

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ

מעקב | ינואר 2018

אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג - אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש 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 באופק יציב לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ (להלן: "החברה").

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

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

תיאור עסקת מיזוג אי.בי.אי גמל עם ולתוך החברה

על פי ההסכם שנחתם בין הלמן אלדובי בית השקעות בע"מ (להלן: "חברת האם") לבין אי.בי.אי בית השקעות בע"מ (להלן: "אי.בי.אי"), למיזוגה של החברה עם חברת הבת של אי.בי.אי- אי.בי.אי חברת ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות בע"מ (להלן: "אי.בי.אי גמל"), בתמורה להקצאת מניות לאי.בי.אי בחברת האם בכמות שתיקבע בהתאם להוראות ההסכמים (להלן: "עסקת אי.בי.אי" או "המיזוג"), סך הנכסים המנוהלים של אי.בי.אי גמל אשר עתידים להתמזג לתוך החברה עד לסוף רבעון ראשון 2018 הינם בסך של כ-4.8 מיליארד ש"ח. מיזוג זה צפוי לתרום לשיפור מסוים בפרופיל העסקי של החברה (עם נתח שוק צפוי בענף הגמל פרופורמה למיזוג של כ-3.5%) וליכולת יצור ההכנסות שלה, ובטווח הזמן הבינוני גם לשיפור בפוטנציאל הרווח.

היות וענף הגמל מתאפיין ביתרון לגודל, המיזוג, ככל ויצא לפועל, צפוי להוביל להתייעלות וחיסכון בעלויות, ואינו כולל מרכיב של גידול במינוף החברה, המהווה נקודה חיובית בעסקה. בשלב הראשוני, המיזוג צפוי להוביל להוצאות חד פעמיות חלקן לא תזרימיות, אשר לא יפוצו באופן מלא מצד הגידול בהכנסות מדמי ניהול, זאת בשל המשך שחיקה בדמי הניהול, כאשר אי.בי.אי גמל מאופיינת בדמי ניהול ממוצעים נמוכים יותר מהחברה (שיעור דמי ניהול ממוצעים מסך הנכסים לשנת 2016 של 0.63% באי.בי.אי גמל לעומת 0.76% בחברה).

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי מוגבל לאור גודלה של החברה ופיזור מוצרים נמוך יחסית, אולם עסקת אי.בי.אי צפויה לתמוך במיצוב החברה בטווח הזמן הבינוני. הפרופיל הפיננסי נתמך באיתנות פיננסית הולמת לדירוג לאור מינוף מאזני נמוך יחסית, כאשר יחסי הכיסוי צפויים להשתפר בטווח התחזית ולנוע בטווח סביר לדירוג. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית הולמת לדירוג, אולם פרופיל הנזילות אינו בולט לטובה ומעצים את הצורך במחזור חוב.

לחברה פרופיל עסקי מוגבל, כפי שמתבטא בהיקף נכסים מנוהלים ובנתחי שוק נמוכים יחסית. בנוסף, לחברה היצע מוצרים נמוך יחסית אולם דומה לחברות מנהלות חסכון לטווח בינוני-ארוך אחרות בענף. מגזר הגמל וההשתלמות מהווה את החלק המרכזי בתמהיל הנכסים, ולמרות הגידול המתמשך בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה, בין היתר גם לאור זכייתה של החברה בקרן ברירת מחדל, משקלם בתמהיל הנכסים המנוהלים של החברה צפוי להיות נמוך יחסית. הסכם המיזוג עם אי.בי.אי, כאמור, צפוי להגדיל את היקף הנכסים המנוהלים של החברה כך שנתח השוק של חברה הממוזגת בענף הגמל צפוי לעמוד על כ-3.5%. כמו כן, המיזוג צפוי להוביל להתייעלות וחיסכון בעלויות, אם כי להערכתנו אלו לא יבואו לידי ביטוי מלא בשנה הקרובה.

רווחיות החברה נמוכה ביחס לדירוג, כאשר קוטנה פוגם ביכולתה לייצר כריות רווחיות הולמות לדירוג, בשל מאפייני הפעילות התומכים ביתרונות לגודל נוכח מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות והפחתות נכסים בלתי מוחשיים. החברה מאופיינת במינוף מאזני נמוך יחסית, אולם אנו לא צופים בניית כרית הונית משמעותית בטווח הקצר-בינוני לאור פוטנציאל ייצור הרווחים השולי ולמרות הנחה להיעדר חלוקת דיבידנד בשנת 2018. לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס החוב ל-EBITDA, אשר נע

¹ נכון ל-30 בנובמבר 2017

בטווח שבין 4.8-6.0 בשנים 2014-2016, וצפוי להשתפר, פרפורמה למיזוג ובטווח התחזית ולנוע בין 4.0-5.5 בטווח הזמן הקצר והבינוני.

פרופיל הנזילות של החברה מוגבל, נוכח כרית נזילות נמוכה יחסית ביחס להיקף החוב. אומנם לחברה יכולת יצור תזרים חופשי (FCF) חיובי, אולם זה נמוך ביחס לתשלומי הקרן, ומוביל לשחיקה מתמשכת ביתרות הנזילות והעצמת הצורך בנגישות לגורמי מימון לצורך מחזור חוב בטווח הזמן הקצר.

להערכת מידרוג, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בשנתיים הקרובות, הן בשל רמת התחרות הגבוהה שצפויה להימשך להערכתנו, והן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. תחרות זו חשופה לרגישות הלקוחות לתשואות המושגות, וכפועל יוצא תמשיך לשחוק את דמי הניהול בחלק מענפי הפעילות ותשפיע על יכולת שימור ותחלופת הנכסים המנוהלים. לצד זאת, לתחום החיסכון הבינוני-ארוך קיימים גורמי מאקרו תומכים ובהם שיעורי אבטלה נמוכים, עלייה בשכר הריאלי והמשך גידול בהפקדות הפנסיוניות, כאשר תמורות רגולטוריות תומכות אף הן במגזר פעילות זה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים גידול אורגני מתון של כ- 1%-2% במצטבר בשנים 2017-2018 בנכסים המנוהלים של החברה ביחס לשנת 2016 וגידול כולל משמעותי של כ- 40% בנכסים המנוהלים לאותה התקופה בהנחת ביצוע המיזוג. בהקשר זה נציין, כי אנו לא מזהים פוטנציאל להמשך ביצוע מיזוגים משמעותיים נוספים (עם חברות מנהלות) בטווח הזמן הקצר והבינוני ולחברה אתגר משמעותי ביצירת צמיחה אורגנית. ככל שצמיחה כזו לא תתרחש, הדבר עלול להשפיע לשלילה על הפרופיל העסקי והדירוג.

כנגזר מהצמיחה הצפויה בהיקף הנכסים המנוהלים פרפורמה למיזוג, צפויה צמיחה משמעותית בהיקף ההכנסות הכולל בשיעור מצטבר של כ- 25% בשנים 2017-2018 לעומת 2016, כאשר עיקר הצמיחה מקורה במיזוג, כאמור. אולם, אנו לא צופים שיפור מקביל בשיעורי הרווחיות (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות) בטווח הזמן הקצר, למרות פוטנציאל מסוים לסינרגיה תפעולית. שיעור הרווחיות צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 3.5%-7.0%, אשר הינו נמוך ביחס לדירוג. זאת כתוצאה מהמשך שחיקה צפויה בדמי הניהול ולאור הגידול בהוצאות הצפי בגין המיזוג, חלקן לא תזרימיות (הפחתת עודפי עלות). למרות זאת, צפי שיפור מסוים כבר בטווח הזמן הקצר בהיקף התזרים, התומך בשיפור ביחס הכיסוי חוב ל-FFO שצפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 5.0-7.5 בתקופת התחזית, אשר הינו סביר לדירוג.

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו וכי המיזוג יתקיים כהערכתנו בטווח הזמן הקצר.

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

2014	2015	2016	30/9/2016	30/9/2017	
26	15	21	16	9	יתרות נזילות חופשיות [1]
128	115	114	114	100	חוב פיננסי ברוטו [2]
122	126	124	129	129	הון עצמי
272	266	259	279	265	סה"כ נכסים
101	99	96	73	72	הכנסות
2	6	4	4	5	רווח לפני מס
27	23	19	16	14	EBITDA
15	16	14	16	14	FFO
6	6	7	6	7	FCF
11,743	12,430	12,551	12,526	12,426	סך נכסים מנוהלים

יחסים מותאמים של מידרוג

45%	47%	48%	46%	49%	הון למאזן
20%	13%	18%	14%	9%	נכסים נזילים לחוב ברוטו
2%	6%	4%	6%	7%	רווח לפני מס להכנסות
27%	23%	20%	21%	19%	EBITDA להכנסות
4.8X	5.1X	6.0X	6.1X	5.8X	חוב ברוטו ל-EBITDA [2] [3]
8.6X	7.0X	8.0X	9.1X	8.2X	חוב ברוטו ל-FFO [2] [3]

[1] יתרות נזילות מוצגות בניכוי יתרות נזילות הנדרשות לצרכים רגולטוריים
[2] מהחוב הפיננסי ל-30 בספטמבר 2016 ו-2017 הופחתה יתרת הקרן ששולמה ב-1 באוקטובר לאותה שנה

[3] מתייחס ל-12 החודשים האחרונים שהסתיימו באותו תאריך

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי מוגבל לאור גודלה של החברה ופיזור מוצרים נמוך יחסית. עסקת אי.בי.אי צפויה לתמוך במיצוב החברה

בטוח הזמן הבינוני

לחברה פרופיל עסקי מוגבל, כפי שמתבטא בהיקף נכסים מנוהלים ובנתחי שוק נמוכים וכן בפיזור מוצרים נמוך יחסית, הפוגם בנראות ההכנסות. החברה מנהלת נכסים בהיקף של כ- 12.5 מיליארד ש"ח, הגוזרים נתחי שוק נמוכים במגזרי הגמל וההשתלמות ובמגזר הפנסיה החדשה של כ- 2.5% וכ- 0.2%, נכון ליום ה- 30 בספטמבר 2017 ולאורך השנים האחרונות. אלו משתקפים בהכנסות בהיקף נמוך ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה². עסקת אי.בי.אי ככל שתרחש צפויה לתמוך בפרופיל העסקי של החברה ותבטא פרופורמה למיזוג בגידול משמעותי בהיקף הנכסים המנוהלים וכנגזר בנתח השוק של החברה בענף הגמל (צפוי לעמוד על כ- 3.5%), אולם האחרון ימשיך להיות נמוך.

כאמור, היצע המוצרים של החברה נמוך יחסית, אולם דומה לחברות מנהלות חסכון לטווח בינוני-ארוך אחרות בענף. מגזר הגמל וההשתלמות מהווה את החלק המרכזי בתמהיל הנכסים (כ- 85% מסך הנכסים המנוהלים ליום ה- 30 בספטמבר 2017) ופוגם בפוטנציאל הרווח לאורך המחזור. זאת למרות, הגידול המתמשך בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר הפנסיה, המאופיין בפוטנציאל צמיחה גבוה יותר, בין היתר לאור זכייתה של החברה בקרן ברית מחדל. להערכתנו, משקל נכסי הפנסיה בתמהיל הנכסים המנוהלים של החברה יוותר נמוך יחסית בשנתיים הקרובות, כאשר יכולת החברה להמשיך ולצמוח במגזר זה מהווה אתגר בשל קיומו של מכרז נוסף להפעלת הקרן כבר בטווח הזמן הקצר. בשנים האחרונות חלה שחיקה מסוימת בפרופיל העסקי של החברה, למרות סביבה עסקית תומכת ובניגוד למגמה בענף. ענף הגמל נהנה מרגולציה תומכת (תיקון 190, חסכון לכל ילד וקופת גמל להשקעה), אשר הובילה לגידול מתמשך בנכסים המנוהלים (גידול של כ- 73 מיליארד ש"ח ב- 4 השנים האחרונות בגמל וקרנות השתלמות) בעוד שהחברה לא השכילה לצמוח אורגנית בתקופה זו. להערכתנו, ביצועי החברה ההיסטוריים ביחס לענף, כפי שמתבטאים בפערי התשואות ויתרונות לגודל של המתחרים, מהווים הסבר מרכזי לביצועי המגזר ההיסטוריים. לצד זאת נציין, כי בסיס הלקוחות מאופיין בפיזור רחב וללא תלות בלקוחות מהותיים, התומכים בנראות ההכנסות ומשתקפים בשיעור דמי ניהול גבוהים ביחס לענף וביחס שימור³ נכסים מנוהלים טוב יחסית (כ- 95% בשנים 2014-2016). יחס זה צפוי להערכתנו להישאר ברמה דומה בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח מאפייני לקוחות החברה ובשל השפעת הזכייה ב"קרן ברית מחדל" כמנוע להגדלת הנכסים המנוהלים.

תרחיש הבסיס שלנו מניח, כי הסביבה העסקית צפויה להיוותר מאתגרת ב-18-12 החודשים הקרובים, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, המונעת גם מרגולציה מעודדת תחרות שצפויה להימשך להערכתנו ולהמשיך וללחוץ על דמי הניהול והן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. מנגד, הסביבה הכלכלית צפויה להמשיך ולתמוך בגידול בהיקף הנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני-ארוך, עם צמיחה צפויה של כ- 3.0%-3.4% בשנים 2017-2018, להערכתנו ושיעור אבטלה נמוך ויציב, הצפויים להמשיך ולתמוך בעליית השכר הממוצע, לצד עליית מדרגה בשיעור ההפקדות הפנסיוניות החל מאמצע שנת 2016. בנוסף, הנחה מרכזית בתרחיש הבסיס הינה התקיימות עסקת מיזוג פעילות הגמל של אי.בי.אי. לתוך החברה (על אף כי הוא טרם אושר סופית על ידי כלל הגופים הנדרשים, אך בהתאם למידע שהועבר אלינו מהחברה, אנו סבורים כי הוא יתרחש במידת וודאות גבוהה), אשר צפויה לתרום לשיפור בפרופיל העסקי והפיננסי של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני וללא עלייה במינוף החברה, בענף עם יתרונות לגודל משמעותיים. נציין, כי במידה והמיזוג לא יצא לפועל, הדבר עלול להוביל אותנו לבחינת הדירוג.

בתרחיש זה הפרופיל העסקי של החברה ימשיך להיות מוגבל בטווח הזמן הקצר והבינוני למרות שיפור מסוים בשל מיזוג נכסי הגמל, כאמור. צמיחת פעילות החברה בשנים האחרונות נבעה בעיקרה ממיזוגים ורכישות וללא צמיחה אורגנית משמעותית. אנו צופים גידול אורגני מתון של כ- 1%-2% במצטבר בשנים 2017-2018 בנכסים המנוהלים של החברה ביחס לשנת 2016 (ללא השפעת מיזוג אי.בי.אי גמל), וזאת גם בשל מאמצי שימור מצד מתחרים (ללקוחות קיימים) והמשך ירידת שיעורי דמי הניהול הענפיים, כאשר פרופורמה למיזוג צפוי גידול מצטבר משמעותי של כ- 40% בנכסים המנוהלים לאותה התקופה, הגוזר גידול מהותי בהיקף ההכנסות,

² בתי השקעות וחברות מנהלות המדורגים על ידי מידורג

³ היחס שבין יתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים בניכוי פדיונות במהלך השנה ליתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים

אולם ההשפעה על הרווח בטווח הזמן הקצר תיותר נמוכה בשנת 2018. בהקשר זה נציין כי אנו לא מזהים פוטנציאל מהותי להמשך ביצוע מיזוגים נוספים עם חברות מנהלות נוספות ללא עלייה משמעותית במינוף בטווח הזמן הקצר והבינוני, כך שלחברה אתגר משמעותי בגידול אורגני בפעילות.

יכולת יצור הכנסות סבירה ביחס נמוכה לדירוג

לחברה יכולת יצור הכנסות סבירה ביחס לתמהיל הפעילות (המשתקפת בשיעור הכנסות לנכסים מנוהלים של כ- 0.82% בממוצע בשנים 2014-2016), אולם קוטנה פוגם ביכולתה לייצר כריות רווחיות הולמות לדירוג, בשל מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות והפחתות נכסים בלתי מוחשיים.

בתרחיש הבסיס אנו מעריכים צמיחה משמעותית בהיקף ההכנסות הכולל בשיעור מצטבר של כ- 25% בשנים 2017-2018 לעומת 2016, כאשר עיקר הצמיחה מקורה במיזוג כאמור עד לסוף הרבעון הראשון של שנת 2018, בעוד שההכנסות מפעילות הגמל הקיימת צפויות להישחק להערכתנו, בשל יציבות מסוימת בהיקף הנכסים המנוהלים בעיקר לאור הסביבה המוניטארית המאתגרת, פוטנציאל יצור תשואה נמוך ותנודתי והמשך שחיקה ענפית בדמי הניהול, נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות מחיר. פרופורמה למיזוג צפויה ירידה נוספת בשיעור דמי הניהול המשוקללים של החברה במגזר הגמל, לאור העובדה שאי.בי.אי גמל מאופיינת בשיעור דמי ניהול ממוצעים נמוכים יותר מהחברה, כאמור. במגזר הפנסיה, זכייתה של החברה בקרן ברית מחדל בשנת 2016 הביאה לעלייה בהיקף הנכסים המנוהלים בשיעור של כ-13% ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2017, עובדה אשר הובילה לעלייה בהיקף ההכנסות במגזר זה, אך היא איננה באה לידי ביטוי בשיפור ברווחיות לאור השקעה ראשונית גבוהה בקליטת בסיס הלקוחות. התרחיש שלנו אינו לוקח בחשבון פעילות מיזוגים ורכישות נוספות.

למרות הגידול הצפוי בהיקף הפעילות, נוכח המיזוג לא צפוי שיפור בשיעורי הרווחיות בטווח הזמן הקצר (עם שיפור שולי בהיקף הרווח), כאשר סינרגיה תפעולית משמעותית יותר צפויה להערכתנו החל משנת 2019, כאשר לחברה אתגר ביצור תשואה, בשימור לקוחות ובצמיחה אורגנית בהיקפי הפעילות. החיסכון הצפוי בבסיס ההוצאות מקורו בצמצום כפילויות בכ"א, חיסכון בעובדי תפעול ושירות ובהוצאות שיווק בחברה הממוזגת וכן חיסכון בדמי ניהול. אנו צופים כי שיעורי הרווחיות (הנמדד כשיעור הרווח לפני מס להכנסות) בשנים 2017-2018 ינועו בטווח שבין 3.5%-7.0%, שיעור נמוך ביחס לדירוג, בעיקר כתוצאה מהמשך שחיקה בדמי הניהול ולאור השפעות המיזוג, כאמור. נציין, כי עודף העלות הצפוי בעסקה יוביל להפחתות גבוהות יחסית, אשר מהוות משקולת לשיעור הרווחיות, אולם אינן פוגמות בתזרים. כך, שיעור ה-EBITDA צפוי להיות יציב יחסית על כ- 20% בדומה לשנתיים הקודמות.

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- 49% ליום ה-30 בספטמבר 2017. להערכתנו, לחברה כרית הונית סבירה ביחס לנכסי הסיכון של ההשקעות הפיננסיות במאזנה, התומכת ביכולת ספיגת ההפסדים לאורך המחזור גם כתוצאה מתיאבון לסיכון מתון בתיק.

אנו לא צופים בניית כרית הונית משמעותית בטווח הקצר-בינוני לאור פוטנציאל ייצור רווחים נמוך וללא הנחה לחלוקת דיבידנד. החברה הציגה תזרים מזומנים (FFO) יציב יחסית בשנים האחרונות, הצפוי להערכתנו להשתפר במידה מסוימת לאחר השלמת המיזוג, למרות המשך שחיקה בדמי הניהול ומבנה ההוצאות הקשיח יחסית, אך זה יפוצה מצד גידול בהכנסות כתוצאה מהמיזוג ולאור מרכיב מהותי של הוצאות לא תזרימיות, כאמור.

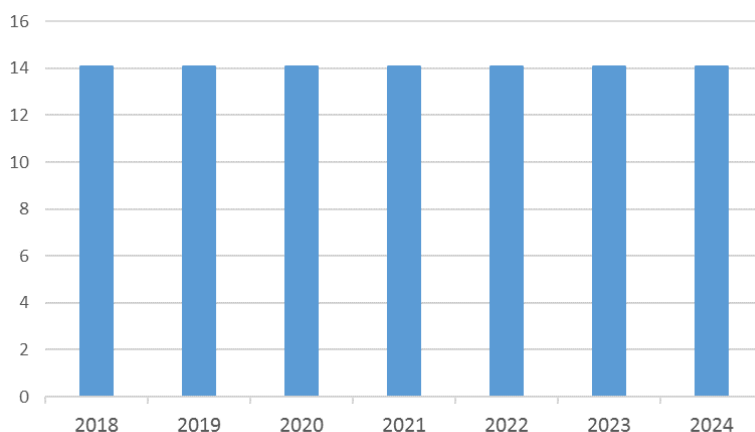
בתרחיש זה צפוי יחס הכיסוי חוב ל-FFO להשתפר ולנוע בטווח שבין 5.0-7.5 תקופת התחזית, אשר הינו סביר ביחס לדירוג. עם זאת, נציין כי היקף החוב עודנו משמעותי ביחס ליכולת יצור התזרים ולהיקפו, כאשר לחברה אין כרית ביטחון מספקת במידה ותחול הרעה זמנית ולא צפויה בפעילות. נציין, כי עלייה ביחס הכיסוי מעבר לרמה של 8.0 לאורך זמן עלולה ללחוץ על הדירוג.

גמישות פיננסית הולמת, אולם פרופיל הנזילות אינו בולט לטובה ומעצים את סיכון המיחזור

לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס החוב ל-EBITDA, אשר נע בטווח שבין 4.8-6.0 בשנים 2014-2016, וצפוי להשתפר להערכתנו ולנוע לאחר המיזוג בטווח שבין 4.0-5.5 בטווח הזמן הקצר והבינוני. הגמישות הפיננסית נתמכת גם במרחק הולם מהקובנטיים.

מנגד, פרופיל הנזילות של החברה אינו בולט לטובה ויכול לפגום ביכולת החברה להתמודד עם אירועים אקסוגניים בעלי אופי זמני, נוכח כרית נזילות נמוכה (ליום ה-30 בספטמבר 2017 לחברה יתרות נזילות חופשיות המהוות כ-8% מסך החוב ברוטו לאחר תשלום הקרן של שנת 2017) ופוטנציאל יצור תזרים חופשי (FCF) חיובי ונמוך, שאינו מאפשר בניית כרית נזילות משמעותית לאור עומס הפירעונות. להערכתנו, היקף התזרים החופשי צפוי לעמוד על כ-6-10 מיליון ₪ פרופורמה למיזוג, זאת בנוסף לגידול צפוי של כ-4 מיליון ₪ בנזילות הנדרשת לצרכים רגולטוריים, כך שהחברה תידרש למחזר את פירעון החוב הקרוב (כ-14 מיליון ₪). להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית הולמת, כאמור לצורך מחזור התשלום הקרוב, אולם פוטנציאל יצור תזרים חופשי נמוך יחסית מעצים את התלות במחזור חוב, אשר צפוי להיפרע לשיעורין ב-7 השנים הקרובות.

הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ, לוח סילוקין אג"ח א' ליום 30 בספטמבר 2017*, במיליוני ₪:



*לאחר התשלום בחודש אוקטובר 2017

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:

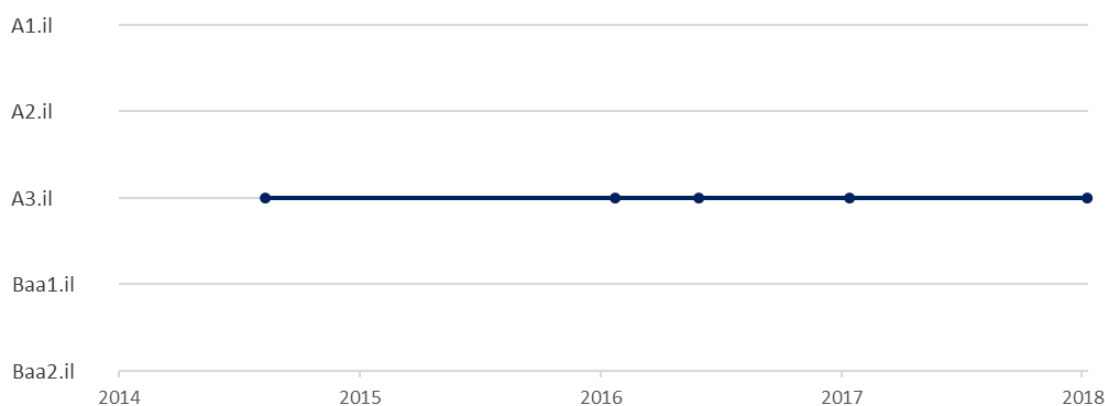
- המשך שחיקה בפרופיל העסקי שתתבטא בשחיקה בהכנסות החברה
- שחיקה ביחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA ול-FFO
- שחיקה מתמשכת בכרית הנזילות

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). מנכ"ל החברה הינו מר איתי ברדה.

ביוני 2017 הושלמה עסקה במסגרתה רכשה הלמן-אלדובי בית השקעות בע"מ את מלוא הונה המונפק והנפרע של החברה מידי הלמן-אלדובי פיננסים בע"מ, ובעלי מניות מיעוט נוספים אשר החזיקו בשיעורי החזקה זניחים בה, בתמורה להקצאת 70% מההון המונפק והנפרע של הלמן-אלדובי בית השקעות בע"מ וכן לרכישת מניות של חברות בנות נוספות בשליטת הלמן-אלדובי פיננסים, בתמורה לתשלום במזומן.

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.

היסטוריית דירוג**דוחות קשורים**

[הלמן-אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ - מעקב - ינואר 2017](#)

[מתודולוגיית דירוג בתי השקעות - נובמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

21.01.2018	תאריך דוח הדירוג:
18.01.2017	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 שאליה 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 התחייבות 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>