

גליל מור- מוצרים פיננסיים בע"מ

מעקב | ספטמבר 2017

אנשי קשר:

אלון ליפשיץ- אנליסט בכיר- מעריך דירוג ראשי

alonl@midroog.co.il

ישי טריגר- ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

גליל מור- מוצרים פיננסיים בע"מ

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1108877	Ca.il (sf) ¹	19.08.2018

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה גליל מור מוצרים פיננסיים בע"מ (להלן: "גליל מור" ו/או "החברה" מ-Caa3.il (sf) ל-Ca.il (sf).

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג לסדרה א' מתבצעת על רקע ניתוח שיעור השיקום הצפוי למחזיקי סדרה א' אשר נמצא בטווח הדירוג שבין 35%-65%, 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". במידה ויחול שינוי בשיעור השיקום, מידרוג תשוב ותבחן את הדירוג.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

הנכסים המגבים

- נכון למועד כתיבת הדוח, תיק הנכסים המגבים כולל 3 נכסים, המדורגים בדירוג לצרכי עסקה² 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	ilAA\Watch Dev / Aa2.il
קבוצת דלק בע"מ	A2.il

בנוסף לנכסים המפורטים מעלה, לחברה מספר נכסים בהפרה. בשל אי תשלום למחזיקי האג"ח, בהתאם לתנאי הסדרה, סדרה זו 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 35%-65%, 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. בנוסף, נלקח בחשבון ההפסד הצפוי מהנכסים שאינם בהפרה, בהתאם לדירוגם לצרכי עסקה.

בהתאם לכך, מידרוג מורידה את דירוג איגרות החוב (סדרה א') לדירוג Ca.il(sf).

דוחות כספיים

בדיקת הדוחות הכספיים של החברה לרבעון השני של שנת 2017, 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.

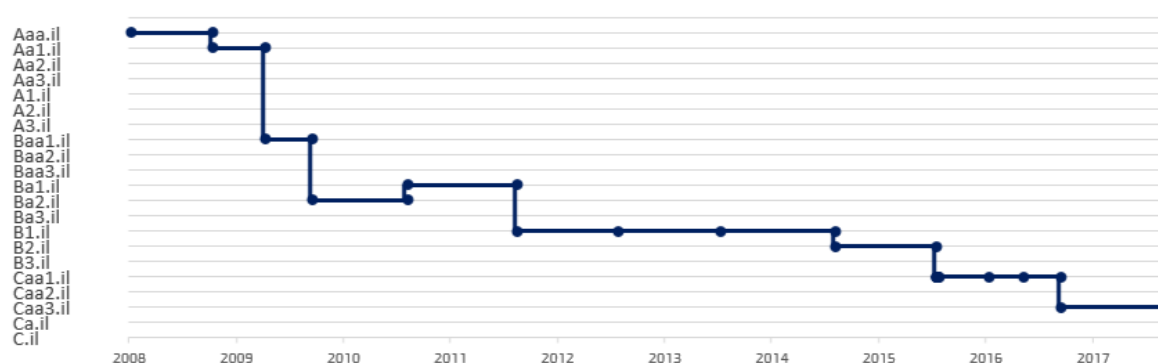
¹ sf- Structured Finance ,NOO- No Outlook

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

אודות החברה

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').

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מתודולוגיית דירוג CDO](#)

[אינדיקטור \(sf\) בדירוג מימון מובנה](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

05.09.2017	תאריך דוח הדירוג:
07.09.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
05.03.2008	התאריך שבו 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	

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.

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 מימון מובנה	שיעור השיקום הצפוי (הגדרות מידרוג עפ"י ההגדרות של מודי'ס) ³
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.il⁴. 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).

³ הטבלה מבוססת על הגדרות מודי'ס, שינוי בהגדרות של מודי'ס יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידרוג.

⁴ 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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.

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>