

י.ד מור השקעות בע"מ

דירוג ראשוני | יוני 2020

אנשי קשר:

אילאיל שטנר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

י.ד מור השקעות בע"מ

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

מידורג קובעת דירוג A3.il באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק י.ד מור השקעות בע"מ (להלן: "החברה") בסך של עד 80 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת ההנפקה תשמש לצרכיה השוטפים של החברה, הכוללים בין היתר צמיחה בפעילות החיסכון לטווח בינוני-ארוך.

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 (41.93% בהון), משפחת לוי (21.47%) והציבור (36.60%).

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 ותחום ניהול קופות גמל, המדווחים גם כמגזרים עסקיים ברי דיווח בדוחותיה הכספיים של החברה. החל מהרבעון הראשון לשנת 2020 גם הברוקראז' מדווחים כמגזר נפרד. לחברה פעילויות נוספות בתחום קרנות גידור והחל משנת 2019 סוכנות ביטוח פנסיוני, אשר אינן מקיימות את הספים הכמותיים לפיהם נקבעים המגזרים ברי הדיווח בקבוצה ולכן נכללו יחד, כמגזרים אחרים. מר יוסי לוי ומר אלי לוי הינם מנכ"לים משותפים בחברה.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי מוגבל לאור גודלה של החברה ופיזור מוצרים נמוך. הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך ביחסי כיסוי טובים לרמת הדירוג ומינוף מאזני נמוך יחסית, גם לאחר ביצוע פרפורמה שכוללת את גיוס האג"ח. מנגד, צפויה שחיקה בשיעורי הרווחיות בתקופת התחזית בשל המשך אסטרטגיית הצמיחה של החברה במגזר הגמל.

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ- 22 מיליארד ₪ ליום ה- 10 ביוני 2020, החשופים למגוון גורמים אקסוגניים המשפיעים על טעמי הלקוחות. פיזור המוצרים של החברה נמוך יחסית, וכולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינוי שוק קצרי טווח, כאשר מגזר קרנות הנאמנות היווה כ- 75% מסך הנכסים המנוהלים למועד הנ"ל (כ- 87% ליום 31.12.2019). הטיה זו משתקפת בתנודתיות הגבוהה בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה מאז תחילת השנה, בעקבות משבר הקורונה. 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 ברוקראז' בניירות ערך זרים, תחום קרנות גידור וסוכנות ביטוח פנסיוני, הצפויות גם לתמוך בפיזור ההכנסות של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, שצפויה להערכתנו להמשיך וללחוץ על דמי הניהול, והן בשל התנודתיות הגבוהה בשוקי ההון. לצד זאת, הסביבה הכלכלית תושפע לשלילה מהתכווצות התמ"ג¹ בשיעור של כ- 4.5% בשנת 2020 בעקבות השלכות משבר נגיף הקורונה, כאשר בשנת 2021 המשק צפוי להתאושש וצמיחת התמ"ג צפויה לעמוד על כ- 6.8%. כמו כן, העליה בשיעורי האבטלה והשפעתה הנגזרת על השכר הממוצע במשק, יעיבו על הצמיחה בהיקפי ההפקדות בעיקר במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך.

בתרחיש זה, אנו צופים יציבות מסוימת בהיקף הנכסים המנוהלים בשנת 2020 ביחס לשנת 2019, עם ירידה בנכסי קרנות הנאמנות אך מנגד גידול בנכסי מגזר הגמל וההשתלמות, וכן צמיחה של 24%-20% בנכסים המנוהלים בשנת 2021, שעיקרה מפעילות הגמל וההשתלמות. בתוך כך, אנו מעריכים כי נכסי הגמל וההשתלמות יעלו לשיעור של כ- 30% מהנכסים המנוהלים בחברה עד לסוף שנת 2021, וכתלות גם בהיקף נכסי קרנות הנאמנות.

¹ תחזית צמיחת התמ"ג לשנים 2020-2021 מבוססת על תחזית בנק ישראל מחודש מאי 2020

בתרחיש זה אנו מעריכים עליה שולית בהיקף ההכנסות בשנת 2020, וצמיחה בשיעור משמעותי בשנת 2021, כאשר עיקר הצמיחה תנבע להערכתנו מפעילות מגזר הגמל וההשתלמות. במקביל, בתקופת התחזית יחול להערכתנו המשך גידול בהיקף ההוצאות כתוצאה מהצפי להמשך צמיחת הנכסים המנוהלים, בעיקר בהוצאות השכר וגידול משמעותי בהוצאות על תשלומים לסוכנים. לאור זאת, שיעור הרווחיות של החברה צפוי להישחק ביחס לשנים קודמות, וינוע להערכתנו בטווח של 15%-17% בתקופת התחזית, אשר הינו סביר ביחס לדירוג.

פרופורמה לגיוס החוב, אנו מעריכים כי יחס המינוף (הון למאזן) ינוע בתקופת התחזית בטווח שבין 40%-45%, כאשר הכרית ההונית לא צפויה לגדול באופן משמעותי בתקופה זו לאור צפי לחלוקת דיבידנדים בשיעור גבוה מתוך הרווח הנקי. אנו מעריכים כי היקף ה-FFO שהחברה תייצר בשנות התחזית צפוי להישחק במידה מסוימת לאור הערכתנו לשחיקה ברווחיות, כאשר לצד הגידול הצפוי במינוף, יחס הכיסוי חוב ברוטו ל-FFO צפוי לנוע בטווח של 2.5-4.0, אשר הינו טוב ביחס לדירוג. יחס חוב ברוטו ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 2.0-2.5, אשר הינו טוב ביחס לדירוג ומעיד על גמישות פיננסית גבוהה.

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המשמשים גם ככרית ביטחון מידית 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. כמו כן מידרוג הביאה בחשבון בשיקולים הנוספים את התלות הגבוהה של תזרימי החברה במגזר קרנות הנאמנות, זאת עד לביסוס זרוע משמעותית במגזר הגמל.

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 גבוהה לגבי תוצאות המשבר הכלכלי כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית בכלל, על ענף בתי השקעות והחברה בפרט.

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

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

2016	2017	2018	2019	31.03.2019	31.03.2020	
18	16	21	19	25	39	יתרות נזילות חופשיות [1]
4	6	1	4	3	3	חוב פיננסי מתואם ברוטו [2]
14	67	63	70	64	72	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
40	87	85	98	91	112	סה"כ נכסים
83	152	169	182	41	55	הכנסות
22	48	59	45	12	9	רווח לפני מס
23	48	61	46	12	12	EBITDA
14	36	39	27	7	8	FFO
13,786	21,090	19,633	24,852	21,473	[3] 22,060	סך נכסים מנוהלים לסוף תקופה

יחסים מותאמים של מידרוג

35%	77%	75%	72%	70%	64%	הון למאזן
310%	282%	631%	522%	818%	1130%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
26%	31%	35%	25%	29%	17%	רווח לפני מס להכנסות
27%	32%	36%	25%	29%	22%	EBITDA להכנסות
0.3x	0.1x	0.1x	0.1x	0.0x	0.1x	חוב ברוטו ל- EBITDA [2] [4]
0.4x	0.2x	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x	חוב ברוטו ל- FFO [2] [4]

* החל משנת 2019 החברה החלה ליישם את תקן חשבונאות IFRS 16. מספרי השוואה בתקופות קודמות לא עודכנו וטרנספקטיבית.
 [1] מזומנים ושווי מזומנים בניכוי יתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים
 [2] החוב הפיננסי המתואם כולל התחייבויות חכירה והלוואות מתאגידים בנקאיים
 [3] ליום ה- 10 ביוני 2020
 [4] מתייחס ל-12 החודשים האחרונים מנקודת החתך

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

צפוי שיפור מסוים בפרופיל העסקי, אולם הוא עודנו מוגבל לאור גודלה של החברה ופיזור מוצרים נמוך יחסית; הסביבה

העסקית צפויה להיות מאתגרת

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ- 22 מיליארד ₪ ליום ה- 10 ביוני 2020, זאת לעומת כ- 19 מיליארד ₪ ליום ה- 31 במרץ 2020 וכ- 25 מיליארד ₪ ליום ה- 31 בדצמבר 2019. תמהיל הנכסים המנוהלים² של החברה כולל בעיקר קרנות נאמנות (כ- 16.5 מיליארד ₪ המהווים כ- 75% מסך נכסי החברה בניהול), קופות גמל וקרנות השתלמות (כ- 2.5 מיליארד ₪ המהווים כ- 11% מסך נכסי החברה), ותיקים מנוהלים (כ- 3.0 מיליארד ₪ המהווים כ- 14% מסך נכסי החברה). כמו כן לחברה פעילויות נוספות בתחום שירותי ברוקראג' בניירות ערך זרים, תחום קרנות גידור וסוכנות ביטוח פנסיוני.

נציין כי התפשטות נגיף הקורונה הובילה לתנודתיות רבה בשווקים הפיננסיים וכנגזר מכך, השפיעה לשלילה על היקף הנכסים המנוהלים של החברה. לאור זאת, בעקבות ירידות ערך ופדיונות, ירד ברבעון הראשון של שנת 2020 היקף הנכסים המנוהלים על ידי החברה בכ- 6 מיליארד ₪. עם זאת, לאחר סוף חודש מרץ 2020 חלה התאוששות בשווקים שהובילה להתמתנות בירידה בהיקף הנכסים וכן נוכח צמיחה משמעותית שרשמה החברה בנכסי הגמל מאז תחילת השנה ובייחוד בחודשים האחרונים.

פיזור המוצרים של החברה נמוך יחסית, וכולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח, ובראשם מגזר קרנות הנאמנות. הטיה זו משתקפת גם בתנודתיות המשמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה בעקבות משבר הקורונה כאמור. נציין כי 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 עודנו נמוך בהשוואה לחברות המובילות בענף וגוזר לחברה נתח שוק שולי בלבד במגזר זה. משקלו של מגזר זה צפוי להמשיך ולגדול להערכתנו, זאת נוכח אסטרטגיה ממוקדת של החברה להגדלת הפעילות במגזר

² ליום ה- 10 ביוני 2020

זה, כפי שגם בא לידי ביטוי בצמיחה בשיעור משמעותי יחסית בנכסים המנוהלים במהלך השנה, אשר עמדו על כ- 2.5 מיליארד ₪ ליום ה- 10 ביוני 2020. אסטרטגיית החברה נשענת על שאיפתה לגוון את מקורות ההכנסה ולתעל את הידע והמוניטין שצברה בתחום ההשקעות והמחקר לזרוע פעילות זו. במהלך השנים 2019-2020 עיבתה החברה 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 חיונית 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.

החברה פועלת לפיתוח פעילויות נוספות, הכוללות שירותי ברוקראג' בניירות ערך זרים, תחום קרנות גידור וסוכנות ביטוח פנסיוני, הצפויות גם הן לתמוך בפזר ההכנסות של החברה. נציין כי ההכנסות מפעילות הברוקראג' בניירות ערך סחירים גדלו ברבעון הראשון של השנה עקב הגידול במחזורי המסחר וכמות העסקאות לאור התנודתיות הגבוהה בשוקי ההון.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, 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 התנודתיות הגבוהה בשווקי ההון. לצד זאת, בהתאם להערכות בנק ישראל³, הסביבה הכלכלית תושפע לשלילה מהתכווצות התמ"ג בשיעור של כ- 4.5% בשנת 2020 בעקבות השלכות של התפשטות נגיף הקורונה, כאשר בשנת 2021 המשק צפוי להתאושש וצמיחת התמ"ג צפויה לעמוד על כ- 6.8%. כמו כן, העליה בשיעורי האבטלה והשפעתה הנגזרת על השכר הממוצע במשק, יעיבו על הצמיחה בהיקפי ההפקדות בעיקר במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך.

במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות) אנו מעריכים שחיקה בהיקף הנכסים ביחס לשנת 2019, שעיקרה בשנת 2020, וזאת לאור אופק ההשקעה קצר הטווח המאפיין אותם, אשר נתון לפדיונות משמעותיים בתקופות משבר ותנודתיות בשווקים, וכפי שגם בא לידי ביטוי בחודש מרץ השנה. בעקבות כך, חלקם בתמהיל הפעילות של החברה צפוי לרדת להערכתנו, אולם להישאר גבוה ולהוות כ- 60% מסך הנכסים המנוהלים בשנות התחזית (לעומת כ- 87% בשנת 2019).

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. כמו כן, אנו מעריכים כי היקף הנכסים המנוהלים הנמוך יחסית בשלב זה מקנה גמישות מסוימת ועשוי להוות לחברה יתרון לקוטן בהשקעות, אולם להערכתנו, יתרון זה עלול לקטון ככל שהחברה תצמח. להערכתנו, לתנודתיות בשוקי ההון השפעה פחותה על מגזר הגמל וההשתלמות, בשל אופק ההשקעה ארוך הטווח המאפיין אותו, אולם עליה בשיעורי האבטלה והשפעתה על השכר, צפויים להשפיע לשלילה על היקף ההפקדות במגזר זה. לאור זאת, אנו מעריכים כי נכסי הגמל וההשתלמות יעלו לשיעור של כ- 30% מהנכסים המנוהלים בחברה עד לסוף שנת 2021, וכתלות גם בהיקף נכסי קרנות הנאמנות.

סה"כ, אנו צופים בתרחיש הבסיס יציבות מסוימת בהיקף הנכסים המנוהלים בשנת 2020 ביחס לשנת 2019, עם ירידה בנכסי קרנות הנאמנות אך מנגד גידול בנכסי מגזר הגמל וקרנות ההשתלמות, וכן צמיחה משמעותית של 20%-24% בנכסים המנוהלים בשנת 2021, שעיקרה מפעילות הגמל, כאמור לעיל.

נציין כי בתחזית זו ישנו בשלב זה מרכיב גבוה של אי ודאות, נוכח התממשותו של אירוע סיכון בדמות התפשטות נגיף הקורונה בישראל ואי הודאות בנוגע להימשכותו וכנגזר, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

³ [התחזית המקרה-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל - מאי 2020](#)

צפי לשחיקה בשיעורי הרווחיות בתקופת התחזית נוכח גידול בהוצאות לצורך בניית פעילות הגמל ושינוי תמהיל

הנכסים

לחברה יכולת יצור הכנסות טובה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ-0.80% בממוצע בשנים 2017-2019), כאשר עיקר פעילותה בשנים אלו, מקורה במגזר קרנות הנאמנות כאמור. שיעור דמי הניהול של החברה מצוי במגמת שחיקה לאורך השנים.

שיעור הרווחיות של החברה (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות) נשחק בשנת 2019 ועמד על כ-25% (בהשוואה ל-35% בשנת 2018) והמשיך להישחק ברבעון הראשון של שנת 2020 (כ-17%), בעיקר לאור גידול בהוצאות לטובת פיתוח וקידום פעילות חיסכון ארוך טווח, בין היתר על ידי גידול משמעותי בכוח האדם, בניית מערך הפצה וגיוס, חתימה על הסכם התקשרות לקבלת שירותי תפעול, השקעה באמצעים שסייעו במיתוג וקידום הפעילות ועוד.

בהתבסס על הערכתנו לגבי היקף הנכסים המנוהלים כדלעיל, אנו מעריכים עליה שולית בהיקף ההכנסות בשנת 2020, עם צמיחה בשיעור משמעותי של 15%-20% בשנת 2021, כאשר עיקר הצמיחה תנבע להערכתנו מפעילות מגזר הגמל וקרנות ההשתלמות. לצד זאת אנו מעריכים המשך שחיקה בדמי הניהול בחלק מהמגזרים, נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות לחצי מחיר. כמו כן, בשנות התחזית צפוי גידול בהכנסות בחלק מהפעילויות הנוספות, ובעיקר במגזר הברוקראז'. נציין כי תרחיש זה אינו לוקח בחשבון רכישת פעילויות חדשות.

במקביל, בתקופת 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), וכן לאור צעדים שביצעה החברה לצמצום הוצאותיה בשנת 2020 (הכוללים בעיקר הפחתות שכר, לתקופת הרבעון השני, אולם בהיקפים שאינם מהותיים). בתרחיש זה שיעור הרווחיות של החברה צפוי להישחק ביחס לשנים קודמות, וינוע להערכתנו בטווח של 15%-17% בתקופת התחזית, אשר הינו סביר ביחס לדירוג.

מינוף מתון יחסית הבולט לטובה לרמת הדירוג ויחסי כיסוי מהירים יחסית פרפורמה לגיוס החוב

ההון העצמי של החברה עמד על כ-72 מיליון ₪ ליום ה-31 במרץ 2020 והיווה כ-64% מסך המאזן לאותו מועד. פרפורמה לגיוס החוב, אנו מעריכים כי יחס המינוף ינוע בתקופת התחזית בטווח שבין 45%-40%, כרית הצפויה לספוג הפסדים בצורה טובה יחסית. שיעור המינוף בולט לטובה בהתחשב גם בהיקף מהותי של יתרות נזילות ונכסים נזילים נוספים וכן היעדרם של נכסים בלתי מוחשיים. מידרוג אינה צופה גידול משמעותי בכרית ההונית לאור צפי לחלוקת דיבידנדים בשיעור של לפחות 80% מהרווח הנקי, בהתאם למדיניות החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים EBITDA בטווח של 30-40 מיליון ₪ לשנה בשנים 2020-2021 (בהשוואה לכ-46 מיליון ₪ בשנת 2019), 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 20-25 מיליון ₪ בשנה, כאשר לצד הגידול הצפוי במינוף, יחס הכיסוי חוב ברוטו ל-FFO צפוי לנוע בטווח של 2.5-4.0, אשר הינו טוב ביחס לדירוג.

גמישות פיננסית ופרופיל נזילות טובים

עם גיוס החוב, יחס חוב ברוטו ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 2.0-2.5 בשנות התחזית. יחס זה הינו טוב ביחס לדירוג ומעיד על גמישות פיננסית גבוהה. 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. פרפורמה לגיוס החוב, יתרת הנכסים הנזילים החופשיים צפויה להוות 130%-140% מסך החוב ברוטו בשנות התחזית, ברמה בולטת לטובה ביחס לדירוג. לחברה נכסים פיננסיים נוספים הכוללים בעיקר השקעה בקרנות גידור והשקעה בקרן אלקטרה נדל"ן בסך של כ-22 מיליון ₪ ליום ה-31 במרץ 2020. נציין כי לא קיימים שעבודים על נכסי החברה, לרבות על המשרדים שבבעלותה, ששוויים בספרי החברה כ-14 מיליון ₪, ואשר 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- 16 מיליון ₪ החל משנת 2021.

שיקולים נוספים

חלוקת דיבידנדים רחבה מחלישה את המדיניות הפיננסית

בהתאם למדיניותה בשנים האחרונות, החברה צפויה לחלק כ-80% מהרווח הנקי 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.

חשיפה החברה למגזר קרנות הנאמנות משפיעה לשלילה על הפרופיל העסקי

בקביעת הדירוג ניתן שיקול נוסף לשלילה לריכוזיות פעילות החברה בתחום קרנות הנאמנות, שהינו תחום נכסים תנודתי יחסית ותחרותי. אסטרטגיית החברה להגדיל את פעילות הגמל וההשתלמות נתפסת בעינינו כחיובית במטרה לגוון את זרועות הפעילות לתחום החסכון לטווח בינוני-ארוך. החברה מבססת אסטרטגיה זו על הצלחתה למצב עצמה גבוה בענף קרנות הנאמנות, ועל תשתית ניהול ההשקעות והמחקר בחברה. כמו כן החברה הרחיבה את מערכי הניהול, התפעול והשיווק בתחום הגמל באופן ממוקד, והדבר ניכר כבר עתה בגידול המשמעותי בנכסי הגמל וההשתלמות מאז תחילת שנת 2020. להערכתנו אסטרטגיית החברה לביסוס מעמדה בתחום הגמל עודנה דורשת הוכחת ביצוע בטווח הקצר והבינוני.

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](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

25.06.2020

שם יוזם הדירוג:

י.ד. מור השקעות בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

י.ד. מור השקעות בע"מ

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 שאלה 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>