

גליל מור - מוצרים פיננסיים בע"מ

דוח מעקב - ספטמבר 2016

אנשי קשר:

אורית תשובה, אנליסטית- מעריכת דירוג ראשית
orit.teshuva@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש צוות בכיר- מעריך דירוג משני
yishait@midroog.co.il

יובל סקורניק, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yuvals@midroog.co.il

גליל מור - מוצרים פיננסיים בע"מ

מועד פירעון	דירוג	מספר נייר ערך	סדרה
19.08.2018	Caa3.il(sf) ¹	1108877	א'

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג איגרות החוב (סדרה א') מדירוג Caa1.il(sf)¹ לדירוג Caa3.il(sf)¹ והוצאה מרשימת בחינה (credit review). הורדת הדירוג לסדרה א' מתבצעת על רקע ניתוח שיעור השיקום הצפוי למחזיקי סדרה א' אשר נמצא בטווח הדירוג שבין 65%-80%, וזאת בהתאם לטבלת שיעור השיקום הצפוי במסמך סולמות הדירוג והגדרות הדירוג של מידרוג, המובאת בסעיף "דירוג לזמן ארוך של ניירות ערך בכשל פירעון או ניירות ערך פגומים". הוצאת הסדרה מרשימת הבחינה נעשית לאור העובדה כי בהערכת שיעור שיקום הנכסים שהינם בהפרה נלקחו בחשבון תרחישי קיצון. במידה ושיעור השיקום יהיה גבוה מכך, מידרוג תשוב ותבחן את הדירוג.

1. הנכסים המגבים

במהלך חודש אפריל 2016, פורסם לוח סילוקין מתוקן לסדרה א' בהתאם להסדר החוב בהום סנטר בע"מ (להלן: "הום סנטר"). ע"פ הוראות תשקיף גליל מור - מוצרים פיננסיים בע"מ (להלן: "החברה"), חצי שנה לפני תום פירעון סדרה א', על החברה למכור את אג"ח הום סנטר. קיימת אי וודאות בקשר עם התקבול הצפוי תמורת המכירה. בתרחיש הבסיס של מידרוג לא נלקחו בחשבון סכומים אלה.

במהלך תקופת המעקב, נפרעו הנכסים המגבים הבאים:

○ בי. סי. אייץ' בראק קפיטל הולדינגס בע"מ, מקורות חברת מים בע"מ, מרכז משען בע"מ, נצבא החזקות 1995 בע"מ ופלאפון תקשורת בע"מ.

במהלך תקופת המעקב שונה הדירוג לצרכי עסקה² של הנכסים המגבים הבאים:

חברה	דירוג קודם לצרכי עסקה	דירוג נוכחי לצרכי עסקה
קבוצת דלק בע"מ	A1.il	A2.il
הום סנטר בע"מ	il.BB	³ NA

נכון למועד כתיבת הדוח, תיק הנכסים המגבים כולל 4 נכסים, המדורגים בדירוג לצרכי עסקה הנע בין Aa2.il עד A2.il, כדלקמן:

חברה	דירוג נוכחי לצרכי עסקה
כלל חברה לביטוח בע"מ	Aa2.il
חברת החשמל לישראל בע"מ	Aa2.il/il.AA
הום סנטר בע"מ	NA
קבוצת דלק בע"מ	A2.il

¹ NOO- No Outlook

² דירוג לצרכי עסקה נקבע בהתאם לדירוג הנכס המגבה. נכס הנמצא בבחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות משוקלל בשתי רמות דירוג מתחת לדירוג בפועל, ונכס המדורג באופק שלילי משוקלל ברמת דירוג אחת מתחת לדירוג בפועל.

³ במהלך תקופת המעקב דירוג הום סנטר הורד בעקבות כוונת הום סנטר לשנות את מבנה החוב שלה תוך ביצוע הסדר חוב מול נושיה. בנוסף, לאחר הורדת הדירוג הופסק המעקב אחר הדירוג. טרם הפסקת המעקב אחר הדירוג, דירוג הום סנטר עמד על il.CC.

בנוסף לנכסים המפורטים מעלה, לחברה מספר נכסים בהפרה. בשל אי תשלום למחזיקי האג"ח, בהתאם לתנאי הסדרה, סדרה ז' מוגדרת על ידנו כחוב פגום. נוכח הגדרתנו לחוב פגום, הדירוג משקף את הערכתנו לשיעור השיקום וכן את רמת אי הוודאות שבהערכה זו. הדירוג נקבע על בסיס ניתוח שיעור השיקום הנע בטווח שבין 65%-80%, וזאת בהתאם לטבלת שיעור השיקום הצפוי במסמך סולמות הדירוג והגדרות הדירוג של מידרוג, המובאת בסעיף "דירוג לזמן ארוך של ניירות ערך בכשל פירעון או ניירות ערך פגומים". שיעור השיקום מתייחס לערך הנקוב של ההתחייבות בהתאם לדיווח החברה, ועל היקף התזרים המהווה של הנכסים המגבים בהתאם לתרחישים שנבחנו, בסמוך למועד הדוח. הנכסים בהפרה נלקחו בשווי אפסי, ובהם סנטר, בה בוצע הסדר חוב, נלקח בחשבון תרחיש קיצון ביחס לתקבול שלאחר תקופת האג"ח. בנוסף, נלקח בחשבון ההפסד הצפוי מהנכסים שאינם בהפרה, בהתאם לדירוגם לצרכי עסקה.

בהתאם לכך, מידרוג מורידה את דירוג איגרות החוב (סדרה א') לדירוג $Caa3(sf)^1$. בנוסף, הסדרה יוצאת מרשימת בחינה לאור העובדה כי הערכת שיעור שיקום הנכסים שהינם בהפרה נלקחה בתרחישי קיצון.

2. דוחות כספיים

בדיקת הדוחות הכספיים של החברה לרבעון השני של שנת 2016, מצביעה על היעדר תזרים מזומנים, מהנכסים המגבים שנותרו בידי החברה, לפירעון התחייבויותיה, וכי צפויה פגיעה במחזיקי אגרות החוב באופן שמחזיקי האגרות יקבלו רק חלק מתשלומי הקרן והריבית המגיעים להם ע"פ לוח הסילוקין. נכון למועד הדוח, לא דווח על תביעות תלויות כנגד החברה. בבדיקה שבוצעה מול הנאמן (משמרת - חברה לשירותי נאמנות בע"מ) לא דווח על חריגות כלשהן מהרשום במסמכי העסקה.

3. כללי

במרץ 2008 דירגה מידרוג את איגרות החוב (סדרות א'-ב'), שהונפקו על ידי החברה. המטרות העיקריות של החברה הן הנפקת אגרות חוב המגובות בנכסים המגבים, החזקה בנכסים אלו וביצוע כל הפעולות הדרושות לצורך טיפול באגרות החוב. התזרים הצפוי מהנכסים המגבים הוא המקור היחיד לפירעון אגרות החוב. שיטת התשלום הינה Pass-Through, דהיינו, כל התזרים המתקבל מהנכסים המגבים מועבר למחזיקי אגרות החוב (סדרות א', ב', ג').

4. דוחות קשורים

[מתודולוגיית דירוג CDO - דצמבר 2008](#)
[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, יולי 2016](#)
[אינדיקטור \$\(sf\)^4\$ בדירוג מימון מובנה](#)

5. מידע כללי

07.09.2016	תאריך דוח הדירוג:
27.01.2016	תאריך האחרון בו בוצע עדכון הדירוג:
02.03.2008	תאריך בו פורסם הדירוג לראשונה:
גליל מור מוצרים פיננסיים בע"מ, מופת	שם יוזם הדירוג:
מוצרים פיננסיים בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:
גליל מור מוצרים פיננסיים בע"מ	

6. מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

היסטוריית דירוג



Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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.

דירוג לזמן ארוך של ניירות ערך בכשל פירעון או ניירות ערך פגומים

כאשר התחייבות הופכת לפגומה או בכשל פירעון, או כאשר היא צפויה להפוך לפגומה או לעבור לכשל פירעון, ברמת וודאות גבוהה, הדירוג יישקף את הערכתנו לשיעור השיקום של תשלומי הריבית והקרן, וכן רמת אי הודאות בהערכה זו, כמפורט בטבלה שלהלן. בדרך כלל רמת אי הודאות באשר לשיעור השיקום הצפוי הינה גבוהה והטבלה מהווה מנחה כללי ולא כללים קשיחים:

דירוג	דירוג מובנה מימון	שיעור השיקום הצפוי (הגדרות מידרוג עפ"י ההגדרות של מודי'ס) ⁵
B1.il*	B1.il(sf)*	99% עד 100%
B2.il*	B2.il(sf)*	97% עד 99%
B3.il*	B3.il(sf)*	95% עד 97%
Caa1.il	Caa1.il(sf)	90% עד 95%
Caa2.il	Caa2.il(sf)	80% עד 90%
Caa3.il	Caa3.il(sf)	65% עד 80%
Ca.il	Ca.il(sf)	35% עד 65%
C.il	C.il(sf)	פחות מ-35%

* בדירוגים בקבוצת ה-B.il, אי הודאות בדבר שיעורי השיקום צריכה להיות נמוכה. למשל: במידה וההסתברות כי שיעור השיקום נמוך מ-90% אינה זניחה (למשל מעל 10%) - הדירוג בדרך כלל יהיה נמוך מקבוצת ה-B.il.

בנוסף, הטבלה לא בהכרח מתאימה במגוון נסיבות מיוחדות. למשל: ני"ע בכשל פירעון אשר צפוי לעמוד בתשלום במלואו בטווח הזמן הקצר, אך יותר מסוכן בטווח הזמן הארוך, עלול להיות מדורג בדירוג שונה מהותית מהמשתמע מן הטבלה. דוגמא אחרת, יכולה להיות של דירוגים בסיכון נמוך מאוד הנמצאים באירוע אשראי זמני ועשויים להיות מדורגים גבוה מ-B1.il.⁶ בנסיבות נדירות יחסית, ייתכן כי בעסקאות מימון מובנה תבוצע מחיקה חד-פעמית וקטנה של הקרן (משמעותית נמוכה מ-1%) ואשר לא צפויה להשתקם (למשל: הוצאות אדמיניסטרטיביות נוספות בעסקה המהוות הפסד למחזיקים).

⁵ הטבלה מבוססת על הגדרות מודי'ס, שינוי בהגדרות של מודי'ס יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידרוג.

⁶ תשלומים שלא שולמו מסיבות טכניות או תפעוליות, ייתכן ולא יסווגו כאירועי כשל פירעון. בנוסף, בעסקאות מימון מובנה, תיתכן דחיה בתשלום הריביות ו/או הקרן מעבר למועד הקבוע בעקבות עיכוב בקבלת תשלום שיקום או סיבה תפעולית. במקרים אלו ניתן לקחת בחשבון את העלייה בהפסד הצפוי בגובה הריבית על התשלום הדחוי ולדרג את נייר הערך בדירוג הגבוה מ-B1.il.

© 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 או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליכולת ההסתמכות 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. יובהר 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 ענייניו 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 לגבי 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 להבטחה 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.

7

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 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.