

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוגוסט 2014

מחברים:

אמיל גולדפרב, אנליסט
emilg@midroog.co.il

שי מרום, ראש צוות
shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען-הלר, סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

דירוג חוב	A3 אופק נבנה ¹
-----------	---------------------------

דוח זה בא במקום דוחות שפורסמו על ידי מידרוג ביולי ואוגוסט 2014 ומשקף את התיקון שהלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ (להלן: "הלמן-אלדובי" או "החברה") ביצעה בדוחות הכספיים לשנת 2013 ולרבעון הראשון של שנת 2014. מידרוג מודיעה על דירוג A3 באופק נבנה לחוב של חברת הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ (להלן: "הלמן-אלדובי" או "החברה") בסך של עד 125 מיליון ₪ שבכוונת החברה לגייס. תמורת הגיוס מיועדת למחזור חוב. אופק הדירוג משקף אי וודאות מסוימת בהתפתחויות העסקיות כתוצאה ממיזוג החברה עם חברת הדס ארזים גמל בע"מ (להלן: "הדס ארזים") שכן טרם ניתן להצביע על כך שהשיפור כתוצאה מהמיזוג הבא לידי ביטוי ברבעון הראשון של שנת 2014, הינו פרמננטי.

הדירוג מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12.08.2014. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

כללי

החברה פועלת כחברה מנהלת של קופות גמל קרנות השתלמות וקרנות פנסיה בהתאם לחוק ולתקנות אשר אושרו ע"י הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר (להלן: "הממונה"). החברה הוקמה בשנת 1995 על פי אישור שניתן לה מאת הממונה. החל משנת 2008 החברה החלה לצמוח באמצעות מיזוגים ורכישות של נכסי קופות גמל וקרנות פנסיה (באמצעות רכישת פעילות או חברות מנהלות). באפריל שנת 2013 השלימה החברה מיזוג עם הדס ארזים (להלן: "המיזוג"). הדס ארזים הוקמה באוגוסט 2007 תחת השם "הדס מרכנתיל קופות גמל בע"מ", כאשר בדצמבר 2007 רכשה את פעילות ניהול קופות הגמל של בנק מרכנתיל דיסקונט בע"מ ומרכנתיל ניהול קופות גמל בע"מ. נכון למועד הדוח, בעלי המניות העיקריים בחברה הינם הלמן-אלדובי פיננסים בע"מ (להלן: "חברת האם"), המחזיקה בכ- 92.03%. בנוסף, מר רוני הלמן ומר אורי אלדובי מחזיקים כל אחד בכ- 2.55% ממניות החברה ויתרת המניות מוחזקים בידי אחרים. במסגרת המיזוג, קיבלה חברת האם של הדס ארזים, הדס ארזים בע"מ, 50% ממניות חברת האם. בנוסף לפעילות החברה, לחברת האם פעילות באמצעות חברת בת, בתחום ניהול השקעות עבור קרנות נאמנות ותיקי השקעות. וכן 2 סוכנויות לביטוח פנסיוני. תחומים אלה אינם מהווים חלק משמעותי מפעילות חברת האם במונחי הכנסות (שיעור של כ- 6% מסך ההכנסות). החברה וחברת האם, לרבות החברות הבנות, מהוות את הלמן אלדובי בית השקעות (להלן: "בית ההשקעות").

נכון ליום 31 בדצמבר 2013, מעסיקה החברה כ-215 עובדים באופן ישיר או באמצעות קבלת שירותים מחברות בבית ההשקעות.

נכון לסוף שנת 2013, ניהלה החברה נכסי גמל בהיקף כולל של כ- 10.9 מיליארד ₪ (קופות גמל וקרנות השתלמות), המהווים כ- 3.37% מסך נכסי החיסכון ארוך הטווח בענף הגמל. בהקשר זה נציין כי החברה מנהלת כ- 0.8 מיליארד ₪ בנכסי קרנות פנסיה. סך הנכסים המנוהלים ע"י החברה לסוף שנת 2013, עמד על כ- 11.7 מיליארד ₪ והינה מנהלת הנכסים ה- 10 בגודלה בקרב בתי ההשקעות.

¹ אופק דירוג נבנה (Developing) משמעו כי אופק הדירוג והדירוג תלויים בהתפתחות אירוע מסוים

תמצית נתונים פיננסיים של החברה (על פי דוח רווח והפסד), מיליוני ₪:

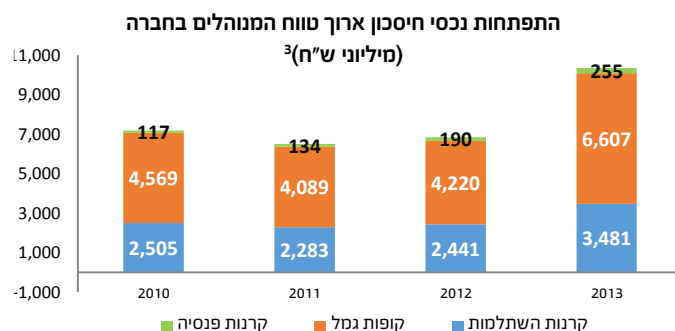
2011	2012	2013	Q1/2013	Q1/2014	
70.9	78.7	93.7	18.7	25.4	הכנסות מדמי ניהול**
60.7	61.9	***83.3	16.0	20.7	הוצאות תפעוליות
15.7	20.7	18.0	3.4	6.8	**EBITDA
12.4	10.6	12.6	1.6	1.7	הוצאות מימון
-5.2	3.7	1.1	1.3	1.0	רווח נקי

* ללא רווחים (הפסדים) מהשקעות
 ** בנטרול רווחים/הפסדים מהשקעות
 *** כולל הוצאות חד פעמיות בסך כ - 2.5 מיליון ₪

2011	2012	2013	31.03.2013	31.03.2014	
166	160	252	153	251	סך מאזן
25	29	128	30	125	הון עצמי
94	78	92	77	93	חוב פיננסי

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג איתנותה של החברה מתבסס על המתודולוגיה של מידרוג לדירוג בתי השקעות וחברות מנהלות נכסים. בשיקולי הדירוג הובא בחשבון מעמדה של החברה בתחום ניהול נכסים לטווח בינוני וארוך (קרנות השתלמות, קופות גמל וקרנות



פנסיה), המתבטא בהיקף פעילות בינוני (כ- 3.37% מסך נכסי הגמל וכ- 1.7% מסך כל נכסי החיסכון הפנסיוני), המתאפיין בהכנסות מדמי ניהול קבועים הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים המנוהלים. עיקר פעילות החברה הינה בתחום קופות הגמל וההשתלמות. בשנים האחרונות עד למיזוג, סבלה החברה מתשואות נמוכות ביחס לענף

אשר היו בין הסיבות לצבירות שליליות בפעילות זו, ביחד עם התחרות העזה השוררת בענף. נציין כי נכון לסוף שנת 2013, החברה מנהלת כ- 804 מיליון ₪ בקופות מרכזיות לפיצויים מהן נגבים דמי ניהול אך לא קיימות בגינה הפקדות חדשות. בהתאם לצו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק (משנת 2008), קיימת חובת הפקדה לחיסכון פנסיוני לכל השכירים בישראל. נתון זה מחזק את מעמד וחשיבות החיסכון ארוך הטווח ותורם להכנסות החברה. עם זאת, ניכרת מגמת מעבר (בכלל ענף החיסכון ארוך הטווח) מאפיק הגמל לאפיקי הפנסיה, בין היתר, בשל תנאים מועדפים (כגון קיומם של כיסויים ביטוחיים בפנסיה), תקנות הנידוד הפנסיוני⁴ ואג"ח מיועדות⁴ (קרנות הפנסיה).

² ללא נכסי קרן הפנסיה הוותיקה של מגן קרן פנסיה

³ תקנות הנידוד נועדו לאפשר לעמיתים לבצע העברת כספים בין קרנות הפנסיה, קופות הגמל וביטוחי המנהלים.

⁴ קרנות הפנסיה החדשות המקיפות זכאיות להטבות, וביניהן אפשרות להשקיע עד 30% מכספי הקרן באג"ח מיועדות, המבטיחות תשואה שנתית ריאלית של 4.86% (ריבית קבועה צמודה למדד).

היקף הנכסים המנוהל מושפע במידה רבה משיעור התשואה על סך הנכסים המנוהלים, הנתון לתנודות שוק ההון וצבירות. הדירוג משקלל את חוסנה הפיננסי של החברה, פעילותה של החברה והיקפיה. בנוסף, הדירוג לוקח בחשבון את פעולות החברה לשינוי אופי פעילות ההפצה של מוצריה שהתאפיין בעבר בהתמקדות בערוצי מכירה ישירים. כמו כן, נציין כי קיימת השפעה ישירה למוניטין של החברה על התוצאות הכספיות. רמת התחרות המאפיינת את השוק בפעילות החיסכון ארוך הטווח הינה גבוהה ולא קיימים חסמי מעבר מהותיים בין החברות השונות. פגיעה במוניטין מכל סיבה עלולה לגרום לנטישת לקוחות אשר תוביל כפועל יוצא לפגיעה ברווחים.

המיזוג עם הדס ארזים הוביל לגידול בסך הנכסים המנוהלים בחברה ולהערכת החברה צפוי לשפר את תוצאותיה. זאת בנוסף לתשואות טובות ביחס לענף שהציגו קופות הגמל וההשתלמות שנוהלו על ידי הדס ארזים ערב המיזוג, ביחס לענף בשנים האחרונות. גורם זה עשוי לייצר לחברה הזדמנות להגדלת היקף הנכסים המנוהלים כתוצאה משיפור בתשואות, צמצום נטיות ובהתאם להגדלת הצבירות. בנוסף, כחלק מתהליך המיזוג, נערך רה-ארגון בשדירה הניהולית של בית ההשקעות ושל החברה, לניצול מרבי של חוזקות של כל אחד מבתי ההשקעות המאוחדים. עם זאת, יש לציין כי קיימת אי וודאות מסוימת לגבי תוצאות המיזוג. עמידה ביעדי המיזוג צפויה לשפר את תוצאותיה של החברה והינם חלק מהגורמים העשויים להוביל לשיפור הדירוג בעתיד.

בנוסף, שינוי הרגולציה והתגברות משפיעים באופן ניכר על תחומי פעילות החברה - לדוגמה, שינוי הרגולציה בענף החיסכון ארוך הטווח גרר פדיונות נכסי קופות הגמל בשנים האחרונות ופגע בתחרותיות של אפיק חסכון זה.

להערכת מידרוג, התחזקות הרגולציה, החרפת התחרות והמלצות ועדת הרכיזיות, משפיעות על רווחיות חברות מנהלות נכסים ומובילות את הענף לקונסולידציה.

מיזוגים ורכישות בחברה

אסטרטגיית הצמיחה של החברה מתבססת במידה רבה על מיזוגים ורכישות של קופות גמל וקרנות פנסיה חיצוניות. עד שנת 2007 ניהלה החברה נכסים בשווי של כמיליארד ₪. על רקע רפורמת בכר, רכשה החברה בשנת 2008 חלק מקופות הגמל של בנק יאה אשר ניהלו נכסים בסך של כ- 6.4 מיליארד ₪. תמורת הרכישה עמדה על כ- 2.55% מסך הנכסים המנוהלים.

בנוסף, ביצעה החברה שורה של רכישות נוספות כאשר הבולטות הן כדלקמן:

- אפריל 2008 - קופות הגמל המפעליות "תגמולים במושבים" בהיקף נכסים בסך של כ- 550 מיליון ₪.
- מרץ 2009 - קופת הגמל יניב בהיקף נכסים בסך של כ- 100 מיליון ₪.
- מרץ 2010 - קופות הגמל של בית ההשקעות אלומת ספרינט בהיקף נכסים בסך של כ- 80 מיליון ₪.
- דצמבר 2011 - קופות הגמל של עובדי הקואופרציה הצרכנית בהיקף נכסים בסך של כ- 325 מיליון ₪.
- ספטמבר 2013 - קרן הפנסיה וקופת הגמל של מגן קרן פנסיה (להלן: "המגן") בסך של כ- 570 מיליון ₪ וכ- 40 מיליון ₪, בהתאמה.

אחד המהלכים המשמעותיים שנעשו בתחום המיזוגים והרכישות בוצע באפריל 2013, עת הושלם מיזוגה של הדס ארזים אל תוך החברה. כתוצאה מהמיזוג, כל הנכסים המנוהלים בהדס ארזים ובהדס ארזים בע"מ, בסך כ- 5.9 מיליארד ₪, הועברו לניהול החברה וחברת האם, כאשר מתוכם נכסים בסך כ- 4.1 מיליארד ₪ הועברו לניהול החברה (כ- 2.4 מיליארד ₪ בקופות גמל, כ- 1 מיליארד ₪ בקרנות השתלמות, והיתרה קופות מרכזיות לפיצויים והשתתפות בפנסיה תקציבית ודמי מחלה). יתרת הנכסים הועברה לניהול חברת האם וכוללת בעיקר נכסים בתחום ניהול התיקים וניהול קרנות הנאמנות.

כחלק מהליך המיזוג הוסכם כי בתמורה למיזוגה של הדס ארזים לתוך החברה, 50% ממניות החברה האם יוקצו להדס ארזים בע"מ. תהליך המיזוג כלל שינוי רוחבי בשדירה הניהולית של החברה וחברת האם - רמי דרור, מנכ"ל הדס ארזים



בע"מ ערב המיזוג, מונה למנכ"ל חברת האם. בנוסף, הוסכם כי לצד בעלי התפקידים הקיימים בהלמן-אלדובי, תפקידי מפתח רבים בחברה כגון סמנכ"ל הלקוחות, סמנכ"ל המכירות ומנהל ההשקעות הראשי יאוישו ע"י בעלי תפקידים בהדס ארזים. לדברי הנהלת החברה, חלוקת התפקידים בין אנשי הדס ארזים ואנשי הלמן אלדובי נעשתה מתוך ראייה כי בתי ההשקעות החזיקו ביתרונות שונים ערב המיזוג, ומתוך שאיפה לשמר בבית ההשקעות הממוזג את יכולותיה של הדס ארזים, בין היתר, בתחומי השירות, המכירות וניהול ההשקעות לצד יתרונותיה של הלמן אלדובי, טרם המיזוג, בעיקר בתחומי המטה, התפעול והרגולציה.

לדברי הנהלת החברה, המיקוד האסטרטגי של החברה הינו גידול בתזרים וברווחיות החברה, הן באמצעות צמיחה אורגנית, בין היתר על רקע ביצועים עודפים במסלולי הדגל של החברה, הן באמצעות פיתוח ערוצי ההפצה בתחום הגמל וההשתלמות, הן באמצעות איתור הזדמנויות לרכישה של קופות גמל וקרנות פנסיה ותיקות מאזנות תוך ניצול חוזקות הליבה של החברה בתחום התפעול והבקרה וכן על ידי השתתפות במכרזים פנסיונים שונים.

מכשירי החיסכון ארוך הטווח בישראל

בשוק החיסכון הפנסיוני בישראל קיימים שלושה מכשירי חיסכון ארוך טווח: **קרנות פנסיה** - מכשיר חיסכון, המיועד לשלם לעמית בו לאחר פרישתו, קצבה חודשית למשך כל חייו. החיסכון מזכה את העמית בביטוח מפני מוות ובביטוח מפני אובדן כושר עבודה. קרנות הפנסיה מתחלקות לשלושה סוגים: קרנות פנסיה ותיקות, קרנות פנסיה חדשות וקרנות פנסיה כלליות. קרנות הפנסיה הוותיקות נסגרו להצטרפות מבטחים חדשים בשנת 1995. החל מתאריך זה, ניתן להצטרף לקרנות הפנסיה החדשות בלבד.

קופות גמל - חיסכון לטווח ארוך (גיל פרישה), בעל מרכיב של חיסכון בלבד (ללא כיסוי ביטוחי). עם זאת, קיים שוני בין כספים שהופקדו עד שנת 2008 וכספים שהופקדו משנת 2008 ואילך. כספים שהופקדו עד לשנת 2008, ניתנים למשיכה בגיל פרישה, כסכום חד פעמי (ללא פגיעה בהטבת המס). כספים אשר הופקדו לאחר שנת 2008, ניתנים למשיכה רק כקצבה חודשית בעת הפרישה.

ביטוח חיים - תכניות ביטוח חיים, המשולבות בחיסכון, מאפשרות לחוסך לקבל קצבה חודשית לאחר פרישתו, למשך כל חייו של המבוטח. תכניות אלו כוללות מרכיב של חיסכון ומרכיב של כיסויים ביטוחיים. העיקריים שבהם הינם: כיסוי מפני מוות וכיסוי מפני אובדן כושר עבודה.

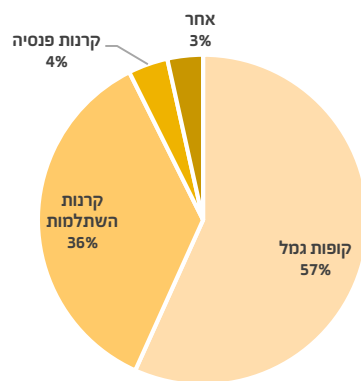
עד שנת 2007, מרבית השכירים בישראל לא היו מבטחים בביטוח פנסיוני⁵. בתחילת 2008 נכנס לתוקפו צו הרחבה בנושא פנסיה חובה לכלל אוכלוסיית השכירים בישראל וכן תיקון מספר 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (להלן "**תיקון מס' 3**"). מטרת התיקון הייתה השוואה בין מכשירי החיסכון הפנסיוני, הן בהטבות המס והן באופן תשלום הכספים לחוסך כקצבה חודשית.

בהמשך לתיקון מס' 3, באוקטובר 2008 אושרו תקנות הניוד הפנסיוני, אשר נועדו לאפשר לעמיתים לבצע העברת כספים בין קרנות הפנסיה וקופות הגמל. תקנה זו הורחבה בינואר 2009 כדי לכלול גם את פוליסות ביטוחי החיים.

⁵ בהתאם לדוח השנתי של משרד האוצר אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון, שנת 2008.

לחברה שלושה תחומי פעילות מרכזיים - קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות פנסיה, כאשר קופות הגמל וקרנות ההשתלמות הינן מקור לכ-93% מכלל דמי הניהול שגבתה החברה בשנת 2013.

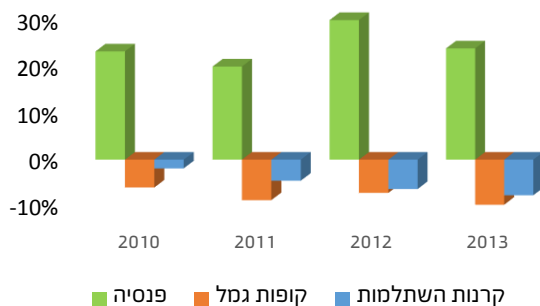
הכנסות מדמי ניהול בשנת 2013 - פילוח מגזרי



ובעולם ותורמו לגידול בסך הנכסים המנוהלים בחברה, ומנגד - חוותה החברה שחיקה בשיעור דמי הניהול הממוצעים שנגבו בפועל במהלך השנה, על רקע השינויים בסביבה הרגולטורית והסביבה התחרותית בענף.

בדומה לענף, סך הנכסים המנוהלים בחברה צמח באופן משמעותי בשנת 2013. ככלל, התפתחות גודל תיק הנכסים המנוהל בענף מושפעת משני רכיבים עיקריים: תשואות תיק הנכסים המנוהלים וצבירת נכסים נטו. בעוד התשואה על

שיעור צבירה נטו כשיעור מהנכסים בחברה 2010-2013



סך הכנסות החברה במהלך שנת 2013 הסתכמו לכ-94 מיליון ש"ח, לעומת הכנסות בסך כ-79 מיליון ש"ח במהלך שנת 2012. החברה הציגה עלייה בהכנסות בסך כ-15 מיליון ש"ח אשר נובעת בעיקרה ממיזוג הכנסות הדס ארזים וכן מגידול בהכנסות קרנות הפנסיה בעקבות העברת הניהול של מגן קרן פנסיה "ותיקה לידי החברה. לצד השפעות אלו, החברה נהנתה מחד, מביצועים חיוביים של שוקי ההון, שבאו לידי ביטוי בתשואות דו ספרתיות במדדי המניות המובילים בארץ

ותיק הנכסים המנוהלים של החברה הייתה חיובית, צבירת הנכסים נטו של החברה במגזרי קרנות ההשתלמות והגמל הייתה שלילית וזאת כחלק ממגמה היסטורית ארוכת טווח של נתונים שליליים בקטגוריה זו. צבירת הנכסים השלילית במגזר קופות הגמל תואמת את מגמת הענף, אך הינה שלילית וחריפה יותר. בקופות הגמל (תגמולים ואישיות לפיצויים) שיעור הצבירה נטו מהנכסים בחברה בשנת 2013 עמד על כ-9.7% לעומת שיעור ענפי של כ-1.2% בלבד. בקרנות ההשתלמות הציגה החברה שיעור קיטון של כ-7.7% בהשוואה לשיעור צמיחה ענפי של כ-4.6%.

יש לציין כי בקופות הגמל וקרנות ההשתלמות שנוהלו על ידי הדס ארזים ערב המיזוג, שוררת מגמה שונה. מסלול קופת הגמל הגדול בהדס ארזים, מסלול בר יציב (להלן: "בר יציב") הציג שיעור צבירה נטו חיובי בשיעור 2.3% מסך הנכסים, בעוד קרן ההשתלמות של הדס ארזים הציגה שיעור צבירה נטו בשיעור 6.8% מסך הנכסים בשנת 2013.

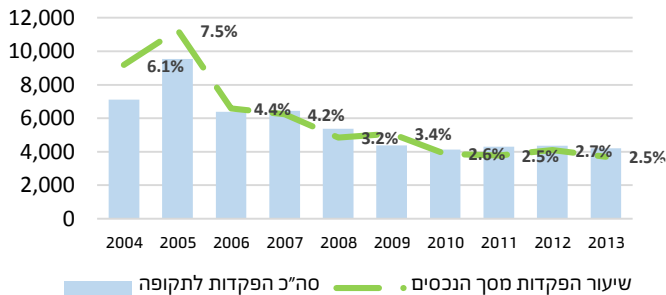
להערכת החברה, הפער בנתונים בין קופות הדס ארזים לקופות הלמן אלדובי נובע בראש ובראשונה מההפרשים בתשואות בין קופות הדס ארזים להלמן אלדובי בשנים האחרונות. כחלק מתהליך ארגון מחדש של מבנה הקופות, הושלם ביום 30.06.2014 מיזוגה של קופת הגמל הלמן-אלדובי יחיד לקופת הגמל הלמן-אלדובי בר יציב, מסלול הלמן-אלדובי בר יציב, כך שהחל מיום 01.07.2014, מנהלת הקופה תחת המבנה החדש.

להערכת החברה, נתוני התשואות הגבוהים של הקופות הממוזגות יביאו להיפוך מגמה ושיפור נתוני הצבירה בקופות.

קופות גמל

קופות גמל הן סוג אחד משלושה סוגים של מכשירי חיסכון ארוך טווח בישראל לצד קרנות הפנסיה וביטוחי החיים. עד 2008, היו קופות הגמל מכשירי החיסכון ארוך הטווח היחיד שאפשר משיכת כספים בגיל הפרישה, כסכום חד פעמי, ללא

התפתחות הפקדות בקופות גמל בישראל



פגיעה בהטבת המס. ב-2008 כחלק ממגמה כללית של שינוי והגברת הרגולציה בענף החיסכון ארוך הטווח, הגדיר הרגולטור כי כספים שיופקדו החל משנת 2008 בקופות גמל ינתנו למשיכה רק כקצבה חודשית בעת הפרישה. כתוצאה מהשינוי איבדו קופות הגמל מייחודן לעומת קרנות הפנסיה וביטוחי המנהלים וההפקדות אליהן ירדו באופן משמעותי.

בעוד מגזר קופות הגמל הינו מגזר הפעילות המרכזי של החברה, הן בהיקף הנכסים המנוהלים והן בדמי הניהול הנגבים, ניתן לראות כי בדומה לענף, פעילות קופות הגמל בחברה נמצאת במגמת ירידה, כאשר שיעור הכנסות החברה מדמי ניהול מפעילות זו ירדו מכ- 63% בשנת 2010 לכ- 57% בשנת 2013. בנוסף, דמי הניהול הממוצעים מהצבירה בקופות הגמל המנוהלות בחברה ירדו משיעור של כ- 1.17% ב- 2012 לשיעור של כ- 0.84% ב- 2013. הקיטון בדמי הניהול נובע, בין היתר, משינויים שחלו בדמי הניהול המרביים המותרים ע"י המפקח, לפיו שיעור דמי הניהול המרביים שיגבו בגין קופות הגמל לתגמולים החל משנת 2013, הינו 1.1% מהיקף הנכסים ו- 4% מההפקדות השוטפות. החל משנת 2014, דמי הניהול המרביים יעמדו על 1.05% מהיקף הנכסים ו- 4% מההפקדות השוטפות. ערב פרסום התקנה, עמדו דמי הניהול המרביים על 2% מהיקף הנכסים.

הכנסות לפי מגזרי פעילות לתקופה 2010 - 2013, (באלפי ₪)

2010	2011	2012	2013	
45,499	44,588	50,625	52,966	קופות גמל
24,219	24,232	25,591	33,720	קרנות השתלמות
1,448	1,710	2,151	3,657	קרנות פנסיה
71,166	70,530	78,367	90,343	סה"כ הכנסות ממגזרי פעילות מרכזיים
459	412	332	3,305	מגזרי פעילות נוספים ⁶
71,625	70,942	78,699	93,648	סה"כ

במקביל לירידה בשיעורן היחסי של ההכנסות מדמי ניהול במגזר קופות הגמל, ובהמשך לאמור לעיל, שיעורי הצבירה נטו ביחס לנכסים המנוהלים בחברה הינם שליליים ועומדים במוצע על שיעור של כ- 7.9% בשנים 2010-2013 בהשוואה לשיעור ממוצע ענפי של כ- 2.1% באותן שנים. להערכת הנהלת החברה, הגורמים העיקריים לשיעורי הצבירה השלילים הינם, בין היתר, התשואות הנמוכות בהשוואה לענף, שהציגו קופות הגמל של החברה בשנים האחרונות לצד התחרות העזה השוררת בענף.

⁶ קופה מרכזית לפיצויים, קופה מרכזית לתשלום דמי מחלה וקופה מרכזית להשתתפות בפנסיה תקציבית

בחנית תוצאות קופת הגמל יהבית במסלול יהבית (להלן: "יהבית"), מסלול הגמל הגדול בחברה ערב המיזוג, מלמדת על תשואות חסר בהשוואה לענף, כאשר בממוצע רב שנתי בשנים 2010-2013, יהבית מציגה תשואות חסר של כ- 0.97% לעומת ממוצע הענף והציגה תשואות חסר בשלוש מתוך ארבע השנים האמורות. במקביל, יהבית חוותה שיעור העברות שלילי גבוה מסך הנכסים המנוהלים, כך שסך הנכסים המנוהלים במסלול קטן בה למרות התשואות החיוביות. בד בבד, ביצועי קופות הגמל בהדס ארזים, טרם המיזוג, היו טובים ביחס לענף. מסלול בר יציב, המסלול הגדול ביותר של הדס ארזים ערב המיזוג, מציג תשואה עודפת על ממוצע הענף, באופן עקבי בטווחי זמן שונים, כאשר בממוצע רב שנתי, המסלול מציג תשואה עודפת של כ- 0.94% בהשוואה לממוצע בענף. במקביל לתשואה העודפת, מסלול בר יציב מציג שיפור מתמיד בשיעור העברות הנכסים מנוהלים, כאשר בשנת 2013, הציג המסלול העברות חיוביות בשיעור של כ- 9.4% מהנכסים המנוהלים.

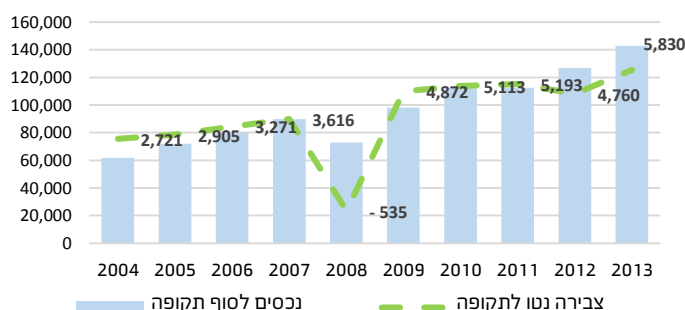
השוואת ביצועים בין מסלולי קופות הגמל לבין הענף

שיעור העברות מנכסים מנוהלים		תשואה נומינלית לתקופה			תקופה
יהבית	בר יציב	יהבית	בר יציב	הענף	
-3.8%	-3.3%	8.24%	10.59%	9.98%	2010
-7.4%	-4.1%	-3.77%	-3.81%	-2.95%	2011
-9.1%	-0.1%	8.04%	11.73%	9.94%	2012
-8.6%	9.4%	9.64%	11.28%	9.05%	2013
-7.23%	0.48%	5.54%	7.45%	6.51%	ממוצע רב שנתי

קרנות השתלמות

נכון למועד כתיבת הדוח, כתוצאה מהשינויים הרגולטוריים בשנת 2008, קרנות ההשתלמות נותרו מכשיר החיסכון היחיד המאפשר משיכה הונית של כספים מופקדים לצד הטבת מס על ההפקדות ועל התשואות הנובעות מהנכסים. על רקע העדר האלטרנטיבות במכשירי חיסכון נוספים, והטבות המס המשמעותיות שהן מקנות, נהנות קרנות ההשתלמות ממגמת צמיחה עקבית בסך הנכסים המנוהלים ובצבירת הנכסים. מאז 2009, צבירת הנכסים של קרנות ההשתלמות הולכת וגדלה, כאשר בשנים 2009-2013 סך הצבירות בשנה נע בין כ- 4.7 לכ- 5.8 מיליארד ₪ לעומת סדר גודל של כ-

התפתחות נכסים בקרנות השתלמות בישראל (מיליוני ש"ח)



2.7-3.6 מיליארד ₪ לפני 2008.

כתוצאה מצבירת הנכסים והתשואות החיוביות בשווקים, סך הנכסים המנוהלים בקרנות ההשתלמות הולך וגדל כאשר בסוף שנת 2013, ענף קרנות השתלמות ניהל כ- 142.9 מיליארד ₪.

בדומה למצב בקופות הגמל,

סובלת החברה מצבירת נכסים שלילית ביחס לממוצע הענף. בשנים 2010-2013, ענף קרנות ההשתלמות הציג צבירה חיובית בשיעור ממוצע שנתי של כ- 4.7% ביחס לסך הנכסים. באותן שנים הציגה החברה צבירה שלילית בשיעור ממוצע שנתי של כ- 5.1%.

בדומה לנעשה במגזר קופות הגמל, הנהלת החברה מעריכה כי הצבירה השלילית נובעת, בין היתר, מתשואות החסר שהציגו קרנות ההשתלמות המנוהלות בחברה לצד התגברות התחרות בענף.

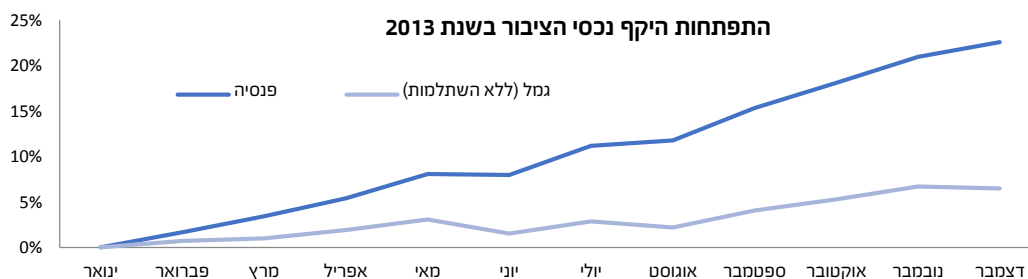
בחינת התשואות בקרנות ההשתלמות מלמדת על נתונים הדומים לנתונים המתוארים לעיל ביחס לקופות הגמל. מסלול קרן ההשתלמות הגדול בחברה, מסלול הלמן אלדובי השתלמות, מציג תשואות חסר ביחס לענף כאשר בממוצע, בשנים 2010-2013, הציג תשואה של כ-5.41% ביחס לתשואה ממוצעת של כ-6.14% בענף. במקביל, מסלול קרן ההשתלמות המוביל בהדס ארזים ערב המיזוג, מסלול הדס ארזים כללי, מציג תשואות גבוהות מממוצע הענף באופן עקבי כאשר בשנת 2013, הציג תשואה של כ-10.56% לעומת ממוצע ענפי של כ-8.71%.

השוואת ביצועים בין מסלולי קרנות ההשתלמות לבין הענף

שיעור העברות מנכסים מנוהלים		תשואה נומינלית לתקופה			תקופה
הדס ארזים	הלמן אלדובי	הדס ארזים	הלמן אלדובי	הענף	
-4.3%	-1.5%	9.99%	8.01%	9.91%	2010
-4.5%	-7.3%	-3.96%	-3.90%	-3.27%	2011
-1.4%	-10.4%	10.83%	7.92%	9.22%	2012
8.8%	-11.5%	10.56%	9.62%	8.71%	2013
-0.4%	-7.7%	6.85%	5.41%	6.14%	ממוצע רב שנתי

קרנות פנסיה

ניהול קרנות הפנסיה מהווה תחום קטן יחסית בפעילות החברה במונחי הכנסות ונכסים מנוהלים. פעילות ניהול קרנות הפנסיה היוותה כ-2.9% מהכנסות החברה בשנת 2013, בניכוי ההכנסות מקרן הפנסיה הוותיקה המגן. מלבד רכישת קרן המגן במהלך שנת 2013, גידול ההכנסות בתחום הפנסיה נובע מצמיחה אורגנית וכן מכניסה לתחום פעילות חדש - קרנות הפנסיה הוותיקות. ההכנסות מדמי ניהול בקרנות הפנסיה צומחות בשיעורים גבוהים באופן יחסי, כאשר בשנת 2013, ההכנסות מדמי ניהול בתחום קרנות הפנסיה צמחו בכ-28.5% לעומת שנת 2012, בנטרול הכנסות המגן. יש לציין כי כתוצאה מהשינויים הרגולטוריים בתחום החיסכון ארוך הטווח, עם ביטול האפשרות לקבלת סכום הוני מפדיון קופת הגמל ועל רקע תנאים עדיפים באפיקי הפנסיה, כדוגמת קיומם של כיסויים ביטוחיים וההשקעה באג"ח ממשלתיות מיועדות⁷, ניכרת מגמת מעבר מאפיק הגמל לאפיק הפנסיה, כך שבראיה ענפית, אפיק הפנסיה גדל משמעותית בהשוואה לקיטון הדרגתי בהפקדות לאפיק הגמל.



⁷ קרנות הפנסיה החדשות המקיפות זכאיות להטבות, וביניהן אפשרות להשקיע עד 30% מכספי הקרן באג"ח מיועדות, המבטיחות תשואה שנתית ריאלית של 4.86% (ריבית קבועה צמודה למדד).

ערוצי הפצה

ערוץ ההפצה העיקרי של החברה הינו המכירה הישירה המבוצעת באמצעות הלמן אלדובי סוכנות לביטוח פנסיוני (2005) בע"מ (להלן: "הסוכנות"), חברה אחות לחברה. הסוכנות משמשת כזרוע המכירות של בית ההשקעות ועובדיה הם משווקים פנסיוניים מורשים המשווקים את מוצרי החיסכון הפנסיוני השונים של החברה. חלק קטן שאינו מהותי ממכירות החברה נעשה באמצעות סוכנים חיצוניים (סוכנויות ביטוח). לצורך הסדרת הספקת שירותי המכירות, נחתם בין החברה לבין הסוכנות הסכם למתן שירותים. התשלום בגין השירותים לסוכנות מתבצע לפי שיטת עלות (Cost). מנהל מחלקת המכירות הוא סמנכ"ל המכירות בחברה האם ומכהן במקביל גם כמנכ"ל הסוכנות. היות ועיקר המכירות נעשה באמצעות הסוכנות, תלות החברה בבצינויות מכירה חיצוניים אשר אובדנם ישפיע לרעה על תחומי פעילותה הינה קטנה. מאידך, היקפי הפעילות הנמוכים של החברה דרך גורמים חיצוניים מגבילים את יכולתה להגיע לקהלי יעד חדשים אשר יתרמו לצמיחה אורגנית.

לדברי הנהלת החברה, החברה מצויה בעיצומו של מהלך אסטרטגי להרחבת ערוצי ההפצה דרך חתימת הסכמי שיווק עם סוכנים פנסיוניים חיצוניים. בהתאם לנתונים שמסרה הנהלת החברה, בסוף 2013, החברה החזיקה בהתקשרויות עם סוכנים חיצוניים בודדים. נכון למועד כתיבת הדוח, מספר ההתקשרויות עם סוכנים חיצוניים עלה ל- 100 והיעד לסוף שנת 2014 הינו המשך הרחבת התקשרויות עם סוכנים נוספים.

נכון למועד כתיבת הדוח, אגף המכירות כולל כ- 41 עובדים, מתוכם 10 משווקי שטח בעלי רישיון פנסיוני. תגמול אנשי השיווק מורכב משכר בסיס בתוספת עמלות המחשבות כאחוז מסך המכירות, על בסיס תקופתי או על בסיס מבצעים חד פעמיים.

לקוחות מרכזיים

10

צמיחת החברה על ידי מיזוגים ורכישות של קופות גמל קיימות, הובילה להטיה ברורה בפילוח הנכסים המנוהלים לטובת מעסיקים גדולים. כ- 31% מהנכסים המנוהלים, שייכים לעובדים המועסקים בשישה גופים מרכזיים. הגופים הבולטים ביותר בהקשר זה הינם משטרת ישראל, אשר עובדיה מחזיקים בכ- 1.4 מיליארד ₪ מסך הנכסים המנוהלים ובנק מרכנתיל דיסקונט אשר עובדיו מחזיקים בכ- 0.8 מיליארד ₪ מסך הנכסים המנוהלים. להערכת מידרוג, הריכוז הרב של הנכסים במספר מעסיקים מצומצם עשוי להוות נקודת תורפה ועשוי להקל על המתחרים בענף לבצע העברת נכסים על ידי מיקוד פעילות שיווק במעסיקים אלה. עם זאת, פיזור העובדים בעשרות נקודות ברחבי הארץ מקטין סיכון זה. משיחות עם הנהלת החברה עולה כי החברה מודעת לסיכון הטמון בריכוז המעסיקים ועושה מאמצים להקטין על ידי הגברת פעילות השטח בגופים מרכזיים ועל ידי ניצול היכרותה עם התנהלות גופים אלו לצורך התמודדות עם התחרות.

שירות לקוחות

כחלק מהליך המיזוג, שמה החברה דגש על שיפור ביצועי מחלקת שירות הלקוחות. במהלך 2013, שינתה החברה את המבנה האירגוני של המחלקה. סמנכ"ל שירות הדס ארזים טרם המיזוג, מונתה לסמנכ"ל הלקוחות בחברה. בהתאם למצגי הנהלת החברה, בזמן שחלף מהשלמת המיזוג, שיפרה החברה את ביצועי השירות באופן משמעותי בהתאם לפרמטרים כמותיים כגון זמן המתנה ממוצע ושיעור נטישת שיחות.

מחלקת שירות הלקוחות מורכבת, בין היתר, ממוקד שירות לקוחות הכולל 44 עובדים, כולל מחלקת פלטינום המיועדת ללקוחות מפתח ומחלקת שימור לקוחות.

העובדים במחלקה מתוגמלים בהתאם ליעדי שירות ומכירה כדוגמת כמות שיחות שעתיית, בקורות מדגמיות ע"י מנהלים של איכות שיחות ולידים למחלקת המכירות.

בחינת התשואות ההיסטוריות של הנכסים המנוהלים בחברות הממוזגות, מלמדת על פערים משמעותיים בביצועי מחלקות ההשקעות של כל אחת מהחברות. בעוד הנכסים המנוהלים בחברה הציגו תשואות חסר ביחס לענף באופן עקבי בשנים האחרונות, נכסי הדס ארזים הציגו תשואות טובות מהממוצע בענף. על רקע נתונים אלה, החליטה הנהלת החברה כי מחלקת ההשקעות של הדס ארזים תוביל את ניהול ההשקעות בחברה הממוזגת. לאחר השלמת המיזוג, מחלקת ניהול ההשקעות של הדס ארזים נקלטה במלואה בחברה, כולל מנהל אגף ההשקעות בהדס ארזים, אילן ארצי, המחזיק בניסיון של יותר מ-20 שנים בשוק ההון, אשר מונה למנהל ההשקעות הראשי בבית ההשקעות.

מחלקת ההשקעות בחברה מונה 22 עובדים, בהובלת הגב' לילך שפיר פרידלנד, בעלת ניסיון של 7 שנים בניהול מחלקות השקעה בתחום הגמל וההשתלמות ו-12 שנים בתחום ניהול ההשקעות. לחברה 7 אנליסטים במחלקת המחקר המנוהלת ע"י ארז קפיטולניק בעל ניסיון בתחום ניהול המחקר בגופים מוסדיים. אגף ההשקעות פועל בהתאם לנהלי עבודה מוגדרים הכוללים נהלים בקשר עם פעילות וועדת ההשקעות. וועדת ההשקעות מתכנסת לפחות פעם בשבועיים ואחראית, בין היתר, על קביעת מדיניות ההשקעות בקופות השונות, אישור עסקאות מהותיות, בחינה ובקרה של מדיניות ההשקעות שנבחרה ופיקוח כי יישום מדיניות ההשקעות מבוצע בהתאם להחלטות. בהתאם לנהל, בוועדת ההשקעות יהיה מספר אי זוגי של חברים שלא יפחת מ-3 ולא יעלה על 7. נכון למועד כתיבת הדוח, בוועדה מכהנים 5 חברים.

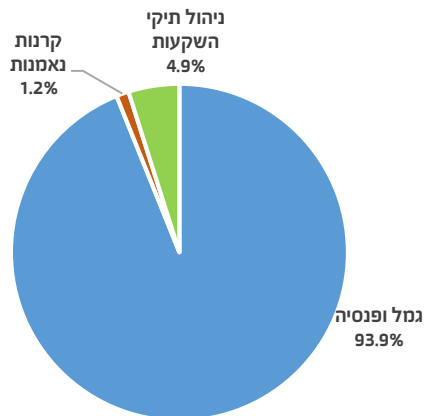
ניהול סיכונים, בקרה פנימית ציות ואכיפה

מתוקף היות החברה מנהלת נכסי ציבור, היא כפופה להוראות רגולטוריות בנושאי ניהול סיכונים, ביקורת פנים ואכיפה וציות.

בחברה פועלת מחלקה לניהול סיכונים הכוללת 2 אנשים. מנהל המחלקה, הפועל בכפוף למנכ"ל החברה, בעל ניסיון של 3 שנים בחברה ו-7 שנים בתחום ניהול הסיכונים בשוק ההון. המחלקה מקיימת תהליכים לזיהוי, כימות ודיווח על סיכונים השקעות בחלוקה לשלושה סיכונים השקעה: סיכונים שוק, סיכונים נזילות וסיכונים אשראי. בתחום סיכונים השוק מתבצע זיהוי וכימות הסיכונים באמצעות דוחות ומערכות אשר מתופעלים במחלקת ניהול הסיכונים, במערך הבקרה ובמערך ה-Back Office באגף ההשקעות. המחלקה אחראית להפעלתם של כלי מדידה ומבחנים ייעודיים לניהול סיכונים שוק. התוצאות שמפיקה המחלקה בתחום סיכונים השוק מדווחות בתדירות חודשית לוועדת ההשקעות בחברה ובתדירות רבעונית לדירקטוריון החברה. בנוסף, מבצעת המחלקה פעילות לצורך זיהוי וכימות הסיכונים בתחום סיכונים הנזילות ובתחום סיכונים האשראי.

בחברה פועלת מחלקת ביקורת פנים הכוללת את מבקרת הפנים, בעלת וותק של 6 שנים בחברה ורו"ח הכפופה אליה. מבקרת הפנים כפופה ליו"ר הדירקטוריון ומדווחת לוועדת הביקורת של החברה. מחלקת ביקורת הפנים פועלת בהתאם לתוכנית רב שנתית המתבצעת אחת ל-4 שנים ומבוססת סקר סיכונים. מטרתה של התכנית היא להקיף את כל הנושאים הרלוונטיים לבקרה לפחות אחת למספר שנים, כך שלא יהיה נושא שלא יבוקר. סקר הסיכונים העדכני בוצע בשנת 2011 במיקור חוץ ע"י פאהן קנה ושות'. במהלך שנת 2013 נערכו בחברה כ-4,200 שעות ביקורת. בנוסף למבקרת הפנים, פועלת בחברה ממונה על ציות ואכיפה, הכפופה למנכ"ל החברה ועובדת מול חברי הדירקטוריון ומנכ"ל חברת האם בשיתוף פעולה עם מבקרת הפנים והיועצת המשפטית.

פילוח הכנסות חברת האם - שנת 2013



חברת האם, הלמן אלדובי פיננסים, התאגדה בנובמבר 2001 והחלה את פעילותה בחודש דצמבר 2001. בנוסף לפעילות החברה, חברת האם עוסקת, דרך חברות בנות, בפעילויות נוספות, כאשר המרכזיות בפעילויותיה הנוספות הן שירותי ניהול תיקי השקעות וניהול השקעות עבור קרנות נאמנות, אשר מהווים יחד כ- 6.1% מסך הכנסות החברה האם בשנת 2013. לדברי הנהלת חברת האם, עיקר הדגש האסטרטגי הינו פיתוח פעילות החיסכון ארוך הטווח, כאשר פעילות ניהול השקעות קרנות הנאמנות וניהול תיקי ההשקעות משמשות כאפיקים אשר במקרים מסוימים יוצרים סינרגיה ומסייעים לצמיחת פעילות החיסכון ארוך הטווח. בנוסף לשליטה בחברה, חברת האם היא בעלת שליטה (100%)

בחברות הבאות: הלמן אלדובי סוכנות לביטוח פנסיוני (2005) בע"מ, הדס ארזים סוכנות לביטוח פנסיוני (2005) בע"מ והדס ארזים ניהול תיקים בע"מ.

החברה משתמשת בשירותי מטה המשותפים לכלל החברות בבית ההשקעות, ובהתאם, נחתם בין חברת האם לבין החברה הסכם למתן שירותים. סך התשלום בגין השירותים לחברת האם נקבע על סך של כ- 6.2 מיליון ₪. זאת, בנוסף להסכם למתן שירותי שיווק ומכירות עם חברה אחות כמפורט לעיל.

לחברת האם חוב בנקאי בסך כ- 5 מיליון ₪ שנועד לפירעון במהלך שנת 2015 אשר בכוונת הנהלת חברת האם לפעול להארכתו, והתחייבות נוספת בגין אופציית מכר⁸ בסך כ- 15 מיליון ₪. בנוסף, לחברת האם חוב לבעלים בסך כ- 42.5 מיליון דולר ארה"ב. החוב של חברת האם יפרע בשנת 2022, והחלויות עליו הן רק בגין ריבית בשיעור 4% בשנה. חברת האם מעריכה כי תחל לשרת את קרן הלוואת הבעלים החל משנת 2015. המקור העיקרי לתשלום החזר החוב והריבית הינו דיבידנדים מחברות בנות.

איתנות פיננסית

מימון

נכון ל- 31.12.2013, סך החוב הפיננסי בחברה הינו כ- 91.6 מיליון ₪ המתחלק לשלוש הלוואות בנקאיות. הלוואות אלה ניתנו על רקע הסכם המיזוג עם הדס ארזים מיום 31 בדצמבר 2012. במסגרת המיזוג, פרעה החברה לבנקים את מלוא הלוואותיה הישנות ליום 30 באפריל 2013, בתוספת ריבית, וכן שילמה להדס ארזים בע"מ סך של 17 מיליון ₪ כנגד פירעון הלוואה לחברה האם בכפוף להסכם הרכישה של החברה האם והדס ארזים בע"מ. לצורך מחזור החוב, בכוונת החברה לגייס חוב בסך עד 125 מיליון ₪. החוב ייפרע בעשרה תשלומי קרן שנתיים של 12.5 מיליון ₪ החל מיום 1 באוקטובר 2015 ועד יום 1 באוקטובר 2025. החברה צופה כי בשנת 2014 תוצג צמיחה ב- EBITDA, בין היתר, כתוצאה מהמיזוג עם הדס ארזים אשר להערכתה, צפוי להוביל לגידול בהכנסות לצד קיטון בהוצאות התפעוליות. להערכת החברה, תוצאות המיזוג יבואו לידי ביטוי במלואן בשנת 2015.

⁸ אופציית Put-Call בין חברת האם לבעלי מניות המיעוט בחברה. האופציות ניתנות למימוש עד חודש אפריל 2018 בהיקף של עד 2 מיליון ₪ בשנה.

נכון ל-31.12.2013 לחברה הלוואות בעלים צמודה לדולר בסך כ-12.4 מיליון ₪ הנושאות ריבית שנתית בשיעור 4%. לחוב בגין הלוואות הבעלים אין מועד פירעון והחלויות עליו הן רק בגין הריבית. במסגרת השימוש בתמורת כספי ההנפקה, מתכוונת החברה לפרוע כ-7 מיליון ₪ מהלוואות הבעלים. רמת המינוף של החברה הינה נמוכה יחסית לענף, כפי שנגזר מהיחסים המוצגים להלן:

יחסים פיננסיים של החברה (במיליוני ₪):

2011	2012	2013	Q1/2013	Q1/2014	
94	78	92	77	93	חוב פיננסי
166	160	252	153	251	סך מאזן
25	29	128	30	125	הון עצמי
119	107	220	107	218	CAP
16	21	18	3	7	*EBITDA
15%	18%	51%	20%	50%	הון עצמי למאזן
6.0	3.8	5.1	5.6	3.4	חוב פיננסי ל - EBITDA
79%	73%	42%	72%	43%	חוב פיננסי ל - CAP

* בנטרול רווחים/הפסדים מהשקעות

חלוקת דיבידנד

לחברה לא קיימת מדיניות חלוקת דיבידנד. בשנים 2011-2013 לא חולק דיבידנד. במהלך הרבעון הראשון של 2014, החברה הכריזה על חלוקת דיבידנד בסך 4.7 מיליון ₪.

גורמים שעשויים לתרום לשימור ו/או שיפור הדירוג:

- שיפור משמעותי ברווחיות החברה כתוצאה מהמיזוג עם הדס ארזים והשגת הסינרגיה המתוכננת.
- שיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה ויחסי האיתנות הפיננסית.
- חיזוק מעמד החברה בענפי הפעילות השונים.

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה משמעותית ומתמשכת ברווחיות החברה וביחסי האיתנות הפיננסית של החברה.
- פגיעה במעמד החברה בענף, בין היתר, בשל פגיעה בנתח השוק בענף חסכון ארוך הטווח.

חומר מקצועי רלוונטי

[דוח מיוחד -בתי השקעות - אפריל 2012](#)

[מדד קופות הגמל וקרנות ההשתלמות - סיכום שנת 2012](#)

[ענף החיסכון ארוך הטווח - סיכום שנת 2012](#)

[מתודולוגיה לדירוג בתי השקעות - ספטמבר 2009](#)

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות חד פעמיות - רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצייה 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב. כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית. למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.