

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

מעקב | פברואר 2021

אנשי קשר:

אמיר כצנלסון

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
amir.katznelson@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים
itay.navarra@midroog.co.il

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידורג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ (להלן: "החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01/10/2024	יציב	A3.il	1133313	א

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי מוגבל לאור גודלה של החברה, נתחי שוק נמוכים לאורך זמן ופיזור מוצרים דל יחסית, אולם מושפע חיובית בעקבות יצירות חד פעמיות כתוצאה ממיזוג במגזר הגמל וההשתלמות, וכן מצמיחה מהירה בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה. נציין כי פיזור המוצרים דומה לחברות מנהלות חסכון לטווח בינוני-ארוך אחרות בענף, כאשר לחברה יש הצעת ערך כוללת בתת-ענף זה.

הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך באיתנות פיננסית הולמת לדירוג לאור מינוף מאזני נמוך יחסית, כאשר יחסי הכיסוי צפויים להשתפר בטווח התחזית כתוצאה מקיטון בהיקף החוב ושיפור ברווחיות וכנגזרת בהיקפי תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת. בנוסף, צפוי שיפור בגמישות הפיננסית, כאשר פרופיל הנזילות של החברה צפוי להיות נמוך יחסית.

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ- 26 מיליארד ₪ (ליום 30 בספטמבר 2020), הגוזרים נתחי שוק נמוכים במגזרי הגמל וההשתלמות ובמגזר הפנסיה החדשה. פיזור המוצרים של החברה עדיין נמוך יחסית, אולם דומה לחברות מנהלות חסכון לטווח בינוני-ארוך אחרות בענף, וכן מוטת למגזר הגמל וההשתלמות ופוגם בפוטנציאל הרווח לאורך המחזור. חלקו של מגזר הפנסיה מהנכסים המנוהלים עודנו נמוך, אך זכייתה של החברה כאחת מארבע קרנות פנסיה ברירת מחדל הנבחרות, צפויה להמשיך ולתמוך במגזר זה שגם נהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה בשל הפקדות שוטפות משמעותיות, ונתמך בגידול מתמשך בשכר במשך בשנים האחרונות. נציין, כי עיקר הגידול בנכסים המנוהלים של החברה במגזר הגמל מקורו במיזוג פעילות הגמל, ובנטרול נכסים אלה, חוותה החברה קיטון בהיקפי הנכסים במגזר זה.

רווחיות החברה נמוכה ביחס לדירוג, כאשר מבנה ההוצאות מאופיין במרכיב הוצאות קבועות מהותי והושפע לשלילה בשנתיים האחרונות מגידול בהוצאות שמקורו בעיקר במיזוג פעילות אי.בי.אי גמל וכן מגידול בעלויות חד פעמיות במגזר הפנסיה בעקבות זכייתה של החברה כקרן ברירת מחדל. יחד עם זאת, בשנה האחרונה ובתקופת התחזית, העלויות התפעוליות של החברה צפויות לקטון, עם כי החברה צפויה לרשום עלויות הנגזרות ממיזוג החברה עם הפניקס אחזקות בע"מ (להלן: "הפניקס אחזקות").

בתרחיש הבסיס הנחנו כי בשנת 2021 הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת, בשל הסביבה המקרקלית אשר מושפעת מסגרים והגבלות הנובעות מאמצעים למיגור התפשטות נגיף הקורונה, התנודתיות בשווקי ההון, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים וכן רמת תחרות גבוהה, המונעת גם על ידי רגולציה, שתמשיך להוביל להערכתנו לשחיקת דמי הניהול. יחד עם זאת, במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, צפוי להימשך הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים, לאור צמיחת התמ"ג אשר צפויה להיות בטווח של 3.5%-6.3% בשנת 2021¹, ירידה בשיעור האבטלה, וכן עלייה בשכר הממוצע ובהיקפי ההפקדות.

בתרחיש זה, הפרופיל העסקי של החברה אשר הושפע לחיוב בעקבות יצירות חד פעמיות כתוצאה מהמיזוג בגמל וכן מהצמיחה המהירה בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה, צפוי להיות מוגבל כאשר מחד צפוי המשך גידול אורגני בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה בתקופת התחזית נוכח הפקדות שוטפות במסגרת קרן הפנסיה הנבחרת, אך מאידך דמי הניהול הנמוכים ומאפייני המצטרפים, מהווים אתגר ליצירת רווחיות במגזר זה. במגזר הגמל אנו צופים שהחברה תשמר את היקף הנכסים המנוהלים, נוכח סביבה עסקית מאתגרת, תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות המעודדות תחרות במחיר והתמקדות בסיום תהליכי הרכישה והמיזוג

¹ בהתאם לתרחישי השליטה שהוגדרו על ידי בנק ישראל בתחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, ינואר 2021.

עם הפניקס אחזקות. אנו צופים שיפור מסוים בשיעור הרווחיות (רווח לפני מס) בשנת 2021 עם גידול מתון בהיקף הפעילות וצמצום מסוים בצד ההוצאות, כתוצאה, בין היתר, מיישום תוכנית ההתייעלות התפעולית אשר ביצעה החברה כתוצאה מהמשבר הכלכלי הנובע מהתפרצות נגיף הקורונה, אולם יחס זה צפוי להערכתנו להיוותר נמוך ביחס לדירוג ולנוע בטווח של 5.5%-6.5%. אנו מעריכים, כי היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר-בינוני צפוי להשתפר כתוצאה מהשיפור הצפוי ברווחיות. היקף החוב הפיננסי צפוי לקטון בגובה קרן האג"ח השנתית ותשלום פירעון השנתי של ההלוואה מתאגיד בנקאי (סה"כ כולל של כ-22 מיליון ₪) וללא הנחת מחזור חוב כתוצאה מתזרים חופשי חיובי וכרית נזילות מספקת, להערכתנו. על כן, בתרחיש זה צפוי יחס הכיסוי חוב ל-FFO (כולל השפעת IFRS16) להשתפר ולנוע בטווח של 4.5-5.0 בשנת 2021, אשר הינו הולם ביחס לדירוג. יחד עם זאת, היקף החוב עודנו משמעותי ביחס ליכולת יצור התזרים ולהיקפו.

הגמישות הפיננסית של החברה, כפי שמשתקפת ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA (כולל השפעת IFRS16), הושפעה לרעה כתוצאה מהגידול בהוצאות בשנים 2018-2019. עם זאת, היחס צפוי להשתפר כתוצאה מהשיפור ברווחיות וקיטון במינוף, כאמור ולנוע בשנת 2021 בטווח של 3.5-4.5, כך שהגמישות הפיננסית של החברה תהיה הולמת ביחס לדירוג.

מנגד, פרופיל הנזילות של החברה אינו בולט לטובה ויכול לפגום ביכולת החברה להתמודד עם אירועים אקסוגניים בעלי אופי זמני, נוכח כרית נזילות נמוכה. פוטנציאל יצור התזרים החופשי (FCF) צפוי להשתפר להערכתנו כך שהיקף התזרים החופשי צפוי לעמוד על כ-12-15 מיליון ₪ בשנת 2021, אל מול פירעונות חוב של כ-22 מיליון ₪. כתוצאה מכך, אנו צופים כי החברה תקטין את המינוף הפיננסי (ללא הנחת מחזור), תוך שחיקה בהיקף כרית הנזילות.

החברה נמצאת בתקופה זו בעיצומו של תהליך רכישה ומיזוג על ידי הפניקס אחזקות. בתרחיש הבסיס הנחנו כי קיימת ודאות גבוהה יחסית בקשר עם התקיימות הסכם המיזוג בין החברה לבין הפניקס אחזקות, בכפוף להשלמת התנאים המתלים המפורטים בהסכם. יחד עם זאת, בשלב זה, קיימת אי ודאות מסוימת בנוגע למועד השלמת הרכישה של החברה על ידי הפניקס אחזקות וכן מיזוג והטמעת פעילויות החברה לתוך פעילות בהפניקס אחזקות. על כן, הנחנו כי בשנת 2021 החברה תתנהל באופן עצמאי במקביל להמשך התקדמות תהליך המיזוג עם הפניקס אחזקות. בשלב זה לא נלקחו בחשבון בדירוג, השפעות מהותיות הנובעות מתהליך המיזוג. מידרוג תמשיך לעקוב אחר תהליך המיזוג ותעדכן את תרחיש הבסיס שלה בהתאם לצורך וכנגזרת מכך את הדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג. יחד עם זאת, נציין כי קיימת בשלב זה אי וודאות גבוהה בנוגע להשפעות התפשטות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית וענף הפיננסים ככלל והחברה בפרט. כמו כן, נציין כי, בשלב זה הנחנו שאין השפעות מהותיות לתהליך המיזוג עם הפניקס אחזקות על דירוג החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

- שיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה וסך הנכסים המנוהלים
- שיפור משמעותי בשיעורי הרווחיות שיתורגם לשיפור ביחסי הכיסוי ולקיטון במינוף הפיננסי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- שחיקה בפרופיל העסקי שתבטא בשחיקה בהכנסות החברה
- שחיקה ביחסי הרווחיות
- הרעה ביחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA ול-FFO
- הרעה מתמשכת בכרית הנזילות

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ - נתונים עיקריים (במיליוני ₪)

2017	2018	*2019	30.9.2019	30.9.2020	
15	15	17	29	33	יתרות נזילות חופשיות [1]
100	104	135	153	133	חוב פיננסי ברוטו [2]
130	161	165	163	173	הון עצמי
252	291	326	344	333	סה"כ נכסים
95	106	129	95	99	הכנסות
6	(1)	7	3	11	רווח לפני מס
17	13	25	17	27	EBITDA
11	7	18	11	29	FFO
7	4	10	5	17	FCF
12,685	17,877	21,908	20,847	25,595	סך נכסים מנוהלים

יחסים מותאמים של מידרוג

51%	55%	51%	47%	52%	הון למאזן
14%	13%	10%	10%	8%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
6%	(1%)	5%	3%	12%	רווח לפני מס להכנסות
18%	12%	19%	17%	27%	EBITDA להכנסות
5.9x	8.0x	5.4x	9.1x	3.7x	חוב ברוטו ל-EBITDA [2] [3]
9.0x	15.6x	7.5 x	11.2x	3.7x	חוב ברוטו ל-FFO [2] [3]

* החל משנת 2019 החלה החברה ליישם תקן חשבונאות IFRS 16. מספרי השוואה בתקופות קודמות לא עודכנו רטרואקטיבית.
 [1] יתרות נזילות מוצגות בניכוי יתרות נזילות הנדרשות לצרכים רגולטוריים
 [2] החוב הפיננסי כולל התחייבויות בגין חכירה תפעולית (IFRS16)
 [3] מתייחס ל-12 החודשים האחרונים מנקודת החתך

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שיפור מסוים בפרופיל העסקי, אך הוא עודנו מוגבל לאור גודלה של החברה ופיזור מוצרים נמוך יחסית

החברה בעלת פרופיל עסקי מוגבל, כפי שמתבטא בהיקף הנכסים המנוהלים ובנתחי שוק נמוכים לאורך זמן וכן בפיזור מוצרים דל יחסית, הפוגם בנראות ההכנסות לאורך המחזור. נציין כי פיזור המוצרים דומה לחברות מנהלות חסכון לטווח בינוני-ארוך אחרות בענף, כאשר לחברה יש הצעת ערך כוללת בתת-ענף זה. יחד עם זאת, נצפה שיפור בפרופיל העסקי אשר בא לידי ביטוי באמצעות מגמת צמיחה בנכסים המנוהלים ב-3 השנים האחרונות.

נכון ליום 30 בספטמבר 2020 מנהלת החברה נכסים בהיקף של כ-26 מיליארד ₪, הגוזרים נתחי שוק נמוכים במגזרי הגמל וההשתלמות ובמגזר הפנסיה החדשה של כ-3.5% וכ-0.6%, בהתאמה, לאותו המועד. הנכסים המנוהלים מוטים למגזר הגמל וההשתלמות (כ-81% מסך הנכסים המנוהלים ליום 30 בספטמבר 2020). חלקו של מגזר הפנסיה מהנכסים המנוהלים עודנו נמוך, אך זכייתה השנייה של החברה כאחת מארבע קרנות פנסיה ברירת מחדל הנבחרות, תומכת במגזר הפנסיה, שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה בשל הפקדות שוטפות משמעותיות וגידול מתמשך בשכר במשק בשנים האחרונות. על כן, צמחו הנכסים המנוהלים של החברה במגזר זה בשיעור משמעותי של כ-24% משנת 2019 ועד לסוף הרבעון השלישי של שנת 2020. למרות זאת, אנו מעריכים, כי משקל נכסי הפנסיה בתמהיל הנכסים המנוהלים של החברה יוותר נמוך יחסית בטווח התחזית, בין היתר לאור הערכתנו להמשך העצמת התחרות במגזר זה, גם נוכח גידול בהיצע המתחרים.

ענף הגמל נהנה מרגולציה תומכת בשנים האחרונות (תיקון 190, חסכון לכל ילד וקופת גמל להשקעה), אשר הובילה לגידול מתמשך בנכסים המנוהלים בענף (גידול של כ-211 מיליארד ₪ במצטבר בענף משנת 2014 ועד סוף שנת 2020). אולם החברה לא הצליחה להציג צמיחה משמעותית ועודפת ביחס לענף ולשפר את מיצובה העסקי בצורה משמעותית, כאשר עיקר הגידול בנכסים המנוהלים של החברה במגזר זה מקורו במיזוג פעילות הגמל של אי.בי.אי. חברת ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות בע"מ (להלן: "אי.בי.אי גמל") לתוך החברה בהיקף של כ-5.2 מיליארד ₪ בשנת 2018 וכן זכייה במכרז לניהול קופות הגמל של עובדי וגמלאי חברת נמלי ישראל, כאשר ברבעון הראשון של שנת 2020 הועברו נכסים בהיקף של כ-4.1 מיליארד ₪ לניהול החברה.

להערכתנו, ביצועי החברה ההיסטוריים ביחס לענף, כפי שמתבטאים בנחיתות בתשואות ויתרונות לגודל של המתחרים, מהווים הסבר מרכזי לביצועי המגזר ההיסטוריים. נציין, כי בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 הנכסים המנוהלים של החברה במגזר הגמל

צמחו בשיעור גבוה יותר מקצב הצמיחה הענפי באותה תקופה (כ- 15% צמיחה), אך בנטרול נכסי קופות הגמל של חנ"י שיעור הצמיחה בנכסים הינו שלילי ועומד על כ- 7%, בעקבות משיכות והעברות בין גופים הקשורות, בין היתר, למשבר הקורונה. אנו צופים גידול אורגני שולי בלבד בשנת 2021, בעיקר לאור הקטנת תקציבי שיווק למשיכת נכסים בשוק בשל המיזוג הצפוי בשנת 2021 עם חברת הפניקס אחזקות ופערי התשואה אל מול המתחרים בשנת 2020 כאשר, רמת התחרות הגבוהה תיוותר בטווח התחזית, כפי שמתבטא בהמשך מגמת ירידת שיעורי דמי הניהול הענפיים. בסיס הלקוחות של החברה מאופיין בפיזור רחב וללא תלות בלקוחות מהותיים, התומכים בנראות ההכנסות ומשתקפים ביחס שימור נכסים מנוהלים² טוב יחסית (כ- 90% בשנים 2019-2017). יחס זה צפוי להערכתנו להישאר ברמה דומה בטווח הזמן הקצר, נוכח מאפייני לקוחות החברה ובשל השפעת הזכייה בקרן ברירת מחדל כמנוע צמיחה מרכזי. בתרחיש הבסיס אנו מניחים כי בשנת 2021 הסביבה העסקית צפויה להיות ממתגרת, בשל הסביבה המאקרו כלכלית אשר מושפעת מסגרים והגבלות הנובעות מאמצעים למיגור התפשטות נגיף הקורונה, התנודתיות בשווקי ההון, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים וכן רמת תחרות גבוהה, המונעת גם על ידי רגולציה, שתמשיך להוביל להערכתנו לשחיקת דמי הניהול. יחד עם זאת, במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, צפוי להימשך הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים, לאור צמיחת התמ"ג אשר צפויה להיות בטווח של 3.5%-6.3% בשנת 2021³, ירידה בשיעור האבטלה, וכן עלייה בשכר הממוצע ובהיקפי ההפקדות. בתרחיש זה, הפרופיל העסקי של החברה אשר הושפע לחיוב בעקבות יצירות חד פעמיות כתוצאה מהמיזוג בגמל וכן מהצמיחה המהירה בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה, צפוי להיות מוגבל כאשר מחד צפוי המשך גידול אורגני בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה בתקופת התחזית נוכח הפקדות שוטפות במסגרת קרן הפנסיה הנבחרת, אך מאידך דמי הניהול הנמוכים ומאפייני המצטרפים, כפי שיפורט בהמשך, מהווים אתגר ליצירת רווחיות במגזר זה. במגזר הגמל אנו צופים שהחברה תשמר את היקף הנכסים המנוהלים, נוכח סביבה עסקית מאתגרת והתמקדות בסיום תהליכי הרכישה והמיזוג עם הפניקס אחזקות.

צפי לשיפור ברווחיות כתוצאה מצמצום בהוצאות שכר ושיווק, אולם הרווחיות תיוותר נמוכה ביחס לדירוג

בדומה למגמה בענף, שיעור דמי הניהול המשוקלל של החברה נמצא במגמת שחיקה, ועמד בשנת 2019 על כ- 0.65% לעומת כ- 0.69% ו- 0.74% בשנים 2018 ו-2017, בהתאמה. אלו משקפים יכולת יצור הכנסות סבירה ביחס לתמהיל הפעילות, אולם פיזור מקורות ההכנסה דל יחסית וקוטנה של החברה פוגם ביכולתה לייצר רווחיות הולמת לדירוג. נציין, כי החברה שומרת על פער חיובי מממוצע דמי הניהול הענפיים במגזר הגמל וההשתלמות, אולם במגזר הפנסיה החדשה, דמי הניהול הממוצעים של החברה, המושפעים מזכייה במרכז קרן פנסיה ברירת מחדל, נמוכים יותר בהשוואה לענף. על אף הצמיחה המהירה של החברה בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה החדשה, נראה כי המצטרפים הינם בעלי שכר נמוך יותר⁴ וצבירה נמוכה יותר בהשוואה למתחרים. על כן, הרווחיות הנובעת מעמיתים אלה נמוכה יותר בשל התשומות ועלויות בניית בסיס הלקוחות (חלקן בעלות אופי חד-פעמי) ולצד שיעור דמי ניהול נמוך אשר גובה החברה, בדומה ליתר קרנות ברירת המחדל. כנגד, לחברה אתגר משמעותי ליצירת רווחיות מספקת במגזר זה. בתרחיש הבסיס לשנת 2021 אנו מעריכים כי היקף ההכנסות יישאר יציב, כאשר היקף הנכסים במגזר הגמל וההשתלמות צפוי להישמר והיקף הנכסים במגזר הפנסיה צפוי להמשיך לגדול בשל פעילותה של החברה כקרן ברירת מחדל, יחד עם זאת מגמת השחיקה בדמי הניהול במגזרים הגמל וההשתלמות צפויה להמשיך נוכח הסביבה הכלכלית, תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות במחיר. רווחיות החברה נמוכה ביחס לדירוג, כאשר מבנה ההוצאות מאופיין במרכיב הוצאות קבועות מהותי, וצפויה להשתפר לאור יישום תוכנית התייעלות כלכלית כתוצאה ממשבר הקורונה אשר תבוא לידי ביטוי בקיטון הוצאות הנהלה וכלליות וכן קיטון בהוצאות השיווק כתוצאה מצמצום עובדים במגזר זה והתהוות הוצאות בגין קמפיין פרסום לפנסיה ברירת מחדל בשנת 2019. אנו צופים, עלייה בשיעור הרווחיות הנובעת מעלייה מתונה בנכסים המנוהלים ויציבות בהכנסות מדמי הניהול, תוך ירידה מסוימת בהוצאות השכר והשיווק. יחד עם זאת, אנו מניחים כי לחברה יתהוו הוצאות בקשר עם הרכישה והמיזוג של בית ההשקעות על ידי הפניקס אחזקות. כתוצאה מכך, אנו מניחים שבשנת 2021, שיעור הרווח לפני מס, צפוי לנוע בטווח של 5.5%-6.5%. שיעור ה-EBITDA

² היחס שבין יתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים בניכוי פדיונות במהלך השנה ליתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים.

³ בהתאם לתרחישי השליטה שהוגדרו על ידי בנק ישראל בתחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר, ינואר 2021.

⁴ כפי שבא לידי ביטוי בהשוואת דמי גמולים לעמית פעיל.

(כולל השפעת IFRS16) צפוי להשתפר בשנת 2021 ולנוע בטווח של 22.5%-20.5%, אולם הינו עדיין נמוך ביחס לקבוצת השוואה⁵, גם נוכח חסרונות לקוטן.

איתנות פיננסית הולמת לדירוג לאור מינוף מאזני נמוך יחסית לצד צפי לשיפור ביחסי הכיסוי

החברה מאופיינת במינוף מאזני נמוך יחסית, כפי שמתבטא ביחס ההון למאזן שעמד על כ- 52% ליום 30 בספטמבר 2020 (בהשוואה ל- 47% בתקופה המקבילה אשתקד). להערכתנו, לחברה כרית הונית הולמת ביחס לנכסי הסיכון של ההשקעות הפיננסיות במאזנה, התומכת ביכולת ספיגת ההפסדים לאורך המחזור גם כתוצאה מתיאבון לסיכון מתון בתיק. להערכתנו, צפוי שיפור מסוים בכרית ההונית כתוצאה משיפור בהיקף הרווח וללא הנחה לחלוקת דיבידנד בשנת 2021.

אנו מעריכים, כי היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר-בינוני צפוי להשתפר כתוצאה מהשיפור הצפוי ברווחיות. היקף החוב הפיננסי צפוי לקטון בהיקף של כ- 22 מיליון ₪, מהם כ- 17 מיליון ₪ עבור קרן האג"ח השנתית ו- 5 מיליון ₪ עבור פירעון שנתי של ההלוואה מתאגיד בנקאי שנטלה החברה בשנת 2019. על כן, בתרחיש זה צפוי יחס הכיסוי חוב ל-FFO (כולל השפעת IFRS16) להשתפר ולנוע בטווח של 4.5-5.0 בשנת 2021, אשר הינו הולם ביחס לדירוג, וזאת לאחר שיפור משמעותי ביחס לשנת 2019 בה היחס עמד על כ- 7.5. יחד עם זאת, היקף החוב עודנו משמעותי ביחס ליכולת יצור התזרים של החברה.

שיפור בגמישות הפיננסית, אולם פרופיל הנזילות צפוי להיות נמוך יחסית

הגמישות הפיננסית של החברה, כפי שמשקף ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA (כולל השפעת IFRS16), הושפעה לרעה כתוצאה מהגידול בהוצאות בשנת 2018 כך שהיחס עמד על כ- 8 במועד זה. יחד עם זאת, יחס זה השתפר בשנת 2019 ובמהלך שנת 2020 ואנו צופים כי מגמה זו תמשיך כתוצאה מהשיפור ברווחיות וקיטון במינוף, כאמור והיחס ינוע בשנת 2021 בטווח של 3.5-4.5, כך שהגמישות הפיננסית של החברה תהיה הולמת ביחס לדירוג. בנוסף, הגמישות הפיננסית נתמכת במרחק הולם מהקובנטים. כמו כן, החברה שומרת על מסגרת אשראי לא מנוצלת בהיקף של כ- 10 מיליון ₪.

מנגד, פרופיל הנזילות של החברה צפוי להיות נמוך יחסית ויכול לפגום ביכולת החברה להתמודד עם אירועים אקסוגניים בעלי אופי זמני, נוכח כרית נזילות נמוכה (ליום 30 בספטמבר 2020 לחברה יתרות נזילות חופשיות מהוות כ-12% מסך החוב ברוטו לאחר תשלום הקרן של שנת 2020). פוטנציאל יצור התזרים החופשי (FCF) צפוי להשתפר להערכתנו, כך שהיקף התזרים החופשי צפוי לעמוד על כ- 12-15 מיליון ₪ בשנת 2021, אל מול תשלומי חוב של כ- 22 מיליון ₪. לכן, אנו צופים כי החברה יכולה לעמוד בפירעונות החוב השוטפים, אך עם שחיקה בהיקף כרית הנזילות.

המשבר הכלכלי הנובע מהתפרצות נגיף הקורונה השפיע לרעה על היקף הנכסים המנוהלים במגזר הגמל וההשתלמות, יחד עם זאת, פעלה החברה ליישום תוכנית התייעלות תפעולית

התפרצות נגיף הקורונה והניסיונות למגרור אשר גרמה למשבר כלכלי עולמי הביאה לירידה חדה בהיקפי הפעילות הכלכלית, כאשר הוכרזו מגבלות על תנועה ותעסוקה באזורים רבים בעולם ובישראל. החברה דיווחה כי במהלך שלושת החודשים של שנת 2020, חלו ירידות משמעותיות בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה במגזר הגמל וההשתלמות בהיקף של כ- 1.1 מיליארד ₪ (בנטרול קליטת נכסי קופות הגמל של חברת נמלי ישראל בהיקף של כ- 4.1 מיליארד ₪ בחודש ינואר 2020). יחד עם זאת, היקף הנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה עלה בהיקף של כ- 900 מיליון ₪ כתוצאה מצבירות חיוביות במהלך תקופה זו. כמו כן, במהלך תקופה זו חלו ירידות בשוויין ההוגן של השקעות החברה בניירות ערך סחירים, כאשר סך ההפסד נטו עד ליום 30 לספטמבר 2020 הסתכם בכ- 443 אלפי ₪, המשקף שחיקה של כ- 2% נכון לתקופת הדיווח. בנוסף, החברה נקטה בתוכנית התייעלות, על מנת להתאים את רמת הוצאותיה להיקף הפעילות בעקבות המשבר. התכנית כללה, בין היתר, הקטנת עלויות שכר ישירות באמצעות קיצוץ רוחבי לכלל עובדי החברה וכן בצמצום הוצאות משאבי אנוש, הקטנת הוצאות שיווק, צמצום פרויקטים חדשים ועוד.

⁵ בתי השקעות ומנהלי נכסים מדורגים.

רכישה ומיזוג של החברה על ידי הפניקס אחזקות

ביום 7 בדצמבר 2020, נחתם הסכם מיזוג בין החברה, לבין הפניקס אחזקות (להלן: "הרוכשת") ואפ.אנ.אקס אס.פי.סי בע"מ, חברה פרטית בבעלות מלאה של הפניקס אחזקות (להלן: "חברת היעד"). על פי הסכם המיזוג, יתבצע מיזוג משולש הופכי שבו, במועד הקובע, חברת היעד תתחיל והחברה שהינה החברה הקולטת במיזוג, תהפוך לחברה פרטית בבעלות מלאה של הרוכשת. מחיר המניה שנקבע בהסכם המיזוג משקף שווי חברה כולל של כ- 275 מיליון ₪. כמו כן, השלמת המיזוג כפופה להתקיימותם של תנאים מתלים מקובלים כמפורט בהסכם המיזוג⁶, ועיקרם הינם: אישור אסיפת בעלי המניות של החברה למיזוג ברוב מיוחד, קבלת אישור הממונה על התחרות, קבלת אישור הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחסיכון במשרד האוצר, היעדר שינוי מהותי לרעה וקבלת אישור מחזיקי אגרות החוב של החברה לשינוי השליטה בחברה או לחילופין קבלת אישור החברה המדרגת כי לא תחול ירידה בדירוג אגרות החוב של החברה כתוצאה משינוי השליטה, הכל כאמור בשטר הנאמנות של אגרות החוב כאמור. במסגרת הסכם המיזוג התחייבה הרוכשת שבמשך 12 חודשים ממועד ההשלמה, היא תשמור 70% מהעובדים של החברה הקולטת וחברות הבנות. צפי השלמת המיזוג הינו כ- 4-6 חודשים ממועד החתימה על המיזוג וזאת בכפוף לתנאים המתלים אשר פורטו לעיל. נציין כי עם השלמת המיזוג, תהפוך החברה לחברת בת (100%) של הרוכשת ומניותיה של החברה ימחקו ממסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ביום 28 לינואר 2021, אישרה אסיפת בעלי המניות את המיזוג ברוב מיוחד. כמו כן, ביום 03 לפברואר 2021, התקבלה הסכמת הממונה על התחרות לאישור הסכם המיזוג.

בתרחיש הבסיס הנחנו כי קיימת ודאות גבוהה יחסית בקשר עם התקיימות הסכם המיזוג בין החברה לבין הפניקס אחזקות, בכפוף להשלמת התנאים המתלים המפורטים בהסכם. יחד עם זאת, בשלב זה, קיימת אי ודאות מסוימת בנוגע למועד השלמת הרכישה של החברה על ידי הפניקס אחזקות וכן מיזוג והטמעת פעילויות החברה לתוך הפעילות בהפניקס אחזקות. על כן, הנחנו כי בשנת 2021 החברה תתנהל באופן עצמאי במקביל להמשך התקדמות תהליך המיזוג עם ולתוך הפניקס אחזקות. בשלב זה לא נלקחו בחשבון בדירוג, השפעות מהותיות הנובעות מתהליך המיזוג. מידרוג תמשיך לעקוב אחר תהליך המיזוג ותעדכן את תרחיש הבסיס שלה בהתאם לצורך וכנגזרת מכך את הדירוג.

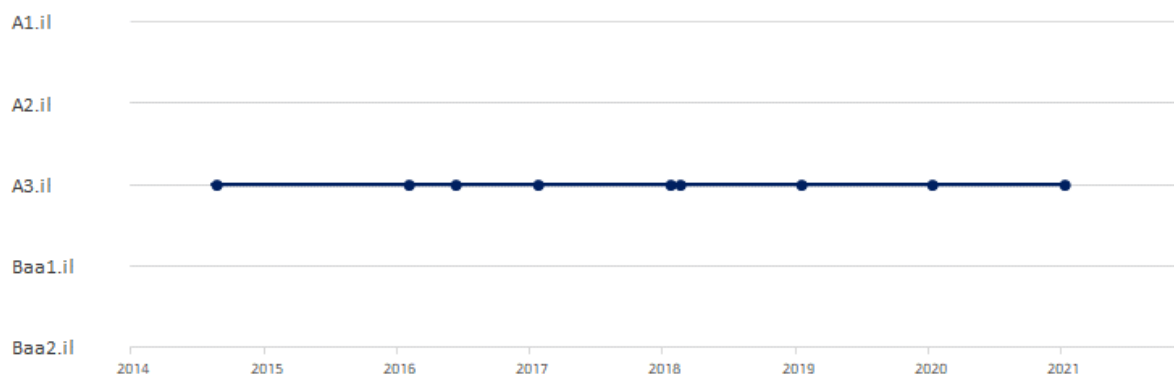
אודות החברה

החברה פועלת כחברה מנהלת של קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות פנסיה. בעלת השליטה בחברה הינה חברת הלמן-אלדובי בית השקעות בע"מ (לשעבר סוהו נדל"ן). החברה הודיעה על מינוי הגברת שני בלו הרפניסט כמנכ"לית החברה החל מפברואר 2020. חברת האם, באמצעות חברות הבנות שלה, עוסקת בניהול קופות גמל וקרנות פנסיה, ניהול קופת הגמל המרכזית לקצבה של עובדי חברת החשמל לישראל בע"מ, ניהול תיקי השקעות, תיווך במוצרים פנסיוניים, הפצת קרנות השקעה זרות ובניהול קרן השקעה אלטרנטיבית בתחום ההלוואות החברתיות וקרן נוספת בתחום מימון פרויקטים של התחדשות עירונית.

⁶ להלן הפנייה להסכם המיזוג בדיווח המידי שהוציאה הלמן אלדובי בית השקעות בע"מ: [זימון אסיפה מיוחדת ל-28.1.21 - כתב הצבעה, הסכם מיזוג עם הפניקס](#).

[תנאי תגמול-תיקון-הוספת סעיף 19.7](#).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

15.02.2021	תאריך דוח הדירוג:
09.01.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
12.08.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה 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>