

מיטב דש השקעות בע"מ¹

מעקב | יוני 2020

אנשי קשר:

אילאיל שטנר

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

עומר פורמברג, רו"ח

ראש צוות, מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות
i.sigal@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

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

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 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
סדרה ד'	1161371	A1.il	יציב	10/12/2029

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי טוב, ובפיזור קווי עסקים התומכים ביכולת יצור הרווחים. הפרופיל הפיננסי נתמך באיתנות פיננסית וגמישות פיננסית הולמות ובפרופיל נזילות בולט לטובה ביחס לדירוג. מנגד, למרות נראות הכנסות טובה יחסית, הרווחיות עודנה נמוכה ביחס לדירוג.

מיטב דש הינו בית ההשקעות מהגדולים בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 124 מיליארד ₪ ליום ה- 24 במאי 2020, התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלוקחות. 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 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). בנוסף, יש לציין כי התפשטות נגיף הקורונה הובילה לתנודתיות רבה בשווקים הפיננסיים וכנגזר מכך, השפיעה לרעה על היקף הנכסים המנוהלים של החברה, כפי שפורט בהמשך.

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 הן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. לצד זאת, הסביבה הכלכלית תהיה מושפעת לשלילה מהתכווצות התמ"ג בשיעור של כ- 5.0% בשנת 2020 בעקבות השלכות של התפשטות נגיף הקורונה, כאשר בשנת 2021 המשק צפוי להתאושש וצמיחת התמ"ג צפויה לעמוד על כ- 7.0%. כמו כן, העלייה בשיעורי האבטלה והשפעתה הנגזרת על השכר הממוצע במשק, יעיבו על הצמיחה בהיקפי ההפקדות בעיקר במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך. בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה של החברה. עם זאת, אנו מעריכים כי היקף הנכסים המנוהלים צפוי להישחק בכ- 9.0% בשנת 2020 (ביחס לשנת 2019), כאשר אנו צופים צמיחה של כ- 5.0% בהיקפם בשנת 2021, ועם שונות בענפי הפעילות.

על אף הירידה הצפויה בהכנסות מנכסים מנוהלים שתמותן להערכתנו עם עליה בהכנסות בחלק מהפעילויות הנוספות, אנו צופים יציבות בשיעור הרווחיות, לאור ירידה בהיקף ההוצאות הנובע הן מירידה בהוצאות ישירות, והן לאור צעדים שבוצעה החברה לצמצום הוצאותיה כפי שיפורט בהמשך. למרות זאת, שיעור הרווח לפני מס יותר נמוך ביחס לדירוג וינוע להערכתנו בטווח שבין 14.0%-16.0% בשנים 2020-2021. כמו כן, אנו מעריכים כי שיעור המינוף (הון למאזן) יותר יציב וינוע בטווח של 29%-30%, בשל צבירת רווחים שוטפים בניכוי דיבידנדים בהתאם למדיניות החלוקה וביצוע רכישה עצמית שהוכרזה בחודש יוני 2020 בסך של עד 25 מיליון ₪. יחס החוב מותאם ברוטו ל- EBITDA (כולל השפעת IFRS16) צפוי לנוע להערכתנו בטווח של 4.0-4.5 ויתמוך בגמישות הפיננסית ההולמת לדירוג. בנוסף, אנו סבורים כי לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית, כאשר להערכתנו היקף ה- FFO המתואם שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני צפוי לעמוד על טווח שבין 170-190 מיליון ₪ (מותאם ל- IFRS16), אשר יתמוך בקיטון היקף החוב (ללא פנינסולה) בשנתיים הקרובות. בתרחיש זה, יחס הכיסוי חוב ל- FFO המותאם צפוי להשתפר ולנוע להערכתנו בטווח שבין 5.0-

5.5 בשנתיים הקרובות, אשר הינו סביר ביחס לדירוג. נציין כי לאחר הרחבת סדרה ד שבוצעה בחודש אפריל 2020, אנו לא מניחים גיוס חוב נוסף בחברה בשנתיים הקרובות, כך שהחוב צפוי לקטון בהמשך לפי לוח הסילוקין. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ונתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים) ביחס לחוב הפיננסי, המשמשים גם ככרית ביטחון מידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובגישות לגורמי מימון.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידורג. 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 ההשקעות והחברה בפרט.

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
- קיטון משמעותי במינוף המאזני
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי של חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO

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	2019	
264	228	261	341	416	יתרות נזילות חופשיות [1]
848	818	832	818	1,114	חוב פיננסי מתואם ברוטו (ללא פנינסולה) [2]
655	699	802	825	856	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
1,789	2,284	2,519	2,864	3,241	סה"כ נכסים (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל)
738	776	880	887	935	הכנסות
153	133	170	133	146	רווח לפני מס
216	197	214	218	240	EBITDA [3]
159	121	152	125	164	FFO [3]
121,861	119,360	130,385	126,550	139,198	סך נכסים מנוהלים [4]

יחסים מותאמים של מידורג

37%	31%	32%	29%	26%	הון למאזן מתואם (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל)
31%	28%	31%	42%	37%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
21%	17%	19%	15%	16%	רווח לפני מס להכנסות
29%	26%	26%	26%	28%	EBITDA להכנסות [5]
3.9x	4.2x	3.9x	3.8x	4.6x	חוב ברוטו ל- EBITDA
5.3x	6.8x	5.5x	6.6x	6.8x	חוב ברוטו ל- FFO

* 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 וזכאים בגין רכישת מניות, התחייבויות בשל אופציות מכר למיעוט והתחייבות לבעלי מניות בחברה מאוחדת החל משנת 2019 כולל התחייבות בגין חכירה (IFRS16)

[3] מה: EBITDA ו-FFO נטרלו תוצאות פנינסולה, ל-FFO הוסף דיבידנד ששולם מפנינסולה
 [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

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 מהגדולים בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 124 מיליארד ₪ ליום ה- 24 במאי 2020, התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, המשפיעים על טעמי הלקוחות. נציין כי התפשטות נגיף הקורונה הובילה לתנודתיות רבה בשווקים הפיננסיים וכנגזר מכך, השפיעה לרעה על היקף הנכסים המנוהלים של החברה. כך, בעקבות ירידות ערך ופדיונות, ירדו² נכסי קרנות הנאמנות (לרבות קרנות סל) בכ-12.7 מיליארד ₪, נכסי התיקים המנוהלים בכ-1.7 מיליארד ₪ ונכסי קופות הגמל והפנסיה בסך של כ-5.6 מיליארד ₪. עם זאת, לאחר סוף חודש מרץ 2020 חלה התאוששות בשווקים שמיטתה במידה מסוימת את הירידה בנכסים המנוהלים של החברה.

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. החברה ממשיכה בהקטנת התלות בפעילות ניהול הנכסים ושוק ההון, דבר שלהערכתנו צפוי להשפיע לטובה על יציבות ההכנסות והרווחיות, בין היתר על ידי צמיחה בתחומים נוספים ובהם אשראי חוץ בנקאי, חבר בורסה, בורקראד³ וסוכנויות ביטוח. כמו כן, החברה פועלת לפיתוח מקורות הכנסה נוספים מהשקעות אלטרנטיביות מסוגים שונים אך להערכתנו התרומה שלהם בטווח הקצר-בינוני תהיה נמוכה.

יחד עם זאת, תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח (קרנות נאמנות וקרנות סל היוו כ-45% מסך הנכסים המנוהלים ליום ה- 31 בדצמבר 2019 וכ-34% מההכנסות בשנת 2019). הטיה זו משתקפת גם בירידות המשמעותיות בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה בעקבות משבר הקורונה, ובפרט במגזר קרנות הנאמנות והסל כאמור.

נציין כי החברה לא צמחה אורגנית מהותית (ובפרט כאשר מנטרלים את התשואה הנובעת מהנכסים המנוהלים) בהיקף הנכסים המנוהלים בשנים האחרונות, גם נוכח נחיתות בתשואות שהושגו אל מול חלק מהמתחרים בחלק מענפי הפעילות, כאשר גם בשנת 2019 מרבית הצמיחה בנכסים המנוהלים מקורה בעיקר מתשואות גבוהות בשוק ההון (כ-12 מיליארד ₪). עובדה זו מעיבה על הפרופיל העסקי ובפרט כאשר ענף הגמל נהנה מרגולציה תומכת בשנים האחרונות, אשר הובילה לגידול מתמשך בהיקף הנכסים המנוהלים בענף, אולם החברה התאפיינה בצבירות נטו שליליות במגזר זה, בין היתר כתוצאה מביצועים עודפים של חלק מהמתחרות. מנגד, המרכיב הפנסיוני, שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה בשל הפקדות שוטפות משמעותיות הוסיף לצמוח בשנים האחרונות, גם נוכח זכייתה השנייה של החברה כאחת מארבע קרנות פנסיה הנבחרות, דבר המהווה נקודה חיובית לפרופיל העסקי אולם משקלו בתמהיל הנכסים המנוהלים עדיין נמוך יחסית (כ-9%) אך צפוי לגדול בשנים הקרובות.

בנוסף, פעילות האשראי של פנינסולה, אשר תיק האשראי בה צמח בכ-25% בממוצע בשנים 2017-2019, תומכת בפיזור וביכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הזמן הבינוני - ארוך ומקטינה את החשיפה קצרת הטווח לתנודתיות השווקים ככל שמשקלה בתמהיל ההכנסות יגדל. כמו כן, המשך צמיחה בפעילות שירותי מסחר בניירות ערך תומכת גם כן בפיזור ההכנסות.

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 הן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. לצד זאת, הסביבה הכלכלית תהיה מושפעת לשלילה מהתכווצות התמ"ג בשיעור של כ-5.0% בשנת 2020 בעקבות השלכות של התפשטות נגיף הקורונה, כאשר בשנת 2021 המשך צפוי להתאושש וצמיחת התמ"ג צפויה לעמוד על כ-7.0%. כמו כן, העלייה בשיעורי האבטלה

² מתחילת שנת 2020 ועד ליום 31.03.2020

והשפעתה הנגזרת על השכר הממוצע במשק, יעיבו על הצמיחה בהיקפי ההפקדות בעיקר במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך. בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה של החברה. עם זאת, אנו מעריכים כי היקף הנכסים המנוהלים צפוי להישחק בכ-9.0% בשנת 2020 (ביחס לשנת 2019), כאשר אנו צופים צמיחה של כ-5.0% בהיקפם בשנת 2021, ועם שונות בענפי הפעילות. בתחום הגמל והפנסיה אנו צופים המשך גידול אורגני, שינבע בעיקרו מתחום הפנסיה, נוכח הפקדות שוטפות וזכייתה של החברה כקן פנסיה נבחרת, כאמור. להערכתנו, לתנודתיות בשוקי ההון השפעה פחותה יותר על מגזרים אלו, בשל אופק ההשקעה ארוך הטווח המאפיין אותם, אולם עלייה בשיעורי האבטלה והשפעתה על השכר, צפויים להשפיע לשלילה על היקף ההפקדות במגזרים אלה.

במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות וקרנות סל) אנו מעריכים שחיקה משמעותית בהיקף הנכסים, 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 הנכסים המנוהלים של החברה צפוי לרדת במידה מסוימת, אולם להישאר גבוה ולהוות כ-40% מסך הנכסים המנוהלים בשנות התחזית.

פעילות האשראי החוץ בנקאי, המנוהלת בעיקר ע"י פנינסולה, צפויה להיפגע בשנות התחזית לאור הרעה במצב הכלכלי אשר עשויה להוביל להערכתנו לקטון בפעילות וכן לעלייה בשיעור חדלות הפירעון של עסקים קטנים ובינוניים ולגידול ברמות סיכון האשראי במשק, אשר יתבטאו להערכתנו בקטון תיק האשראי של פנינסולה ביחס ל-2019.

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

צפי ליציבות בשיעור הרווחיות בשנות התחזית לאור ירידה צפויה בהכנסות אך במקביל גם ירידה בהיקף ההוצאות; כרית הרווחיות עודנה נמוכה ביחס לדירוג

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, כאמור.

בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים שחיקה בהיקף ההכנסות בשנים 2020-2021 בשיעור של 3%-2% בשנה, זאת בשל הערכתנו לשחיקה בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה לאור השלכות התפשטות נגיף הקורונה, לצד צפי להמשך שחיקה בדמי הניהול בחלק מהענפים, נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות מחיר. עם זאת, שחיקת ההכנסות תמותן במידה מסוימת עם עליה בהכנסות בחלק מהפעילויות הנוספות, ובעיקר במגזרי פעילויות חבר בורסה וברוקראז' ואשראי חוץ בנקאי. נציין, כי היקף הכנסות זה נותר הולם ביחס לדירוג וכי תרחיש זה אינו לוקח בחשבון רכישת פעילויות חדשות.

במקביל, צפויה להערכתנו ירידה בהיקף ההוצאות בשנות התחזית הנובעת הן מירידה בהוצאות ישירות (כגון עמלות הפצה, עלויות תפעול והוצאות אחרות הנגזרות מהיקף הנכסים), והן לאור צעדים שביצעה החברה לצמצום הוצאותיה. צעדים אלו כוללים הפחתת עלויות שכר, בין היתר באמצעות הוצאת עובדים לחופשה ללא תשלום וצמצום של תקציבי שיווק ופרסום, וכן צמצום הוצאות רכש וספקים, הקפאת פרויקטים חדשים בתחום מערכות המידע והפסקת פעילויות השקעה במיזמים חדשים.

לאור זאת, צפויה יציבות מסוימת בשיעור הרווחיות, כאשר שיעור הרווח לפני מס ינוע להערכתנו בטווח שבין 14.0%-16.0% בתקופת התחזית, אשר עודנו נמוך ביחס לדירוג, וזאת בדומה ליחס בשנים 2018-2019.

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-9% מההכנסות בשנת 2019), אם כי צפויה הרעה מסוימת בפעילות זו בתקופת התחזית כאמור.

איתנות פיננסית הולמת ויחסי כיסוי סבירים לדירוג

החברה מאופיינת במינוף מאזני סביר, כפי שמתבטא ביחס הון מתואם למאזן מתואם שעמד על כ-26% ליום ה-31 בדצמבר 2019 (כולל השפעת IFRS16). 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%) ותוכנית הרכישה העצמית שאושרה בחודש יוני 2020 בסך של עד 25 מיליון

ש, כך שיחס המינוף ינוע להערכתנו בטווח שבין 29%-30%. כרית זו הולמת ביחס לדירוג וצפויה לספוג הפסדים בצורה טובה יחסית, להערכתנו.

לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית, כאשר להערכתנו היקף ה- FFO המתואם שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני צפוי לעמוד על טווח שבין 170-190 מיליון ₪ (מותאם ל-IFRS16), אשר יתמוך בקיטון בחוב (ללא פניסולה) בשנתיים הקרובות בהתאם ללוח הסילוקין. זאת תחת הנחתנו לפירעון שוטף של סדרות האג"ח וללא גיוס חוב נוסף פרט להרחבת אג"ח (סדרה ד') שבוצעה באפריל 2020 בסך 112 מיליון ₪. בהתאם לכך יחס הכיסוי חוב ל- FFO המותאם צפוי להשתפר ולנוע להערכתנו בטווח שבין 5.0-5.5 בשנתיים הקרובות, אשר הינו סביר ביחס לדירוג.

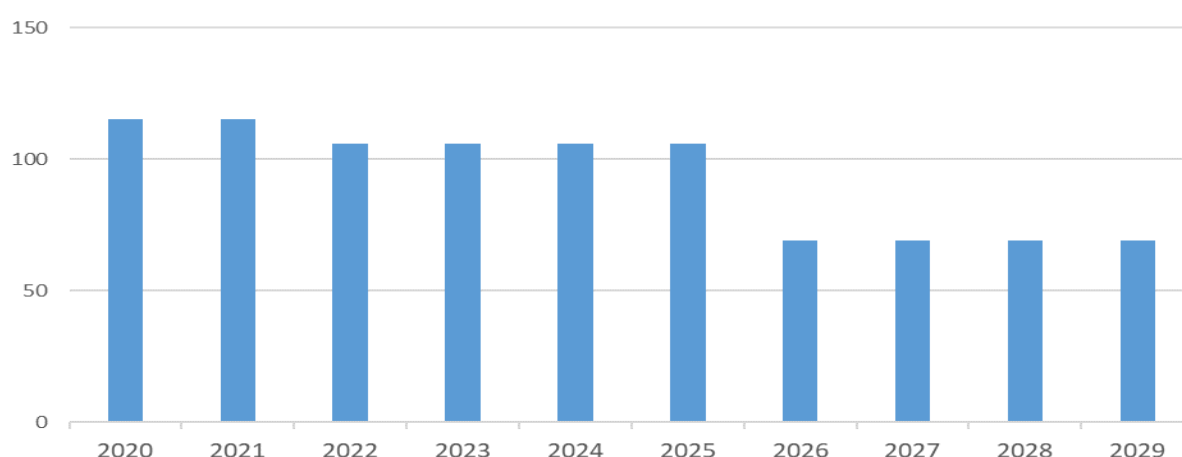
פרופיל נזילות בולט לטובה ביחס לדירוג וגמישות פיננסית הולמת

לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביחס החוב מותאם ברוטו ל- EBITDA (כולל השפעת IFRS16) אשר נע בטווח שבין 3.8-4.6 בשנים 2016-2019, וצפוי להיות ברמה דומה להערכתנו ולנוע בטווח של 4.0-4.5. כמו כן, הגמישות הפיננסית נתמכת במרחק הולם מהקובננטים ונגישות טובה לגורמי המימון.

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. יתרת הנכסים הנזילים החופשיים (ללא מסגרת האשראי) מהווה כ- 38% מסך החוב ברוטו (ללא החוב של פניסולה) ליום ה- 31 בדצמבר 2019, ברמה בולטת לטובה ביחס לדירוג, וצפויה להישאר ברמה טובה גם בשנתיים הקרובות.

בנוסף, לחברה פוטנציאל יצור תזרים חופשי חיובי (FCF), אשר תומך בהקטנת המינוף לאורך זמן. תזרים זה צפוי לעמוד על כ- 110 וכ- 90 מיליון ₪ בשנים 2020 ו-2021 בהתאמה לאור הערכתנו להיקף חלוקת דיבידנד של כ-50% מהרווח הנקי והיקף השקעות (כולל סיווג מרכיב הקרן בגין ההתחייבות חכירה מימונית) בסך של כ-105 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים.

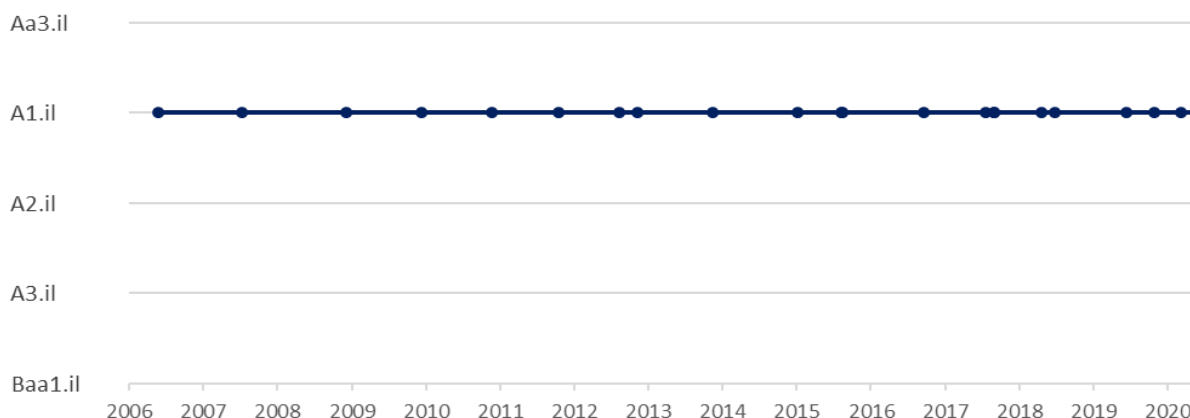
לוח סילוקין ליום 31 בדצמבר 2019, במיליוני ₪ (אג"ח ג', אג"ח ד' וחוב בנקאי ללא פניסולה):



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, אשראי 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.

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](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

09.06.2020	תאריך דוח הדירוג:
31.03.2020	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 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>