	4,755	4,451	4,728	סה"כ נכסים
935	1,015	1,144	1,198	574	665	הכנסות [3]
146	281	(299)	172	86	131	רווח (הפסד) לפני מס
245	234	(43)	308	152	162	EBITDA [4]
165	102	(365)	166	82	82	FFO [4]
139,198	146,829	222,766	221,653	213,923	245,202	סך נכסים מנוהלים

יחסים מותאמים של מידורג

26%	28%	12%	10%	12%	14%	הון למאזן מתואם
37%	40%	39%	47%	35%	54%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
16%	28%	(26%)	14%	15%	20%	רווח לפני מס להכנסות
26%	23%	(4%)	26%	26%	24%	EBITDA להכנסות [5]
4.6x	5.1x	(27.8x)	4.9x	7.9x	8.9x	חוב ברוטו ל-EBITDA [6]
6.8x	11.6x	(3.3x)	9.2x	14.7x	17.6x	חוב ברוטו ל-FFO [6]

[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 וזכאים בגין רכישת מניות והתחייבויות בגין חכירה.
[3] כולל רווח (הפסד) מניירות ערך המוחזקים למטרות השקעה בתיק נוסטרו, נטו והכנסות מימון ובנטרול סכומי הכנסות בקשר עם תביעות משפטיות.
[4] מה-EBITDA וה-FFO נטרלו תוצאות מימון חוץ בנקאי, בתוספת דיבידנד ששולם מפניסולה.
[5] הכנסות בנטרול הכנסות מימון בגין מימון חוץ בנקאי, מימון ונוסטרו.
[6] גילום שנתי לתאריכים שמסתיימים ב-30.06, ולשנים מתייחס ל-12 החודשים האחרונים שהסתיימו באותו תאריך.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב ופיזור קווי עסקים התומכים ביכולת ייצור הכנסות, 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, פיזור קווי עסקים ומערך שיווק והפצה, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות של החברה לאורך המחזור הכלכלי. מיטב הינו מבתי ההשקעות הגדולים בישראל, ומנהל נכסים בהיקף של כ-245 מיליארד ₪ נכון ליום 30 ביוני 2023, אשר תומכים ביכולתו לשמור על פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, על אף חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות.

היקף הנכסים במגזר חיסכון ארוך טווח (גמל ופנסיה) עמד על כ-106 מיליארד ₪ נכון ליום 30 ביוני 2023 (31 בדצמבר 2022: 94 מיליארד ₪), כאשר החברה הוסיפה לצמוח אורגנית בתקופה זו, נהנתה מצבירות נטו חיוביות במגזר זה, ותשואה חיובית במהלך החציון הראשון לשנת 2023. נציין, כי תחום הפנסיה שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה לאור הפקדות שוטפות משמעותיות, הוסיף לצמוח בשנה זו גם מתוקף בחירתה של קרן הפנסיה של החברה, כאחת מארבע קרנות פנסיה הנבחרות בפעם השלישית, החל מחודש נובמבר 2021 ועד ליום 31 באוקטובר 2024, אשר להערכתנו עשוי להמשיך ולהיטיב עם פעילותה של מיטב גמל, כאשר מנגד, קידום קרן פנסיה נבחרת מגביר את התחרות ואת מגמת השחיקה בדמי הניהול הממוצעים שקרנות הפנסיה גובות.

תמהיל המוצרים של החברה כולל מרכיב משמעותי יחסית של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח, אולם לעיתים, בעלי אפקט השפעה מקזז (תחום קרנות הנאמנות היווה כ-27% מסך הנכסים המנוהלים וכ-27% מההכנסות בשנת 2022), ולמוצרים בעלי

פוטנציאל צמיחה אורגני נמוך (נכסי ניהול תיקים מהווים כ-30% מסך הנכסים המנוהלים בשנת 2022). לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית, הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה כאחד, 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 האשראי החוץ בנקאי, חבר בורסה וברוקראז' מוסדי. בנוסף, החברה פועלת לפיתוח מקורות הכנסה נוספים מהשקעות אלטרנטיביות, אך להערכתנו התרומה שלהם בטווח הקצר-בינוני תהיה נמוכה.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2023-2024, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת בענף בתי השקעות וניהול הנכסים הפיננסיים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בכלל מגזרי הפעילות, המונעת 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. בד בבד, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.0% בשנים 2023-2024, ולצד שיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. מנגד, פוטנציאל הצמיחה הענפית ייוותר מוגבל להערכתנו בטווח הקצר, על רקע סביבת האינפלציה והריבית הגבוהות, לצד מאפייני שוק העבודה כאמור, ואף עלול להשליך על התמתנות בפעילות הכלכלית במשק. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוק ההון, אשר עלולות למתן אף הן 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 לפדיגונות משמעותיים בתקופות של תנודתיות בשווקים. מנגד, עליית הריבית עשויה להשפיע לחיוב על היקף הנכסים המנוהלים באפיקי החסכון הסולידיים (לרבות אגרות חוב), המנוהלים באמצעות קרנות נאמנות וניהול תיקים. בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הקצר-בינוני, למרות סביבה עסקית מאתגרת וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה, כאשר היקף הנכסים המנוהלים צפוי לצמוח בהיקף מצטבר של כ-27% בשנים 2023-2024, עם שונות בענפי הפעילות. בתוך כך, אנו צופים כי היקף הנכסים המנוהלים ינוע בטווח שבין 258-286 מיליארד ₪ בשנים 2023-2024 וכפועל יוצא, יוביל לגידול בסך ההכנסות בטווח שבין 1,360-1,520 מיליון ₪.

שיעורי רווחיות הולמים ביחס לדירוג

לחברה יכולת ייצור הכנסות טובה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ-0.42% בממוצע בשנים 2019-2022), אשר נתמכת בפרופיל עסקי טוב ובפיזור מקורות הכנסה. כמו כן, מגזר האשראי החוץ בנקאי, אשר מושפע בעיקרו מפעילותה של קבוצת פניסולה בע"מ, מאופיין בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית, התומכים בפיזור ההכנסות וברווחיות החברה, כאשר משקל מגזר זה מסך ההכנסות עלה בשנים האחרונות ועמד על כ-17% נכון לשנת 2022. נציין, כי במהלך שנת 2021, רווחיות החברה הושפעה לשלילה בעיקר מהפרשה בגין תביעות משפטיות בסך של כ-511 מיליון ₪ ליום 30 ביוני 2023, וזאת על אף השיפור בפרופיל העסקי, אשר התבטא בגידול משמעותי בהיקף הנכסים באותה תקופה, לצד יציבות מסוימת בשיעור דמי הניהול הכולל בגין ניהול הנכסים אשר גובה החברה.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2023-2024, אנו מעריכים עלייה בהיקף ההכנסות בטווח שבין 11%-14%, וזאת בעיקר לאור השפעת העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים, אשר תקוזז מהמשך השחיקה בדמי הניהול בחלק מהענפים, נוכח תחרות אגרסיבית, כאשר השפעת התחרות והרגולציה, המעודדות תחרות מחיר תמונתה מקצב העלאות הריבית בטווח התחזית, אשר עשויות להשליך לחיוב על פוטנציאל התשואה ומשכך, על דמי הניהול הממוצעים שתגבה החברה בעיקר בתחומי הקרנות. היקף ההוצאות צפוי לצמוח בקצב גבוה יחסית, בטווח שבין 7.5%-10%, בשל העלייה הצפויה בהיקף ההוצאות הישירות הנגזרות מהגידול בהיקף הנכסים, מגידול בהוצאות המימון הנגרמות בעיקר מהשפעות המדד על התחייבויות החברה (בעיקר אגרות חוב (סדרה ג') והפרשות לתביעות משפטיות). בהתאם לכך, שיעורי הרווחיות (רווח לפני מס) צפויים לנוע בטווח שבין 19%-22% כאשר טווח זה משקף שיעורי רווחיות הולמים ביחס לדירוג.

יחס המינוף בולט לשלילה ביחס לדירוג, אולם קיים צפי לשיפור היחס בטווח התחזית

נכון ליום 30 ביוני 2023, סך ההון המיוחס לבעלי המניות של החברה עמד על כ-672 מיליוני ₪ ומגלם גידול של כ-21% ביחס לתקופה מקבילה אשתקד (כ-555 מיליוני ₪ נכון ל-30 ביוני 2022). גידול זה נובע כתוצאה מרווחים שוטפים ומהנפקת זכויות שביצעה החברה בחודש מאי 2023, במהלכה החברה רשמה תמורה נטו בסך של כ-141 מיליוני ₪. נציין, כי ביוני 2021 בוצעה הפרשה מהותית בגין תביעות משפטיות (כולל חבויות שיפוי והצמדות), אשר יתרתה, נכון ליום 30 ביוני 2023 עומדת על כ-511 מיליוני ₪, כאשר הפרשה זו הקטינה את ההון של החברה. כתוצאה מכך, יחס המינוף המאזני עמד נכון ליום 30 ביוני 2023 על כ-14%, אשר בולט לשלילה ביחס לדירוג. עם זאת, אנו מעריכים כי החברה תפעל לבניית הכרית ההונית ולשיפור יחס המינוף המאזני בטווח התחזית, נוכח צבירת רווחים שוטפים, כאשר הנחה לחלוקת דיבידנדים תמתן את הצמיחה בשנים 2023-2024. בהתאם לכך, אנו צופים שיפור ביחס המינוף אשר ינוע להערכתנו בטווח שבין 15%-17% בטווח התחזית, אולם עדיין נמוך ביחס לדירוג. נציין, כי לאור התפתחויות בנושא פסק הדין בו פסק בית המשפט העליון ביום 3 ביולי 2023 כי הינו סבור, שבנסיבות המקרה ראוי לסיים את ההליך על דרך הפרשה והורה על מחיקת הערעורים והחזרת הדין בבקשה לאישור הסכם הפרשה בבית המשפט המחוזי, ובמידה והסכם הפרשה בו נקבע כי סכום ההשבה אותו תחויב מיטב גמל להשיב לקבוצת התובעים הינו עד 120 מיליוני ₪, יאושר על ידי בית המשפט המחוזי, ההון העצמי של החברה יושפע מהותית לטובה לאור ביטול חלק מההפרשה כאמור.

לחברה יכולת ייצור תזרים מזומנים טובה יחסית, כאשר להערכתנו היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הקצר-בינוני, צפוי לנוע בטווח שבין 230-270 מיליוני ₪, אשר יתמוך במידה מסוימת בקיטון בחוב (ללא חברות בנות העוסקות באשראי חוץ בנקאי) בשנתיים הקרובות, על פי לוח הסיילוקין. בהתאם לכך, יחס הכיסוי חוב ל-FFO המותאם צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 4.6-6.4.

גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, לצד פרופיל נזילות בולט לטובה ביחס לדירוג

אנו צופים כי ה-EBITDA המותאמת תנוע בטווח שבין 400-410 מיליוני ₪ בטווח התחזית, אשר ישמשו בין היתר, לפירעונות השוטפים של החברה, כך שיחס החוב ל-EBITDA ינוע בטווח שבין 3.1-3.6, אשר הינו הולם ביחס לדירוג. נציין כי ביום 10 בדצמבר 2023, אמורה החברה לפרוע חלויות שוטפות של אגרות חוב (סדרה ג' וסדרה ד'), בסך מוערך של כ-132 מיליוני ₪. כמו כן, הגמישות הפיננסית נתמכת במרחק הולם מאמות המידה הפיננסיות ונגישות טובה למקורות המימון. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המשמשים גם ככרית ביטחון מידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת ייצור התזרים ובנגישות למקורות מימון. יתרת הנכסים הנזילים החופשיים (ללא מסגרת האשראי) מהווה כ-54% מסך החוב ברוטו (ללא חברות בנות העוסקות במימון אשראי חוץ בנקאי) ליום 30 ביוני 2023, ברמה הבולטת לטובה ביחס לדירוג, וצפויה להיוותר כך בתרחיש הבסיס של מידרוג. כמו כן, נכון ליוני 2023, פרופיל הנזילות נתמך במסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ-61 מיליוני ₪, המהוות כ-46% מצרכי שירות החוב של החברה ב-12 חודשים הקרובים, ללא החוב הפיננסי של חברות המימון החוץ בנקאי. בנוסף, לחברה פוטנציאל ייצור תזרים חופשי חיובי (FCF), אשר תומך בהקטנת המינוף לאורך זמן.

שיקולים נוספים לדירוג

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 הינו נמוך יחסית בענף בתי ההשקעות בישראל.

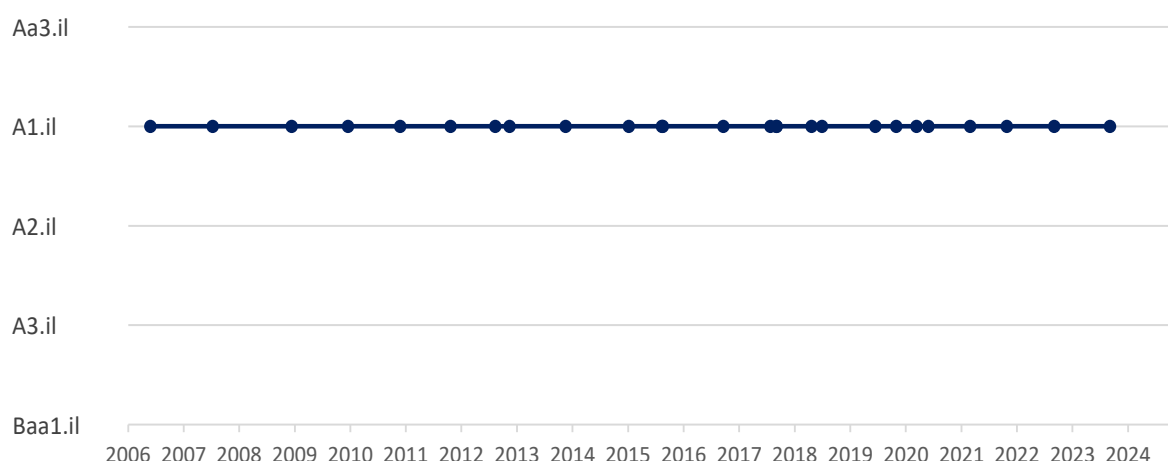
שיקולים חברתיים - להערכתנו, החשיפה של בתי ההשקעות לסיכונים חברתיים הינה נמוכה-בינונית. גופים אלו חשופים בעיקר לסיכונים הקשורים בקשרי לקוחות, אשר משקפים סיכונים והזדמנויות סביב האופן שבו מנפיק מקיים אינטראקציה עם לקוחותיו. טיפול באבטחת מידע ופרטיות הלקוחות מהווים שיקולים חשובים בתחום שבו למנפיק קיימת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

שיקולי 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 וההיסטוריה של המנפיק ביחס למינוף והקצאת הון, הם חלק מחישובים בקטגוריה זו. כך למשל, שינוי פתאומי במדיניות דיבידנד, אשר עלולה להצביע על גמישות פיננסית מופחתת, בעוד מדיניות שמרנית יותר תאפשר לחברה לעמוד טוב יותר כנגד תנודתיות והשפעות שליליות בשוק. בהקשר זה, נציין כי במהלך אוגוסט 2021 ניתן פסק דין אשר קבע שמיטב גמל גבתה שלא כדין דמי ניהול מחשבונות העמיתים, תוך הפרת ההסכמים עימם, אנו סבורים כי פסק דין זה מהווה חשיפה צייתית ורגולטורית לחברה ומעלה את סיכון המוניטין של החברה, בעקבות פסק הדין ותביעות דומות בעתיד.

אודות החברה

החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות החברות המוחזקות על ידה 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-28.5% בהון, ומר אבנר סטפק במישרין ובאמצעות מאיה החזקות (יעלים) בע"מ, כ-29% בהון. בין בעלי השליטה נחתם הסכם המסדיר את שליטתם המשותפת בחברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מיטב בית השקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

12.09.2023	תאריך דוח הדירוג:
06.09.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.05.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מיטב בית השקעות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מיטב בית 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.