

Chamoss International Limited

עדכון דירוג ראשוני¹ | נובמבר 2018

אנשי קשר:

אמיר כצנלסון- אנליסט- מעריך דירוג ראשי

amir.katznelson@midroog.co.il

אלון ליפשיץ- ראש צוות- מעריך דירוג משני

alonl@midroog.co.il

ישי טריגר- ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

¹ הסרת הסימול המותנה (P) לאור התקיימות התנאים שפורטו בדוח הדירוג מיום 30.05.2018, המצורף כנספח.

Chamoss International Limited

מועד פירעון סופי: 10.07.2028	Aa3.il(sf) ²	דירוג אגרות חוב
------------------------------	-------------------------	-----------------

מידורג מודיעה כי בהתאם למידע שנמסר לה על ידי Chamoss International Limited (להלן: "Chamoss" ו/או "החברה"), התקיימו התנאים בגינם קבעה בדוח הדירוג מיום ה- 30.05.2018 דירוג מותנה לאגרות החוב שהנפיקה החברה, ולכן מסירה את ההתניה שסמלה באות P מן הדירוג הנ"ל. לפיכך הדירוג הינו Aa3.il(sf).

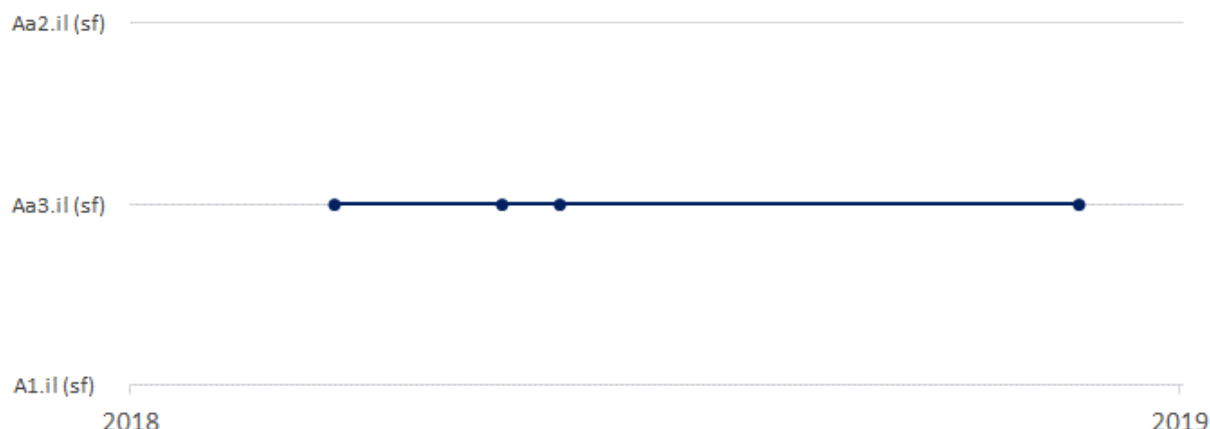
למידע אודות העסקה והשיקולים העיקריים בדירוג, הנכם מופנים לדוח דירוג מיום 30 במאי 2018, המצורף מטה כנספח.

אודות החברה

Chamoss התאגדה ביום ה-05.01.2005 באיי הבתולה הבריטיים, כחברה פרטית, מוגבלת במניות. החברה הוקמה על מנת לרכוש בדרך של בעלות ו/או חכירה לדורות ולהשכיר בחזרה (Sale and lease back) מ-Volkswagen Group United Kingdom Limited (להלן: "VWUK" ו/או "השוכר") שהינה חברת בת של תאגיד Volkswagen העולמי (להלן: "VWG" ו/או "קבוצת פולקסווגן")³, פורטפוליו המכיל 85 נכסי נדל"ן הממוקמים ברחבי בריטניה המשמשים כאולמות תצוגה, מכירה ומתן שירותים של רכבי קבוצת פולקסווגן על ידי VWUK (להלן: "פורטפוליו הנכסים" ו/או "הנכסים המגבים"). עד שנת 2003, הוקנו הזכויות בקשר עם נכסי הפורטפוליו ל-VWUK אשר מכרה את אותן זכויות בשנת 2003 לצדדים שלישיים ושכרה אותם מחדש בעסקת Sale and lease back. בחודש דצמבר 2004, רכשה חברת Elderfield Properties LTD (להלן: "Elderfield"), חברת האם של Chamoss, את השליטה בפורטפוליו הנכסים, כאשר בחודש דצמבר 2005, רכשה Chamoss (אשר הוקמה לשם כך כחברת בת בבעלות מלאה של Elderfield), את מכלול הזכויות בפורטפוליו הנכסים.

לצורך מימון רכישת פורטפוליו הנכסים נטלה החברה הלוואה, אשר במסגרתה שועבדו כלל נכסי הפורטפוליו לטובת המלווים במשכנתא מדרגה ראשונה. בכוונת החברה להנפיק אגרות חוב נשוא דוח דירוג זה לצורך מחזור ההלוואה הקיימת.

היסטוריית דירוג



² .NOO – No Outlook

³ המדורג על ידי מודיס בדירוג A3 באופק יציב - [Volkswagen-VW credit rating](https://www.volkswagen-credit.com/credit-rating).

דוחות קשורים

[מתודולוגיית לדירוג אג"ח מגובה משכנתאות מסחריות \(CMBS\)](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

28.11.2018	תאריך דוח הדירוג:
30.05.2018	תאריך דוח הדירוג האחרון:
13.03.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
Chamoss International Limited	שם יוזם הדירוג:
Chamoss International Limited	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' מידרג בע"מ (להלן: "מידרג").

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

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

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

מידרג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרג 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 מידרג 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 מידרג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרג 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.

מידרג 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 מידרג בכל דרך ואופן שהוא.

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

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

מידרג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרג 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 מידרג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>

נספח דוח דירוג מיום 30.05.2018

Chamoss International Limited

עדכון דירוג ראשוני | מאי 2018

אנשי קשר:

אלון ליפשיץ - ראש צוות- מעריך דירוג ראשי

alonl@midroog.co.il

ישי טריגר - ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

Chamoss International Limited

מועד פירעון סופי: 10.07.2028	(P)Aa3.il(sf) ⁴	דירוג אגרות חוב
------------------------------	----------------------------	-----------------

מידרוג קובעת דירוג מותנה (P)Aa3.il(sf) לאגרות חוב שתנפיק Chamoss International Limited (להלן: "Chamoss" ו/או "החברה") בסך של עד כ- 1.47 מיליארד ₪ ערך נקוב⁵. מידרוג דרגה את סיכוני האשראי הנובעים מהתחייבות החברה לפרוע את הקרן והריבית עד מועד הפירעון בפועל של ההלוואה - בין אם הפירעון יתבצע במועד הסופי הנקוב או בפירעון מוקדם, בגין עילה כלשהי הקבועה בתנאי ההלוואה. למען הסר ספק, פירעון מוקדם של הקרן הינו חלק מתנאי תשלום ההלוואה ואינו מהווה אירוע כשל (Default). הדירוג מתבסס, בין היתר, על חוות דעת משפטית, מטעם החברה, בדבר טיב הבידוד המשפטי והעובדה כי לא אמורים להתווסף סיכונים אשראי אקסוגניים לעסקה המדורגת, מעבר לסיכונים הנובעים מפעילות השכרת הנכסים וניהולם וכן בחוות דעת בקשר עם חבויות המס.

עם התקיימות התנאים כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:

- שטר נאמנות חתום, אשר כולל את הגדרת הסמכויות ודיווחי הנאמן.
- הסדרת חשבונות העסקה לרבות זכות החתימה ויפוי כוח לנאמן.
- מחזור מלא של כלל החוב הפיננסי בחברה.
- אישור בגין רישום מלא של כלל הבטוחות לטובת הנאמן, בעבור מחזיקי אגרות החוב.

אודות החברה

Chamoss התאגדה ביום ה-05.01.2005 באיי הבתולה הבריטיים, כחברה פרטית, מוגבלת במניות. החברה הוקמה על מנת לרכוש בדרך של בעלות ו/או חכירה לדורות ולהשכיר בחזרה (Sale and lease back) מ- Volkswagen Group United Kingdom Limited (להלן: "VWUK" ו/או "השוכר") שהינה חברת בת של תאגיד Volkswagen העולמי (להלן: "VWG" ו/או "קבוצת פולקסווגן")⁶, פורטפוליו המכיל 85 נכסי נדל"ן הממוקמים ברחבי בריטניה המשמשים כאולמות תצוגה, מכירה ומתן שירותים של רכבי קבוצת פולקסווגן על ידי VWUK (להלן: "פורטפוליו הנכסים" ו/או "הנכסים המגבים"). עד שנת 2003, הוקנו הזכויות בקשר עם נכסי הפורטפוליו ל- VWUK אשר מכרה את אותן זכויות בשנת 2003 לצדדים שלישיים ושכרה אותם מחדש בעסקת Sale and lease back. בחודש דצמבר 2004, רכשה חברת Elderfield Properties LTD (להלן: "Elderfield"), חברת האם של Chamoss, את השליטה בפורטפוליו הנכסים, כאשר בחודש דצמבר 2005, רכשה Chamoss (אשר הוקמה לשם כך כחברת בת בבעלות מלאה של Elderfield), את מכלול הזכויות בפורטפוליו הנכסים.

לצורך מימון רכישת פורטפוליו הנכסים נטלה החברה הלוואה, אשר במסגרתה שועבדו כלל נכסי הפורטפוליו לטובת המלווים במשכנתא מדרגה ראשונה. בכוונת החברה להנפיק אגרות חוב נשוא דוח דירוג זה לצורך מחזור ההלוואה הקיימת.

⁴ NOO – No Outlook

⁵ עד 310 מיליון לירה שטרלינג ע.ג., לפי שער חליפין לירה שטרלינג/ש"ח של כ- 4.75, נכון למועד הדוח. בפועל החברה תגייס עד 310 מיליון לירה שטרלינג ע.ג., לפי השער החליפין שיהיה במועד הגיוס.

⁶ המדורג על ידי מודיס בדירוג A3 באופק יציב - [Volkswagen-VW credit rating](https://www.volkswagen-credit.com/credit-rating).

המבנה המשפטי של העסקה ונתיב הכסף בחשבונות העסקה

החברה התאגדה בשנת 2005 ומתפעלת את פורטפוליו הנכסים ב- 13 השנים האחרונות. בפני מידרוג הוצגו חוות דעת משפטיות אשר מאשררות כי החברה הינה חברה חד תכליתית אשר כל מטרתה להחזיק ולהשכיר את פורטפוליו הנכסים ואינה עוסקת ו/או יכולה לעסוק בכל פעילות אחרת, וזאת בשל היותה חברה פעילה ולא חברה ייעודית חדשה אשר הוקמה לצורך קיום העסקה. כמו כן, חוות הדעת המשפטיות מתייחסות להיבטים הקשורים לאופן ועיתוי רישום השעבודים בעסקה. בהקשר זה נציין כי רישום השעבודים ייעשה אך ורק לאחר הנפקת אגרות החוב ופירעון ההלוואה הקיימת. בד בבד, נכון למועד הדוח, טרם התקבלה חוות דעת משפטית חתומה מעורך הדין האנגלי כי הסכמת VWUK, השוכר היחיד של נכסי החברה, אינה נדרשת לצורך הנפקת אגרות החוב ו/או רישום השעבודים. בהתאם לתנאי שטר הנאמנות, תמורת ההנפקה תופקד אצל הנאמן עד שהחברה תמציא את חוות הדעת הנזכרת לעיל. בנוסף, הועברה למידרוג חוות דעת בקשר עם חבויות המס לאורך חיי העסקה. להערכת מידרוג, בהתבסס על חוות הדעת שהוצגו, המבנה המשפטי של העסקה הולם את הדירוג.

תזרים המזומנים המגבה את פירעון האג"ח הינו דמי השכירות הרבעוניים שמעביר השוכר לחברה. במסגרת העסקה, יוקמו וינוהלו מספר חשבונות בנק ייעודיים: (1) חשבון התקבולים אליו יועברו כל תשלומי השכירות הרבעוניים מ-VWUK, וממנו ינותבו כל הכספים לחשבונות הייעודיים הנוספים וכן יבוצעו תשלומי החוב העתיים (ריבית וקרן) לבעלי אגרות החוב. 7 ימי עסקים טרם התשלום העיתי לבעלי אגרות החוב, תעביר החברה לנאמן אחת לרבעון תחשיב בו תפורט חלוקת תמורת השכירות בין התשלום העיתי לחשבונות הייעודיים הנוספים. בחשבון התקבולים קיימת לנאמן זכות חתימה; (2) חשבון התפעול, אליו יועבר סכום של עד 900 אלף לירה שטרלינג בשנה לצורך הניהול ותפעול העסקה על ידי Chamoss; (3) חשבון כרית לשירות החוב, על שם הנאמן לטובת בעלי אגרות החוב; (4) חשבון המעבר, אליו יועברו יתרות תזרים המזומנים לאחר התשלום העיתי לבעלי אגרות החוב, תשלום מע"מ, והעברות הכספים לחשבונות הנוספים שצוינו לעיל. מחשבון המעבר יבוצעו תשלומי המס וחלוקת העודפים לבעלי המניות ב-Chamoss בכפוף לעמידה בהתניות שהוגדרו בשטר ואישור הנאמן; (5) חשבון העודפים, אליו תעבור יתרת תזרים המזומנים מחשבון המעבר לצורך רכישה חוזרת של אגרות החוב. נציין כי לנאמן יינתן ייפוי כוח בלתי חוזר לחשבונות המעבר והעודפים, המאפשר לו לעשות שימוש בחשבונות כאמור, ככל שיראה לנכון, ללא צורך באישור החברה, לרבות להפקיע מידיה את זכויות החתימה ולפעול בהם כמורשה חתימה יחיד, בכל עת בו יסבור הנאמן כי קיים חשש ממשי להפרה של שטר הנאמנות. נכון למועד הדוח, טרם הוסדרו החשבונות, זכויות החתימה וייפוי הכוח לנאמן.

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) המבנה המשפטי של העסקה, בהתבסס על חוות הדעת המשפטיות שהועברו למידרוג, הולם את הדירוג. כמו כן, להערכתנו נתיב הכסף ומבנה החשבונות מאפשרים שליטה ופיקוח של הנאמן בעסקה; (2) מבנה ותנאי חוזה השכירות אל מול VWUK וכנגזרת מכך התחייבויות השוכר לרבות בקשר עם התשלומים העתיים, מנגנון ה-Triple net lease והפיצוי בגין אופציית היציאה שלו לאורך החיי העסקה, מהווה נדבך מהותי בדירוג העסקה; (3) לפי מתווה העסקה, VWUK מהווה את המקור הבלעדי לתזרים המזומנים לשירות החוב, כאשר הערכת האשראי של השוכר הנגזרת, בין היתר, מהדירוג הבינלאומי של VWG, A3 באופק שלילי, נלקחה בחשבון בדירוג; (4) התמורות והשינויים בענף הרכבים בעולם ובבריטניה בפרט עלולים להשפיע על איתנותו של השוכר וכן על שווי הנכסים המגבים; (5) שוק ה-After Market המתבסס על שירותים הניתנים ללקוחות הקצה בסוכנויות הרכבים, צמח לאורך השנים בבריטניה. השירותים אשר ניתנים בסוכנויות הרכב בעסקה, מהווים מעטפת תומכת של קבוצת פולקסווגן באנגליה ומחזקים את הרציונל הכלכלי בקיומן. עם זאת, לאור השינויים הגלובליים בעולם הרכב עלולה להיות שחיקה מסוימת ברציונל הכלכלי, וכתוצאה מכך בשווי הנכסים המגבים; (6) פורטפוליו הנכסים כולל 85 נכסי נדל"ן בעלי פיזור גאוגרפי, המיועדים לשימוש כאולמות תצוגה, מכירה של רכבים ומתן שירותים. נכסים אלה ממוקמים ברחבי בריטניה (אנגליה, סקוטלנד ווילס), מתוכם 25 נכסים נמצאים בלונדון וסביבתה; (7) בהתאם להערכת השמאי שווים של הנכסים המגבים תחת הנחת רכישת פורטפוליו הנכסים באמצעות רכישת החברה, או באמצעות רכישת הנכסים עצמם עומד על כ- 454 מיליון לירה שטרלינג ועל כ- 432 מיליון לירה שטרלינג, בהתאמה על בסיס הסכם השכירות, כאשר שווי הנכסים המגבים ללא שוכר עומד על כ- 280 מיליון

לירה שטרלינג; (8) להערכתנו, ה-Track Record החיובי בניהול ותפעול העסקה מיום תחילתה וביצועי גביית תשלומי השכירות, תומכים בדירוג; (9) סביבה רגולטורית בקשר עם המיסוי אשר חל על העסקה, שינוי עיתידי במדיניות המס עלול להוביל לפגיעה משמעותית בדירוג; (10) התחייבות החברה לרישום למסחר תוך 12 חודשים; (11) סביבת יחסי כיסוי החוב הינה נמוכה, במידה מסוימת, לדירוג העסקה, אולם יחסי הכיסוי נשענים על תזרים יציב ומשוכר בעל איתנות פיננסית הולמת. יחסי המינוף של העסקה, בדגש בתקופת המימון מחדש תומכים בדירוג; (12) להערכתנו, היקף הקרן לשירות החוב ומערך הביטוחים תואמים את מאפייני העסקה ואיתנותו הפיננסית של השוכר.

תרחיש הבסיס של מידרוג, המכיל, בין היתר, אקסטרפולציה לאורך כל תקופת הסכם השכירות המתבססת על מדד ה-RPI⁷ משנת 2006 ועד לשנת 2018, מניח כי יעמדו יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימלי על כ- 1.15 וכ- 1.10 בהתאמה. כמו כן, הנחנו כי תבוצע רכישה חוזרת (Buy-Back) בהיקף של כ- 3 מיליון לירה שטרלינג לאורך חיי העסקה ועל כן, במועד המימון מחדש הנחנו כי תעמוד יתרת החוב על כ- 140 מיליון לירה שטרלינג⁸, וה-LTV צפוי לנוע בטווח של 44%-52%, בעוד שה-LTV במועד נטילת החוב יעמוד על כ- 68%⁹.

תנאי ההלוואה וניתוח מבנה העסקה

- **החברה:** Chamoss International Limited.
- **נאמן:** משמרת חברה לשירותי נאמנות בע"מ.
- **תזרים השכירות:** סך תקבולי דמי השכירות, הצפויים להתקבל מכוח הסכם השכירות מול קבוצת פולקסון.
- **סכום ההלוואה:** עד 310 מיליון לירה שטרלינג (כ- 1.47 מיליארד ₪).
- **היקף החוב במועד המימון מחדש:** כ- 140 מיליון לירה שטרלינג (כ- 665 מיליון ₪)¹⁰.
- **מועד המימון מחדש:** 10/07/2028.
- **שווי פורטפוליו הנכסים בהתאם להערכת שמאי¹¹ ליום 30.11.2017:** שווי פורטפוליו הנכסים עם VWUK כשוכר הבלעדי ובהתאם לתנאי הסכם השכירות הקיים תחת הנחת רכישת פורטפוליו הנכסים בדרך של רכישת החברה, ורכישת פורטפוליו הנכסים בדרך של רכישת נכסים על כ- 454 מיליון לירה שטרלינג ועל כ- 432 מיליון לירה שטרלינג, בהתאמה; שווי פורטפוליו הנכסים ללא שוכר (בתפוסה ריקה) הינו כ- 280 מיליון לירה שטרלינג; שווי פורטפוליו הנכסים ללא שוכר הכולל שווי אלטרנטיבי ל-8 נכסים בגין שינוי ייעוד הנכס הינו כ- 316.5 מיליון לירה שטרלינג. הערכת השווי מתבססת על הסכם האב שנחתם בין הצדדים ובו מוגדרים כלל הנכסים כנכס בודד (Single Asset Portfolio).
- **תדירות תשלומי החוב:** רבעוניים, בהתאם ללוח סילוקין מוגדר.
- **ריבית:** ריבית קבועה, ללא הצמדה.
- **גידור שערי חליפין:** תמורת ההנפקה תוצמד לשער הלירה שטרלינג במועד ההנפקה.
- **הוצאות קבועות שנתיות (לרבות שכ"ט נאמן):** כ- 900 אלפי לירה שטרלינג.
- **שעבודים:** שעבוד קבוע, שעבוד צף ושעבוד שלילי בקשר עם כלל הנכסים, הזכויות על הנכסים, והחשבונות בעסקה.

⁷ Retail Price Index.

⁸ להערכת החברה, יתרת החוב תעמוד על כ- 119 מיליון לירה שטרלינג במועד המימון מחדש.

⁹ תחת הנחת רכישת פורטפוליו הנכסים באמצעות רכישת החברה, ובהתאם לשווי המדווח בדוחות הכספיים של החברה. תחת הנחת רכישת פורטפוליו הנכסים באמצעות רכישת הנכסים עצמם, ה-LTV בתחילת חיי העסקה עומד על כ- 72%.

¹⁰ על פי תרחיש בסיס מידרוג.

¹¹ מעריך שווי הנכסים הינו Cushman&Wakefield.

בידי הנאמן יופקדו קרנות הביטחון, בהתאם לחלוקה כדלקמן:

- **קרן ביטחון לשירות החוב¹²** - כרית בסך של כ- 18 מיליון לירה שטרלינג אשר נצברת לאורך חיי העסקה¹³. כספי הקרן יופקדו בפקידונות לזמן קצר ו/או אגרות חוב ממשלתיות, ברמת נזילות יומית, שדירוגן אינו נמוך מ- Aa3.
- **רכישה חוזרת של אגרות החוב (Buy-Back)** - בהתאם למסמכי המימון, התזרים השיווי לאחר החלוקה לבעלי החברה, כפי שמוגדר במפל התשלומים, יופקד אצל הנאמן בחשבון ייעודי וישמש לפירעון מוקדם של החוב¹⁴.

תנאים למשיכת עודפים

החברה תהא רשאית למשוך כספים בכפוף לאישור הנאמן כי התקיימו התנאים הבאים במצטבר:

- ההון העצמי לא יפחת מ- 100 מיליון לירה שטרלינג.
- יחס הכיסוי ADSCR ההיסטורי והחזוי (12 חודשים קדימה) לא יפחת מ-1.10.
- קרן הביטחון לשירות החוב מלאה כנדרש.
- לא מתקיימת הפרה, ולא צפויה להתקיים הפרה כתוצאה מהמשיכה.
- סך החלוקות לא יעלה על 2.8 מיליון לירה שטרלינג בשנה קלנדרית.

אמות מידה פיננסיות

בכל עת תעמוד החברה באמות המידה כמפורט להלן:

- ההון העצמי לא יפחת מ- 90 מיליון לירה שטרלינג.
- יחס הון עצמי למאזן לא יפחת מ- 15%.
- יחס החוב הפיננסי נטו מתואם ל- NOI מתואם לא יעלה על 1.13.
- יחס החוב הפיננסי נטו מתואם ל- CAP נטו לא יעלה על 1.80%¹⁵.
- יחס כיסוי ADSCR לא יפחת מ-1.03, עד הדוחות הכספיים של שנת 2020.
- יחס כיסוי ADSCR לא יפחת מ-1.05, החל מהדוחות הכספיים של הרבעון הראשון לשנת 2021 ועד סיום העסקה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חוזה השכירות מול VWG מהווה נדבך מרכזי בדירוג

בתאריך ה- 8 באפריל 2004, נחתם הסכם אב (Master Property Agreement), אשר מגדיר את תנאי השכירות בין המשכיר, Chamoss לבין השוכר, VWUK. החוזה נחתם על כלל 85 נכסי הנדל"ן הממוקמים ברחבי בריטניה ומשמשים כאולמות תצוגה, מכירה ומתן שירותים (Single Asset Portfolio), כאשר ייעודם הינו לטובת פעילות זו בלבד. תקופת החוזה הינה עד ליום ה- 27 לאוקטובר 2028, כאשר לשוכר יש אופציה להארכת חוזה של 10, 15 או 20 שנים עבור פורטפוליו הנכסים בכללותו ועליו להודיע על כך עד ה-8 באפריל 2025. דמי השכירות משולמים באופן רבעוני וצמודים למדד ה-RPI¹⁶. בהתאם לחוזה השכירות, איחור העולה על 3 ימים ממועד התשלום הינו הפרה יסודית של חוזה השכירות ולחברה זכות להחליף את השוכר לאורך תקופת החוזה, כאשר השוכר עדיין מחויב בתשלום דמי השכירות עד סוף החוזה. כמו כן, לשוכר קיימת אופציית יציאה מחוזה השכירות, אולם היא כוללת פיצוי אשר לכל הפחות מכסה את החוב באופן מלא, ללא תלות במועד מימוש האופציה. בנוסף, כלל עלויות התחזוקה, התפעול והשיפוץ חלים על השוכר, כך שלחברה אין חשיפה לעלויות הוצאות אלו (Triple net lease). בד בבד, כל שינוי בנכסים בו מעוניין השוכר מחייב את

¹² בסוף חיי העסקה, תשמש הקרן לפירעון יתרת החוב טרם המימון מחדש.

¹³ על פי המודל הפיננסי, כרית הביטחון תיצבר לאורך 11 החודשים הראשונים של העסקה.

¹⁴ על פי שטר הנאמנות, פירעון מוקדם של החוב באמצעות רכישה חוזרת של אגרות החוב, אינו מהווה עילה לפירעון מדי של אגרות החוב.

¹⁵ מדי שנה יבוצע חישוב LTV, המתבסס על הערכת שווי עדכנית של פורטפוליו הנכסים וכן בדיקת יתרת ההלוואה לסילוק.

¹⁶ ההצמדה למדד מוגבלת בין 1.5% ל- 5%.

אישור Chamoss. לאור האמור, לא העמידה החברה קרן תפעול ותחזוקה ייעודית בעסקה. מבנה החוזה וכנגזרת מכך התחייבויות השוכר לרבות בקשר עם מנגנון ה- Triple net lease והפיצוי בגין אופציית היציאה שלו לאורך חיי העסקה, מהווה נדבך מהותי בדירוג העסקה.

איתנותה הפיננסית של חברת VWUK הולמת את דירוג העסקה

VWUK הינה חברה פרטית בבעלות מלאה של קבוצת פולסווגן באמצעות חברה בת של VWG, Volkswagen Finance Luxembourg SA (להלן: "החברה האם"). VWUK הינה יבואנית רשמית ובלעדית לבריטניה של כלי רכב מקבוצת פולקסווגן, וכן היא פועלת כמפיצה של רכבי פולקסווגן בבריטניה. בשנת 2016 רשמה VWUK מכירות בהיקף של כ-9.7 מיליארד לירה שטרלינג. בנוסף, ביצעה בשנת 2016, ביצעה כ-512,160 מסירות כלי רכב פרטיים, וכ-45,623 מסירות כלי רכב מסחריים, המגלמים כ-19% וכ-12% מכלל המסירות שבוצעו בבריטניה בהתאמה. לחברה אין חוב פיננסי מאזני, היא מחלקת את מרבית רווחיה לחברה האם כדיבידנד, והניהול הפיננסי מבוצע ברמת הקבוצה, דרך החברה האם, ועל כן אין לחברה עצמאות פיננסית. על בסיס הדוחות הכספיים לשנת 2016, יחס הון עצמי למאזן מותאם חכירה עומד על כ-20% ויחס חוב מותאם ל-Cap מותאם עומד על כ-33%. לפי מתווה העסקה, VWUK מהווה את המקור הבלעדי לתזרים המזומנים לשירות החוב, ועל כן הערכת האשראי של השוכר נלקחה בחשבון ולהערכתנו הינה הולמת את רמת דירוג העסקה.

תמורות בענף הרכבים בבריטניה

בשנים האחרונות חלו תמורות חיוביות בענף הרכב בבריטניה, הן בייצור רכבים חדשים אשר הגיעו לשיא של 17 שנים בשנת 2016 (עלייה 8.5% ביחס לשנת 2015), והן במספר רישיונות הרכב החדשים הגיע לשיא בשנת 2016 (צמיחה ממוצעת של 1.2% על פני ה-10 השנים האחרונות. עם זאת, קיימים מספר שינויים גלובליים ובבריטניה העלולים להשפיע בטווח הבינוני - ארוך על ענף הרכבים. היציאה מגוש הירור (הברקזיט) עלולה לייקר את עלות הרכבים בעקבות שינוי בהסכמי הסחר בין בריטניה ומדינות בגוש הירור, ועל כן צפויה להשפיע על ענף הרכבים בבריטניה. כמו כן, מגמת השינויים הטכנולוגיים העולמית בענף, דוגמת המכוניות החשמליות האוטונומיות, העדפות הצרכנים ואופן רכישת הרכבים עשויה לשנות את פני ענף הרכב בעולם וכתוצאה מכך להשפיע על יצרני רכבים ובהם VWG. במידה, והשינויים הגלובליים והמקומיים יובילו לשחיקה במיצובה ואיתנותה של VWG, עלול דירוג העסקה להיפגע.

תמורות בענף שירותי הרכבים בעולם (After Market)

שוק ה- After Market אשר מאגד בתוכו את כלל השירותים הנלווים ללקוח שלאחר רכישת הרכב, צמח ב-2.4% בשנת 2016 בבריטניה, עם הכנסות בהיקף כולל של כ-21.6 מיליארד לירה שטרלינג. שוק זה במגמת צמיחה שכן, כפי שנזכר לעיל, שנת 2016 היוותה שנת שיא ברישיונות רכב חדשים. כמו כן, עליית הגילאים הממוצעים של הרכבים על הכבישים ושיפור אמינותם של הרכבים, מבססת את הצמיחה של שוק זה. על אף האמור לעיל, קיימים אתגרים וסיכונים בעתיד הנראה לעין לחברות הפועלות בענף זה. הברקזיט, שצפוי ליצור מספר שינויים בהסכמי הסחר בין בריטניה למדינות הירור עלול להביא לעליית תעריפים בענף. לפי דוח שהוכן על ידי SMMT¹⁷, מעבר לחוקי המסחר של World Trade Organization¹⁸, עלול להביא לירידה של 3 מיליארד לירה שטרלינג בהכנסות ליצואני החלפים ולעליית מחירים בהיקף של כ-640 מיליון לירה שטרלינג ליבואני החלפים. להערכת חברת הייעוץ, Front&Sullivan, העלות השנתית הכוללת של שירות וטיפול ברכב עלולה לעלות ב-10% במוצע ללקוח הקצה. בנוסף, כחלק ממגמה עולמית לרכישות מקוונות ככול שיבוצעו במהלך תקופת החוב רכישות מוצרים, חלפים ואף רכבים בהיקפים משמעותיים שיש בהם בכדי להשפיע על מנגנון ההכנסות של סוכנויות הרכב עלול הרציונל הכלכלי בשימוש בנכסים המגבים להיפגע. עם זאת, השירותים אשר ניתנים בסוכנויות הרכב, הינם מוצר אשר לא ניתן לרכוש באופן מקוון ועל כן ממתנים את סיכון מגמת הרכישות המקוונות. כמו כן, סוכנויות הרכב, על כלל השירותים שהן מספקות ללקוחות הקצה, מהוות מעטפת תומכת של קבוצת פולקסווגן

¹⁷ קישור לדוח ה-SMMT

¹⁸ ארגון בינלאומי, המסונף לאו"ם, אשר אחראי על הסכמי סחר בין מדינות.

באנגליה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנושא, לרבות בנוגע לשינויים בענף הרכבים בבריטניה ובשוק ה-After Market והשלכותיהם על שווי הנכסים המגבים בעסקה.

שווי פורטפוליו נכסי העסקה

בהתאם להערכת שמאי¹⁹, נכון ליום 30.11.2017, שווי פורטפוליו הנכסים, הכולל 71 נכסי נדל"ן בבעלות החברה (freehold), 11 נכסי נדל"ן מסוג Long leasehold ו-3 נכסי נדל"ן מסוג freehold/part leasehold, הינו כ- 454 מיליון לירה שטרלינג, תחת הנחת רכישת פורטפוליו הנכסים באמצעות רכישת החברה, וכ- 432 מיליון לירה שטרלינג תחת הנחת רכישת פורטפוליו הנכסים באמצעות רכישת הנכסים עצמם. הערכת השווי התבססה על חוזה האב של החברה עם השוכר (Master property agreement) על-פיו כלל הנכסים יימכרו כפורטפוליו נכסים יחיד. לצורך ההערכה, מעריך השווי התבסס על ההכנסות הצפויות מדמי השכירות, אשר צמודות למדד ה-RPI ובשיעורי היוון הנהוגים בשוק התואם את אופי פורטפוליו הנכסים. כמו כן, מעריך השווי ביצע הערכה לפורטפוליו הנכסים, בהנחת תפוסה ריקה אשר הינה כ- 280 מיליון לירה שטרלינג. מעריך השווי מציין כי ל- 8 מנכסי הנדל"ן בפורטפוליו הנכסים, המצויים במיקומים מרכזיים, קיימת אופציה לשימוש כנכסי נדל"ן לשימושים נוספים, אשר על כן, קיימת להם הערכת שווי אלטרנטיבית גבוהה יותר. בשיקולי הדירוג נלקחו בחשבון מספר הערכות שווי שונות לאורך חיי העסקה, תוך ביצוע מספר תרחישי רגישות, לרבות הערכותיו של השמאי הכוללות, בין היתר, את שוויים האלטרנטיבי של 8 הנכסים בעלי האופציה לשינוי ייעוד.

הכנסות מדמי שכירות, פיזור ונתוני גבייה

פורטפוליו הנכסים כולל 85 נכסי נדל"ן המיועדים לשימוש כאולמות תצוגה ומכירה של רכבים. נכסים אלה ממוקמים ברחבי בריטניה (אנגליה, סקוטלנד ווילס), מתוכם 25 נכסים נמצאים בלונדון וסביבתה. נכון ל-12 החודשים האחרונים המסתיימים ב- 27 לאוקטובר 2017 תשלומי השכירות שהתקבלו בידי החברה עבור פורטפוליו הנכסים עמד על כ- 27.5 מיליון לירה שטרלינג, כאשר 10 הנכסים המכניסים ביותר אחראיים על כ- 25% מסך כל התשלומים. ב- 13 השנים האחרונות מאז עבר חוזה השכירות לידי Chamoss, תשלומי השכירות התקבלו במלואם ובמועד. להערכת מידרוג, פיזור הנכסים בפורטפוליו הנכסים ונתוני הגבייה הולמים את רמת הדירוג.

נותן השירותים בעסקה בעל Track Record חיובי

נותן השירותים לעסקה הינו Chamoss, אשר מנהלת ומתפעלת את פורטפוליו הנכסים מדצמבר 2005, התקופה בה רכשה את כל הזכויות על הנכסים. לאורך כל שנות תפעול פורטפוליו הנכסים, כ- 13 שנים, תשלומי השכירות התקבלו במלואם ובמועד. נכון למועד הדוח, לא קיימות תביעות בין השוכר לנותן השירותים. להערכת מידרוג, ה-Track Record החיובי בניהול ותפעול העסקה מיום תחילתה ודמי הניהול הנגבים בעסקה, תומכים בדירוג.

יחסי כיסוי וסיכון המימון מחדש

יחסי הכיסוי בעסקה נסמכים על תזרים המזומנים הנובע מפעילותה של חברת VWUK וצמודים למדד ה-RPI. להערכת החברה, מדד ה-RPI צפוי לגדול ב- 3.5% בכל שנה ולאורך כל תקופת הסכם השכירות, וכנגזרת מכך יעמדו יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימלי על כ- 1.21 וכ- 1.11 בהתאמה. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, המכיל, בין היתר, אקסטרפולציה לאורך כל תקופת הסכם השכירות המתבססת על מדד ה-RPI משנת 2006 ועד לשנת 2018, יעמדו יחסי הכיסוי ADSCR הממוצע והמינימלי על כ- 1.15 וכ- 1.10 בהתאמה. בנוסף, בתרחיש רגישות בו מדד ה-RPI יגדל בשיעור של 1.5% בלבד מדי שנה²⁰ יעמדו יחסי הכיסוי הממוצע והמינימלי על כ- 1.13 ו-1.07, בהתאמה. מבנה החוב מכיל סיכון מימון מחדש בשנת 2028 בסמוך לסיום הסכם השכירות, כאשר לשוכר יש אופציית הארכת החוזה עבור כלל הנכסים, עליה הוא צריך להודיע לחברה עד ה- 8 באפריל בשנת 2025. להערכת מידרוג, סביבת יחסי הכיסוי הינה נמוכה ביחס לדירוג, אולם היא נתמכת ברמות ודאות גבוהה ולקוח בעל איתנות פיננסית הולמת את הדירוג. כמו כן, קיימת אי וודאות מסוימת בקשר עם המגמות הצפויות בענף הרכבים, וכנגזרת מכך השפעתם על הערכת שווי הנכסים המגבים במועד המימון מחדש. לפיכך, נלקחו בחשבון מספר תרחישי רגישות בקשר עם שווי הנכסים המגבים לאורך חיי העסקה בכלל ובמועד המימון מחדש

¹⁹ Valuation of 85 Motor Dealership Investment Properties as a Single Asset Portfolio
²⁰ שיעור זה הינו השיעור המינימלי בו תשלומי השכירות יגדלו מדי שנה על פי הסכם האב שנחתם בין הצדדים.

בפרט. בתרחיש הבסיס של מידורג, הנחנו כי במועד המימון מחדש תעמוד יתרת החוב על כ- 140 מיליון לירה שטרלינג²¹, וה- LTV צפוי לנוע בטווח של 44%-52%, בעוד שה- LTV במועד נטילת החוב יעמוד על כ- 2268%.

קרב לשירות החוב ומערך ביטוח לנכס

במסגרת העסקה, קיימת קרב לשירות חוב הנצברת לאורך תחילת חיי העסקה עד אשר תמולא להיקף של כ- 18 מיליון לירה שטרלינג, ומגלמת שירות חוב של כ- 9 חודשים. בהתאם למסמכי העסקה, במהלך צבירת הקרב לא תתקיימנה חלוקת עודפים. הקרב לשירות החוב תופקד בחשבון ייעודי על שם הנאמן, לטובת מחזיקי אגרות החוב. בנוסף, בהתאם להסכם השכירות, מחויב השוכר לבטח על חשבוננו את כלל הנכסים בפורטפוליו הנכסים, באופן שבו החברה, יחד עם השוכר הינם המוטבים בגין פוליסת הביטוח. להערכת מידורג, היקף הקרב לשירות החוב ומערך הביטוחים תואמים את מאפייני העסקה ואיתנותו הפיננסית של השוכר.

שינויים רגולטוריים עתידיים בקשר עם המס עלולים להוביל לפגיעה באיתנות העסקה

בהתאם למסמכי העסקה, על החברה חלה חובת ניכוי מס במקור עבור מחזיקי האגרות. נכון למועד הדוח, בהתאם לחוות דעת משפטית ולדברי החברה, לא חלה עליה חובת מס ניכוי במקור על תשלומי הריבית מתוקף התקינה הקיימת בבריטניה אשר מעניקה פטור לחברות המנפיקות אג"ח בבורסות מוכרות²².²⁴ כמו כן, בהתאם לחוות דעת משפטית בנושא, קיים Track Record נרחב באשר לפטור הניתן למס זה וכי הסבירות שפטור זה יבוטל בעתיד הינה נמוכה באופן משמעותי ובעלת השלכות משמעותיות על כלכלת בריטניה. בנוסף, התקבלה חוות דעת בקשר עם סוגיות מס החברות שעל החברה לשלם בבריטניה, וכן תחזית תשלומי המס בתרחישים השונים. יש לציין, כי לאור סביבת יחסי הכיסוי בעסקה, שינוי לרעה ברגולציה בקשר עם המס החל על העסקה יוביל לפגיעה משמעותית בדירוג.

רישום אגרות החוב למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ

תהליך הנפקת אגרות החוב יסתיים לפני הרישום למסחר ברשימה הראשית של הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "הבורסה"), על כן התחייבה החברה להשלים את הרישום למסחר בבורסה עד ה- 31.05.2019. בהתאם לחוות דעת משפטית אשר נמסרה למידורג בנושא, לחברה אין מגבלות במישור הגילוי על מנת לרשום את האגרות למסחר בבורסה ולאור חוות הדעת החברה תעמוד במישור העמידה בהנחיות הבורסה בסבירות גבוהה עד תום מועד הרישום. בתרחיש הבסיס של מידורג, נלקח בחשבון כי החברה תשלים את רישום אגרות החוב למסחר בבורסה.

מפל התשלומים בעסקה

1. הוצאות הקשורות בתפעול נכסי החברה.
2. הוצאות הנהלה וכלליות.
3. הוצאות המס.
4. הוצאות מימון - תשלומי ריבית.
5. הוצאות מימון - תשלומי קרב.
6. תשלומי עבור הכרית הביטחון הנצברת (עד צבירתה המלאה).
7. חלוקת עודפים²⁵.
8. יתרת התזרים תופקד אצל הנאמן לצורך רכישה חוזרת של אגרות החוב ו/או פירעון החוב במועד סיום העסקה.

²¹ להערכת החברה, יתרת החוב תעמוד על כ- 119 מיליון לירה שטרלינג במועד המימון מחדש.

²² תחת הנחת רכישת פורטפוליו הנכסים באמצעות רכישת החברה, ובהתאם לשווי המדווח בדוחות הכספיים של החברה. תחת הנחת רכישת פורטפוליו הנכסים באמצעות רכישת הנכסים עצמם, ה- LTV בתחילת חיי העסקה עומד על כ- 72%.

²³ [Recognized stock exchanges: section 1005 Income Tax Act 2007](#)

²⁴ בהתאם לחוות הדעת, החברה תנפיק את האג"ח ב- Cayman Islands Stock Exchange או ב- Channel Islands Stock Exchange כדי להיות זכאית לפטור.

²⁵ חלוקת העודפים כפופה לאמות המידה לחלוקה, אשר פורטו תחת הסעיף "תנאים למשיכת עודפים".

עילות עיקריות לפירעון מידי

- אי פירעון תשלום למחזיקי האגרות במועד הנדרש.
- קבלת החלטת פירוק על ידי החברה או יתקבל צו פירוק קבוע וסופי ביחס לחברה על ידי בית משפט.
- שינוי של עיקר פעילות החברה אשר הינו השכרת נכסים מניבים בבריטניה לחברות בתחום הרכב.
- הפרה של אמות המידה הפיננסיות, כפי שהוזכרו בדוח לעיל.
- הרחבת סדרה של אגרות החוב אשר אינה עולה בכנה אחד עם הוראות השטר.
- חלוקת עודפים אשר אינה עולה בכנה אחד עם הוראות השטר.
- הורדת דירוג של אגרות החוב לדירוג הנמוך מ-Baa3.il.
- הפסקת דירוג של אגרות החוב לתקופה העולה על 60 ימים רצופים, עקב נסיבות אשר בשליטת החברה.
- אי פרסום דוחות כספיים בתוך 30 ימים מהמועד בו החברה חייבת בפרסומם לפי הדין החל עליה או לפי שטר הנאמנות.

דיווחים לנאמן

- דוחות כספיים רבעוניים מאוחדים סקורים של החברה.
- דוחות כספיים שנתיים מאוחדים מבוקרים של החברה.
- הודעות בדבר רכישת אגרות חוב על ידי החברה או חברה בשליטתה, או במקרה שיוודע לחברה על רכישה בידי מחזיק קשור אחר, וכן העתק של ההודעות לציבור בהם חייבת החברה על פי הדין החל עליה.
- מידע בנוגע לחברה, עסקיה ונכסיה, אשר לפי שיקול דעתו הסביר של הנאמן נדרש לצורך הגנה על מחזיקי אגרות החוב, וזאת תוך 10 ימים ממועד פנייתו של הנאמן לחברה.
- בשטר הנאמנות נקבע כי הנאמן מתחייב לשלוח דואר אלקטרוני לתיבת דואר ייעודית עם היוודע על כל הפרה של אחת או יותר מהמגבלות המפורטות בדוח זה ובשטר הנאמנות, וזאת לא יאוחר מ- 3 ימי עסקים מהיוודע על ההפרה. כמו כן, הנאמן יעביר הודעת דואר אלקטרוני לתיבת הדואר הייעודית, אם בהתאם לשיקול דעתו הבלעדי החליט להודיע לחברה על הפרה שהינה בהתאם לשיקול דעתו הפרה מהותית של שטר הנאמנות (לרבות הפרה מהותית שהינה נמשכת, חוזרת ושלא תוקנה בזמן הקבוע לכך בשטר הנאמנות או תוך זמן סביר בהעדר קביעת זמן לתיקונה כאמור).

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- עליית באיתנות הפיננסית של VWUK
- עלייה מהותית בשווי הנכס ו/או ירידה ב-LTV

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- ירידה באיתנות הפיננסית של VWUK
- שחיקה ביחסי הכיסוי של העסקה
- ירידה משמעותית בשווי הנכס ו/או עליה ב-LTV
- שינויים רגולטוריים בקשר עם המס בעסקה

דוחות קשורים

[מתודולוגיית לדירוג אג"ח מגובה משכנתאות מסחריות \(CMBS\)](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

30.05.2018	תאריך דוח הדירוג:
10.05.2018	תאריך דוח הדירוג האחרון:
13.03.2018	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
Chamoss International Limited	שם יוזם הדירוג:
Chamoss International Limited	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' 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 פיננסית 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 נגרם 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>