

# הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

מעקב | ינואר 2017

## אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

---

## הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

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

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

## אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

## שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף איתנות פיננסית וגמישות פיננסית הולמות, הנתמכות במינוף מאזני נמוך יחסית וביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA סביר לדירוג. בנוסף נתמך הדירוג בפרופיל נזילות הולם, נוכח יכולת יצור תזרים חופשי חיובי בשנתיים הקרובות ויתרות נזילות משמעותיות כנגד החלויות השוטפות הצפויות ב-12 החודשים הקרובים. מנגד לחברה פרופיל עסקי מוגבל לאור גודלה ולאור פיזור מוצרים נמוך תוך מיקוד בתחום הפנסיוני וגזר יכולת יצור הכנסות שאינה בולטת לחיוב גם בשל שחיקת דמי הניהול שחווה הענף הפנסיוני בשנים האחרונות. כמו כן, לחברה שיעורי רווחיות תפעולית (EBITDA להכנסות) סבירים אך תנודתיים, כאשר יחס הכיסוי חוב ל-FFO אינו בולט לטובה ביחס לדירוג.

הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מהיקף נכסים מנוהלים קטן יחסית, המתרכז בענפי הגמל והפנסיה ותלות משמעותית בערוץ הפצה עיקרי של סוכנות ביטוח פנסיוני בבעלות החברה האם הלמן-אלדובי פיננסים בע"מ (להלן: "ה-א פיננסים"). מנגד, הפרופיל העסקי מושפע לחיוב מיכולת שימור לקוחות טובה, תוך התמקדות בשיפור שירות הלקוחות, המשתקף ביחס שימור<sup>1</sup> בולט לטובה וביחס תחלופת נכסים<sup>2</sup> סביר ביחס לדירוג. יש לציין, כי החברה פועלת בשני מגזרים בעלי פוטנציאל צמיחה משמעותי הן כתוצאה מהסביבה הכלכלית והן כתוצאה מתמורות רגולטוריות. כאשר, אסטרטגיית הצמיחה של החברה התבטאה בזכייה במספר מכרזים משמעותיים לאחרונה בתחום הפנסיה ובהם "פנסיית ברית מחדל" וקרן הפנסיה של עובדי קופ"ח מכבי<sup>3</sup>. אלה צפויים לתרום לגידול בבסיס הלקוחות של החברה ובהיקף הנכסים המנוהלים ובטווח הזמן הבינוני אף עשויים לתרום לכרית הרווחיות כתלות בהיקף הגיוסים. מידרוג מעריכה כי קצב ההפקדות בכלל הענף, הן בגמל והן בפנסיה, ימשיך לצמוח בקצב גבוה יחסית לאור גורמי מאקרו כלכלה תומכים של שיעורי אבטלה נמוכים, על רקע צמיחה צפויה של כ-3%, כאשר קצב גידול האוכלוסייה צפוי לשמור על יציבות (כ-2% בשנה), עלייה בשכר הממוצע ועלייה סטטוטורית בשיעורי ההפקדות הפנסיוניות. אולם להערכתנו, פוטנציאל התשואות יוותר נמוך ותנודתי ולא יתרום במידה משמעותית לצבירת הנכסים המנוהלים. התמורות הרגולטוריות האחרונות ובהן קופת גמל להשקעה, תיקון 190 וחסיכון לכל ילד בענף הגמל וקרן פנסיה ברית מחדל ואיחוד חשבונות בפנסיה, צפויים להמשיך ולהגדיל את היקף הנכסים המנוהלים בשני הענפים, אך יגבירו להערכתנו את התחרות בענף, ויובילו להמשך שחיקת דמי הניהול וללחץ על הרווחיות. לאור זאת, אנו צופים צמיחה מתונה בהיקף הנכסים המנוהלים של החברה (כ-2%-1% לשנה בשנתיים הקרובות), לצד שחיקה בשיעור דמי הניהול בטווח זמן זה שיובילו לשחיקה מצטברת של כ-4%-5% בהיקף ההכנסות. על אף קוטנה של החברה ויתרון לגודל בענף, החברה מצליחה לשמור על רמת רווחיות תפעולית סבירה, אולם תנודתית, כפי שמתבטא בשיעור ה-EBITDA מההכנסות (21%-27% בשנים האחרונות). יחד עם זאת, שיעור הרווחיות כפי שנמדד על ידינו כשיעור הרווח לפני מס, נמוך ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה (תוך שהוא כולל היקף מהותי יחסית של הפחתת נכסים בלתי מוחשיים) וצפוי לנוע להערכתנו בטווח של 3%-5% בשנתיים הקרובות. זאת תחת ההנחות הבאות: שחיקה מסוימת בשיעורי הרווחיות התפעולית, נוכח ירידה בשיעור ההכנסות מדמי ניהול, כאמור; גידול במקביל של הוצאות השייווק וההפצה במטרה להגדיל את נתח השוק; יציבות ביתר ההוצאות התפעוליות; וירידה בהוצאות המימון בשל הצפי לקיטון נוסף בחוב, נוכח השירות השוטף.

בתחזית שלנו, יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO צפויים לנוע בטווח שבין 5.4-5.6 ו-7.5-8.0 בהתאמה בטווח הקצר-בינוני, כאשר לא צפויה צבירת רווחים משמעותית לבניית כרית ההון ויחס ההון למאזן צפוי לעמוד על כ-48%, אשר הינו טוב ביחס לדירוג.

<sup>1</sup> היחס שבין יתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים בניכוי פידיונות במהלך השנה ליתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים

<sup>2</sup> יחס יצירות לפדיונות במהלך השנה

<sup>3</sup> על פי הודעת קופת חולים "מכבי". טרם נחתם הסכם סופי.

כמו כן, אנו חוזים כי החברה תמשיך לייצר תזרים חופשי חיובי בהיקף של כ-7 מיליון ₪ המהווה כ- 50% מהחלויות השוטפות 12 חודשים קדימה, וצפויות להיות לה כרית נזילות וגמישות פיננסית הולמות לצורך שירות הקרן הצפויה בטווח הזמן הקצר והבינוני. נציין כי, בחודש דצמבר 2016 התקשרה ה-א פיננסים בעסקה לרכישת מניות חברת סוהו נדל"ן בע"מ (להלן - "סוהו") תמורת הקצאת מניות החברה לבעלי המניות של סוהו. להערכתנו, ככל והעסקה תאושר על ידי הגורמים הרלוונטיים, היקף יתרות הנזילות בסוהו מעניקות גמישות פיננסית נוספת לחברה ועשויות לתמוך בפרופיל הנזילות של החברה וגמישות בחלוקת הדיבידנדים. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו. ביצוע מיזוג או רכישה מהותיים שילוו בגידול במינוף ו/או ירידה משמעותית כרית הנזילות עשויים להוביל אותנו לבחון את הדירוג.

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

| 2013   | 2014   | 2015   | 1-9/2015 | 1-9/2016 |                          |
|--------|--------|--------|----------|----------|--------------------------|
| 4      | 31     | 20     | 20       | 15       | יתרות נזילות חופשיות [1] |
| 104    | 131    | 117    | 115      | 114      | חוב פיננסי ברוטו [2]     |
| 129    | 122    | 126    | 125      | 129      | הון עצמי                 |
| 252    | 272    | 266    | 280      | 279      | סה"כ נכסים               |
| 96     | 101    | 99     | 75       | 73       | הכנסות                   |
| 0      | 2      | 6      | 7        | 4        | רווח לפני מס             |
| 20     | 27     | 23     | 20       | 16       | EBITDA                   |
| 13     | 15     | 16     | 20       | 16       | FFO                      |
| 11     | 6      | 6      | 13       | 6        | FCF                      |
| 11,721 | 11,743 | 12,430 | 12,214   | 12,526   | סך נכסים מנוהלים         |

#### יחסים מותאמים של מידורג

|       |       |       |       |       |                         |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------|
| 51%   | 45%   | 47%   | 45%   | 46%   | הון למאזן               |
| 4%    | 24%   | 17%   | 18%   | 14%   | נכסים נזילים לחוב ברוטו |
| 0%    | 2%    | 6%    | 9%    | 6%    | רווח לפני מס להכנסות    |
| 21%   | 27%   | 23%   | 26%   | 22%   | EBITDA להכנסות          |
| 1.03% | 0.86% | 0.82% | 0.83% | 0.78% | הכנסות מנכסים מנוהלים   |
| 5.1x  | 4.8x  | 5.1x  | 4.6x  | 6.0x  | חוב ברוטו ל-EBITDA [2]  |
| 8.2x  | 8.8x  | 7.1x  | 4.5x  | 9.1x  | חוב ברוטו ל-FFO [2]     |

[1] יתרות נזילות מוצגות בניכוי יתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים. היתרה ל-30 בספטמבר 2015 מוצגת בניכוי כ-20 מיליון ₪ אשר שימשו לפירעון קרן וריבית אגרות חוב לאחר תאריך המאזן.

[2] מהחוב הפיננסי ל-30 בספטמבר 2015 ו-2016 הופחתה יתרת הקרן וריבית ששולמה ב-1 באוקטובר לאותה שנה.

#### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

##### פרופיל העסקי מוגבל לאור גודלה של החברה ופיזור מוצרים נמוך יחסית

לחברה פרופיל עסקי חלש יחסית, נוכח היקף נכסים מנוהלים (כ-12.5 מיליארד ₪) ונתחי שוק נמוכים יחסית בגמל ופנסיה החדשה של כ- 2.8% וכ-0.1% בהתאמה ליום ה-30 בספטמבר 2016, המתרגמים להכנסות בהיקף נמוך ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה<sup>4</sup>. בנוסף, היצע המוצרים של החברה אינו בולט לטובה ביחס לקבוצת ההשוואה, ולצד תלות בערוץ הפצה מרכזי (סוכנות ביטוח פנסיוני בבעלות ה-א פיננסים) מגבילים להערכתנו את יכולת השבת הרווחים לאורך המחזור הכלכלי. כדי לחזק את יכולת ההפצה, החברה התקשרה עם בית סוכנים משמעותי בשוק הפנסיוני, דבר העשוי לסייע להגדיל את היקף הנכסים המנוהלים. בנוסף נציין, כי הצעת הערך של ה-א פיננסים כוללת מוצרי השקעה נוספים ותומכת במידה מסוימת גם בפרופיל העסקי של החברה וביכולת הצעת ערך כוללת.

מנגד, הפרופיל העסקי נתימך ביכולת שימור נכסים מנוהלים טובה, אשר צפויה להערכתנו להישאר ברמה זו בטווח הזמן הקצר והבינוני גם נוכח מאמצי שיווק והרחבת מערך ההפצה לסוכנויות הסדר חיצוניות וערוצי הפצה נוספים בדמות זכייה בקרן ברירת מחדל. פעולות אלו משתקפות ביחסי שימור ממוצעים של כ- 95% בשלוש השנים האחרונות.

להערכת מידורג, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בשנתיים הקרובות, בשל רמת התחרות הגבוהה שצפויה להימשך להערכתנו ובפרט, כאשר פוטנציאל התשואות נמוך ותנודתי. זאת, למרות פוטנציאל צמיחה גבוה יחסית בענפים בהם פעילה החברה, הנתמכים בסביבה הכלכלית והרגולטורית, המעודדת חסכון באמצעות אפיקים אלה.

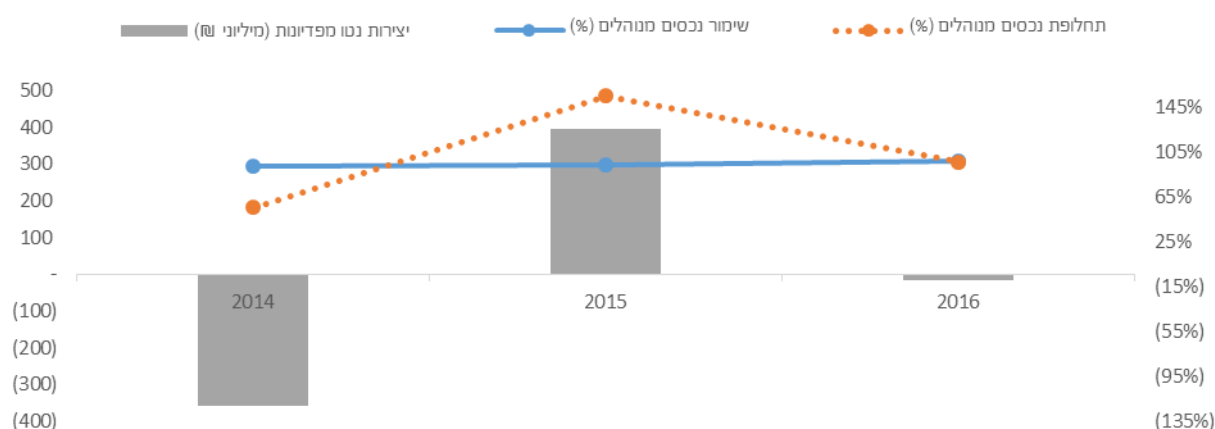
<sup>4</sup> בתי השקעות וחברות מנהלות המדורגים על ידי מידורג

מידרוג מעריכה כי קצב ההפקדות בכלל הענף, הן בגמל והן בפנסיה, ימשיך לצמוח בקצב גבוה יחסית לאור גורמי מאקרו כלכלה תומכים של שיעורי אבטלה נמוכים, על רקע צמיחה צפויה של כ-3%, כאשר קצב גידול האוכלוסייה צפוי לשמור על יציבות (כ-2% בשנה), עלייה בשכר הממוצע ועלייה סטטוטורית בשיעורי ההפקדות הפנסיוניות. התמורות הרגולטוריות האחרונות ובהן קופת גמל להשקעה, תיקון 190 וחסיכון לכל ילד בענף הגמל וקרן פנסיה ברירת מחדל ואיחוד חשבונות בפנסיה, צפויים להמשיך ולהגדיל את היקף הנכסים המנוהלים בשני הענפים (אשר צמחו בשיעור מצטבר של כ-12% וכ-75% בהתאמה בשנים 2014-2016), אך יגבירו להערכתנו את התחרות בענף, ויובילו להמשך שחיקת דמי הניהול ולחץ על הרווחיות.

צמיחת פעילות החברה בשנים האחרונות נבעה בעיקרה ממיזוגים ורכישות וללא צמיחה אורגנית משמעותית. בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים, כי היקף הנכסים המנוהלים של החברה יצמח בשיעור מתון של כ-2%-1% לשנה בשנתיים הקרובות, לצד שחיקה מסוימת בשיעורי התחלופה בטווח זמן זה. גידול זה, בנוסף לתמורות בשוק נתמך גם בשל אסטרטגיית הצמיחה של החברה שהתבטאה גם בזכייה בקרן ברירת מחדל ובקרן הפנסיה של עובדי קופת חולים מכבי<sup>3</sup>, אשר תורמת לפוטנציאל ההכנסות בטווח הזמן הבינוני, אולם ההשפעה של אלה תהיה מוגבלת יחסית בטווח הקצר. זאת בשל מאמצי שימור מצד מתחרים (ללקוחות קיימים) והורדת שיעורי דמי הניהול הענפיים להערכתנו.

נציין כי, החל מינואר 2017 מנהלת חברת אחות של החברה, את קופת הגמל לקצבה של עובדי חברת החשמל, פעילות אשר צפויה להיות סינרגטית בגזרות שונות לפעילות החברה, ולתרום לרווחיות.

#### יצירות נטו ויחסי שימור ותחלופת נכסים מנוהלים



\* נתוני 2016 מתייחסים ל-9 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2016  
 \*\* הצבירה החיובית ב-2015 נובעת ממיזוג קרן הפנסיה הוותיקה של לשכת עורכי הדין  
 מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג

#### יכולת יצור הכנסות סבירה ורווחיות נמוכה ביחס לדירוג

לחברה יכולת יצור הכנסות סבירה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ-0.82%, במוצק בשלוש השנים האחרונות), אולם קוטנה פוגם ביכולתה לייצר כריות רווחיות הולמות לדירוג, בשל מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות והפחתות נכסים בלתי מוחשיים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים שחיקה מצטברת של כ-4%-5% כך ששיעור ההכנסות מנכסים מנוהלים צפוי לנוע בטווח שבין 0.78% ל-0.73%. זאת על אף הגידול בנכסים המנוהלים כאמור, שלא יפצה באופן מספק על הירידה הצפויה בדמי הניהול. נציין כי תרחיש זה אינו לוקח בחשבון פעילות מיזוגים ורכישות נוספת. בתוך כך נציין, כי פנסיית ברירת מחדל, למרות פוטנציאל הרחבת בסיס הלקוחות הגלום בה והתרומה לפיזור וחיזוק בסיס הלקוחות, צפויה להיות הפסדית בטווח הזמן הקצר ולהתאזן בטווח הזמן הבינוני כתלות בהיקף הלקוחות המגויס.

על אף קוטנה של החברה ויתרון לגודל בענף, החברה מצליחה לשמור על רמת רווחיות תפעולית סבירה, אולם תנודתיות כפי שמתבטא בשיעור ה-EBITDA להכנסות (21%-27% בשנים האחרונות). יחד עם זאת שיעור הרווחיות, כפי שנמדד על ידינו כשיעור הרווח לפני מס, נמוך ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה וצפוי לנוע להערכתנו בטווח של 3%-5% בשנתיים הקרובות. תרחיש זה מתבסס על ההנחות הבאות: שחיקה מסוימת בשיעורי הרווחיות התפעולית, נוכח ירידה בשיעור ההכנסות מדמי ניהול, כאמור; גידול במקביל של הוצאות השיווק וההפצה במטרה להגדיל את נתח השוק; יציבות ביתר ההוצאות התפעוליות; וירידה בהוצאות המימון בשל הצפי לקיטון נוסף בחוב, נוכח השירות השוטף.

### איתנות פיננסית הולמת לדירוג לאור מינוף מאזני נמוך יחסית לצד יחסי הכיסוי שאינם בולטים לטובה

החברה מאופיינת במינוף מאזני נמוך יחסית, כפי שמתבטא ביחס ההון למאזן שעמד על כ- 50% ליום ה-30 בספטמבר 2016 (פרופורמה לפירעון הקרן השנתית באוקטובר 2016). להערכתנו, לחברה כרית הונית סבירה ביחס לנכסי הסיכון של ההשקעות הפיננסיות במאזנה, התומכת ביכולת ספיגת ההפסדים לאורך המחזור גם כתוצאה מתיאבון לסיכון מתון. יחד עם זאת, אנו לא צופים בניית כרית הונית משמעותית בטווח הקצר-בינוני לאור פוטנציאל יצירת רווחים שולי וחלוקת דיבידנדים צפויה בהיקף של כ- 100% מהרווח הנקי בשנתיים הקרובות.

החברה מייצרת תזרימי מזומנים יציבים יחסית, אולם צפויה שחיקה מסוימת בהיקף התזרים להערכתנו בטווח הזמן הקצר, נוכח הירידה הצפויה ברווחיות שתתבטא ביחס כיסוי חוב ל-FFO שצפוי לנוע בטווח שבין 7.5-8.0 בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם נוכח שירות החוב השוטף ובדומה לשנים האחרונות, נתון שאינו בולט לטובה ביחס לדירוג. עלייה ביחס הכיסוי מעבר לרמה של 8.0 לאורך זמן עלולה להוות משקולת על הדירוג.

### שחיקה צפויה בפרופיל הנזילות ובגמישות הפיננסית אך אלה יישארו ברמה הולמת לדירוג

לחברה פרופיל נזילות הולם לדירוג הנתמך ביכולת יצור תזרים חופשי (FCF) חיובי ויציב הצפוי להוות כ-60% מסך החלויות השוטפות. להערכתנו, החברה תמשיך לייצר תזרים חופשי חיובי ב-12 החודשים הקרובים. תזרים זה ינבע מ-FFO בהיקף של כ-13 מיליון ₪, CAPAX מתון בהיקף של כ-2 מיליון ₪ ודיבידנד בהיקף של כ-3 מיליון ₪ וזאת אל מול תשלום קרן של כ-14 מיליון ₪ ב-12 החודשים הקרובים שייאלץ את החברה למחזר חוב או לשחוק את כרית הנזילות בכ-6 מיליון ₪. כמו כן, ליום ה-30 בספטמבר 2016 לחברה יתרות נזילות חופשיות המהוות כ-60% מסך החלויות השוטפות 24 חודשים קדימה ותומכות בפרופיל הנזילות של החברה. לחברה גמישות פיננסית הולמת את רמת הדירוג, כפי שמשתקף ביחס החוב ל-EBITDA, אשר נע בטווח שבין 4.8-5.1 בשלוש השנים האחרונות. בתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי היחס לנוע בין 5.4-5.6 בטווח הזמן הקצר והבינוני. הגמישות הפיננסית נתמכת גם במרחק הולם מהקובננטים ובכך שכל נכסי החברה פנויים משעבוד.

נציין כי, בחודש דצמבר 2016 התקשרה ה-א פיננסים בעסקה לרכישת מניות חברת סוהו תמורת הקצאת מניות החברה לבעלי המניות של סוהו בכדי ליצוק את פעילות בית ההשקעות לשלד בורסאי בעל יתרות נזילות משמעותיות וללא חוב פיננסי, אשר יאפשר גמישות עסקית בהמשך צמיחת הפעילות ובפרט המשך פעילות מיזוגים ורכישות תוך שימוש במזומן הקיים. בסוהו קיימים ל-30 בספטמבר 2016 יתרות נזילות בהיקף של כ-38 מיליון ₪ טרם התחייבות לשלם כ-7 מיליון ₪ לה-א פיננסים תמורת העברת יתר החברות המוחזקות. להערכתנו, ככל והעסקה תאושר על ידי הגורמים הרלוונטיים, יתרות אלה מעניקות גמישות פיננסית נוספת לחברה ועשויות לתמוך בפרופיל הנזילות של החברה במידת הצורך, כמו גם מאפשרות גמישות בחלוקת הדיבידנדים מהחברה לצורך שירות החוב של ה-א פיננסים.

**אופק הדירוג**

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

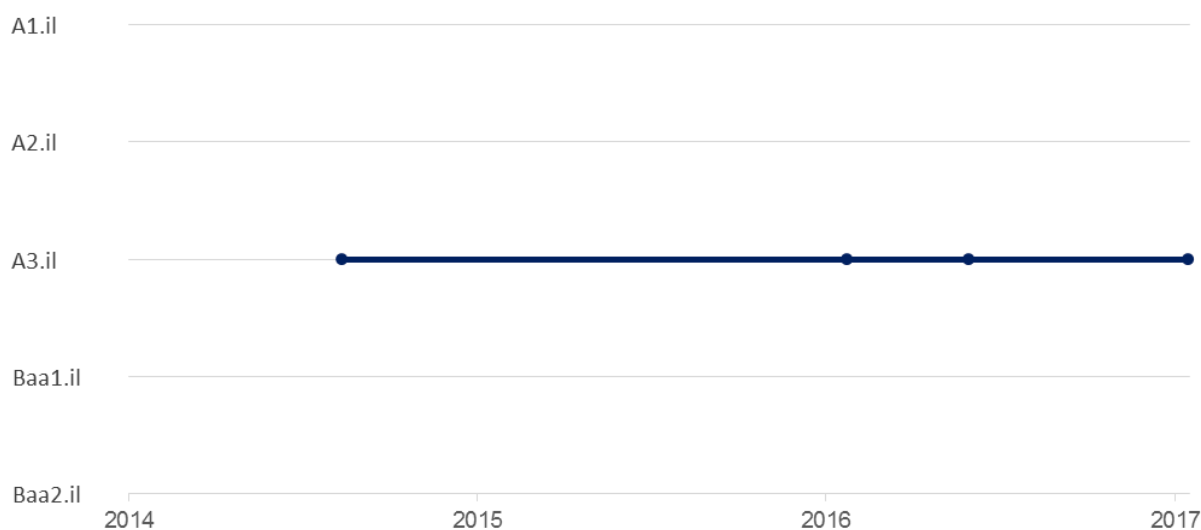
- שיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה וסך הנכסים המנוהלים
- שיפור משמעותי בשיעורי הרווחיות שיתרגם לשיפור ביחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בהכנסות החברה ופגיעה בכריות הרווחיות וההון
- שחיקה ביחס הכיסוי חוב ל- FFO
- שחיקה בכרית הנזילות

**אודות החברה**

החברה פועלת כחברה מנהלת של קופות גמל קרנות השתלמות וקרנות פנסיה. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם הלמן-אלדובי פיננסים בע"מ (להלן: "חברת האם"), המחזיקה בכ- 93%, מר רוני הלמן ומר אורי אלדובי מחזיקים כל אחד בכ- 2.4% ממניות החברה ויתרת המניות מוחזקים בידי בעלי מניות המיעוט. לחברת האם, באמצעות חברות בנות, פעילות בתחום ניהול השקעות, פעילות שיווק והפצה עבור מוצרים פיננסיים שונים, וכן פעילויות יזום בתחום ההשקעות וכן היא מחזיקה סוכנויות לביטוח פנסיוני. החברה וחברת האם, לרבות החברות הבנות, מהוות את הלמן אלדובי בית השקעות.

**היסטוריית דירוג****דוחות קשורים**

[הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ - פעולת דירוג \(יוני 2016\)](#)

[הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ - דוח מעקב \(ינואר 2016\)](#)

[הלמן אלדובי - דירוג ראשוני, אוגוסט 2014](#)

[מתודולוגיה לדירוג בתי השקעות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

|                                   |                                      |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 18.01.2017                        | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 09.06.2016                        | 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

מידע מסתמך 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                |
| Aa.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                   |
| A.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                        |
| Baa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

#### אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. ובהרבה כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על עניינו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.