

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

מעקב | ינואר 2020

אנשי קשר:

אילאיל שטנר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג, רו"ח

ראש צוות, מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג וראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

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

מידרוג 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 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 פרופיל עסקי מוגבל לאור גודלה של החברה, נתחי שוק נמוכים לאורך זמן ופיזור מוצרים נמוך יחסית, אולם הושפע לחיוב בעקבות יצירות חד פעמיות כתוצאה ממיזוג בגמל וכן מצמיחה מהירה בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה, כפי שיפורט בהמשך. יש לציין 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 וכנגד בהיקף התזרימים. בנוסף, צפוי שיפור בגמישות הפיננסית, כאשר פרופיל הנזילות של החברה צפוי להיות נמוך יחסית.

החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ- 21 מיליארד ₪ (ליום ה- 30 בספטמבר 2019), 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 בשיעורי אבטלה נמוכים וגידול מתמשך בשכר במשך בשנים האחרונות. נציין, כי עיקר הגידול בנכסים המנוהלים של החברה במגזר הגמל מקורו במיזוג פעילות הגמל, כפי שיורחב להלן, וללא צמיחה אורגנית משמעותית.

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, אשר הובילה להשקעה ראשונית גבוהה בקליטת בסיס הלקוחות הפוטנציאלי, הערכות מיכונית, גיוס כוח אדם בהיקף משמעותי וחיזוק מערך השיווק והפרסום.

תרחיש הבסיס שלנו לשנת 2020 מניח כי הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת, בשל רמת תחרות גבוהה, המונעת גם על ידי רגולציה, שתמשיך להוביל להערכתנו לשחיקת דמי הניהול ותנודתיות שוקי ההון, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ- 3.0% בשנת 2020 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע ובהיקף ההפקדות. בתרחיש זה, צפוי המשך גידול אורגני בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה, 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 שעיקר הצמיחה בנכסים המנוהלים תנבע ממכרז חנ"י, כפי שיורחב בהמשך, וזאת לצד צפי לשחיקה בשיעור דמי הניהול נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות מחיר. לאור זאת, סך הנכסים המנוהלים של החברה צפויים לצמוח בשיעור של כ- 20%-25% בשנת 2020 (כאשר עיקר הצמיחה נובעת ממכרז חנ"י כאמור) וכנגד היקף ההכנסות צפוי לצמוח בכ- 10%-12% בשנה זו.

אנו צופים שיפור מסוים בשיעור הרווחיות בשנת 2020 עם גידול בהיקף הפעילות וגידול מתון יותר בצד ההוצאות, גם לאור התייעלות תפעולית מסוימת, וללא צפי להוצאות חד פעמיות משמעותיות אשר אפיינו את השנתיים האחרונות, אולם יחס זה צפוי להערכתנו להיות נמוך ביחס לדירוג ולנוע בטווח של 9%-11% בשנת 2020.

אנו מעריכים, כי היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר-בינוני צפוי להשתפר כתוצאה מהשיפור הצפוי ברווחיות. היקף החוב הפיננסי צפוי לקטון בגובה הקרן השנתית (כ- 17 מיליון ₪) וללא הנחת מחזור חוב כתוצאה מתזרים חופשי חיובי, להערכתנו. כך, בתרחיש זה צפוי יחס הכיסוי חוב ל-FFO (כולל השפעת IFRS16) להשתפר ולנוע בטווח שבין 5.5-6.0 בשנת 2020 אשר הינו הולם ביחס לדירוג, וזאת לאחר שיפור משמעותי ביחס לשנת 2019 בה היחס צפוי לעמוד להערכתנו בטווח של 9.5-10.0 (כולל השפעת IFRS16). עם זאת, היקף החוב עודנו משמעותי ביחס ליכולת יצור התזרים ולהיקפו.

הגמישות הפיננסית של החברה, כפי שמשקף 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 2020 בטווח שבין 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- 13-16 מיליון ₪ בשנת 2020, אל מול קרן של כ- 17 מיליון ₪. כך, אנו צופים כי החברה יכולה להקטין את המינוף הפיננסי (ללא הנחת מחזור) וללא הנחה לשחיקה מהותית בהיקף כרית הנזילות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

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 ₪)

2016	2017	2018	30.9.2018	*30.9.2019	
21	14	14	17	15	יתרות נזילות חופשיות [1]
114	100	104	104	136	חוב פיננסי ברוטו [2]
124	130	161	166	163	הון עצמי
259	252	291	317	344	סה"כ נכסים
96	95	106	76	95	הכנסות
4	6	(1)	4	3	רווח לפני מס
19	17	13	15	17	EBITDA
14	13	8	15	17	FFO
7	7	4	9	9	FCF
12,551	12,685	17,877	18,369	20,847	סך נכסים מנוהלים

יחסים מותאמים של מידרוג

48%	51%	55%	52%	47%	הון למאזן
18%	14%	13%	16%	11%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
4%	6%	-1%	6%	3%	רווח לפני מס להכנסות
20%	18%	12%	19%	17%	EBITDA להכנסות
6.0x	5.9x	8.0x	5.9x	9.1x	חוב ברוטו ל-EBITDA [2] [3]
8.0x	7.9x	12.8 x	7.7x	13.6x	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) בסך של כ- 36 מיליון ₪ ליום ה- 30 בספטמבר 2019. מהחוב הפיננסי ל-30 בספטמבר 2018 ו-2019 הופחתה יתרת הקרן ששולמה ב-1 באוקטובר לאותה שנה
[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

לחברה פרופיל עסקי מוגבל, כפי שמתבטא בהיקף הנכסים המנוהלים ובנתחי שוק נמוכים לאורך זמן וכן בפיזור מוצרים נמוך יחסית, הפוגם בנראות ההכנסות לאורך המחזור. יש לציין, כי פיזור המוצרים דומה לחברות מנהלות חסכון לטווח בינוני-ארוך אחרות בענף, כאשר לחברה יש הצעת ערך כוללת בתת-ענף זה.

ליום ה- 30 בספטמבר 2019 מנהלת החברה נכסים בהיקף של כ- 21 מיליארד ₪, הגוזרים נתחי שוק נמוכים במגזרי הגמל וההשתלמות ובמגזר הפנסיה החדשה של כ- 3.5% וכ-0.6%, בהתאמה, לאותו המועד.

פיזור המוצרים של החברה עדיין נמוך יחסית, ומוטה למגזר הגמל וההשתלמות (כ- 84% מסך הנכסים המנוהלים ליום ה- 30 בספטמבר 2019) ופוגם בפוטנציאל הרווח לאורך המחזור. חלקו של מגזר הפנסיה מהנכסים המנוהלים עודנו נמוך, אך זכייתה השנייה של החברה כאחת מארבע קרנות פנסיה ברירת מחדל הנבחרות, צפויה להמשיך ולתמוך במגזר הפנסיה, שנהנה מפוטנציאל צמיחה גבוה בשל הפקדות שוטפות משמעותיות ונתמך בשיעורי אבטלה נמוכים וגידול מתמשך בשכר במשק בשנים האחרונות. כך, צמחו הנכסים המנוהלים של החברה במגזר זה בשיעור משמעותי של כ- 47% משנת 2018 ועד לסוף הרבעון השלישי של שנת 2019. 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 ויצירות חד פעמיות במגזר הגמל, כפי שיפורט בהמשך. נציין, כי בטווח הזמן הבינוני-ארוך ולאור אסטרטגיית החברה אנו צופים, כי משקלו של מגזר הפנסיה יגדל בתמהיל ההכנסות, גורם המהווה נקודה חיובית לשיפור הפרופיל העסקי ויציבות ההכנסות בטווח הזמן הבינוני ארוך.

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- 145 מיליארד ₪ במצטבר בענף משנת 2014 ועד הרבעון השלישי של שנת 2019), 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 החברה¹ בשנת 2018, וללא צמיחה אורגנית משמעותית. 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 2019 הנכסים המנוהלים של החברה במגזר הגמל צמחו בשיעור דומה לקצב הצמיחה הענפי באותה תקופה (כ-12%) בין היתר בעקבות התשואות שהושגו, חיזוק מסוים בערך המותג כתוצאה מפעילות שיווקית ופרסומית מצד החברה וכן גידול משמעותי בתיק הסוכנים של החברה לאור מיזוג אי.בי.אי, כאמור. עם זאת, אנו צופים גידול אורגני שולי בלבד בשנת 2020 לאור פערי תשואה אל מול המתחרים בשנת 2019 ולמרות שיפור "במודעות" הסוכנים. 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 שימור² נכסים מנוהלים טוב יחסית (כ-90% בשנים 2016-2018). יחס זה צפוי להערכתנו להישאר ברמה דומה בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח מאפייני לקוחות החברה ובשל השפעת הזכייה בקרן ברירת מחדל כמנוע צמיחה מרכזי. תרחיש הבסיס שלנו לשנת 2020 מניח, כי הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת, בשל רמת תחרות גבוהה, המונעת גם על ידי רגולציה, שתמשיך להוביל להערכתנו לשחיקת דמי הניהול ותנודתיות בשוקי ההון, גם לאור רמת המחירים הגבוהה, אשר משפיעה על טעמי הציבור בבחירת מוצרי השקעה והיקף הנכסים המנוהלים. לצד זאת, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך להוביל לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, לאור צמיחת תמ"ג צפויה של כ-3.0% בשנת 2020 ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר 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 שעיקר הצמיחה בשנת 2020 תנבע ממרכז חנ"י, נוכח סביבה עסקית מאתגרת. כאשר, גידול באמצעות מיזוגים אינו סביר להערכתנו בשלב זה נוכח היעדר פוטנציאל מהותי להמשך ביצוע מיזוגים משמעותיים נוספים ללא עלייה משמעותית במינוף בטווח הזמן הקצר והבינוני. נציין, כי בשנת 2020 צפויות יצירות חד פעמיות במגזר הגמל, הכוללות את זכיית החברה בהליך להקמה וניהול קופת גמל עבור עובדי חברת נמלי ישראל פיתוח ונכסים בע"מ (להלן: "מכרז חנ"י"), לפיו יועברו נכסים בהיקף של כ-4 מיליארד ₪ לחברה. תקופת ניהול קופת הגמל הינה לחמש שנים (כולל אופציה להארכה לתקופה של 3 שנים נוספות). על פי החברה, השלמת ההליך צפויה בחודש ינואר 2020. עסקה זו צפויה לתרום סכום של 2.5-3.0 מיליון ₪ להכנסות בשנת בתחזית. לאור זאת, סך הנכסים המנוהלים של החברה צפויים לצמוח בשיעור של כ-25%-20% בשנת 2020 (כאשר עיקר הצמיחה נובעת מהמכרז כאמור).

צפי לשיפור ברווחיות כתוצאה מגידול בנכסים ההכנסות, אולם כרית הרווחיות תיוותר נמוכה ביחס לדירוג

בדומה למגמה בענף, שיעור דמי הניהול המשוקלל של החברה נמצא במגמת שחיקה, ועמד בשנת 2018 על כ-0.70% לעומת כ-0.75%-0.77% בשנים 2017 ו-2016, בהתאמה. אלו משקפים יכולת יצור הכנסות סבירה ביחס לתמהיל הפעילות, אולם פיזור מקורות ההכנסה נמוך יחסית וקוטנה של החברה פוגם ביכולתה לייצר כרית 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 נמוכים יותר בהשוואה לענף.

על אף הצמיחה המהירה של החברה בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה החדשה, נראה כי המצטרפים הינם בעלי שכר נמוך יותר³ וצבירה נמוכה יותר בהשוואה למתחרים. כך, הרווחיות הנובעת מעמיתים אלה נמוכה יותר בשל התשומות ועלויות בניית בסיס

¹ הועברו נכסים מנוהלים בהיקף של כ-5.2 מיליארד ₪

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

³ כפי שבא לידי ביטוי בהשוואת דמי גמולים לעמית פעיל

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 2020 אנו מעריכים צמיחה בהיקף ההכנסות בשיעור של כ-12%-10%, הנובעת מהמשך גידול בנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה בשל המשך פעילותה של החברה כקרן ברירת מחדל, אולם מנגד מושפעת מדמי הניהול הנמוכים וממאפייני המצטרפים, כאמור. בנוסף, הגידול בהכנסות צפוי להיות מושפע מצמיחת הנכסים המנוהלים במגזר הגמל בשנת 2019, אך מנגד גידול אורגני שולי בלבד בנכסים המנוהלים בשנת 2020 וכן צפי לשחיקה בשיעור דמי הניהול, נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות מחיר.

רווחיות החברה נמוכה ביחס לדירוג, כאשר מבנה ההוצאות מאופיין במרכיב הוצאות קבועות מהותי והושפע לשלילה מגידול בהוצאות שמקורו בעיקר במיזוג פעילות אי.בי.אי גמל וכן מגידול בעלויות חד פעמיות במגזר הפנסיה בעקבות זכייתה של החברה כקרן ברירת מחדל, אשר הובילה להשקעה ראשונית גבוהה בקליטת בסיס הלקוחות הפוטנציאלי, הערכות מיכונית, גיוס כוח אדם בהיקף משמעותי וחיזוק מערך השיווק והפרסום. לאור זאת, שיעור הרווחיות (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות) נשחק בשנים 2018 ו-2019 ועמד על כ-1%-1-3% לעומת 4%-6% בשנים 2015-2017. אנו צופים, שיפור מסוים בשיעור הרווחיות בשנת 2020 עם גידול בהיקף הפעילות וגידול מתון יותר בצד ההוצאות, אשר צמחו בשנתיים האחרונות, גם לאור התייעלות תפעולית מסוימת. כרית הרווחיות צפויה להיוותר להערכתנו נמוכה ביחס לדירוג ולנוע בטווח של 9%-11% בשנת 2020. שיעור ה-EBITDA (כולל השפעת IFRS16) צפוי להשתפר בשנת 2020 ולנוע בטווח של 20%-22% בשנה זו, 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-47% ליום ה-30 בספטמבר 2019 (בהשוואה ל-52% במעקב הקודם). 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 2020.

אנו מעריכים, כי היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר-בינוני צפוי להשתפר כתוצאה מהשיפור הצפוי ברווחיות. היקף החוב הפיננסי צפוי לקטון בגובה הקרן השנתית (כ-17 מיליון ₪) וללא הנחת מחזור חוב כתוצאה מתזרים חופשי חיובי, להערכתנו. כך, בתרחיש זה צפוי יחס הכיסוי חוב ל-FFO (כולל השפעת IFRS16) להשתפר ולנוע בטווח שבין 5.5-6.0 בשנת 2020 אשר הינו הולם ביחס לדירוג, וזאת לאחר שיפור משמעותי ביחס לשנת 2019 בה היחס צפוי לעמוד להערכתנו בטווח של 9.5-10.0 (כולל השפעת IFRS16). עם זאת, היקף החוב עודנו משמעותי ביחס ליכולת יצור התזרים ולהיקפו. נציין כי עלייה ביחס הכיסוי מעבר לרמה של 8.0 לאורך זמן עלולה ללחוץ על הדירוג.

שיפור בגמישות הפיננסית, אולם פרופיל הנזילות צפוי להיוותר נמוך יחסית

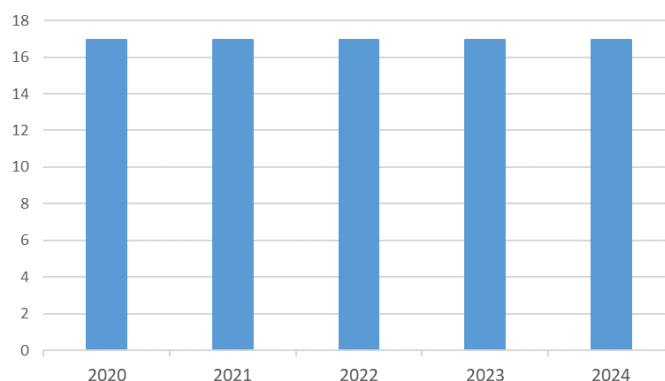
הגמישות הפיננסית של החברה, כפי שמשקף ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA (כולל השפעת IFRS16), הושפעה לרעה כתוצאה מהגידול בהוצאות בשנת 2018 ובתשעת החודשים הראשונים של שנת 2019, כך שהיחס נע בטווח של 8.0-9.1 בתקופה זו, בהשוואה לטווח של 5.1-6.0 בשנים 2015-2017. עם זאת, היחס צפוי להשתפר כתוצאה מהשיפור ברווחיות וקיטון במינוף, כאמור ולנוע בשנת 2020 בטווח שבין 3.5-4.5, כך שהגמישות הפיננסית של החברה תהיה הולמת ביחס לדירוג. הגמישות הפיננסית נתמכת גם במרחק הולם מהקובנטים.

מנגד, פרופיל הנזילות של החברה צפוי להיוותר נמוך יחסית ויכול לפגום ביכולת החברה להתמודד עם אירועים אקסוגניים בעלי אופי זמני, נוכח כרית נזילות נמוכה (ליום ה-30 בספטמבר 2019 לחברה יתרות נזילות חופשיות המהוות כ-11% מסך החוב ברוטו לאחר תשלום הקרן של שנת 2019). פוטנציאל יצור התזרים החופשי (FCF) צפוי להשתפר להערכתנו, כך שהיקף התזרים החופשי צפוי

⁴ בתשעת החודשים הראשונים של 2019
⁵ בתי השקעות ומנהלי נכסים מדורגים

לעמוד על כ- 13-16 מיליון ₪ בשנת 2020, אל מול קרן של כ- 17 מיליון ₪. כך, אנו צופים כי החברה יכולה להקטין את המינוף הפיננסי (ללא הנחת מחזור), כאמור וללא הנחה לשחיקה מהותית בהיקף כרית הנזילות.

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ, לוח סילוקין אג"ח א' ליום 30 בספטמבר 2019*, במיליוני ₪:

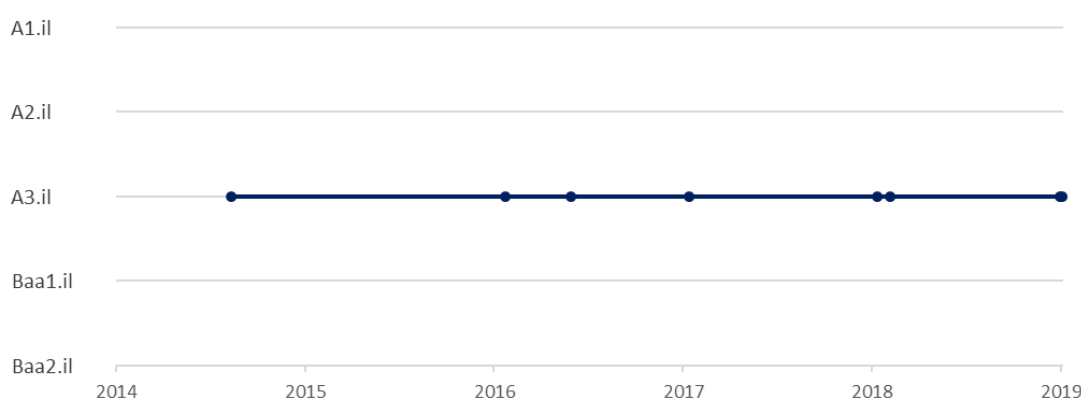


*לאחר התשלום בחודש אוקטובר 2019

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 פנסיונים, הפצת קרנות השקעה זרות ובניהול קרן השקעה אלטרנטיבית בתחום ההלוואות החברתיות וקרן נוספת בתחום מימון פרויקטים של התחדשות עירונית.

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](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

09.01.2020	תאריך דוח הדירוג:
15.01.2019	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 וליסיוני 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>