

12/9/21

אלטשולר שחם גמל ופנסיה – תחילת סיקור בהמלצת קנייה

סימוכין: SB/14/21

מרב פישר-שרוני

אלטשולר שחם גמל ופנסיה - תחילת סיקור

שווי שוק למניה (₪)	מחיר יעד למניה (₪)	פער כלכלי (אחוזים)	המלצה
18.3	23	25%	BUY

גרף מניה/מדד (12 חודשים אחרונים)



מחלקת מחקר מניות

אייל דבי | מנהל מחקר מניות
eyald@bll.co.il

אלה פריד | אנליסטית - אגרגיה
ella.fried@bll.co.il

מרב פישר-שרוני | אנליסטית - פארמה
merav@leumipartners.com

ברי גנדנשטיין | אנליסט - נדל"ן ותשתיות
barryg@leumipartners.com

רוני סולצקי | אנליסטית
ronis@leumipartners.com

עמרי לפידות | אנליסט - טכנולוגיה
omril@leumipartners.com

מעין בק | אנליסטית - רשתות מזון
maayan@leumipartners.com

מחקר ני"ע זרים

גיל דטנר | אסטרטג ניירות ערך זרים
076-8859343 gil.dattner@bll.co.il

חברת אלטשולר שחם גמל ופנסיה (להלן "אלטשולר" או "החברה") הנה השחקן הגדול ביותר בתחום קופות הגמל בישראל. החברה מנהלת קופות גמל בהיקף של כ-169 מיליארד ₪, לא כולל נכסי פסגות, אשר רכישתה על ידי החברה הושלמה במאי האחרון. הנכסים המנוהלים על ידי החברה צמחו בשנים האחרונות בשיעור שנתי ממוצע של מעל 40% כשהצמיחה מונעת על ידי הובלת שוק בתשואות על הנכסים, בתחום הגמל, וזכייה במרכז של קרן פנסיה נבחרת, בתחום הפנסיה. בחודשים האחרונים החברה "מפגרת" אחרי השוק בתשואות, בשל השקעות נרחבות בשוק היסי, מה שמסביר, ככל הנראה, פרט לתשואות השוק, את הקיטון בשיעורי הצמיחה של החברה. יחד עם זאת אנו מעריכים כי החברה תמשיך לצמוח ולהיות שחקן משמעותי ומוביל בשוק, תוך שיפור בשיעורי הרווחיות לאור המשך ניצול יתרונות לגודל.

החברה איחדה לראשונה את תוצאות פסגות, אשר רכישתה הושלמה במאי האחרון – חברת אלטשולר הודיעה על רכישת מלוא הון המניות של פסגות בחודש פברואר 2021, בתמורה כוללת של 910 מ' ₪. העסקה לא כללה את זרוע הביטוח של פסגות. העסקה הושלמה כאמור בחודש מאי לאחר קבלת האישרים הרגולטורים. לאחר סגירת העסקה הודיעה החברה על מספר עסקאות למכירת פעילויות בפסגות אשר אינם בליבת הפעילות של החברה ונכסי חיסכון א"ט שנמכרו מטעמים רגולטורים. הפעילויות שאינן בתחום הפעילות של החברה נמכרו לחברת וואליו קפיטל וואן תמורת כ-405 מ' ₪. נכסי חיסכון א"ט נמכרו להראל תמורת 185 מ' ₪. סך הנכסים בפסגות, נכון ליולי 2021, לאחר עסקאות אלו, עומד על כ-46 מיליארד ₪. עסקאות אלו צפויות להסגר עד סוף השנה. המיזוג צפוי להיות מושלם בסוף ספטמבר כך שרק מתאריך זה תוכל החברה להתחיל ולממש סינרגיות הקשורות לעסקה. בשל כך, אנו מעריכים כי עד לסוף 2021 בסיס ההוצאות של החברה יהיה גבוה מהרמה הנורמטיבית לאחר השלמת מיצוי הסינרגיות, כך שרווחיות החברה תהיה נמוכה יותר בתקופה זו מהרווחיות הצפויה משנת 2022. החברה דיווחה כי על בסיס היקף הנכסים של פסגות נכון להיום, התוספת להוצאות בחברה המאוחדת תעמוד על כ-143 מ' ₪.

החברה הכפילה את הרווח הנקי במחצית הראשונה, למול התקופה המקבילה- החברה רשמה במחצית הראשונה של 2021 הכנסות של כ-640 מ' ₪, למול הכנסות של כ-412 מ' ₪ בתקופה המקבילה, כאשר הגידול נובע רובו ככולו מהצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים. איחוד תוצאות פסגות תרם ברבעון השני, מאז השלמת העסקה, כ-42 מ' ₪ להכנסות. החברה רשמה רווח נקי של 110 מ' ₪ במחצית הראשונה, למול רווח נקי של כ-55 מ' ₪ בחציון המקביל. השיפור ברווח נובע, מעבר לעלייה בהכנסות גם בשיפור במדדים התפעוליים לאור ניצול יתרונות לגודל. איחוד תוצאות פסגות גרע מהרווח הנקי בשל בסיס ההוצאות הגבוה ועלויות העסקה.

שורה תחתונה: אנו מעריכים כי חברת אלטשולר תמשיך להיות שחקן משמעותי בשוק הגמל, ולצמוח בשיעורים גבוהים מהשוק ובכך להמשיך ולהגדיל את נתחי השוק שלה. עסקת פסגות הנה עסקה עם פוטנציאל סינרגטי גבוה לחברה, ואנו מעריכים כי מימוש הסינרגיות יהיה מהיר, ויבוא לידי ביטוי בתוצאות החברה כבר בשנה הבאה. יש לציין כי שווי השוק של החברה מביא לידי ביטוי שיפור ברווח ובשל כך החברה נסחרת במכפיל גבוה ביחס לממוצע הענפי. בבחינת התזרים הצפוי לחברה בשנים הבאות, לאור תנאי השוק ורכישת פסגות, אנו מעריכים כי החברה נסחרת מתחת לשווייה הכלכלי, ולאור זאת אנו מתחילים לסקר את החברה בהמלצת קנייה, במחיר יעד של 23 ₪ למניה, גבוה בכ-25% ממחיר המניה בשוק היום.

להלן תחזית מסכמת לתוצאות החברה בשנים הבאות

תחזית תוצאות, מ' ₪	2019	2020	2021 E	2022 E
הכנסות	684.7	897.2	1,369.3	1,632.1
רווח גולמי	417.9	544.9	835.2	995.6
רווח תפעולי	134.2	220.0	311.8	467.9

מסמך זה הינו רכושן הבלעדי של בנק לאומי וכל העושה בו שימוש לא מורשה וללא קבלת ייעוץ השקעות מלא עושה זאת על אחריותו בלבד. חל איסור להעביר מסמך זה לצדדים שלישיים ללא קבלת הסכמתנו מראש ובכתב. הערכות שווי לגבי מניות, הינן צופות פני עתיד וכרוכות, מעצם טיבן, באי ודאויות וסיכונים טעות רבים, שעל המשקיע להביא בחשבון. השקעה במניות יש לבצע, אך ורק בהתבסס על מכלול שיקוליו וטעמיו של המשקיע, תוך קבלת יעוץ השקעות מלא. עבודה זו בוצעה בהתבסס אך ורק על מידע פומבי גלוי וצביר. לא בוצעו על לאומי פרטנרס מחקרים. כל בדיקות שקידה נאותה או כל בדיקות אחרות על מנת לאמת את המידע ששימש בסיס לעבודה זו. אין לראות באמור בעבודה זו בבחינת המלצות לרכישת/מכירת ני"ע, אלא אורק חומר עזר לשימוש של המשקיע. גופים מקבוצת בנק לאומי, שהינם לקוחות לאומי פרטנרס מחקרים, מחזיקים במניות החברה ועשויים, עפ"י שיקול דעתם, להחזיק, לקנות או למכור את מניות החברות הנסקרות בעבודה זו. ראה גילוי נאות בסוף העבודה.

על החברה

חברת אלטשולר שחם גמל ופנסיה היא חברה מנהלת של קרנות פנסיה וקופות גמל והנה חברה בת של חברת אלטשולר בע"מ, וחלק מבית ההשקעות אלטשולר שחם, אחד מבתי ההשקעות המובילים בישראל.

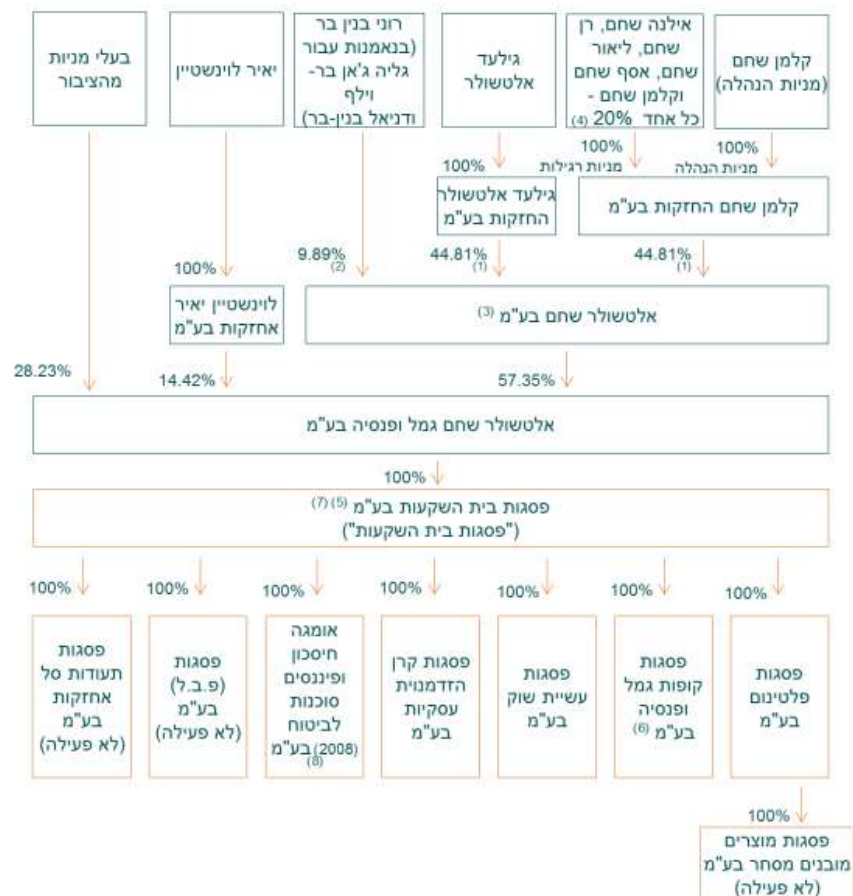
בית ההשקעות, ללא נכסי פסגות מנהל תיקי השקעות, קופות גמל, קרנות השתלמות, קרנות פנסיה וקרנות נאמנות בהיקף כספי של כ- 195 מיליארד ₪, נכון ליום 31/6/21. נכסי פסגות, לאחר מכירת הנכסים העודפים, הסתכמו, נכון לסוף יולי 2021 בכ- 45.6 מיליארד ₪.

החברה הנה חברה מנהלת, כהגדרת מונח זה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, אשר עוסקת בשני תחומי פעילות: ניהול קופות גמל וניהול קרנות פנסיה. בניהול החברה 5 קופות גמל ו-2 קרנות פנסיה.

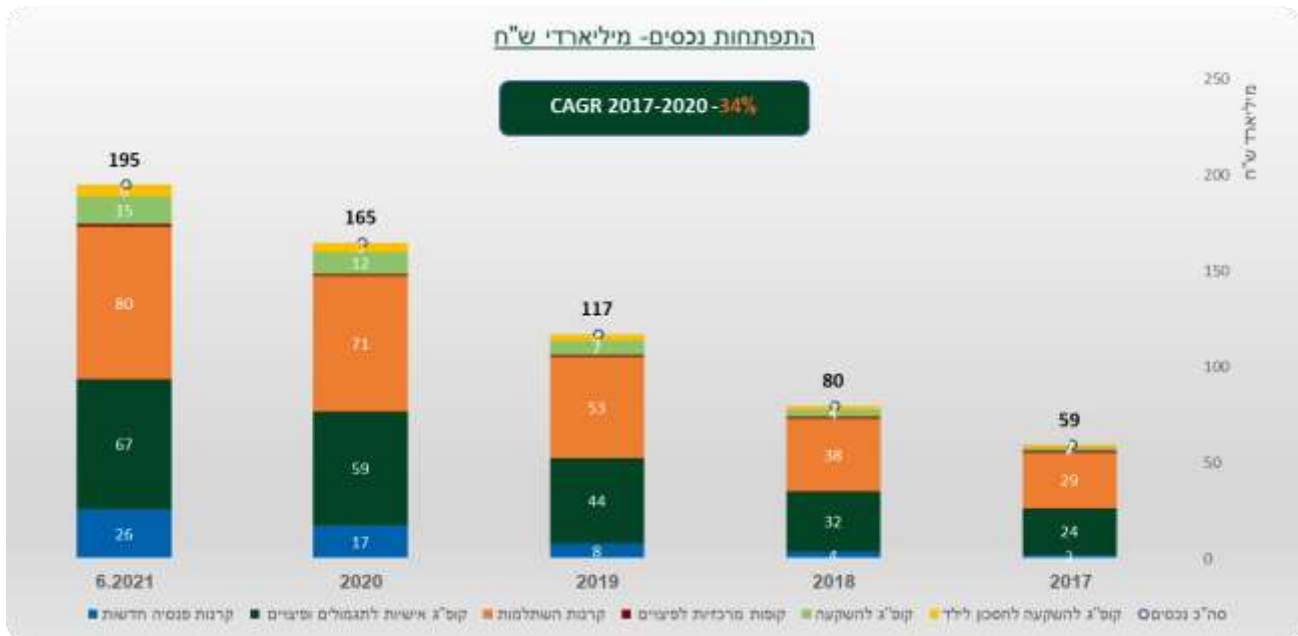
החברה נרשמה למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב ב- 22/7/2019.

בעלי המניות בחברה הם- חברת אלטשולר שחם בע"מ (57.4%) וחברת יאיר לוינשטיין אחזקות בע"מ (14.44%). הציבור מחזיק בכ- 28.2% ממניות החברה.

להלן מבנה האחזקות בחברה לאחר רכישת פסגות-



להלן התפתחות הנכסים המנוהלים בחברה בשנים האחרונות (ללא נכסי פסגות)-



עסקת פסגות

ביום 12/2/21 חתמה החברה על הסכם לרכישת מלוא הון המניות המנופק של פסגות, בתמורה כוללת של 910 מ' ש. בניכוי החוב הבנקאי, נטו, של קבוצת פסגות ליום 31/12/20. העסקה אינה כוללת את זרוע פעילות סוכנויות הביטוח של פסגות.

החברה הודיעה על השלמת העסקה לרכישת פסגות ב-12/5/21 לאחר קבלת ההודעה על אישור העסקה על ידי הממונה על התחרות ומתן היתרי שליטה והיתרים להחזקת אמצעי שליטה מהממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון.

ב-1/6/21 הודיעה החברה כי חתמה על הסכם עם וואליו קפיטל וואן למכירת 75% מהאחזקות בחברות המיועדות למכירה (פסגות קרנות נאמנות ופסגות ניירות ערך) בתמורה כוללת של כ- 288 מ' ש, וב- 3/8/21 התקשרו שני הצדדים בעסקה למכירת 25% הנותרים ממניות חברות אלו תמורת 96 מ' ש.

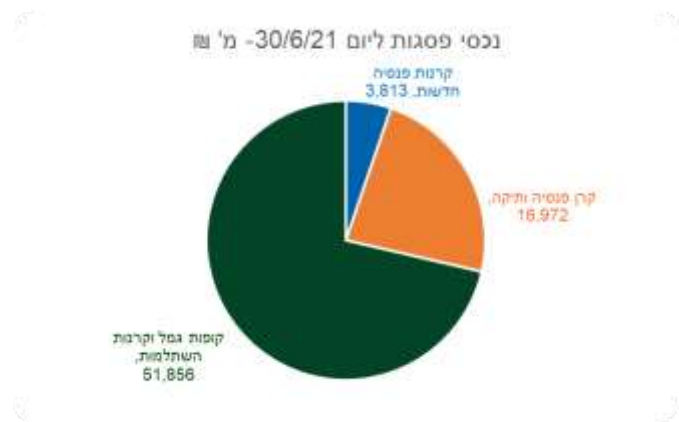
בנוסף הרוכשת תרכוש את פסגות קומפס השקעות בע"מ, בתמורה של כ- 21 מ' ש.

בתאריך ה-4/7/21 הודיעה החברה על התקשרות של חברה נכדה, פסגות קופות גמל ופנסיה, בהסכם עם הראל פנסיה וגמל למכירת פעילות קרן הפנסיה החדשה ומספר קופות גמל בכללן, קופ"ג להשקעה, קופת חסכון לכל ילד, קופ"ג וקרן השתלמות בניהול אישי, בהיקף נכסים מנוהלים של כ-10 מיליארד ש, ולמכירת קרן הפנסיה הוותיקה ה.ע.ל, בהיקף נכסים מנוהלים של כ-16 מיליארד ש, בעבור תמורה כוללת של 185 מ' ש. העסקה צפויה להיסגר לקראת סוף השנה.

להלן תרשים המסכם את התמורה בעסקת פסגות-



על פסגות- פסגות הנה בית השקעות פרטי העוסק במגוון פעילויות בשוק ההון, אשר העיקריות שבהן הן ניהול נכסים פיננסיים ופנסיוניים לרבות קופ"ג, קרנות השתלמות, קרנות פנסיה, קרנות נאמנות וניהול תיקי השקעות. כמו כן עוסקת קבוצת פסגות בפעילויות נוספות כגון פעילות מסחר (חבר בורסה וברוקראז') והחזקה בסוכנויות ביטוח, אשר כאמור לא היוו חלק מהעסקה. סך נכסי פסגות בתחום החיסכון ארוך הטווח הסתכמו, נכון ליום 30/6/21 בכ- 72.6 מיליארד ש"ח, לפני השלמת עסקת המכירה להראל. להלן התפלגות נכסי פסגות, נכון ליום 30/6/21, טרם השלמת העסקה עם הראל-



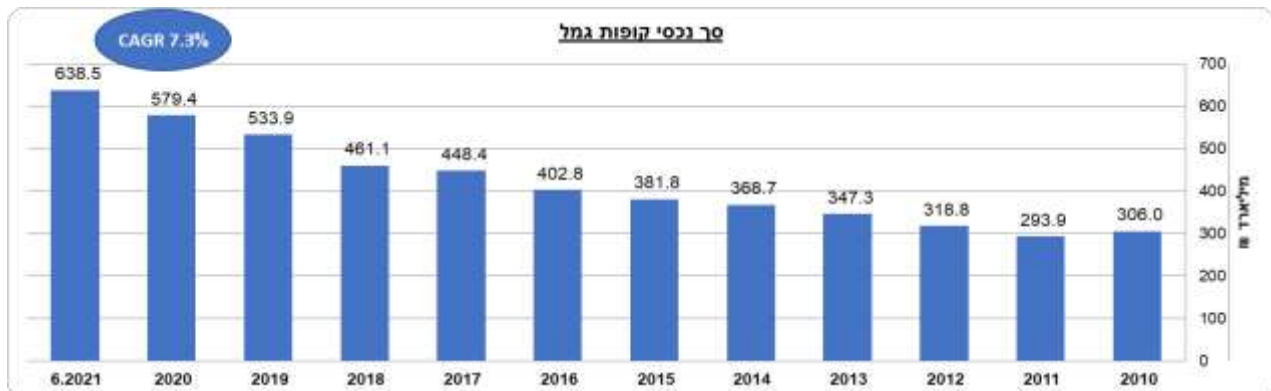
בניכוי הנכסים שנמכרו להראל עומדת מצבת הנכסים של פסגות, ליום 30/6/21, על כ- 45.5 מיליארד ש"ח.

בכוונת החברה להמשיך את פעילות פסגות במסגרת תחום פעילות של ניהול חיסכון לטווח בינוי וארוך ולשלב בפעילות החברה, על מנת ליהנות מיתרון לגודל ומהיתרונות הסינרגטיים שבשילוב פעילות שתי החברות. החברה מערכה כי העסקה צפויה להביא ליתרונות סינרגטיים מהותיים וזאת באופן הדרגתי ממועד השלמת העסקה. יחד עם זאת בטווח הקצר צפויות לחברה הוצאות חד פעמיות בעקבות העסקה, ועלייה בסך ההוצאות עד למיצוי מלא של הסינרגיות.

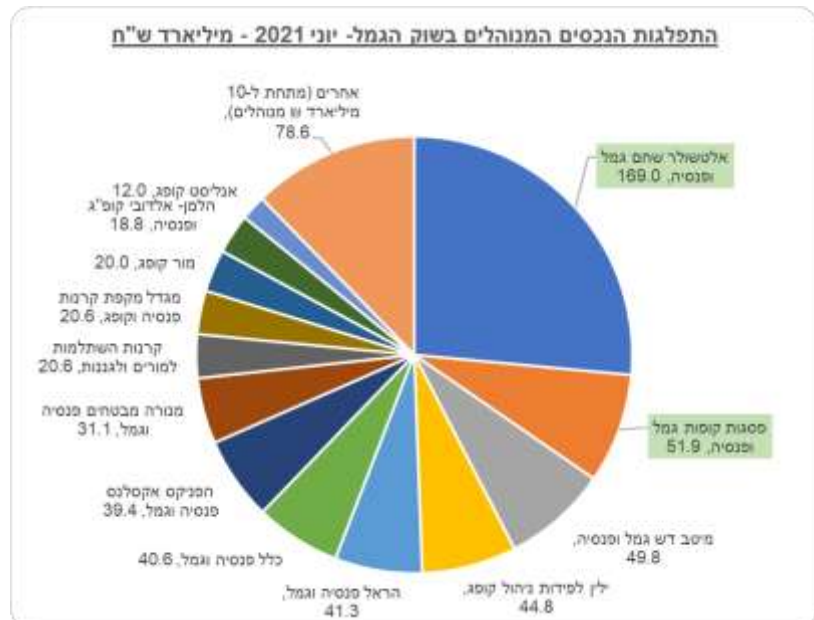
תחום קופות הגמל

קופות הגמל וקרנות ההשתלמות מהוות אפיק חיסכון לטווח בינוני וארוך, הנהנה מהטבות מיסוי שונות. מטרתן העיקרית של קופות הגמל היא צבירת כספי חיסכון המיועדים למשיכה בעת הפרישה כקצבה חודשית, כסכום חד פעמי או סכומים חלקיים, בהתאם לסוג המוצר ומאפייניו. השקת מוצר קופת גמל להשקעה וחקיקה בתחום כגן תיקון 190 סייעו לפריחה מחודשת של מוצר הגמל, והגדילו את יכולתו של שוק הגמל לקלוט ולנהל כספים המיועדים לטווח השקעה קצר ו/או בינוני, ולא רק לטווח הארוך, כפי שהיה בעבר.

סך נכסי קופות הגמל בישראל עומדים, נכון ל-30/6/21 על כ- 639 מיליארד ₪, צמיחה של כ-10.2% מתחילת השנה, לאחר צמיחה של כ- 8.5% בשנת 2020, כפי שניתן לראות בגרף להלן.



להלן התפלגות הנכסים המנוהלים בשוק הגמל, נכון ליום 31/6/21



ניתן לראות מהתרשים כי החברה היא השחקן הגדול ביותר כיום בשוק הגמל, בפער גדול מאד מהמתחרות. נכסי קופות הגמל שבניהול החברה צמחו בחציון הראשון בכ- 15% לרמה של כ- 169 מיליארד ₪, לאחר צמיחה של כ- 35% בשנת 2020. נתח השוק של החברה משוק קופות הגמל עומד על כ-26.5%, למול 25.4% בסוף 2020. נכסי פסגות, אשר נרכשו על ידי החברה, הסתכמו בכ- 52 מיליארד ₪, ונתח השוק של פסגות הסתכם בכ-8.1% (משקף נתח שוק כולל, נכון ליוני 2021, של כ-34.6%). שיעור הצמיחה הממוצע בנכסי הגמל המנוהלים בחברה

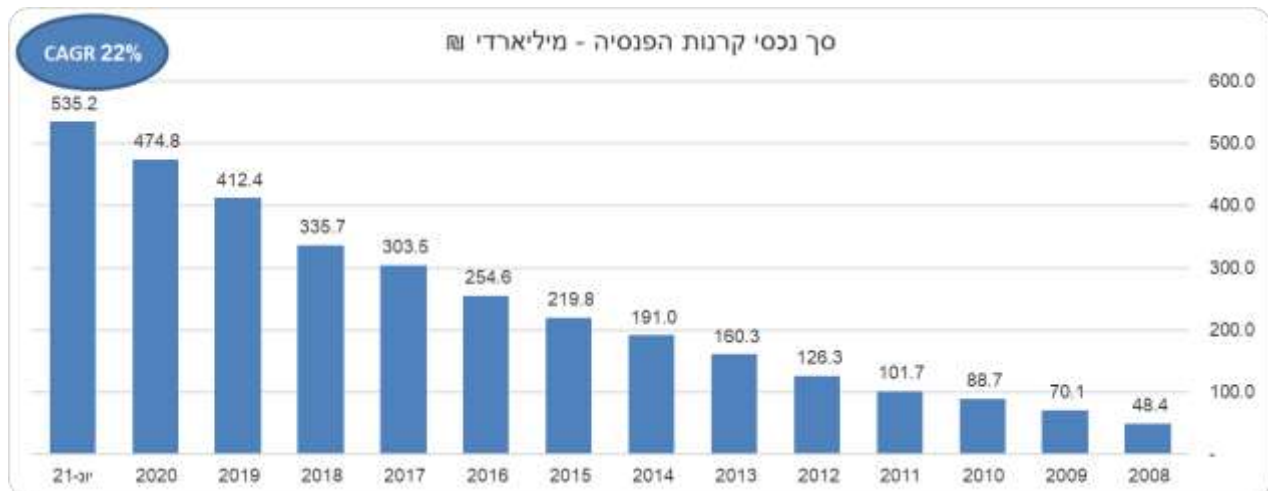
בשנים 2017-2020 עמד על כ-37% , גבוה משמעותית משיעור הצמיחה של השוק ולכן גם נתח השוק של החברה עלה מרמה של כ- 12.8% ב-2017 לכ-26.5% כיום.

על פי החברה הגידול בנכסי קופות הגמל המנוהלות על ידה הנו תוצאה של מדיניות ניהול ההשקעות של החברה, אשר הובילה לתשואות חיוביות בטווח הארוך, לחיזוק מותג החברה ולגידול בהעברת צבירות ועודף הפקדות לקופות הגמל ולקרנות ההשתלמות של החברה. מוצרים נוספים שהתווספו לשוק זה בשנים האחרונות, כמו קופות גמל להשקעה וקופ"ג לחיסכון ארוך טווח לילד תרמו לגידול בשוק כולו ובחברה ביתר שאת. יש לציין כי בחודשים האחרונים החברה "מפגרת" בנתוני התשואות למול השוק, בעיקר בשל השקעות נרחבות בשוק הסיני, ובשל כך גם קצב הצמיחה בנכסי הגמל הואט, בעקבות פדיונות בהיקף גבוה מבעבר.

תחום קרנות הפנסיה

קרנות הפנסיה הן מכשיר חסכון לטווח ארוך, המיועדות לשלם קצבה החל מגיל הפרישה. בשונה משוק קופות הגמל, שוק הפנסיה מאופיין בריכוזיות גבוהה, ורוב הנכסים בו מנוהלים על ידי 5 חברות הביטוח הגדולות. מאז 2016, ובעקבות כניסתה לתוקף של רפורמת קרנות הפנסיה הנבחרות, ניתן לראות מגמת עלייה בנתח השוק של קרנות הפנסיה שבניהול בתי ההשקעות ביחס לכלל הענף.

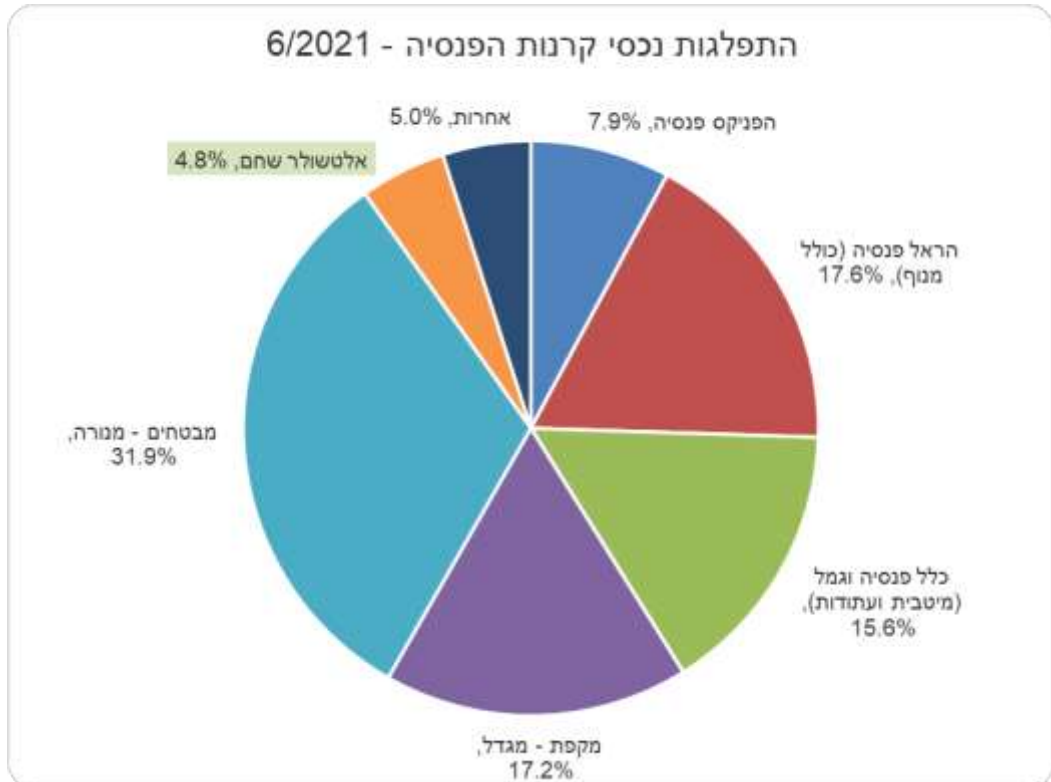
סך נכסי קופות הפנסיה בישראל עומדים, נכון ל-21/6/31 על כ- 535.2 מיליארד ₪, צמיחה של כ-13% מתחילת השנה, לאחר צמיחה של כ- 15% בשנת 2020, כפי שניתן לראות בגרף להלן-



נכסי קרנות הפנסיה שבניהול החברה צמחו בחציון הראשון בכ- 48% לרמה של כ- 25.9 מיליארד ₪, לאחר צמיחה של כ- 119% בשנת 2020. הצמיחה הגבוהה בנכסי הפנסיה המנוהלים על ידי החברה, משנת 2019 נובעת מכך שקרן הפנסיה החדשה המקיפה של החברה זכתה, באוקטובר 2018, בהליך תחרות של רשות שוק ההון כקרן פנסיה נבחרת. המשמעות היא שמסוף 2018 ועד ל-31/10/21 נחשבת קרן הפנסיה של החברה לקרן פנסיה נבחרת, אשר משמעותה היא שמעסיק אשר עובד שלו לא בחר בקרן פנסיה רשאי לבחור באחת מקרנות הפנסיה הנבחרות בלבד כקרן פנסיה אליה יבוצעו הפרשות בגין העובד, ללא צורך בהסכמת העובד. מגמה זו נמשכה בשנת 2020 כאשר מעסיקים רבים בחרו לצרף את עובדיהם לקרן הפנסיה של החברה. כפי שציינו הזכייה של החברה תקפה עד אוקטובר 2021. החברה מעריכה כי, לאור תנאי המכרז והתנאים שהוצעו על ידה, קרן הפנסיה שלה תזכה שוב, גם במכרז החדש, אך אין וודאות לכך.

כפי שניתן לראות בתרשים להלן, נתח השוק של החברה משוק קרנות הפנסיה, נכון לסוף יוני 2021 עומד על כ- 4.8%, למול 3.7% בסוף 2020. שיעור הצמיחה הממוצע בנכסי הגמל המנוהלים בחברה בשנים 2017-2020 עמד על כ-105%, גבוה משמעותית משיעור הצמיחה של השוק ולכן גם נתח השוק של החברה עלה מרמה של כ- 0.7% ב-2017 לכ- 4.8% כיום.

להלן התפלגות הנכסים המנוהלים בשוק הפנסיה, נכון ליום 31/6/21-



למרות הגידול הניכר בנכסי הפנסיה המנוהלים בחברה בשנתיים האחרונות החברה לא צופה גידול משמעותי בהוצאותיה, וזאת לאור ההיערכות המיכונית של החברה והעובדה שההצטרפות נעשית בממשק דיגיטלי, המוזיל משמעותית את העלויות הנדרשות מהחברה בצירוף עמיתים. החברה צופה המשך גידול בקרב המצטרפים לקרנות הפנסיה, וכתוצאה מכך, גידול ביתרת נכסי קרנות הפנסיה שבניהולה. יחד עם זאת, מספר העמיתים המצטרפים לקרן הנבחרת המנוהלת על ידי החברה, בשנת 2021, יהיה תלוי גם בקצב ההתאוששות של שוק העבודה והמשך הישראלי לאחר הקורונה. חזרה מהירה של עובדים במשק למעגל העבודה, לאחר תקופת החל"ת, כמו גם ירידה בשיעור האבטלה, יהוו הזדמנות להמשיך ולהרחיב את היקף המצטרפים לקרן הפנסיה של החברה.

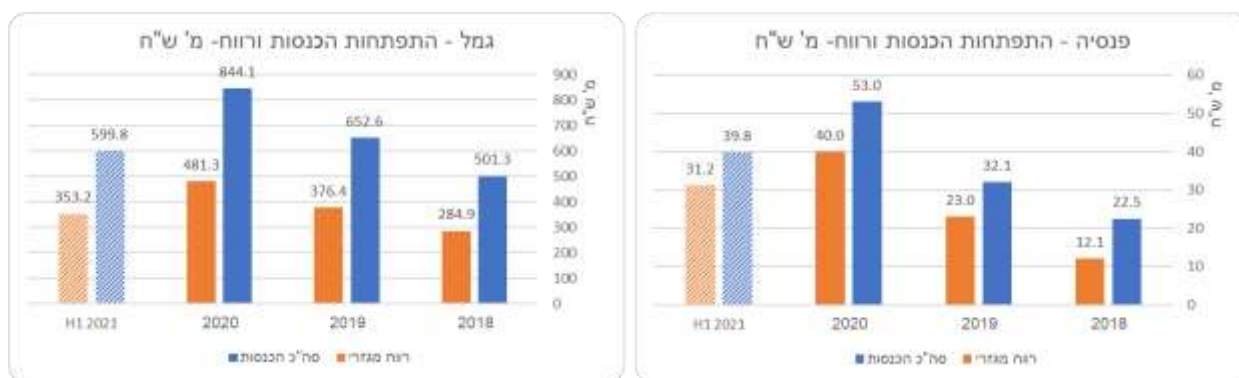
תוצאות כספיות

רווח והפסד

להלן תוצאות רווח והפסד של החברה בשנים האחרונות וברבעון הראשון-

H1 2021	H1 2020	2020	2019	2018	
639,585	406,853	897,170	684,727	523,785	רווח- א' ש"ח
1.3%	1.4%	0.5%	0.6%	0.7%	הכנסות מדמי ניהול מקופ"ג וקרנות פנסיה
-510	3,739	4,331	12,471	254	מתוך נכסים מנוהלים- משונת
983	945	1,879	2,300	2,432	רווחים מהשקעות, והכנסות מימון
640,058	411,537	903,380	699,498	526,471	הכנסות אחרות
					סה"כ הכנסות
240,726	160,961	352,293	266,819	207,140	עמלות הוצאות שיווק והוצאות רכישה אחרות
38%	39%	39%	38%	39%	מסך הכנסות
226,861	153,843	320,509	281,295	235,377	הוצאות הנהלה וכלליות
35%	37%	35%	40%	45%	מסך הכנסות
8,504	3,150	6,274	4,729	5,143	הוצאות אחרות
7,840	4,195	7,712	5,867	9,115	הוצאות מימון
483,932	322,150	686,789	558,711	456,776	סה"כ הוצאות
156,126	89,387	216,591	140,787	69,695	רווח לפני מסים
0.32%	0.32%	0.13%	0.12%	0.09%	רווח לפני מס מנכסים מנוהלים - בחישוב שנתי
65,493	34,607	78,335	49,819	29,018	מסים על ההכנסה
42%	39%	36%	35%	42%	
90,633	54,780	138,256	90,968	40,677	רווח מפעילויות נמשכות
19,353					רווח מפעילויות מופסקות (לאחר מס)
109,986	54,780	138,256	90,968	40,677	רווח נקי
-2,829	369	232	-146	247	רווח (הפסד) ממדידה מחדש בגין תוכנית להטבה מוגדרת
107,157	55,149	138,488	90,822	40,924	סה"כ רווח כולל
0.22%	0.20%	0.08%	0.08%	0.05%	רווח כולל לנכסים מנוהלים- בחישוב שנתי

להלן התוצאות המגזריות, הכנסות מדמי ניהול ורווח, בתחום הפנסיה והגמל-



- הכנסות החברה מדמי ניהול צמחו בחציון הראשון של 2021 בכ-57% כתוצאה מגידול של כ-52% בהיקף הנכסים, למול הרבעון המקביל, כאשר נכסי הפנסיה צמחו בכ-141% ונכסי הגמל בכ-45%.
- בתרשים להלן ניתן לראות את הצמיחה בהכנסות וברווח בשני מגזרי הפעילות בשנים האחרונות.
- שיעור הוצאות הרכישה ירד מעט, לרמה של 38% מתוך ההכנסות מדמי הניהול. בתחום הגמל עמד שיעור הוצאות הרכישה על כ-39% כאשר בתחום הפנסיה עמד שיעור זה בחציון הראשון על כ-16%. בשל הצמיחה המהירה בנכסי הפנסיה היה קיטון מסוים בשיעור הוצאות אלו מדמי הניהול בשנים האחרונות.
- הוצאות הנהלה וכלליות היוו כ-35% מתוך ההכנסות, למול 37% בחציון המקביל וכ-35% בשנת 2020. העלייה בסך הוצאות נובעת מעלייה בשכר עבודה ונלוות, של כ-31 מ' ש"ח כתוצאה מאיחוד פסגות וכן מעלייה בהוצאות

לצדדים קשורים, דמי תפעול, פרסום ושיווק ואחרות, כתוצאה מהגידול בהיקף הפעילות. הוצאות אחרות הסתכמו בכ- 8.5 מ' ש, למול כ- 3.1 מ' ש בחציון המקביל כאשר כ- 2.9 מ' ש מתוך ההוצאות נבעו מההתקשרות לרכישת פסגות.

- הרווח לפני מס הסתכם ברבעון בכ- 156 מ' ש, כ- 0.32% מסך הנכסים המנוהלים, למול כ-89 מ' ש ברבעון המקביל, אשר היוו גם הם כ- 0.32% מהנכסים המנוהלים (לא כולל פסגות).

המצב הכספי

להלן מאזן החברה-

30/06/2021	2020	2019	מאזן - א' ש
550,133	124,811	117,514	נכסים בלתי מוחשיים
83,650	15,151	18,647	נכסי זכות שימוש
359,762	314,437	205,018	הוצאות רכישה נדחות
19,203	20,161	22,325	רכש קבוע
85,064	18,669	11,759	חייבים ויתרות חובה
1,097,812	493,229	375,263	
			השקעות פיננסיות:
102,301	81,699	81,689	נכסי חוב סחירים
9,948	8,410	58,134	נכסי חוב אחרים
112,249	90,109	139,823	סה"כ השקעות פיננסיות
218,999	140,047	79,044	מזומנים ושוי מזומנים
843,509			נכסים בגין פעילות מופסקת והמוחזקים למכירה
2,272,569	723,385	594,130	סה"כ נכסים
			הון:
1,963	1,962	1,961	הון מניות
157,972	157,365	156,919	פרמיה על מניות
-393	1,340	3,577	קרן בגין עסק עם צד קשור
24,959	17,993	4,271	קרן בגין עסקאות תשלום מבוסס מניות
470			קרן הון בגין נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הון
178,508	104,820	59,331	יתרת חוץ
363,479	283,480	226,059	סה"כ הון
4,370	6,842	5,877	התחייבויות בגין מסים נדחים
9,367	3,037	3,158	התחייבויות בשל הטבות לעובדים
20,759	45,735	40,091	התחייבויות בגין מסים שוטפים
301,215	212,819	127,385	זכאים ויתרות זכות
99,891	15,363	18,809	התחייבות בגין חכירה
1,360,576	156,109	172,751	התחייבויות פיננסיות
1,796,178	439,905	368,071	סה"כ התחייבויות
112,912			התחייבויות המתייחסות לנכסים בגין פעילות מופסקת והמוחזקים למכירה
2,272,569	723,385	594,130	סה"כ התחייבויות והון

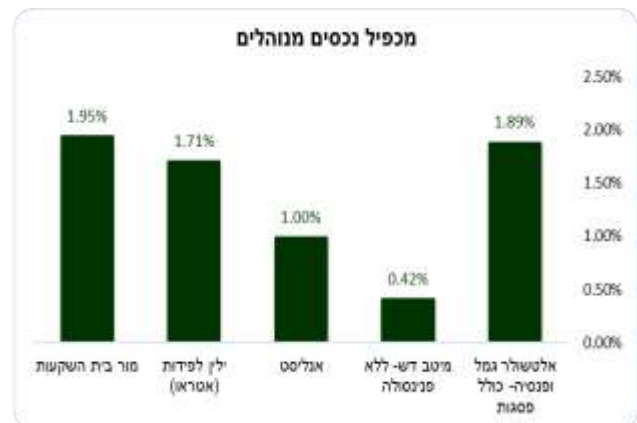
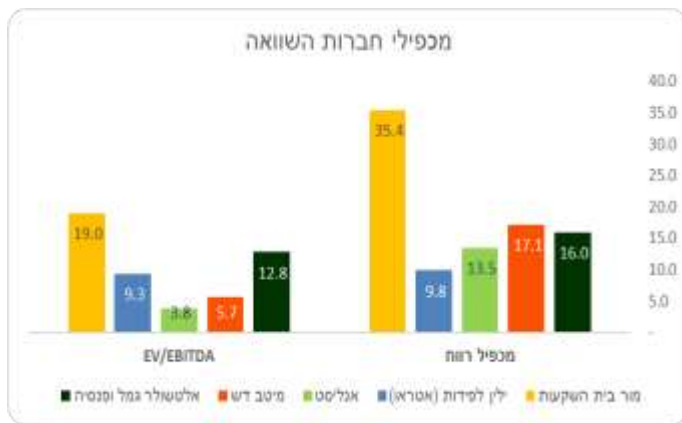
- ההון העצמי של החברה הסתכם, נכון ליום 30/6/21, ב-363 מ' ש, גידול של כ- 80 מ' ש אשר מקורו ברווח הכולל לתקופה, בתוספת גידול בקרן הון בשל עלות תשלום מבוסס מניות ובניכוי דיבידנד שהוכרז בגובה 33 מ' ש אשר חולק בפועל ב- 2/5/21.
- ההתחייבויות הפיננסיות, נטו, של החברה הסתכמו בכ- 1,039 מ' ש למול עודף נכסים נטו של כ- 71 מ' בסוף 2020, גידול של כ- 1.1 מיליארד ש. הגידול בחוב הפיננסי נובע מלקיחת אשראי בסך של כ- 600 מ' ש סמוך לרכישת פסגות ומגידול התחייבויות הפיננסיות בסך של כ-570 מ' ש כתוצאה מאיחוד פסגות.

השוואה ענפית – נתוני שוק

בתחום ניהול קופות גמל פעילות בשוק מספר חברות, פרט לחברות הביטוח. רוב החברות מנהלות קופות גמל ופנסיה וכן נכסים לטווח קצר כמו קרנות נאמנות וניהול תיקים. חברת אלטשולר שחם גמל ופנסיה היא החברה הגדולה ביותר בשוק, מבחינת היקף הנכסים המנוהלים, נכון ל-30/6/21 גם לפני מיזוג פסגות.

בחנו והשווינו את ארבע החברות העיקריות הפעילות בשוק על בסיס מכפילים המבוססים על היקף הנכסים ועל נתונים תוצאתיים של רווח נקי ו-EBITDA. לא הכללנו את חברת איי.בי.איי בהשוואה מכיוון שהיא לא מנהלת נכסים לט"א.

להלן תוצאות ההשוואה-



על בסיס נתוני השוק ניתן לראות כי שתי החברות הצומחות ביותר בשוק, אלטשולר שחם ומור, נסחרות בשווי שוק הגבוה ביותר ביחס לנכסים המנוהלים, היות והשוק מתמחר גם צמיחה עתידית.

מבחינת מכפילי הרווח, אלטשולר נסחרת מעט מתחת למוצע במכפיל הרווח, המוטה כלפי מעלה בגלל מור. בנטרול מור עומד מכפיל הרווח הממוצע על 14x נמוך ממכפיל הרווח של החברה. גם במכפיל ה-EBITDA נסחרת החברה מעל הממוצע הענפי אשר עומד על 10.1 (7.9 ללא מור).

יש לציין כי מכפילים אלו מבוססים על תוצאות חברת אלטשולר במחצית הראשונה של 2021, ואינם כוללים את התוספת לרווח בגין רכישת פסגות. המכפיל הגבוה נובע ככל הנראה מכך שהשוק מתמחר תוספת לרווח לאחר השלמת הרכישה ומיצוי הסינרגיות.

הערכת השווי

מתודולוגיה

הערכנו את שווייה הכלכלי של חברת אלטשולר שחם גמל ופנסיה לפי השווי המהוון של תוחלת תזרים המזומנים התפעולי (DCF) של החברה בניכוי התחייבויותיה הפיננסיות, נטו. תזרים המזומנים התפעולי נבנה על בסיס תחזית להיקף הנכסים לאחר רכישת פסגות.

הנחות המודל

- **היקף נכסים –** אנו הנחנו המשך צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים, אם כי בשיעורים נמוכים מאלו שנרשמו בשנים האחרונות. בתחום הפעילות העיקרי, תחום קופות הגמל, רשמה החברה בחודשים האחרונים תשואות נמוכות מהממוצע הענפי, מה שפגע באחד היתרונות היחסיים המשמעותיים של החברה ופגע בצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים. אנו הערכנו צמיחה מתונה יחסית במחצית השנייה של 2022, בהתבסס על הצמיחה בחודשים האחרונים. בתחום קרנות הפנסיה הנחנו המשך צמיחה, מתוך הנחה שהחברה תזכה גם במכרז החדש של קרן הפנסיה הנבחרת, אשר תוצאותיו צפויות להתפרסם החודש. סך נכסי פסגות, לאחר מכירת נכסים לוואליו ולהראל, עומד נכון להיום על כ- 45.5 מיליארד ₪. בתחום הגמל אנו הנחנו צמיחה שנתית ממוצעת, בין השנים 2020-2025, של כ-9% בנכסים המנוהלים (ללא נכסי פסגות), כאשר בתחום הפנסיה הנחנו צמיחה של כ-24% לשנה בממוצע. מתחילת השנה (עד יוני 2021) צמחו נכסי קופות הגמל בכ-15% ונכסי הפנסיה בכ-48%.
- **הכנסות מדמי ניהול –** שיעור דמי הניהול בקרנות הפנסיה עומד על כ-0.4% מסך הנכסים. בתחום הגמל שיעור דמי הניהול הממוצע על נכסי אלטשולר בלבד עומד על כ-0.7% מהנכסים. בפסגות נכון להיום שיעור דמי הניהול נמוך יותר וקרוב ל-0.6% מהנכסים. אנו הנחנו שחיקה מסוימת בשיעור דמי הניהול בשל התחרות בשוק, בכל תחומי הפעילות. בשנה המייצגת הנחנו שיעור דמי ניהול של 0.3% בפנסיה ו-0.65% בגמל.
- **עמלות והוצאות רכישה –** שיעור ההוצאות באלטשולר שחם עומד על כ-39% מתוך ההכנסות. אנו הנחנו יציבות בשיעור ההכנסות בשל התחרות בשוק והצורך לשמור על רמת הוצאות שיווק ושימור של ערוצי המכירה. המיזוג עם פסגות צפוי להיות מושלם בסוף חודש ספטמבר, ולמעשה רק מיום זה תוכל החברה להתחיל ולממש מהלכים לניצול הסינרגיות ברכישה ולהפחתת עלויות. בשל כך אנו מעריכים שבסיס העלויות המאוחד יהיה גבוה יחסית ברבעון השלישי של השנה, ויפחת בהדרגה מהרבעון הרביעי. מימוש הסינרגיות צפוי להיות מהיר יחסית והחברה צופה תוספת הוצאות של כ-143 מ' ₪ בגין פסגות, בהינתן היקף הנכסים כיום.
- **הוצאות הנהלה וכלליות ואחרות –** שיעור הוצאות הנהלה וכלליות בחברה מצטמצם מדי שנה, בשל ניצול יתרונות לגודל. בשנה המייצגת הנחנו שיעור הוצאות של 31% מההכנסות.
- **הון חוזר –** בשל הצמיחה המהירה בחברה בשנים האחרונות לחברה הון חוזר שלילי שנובע מיתרת זכאים שחלקה הגדול בשל עמלות סוכנים לשלם. לשם השמרנות לא הוספנו לשווי הכנסות משינויים בהון החוזר.
- מחיר ההון התפעולי, בהסתמך על התנאים שבהם פועלת החברה ובהתחשב בסיכונים הספציפיים לחברה, נקבע על-8.5%. שיעור הצמיחה לט"א נקבע על 1.5%.

להלן פירוט התזרים הצפוי -

2025 E	2024 E	2023 E	2022 E	2021 E	6.2021	2020	2019	2018	2017	מ' ש"ח
נכסים מנוהלים-										
329,435	313,263	294,683	277,695	253,324	240,182	164,850	117,166	79,575	59,229	סה"כ נכסים מנוהלים כולל פסגות (מיוני 21) שיעור גידול לתקופה
5.2%	6.3%	6.1%	9.6%	5.5%	45.7%	40.7%	47.2%	34.4%		
1,889.1	1,815.2	1,724.7	1,632.1	1,369.3	639.6	897.2	684.7	523.8		הכנסות מדמי ניהול (גמל ופנסיה)
736.7	707.9	672.6	636.5	534.0	248.2	352.3	266.8	207.1		סה"כ עמלות, הוצאות שיווק והוצאות רכישה
39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	38.8%	39.3%	39.0%	39.5%		מתוך דמי ניהול
1,152.32	1,107.26	1,052.08	995.60	835.25	391.42	544.88	417.91	316.65		רווח גולמי
593.61	570.70	532.21	527.67	523.45	227.49	324.90	283.72	238.09		90% סה"כ הוצאות תפעוליות, נטו
31.4%	31.4%	30.9%	32.3%	38.2%	35.6%	36.2%	41.4%	45.5%		מתוך דמי ניהול
558.72	536.55	519.87	467.93	311.79	163.93	219.97	134.18	78.56		רווח תפעולי- לפני מימון
0.17%	0.17%	0.18%	0.17%	0.12%	0.07%	0.13%	0.11%	0.10%		מהנכסים
27.0	27.0	27.0	27.0	27.5	13.4	20.5	15.1	11.6		סה"כ פחת - ללא חכירות
585.72	563.55	546.87	494.93	339.29	193.56	240.45	149.29	90.13		EBITDA
31.0%	31.0%	31.7%	30.3%	24.8%	30.3%	26.8%	21.8%	17.2%		מדמי הניהול
0.18%	0.18%	0.19%	0.18%	0.13%	0.08%	0.15%	0.13%	0.11%		מהנכסים
191.0	183.4	177.7	160.0	106.6	65.5	78.3	49.8	29.0		מס
34.2%	34.2%	34.2%	34.2%	34.2%	40%	36%	37%	37%		
0.0	1.0	3.0	5.0	-2.5	-1.7	3.2	9.7	9.5		עודף השקעה על פחת
367.69	352.11	339.13	302.95	207.69	100.15	138.49	74.64	40.08		FCF

סיכום הערכת השווי

מ' ש"ח	שווי אקוויטי
5,044.8	שווי תפעולי
-557.9	עודף נכסים (חוב) פיננסי- כולל נכסים למכירה
480.81	נכסים שנמכרו לאחר המאזן
4,486.9	שווי אקוויטי
23.0	שווי למניה

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות לשווי החברה, תחת שינוי בשיעור ההיוון ושיעור הצמיחה לטווח ארוך-

שיעור ההיוון									
11.0%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	
2,780.8	2,939.4	3,114.0	3,307.0	3,521.4	3,761.2	4,031.0	4,336.8	4,686.4	0.0%
2,897.2	3,069.2	3,259.4	3,470.7	3,707.0	3,972.9	4,274.2	4,618.7	5,016.2	0.5%
3,025.2	3,212.6	3,420.9	3,653.8	3,915.8	4,212.7	4,552.2	4,944.0	5,401.0	1.0%
3,166.7	3,372.0	3,601.5	3,859.7	4,152.4	4,486.9	4,873.0	5,323.4	5,855.8	1.5%
3,323.9	3,550.1	3,804.6	4,093.1	4,422.8	4,803.3	5,247.2	5,771.9	6,401.5	2.0%
3,499.6	3,750.5	4,034.8	4,359.8	4,734.8	5,172.3	5,689.4	6,310.0	7,068.5	2.5%
3,697.3	3,977.6	4,297.9	4,667.5	5,098.8	5,608.5	6,220.1	6,967.7	7,902.3	3.0%

שיעור צמיחה לט"א

מיאון אחריות:

עבודה זו מיועדת אך ורק ללקוחות כשירים כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995.

בנק לאומי לישראל בע"מ ולאומי פרטנרס ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אל מי מהם (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהן ו/או עשויה להיות למי מהן עניין במידע שבסקירה זו. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה. כמו-כן, אין לראות בסקירה זו כייעוץ, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, ואין בה כדי להחליף את שיקול הדעת העצמאי של הקורא.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד במכלול השיקולים שיש לשקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע לפי העניין.

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק לאומי לישראל בע"מ פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1967. פטור זה ניתן לבנק לאומי לישראל בע"מ וללאומי פרטנרס מחקרים, משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין ייעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק לאומי לישראל בע"מ מורכבת מהפרדה ארגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רישיון המכין את עבודת האנליזה כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

האמור בסקירה זו לא מהווה ייעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. לאומי פרטנרס מחקרים ובנק לאומי אינם מתחייבים להודיע לקוראים בדרך כלשהי, על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי לאומי פרטנרס במישרין.

גילוי נאות מטעם לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ:

(בהתאם להוראות רשות ניירות ערך)

לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה מצויה בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו, למעט כמפורט להלן:

- א. לאומי פרטנרס מחקרים לא קיבלה במהלך השנה האחרונה, אינה צפויה לקבל, תגמול בהיקף מהותי מאת "קבוצת התאגיד הנסקר".
- ב. נכון למועד הפרסום לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה עושה שוק בנייר הנסקר.
- ג. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום, לא מחזיקה קבוצת לאומי¹ החזקה מהותית² בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
- ד. כמו כן, במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום לא החזיקה קבוצת לאומי³ החזקה מהותית⁴ בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
- ה. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום לא מחזיקה בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ⁵ החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר.

פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים

מסמך זה בוצע בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור. אין לראות במסמך זה המלצה או תחליף להפעלת שיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות, או ייעוץ - בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. הנתונים נלקחו ממערכות ממוכנות כגון מגמה, גרפיט, בלומברג ועוד, למעט מקרים שבהם נכתב אחרת, ולא בוצעו בדיקות לאימות הנתונים. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לתוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדעיכה. לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע.

שיטת הערכה בה נעשה שימוש לשם חישוב מחיר היעד הינה DCF.

להלן הסיכונים השונים העשויים להשפיע על מהותית על ההמלצה:

- המשך שחיקה בתשואות בהשוואה למתחרות
- קיטון בהיקף הנכסים בשל מגמות בשוק
- תלות בשוק ההון בעיקר בהיקף הנכסים המנוהלים
- מיזוג פסגות ומימוש סינרגיות

¹ קבוצת לאומי כוללת את כל החברות בשליטת בנק לאומי לישראל בע"מ לרבות לאומי פרטנרס בע"מ החברות הבנות שלו וחברות הנשלטות בידיהם.
² כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.
³ קבוצת לאומי כוללת את בנק לאומי לישראל בע"מ, החברות הבנות שלו, בעלת השליטה בו, והחברות הנשלטות בידי.
⁴ כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.
⁵ בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ היא בנק לאומי לישראל בע"מ.

- אין המלצות היסטוריות למניה זו

הצהרת מכין העבודה

אני, מרב פישר שרוני, העובד בלאומי פרטנרס בע"מ, רח' מנחם בגין 132 מס' טלפון 03-5141228, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

לכותב הסקירה אין עניין אישי בנושא הנדון לעיל. הנתונים והמידע המובאים לעיל אינם מהווים ייעוץ השקעות ואו תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

מכין עבודת האנליזה אינו בעל רישיון יועץ השקעות, ואינו מבוטח בביטוח אחריות מקצועית.

20 שנה

תואר ראשון- כלכלה, תואר שני- מנהל עסקים

ניסיוני

פרטי השכלתי

12/9/21

חתימה

תאריך

12/9/21 פורסמה ביום-

12/9/21 העבודה הוכנה ביום-