

מיטב דש השקעות בע"מ¹

מעקב | יוני 2019

אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
omer@midroog.co.il

אבי בן נון, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@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: יציב
------------	-------	------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג של A1.il לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה מיטב דש השקעות בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "מיטב דש"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב ופיזור קווי עסקים התומכים ביכולת יצור הרווחים. הפרופיל הפיננסי נתמך באיתנות פיננסית הולמת, פרופיל נזילות בולט לטובה ביחס לדירוג וגמישות פיננסית הולמת. מנגד, למרות נראות הכנסות טובה יחסית, הרווחיות נמוכה ביחס לדירוג ומוגבלת גם בשל יעילות תפעולית שאינה בולטת לטובה.

מיטב דש הינו בית ההשקעות השני בגודלו בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 131 מיליארד ש"ח (ליום ה- 31 במרס 2019). 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 ההשוואה ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט, כאשר הפעילויות הנוספות (המימון החוץ בנקאי וסוכנויות הביטוח) חשופות פחות לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה ולמרות החשיפה למחזוריות הכלכלית. יחד עם זאת, תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח (קרנות נאמנות וקרנות סל) ולמוצרים בעלי פוטנציאל צמיחה נמוך (ניהול תיקים). פדיונות נטו משמעותיים בשנים האחרונות בתעודות הסל וקופות הגמל, השפיעו לשלילה על יחסי שימור ותחלופת הנכסים המנוהלים שהינם נמוכים ביחס לדירוג. מנגד, החברה הצליחה להגדיל את סך הנכסים המנוהלים במגזר קרנות הנאמנות בתקופה זו ע"י גיוסים עודפים ביחס לפדיונות בשל מיקום גבוה במערכות הייעוץ של הבנקים.

רווחיות החברה נמוכה ביחס לדירוג, כאשר מבנה ההוצאות מאופיין במרכיב הוצאות קבועות מהותי והושפע לשלילה מגידול בכח אדם בשל עסקאות המיזוג עם איילון פנסיה וגמל ופעילות הברוקראז' של בנק ירושלים, שלוהו במקביל גם בעלייה בהוצאות גם בשל הסכם קיבוצי שנחתם בשנת 2018 והוצאות רגולטוריות. פעילות חברת הבת קבוצת פנינסולה בע"מ (להלן: "פנינסולה") בעלת שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לפעילות המסורתית וצפויה לתמוך ברווחיות העתידית של החברה ככל שמשקלה בסך ההכנסות יהפוך משמעותי יותר. החברה מאופיינת באיתנות פיננסית הולמת, ואנו צופים כי כרית ההון תמשיך להיבנות בטווח הזמן הקצר והבינוני כתוצאה מצבירת רווחים בניכוי חלוקת דיבידנדים בשיעור גבוה יחסית מתוך הרווח הנקי (כ- 50%).

לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס החוב המתואם ברוטו ל-EBITDA² אשר נע בטווח שבין 3.9-4.2 בשנים 2016-2018, וצפוי להשתפר (תחת שקלול השפעת IFRS 16) להערכתנו ולנוע בין 3.8-3.9 בטווח הזמן הקצר והבינוני בעיקר בגין פירעון חוב צפוי וללא הנחת גיוס חוב נוסף בחברה, נוכח שחרור הון בחברת קרנות הסל, כפי שיפורט בהמשך. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המהווה כרית ביטחון מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור תזרים חופשי חיובי ובנגישות לגורמי מימון. פרופיל הנזילות הושפע לטובה משחרור הון רגולטורי נדרש ויתרות נזילות משמעותיות בגין פעילות תעודות הסל שהוחלפו בקרנות סל (תיקון 28) בסוף שנת 2018.

להערכת מידרוג, הסביבה העסקית צפויה להיותר מאתגרת ב-12-18 חודשים הקרובים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, המונעת גם מרגולציה מעודדת תחרות (בעיקר בענפי הגמל והפנסיה) שצפויה להימשך להערכתנו ולהמשיך וללחוץ על דמי הניהול, והן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. תחרות זו חשופה לרגישות הלקוחות לתשואות המושגות,

² החוב הפיננסי וה- EBITDA שנלקחו לצורך חישוב יחס הכיסוי מנוטרל פנינסולה למעט הנחת דיבידנד שצפויה לחלק האחרונה בטווח זמן זה

וכפועל יוצא תמשיך לשחוק את דמי הניהול בחלק מענפי הפעילות ותשפיע על יכולת שימור ותחלופת הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך ולתמוך בגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני ארוך, עם צמיחת תמ"ג צפויה של כ- 3.2% - 3.5% בשנים 2019-2020 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. כמו כן, תמורות רגולטוריות והמשך ביקושים גבוהים לאשראי חוץ בנקאי צפויים לתמוך בצמיחת פעילותה של פנינסולה. בתרחיש זה היקף הנכסים המנוהלים צפוי לגדול בקצב של כ- 3%-4% לשנה להערכתנו בטווח התחזית ועם שונות בענפי הפעילות, לצד עלייה מסוימת בהיקף ההכנסות. על אף העלייה הצפויה בהכנסות להערכתנו, הגידול המהיר בהיקף ההוצאות השכר בשל המשך יישום ההסכם הקיבוצי ודרישות רגולטוריות, יובילו להערכתנו להמשך שחיקה מסוימת בשיעורי הרווחיות (הרווח לפני מס להכנסות) אולם בשיעור מתון לעומת השנים האחרונות, לאור הגדלת חלקן של פעילויות בעלות שיעורי רווחיות גבוהים יחסית. זו תנוע בטווח שבין 14.5%-15.0% בתקופת התחזית, ברמה נמוכה ביחס לדירוג.

לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית. להערכתנו היקף ה- FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר יותר ברמה דומה של 150-160 מיליון ₪ כתוצאה מהשחיקה הצפויה ברווחיות כאמור מחד, שתפוצה מדיבידנד גבוה יותר מפנינסולה, כך שעם המשך הקיטון הצפוי בחוב, יחס הכיסוי חוב מותאם ברוטו ל- FFO צפוי להשתפר ולנוע להערכתנו בטווח שבין 5.0-5.5 בשנתיים הקרובות, אשר הינו סביר לדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- חיזוק מעמד החברה בענפי פעילות בעלי חשיפה מתונה לשווקים, לרבות צמיחה בת-קיימא בהיקפי הנכסים המנוהלים שתתבטא בשיפור משמעותי בהכנסות החברה ובכריות הרווחיות
- קיטון משמעותי במינוף המאזני ושיפור ביחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה משמעותית בפרופיל העסקי
- שחיקה מתמשכת ביחסי הכיסוי התזרימיים
- שחיקה משמעותית בגמישות הפיננסית

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

2015	2016	2017	2018	31.03.2018	*31.03.2019	
264	228	261	341	291	397	יתרות נזילות חופשיות [1]
848	818	832	818	860	981	חוב פיננסי מתואם ברוטו (ללא פניסולות) [2]
655	699	802	825	809	839	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
1,789	2,284	2,519	2,864	2,607	2,981	סה"כ נכסים (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל)
738	776	880	887	217	246	הכנסות
153	133	170	133	36	49	רווח לפני מס
216	197	210	212	52	60	EBITDA [3]
143	125	141	130	30	34	FFO [3]
121,861	119,360	130,385	125,633	127,568	131,398	סך נכסים מנוהלים [4]

יחסים מותאמים של מידורג

37%	31%	32%	29%	31%	28%	הון למאזן מתואם (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל)
31%	28%	32%	42%	34%	41%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
21%	17%	19%	15%	17%	20%	רווח לפני מס להכנסות
29%	26%	26%	26%	26%	28%	EBITDA להכנסות [5]
3.9x	4.2x	4.0x	3.9x	4.2x	4.5x	חוב ברוטו ל-EBITDA [6]
5.9x	6.5x	5.9x	6.3x	6.4x	7.3x	חוב ברוטו ל-FFO [6]

* 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, חסר, הלוואות מתאגידים בנקאיים, אגרות חוב, התחייבויות זכאים בגין רכישת פעילות, התחייבויות בשל אופציות מכר למימון והתחייבות לבעלי מניות בחברה מאוחדת החל משנת 2019 כולל התחייבות בגין חכירה (IFRS16)
 [3] מה - EBITDA ו-FFO מטרולו תוצאות פניסולות, ל-FFO הוסף דיבידנד ששולם מפניסולות
 [4] בינואר 2017 מוזגה איילון פנסיה וגמל בע"מ לתוך מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ
 [5] הכנסות בנטרול הכנסות מימון בגין אשראי חוץ בנקאי, מימון ונוסטרו
 [6] מתייחס ל-12 החודשים האחרונים שהסתיימו באותו תאריך (אינו כולל התאמה בגין IFRS 16 בנתוני 2018)

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב ופיזור קווי עסקים תומכים ביכולת ייצור הרווחים, 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 הרווחים של החברה לאורך המחזור.

מיטב דש הינו בית ההשקעות השני בגודלו בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 131 מיליארד ש"ח ליום ה- 31 במרס 2019, התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות. לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית הכולל לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (מימון חוץ בנקאי וסוכנויות הביטוח) חשופות במידה פחותה לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה ולמרות החשיפה למחזוריות הכלכלית. נציין, כי לדברי החברה היא פועלת להמשיך ולהקטין את התלות בפעילות ניהול הנכסים ושוק ההון, כך שאלה יהיו עם הזמן חלק קטן יותר מסך ההכנסות וה-EBITDA, דבר שלהערכתנו צפוי להשפיע לטובה על יציבות ההכנסות והרווחיות.

יחד עם זאת, תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח, אולם לעיתים בעלי אופי השפעה מקיף (קרנות נאמנות וקרנות סל היוו כ- 45% מסך הנכסים המנוהלים וכ- 35% מההכנסות בשנת 2018) ולמוצרים בעלי פוטנציאל צמיחה נמוך (נכסי ניהול תיקים כ-14% מסך הנכסים המנוהלים לאותה התקופה). הטיה זו משתקפת בפדיונות נטו משמעותיים בשנים האחרונות בעיקר במגזר תעודות הסל, נוכח הסביבה העסקית המאתגרת, פוטנציאל תשואות תנודתי ונמוך שעודד ניהול השקעות אקטיבי וכן ההשפעה של תיקון 28 (מעבר לקרנות סל), שהגבירה את אי הוודאות בענף זה.

החברה לא השכילה לצמוח אורגנית מהותית (ובפרט כאשר מנטרלים את התשואה הנובעת מהנכסים המנוהלים) בהיקף הנכסים המנוהלים בשלוש השנים האחרונות, גם נוכח נחיתות בתשואות שהושגו אל מול חלק מהמתחרים בחלק מענפי הפעילות. עובדה זו מעיבה על הפרופיל העסקי ובפרט כאשר תחום החיסכון הבינוני- ארוך נהנה מרגולציה תומכת בשנים האחרונות, אשר הובילה לגידול

מתמשך בהיקף הנכסים המנוהלים בענף. עיקר הגידול בנכסים המנוהלים של החברה במגזר זה מקורו במיזוג פעילות הגמל והפנסיה של איילון³ בשנת 2017. אולם, למרות גידול זה החברה לא הצליחה לשמר את הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר הגמל בשנת 2017 ופדתה סכום זהה ליצירות החדשות כתוצאה מביצועים עודפים של חלק מהמתחרות מגמה שהמשיכה גם בשנת 2018. מנגד, המרכיב הפנסיוני, שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה, בשל הפקדות שוטפות משמעותיות השתפר משמעותית בשנתיים האחרונות, נוכח המיזוג עם איילון וזכייה בקרן הפנסיה הנבחרת, דבר המהווה נקודה חיובית לפרופיל העסקי אולם משקלו בתמהיל הנכסים המנוהלים עדיין נמוך יחסית (כ-8%). בנוסף, פעילות האשראי של פנינסולה שצמחה בכ-50% בשנים 2016-2018 תומכת בפיזור וביכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הזמן הבינוני - ארוך ומקטינה את החשיפה קצרת הטווח לתנודתיות השווקים ככל שמשקלה בתמהיל ההכנסות יגדל, בהינתן שלא יחולו הקלות במדיניות החיתום שלה. בנוסף, רכישת פעילות שירותי מסחר בניירות ערך של בנק ירושלים שהושלמה בשנת 2018, ביחד עם צמיחה אורגנית של החברה, חיזקה בצורה משמעותית את נוכחות החברה בענף זה והגדילה את היקף הכנסות מפעילות זו בכ-36% ביחס לשנת 2017 ותומכת גם כן בפיזור ההכנסות.

תרחיש הבסיס שלנו מניח, כי הסביבה העסקית צפויה להיוותר מאתגרת ב-12-18 חודשים הקרובים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, המונעת גם מרגולציה מעודדת תחרות שצפויה להימשך להערכתנו ולהמשיך וללחוץ על דמי הניהול והן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון, גם לאור רמות המחירים בכלל השווקים, והשפעתו על טעמי הציבור. אלו משתקפים ביחסי שימור⁴ ותחלופת⁵ הנכסים המנוהלים (כ-75%-90% בהתאמה, בממוצע בשנים 2016-2018), אשר הינם נמוכים ביחס לדירוג, אך צפויים להשתפר במידה מסוימת בשנתיים הקרובות גם בשל מיקום גבוה של קרנות הנאמנות של החברה במערכות הבנקים והתגברות פעילות הפנסיה במסגרת קרן הפנסיה הנבחרת. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך ולתמוך בגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני ארוך, עם צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.5% - 3.2% בשנים 2019-2020 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע.

בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, למרות הסביבה העסקית המאתגרת וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה, כאשר היקף הנכסים המנוהלים צפוי לגדול בקצב של כ-3%-4% לשנה, להערכתנו, בטווח התחזית ועם שונות בענפי הפעילות. בתחום הגמל והפנסיה אנו צופים גידול אורגני, כאשר עיקר הגידול ינבע מענף הפנסיה, נוכח הפקדות שוטפות עודפות ביחס לפדיונות ולתשלומים ובשל פוטנציאל העמקת החדירה, נוכח חובת פתיחת מכרזי המעסיקים לקרנות ברירת המחדל. בענף הגמל אנו צופים יציבות בשיעור הפדיונות נטו לאחר התייבבות מסוימת בתנועת הנכסים המנוהלים בענף. במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וקרנות סל) אנו מעריכים יציבות בהיקף הנכסים, כך שתמהיל המוצרים ימשיך לטות לקרנות הנאמנות על חשבון קרנות הסל. נציין, כי עדיין קיימת אי וודאות מסוימת בנוגע להשפעת הרפורמה בתעודות הסל (תיקון 28 שיצא לפועל באוקטובר 2018) על המגזר והחברה בתוכו, כאשר השלכותיה עשויות להשפיע באופן מהותי על תרחיש הבסיס שלנו במגזר זה. בשאר המגזרים שאינם ניהול נכסים אנו צופים כי מחוללת הצמיחה העיקרית תהיה פנינסולה, שצפויה ליהנות מתמורות רגולטוריות והמשך ביקושים גבוהים לאשראי חוץ בנקאי. החברה פועלת לפתח מקורות הכנסה נוספים מהשקעות אלטרנטיביות מסוגים שונים אך להערכתנו התרומה שלהם בטווח הקצר-בינוני תהיה נמוכה.

נראות הכנסות טובה, אולם צפי להמשך גידול בהוצאות תוסיף לשחוק בשוליים את שיעורי הרווחיות, אשר הינם נמוכים

ביחס לדירוג

לחברה יכולת ייצור הכנסות טובה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ-0.50% בממוצע בשנים 2015-2018), אשר נתמכת בפרופיל עסקי טוב ובפיזור מקורות הכנסה, כאמור. בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים עלייה מסוימת בהיקף ההכנסות בשנים 2019-2020 בשיעור של 1%-2% בשנה, זאת בשל הערכתנו שהשפעת העלייה בהיקף הנכסים המנוהלים תקוזז ברובה מהמשך שחיקה בדמי הניהול (בעיקר בענפי הגמל והפנסיה), נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות מחיר

³ איילון פנסיה וגמל בע"מ התמזגה לתוך מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ, כנגד הקצאת מניות כך שהחברה מחזיקה, בעקיפין, ב-80% ממניות מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ וקבוצת איילון מחזיקה ב-20% מהון המניות של מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ. נכסים בהיקף של כ-8 מיליארד ש"ח, שהיו בניהול איילון פנסיה וגמל בע"מ, עברו לניהול מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ.

⁴ היחס שבין יתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים בניכוי פדיונות במהלך השנה ליתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים.

⁵ יחס יצירות לפדיונות במהלך השנה.

לצד המשך צמיחה בפעילות פנינסולה ויציבות בשאר המגזרים, כאמור. נציין, כי היקף הכנסות זה הולם ביחס לדירוג וכי תרחיש זה אינו לוקח בחשבון רכישת פעילויות חדשות. מגזרי ניהול החיסכון לזמן ארוך הינם בעלי רווחיות תפעולית ממוצעת נמוכה יחסית, אולם נראות הכנסות סבירה ואילו בענפי קרנות הסל וקרנות הנאמנות הרווחיות טובה יותר, גם נוכח מבנה ההוצאות, אולם נראות ההכנסות נמוכה יחסית. להערכתנו, צפוי המשך גידול בהיקף ההוצאות בעיקר בשל השפעות ההסכם הקיבוצי שנחתם בשנת 2018, לצד מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות ודרישות רגולטוריות. לאור זאת, בתחזית שלנו צפויה שחיקה מסוימת בשיעור הרווחיות (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות), אולם בשיעור מתון לעומת השנים האחרונות, לאור הגדלת חלקן של פעילויות בעלות שיעורי רווחיות גבוהים יחסית, אשר יהיה נמוך ביחס לדירוג וינוע בטווח שבין 15.0%-14.5% בתקופת התחזית, לעומת שיעור רווחיות של כ-15% בשנת 2018 ושל כ-17% בשנת 2017 (בנטרול הכנסות חד פעמיות בגין שערך החזקות מניות הבורסה).

נציין כי פעילות מתן האשראי של פנינסולה הינה בעלת שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לפעילות המסורתית וצפויה לתמוך בפיזור ההכנסות וברווחיות העתידית של החברה ככל שמשקלה בסך ההכנסות יהפוך משמעותי יותר (היותה כ-7% מההכנסות בשנת 2018).

איתנות פיננסית הולמת יחסי כיסוי סבירים לדירוג; צפי לשיפור מסוים עם הקיטון בחוב

החברה מאופיינת באיתנות פיננסית הולמת כמשתקף ביחס חוב ל-CAP הולם ובמינוף מאזני סביר כפי שמתבטא ביחס ההון למאזן שעמד על כ-30% ליום ה-31 במרס 2019 (כולל השפעת IFRS 16). מידרוג צופה, כי כרית ההון תמשיך להיבנות בטווח הזמן הקצר והבינוני כתוצאה מצבירת רווחים בניכוי חלוקת דיבידנדים בשיעור גבוה יחסית מתוך הרווח הנקי (כ-50%), כך שיחס המינוף ינוע להערכתנו בטווח שבין 30%-32% (כולל השפעת IFRS 16). הכרית ההונית צפויה לספוג בצורה טובה הפסדים בלתי צפויים בגין נכסי הסיכון במאזן החברה, להערכתנו ובפרט בתרחישי קיצון שערךנו לגבי תיק האשראי של פנינסולה וזאת נוכח מח"מ התיק הקצר, הכרית ההונית בפנינסולה ופוליסת ביטוח אשראי בהיקף מהותי מסך תיק האשראי, זאת מתוך הנחה שהחברה תספק תמיכה מסוימת מוגבלת בסכום במידת הצורך בין היתר כדי לא להסתכן בסיכון מוניטין אל מול הגורמים המממנים של פנינסולה (אין ערבות פורמלית).

לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית, כאשר להערכתנו היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני ייוותר יציב בטווח שבין 150-160 מיליון ₪ (מותאם ל-IFRS16) כתוצאה מהשחיקה הצפויה ברווחיות כאמור מחד, שתפוצה מדידידנד גבוה יותר מפנינסולה. יכולת ייצור תזרים זו, יחד עם שחרור נכסים נזילים בגין הקטנת דרישות ההון בגין פעילות קרנות סל ביחס לנדרש מפעילות תעודות הסל, צפויים להערכתנו לתמוך בקיטון בחוב (ללא פנינסולה) בשנתיים הקרובות בהתאם ללוח הסינון. בתרחיש זה, יחס הכיסוי חוב מותאם ברוטו ל-FFO צפוי להשתפר ולנוע להערכתנו בטווח שבין 5.0-5.5 בשנתיים הקרובות, אשר הינו סביר ביחס לדירוג.

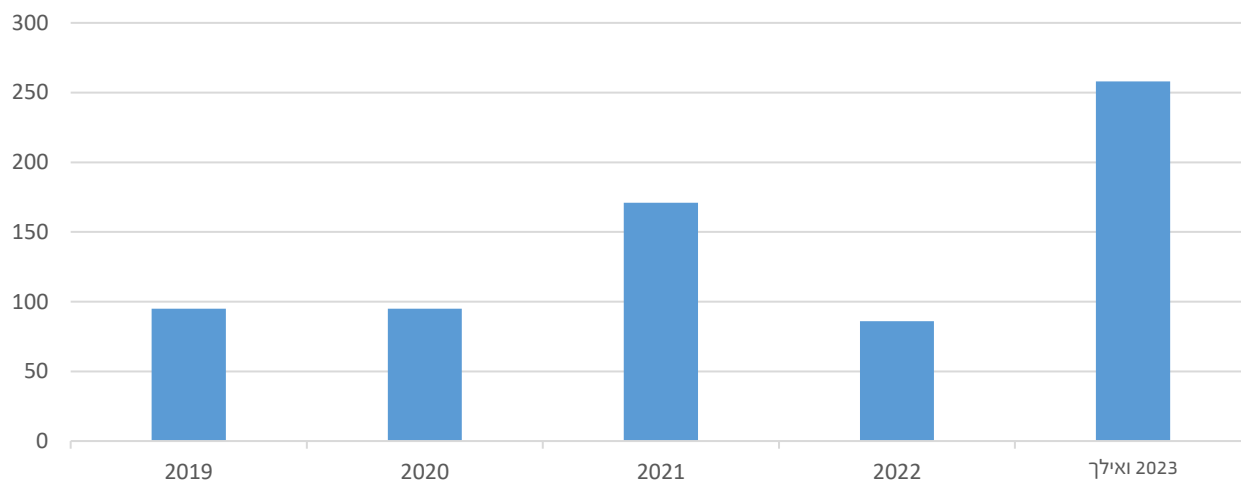
פרופיל נזילות בולט לטובה ביחס לדירוג וגמישות פיננסית הולמת

לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס החוב מותאם ברוטו ל-EBITDA אשר נע בטווח שבין 3.9-4.2 בשנים 2016-2018, וצפוי להיות ברמה דומה להערכתנו ולנוע בין 3.8-3.9 (כולל השפעת IFRS 16) בטווח הזמן הקצר והבינוני בעיקר בגין פירעון חוב צפוי, כאמור וללא הנחת גיוס חוב נוסף בחברה. אנו מניחים יציבות בהיקף ה-EBITDA (בנטרול ה-EBITDA של פנינסולה), בשל השפעת IFRS 16 וזאת כהשפעה מקזזת לשחיקה ברווחיות. זו תעמוד להערכתנו על כ-210-230 מיליון ₪ בשנים 2019-2020. כמו כן, הגמישות הפיננסית נתמכת במרחק הולם מהקובננטים ונגישות טובה לגורמי מימון.

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המהווה כרית ביטחון מיידיית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת ייצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון. כמו כן, פרופיל הנזילות נתמך במסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ-100 מיליון ₪ המהוות כ-105% מצרכי שירות החוב של החברה 12 חודשים קדימה, ללא החוב הפיננסי של פנינסולה. כמו כן, יתרת הנכסים הנזילים החופשיים ומסגרות האשראי מהוות כ-56% מהחוב ברוטו (בניכוי היתרות הנזילות והחוב הפיננסי של פנינסולה) ליום ה-31 במרס 2019. שיפור ביחס זה ביחס להערכתנו הקודמת נובע משחרור הון רגולטורי נדרש ויתרות נזילות בגין פעילות תעודות הסל, שהוחלפו בקרנות סל בסוף שנת 2018, אשר תרם כ-100

מיליון ₪. נתון זה בולט לטובה ביחס לדירוג ולא צפוי להשתנות מהותית להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם נוכח פוטנציאל יצור תזרים חופשי (FCF) חיובי. כך, בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2019 צפויים מקורות בהיקף של כ- 500 מיליון ₪ הכוללים FFO (מנוטרל פנינסולה למעט הנחת דיבידנד) של כ- 150-160 מיליון ₪ וכרית נזילות (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים) בהיקף של כ- 340 מיליון ₪ בתחילת 2018. זאת לעומת שימושים של כ- 160 מיליון ₪, הכוללים Capex ודיבידנד בהיקף של כ- 75 מיליון ₪, ותשלומי קרן של כ-95 מיליון ₪ (ללא פנינסולה).

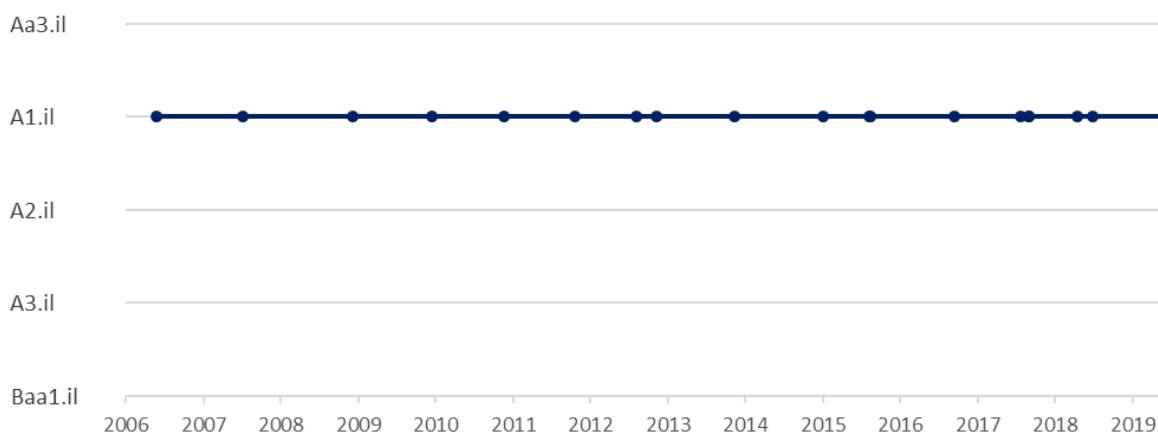
לוח סילוקין ליום 31 במרס 2019, במיליוני ₪ (אג"ח ג' וחוב בנקאי ללא פנינסולה):



אודות החברה

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

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

23.06.2019	תאריך דוח הדירוג:
08.07.2018	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 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 וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות 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>