



גלובל פיננס ג'י.אר. 8 בע"מ¹

אגרות חוב (סדרה ד' לאחר הפחתת קרן) מגובות אגרות חוב תאגידיות

דוח דירוג | אפריל 2011

1

מחברים:

יובל סקורניק - אנליסט
yuvals@midroog.co.il

אביגיל קוניקוב - ראש צוות בכירה
avigail.k@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען ה"ר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים
meravb@midroog.co.il

¹ דש ניירות ערך והשקעות בע"מ הינה בעלת עניין במידרוג. דש ניירות ערך והשקעות בע"מ מחזיקה ב- 49.96% ממניות חברת דש גלובל פיננס בע"מ אשר מחזיקה ב- 100% ממניות החברה המדורגת. מר דניאל דילבסקי, מנהל מחלקת ניהול תיקי השקעות בדש ניירות ערך והשקעות בע"מ, מכהן כדירקטור במידרוג. מר דניאל דילבסקי אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

גלובל פיננס ג'י.אר. 8 בע"מ

דוח דירוג

תיאור	יתרת ע.ג ליום ההנפקה (אלפי ש"ח) ²	יתרת ע.ג מדורג (אלפי ש"ח) נכון לאפריל 2011 לאחר הפחתת הקרן ^{2,3}	דירוג ראשוני	דירוג קודם, לרבות אג"ח מיועדת לפדיון	דירוג סדרה ד', לאחר הפחתת הקרן
סדרה ד'	1,371,548	789,558	Aaa	Ba3/WL	Baa1

החברה פיצלה את אגרות החוב (סדרה ד') לשתי סדרות אגרות חוב כדלקמן: סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן וסדרה ד' מיועדת לפדיון. החברה לא פיצלה את אגרות החוב של סדרה ה'. בהתאם לבקשת החברה מידרוג מדרגת את אגרות החוב סדרה ד' לאחר הפחתת קרן ומפסיקה לדרג את אגרות החוב סדרה ד'. למען הסר ספק, אגרות החוב המיועדות לפדיון אינן מדורגות.

סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן מגובה בתיק הנכסים המגבים, למעט אגרות החוב של חברות צים שירותי ספנות משולבים בע"מ (להלן: "צים") ואפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה השקעות"), אשר הינם בהפרה. מחזיקי סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן אינם זכאים לתקבולים בגין אג"ח צים ואג"ח אפריקה השקעות. בהתאם למסמכי העסקה מלוא התקבולים בגין תיק הנכסים המגבים, למעט תקבולים בגין אג"ח צים ואג"ח אפריקה השקעות ישמשו לפירעון סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן, וזאת בהתאם ללוח הסילוקין שפורסם על ידי החברה. הדירוג מתבסס, בין היתר, על ההנחות כי התזרים מהנכסים המגבים למעט אפריקה השקעות וצים, יהווה את המקור היחיד לפירעון למחזיקי אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן) ואינו מתייחס לפיצולים עתידיים באגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן). למען הסר ספק, הפסדים בפועל או הפסדים צפויים כתוצאה ממקרי כשל עתידיים בנכסים המגבים יילקחו בחשבון בדירוג יתרת אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן). קרי, ההפסדים יחושבו ביחס לכל יתרת אגרות החוב (סדרה ד').

מידרוג מדרגת את סיכוני האשראי הנובעים מהתחייבות החברה לפרוע את הקרן והריבית במלואן עד מועד הפירעון בפועל של אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן). בין אם על ידי פירעון במועד הסופי הנקוב ובין אם על ידי פירעון מוקדם בגין עילה כלשהי הקבועה בתנאי אגרות החוב. בנוסף, ללא כללים משפטיים המסדירים את עסקאות האיגוח, אין וודאות מלאה באשר לבידוד התזרים מסיכוני האשראי של סדרות אחרות בחברה. החברה הייעודית הציגה חוות דעת משפטית בדבר הבעלות על הזכויות והפירות מהנכסים המגבים.

למען הסר ספק, פירעון מוקדם של הקרן והארכת מח"מ הם חלק מתנאי תשלום איגרת החוב ואינם מהווים אירוע כשל (default).

מידרוג בחנה את תוחלת ההפסד הצפוי, ההסתברות לכשל, בדיקות רגישות נוספות ואת מבנה העסקה. לאור בחינות אלו, המפורטות להלן, דירוג אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן) הינו Baa1.

² ההנפקה במונחי המדד במועד ההנפקה.

³ אגרות החוב המדורגות ע"י מידרוג הן יתרת הערך הנקוב של אגרות החוב סדרה ד' הרשומה למסחר בלבד, ללא סדרה ד' המיועדת לפדיון.

1. כללי

גלובל פיננס ג'י.אר. 8 בע"מ (להלן: "המנפיקה" או "החברה") הינה חברה ייעודית (SPC) אשר הוקמה על-ידי דש גלובל פיננס בע"מ, העוסקת בהנפקות ניירות ערך ומוצרי חוב. מטרת המנפיקה הן: הנפקת אגרות חוב, המגובות בתזרים מזומנים של נכסים שנרכשו על ידי החברה וביצוע כל הפעולות הדרושות לצורך טיפול בנכסים המגבים את אגרות החוב. בדצמבר 2007 דירגה מידרוג את אגרות החוב (סדרות ד'-ה'), שהונפקו ע"י החברה, בדירוגים Aaa ו-Baa3, בהתאמה. בהתאם לבקשת החברה, מידרוג מדרגת את אגרות החוב סדרה ד' לאחר הפחתת קרן ומפסיקה לדרג את אגרות החוב סדרה ד' טרם הפחתת הקרן. דירוג סדרה ד' טרם הפסקת הדירוג עמד על Ba3 באופן שלילי ודירוג סדרה ה' טרם הפסקת הדירוג עמד על C. להיסטוריית דירוג סדרות ד' ו-ה' ראה נספח 6.

שיטת התשלום למחזיקי אגרות החוב הינה pass-through, דהיינו, כל התזרים המתקבל מהנכסים המגבים מועבר למחזיקי אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן). בסיס ההצמדה של אגרות החוב זהה לזה של הנכסים המגבים, כלומר, אין חשיפה למדד, כיוון שהתשלומים למחזיקי אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן) והתזרים הנובע מהנכסים המגבים צמודים למדד המחירים לצרכן. ההוצאות התפעוליות של החברה הייעודית ימומנו מכרית תפעולית אשר הועמדה על ידי בעלי החברה בגובה של 2.4 מיליוני ש"ח.

כביטחון למילוי מלא ומדויק של כל תנאי אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן) וכל תנאי שטר הנאמנות, החברה התחייבה לרשום שעבודים כמפורט בסעיף 4.1 להלן.

3

בתהליך הדירוג נבחנו הסוגיות הבאות:

- איכות האשראי של הנכסים המגבים.
- בחינת התאמת התזרים הצפוי מהנכסים המגבים, שנבנה על ידי המנפיקה, לתשלומים לאגרות החוב סדרה ד', לאחר הפחתת הקרן, שנתקבלו מהמנפיקה.
- אופן העברת התזרים למחזיקי האג"ח.
- היותה של העברת הזכויות בנכסים המגבים העברה גמורה (True Sale), נבחנה על ידי יועציה המשפטיים של החברה וגובתה בחוות דעת משפטית.

2. סיכום תנאי אגרות החוב סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן

2.1 מבנה	
<p>סוג האג"ח המונפק: הנכסים המגבים: החברה הייעודית: נותן השירותים לעסקה: נאמן:</p>	<p>איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן מגובות בנכסים מגבים. איגרות חוב קונצרניות. צמודות למדד המחירים לצרכן. גלובל פיננס ג'י.אר. 8 בע"מ. דש גלובל פיננס בע"מ. יובנק חברה לנאמנות בע"מ.</p>
<p>עלויות תפעול החברה הייעודית:</p>	<p>החברה תשלם את הוצאותיה השוטפות לפי רשימה סגורה, הכוללת: -תשלומים סטאטוטוריים. - תשלומים לנאמן, לחברה המדרגת ושכר טרחת עורכי דין. - שכר טרחת רואי חשבון והנהלת חשבונות. - דמי ניהול לדש גלובל פיננס בע"מ (חברת האם של ג'י.אר. 8) בסך 10,000 דולר ארה"ב לשנה (סכום זה ישולם לאחר ביצוע התשלומים לעיל). התשלומים האמורים יבוצעו, בכפוף לאישור הנאמן, לאחר שיוכח להנחת דעתו, כי ההוצאה הינה עבור תשלום לצד שלישי (למעט דמי ניהול), במסגרת פעילות החברה. סך כל התשלומים לא יעלה על סך של 300,000 ₪ לשנה.</p>
<p>כרית תפעולית:</p>	<p>2,400 אלפי ₪, סכום המכסה את עלויות ניהול תיק הנכסים המגבים וההתחייבויות של החברה לכל תקופת אגרות החוב סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן ואת עלויות תפעול החברה.</p>
<p>שיעור ריבית סדרה ד':</p>	<p>4.1%³.</p>
<p>תשלומי קרן סדרה ד':</p>	<p>789,558 אלפי ₪ ע.ג.</p>
<p>בסיס הצמדה:</p>	<p>מדד המחירים לצרכן, ללא הבטחת רצפת המדד. הצמדת קרן וריבית.</p>
<p>מכירת נכסים מגבים:</p>	<p>לא יבוצעו כל עסקאות מכירה או קניה של נכסי בסיס לאחר ההנפקה למעט מכירת נכסי בסיס שהוגדרו בכשל (כמתואר בסעיף 5.2) ובתנאי שהתמורה ממכירה זו תשמש לפירעון מוקדם של איגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן).</p>
<p>חשבונות החברה:</p>	<p>החברה תפתח חשבונות בבנק המדורג בדירוג מקומי או בינלאומי לזמן קצר שאינו נמוך מ- P-1 (או דירוג מקביל) ודירוג לזמן ארוך מקומי או בינלאומי שאינו נמוך מ- Aa3 באופק יציב (או דירוג מקביל) או בבנק אחר שאושר על ידי מידרוג כי הפקדה בו לא תפגע בדירוג.</p>

³ יתכן מצב בו תשלום הריבית יתבצע במועד מאוחר. הריבית מחושבת כריבית אפקטיבית לפי חודשים שלמים $(1 - ((1+r)^{1/12}))$ בגין ריבית צבורה תשלום ריבית (ריבית דריבית).

2.2 קריטריונים להכללת נכסים מגבים בתיק:

- כל נכסי הבסיס צמודים למדד המחירים לצרכן.
- בגין נכסים, שמדד הבסיס שלהם גבוה ממדד הבסיס בעסקה, נלקח בחשבון תזרים ממודד למדד הבסיס בעסקה, מבלי להתחשב ברצפת מדד, ככל שתהיה, של הנכס המגבה.
- נכסים הכוללים זכות של המנפיק לבצע פירעון מוקדם לא נכללו בתיק.
- נכסים הכוללים מנגנונים להאצת פירעון לא נכללו בתיק.
- הנכסים הינם התחייבויות לא נחותות של מנפיק הנכס המגבה.
- נכסים לא מדורגים לא נכללו בתיק.

2.3 משיכת סכומים עודפים

החברה תהיה רשאית למשוך סכומים עודפים מכרית הביטחון להוצאות שוטפות, בכפוף לאישור הנאמן ולאחר שתציג לנאמן אישור רו"ח בדבר יתרה עודפת. משיכת העודפים תתבצע אחת לשנה, לאחר מועד חתימת הדוחות הכספיים השנתיים.

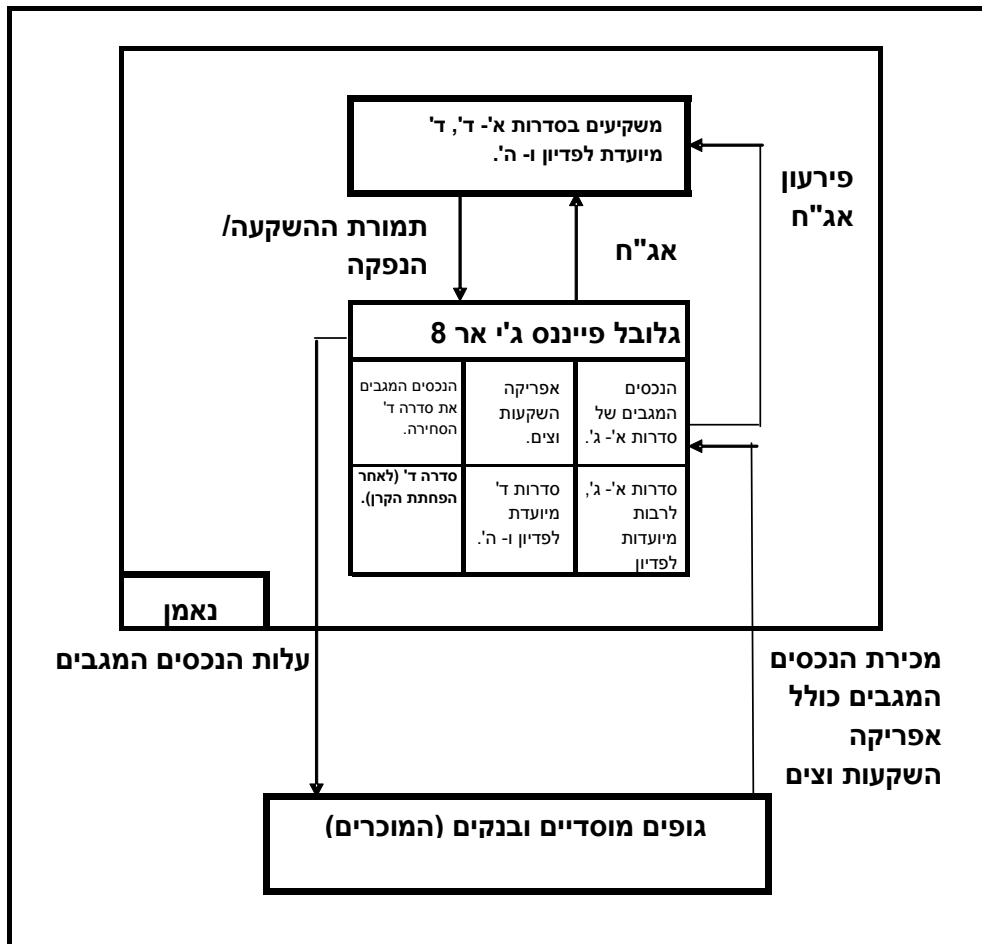
החברה תהיה רשאית למשוך סכומים עודפים בגין הנכסים המגבים, העולים על סכומי הקרן והריבית להם זכאים בעלי איגרות החוב בגין אותו רבעון. סכומים אלו ימשכו ע"י החברה בתום הרבעון, בכפוף לאישור הנאמן.

3. איכות האשראי של הנכסים המגבים

רכישת הזכויות בנכסים המגבים בוצעה בהתאם להסכמים בין המנפיקה לבעליהם בכפוף להעברת התמורה בגין נכסים אלו. איגרות החוב הועברו למנפיקה כנגד העברת תמורתן ובאופן המפורט להלן:

- במידה ובעל אגרות החוב רשום במרשם בעלי אגרות החוב אצל החברה אשר הנפיקה את אגרות החוב, הועברו למנפיקה המסמכים הבאים: תעודת אגרת החוב, שטרי העברת אגרות החוב והסכמת מנפיקות אגרות החוב להעברתן.
 - במידה ובעל אגרות החוב אינו רשום במרשם בעלי אגרות החוב אצל החברה אשר הנפיקה את אגרות החוב, התבצעה העברת אגרות החוב למנפיקה בדרך של עסקה מתואמת.
- בדיקת מידרוג בוצעה לגבי סיכון האשראי בסך התזרימים בעסקה, כפי שהועברו אליה ע"י המנפיקה. בדיקות שלמות ביחס לכל נכס בסיס ולכל מוסד פיננסי בו הופקדו הפיקדונות, לא בוצעו ע"י מידרוג. הנתונים על בסיסם נבחן מבנה ההנפקה, כפופים לאישור בודק חיצוני בלתי תלוי וכן לחתימת הסכמי הסבה עם מוכרי הנכסים.

4. העברת התזרים למחזיקי האג"ח



שטר הנאמנות לעסקה ותקנון המנפיקה כוללים תנאים מגבילים על פעילות המנפיקה, במטרה להבטיח כי כל התשלומים בהתאם לתנאי האג"ח יבוצעו כדון. התנאים המפורטים להלן מעניקים הגנה על התזרים, במטרה להבטיח העברה תקינה של התזרים מהנכסים המגבים, לפירעון חובם של מחזיקי האג"ח. התנאים המגבילים העיקריים הם:

4.1 שעבודים

- שעבוד קבוע (על הזכויות בחשבון הבנק) ושוטף (על הכספים והנכסים שיופקדו מעת לעת), מדרגה ראשונה על חשבון הבנק אליו יגיעו כל הפירות הנובעים מהנכסים המגבים, וכן כל הכספים המופקדים ושיופקדו בו מעת לעת והפירות שינבעו מכספים אלו, לטובת הנאמן למחזיקי סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן.

- שעבוד קבוע, ראשון בדרגה, ללא הגבלה בסכום, על כל הנכסים המגבים. השעבוד הקבוע יחול על כל הפירות וטובות ההנאה וכל זכות אחרת הנובעת מהנכסים המגבים, לטובת הנאמן למחזיקי סידרה ד'.
- המנפיקה מתחייבת לא ליצור שעבוד נוסף כלשהו מכל מין וסוג שהוא לטובת צד שלישי כלשהו, על הנכסים המשועבדים לנאמן, עד לפירעון המלא של אגרות החוב, אלא בהסכמת הנאמן מראש ובכתב.

4.2 הצהרות והתחייבויות המנפיקה

המנפיקה הצהירה והתחייבה כלפי הנאמן במסמכי העסקה, בין היתר, כי:

- היא לא עסקה ולא תעסוק בכל פעילות שאינה קשורה להנפקת אגרות החוב.
- העסקה אושרה כדין ובהתאם לתקנון המנפיקה.
- רכוש המנפיקה, למעט הנכסים המגבים את איגרות החוב מקבוצת איגרות החוב הוותיקה, משוחרר וחופשי מכל שעבוד, משכון, עיקול, עיכון, תביעה חוב או זכות כלשהי לטובת צד שלישי ואין תביעות או הליכי כינוס כנגדה.
- המנפיקה לא תשלם דיבידנד, למעט תשלום סכומים עודפים⁴ בתנאים מגבילים מסוימים המפורטים בתנאי העסקה.
- המנפיקה תנהל ספרים, דוחות כספיים וחשבונות בנק נפרדים ותשתמש בחשבוניות, המחאות ונייר מכתבים נפרד.
- שטר הנאמנות ותקנון המנפיקה מסדירים מטרות מוגבלות הכוללות אך ורק את הנדרש לשם הנפקת אגרות החוב, החזקת פיקדונות בנקאיים בבנק המדורג P-1 לזמן קצר ו- Aa3 לזמן ארוך, באופן יציב, או דירוג מקביל או נכסים פיננסיים אחרים המוגדרים בתשקיף, בתנאי שהשקעה בו לא תפגע בדירוג, ופעולות הדרושות והכרוכות בעיסוקים האמורים.
- ממועד הנפקת אגרות החוב ועד לפירעון המלא, החברה לא תעשה כל פעולה אשר אינה מותרת על פי תנאי שטר הנאמנות.

7

4.3 סמכויות הנאמן

בתקנון המנפיקה נקבע כי החלטות מסוימות באסיפה הכללית של המנפיקה אינן יכולות להתקבל אלא באישור הנאמן מראש ובכתב ו/או מחזיקי אגרות החוב, לרבות:

- מיזוג, פיצול או כל רה-ארגון.
- אישור העברת מניות.
- פירוק המנפיקה מרצון וחלוקת נכסיה במקרה של פירוק.
- שינוי תקנון המנפיקה, לרבות שינוי מטרות החברה.
- הקצאת ניירות ערך כלשהם.
- שינוי מבנה ההון.

⁴ סכום עודף יכול להיווצר כתוצאה מעודף רזרבה של הוצאה בפועל וכתוצאה מהפרשי כספים שלא נלקחו בחשבון במודל הכמותי.

- תשלום משכורת, דמי ייעוץ, דמי ניהול או הטבה אחרת למעט כמפורט במסמכי העסקה.
- כמו כן, במסגרת שטר הנאמנות הוסדרו סמכויות הנאמן ביחס לביצוע תשלומים שונים בעסקה.

4.4 העמדה לפירעון מיידי ופדיון מוקדם של אגרות החוב

4.4.1 העמדה לפירעון מיידי על ידי הנאמן

איגרות החוב תעמודנה לפירעון מיידי בקרות אחד או יותר מהאירועים הבאים:

- אם החברה לא תפרע סכום כלשהו שיגיע ממנה בקשר עם אגרות החוב תוך 3 ימי עסקים ממועד פירעונו של אותו סכום בניגוד לתנאי שטר הנאמנות.
- אם יינתן צו על ידי בית משפט או תתקבל החלטה בת תוקף לפירוק החברה או כל החלטה בת תוקף אחרת שתתקבל בעקבות בקשה לפירוק החברה ואשר יש בה לדעת הנאמן פגיעה בזכויותיהם של בעלי אגרות החוב, והחלטה ו/או צו בית המשפט כאמור לא יבוטלו תוך 45 יום ממועד מתן הצו וכל עוד הצו בתוקף.
- אם יתמנה מפרק לחברה (זמני או קבוע) ומינוי כאמור לא יבוטל תוך 45 יום.
- אם יתמנה כונס נכסים (זמני או קבוע) לחברה ו/או על כל או רוב נכסי החברה או על נכסים שלדעת הנאמן הינם מהותיים לחברה ומינוי כאמור לא יבוטל תוך 45 יום וכל עוד המינוי בתוקף.
- אם תכונס אסיפת נושים של החברה לשם הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות או אם יינתן צו מכוח הסעיף האמור או תתקבל החלטה בת תוקף אחרת בעקבות בקשה שהוגשה לפי סעיף 350 אשר יש בה לדעת הנאמן פגיעה בזכויותיהם של בעלי אגרות החוב וצו או החלטה כאמור לא יבוטלו תוך 45 יום.
- אם יוטל עיקול או תבוצע פעולה של הוצאה לפועל על כל או רוב נכסי החברה או על נכסים שלדעת הנאמן הינם נכסים מהותיים של החברה או תבוצע פעולת הוצאה לפועל נגד נכסים כאמור ולא יוסר העיקול או תבוטל הפעולה תוך 45 יום לאחר שהוטל העיקול או בוצעה הפעולה והנאמן יראה בכך סכנה לזכויותיהם של מחזיקי אגרות החוב.
- אם תפסיק החברה או תתעתד להפסיק את תשלומיה או תחדל או תתעתד לחדול לנהל עסקים או שלדעת הנאמן קיים סיכון סביר שהחברה תחדל לנהל עסקים והנאמן יראה באיזה מאירועים אלו סכנה לזכויותיהם של מחזיקי אגרות החוב.
- אם תחוסל או תמחק החברה מכל סיבה שהיא.
- הפרה יסודית אחרת של תנאי אגרות החוב ושטר הנאמנות, ובכלל זה אם יתברר כי מצגי החברה באגרות החוב או בשטר הנאמנות אינם נכונים ו/או מלאים, והכל אם נתן הנאמן הודעה לחברה לתקן את ההפרה והחברה לא תיקנה הפרה כאמור תוך 7 ימי עסקים ממתן ההודעה ובתנאי שלדעת הנאמן נפגעו או יפגעו כתוצאה מכך התשלומים למחזיקי אגרות החוב.



מידרוג

- אי תשלום ו/או עיכוב בתשלום ו/או תשלום בחסר הנובע מאי תשלום ו/או עיכוב בתשלום ו/או תשלום בחסר על-ידי מי מהתאגידים המגבים, לא ייחשב כהפרה של תנאי שטר הנאמנות ותנאי אגרות החוב ולא יהווה עילה לפירעון מיידי כאמור לעיל. במקרים אלו החברה תנקוט בצעדים המפורטים בתשקיף על מנת לגבות תשלומים אלו.

4.4.2 פירעון מוקדם ייזום על ידי החברה

בהתאם להסכם השירותים עם דש גלובל התחייבה דש גלובל לרכוש את תיק הנכסים המגבים או להעביר את תיק הנכסים המגבים במלואו מאת החברה לצד שלישי, בתמורה לסילוק יתרת החוב⁵, לרבות הפרשי ריבית והצמדה מדי שלושה חודשים החל מיום 1 ביולי 2011. ובתנאי שנתקיימו התנאים המצטברים המפורטים בסעיף 3.14.1 לתשקיף. במקרה שדש גלובל, או מי מטעמה תרכוש את תיק הנכסים המגבים, לחברה תהא זכות לבצע פדיון מוקדם מלא של אגרות החוב.

במקרה של פדיון מוקדם תעביר החברה את תשלום תמורת הפדיון המוקדם בהתאם לאמור בתשקיף ובכפוף לאמור בתקנון הבורסה ובהנחיות מכוחו.

⁵ למען הסר ספק, לעניין זה, יתרת החוב כוללת את אגרות החוב במחזור כולל את אגרות החוב המיועדות לפדיון.

5. איכות האשראי של הנכסים המגבים

5.1 תיאור כללי

תיק הנכסים המגבים כולל 40 נכסים מגבים של תאגידיים בדירוגים שונים. דירוג הנכסים לצרכי העסקה נע בין Baa2 ל-Aaa (או דירוגים מקבילים). דירוג הנכסים המגבים לצורכי העסקה נקבע בהתאם לדירוגי מידרוג. בהעדר דירוג מידרוג, הדירוג נקבע לפי דירוגי חברת הדירוג אשר דירגה את הנכס. במידה והנכס המגבה נמצא ברשימת מעקב או עם תחזית שלילית, נלקח בחשבון, לצורכי העסקה, דירוג נמוך בדרגה אחת. אורך החיים הממוצע (WAL או Weighted Average Life) של הנכסים המגבים נע בין 0.58 ל- 5.17 שנים. להלן התפלגות מספר הנכסים המגבים והתזרים הצפוי בגינם (מהוון לפי ריבית האג"ח, 4.1%) לפי דירוג ולפי ענף.

התפלגות הנכסים המגבים לפי דירוגים:

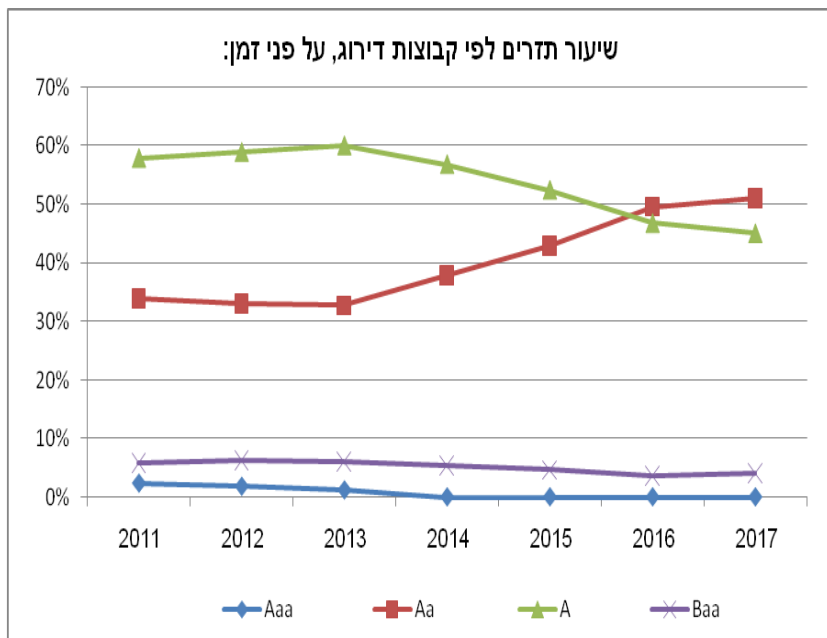
דירוג לצרכי עסקה	ערך נוכחי של התזרים ⁶	אחוזים מסך תזרים	מספר תאגידיים מנפיקים	אחוזים מסך תאגידיים
Aaa	19,430,132	2.37%	1	2.50%
Aa1	39,418,245	4.82%	1	2.50%
Aa2	55,807,259	6.82%	3	7.50%
Aa3	182,334,653	22.28%	6	15.00%
A1	341,016,447	41.67%	7	17.50%
A2	62,739,050	7.67%	8	20.00%
A3	69,775,969	8.53%	7	17.50%
Baa1	27,200,753	3.32%	5	12.50%
Baa2	20,584,446	2.52%	2	5.00%
סה"כ	818,306,953	100.00%	40	100.00%

⁶ מהוון בריבית 4.1%.

התפלגות הנכסים המגבים לפי ענף⁷:

ענף	ערך נוכחי	אחוזים מסך ערך נוכחי	מספר תאגידים	אחוזים מסך מספר תאגידים
תשתיות	163,638,122	20.00%	2	5.00%
שירותים עסקיים מגוונים	150,884,930	18.44%	2	5.00%
כימיקלים, פלאסטיק וגומי	145,167,726	17.74%	2	5.00%
בניין ונדל"ן	100,414,474	12.27%	12	30.00%
תעשייה מגוונת	52,320,597	6.39%	3	7.50%
מתכת	42,354,529	5.18%	2	5.00%
בנקאות	39,441,863	4.82%	1	2.50%
גז ונפט	32,545,841	3.98%	4	10.00%
קמעונאות	24,689,212	3.02%	2	5.00%
אלקטרוניקה	22,945,190	2.80%	1	2.50%
פיננסיים	10,324,955	1.26%	1	2.50%
מגזר ציבורי	10,030,367	1.23%	1	2.50%
כלי רכב	7,184,192	0.88%	1	2.50%
תקשורת	6,335,029	0.77%	1	2.50%
תעשייה מוצרי צריכה	4,365,261	0.53%	2	5.00%
ביטוח	3,576,980	0.44%	1	2.50%
מכונות	1,337,312	0.16%	1	2.50%
חקלאות	750,373	0.09%	1	2.50%
סה"כ	818,306,953	100.00%	40	100.00%

⁷ סיווג ענפי של Moody's. ראה נספח 5 - טבלת סיווגי Moody's.



בתרשים משמאל מוצגת התפלגות הנכסים המגבים בחלוקה לקבוצות דירוג שונות על פני משך חיי אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן). בהתאם לתרשים שלהלן, נכון למועד כתיבת הדוח, התזרים מנכסים המדורגים בקבוצות ה-Aa ומעלה מהווה כ-36.29% מסך התזרים, התזרים מנכסים המדורגים בקבוצת ה-A מהווה כ-57.87% מסך התזרים והתזרים מנכסים המדורגים בקבוצת ה-Baa מהווה כ-5.84% מסך התזרים. הכללה בקבוצות הדירוג הינה בהתאם לדירוג לצרכי עסקה. יתרת התזרים מהוונת בריבית 4.1% ומוצגת בהתאם לתחילת כל שנה קלנדרית, למעט בשנת 2011.

5.2 הגדרות הכשל בנכסים מגבים

- במידה ולא יגיע סכום כלשהו, לפי לוח סילוקין של הנכס המגבה, תוך פרק זמן של 30 יום על פי לוח סילוקין.
- פריסת תשלומים.
- אי עמידה בתשלומים בסדרות מקבילות השייכות לאותו מנפיק של נכס מגבה.
- מתן צו פירוק קבוע ע"י ביהמ"ש למנפיק נכס מגבה.
- מינוי כונס נכסים למנפיק נכס מגבה, שלא בוטל תוך 45 יום.
- הודעת מנפיק נכס מגבה על הפסקת פעילות.

6. מדידת סיכון האשראי

חוסר יציבות בדירוגי הנכסים המגבים, גורר אפשרות לתנודתיות בדירוג סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן ועל כן, בין היתר, נבחנים בנוסף להתפלגויות ההפסדים ניתוחי רגישות שונים.

לאור האמור לעיל, נבחנו מספר התפלגויות הפסדים לצורך אפיון ההפסד הצפוי בנכסים המגבים: אמידת כשלים ושיעורי שיקום בסימולציית מונטה קרלו, CBET (Technique Expansion Correlated Binomial), BET (Expansion Technique), Binomial, Double Binomial ו- Triple Binomial. כמו כן, בוצעו בדיקות רגישות, לכל אחת מההתפלגויות.

סימולציית מונטה-קרלו

במסגרת סימולציית מונטה-קרלו נבחן מספר רב של תרחישי הפסד של כל אחד מהנכסים המגבים. תרחישים אלו מייצרים את התפלגות ההפסד של הנכסים המגבים, כך שהתקבול בכל תרחיש ניתן להשוואה לתקבול התיאורטי, לו לא היה מתרחש כשל. הנחות היסוד לגבי התפלגות חדלות הפירעון קובעות את אופן בניית סימולציות מונטה-קרלו. במקרים בהם ניתן להניח אי-תלות בין הנכסים המגבים, התקבול של כל נכס מוגרל באופן עצמאי. במקרה של קורלציה בין הנכסים המגבים, ההנחות בדבר הקורלציה משמשות לבניית התרחישים. לאחר הגרלת התקבול לכל נכס מחושב התקבול המצרפי בתרחיש.

התפלגות ה-CBET

התפלגות ה-CBET מבוססת על תיק נכסים תיאורטי המורכב ממספר נכסים מגבים זהים אשר מדמה את התנהגות תיק הנכסים המגבים האמיתי. בשיטת ה-CBET, בניגוד לשיטת ה-BET, לא מניחים כי הנכסים המגבים התיאורטיים הינם נכסים בלתי תלויים. הנחת הקורלציה בין הנכסים המגבים מאפשרת ליצור התפלגות הפסדים בעלת "זנב שמן" (Fat tails), ועל ידי כך ליצור מודל יציב יותר ורגיש יותר להפסדים. ההסתברות לתרחישי ההפסד מחושבת כדלקמן בהתאם לנוסחה הבאה.

ההסתברות של k נכסים שכשלו ו- $n-k$ נכסים שלא כשלו בכל סדר שהוא הינה:

$$P = C(n, k) E \left[\prod_{j=1}^k x_j \prod_{j=k+1}^n (1 - x_j) \right] = C(n, k) \sum_{j=0}^{n-k} (-1)^j C(n-k, j) \prod_{i=1}^{j+k} p_i$$

$$C(n, k) = \frac{n!}{k!(n-k)!}$$

כאשר $C(\cdot)$ מייצג את הפונקציה הקומבינטורית

$$p_j \text{ ההסתברות לכשל של סדרה } j, j = 1, 2, \dots, n \text{ עבוד כל } p_j = 1 - (1-p)(1-\rho)^{j-1}$$

$$\rho \text{ מטריצת הקורלציות, } \rho = \text{corr}(x_{j+1}, x_{j+2} | x_1 = 1, x_2 = 1, \dots, x_j = 1) \text{ עבור כל } j = 1, \dots, n-1$$

x_j מייצגת את הנכס שכשל כך שאם $x_j = 1$ נכס מספר i כשל.

תוחלת ההפסד הכוללת של התזרים מהנכסים המגבים עומדת על 0.109%, אומדן אורך החיים המשוקלל (WAL) של תיק הנכסים המגבים עומד על כ-3 שנים. תוחלת ההפסד לאיגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן) משקפת דירוג A2.

בהתאם לתרחישי רגישות שנבחנו, ההסתברות לכשל באג"ח משקפת דירוג נמוך מהדירוג הנגזר מתוחלת ההפסדים לסדרה ד' לאחר הפחתת הקרן. הסתברות זו לוקחת בחשבון את הרכב תיק הנכסים המגבים, הנחות הקורלציה בין הנכסים המגבים וכן את מבנה התשלומים בעסקה. בהקשר זה, נציין כי איגרות החוב סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן, סופגות הפסדים החל מנפילת הנכס הראשון (first loss position), וכי תיק הנכסים המגבים כולל נכסים בשיעור של כ- 3.32% המדורגים בדירוג Baa1 לצרכי עסקה ושיעור של כ- 2.52% מדורגים בדירוג Baa2 לצרכי עסקה. איגרות החוב סדרה ד' רגישות לדירוגי נכסים אלו.

לאור האמור לעיל ובהתחשב בתוצאות מבחני הרגישות, דירוג אגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן) הינו Baa1.

7. אופק הדירוג

דירוג אגרות החוב עשוי להשתנות בין השאר כתוצאה מהגורמים כדלקמן:

- שינוי בסיכון האשראי של הנכסים המגבים.
- הנכסים המגבים הם התחייבויות לא נחותות של התאגידים המגבים, עם זאת דירוג איגרות החוב (סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן) עשוי להשתנות כתוצאה משינוי בסיכון האשראי של הנכסים המגבים כתוצאה מהנפקת חוב על ידי תאגיד מגבה בדרגת בכירות זהה או גבוהה.
- הרשות לניירות ערך מגבילה את הכללתן של חברות לא מדווחות שהיקפן בתיק הוא מעבר ל- 5%. במקרה בו משקלה של אגרת חוב קונצרנית אשר הונפקה על ידי תאגיד שאינו תאגיד מדווח כהגדרתו בחוק ניירות ערך (לרבות תאגיד שחדל להיות תאגיד מדווח לאחר מועד התשקיף), יעלה על 5% מיתרת הנכסים המגבים, באופן שיטיל על אותו תאגיד חובות דיווח שהינן מעבר למה שאותו תאגיד התחייב לו, החברה עשויה להידרש למכור, על פי הנחיות הרשות לניירות ערך, את אותה אגרת חוב קונצרנית באופן שמשקלה מיתרת הנכסים המגבים יפחת מ- 5%. במקרה כזה, כתוצאה ממכירת תאגיד שהפסיק לדווח, עלול להיווצר הפסד הון למשקיעים ודירוג אגרות החוב סדרה ד' לאחר הפחתת הקרן עשוי להשתנות. מכירת נייר כתוצאה מהאמור לעיל לא נלקחה בחשבון לצרכי חישוב ההפסד הצפוי ועשויה להגדילו, מעבר לאמור בסעיף 6 לדוח זה.

מידרוג עוקבת אחר הדירוגים המבוצעים על ידה. לצורך כך, המנפיקה מתבקשת להעביר למידרוג כל מידע שהובא לידיעתה המסייע למעקב אחר הדירוג, פרטים אודות שינויים מהותיים במידע המקורי שנמסר למידרוג והודעות על כל תיקון, הוספה או שינוי, שנעשו בתיעוד שהוצג למידרוג ושנסקר על ידה. כמו כן, יש להעביר דיווח למידרוג ולנאמן במקרים הבאים:

1. הודעה על שינוי באיכות האשראי של הנכסים המגבים, במידה ויש שינוי באיכות האשראי של הנכסים המגבים, מייד עם היוודע הדבר לחברה. לרבות הודעות בנוגע לדירוגי הנכסים המגבים כגון הודעת Negative Outlook, כניסה ל-Watch List ופעולות דירוג אחרות הרלוונטיות.
2. דוח שנתי על התקבולים מנכסי הבסיס (מצורפים בדוחות כספיים רבעוניים).
3. דוחות כספיים רבעוניים ושנתיים של המנפיקה, תוך 15 ימים ממועד פרסומם.
4. דוח לנאמן לפני כל משיכת כספים עודפים בדבר יחס הנכסים להתחייבויות של סדרה ד', לאחר הפחתת הקרן, למועד המשיכה.
5. דוח לנאמן בדבר יתרה עודפת, בטרם משיכת כל תשלום ו/או משיכת כספים.
כל דוח אחר שיידרש על ידי הנאמן או מידרוג, באופן סביר.

WAL	משקל במונחי ערך נוכחי (מהוון לפי ריבית 4.1%)	דירוג לצרכי עסקה	שם חברה
1.67	0.28%	Baa2	אזורים חברה להשקעות בפיתוח ובבנין בע"מ
1.55	0.78%	A2	אידיבי חברה לאחזקות בע"מ
1.33	0.39%	A2	אידיבי חברה לפיתוח בע"מ
1.00	0.88%	A3	אלבר שירותי מימונית בע"מ
2.70	2.80%	A3	אלקו החזקות בע"מ
1.67	0.12%	A1	אלקטרה בע"מ
1.33	1.11%	Baa1	אפריקה ישראל נכסים בע"מ
1.92	0.33%	A2	אשטרום נכסים בע"מ
1.08	0.20%	Aa3	פז בתי זיקוק אשדוד בע"מ
4.19	1.89%	Baa1	בראק קפיטל השקעות בע"מ
0.79	0.80%	A3	בריטיש ישראל השקעות בע"מ
1.08	1.06%	A3	בתי זיקוק לנפט בע"מ
0.83	0.09%	Baa1	גאון אגרו תעשיות בע"מ
1.50	2.97%	A1	גב-ים לקרקעות בע"מ
1.00	0.16%	Baa1	קבוצת גולד בונד בע"מ
3.06	3.89%	A1	גזית גלוב (MGN)
1.33	2.20%	A3	גרנית הכרמל השקעות בע"מ
1.42	0.53%	A3	דלק פטרוליום בע"מ
1.81	15.50%	A1	החברה לישראל בע"מ
5.09	17.62%	Aa3	חברת החשמל לישראל בע"מ
2.30	0.27%	A3	חברת מבני תעשיה בע"מ
1.50	0.31%	A2	ישפרו חברה ישראלית להשכרת מבנים בע"מ
1.00	0.07%	Baa1	חברה כלכלית לירושלים בע"מ
1.02	1.19%	A2	כלל תעשיות והשקעות בע"מ
1.38	1.23%	Aa2	מפעל הפייס
1.83	0.41%	A1	מפעלי נייר אמריקאיים ישראליים בע"מ
1.47	2.37%	Aaa	מקורות חברת מים בע"מ
1.75	1.92%	Aa3	משאב ייזום ופיתוח בע"מ
0.75	0.16%	A2	נכסי הדרים בע"מ
2.75	0.20%	Aa3	נצבא החזקות בע"מ
2.48	3.25%	A2	סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ
1.17	4.82%	Aa2	פ.י.ב.י. בית השקעות בע"מ
2.38	2.24%	Baa2	מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ
1.89	0.77%	Aa2	פלאפון חברה לתקשורת בע"מ
1.42	0.24%	Aa3	הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ
5.17	17.66%	A1	קבוצת דלק בע"מ
2.42	1.12%	A1	רבע כחול - ישראל בע"מ
1.08	4.82%	Aa1	רפאל - רשות פיתוח אמצעי לחימה בע"מ
0.58	1.90%	Aa3	שופר-סל בע"מ
2.33	1.26%	A2	שיכון ובינוי מימון בע"מ

נספח 2 - חישוב Diversity Score

$$D = \frac{\left(\sum_{i=1}^n p_i F_i\right) \left(\sum_{i=1}^n q_i F_i\right)}{\sum \sum \rho_{ij} \sqrt{p_i q_i p_j q_j} F_i F_j}$$

חישוב ה-Diversity Score נעשה על פי הנוסחה⁸ הבאה:

כאשר: F_i - הערך הנוכחי של התשלומים של נכס i .

ρ_{ij} - מתאם בין נכס i לנכס j .

p_i - הסתברות לכשל של נכס i

$$q_i = 1 - p_i$$

	Weighted Average Life									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0.0000%	0.0001%	0.0004%	0.0010%	0.0016%	0.0022%	0.0029%	0.0036%	0.0045%	0.0055%
Aa1	0.0003%	0.0017%	0.0055%	0.0116%	0.0171%	0.0231%	0.0297%	0.0369%	0.0451%	0.0550%
Aa2	0.0007%	0.0044%	0.0143%	0.0259%	0.0374%	0.0490%	0.0611%	0.0743%	0.0902%	0.1100%
Aa3	0.0017%	0.0105%	0.0325%	0.0556%	0.0781%	0.1007%	0.1249%	0.1496%	0.1799%	0.2200%
A1	0.0032%	0.0204%	0.0644%	0.1040%	0.1436%	0.1815%	0.2233%	0.2640%	0.3152%	0.3850%
A2	0.0060%	0.0385%	0.1221%	0.1898%	0.2569%	0.3207%	0.3905%	0.4560%	0.5401%	0.6600%
A3	0.0214%	0.0825%	0.1980%	0.2970%	0.4015%	0.5005%	0.6105%	0.7150%	0.8360%	0.9900%
Baa1	0.0495%	0.1540%	0.3080%	0.4565%	0.6050%	0.7535%	0.9185%	1.0835%	1.2485%	1.4300%
Baa2	0.0935%	0.2585%	0.4565%	0.6600%	0.8690%	1.0835%	1.3255%	1.5675%	1.7820%	1.9800%
Baa3	0.2310%	0.5775%	0.9405%	1.3090%	1.6775%	2.0350%	2.3815%	2.7335%	3.0635%	3.3550%
Ba1	0.4785%	1.1110%	1.7215%	2.3100%	2.9040%	3.4375%	3.8830%	4.3395%	4.7795%	5.1700%
Ba2	0.8580%	1.9085%	2.8490%	3.7400%	4.6255%	5.3735%	5.8850%	6.4130%	6.9575%	7.4250%
Ba3	1.5455%	3.0305%	4.3285%	5.3845%	6.5230%	7.4195%	8.0410%	8.6405%	9.1905%	9.7130%
B1	2.5740%	4.6090%	6.3690%	7.6175%	8.8660%	9.8395%	10.5215%	11.1265%	11.6820%	12.2100%
B2	3.9380%	6.4185%	8.5525%	9.9715%	11.3905%	12.4575%	13.2055%	13.8325%	14.4210%	14.9600%
B3	6.3910%	9.1355%	11.5665%	13.2220%	14.8775%	16.0600%	17.0500%	17.9190%	18.5790%	19.1950%
Caa1	9.5599%	12.7788%	15.7512%	17.8634%	19.9726%	21.4317%	22.7620%	24.0113%	25.1195%	26.2350%
Caa2	14.3000%	17.8750%	21.4500%	24.1340%	26.8125%	28.6000%	30.3875%	32.1750%	33.9625%	35.7500%
Caa3	28.0446%	31.3548%	34.3475%	36.4331%	38.4017%	39.6611%	40.8817%	42.0669%	43.2196%	44.3850%

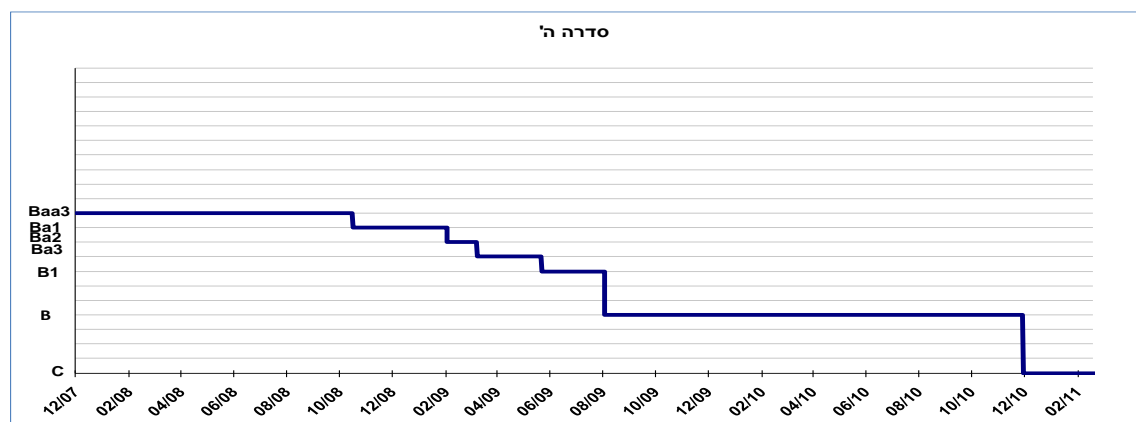
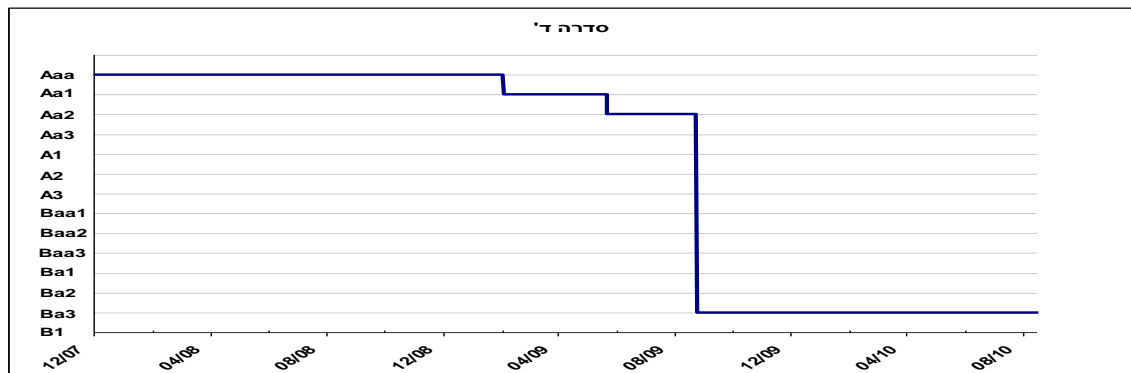
	Weighted Average Life									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0.0001%	0.0002%	0.0007%	0.0018%	0.0029%	0.0040%	0.0052%	0.0066%	0.0082%	0.0100%
Aa1	0.0006%	0.0030%	0.0100%	0.0210%	0.0310%	0.0420%	0.0540%	0.0670%	0.0820%	0.1000%
Aa2	0.0014%	0.0080%	0.0260%	0.0470%	0.0680%	0.0890%	0.1110%	0.1350%	0.1640%	0.2000%
Aa3	0.0030%	0.0190%	0.0590%	0.1010%	0.1420%	0.1830%	0.2270%	0.2720%	0.3270%	0.4000%
A1	0.0058%	0.0370%	0.1170%	0.1890%	0.2610%	0.3300%	0.4060%	0.4800%	0.5730%	0.7000%
A2	0.0109%	0.0700%	0.2220%	0.3450%	0.4670%	0.5830%	0.7100%	0.8290%	0.9820%	1.2000%
A3	0.0389%	0.1500%	0.3600%	0.5400%	0.7300%	0.9100%	1.1100%	1.3000%	1.5200%	1.8000%
Baa1	0.0900%	0.2800%	0.5600%	0.8300%	1.1000%	1.3700%	1.6700%	1.9700%	2.2700%	2.6000%
Baa2	0.1700%	0.4700%	0.8300%	1.2000%	1.5800%	1.9700%	2.4100%	2.8500%	3.2400%	3.6000%
Baa3	0.4200%	1.0500%	1.7100%	2.3800%	3.0500%	3.7000%	4.3300%	4.9700%	5.5700%	6.1000%
Ba1	0.8700%	2.0200%	3.1300%	4.2000%	5.2800%	6.2500%	7.0600%	7.8900%	8.6900%	9.4000%
Ba2	1.5600%	3.4700%	5.1800%	6.8000%	8.4100%	9.7700%	10.7000%	11.6600%	12.6500%	13.5000%
Ba3	2.8100%	5.5100%	7.8700%	9.7900%	11.8600%	13.4900%	14.6200%	15.7100%	16.7100%	17.6600%
B1	4.6800%	8.3800%	11.5800%	13.8500%	16.1200%	17.8900%	19.1300%	20.2300%	21.2400%	22.2000%
B2	7.1600%	11.6700%	15.5500%	18.1300%	20.7100%	22.6500%	24.0100%	25.1500%	26.2200%	27.2000%
B3	11.6200%	16.6100%	21.0300%	24.0400%	27.0500%	29.2000%	31.0000%	32.5800%	33.7800%	34.9000%
Caa1	17.3816%	23.2342%	28.6386%	32.4788%	36.3137%	38.9667%	41.3854%	43.6570%	45.6718%	47.7000%
Caa2	26.0000%	32.5000%	39.0000%	43.8800%	48.7500%	52.0000%	55.2500%	58.5000%	61.7500%	65.0000%
Caa3	50.9902%	57.0088%	62.4500%	66.2420%	69.8212%	72.1110%	74.3303%	76.4853%	78.5812%	80.7000%

נספח 5 - טבלת ענפי מודיס:

Industry Moody's	ענף מודיס	קוד מודיס
Aerospace and Defense	תעשיות ביטחון וחלל	101
Automotive	כלי רכב	102
Banking	בנקאות	103
Beverage, Food and Tobacco	מזון, משקאות וטבק	104
Capital Equipment	ציוד	105
Chemicals, Plastics and Rubber	כימיקלים, פלאסטיק וגומי	106
Construction and Building	תכנון ובנייה	107
Consumer goods: Durable	מוצרי צריכה: ברי קיימא	108
Consumer goods: Non-durable	מוצרי צריכה: לא ברי קיימא	109
Containers, Packaging and Glass	מכולות, מוצרי אריזה וזכוכית	110
Energy: Electricity	אנרגיה: חשמל	111
Energy: Oil and Gas	אנרגיה: נפט וגז	112
Environmental Industries	תעשיות איכות סביבה	113
FIRE: Finance	מוסדות פיננסיים	103
FIRE: Insurance	ביטוח	103
FIRE: Real Estate	נדל"ן	103
Forest Products and Paper	נייר ומוצרי עץ	117
Healthcare and Pharmaceuticals	בריאות ותרופות	118
High Tech Industries	תעשיות היי טק	119
Hotel, Gaming and Leisure	מלונאות, פנאי, משחקי מזל	120
Media: Advertising, Printing and Publishing	תקשורת: פרסום, דפוס והוצאה לאור	121
Media: Broadcasting and Subscription	תקשורת: שידור ומנויים	122
Media: Diversified and Production	תקשורת: ייצור ומגוון	123
Metals and Mining	מתכות וכרייה	124
Retail	קמעונאות	125
Services: Business	שירותים: עסקיים	126
Services: Consumer	שירותים: פרטיים	127
Sovereign and Public Finance	מגזר ציבורי	128
Telecommunications	תקשורת	129
Transportation: Cargo	הובלה	130
Transportation: Consumer	כלי הובלה פרטיים	131
Utilities: Electric	תשתיות: חשמל	132
Utilities: Oil and Gas	תשתיות: נפט וגז	133
Utilities: Water	תשתיות: מים	134
Wholesale	סיטונאות	135

נספח 6 - היסטוריית דירוג

בנובמבר 2008, ירד דירוג אגרות החוב של סדרה ה' ל- Ba1 עקב ירידה בדירוג הנכסים המגבים, דירוג סדרה ד' נותר ללא שינוי. בפברואר 2009, ירד דירוג אגרות החוב של סדרה ד' ושל סדרה ה' ל- Aa1 ו- Ba2, בהתאמה, עקב ירידה בדירוג הנכסים המגבים. במרץ 2009, ירד דירוג אגרות החוב של סדרה ה' ל- Ba3 עקב ירידה בדירוג הנכסים המגבים, דירוג סדרה ד' נותר ללא שינוי. באפריל 2009, הועבר דירוג אגרות החוב לרשימת מעקב (Watch List), וזאת- עקב שיעור גבוה של נכסים שנמצאו ברשימת מעקב ואופק שלילי. ביוני 2009, ירד דירוג אגרות החוב של סדרה ד' ושל סדרה ה', ל- Aa2 באופק שלילי ול- B1 באופק שלילי, בהתאמה, עקב ירידה בדירוג הנכסים המגבים. דירוג אגרות החוב (סדרות ד' ו-ה') נותר ברשימת מעקב. באוגוסט 2009, ירד דירוג אגרות החוב של סדרה ה' ל- B3 באופק שלילי עקב ירידה בדירוג הנכסים המגבים, דירוג סדרה ד' נותר ללא שינוי. בספטמבר 2009, ירד דירוג אגרות החוב (סדרות ד' ו-ה') ל- Ba3 באופק שלילי ו- C באופק שלילי, בהתאמה, עקב ירידה בדירוג הנכסים המגבים. דירוג אגרות החוב (סדרות ד' ו-ה') נותר ברשימת מעקב.



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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונות, שלמות, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

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

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.