

מיטב דש השקעות בע"מ¹

מעקב | יולי 2018

אילאיל שטנר - אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, 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

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

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

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידורג:

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 במינוף מאזני הולם, פרופיל נזילות טוב 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-128 מיליארד ש"ח (ליום ה-31 במרץ 2018). התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים המשפיעים על טעמי הלקוחות. לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (המימון החוץ בנקאי וסוכנויות הביטוח) חשופות פחות לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה, למרות חשיפה למחזוריות הכלכלית. אולם, תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח (קרנות נאמנות ותעודות סל) ולמוצרים בעלי פוטנציאל צמיחה נמוך (ניהול תיקים). הטיה זו משתקפת בפדיונות ברוטו משמעותיים בשנים האחרונות בקרנות נאמנות ובתעודות סל, אלה השפיעו לשלילה על יחסי שימור הנכסים המנוהלים ותחלופת הנכסים המנוהלים הנמוכים ביחס לדירוג. אולם, יש לציין, כי החברה הצליחה להגדיל את סך הנכסים המנוהלים במגזר קרנות הנאמנות בתקופה זו ע"י גיוסים עודפים ביחס לפדיונות.

כאמור, רווחיות החברה נמוכה ביחס לדירוג, כאשר מבנה ההוצאות מאופיין במרכיב הוצאות קבועות מהותי. פעילות פנינסולה שאוחדה בספרי החברה הינה בעלת שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לפעילות המסורתית וצפויה לתמוך ברווחיות העתידית של החברה ככל שמשקלה בסך ההכנסות יהפוך משמעותי יותר. החברה מאופיינת במינוף מאזני הולם, ואנו צופים כי כרית ההון תמשיך להיבנות בטווח הזמן הקצר והבינוני כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים בשיעור גבוה יחסית מתוך הרווח הנקי (כ-50%).

לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביחס החוב המתואם ברוטו ל-EBITDA אשר נע בטווח שבין 3.9-4.2 בשנים 2015-2017, וצפוי להמשיך לנוע להערכתנו בטווח דומה של 4.0-4.5 בטווח הזמן הקצר והבינוני. פרופיל הנזילות של החברה טוב 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 ובגמישות לגורמי מימון.

להערכת מידורג, 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. תחרות זו חשופה לרגישות הלקוחות לתשואות המושגות, 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-3.5% - 3.4% בשנים 2018-2019 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע.

בתרחיש זה היקף הנכסים המנוהלים צפוי לשמור על יציבות מסוימת בטווח התחזית ועם שונות בענפי הפעילות, לצד יציבות מסוימת בהיקף ההכנסות. הסטגנציה הצפויה בהכנסות להערכתנו, לצד גידול בהיקף ההוצאות, בין היתר כתוצאה מתהליכי מיזוגים ורכישות שביצעה החברה בשנתיים האחרונות לצד המשך מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות, יובלו להערכתנו להמשך שחיקה בכרית

הרווחיות (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות). זו תנוע בטווח שבין 13%-16% בתקופת התחזית, כאשר שיעורי רווחיות אלו הינם נמוכים ביחס לדירוג.

לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית, אם כי להערכתנו היקף ה- FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני יישחק כתוצאה מהשחיקה הצפויה ברווחיות כאמור, כך שיחס הכיסוי חוב מתואם ברוטו ל- FFO צפוי להישחק במידה מסוימת וינוע להערכתנו בטווח שבין 6.0-7.0 בשנתיים הקרובות, אשר הינו איטי ביחס לדירוג. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

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

2015	2016	2017	31/3/2017	31/3/2018	
264	228	261	340	291	יתרות נזילות חופשיות [1]
848	818	832	889	860	חוב פיננסי מתואם ברוטו (ללא פנינסולה) [2]
655	699	802	770	809	הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
1,789	2,284	2,519	2,539	2,607	סה"כ נכסים (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל)
738	776	880	224	217	הכנסות
153	133	170	43	36	רווח לפני מס
216	197	210	56	52	EBITDA [3]
143	125	141	38	30	FFO [3]
121,861	119,360	130,385	124,103	127,568	סך נכסים מנוהלים [4]

37%	31%	32%	30%	31%	הון למאזן מתואם (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל)
31%	28%	32%	38%	34%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
21%	17%	19%	19%	17%	רווח לפני מס להכנסות
29%	26%	26%	27%	26%	EBITDA להכנסות [5]
3.9x	4.2x	4.0x	4.4x	4.2x	חוב ברוטו ל- EBITDA [6]
5.9x	6.5x	5.9x	7.0x	6.4x	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 פעילות, התחייבויות בשל אופציות מכר למיעוט והתחייבויות לבעלי מניות בחברה מאוחדת
 [3] מה - EBITDA ו- FFO נטרלו תוצאות פנינסולה, ל- FFO הוסף דיבידנד ששולם מפנינסולה (ברבעון השני של 2018 חילקה פנינסולה כ-12 מיליון ₪ דיבידנד, כאשר חלק החברה הינו כ-6 מיליון ₪)
 [4] בינואר 2017 מוזגה אילון 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

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-128 מיליארד ש"ח (ליום ה-31 במרץ 2018), התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים המשפיעים על טעמי הלקוחות. לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט כאשר הפעילויות הנוספות (המימון החוץ בנקאי וסוכנויות הביטוח) חשופות פחות לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה, למרות החשיפה למחזוריות הכלכלית.

יש לציין, כי תמהיל המוצרים עדיין כולל מרכיב משמעותי של מוצרים בעלי חשיפה לשינוי שוק קצרי טווח, אולם לעיתים בעל אופי השפעה מקזז (קרנות נאמנות ותעודות סל מהווים כ-47% מסך הנכסים המנוהלים וכ-45% מההכנסות ביחד עם פעילות חבר

הבורסה וברוקראז', ליום ה- 31 בדצמבר 2017) ולמוצרים בעלי פוטנציאל צמיחה נמוך (נכסי ניהול תיקים מהווים כ- 15% מסך הנכסים המנוהלים לאותה התקופה). הטיה זו משתקפת בפדיונות נטו משמעותיים בשנים האחרונות בעיקר במגזר תעודות הסל, נוכח הסביבה העסקית המתגברת, פוטנציאל תשואות תנודתי ונמוך שעודד ניהול השקעות אקטיבי וכן ההשפעה הצפויה של תיקון 28 (מעבר לקרנות סל) שהגבירה את אי הוודאות בענף זה.

נציין, כי החברה לא השכילה לצמוח אורגנית (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 איילון² 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. המרכיב הפנסיוני, שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה, בשל הפקדות שוטפות משמעותיות השתפר משמעותית בשנת 2017, נוכח המיזוג כאמור ומהווה נקודה חיובית לפרופיל העסקי אולם משקלו בתמהיל הנכסים המנוהלים עדיין נמוך יחסית.

תרחיש הבסיס שלנו מניח, כי הסביבה העסקית צפויה להיותר 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. אלו משתקפים ביחסי שימור³ הנכסים המנוהלים ותחלופת⁴ הנכסים המנוהלים (כ-70% ו-85% בהתאמה, בממוצע בשנים 2015-2017), אשר הינם נמוכים ביחס לדירוג ואינם צפויים להשתפר מהותית להערכתנו בטווח הזמן הקצר. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך ולתמוך בגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני ארוך, עם צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.5%-3.4% בשנים 2018-2019 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע. בנוסף, מגמת עליית הריבית בארה"ב, שינוי מסוים בסביבה המוניטארית המקומית להערכתנו בשנת 2019 ופתיחת המרווחים בשוק הקונצרני המקומי והגלובאלי בחודשים האחרונים, צפויים לתמוך בשימור של היקף הנכסים המנוהלים בענף קרנות הנאמנות ובניגוד למגמה בשנים האחרונות.

בתרחיש זה, החברה צפויה להמשיך ולשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, למרות הסביבה העסקית המתגברת וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה של החברה, כאשר היקף הנכסים המנוהלים צפוי לשמור על יציבות מסוימת להערכתנו בטווח התחזית ועם שונות בענפי הפעילות. בתחום הגמל והפנסיה (לאחר מיזוג איילון) אנו צופים גידול אורגני שולי בשנים 2018-2019 ביחס לשנת 2017, כאשר עיקר הגידול יבצע מענף הפנסיה, נוכח הפקדות שוטפות עודפות ביחס לפדיונות ולתשלומים. במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות ותעודות סל) אנו מעריכים כי תחול שחיקה מצטברת בנכסים המנוהלים של כ-10% באותה התקופה, שעיקרה בתחום תעודות הסל, נוכח אי הודאות בנוגע לאסדרה במגזר זה. בשלב זה ישנה אי וודאות בנוגע להשפעת הרפורמה בתעודות הסל (תיקון 28) על המגזר והחברה בתוכו. רפורמה זו עלולה להוביל ללחץ מהותי על היקף הנכסים המנוהלים וההכנסות, אולם מלוא השפעת תרחיש זה לא נלקח בחשבון במסגרת תרחיש הבסיס של מידורג ויבחן כאשר תיווצר יותר ודאות לגביו. לחברה שני מנועי צמיחה הצפויים להקטין את תנודתיות ההכנסות להערכתנו: (1) פעילות האשראי של פנינסולה (תיק האשראי של פנינסולה צמח בכ-40% בשנים 2015-2017). פעילות זו תומכת בפיזור וביכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הזמן הבינוני - ארוך ומקטינה את החשיפה קצרת הטווח לתנודתיות השווקים ככל שמשקלה בתמהיל ההכנסות יגדל, בהיתן שלא יחולו הקלות במדיניות החיתום של פנינסולה; (2) פעילות הפנסיה מהווה גם היא מנוע צמיחה עתידי לחברה ומיקוד זה הינו חיובי לדירוג, נוכח הפקדות שוטפות מנדטוריות, כאמור. בחודשים הקרובים צפוי להתקיים מכרז נוסף לקרן ברירת מחדל, כאשר תנאי צפויים להטיב עם החברה ביחס למכרז הקודם בשיעור דמי הניהול המינימאליים, אולם היצע המתחרים צפוי להתרחב גם כן וכנגזר גם רמת התחרות. בנוסף, מגזר חבר הבורסה

² 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.

³ היחס שבין יתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים בניכוי פדיונות במהלך השנה ליתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים.

⁴ יחס יצירות לפדיונות במהלך השנה.

והברוקראז' צפוי גם לצמוח בתקופה הקרובה, בין השאר בשל רכישת פעילות שירותי מסחר בניירות ערך של בנק ירושלים שהושלמה ברבעון הראשון של שנת 2018.

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

ביחס לדירוג

לחברה יכולת יצור הכנסות טובה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ- 0.50% בממוצע בשנים 2015-2017), אשר נתמכת בפרופיל עסקי טוב ובפיזור מקורות הכנסה כאמור. בתרחיש הבסיס אנו מעריכים יציבות מסוימת בהיקף ההכנסות מפעילות אורגנית בשנים 2018-2019 ביחס לשנת 2017, זאת בשל הערכתנו ליציבות מסוימת בהיקף הנכסים המנוהלים כאמור, ובעיקר לאור הסביבה העסקית המתגברת, פוטנציאל יצור תשואה נמוך ותנודתי והמשך שחיקה בדמי הניהול (בחלק מהענפים), נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות מחיר. 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 תעודות הסל וקרנות הנאמנות הרווחיות טובה יותר, גם נוכח מבנה ההוצאות, אולם נראות ההכנסות נמוכה יחסית. להערכתנו, יחול המשך גידול בהיקף ההוצאות, בין היתר כתוצאה מתהליכי מיזוגים ורכישות שביצעה החברה בשנתיים האחרונות, שכללו תוספת כ"א משמעותית (גידול של כ- 15% במצבת העובדים בין השנים 2015-2017), לצד מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות. לאור זאת, בתחזית שלנו צפויה המשך שחיקה בשיעור הרווחיות (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות), אשר ינוע בטווח שבין 13%-16% בתקופת התחזית (לעומת רווחיות של כ- 17% בשנים 2016-2017, בנטרול הכנסות חד פעמיות בגין שערך החזקות מניות הבורסה). נציין, כי שיעורי רווחיות אלו נמוכים ביחס לדירוג. 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 (מהווה כ- 6.5% מההכנסות בשנת 2017).

איתנות פיננסית סבירה לדירוג הנתמכת במינוף מאזני הולם, אולם מנגד יחסי הכיסוי צפויים להיות איטיים ביחס

לדירוג

החברה מאופיינת במינוף מאזני הולם, כפי שמתבטא ביחס ההון המותאם (ללא זכויות מיעוט) למאזן המותאם (בנטרול נכסי תעודות הסל והפיקדון), שעמד על כ- 31% ליום ה- 31 במרץ 2018. מידורג צופה, כי כרית ההון תמשיך להיבנות בטווח הזמן הקצר והבינוני כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים בשיעור גבוה יחסית מתוך הרווח הנקי (כ- 50%), כך שיחס המינוף ינוע להערכתנו בטווח שבין 30%-32% לאורך המחזור. הכרית ההונית טובה ביחס לנכסי הסיכון במאזן החברה, להערכתנו ובפרט בתרחישי קיצון שערכנו על תיק האשראי של פנינסולה. מידורג ביצעה מספר תרחישי קיצון בדרגות חומרה משתנות לגבי הפסדים בלתי צפויים שעלולים להיגרם לחברה כתוצאה מההחזקה בפנינסולה ומתוך הנחה שהחברה תספק תמיכה מסוימת במידת הצורך בין היתר כדי לא להסתכן בסיכון מוניטין אל מול הגורמים המממנים (אין ערבות פורמלית). להערכת מידורג, ובהתאם לתרחישי הקיצון שביצענו, החברה תמשיך לשמר יחסי איתנות הולמים לדירוג, גם נוכח הפסדים בלתי צפויים בגין פנינסולה וזאת נוכח מח"מ התיק הקצר והכרית ההונית בפנינסולה ופוליסת ביטוח אשראי בהיקף מהותי מסך התיק.

לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה יחסית, אם כי להערכתנו היקף ה- FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני יישחק כתוצאה מהשחיקה הצפויה ברווחיות, כאמור, כך שיחס הכיסוי חוב מותאם ברוטו ל- FFO צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 6.0-7.0 בשנתיים הקרובות, אשר הינו איטי ביחס לדירוג. בהקשר זה נציין כי החוב הפיננסי וה- FFO שנלקחו לצורך חישוב יחס הכיסוי מנוטרל פנינסולה למעט הנחת דיבידנד שצפויה לחלק האחרונה בטווח זמן זה.

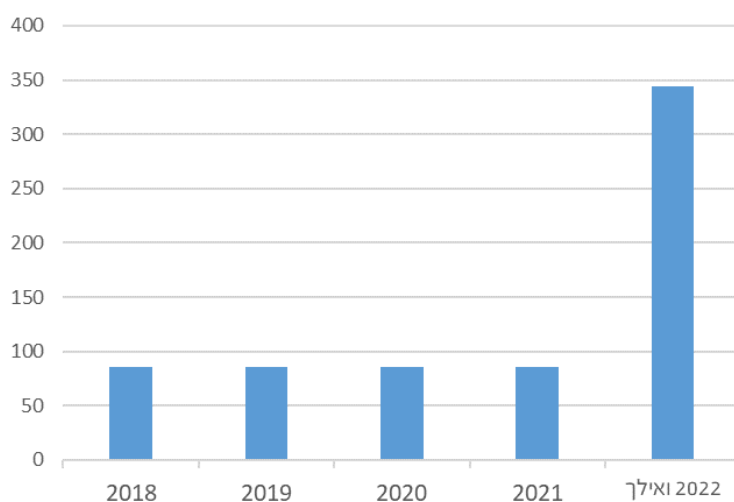
פרופיל נזילות טוב ביחס לדירוג וגמישות פיננסית הולמת

לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס החוב מותאם ברוטו ל- EBITDA אשר נע בטווח שבין 3.9-4.2 בשנים 2015-2017, וצפוי להמשיך לנוע להערכתנו בטווח דומה של 4.0-4.5 בטווח הזמן הקצר והבינוני. אנו מניחים שחיקה מסוימת בהיקף ה- EBITDA (בנטרול ה- EBITDA של פנינסולה) במקביל לשחיקה ברווחיות, שתעמוד להערכתנו על כ- 180-200 מיליוני ₪

בשנים 2018-2019 אך מנגד גם קיטון מסוים בהיקף החוב. כמו כן, הגמישות הפיננסית נתמכת במרחק הולם מהקובננטים ונגישות טובה לגורמי המימון.

פרופיל הנזילות של החברה טוב ונתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המהווה כרית ביטחון מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון. כמו כן, פרופיל הנזילות נתמך במסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ- 100 מיליון ₪ המהוות כ- 60% מצרכי שירות החוב של החברה 12 חודשים קדימה, ללא החוב הפיננסי של פנינסולה. כמו כן, יתרת הנכסים הנזילים החופשיים ומסגרות האשראי מהוות כ- 33% מהחוב ברוטו (בניכוי היתרות הנזילות והחוב הפיננסי של פנינסולה) ליום ה- 31 במרץ 2018, נתון הבולט לטובה ביחס לדירוג ואשר לא 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- 420 מיליון ₪ הכוללים FFO (מנוטרל פנינסולה למעט הנחת דיבידנד) של כ- 120 מיליון ₪ וכרית נזילות (בנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים) בהיקף של כ- 300 מיליון ₪. זאת לעומת שימושים של כ- 240 מיליון ₪, הכוללים Capex ודיבידנד בהיקף של כ- 70 מיליון ₪, ותשלומי קרן של כ- 170 מיליון ₪ (ללא פנינסולה).

מיטב דש השקעות (סולו), לוח סילוקין אג"ח ג' ליום 31 במרץ 2018*, במיליוני ₪:



*לאחר הרחבת סדרה ג' באפריל 2018.

אופק הדירוג**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

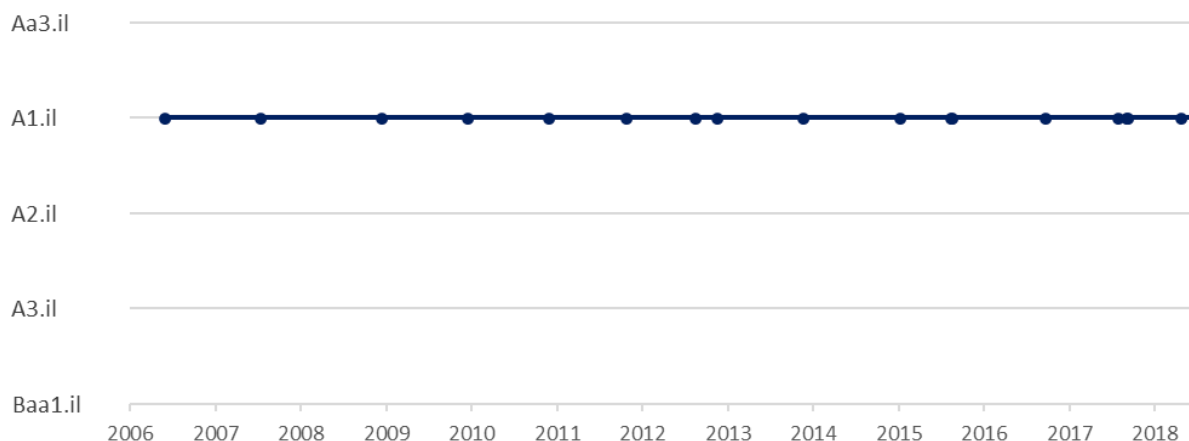
- קיטון משמעותי במינוף המאזני ושיפור ביחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

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, תעודות סל ותעודות התחייבות, 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 ברם פיננסים בע"מ (כ-28% בהון) וצבי סטפק (במישרין ובאמצעות חברות שבשליטתו, כ-27% בהון). בין בעלי השליטה נחתם הסכם המסדיר את שליטתם המשותפת בחברה.

היסטוריית דירוג**דוחות קשורים**

[מיטב דש השקעות בע"מ](#)

[מתודולוגיית דירוג בתי השקעות - נובמבר 2015](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

08.07.2018	תאריך דוח הדירוג:
25.04.2018	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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>