



תחום מימון מובנה ופרויקטים דוח דירוג

18 דצמבר 2007
ט' טבת תשס"ח

גלובל פיננס ג'י.אר. 8 בע"מ-

אג"ח מגובה אגרות חוב תאגידיות

דוח הדירוג מתייחס למבנה העסקה ולמאפייניה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 18/12/2007 ולטיוטת תשקיף מתאריך 26/11/2007. הדירוג ניתן לאחר עיון בטיטוט מסמכי העסקה וחוות הדעת לגביה. הדירוג ייכנס לתוקף עם המצאת המסמכים המפורטים להלן כאשר הם חתומים כדיון: בדיקת נאותות של בודק חיצוני, אישור בדבר רישום השעבודים, חוות דעת משפטיות, שטר נאמנות לרבות נספחים והסכם שירותים.

תיאור	סוג	כמות 1 ש"ח ע.נ. (אלפי ש"ח)	אחוז מסך הנפקה	שיעור ריבית משוערת	מועד תשלום אחרון	דירוג
סדרה ד'	אגרות חוב	1,371,548	96.5%	4.1%	19/1/19	Aaa
סדרה ה'	אגרות חוב	41,161	3.5%	8.8%	19/1/19	Baa3

מידרוג דרגה את סיכוני האשראי הנובעים מהתחייבות החברה לפרוע את הקרן והריבית עד מועד הפירעון בפועל של האג"ח – בין אם פירעון במועד הסופי הנקוב או פירעון מוקדם בגין עילה כלשהי הקבועה בתנאי האג"ח. למען הסר ספק, פירעון מוקדם של הקרן והארכת מח"מ הוא חלק מתנאי תשלום אגרת החוב ואינה מהווה אירוע כשל (default).

מחברים:

יניב לפן
אנליסט
טל': 03-6844732
Yanivl@midroog.co.il

יפית בלייך
אנליסט
טל': 03-6844735
fima_b@midroog.co.il

אביגיל קוניקוב
ראש צוות
טל': 03-6844729
avigail.k@midroog.co.il

1. כללי

גלובל פיננס ג'י.אר. 8 בע"מ (להלן: "המנפיקה") היא חברה ייעודית (SPC) אשר הוקמה על-ידי דש גלובל פיננס בע"מ, העוסקת בהנפקות ניירות ערך ומוצרי חוב. המטרות העיקריות של המנפיקה: הנפקת אגרות חוב המגובות בנכסים המגבים, החזקה בנכסים אלו וביצוע כל הפעולות הדרושות לצורך טיפול באגרות החוב.

באפריל 2007 הנפיקה החברה שלוש סדרות אגרות חוב (סדרות א-ג), (להלן: "קבוצת הסדרות הותיקה"), המגובות בנכסים מגבים (להלן: "הנכסים המגבים הותיקים"), המהווים את מקור הפירעון היחיד של קבוצת הסדרות הותיקה.

בכוונת החברה להנפיק אגרות חוב (סדרות ד-ה), (להלן: "אגרות החוב"). אגרות החוב תגובינה באגרות חוב תאגידיות (להלן: "הנכסים המגבים"). התזרים הצפוי מהנכסים המגבים הינו המקור היחיד לפירעון אגרות החוב ומיועד לפירעון שלהם ולכרית בגינם בלבד.

אנשי קשר:

מירב בן כנען היר, ר"ח
ראש תחום מימון מובנה
ופרויקטים
טל': 03-6844703
meravb@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
www.midroog.co.il
info@midroog.co.il
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002

¹ במונחי תזרים.



שיטת התשלום הינה **pass-through**, דהיינו, כל התזרים המתקבל מהנכסים המגבים מועבר למחזיקי האג"ח (סדרה ד' וסדרה ה'), כמפורט בסעיף 2.2 להלן. בסיס ההצמדה של איגרת החוב זהה לזה של הנכסים המגבים, כלומר אין חשיפת מדד מכיוון שהתשלומים על-פי האג"ח צמודים למדד המחירים לצרכן והנכסים המגבים אף הם צמודים לאותו מדד. הוצאות תפעוליות של החברה הייעודית ימומנו מכרית תפעולית אשר תועמד על ידי בעלי החברה ביום ההנפקה.

בתהליך הדירוג נבחנו חמש סוגיות רלוונטיות:

- היותה של העברת הזכויות באג"ח העברה גמורה (True Sale), נבחנה על ידי יועציה המשפטיים של החברה וגובתה בחוות דעת משפטית.
- איכות האשראי של הנכסים המגבים, קביעת כריות הביטחון לאג"ח העיקרית.
- בחינת התאמת התזרים הצפוי מהנכסים המגבים, שנבנה על ידי המנפיקה, לתשלומים לאג"ח העיקרית ולאג"ח הנחותה.
- אופן העברת התזרים למחזיקי האג"ח.
- הנפקת סדרות נוספות, המגובות בתיק נכסים שונה באותה חברה והסיכונים הנובעים כתוצאה מכך למחזיקי האג"ח, גובתה בחוות דעת משפטית.

2. סיכום תנאי הנפקה

2.1 מבנה

סוג האג"ח המונפק:	אג"ח מגובה אגרות חוב תאגידיות.
סיווג נכסי הבסיס:	אגרות חוב של תאגידים מדורגים.
החברה הייעודית:	גלובל פיננס ג'י.א.ר. 8 בע"מ.
נותן השירותים לעיסקה:	דש גלובל פיננס בע"מ.
עלויות תפעול	
החברה הייעודית:	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 אם של ג'י.א.ר. 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.	כרית תפעולית :
2,400 אלפי ₪, סכום המכסה את עלויות ניהול התיק לכל תקופת האג"ח.	התזרים הנרכש :
סך התזרים הצפוי מהנכסים המגבים.	שיעור ריבית סדרה ד' :
4.1%.	שיעור ריבית סדרה ה' :
8.8%.	תשלומי קרן סדרה ד' :
1,371,548 אלפי ₪.	תשלומי קרן סדרה ה' :
41,161 אלפי ₪.	בסיס הצמדה :
מדד המחירים לצרכן ללא הבטחת רצפת המדד.	יחס נכסים להתחייבויות :
לצורכי קביעת תנאים לחלוקת התזרים בין האג"ח העיקרית (סדרה ד') לאג"ח הנחותה (סדרה ה'), מוגדר יחס נכסים להתחייבויות. יחס זה נבחן בכל תקופה לפני תשלומי ריבית לאג"ח העיקרית (סדרה ד'). נכסים והתחייבויות הינם כמפורט להלן.	
יתרת התזרים בגין הנכסים המגבים שאינם בכשל (כמתואר בסעיף 5.2) כשהם מהווים בריבית איגרת החוב העיקרית (סדרה ד'). במקרה של פריסה מחדש (כתוצאה מהסדר בקרות אירוע אשראי) של תשלומים בנכסי הבסיס, אם תקופת התשלומים לאחר הפריסה, מסתיימת לאחר תום תקופת האג"ח, יכללו רק תשלומי הקרן בגין הנכסים הנפרסים עד תום תקופת האג"ח.	נכסים :
יתרת החוב של האג"ח העיקרית (סדרה ד'), לרבות הפרשי הצמדה וריבית.	התחייבויות :
	יחס נכסים להתחייבויות :
$= \frac{NPV_A}{Principal_A} \text{ O/C TEST}$	
	כאשר :
NPV_A - ערך נוכחי של התזרים הנותר הכולל מהנכסים המגבים, המהווים בריבית סדרה ד'.	
$Principle A$ - היתרה הבלתי מסולקת של קרן אגרות החוב (סדרה ד') לפני תשלום הקרן הנוכחי.	
יחס נכסים להתחייבויות התחלתי: 103.63% הינו היחס ההתחלתי בין הנכסים להתחייבויות לסדרה ד'.	
היחס הינו היחס המוגדר בסעיף 2.2 להלן, במועד ההנפקה.	
יובנק חברה לנאמנות בע"מ.	נאמן :
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 בהתאם ליחס נכסים להתחייבויות.	מכירת נכסי בסיס :

2.2 מנגנון חלוקת התזרים בין סדרות ד' ו-ה'

שיטת התשלומים²: שיטת התשלום הינה **pass-through**, דהיינו כל התזרים המתקבל מהנכסים המגבים מועבר למחזיקי האג"ח בהתאם לסדר הקדימויות המפורט להלן:

-יחולק התזרים הצפוי לפי שיעור של 96.5%-3.5% לאגרות החוב סדרה ד' ו-ה' בהתאם.

-באם אין אירועי כשל אזי יחס הנכסים להתחייבויות נותר ללא שינוי והתזרים יחולק Pro Rata לכל אחת מאגרות החוב בהתאם לשיעורים של 96.5%-3.5% לאגרות חוב סדרה ד' ו-ה' בהתאם. סדר קדימויות התשלומים בכל אחת מאגרות החוב הינו תשלום עבור ריבית ולאחר מכן תשלום עבור קרן.

-במקרה של כשל, כל עוד יחס נכסים להתחייבויות גבוה מ-100%, יחולק התזרים, לרבות תקבולים חד פעמיים משיקום נכסים שכשלו, לטובת סדרה ד' עד לקבלת מלוא התזרים שהיה מתקבל לולא אירוע הכשל, לאחר מכן תועבר תירת התזרים, ככל שתשאר, לטובת סדרה ה'.³

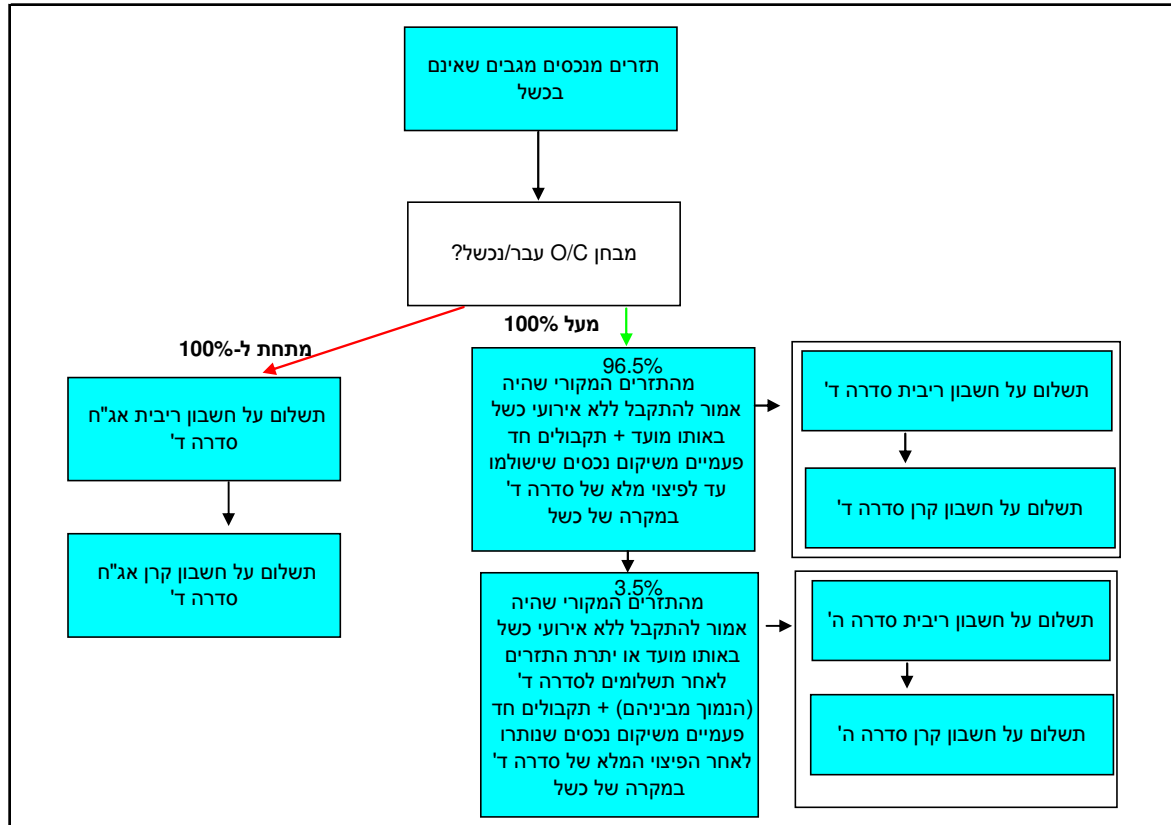
-התשלום עבור אגרת חוב סדרה ה' כפוף ליחס נכסים להתחייבויות. באם יחס נכסים להתחייבויות נמוך מ-100% אזי כל התזרים יועבר לטובת אגרת חוב סדרה ד'.

תדירות תשלומים: חודשית. תשלום אחרון יתבצע בתאריך 19/01/2019.

² באם מתרחש אירוע כשל בו נפגעות שתי הסדרות והתזרים המשוקם חוזר מספר תקופות לאחר אירוע הכשל יחולק התזרים כך שראשית יושלם לסדרה ד' כל התזרים שהיה אמור להגיע לסדרה ד' ולא הגיע עקב אירוע הכשל, לרבות ריבית צבורה ממועד הכשל, לאחר התשלום לסדרה ד' תוקצה שארית התזרים ככל שתשאר על מנת להשלים את התזרים החסר לסדרה ה'.

³ ייווצר לוח סילוקין חדש ומעודכן שיתאים לתקבולים הצפויים מהנכסים המגבים שנותרו על פי ריבית של כל אגרת חוב לפי העניין. במידה ויוותרו סכומים שלא סולקו לסדרה ה' הם יצברו על פי תנאי האג"ח, עד למועד פרעונם או סיום תקופת האג"ח לפי המוקדם.

להלן תרשים סכמטי של סדר התשלומים לסדרות ד' ו-ה':



2.3 קריטריונים להכללת נכסים מגבים בתיק:

- כל נכסי הבסיס צמודים למדד המחירים לצרכן.
- בגין נכסים, שמדד הבסיס שלהם גבוה ממדד הבסיס בעסקה, יילקח בחשבון תזרים ממוזג למדד הבסיס בעסקה, בלי להתחשב ברצפת מדד של הנכס המאוגח.
- נכסים הכוללים זכות של המנפיק לבצע פירעון מוקדם לא יכללו בתיק.
- נכסים הכוללים מנגנונים להאצת פירעון לא יכללו בתיק.
- הנכסים הינם התחייבויות לא נחותות של מנפיק הנכס המגבה⁴.
- נכסים לא מדורגים לא יכללו בתיק.

ככל שיצטברו סכומי ריבית עודפים בגין הנכסים המגבים בחשבון הנאמן, העולים על סכומי הקרן והריבית להם זכאים בעלי אגרות החוב (סדרה ד' וסדרה ה'), סכומים אלה יימשכו על ידי המנפיקה בתום כל רבעון לאחר המצאת דו"ח יתרת חשבון מעודכן לנאמן, והנאמן יהיה חייב לאשר למנפיקה למשוך מתוך חשבון הנאמן את הסכומים הנ"ל, ולהעבירם לדש גלובל פיננס בע"מ או לצדדים שלישיים בהתאם להוראות שתקבל החברה מדש גלובל פיננס בע"מ. סכומים עודפים כמתואר צפויים להיווצר בין היתר כתוצאה מריביות שנצברו בגין הפקדת התקבולים בפיקדון עד למועד הפירעון הקרוב בפועל לבעלי איגרות החוב.

3. העברת הזכויות בנכסים המגבים

רכישת הזכויות בנכסים המגבים תבוצע בהתאם להסכמים בין המנפיקה לבעליהם בכפוף להעברת התמורה בגין נכסים אלו.

איגרות החוב תועברנה למנפיקה כנגד העברת תמורתן ובאופן המפורט להלן:

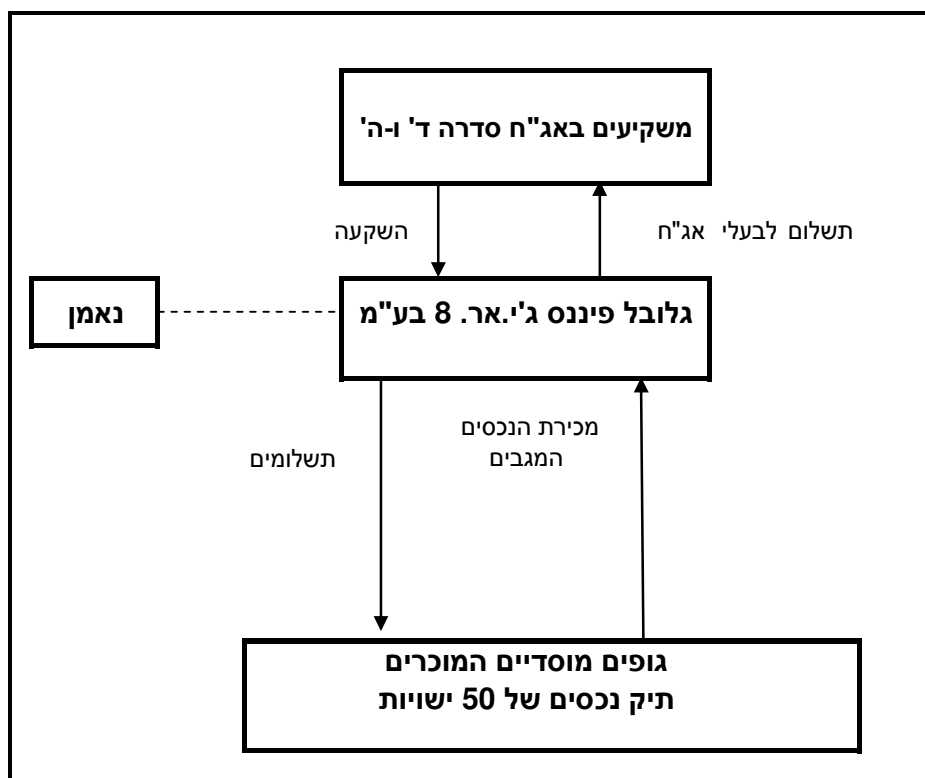
- במידה ובעל אגרות החוב רשום במרשם בעלי אגרות החוב אצל החברה אשר הנפיקה את אגרות החוב, יועברו למנפיקה המסמכים הבאים: תעודת אגרת החוב, שטרי העברת אגרות החוב והסכמת מנפיקות אגרות החוב להעברתן.
- במידה ובעל אגרות החוב אינו רשום במרשם בעלי אגרות החוב אצל החברה אשר הנפיקה את אגרות החוב, תתבצע העברת אגרות החוב למנפיקה בדרך של עיסקה 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

⁴ למעט אגרות החוב של חברת הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ, אשר להן לוח סילוקין קבוע וידוע מראש.

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 כדיון. 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

להבטחת מילוי תנאי איגרות החוב ושטר הנאמנות תרשום המנפיקה לטובת הנאמן למחזיקי האג"ח (להלן: **"הנאמן"**) את השעבודים כדלקמן:

- שעבוד קבוע (על הזכויות בחשבון הבנק) ושוטף (על הכספים 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 סידרה ד'.
- שעבוד קבוע (על הזכויות בחשבון הבנק) ושוטף (על הכספים שיופקדו מעת לעת), מדרגה שנייה 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 סידרה ה'. השעבוד יירשם לסדר נשייה בלבד, ללא זכות הפעלה.
- 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'.
- שעבוד קבוע, שני 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 ה'. השעבוד יירשם לסדר נשייה בלבד, ללא זכות הפעלה.
- 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 הותיקים את איגרות החוב מקבוצת איגרות החוב הותיקה, משוחרר וחופשי מכל שעבוד, משכון, עיקול, עכבון, תביעה חוב או זכות כלשהי לטובת צד שלישי ואין תביעות או הליכי כינוס כנגדה.
- המנפיקה לא תשלם דיבידנד, למעט תשלום סכומים עודפים⁵ בתנאים מגבילים מסוימים המפורטים בתנאי העסקה.
- המנפיקה תנהל ספרים, דוחות כספיים וחשבוניות בנק נפרדים ותשתמש בחשבוניות, המחאות ונייר מכתבים נפרד.
- תקנון המנפיקה כולל מטרות מוגבלות הכוללות אך ורק את הנדרש לשם הנפקת אגרות החוב, החזקת פיקדונות בנקאיים בבנק המדורג P-1 לזמן קצר או דירוג מקביל או נכסים פיננסיים אחרים המוגדרים בתשקיף, בתנאי שהשקעה בו לא תפגע בדירוג, ופעולות הדרושות והכרוכות בעיסוקים האמורים.
- ממועד הנפקת איגרות החוב ועד לפירעון המלא, החברה לא תעשה כל פעולה אשר אינה מותרת על פי תנאי שטר הנאמנות.

⁵ סכום עודף יכול שיווצר כתוצאה מעודף רוברב של הוצאה בפועל וכתוצאה מהפרשי כספים שלא נלקחו בחשבון במודל הכמותי.

4.3 סמכויות הנאמן

סמכויות הנאמן כפי שנקבעו במסמכי העסקה:

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.
- תשלום משכורת, דמי ייעוץ, דמי ניהול או הטבה אחרת למעט כמפורט במסמכי העסקה.

4.4 . פדיון מוקדם

4.4.1 העמדה לפרעון מוקדם על ידי הנאמן

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

- אם החברה לא תפרע סכום כלשהו שגייע 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, וההחלטה 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 מכח 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.
- אי תשלום ו/או עיכוב בתשלום ו/או חסר 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 העמדה לפירעון 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 החוב⁶, 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 (סדרה ד') ו-(סדרה ה'). במקרה של פדיון מוקדם תעביר החברה את תשלום תמורת הפדיון המוקדם בהתאם לאמור בתשקיף ובכפוף לאמור בתקנון הבורסה ובהנחיות מכוחו.

⁶ למען הסר ספק יתרת החוב כוללת את האג"ח במחזור כולל האג"ח המיועדות לפדיון.

5. איכות האשראי של הנכסים המגבים

5.1 תיאור כללי

התיק המאוג"ח כולל 50 איגרות חוב שדירוגן נע בין A3 ל-Aaa (או דירוגים מקבילים)⁷. מח"מ הנכסים המגבים נע בין 1.14 לבין 7.54 שנים. להלן מוצגת התפלגות מספר הנכסים המגבים והערך הנוכחי של התזרים הנובע מהם⁸ לפי דירוגם.

התפלגות הנכסים המגבים לפי דירוגים:

דירוג	היקף התזרים	שיעור מסה"כ התזרים	מספר תאגידים ⁹	אחוז מסה"כ נכסים
Aaa	45,918,353	3.25%	1	1.96%
Aa1	51,565,148	3.65%	1	1.96%
Aa2	937,626,017	66.44%	20	39.22%
Aa3	81,578,932	5.78%	7	13.73%
A1	210,881,116	14.94%	12	23.53%
A2	57,485,189	4.07%	6	11.76%
A3	26,249,764	1.86%	4	7.84%
סה"כ	1,411,304,518	100.00%	51	100.00%

התפלגות הנכסים המגבים לפי ענף¹⁰:

ענף	היקף התזרים	אחוזים מסך תזרים	מספר תאגידים	אחוזים מסך נכסים
שירותים עסקיים מגוונים	307,091,548	21.76%	4	8.00%
ייצור חשמל וחלוקתו והפקת מים וחלוקתם	206,175,156	14.61%	2	4.00%
בניין ונדל"ן	194,309,747	13.77%	14	28.00%
כימיקלים, פלאסטיק וגומי	174,665,051	12.38%	2	4.00%
גז ונפט	89,764,722	6.36%	5	10.00%
תעשייה מגוונת	83,211,384	5.90%	3	6.00%
מתכת	61,929,832	4.39%	2	4.00%
תקשורת	53,806,983	3.81%	2	4.00%
קמעונאות	50,587,345	3.58%	2	4.00%
אלקטרוניקה	39,687,820	2.81%	1	2.00%
בנקאות	39,625,500	2.81%	1	2.00%
הובלות	24,390,886	1.73%	1	2.00%
מגזר ציבורי	23,600,871	1.67%	1	2.00%
כלי רכב	19,830,239	1.41%	2	4.00%

⁷ דירוג של אגרות החוב לצורכי העסקה נקבע בהתאם דירוגי מידרוג. בהעדר דירוג מידרוג, הדירוג נקבע לפי דירוגי מעלות. במידה ואגרת החוב נמצאת ברשימת מעקב או עם תחזית שלילית, יילקח בחשבון, לצורכי העסקה, דירוג נמוך בדרגה אחת.

⁸ חישוב הערך הנוכחי של התזרים מבוסס על ריבית שנתית של 4.26% ומהווה להמחשה לתאריך 19.12.2007.

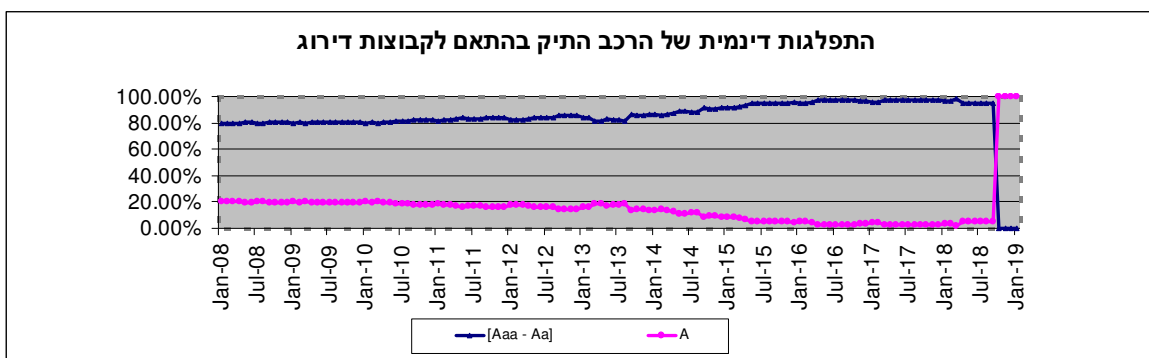
⁹ לחברת דלק פטרולים בע"מ 2 אגרות חוב עם דירוגים שונים.

¹⁰ סיווג ענפי של Moody's. ראה נספח 7 – טבלת המרה בין סיווג למ"ס לסיווג מודייס.

6.00%	3	0.96%	13,594,999	ביטוח
2.00%	1	0.79%	11,193,910	פיננסיים
4.00%	2	0.74%	10,425,281	תעשייה מוצרי צריכה
2.00%	1	0.39%	5,505,223	מכונות
2.00%	1	0.14%	1,908,023	חקלאות
100.00%	50	100.00%	1,411,304,518	סה"כ

מרבית התזרים בתיק נובע מנכסים בענף שירותים עסקיים מגוונים. שיעור נכסים אלו מהווה כ- 8% מן הנכסים המאוגחים וכ- 21.76% מסך התזרים המאוגח.

להלן מוצגת התפלגות החשיפה לקבוצות דירוג שונות של נכסים מגבים על פני משך חיי אגרות החוב: בהתאם לתרשים, ביום ההנפקה, התזרים מנכסים בעלי דירוג בקבוצת ה-Aaa-Aa מהווה כ-78.14% מסך התזרים, התזרים מנכסים בעלי דירוג בקבוצת ה-A מהווה כ-21.86% מסך התזרים.



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

מדידת סיכון האשראי מבוצעת בהתאם להפסד הצפוי למחזיקי איגרת החוב, שהינה תוצאת מכפלת ההסתברות לכשל (Default Probability) בחומרת הכשל (Severity). חומרת הכשל הינה אותם הפסדים אשר אינם משוקמים (recovered). חישוב ההפסד הצפוי הנגזר מתבסס על דירוג נכסי הבסיס.

ההסתברות לכשל נגזרת מנתוני העסקה, כפי שבאה לידי ביטוי בדירוג הניירות המהווים את נכסי הבסיס¹¹. הכפלת ההסתברות זו בחומרת הכשל¹², הנגזרת מדירוג הנכסים המגבים גם היא, מאפשרת גזירת ההפסד הצפוי המשוקלל בתיק המאוגח. לצורך קביעת כרית הביטחון לאג"ח העיקרית אשר תעמיד את סיכון האשראי באג"ח העיקרית ברמה התואמת את דירוג האג"ח העיקרית, נעשה שימוש במודל ה-BET (Expansion Method Binomial).

שיטת ה-BET מבוססת על שימוש ב-Diversity Score, מדד המשמש לבניית תיק נכסי בסיס בלתי תלויים והומוגניים (זהים מבחינת התפלגות ההלוואה ביניהם ובלתי תלויים).

ה-Diversity Score מתחשב במתאמים בין ענפיים ותוך ענפיים בין הנכסים המגבים, כאשר המתאם המשוקלל התוך ענפי לפי *Moody's*¹³ הוא כ-15%, המתאם הבין ענפי הוא 3% והמתאם בין חברות קשורות עומד על 80%. נוסחת החישוב של ה-Diversity Score מצורפת בנספח 3. יש לציין כי ה-Diversity Score הוא מדד ריכוזיות מקובל בקרב מנתחי סיכונים אשראי. תוצאת חישוב ה-Diversity Score, $D=11$. לצורך חישוב סיכונים האשראי, ניתן להתייחס למספר הנכסים המגבים בעסקה כ-11 נכסי בסיס שווים במאפייניהם. בהתייחס להסתברות לכשלים בנכסי הבסיס ניתן לחשב את ההפסד הצפוי למחזיקי אג"ח. ההסתברות לכל אחד מן התרחישים (מספר נכסי הבסיס הנכשלים) מחושבת על פי הנוסחה הבינומית:

$$P_j = \frac{D!}{j!(D-j)!} p^j (1-p)^{D-j}$$

כאשר: j - מספר נכסי בסיס הנכשלים מתוך 11. ($j = 0, 1, \dots, 11$)

p_j - ההסתברות לכשל. ההסתברות המשוקללת לכשל של הנכסים המגבים אשר נגזרת כאמור לעיל לפי דירוג

הנכסים ובעזרת טבלת *Moody's* הינה 0.0887%. כלומר, $p_j = 0.0887\%$.

ההפסד הצפוי $E(L)$ מוגדר כתוחלת ההפסדים על פני התרחישים השונים:

¹¹ גזירת ההסתברות מתבצעת על בסיס טבלאות של *Moody's* אשר מסתמכות על היסטוריה של עשרות שנים בעסקאות רבות. ראה טבלת ההסתברות בנספח 6.

¹² ראה טבלה של *Moody's* בנספח 5. כאמור בהערת שוליים שתיים מתבססת על היסטוריה רבת שנים ועסקאות רבות.

⁷ מקור המתאמים וסיווג הענפים: *Moody's Revisits Its Assumptions Regarding Corporate Default and Asset Correlations for CDOs*

$$E(L) = \sum_{j=1}^D P_j E_j$$

כאשר :

D - מספר עסקאות שוות ערך.

j - מספר עסקאות שוות ערך שנכשלות מתוך 11. ($j = 0, 1, \dots, 11$)

p_j - ההסתברות לכשל.

E_j - הפסד בתרחיש j .

על מנת לחשב את ההפסד בתרחיש מסוים יש לבדוק את עיתוי הכשל.

הנחת התפלגות הכשלים לגבי השנה הראשונה עומדת על כ-50% כאשר עיתויים על פני השנה מתפלג באופן אחיד. יתרת הכשלים מתפלגת באופן אחיד על פני יתרת חיי העסקה. בהינתן התממשות הסיכון של חדלות הפירעון, במודל הונח שיעור שיקום משוקלל של כ-42%, כלומר, על שקל בתזרים מתקבלות 42 אגורות. משקלול ההפסדים בכל אחד מן התרחישים בהסתברות התרחיש (P_j) מתקבלת תוחלת ההפסד בתיק המאוגח.

תוחלת ההפסד הכוללת של התזרים מהנכסים המגבים עומדת על 0.0488% אומדן אורך החיים המשוקלל של התזרים המשועבד עומד על 4.22 שנים בקירוב. ה-WARF המשוקלל של התיק עומד על 35.18 המשקף דירוג אשראי של Aa3 של WARF) Aa3 מתאים לטווח שבין 20-40). הקצאת 3.5% מהתזרים לאיגרת חוב נחותה משקפת תוחלת הפסד צפוי בגובה 0.8912% המדורג Baa3. תוחלת ההפסד הנגזרת לגבי יתרת התזרים (96.5%) עומדת על 0.0009% המדורג Aaa.

7. אופק הדירוג

- דירוג אגרות החוב עשוי להשתנות בין השאר כתוצאה מהגורמים כדלקמן :

דוגמא לשינוי הדירוג : נניח כי 2% מהתיק בחדלות פרעון (התרחיש זהה לנפילת נכס בעל דירוג Aa3 המהווה 2% מהתיק). בהנחה ש-2% מהתיק בחדלות פרעון מיד לאחר ההנפקה והמימושים מידיים, כך ששיעור השיקום הינו 42%, כלומר, מומש בכ-42% מהתזרים המאוגח בגינו. תוחלת ההפסד הצפוי של האגרות חוב (סדרה ד' ו-ה') תחושב כדלקמן :

כתוצאה מחדלון פירעון ושיעור שיקום, סך התזרים שיפגע הינו $1.16\% = (1 - 42\%) * 2\%$ מהתזרים בעת ההנפקה. בהתאם לסדר התשלומים, סדרה ה' תספוג את כל ההפסד. ההפסד הישיר לסדרה ה' יהיה בגובה :

$$1.16\% / 3.5\% = 33.14\%$$

$$\frac{3.5\% - 1.16\%}{96.5\% + 3.5\% - 1.16\%} = 2.37\%$$

ההפסד הצפוי למחזיקי סידרה ד', בהינתן סדרה ה' בגובה 2.37%, יעמוד על כ-0.01%. הפסד צפוי זה משקף דירוג Aa1.

ההפסד הצפוי למחזיקי סידרה ה', יעמוד על $34.06\% = 33.14\% + 0.92\%$. הפסד צפוי זה משקף דירוג של Caa3.

- הנכסים המגבים הם התחייבויות לא נחותות של התאגידים המגבים, עם זאת דירוג איגרות החוב (סדרות ד' ו-ה') 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 הכללתם של חברות בלתי 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' ו-ה' עשוי להשתנות. מכירת נייר תאגיד כתוצאה מהאמור לעיל לא נלקחה בחשבון לצורכי חישוב ההפסד הצפוי ועשויה להגדילו, מעבר לאמור בסעיף 6 לדוח זה.

8. דיווחים

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.
2. דוח שנתי על התקבולים מנכסי הבסיס (מצורפים בדוחות כספיים רבעוניים).
3. דוחות כספיים שנתיים של המנפיקה.
4. לנאמן יועבר, דיווח יחס נכסים להתחייבויות לסדרה ד', כפי שמפורט בסעיף 2.2, לפני כל תשלום עיתי למחזיקי האג"ח.

נספח 1 – הנכסים המגבים

נכס מגבה	תזרים מהוון	משקל בהנפקה	מח"מ	דירוג לצרכי העסקה	ענף בהתאם להגדרת מודי'ס
אזורים חברה להשקעות בפיתוח ובבנין בע"מ	2,431,713	0.17%	4.31	A3	5
אידיבי חברה לאחזקות בע"מ	12,571,407	0.89%	2.99	Aa3	10
אידיבי חברה לפיתוח בע"מ	6,911,513	0.49%	2.82	Aa2	9
איילון אחזקות בע"מ	5,405,618	0.38%	1.64	A1	20
אלבר שירותי מימונית בע"מ	12,601,395	0.89%	3.27	A2	2
אלקו החזקות בע"מ	39,687,820	2.81%	3.83	A1	13
אלקטרה בע"מ	2,052,090	0.15%	3.15	A2	8
אפריקה ישראל להשקעות בע"מ	132,915,016	9.42%	3.92	Aa2	10
אפריקה ישראל נכסים בע"מ	29,000,384	2.05%	2.32	Aa3	5
אשטרום נכסים בע"מ	5,685,097	0.40%	3.04	A1	5
פז בתי זיקוק אשדוד בע"מ	4,106,907	0.29%	2.48	Aa3	24
בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ	41,071,597	2.91%	1.48	Aa2	29
בראק קפיטל השקעות בע"מ	16,442,776	1.17%	6.29	A2	5
בריטיש ישראל השקעות בע"מ	13,667,464	0.97%	2.73	A2	5
בתי זיקוק לנפט בע"מ	21,695,287	1.54%	2.48	Aa2	24
גאון אגרו תעשיות בע"מ	1,908,023	0.14%	2.38	A3	15
גבי-ים לקרקעות בע"מ	54,856,231	3.89%	2.68	Aa2	5
קבוצת גולד בונד בע"מ	5,505,223	0.39%	2.52	A3	22
גזית גלוב (1982) בע"מ	7,904,878	0.56%	2.01	Aa2	5
גזית גלוב (MGN) ¹⁴	31,212,204	2.21%	5.53	Aa2	5
גרנית הכרמל השקעות בע"מ	36,872,969	2.61%	2.78	A1	24
דלק מערכות אנרגיה בע"מ	2,345,575	0.17%	1.68	Aa2	24
דלק פטרוליום בע"מ	24,743,984	1.75%	2.60	¹⁵ A1/Aa2	24
דן רכב ותחבורה ד.ר.ת. בע"מ	7,228,844	0.51%	1.48	A1	2
החברה לישראל בע"מ	145,021,804	10.28%	4.27	Aa2	6
חברת החשמל לישראל בע"מ	160,256,803	11.36%	6.88	Aa2	32
חברת מבני תעשיה בע"מ	3,727,921	0.26%	3.63	Aa3	5
ישפרו חברה ישראלית להשכרת מבנים בע"מ	8,330,740	0.59%	2.48	A1	5
חברה כלכלית לירושלים בע"מ	1,527,554	0.11%	2.52	A2	5
כלל תעשיות והשקעות בע"מ	24,734,723	1.75%	2.58	Aa2	9

¹⁴ החברה בערבות מלאה של חברת גזית גלוב בע"מ, לצרכי אמידת הפיזור בתיק שתי החברות נלקחו כישות אחת.

¹⁵ לחברה שתי סדרות בדירוגים שונים.

34	Aa2	2.76	1.67%	23,600,871	מפעל הפייס
8	Aa3	2.73	0.59%	8,373,191	מפעלי נייר אמריקאיים ישראלים בע"מ
32	Aaa	2.75	3.25%	45,918,353	מקורות חברת מים בע"מ
23	Aa2	3.15	1.95%	27,580,637	משאב ייזום ופיתוח בע"מ
5	A1	2.38	0.37%	5,291,909	נכסי הדורים בע"מ
5	A1	3.50	0.22%	3,167,141	נצבא החזקות בע"מ
23	A1	4.56	2.43%	34,349,194	סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ
3	Aa2	4.05	2.81%	39,625,500	פ.י.ב.י. בית השקעות בע"מ
10	A3	2.21	1.16%	16,404,805	פולאר השקעות בע"מ
6	A1	3.74	2.10%	29,643,247	מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ
29	Aa3	3.03	0.90%	12,735,386	פלאפון חברה לתקשורת בע"מ
20	Aa2	3.39	0.43%	6,025,395	הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ
20	Aa2	1.14	0.15%	2,163,985	צור שמיר החזקות בע"מ
27	A1	5.16	1.73%	24,390,886	צים שירותי ספנות משולבים בע"מ
10	Aa2	7.54	10.29%	145,200,320	קבוצת דלק בע"מ
28	Aa2	4.84	0.70%	9,882,769	רבע כחול - ישראל בע"מ
9	Aa1	3.50	3.65%	51,565,148	רפאל - רשות פיתוח אמצעי לחימה בע"מ
28	Aa2	2.16	2.88%	40,704,576	שופר-סל בע"מ
14	A2	4.61	0.79%	11,193,910	שיכון ובינוי מימון בע"מ
5	Aa3	1.84	0.78%	11,063,736	שיכון עובדים בע"מ

נספח 2 - משקל של תזרים בגין כל נכס בתחילת כל שנה קלנדארית¹⁶

משקל בתחילת 2018	משקל בתחילת 2017	משקל בתחילת 2016	משקל בתחילת 2015	משקל בתחילת 2014	משקל בתחילת 2013	משקל בתחילת 2012	משקל בתחילת 2011	משקל בתחילת 2010	משקל בתחילת 2009	משקל בתחילת 2008	
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.18%	0.23%	0.20%	0.18%	0.17%	אזורים חברה להשקעות בפיתוח בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.31%	0.49%	0.60%	0.70%	0.79%	0.89%	אידיבי חברה לאחזקות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.17%	0.27%	0.33%	0.39%	0.43%	0.49%	אידיבי חברה לפיתוח בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.13%	0.23%	0.31%	0.38%	איילון אחזקות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.60%	0.89%	1.04%	0.95%	0.89%	אלברי שירותי מימוניות בע"מ
0.00%	0.00%	1.70%	2.50%	3.17%	2.71%	2.76%	2.73%	2.81%	2.91%	2.81%	אלקו החזקות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	0.08%	0.10%	0.11%	0.13%	0.15%	אלקטרה בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.23%	12.19%	9.98%	8.77%	10.01%	9.42%	אפריקה ישראל להשקעות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.71%	1.14%	1.39%	1.62%	1.82%	2.05%	אפריקה ישראל נכסים בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%	0.24%	0.28%	0.31%	0.34%	0.37%	0.40%	אשטרום נכסים בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.13%	0.18%	0.22%	0.25%	0.29%	בתי זיקוק אשדוד בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.99%	1.73%	2.33%	2.91%	בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ
3.47%	4.03%	3.69%	3.43%	3.20%	2.32%	1.87%	1.54%	1.36%	1.23%	1.17%	בראק קפיטל השקעות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.29%	0.62%	0.88%	0.91%	0.97%	בריטיש ישראל השקעות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.29%	0.69%	0.94%	1.16%	1.34%	1.54%	בתי זיקוק לונדון בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.07%	0.09%	0.11%	0.14%	גאון תעשיות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.13%	1.95%	2.54%	2.87%	3.21%	3.52%	3.89%	גבי-ים לקרקעות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.16%	0.26%	0.34%	0.41%	0.39%	קבוצת גולד בונד בע"מ

¹⁶ משקלות התזרים בגין כל נכס בכל עת עשויים להיות שונים מהמשקלות בסוף שנה.

0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.66%	0.59%	0.56%	גזית גלוב (1982) בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	3.27%	5.06%	4.68%	3.71%	3.02%	2.63%	2.36%	2.21%	גזית גלוב (MGN)
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.90%	1.44%	1.76%	2.06%	2.32%	2.61%	גרנית הכרמל השקעות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.12%	0.17%	דלק מערכות אנרגיה בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	0.54%	1.74%	1.73%	1.73%	1.75%	דלק פטרוליום בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.17%	0.30%	0.41%	0.51%	דן רכב ותחבורה ד.ר.ת. בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.75%	10.18%	12.37%	13.55%	12.22%	11.02%	10.28%	החברה לישראל בע"מ
65.17%	50.97%	49.41%	42.41%	33.77%	21.39%	17.41%	14.49%	12.93%	11.88%	11.36%	חברת החשמל לישראל בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.14%	0.22%	0.21%	0.22%	0.22%	0.23%	0.25%	0.26%	חברת מבני תעשיה בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	0.32%	0.40%	0.46%	0.52%	0.59%	ישפיר חברה ישראלית להשכרת מבנים בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.06%	0.08%	0.09%	0.11%	חברה כלכלית לירושלים בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	0.61%	0.96%	1.25%	1.50%	1.75%	כלל תעשיות והשקעות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.62%	0.98%	1.20%	1.40%	1.57%	1.67%	מפעל הפייס
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.29%	0.35%	0.42%	0.46%	0.50%	0.54%	0.59%	מפעלי נייר אמריקאים ישראלים בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96%	1.59%	2.05%	2.48%	2.87%	3.21%	3.25%	מקורות חברת מים בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.94%	1.17%	1.39%	1.51%	1.65%	1.79%	1.95%	משאב יזום ופיתוח בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.16%	0.26%	0.35%	0.42%	0.37%	נכסי הדרים בע"מ
0.00%	0.00%	0.15%	0.22%	0.25%	0.21%	0.21%	0.20%	0.21%	0.21%	0.22%	נצבא החזקות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	2.12%	3.29%	3.05%	3.23%	3.28%	2.87%	2.59%	2.43%	סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.32%	3.78%	3.31%	2.99%	2.81%	פ.י.ב.י. בית השקעות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.36%	1.23%	1.16%	פולאר השקעות בע"מ

גלובל פיננס ג'י.א.ר. 8 בע"מ

דוח דירוג

0.00%	0.00%	0.00%	1.17%	1.81%	1.67%	1.77%	1.79%	1.88%	1.96%	2.10%	מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.46%	0.55%	0.65%	0.71%	0.77%	0.83%	0.90%	פלאפון חברה לתקשורת בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.29%	0.35%	0.41%	0.46%	0.43%	הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.08%	0.15%	צור שמיר החזקות בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.88%	2.59%	2.78%	2.82%	2.31%	2.03%	1.83%	1.73%	צים שירותי ספנות משולבים בע"מ
31.36%	45.00%	45.06%	43.82%	34.16%	21.20%	16.92%	13.83%	12.12%	10.94%	10.29%	קבוצת דלק בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	0.94%	1.13%	0.93%	0.82%	0.74%	0.70%	רבע כחול - ישראל בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.94%	3.08%	3.74%	4.35%	3.90%	3.65%	רפאל - רשות פיתוח אמצעי לחימה בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.97%	1.57%	2.06%	2.47%	2.88%	שופר-סל בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.50%	1.22%	1.02%	0.91%	0.83%	0.79%	שיכון ובינוי מימון בע"מ
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.35%	0.59%	0.78%	שיכון עובדים בע"מ

נספח 3 – ניתוח רגישות

ההנחות לבצוע ניתוח רגישות הינן כדלקמן:

-אירוע כשל של שיעור מהתזרים המדורג בדירוג הממוצע של התיק מתרחש מייד לאחר ההנפקה

-שיעור שיקום של 42% הינו מיידי

-בתרחישים המסומנים ב-* ישנו הפסד מיידי לסדרה

-החל מכשל של כ-6.9% מהתזרים ישנו הפסד תזרימי באיגרת חוב (סדרה ד')

השפעת כשל על דירוג סדרה ד' :

השפעה על דירוג אג"ח סדרה א'																		אחוז כשל בתיק
*100%	*90%	*80%	*70%	*60%	*50%	*40%	*30%	*25%	*20%	*15%	*10%	*9%	*8%	*7%	6.00%	5.00%	2.00%	אחוז מהתזרים שנפגע לאחר שיקום
58.00%	52.20%	46.40%	40.60%	34.80%	29.00%	23.20%	17.40%	14.50%	11.60%	8.70%	5.80%	5.22%	4.64%	4.06%	3.48%	2.90%	1.16%	הפסד מיידי לסדרה א'
56.25%	50.21%	44.17%	38.13%	32.08%	26.04%	20.00%	13.96%	10.94%	7.92%	4.90%	1.88%	1.27%	0.67%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	תוחלת הפסד שולית לסדרה א'
0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.01%	משקל חדש של סדרה א'
100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	99.98%	99.38%	97.63%	תוחלת הפסד חדשה
56.28%	50.24%	44.20%	38.16%	32.12%	26.07%	20.03%	13.99%	10.97%	7.95%	4.93%	1.91%	1.30%	0.70%	0.10%	0.03%	0.03%	0.01%	דירוג
C	Ca	Ca	Ca	Caa3	Caa3	Caa2	Caa1	B3	B2	Ba3	Ba1	Baa3	Baa2	A1	Aa3	Aa2	Aa1	

השפעת כשל על דירוג סדרה ה' :

השפעה על דירוג אג"ח סדרה ב'					אחוז כשל בתיק
*4%	*3%	*2%	*1%		אחוז מהתזרים שנפגע לאחר שיקום
2.32%	1.74%	1.16%	0.58%		הפסד מיידי לסדרה ב'
66.29%	49.71%	33.14%	16.57%		תוחלת הפסד שולית לסדרה ב'
0.94%	0.92%	0.91%	0.90%		משקל חדש של סדרה ב'
1.21%	1.79%	2.37%	2.94%		תוחלת הפסד חדשה
67.22%	50.64%	34.06%	17.47%		דירוג
C	Ca	Caa3	Caa1		

נספח 4 - חישוב Diversity Score

$$D = \frac{\left(\sum_{i=1}^n p_i F_i \right) \left(\sum_{i=1}^n q_i F_i \right)}{\sum_{i,j} \rho_{ij} \sqrt{p_i q_i p_j q_j} F_i F_j} \quad \text{חישוב ה-Diversity Score נעשה על פי הנוסחה}^{17} \text{ הבאה:}$$

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

$$q_i = 1 - p_i$$

¹⁷ Moody's Approach to Rating Multisector CDOs.

נספח 5 – טבלת ההפסד הצפוי

Weighted Average Life										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0.0000%	0.0000%	0.0005%	0.0010%	0.0020%	0.0020%	0.0030%	0.0040%	0.0050%	0.0060%
Aa1	0.0000%	0.0020%	0.0060%	0.0120%	0.0170%	0.0230%	0.0300%	0.0370%	0.0450%	0.0550%
Aa2	0.0010%	0.0040%	0.0140%	0.0260%	0.0370%	0.0490%	0.0610%	0.0740%	0.0900%	0.1100%
Aa3	0.0020%	0.0100%	0.0320%	0.0560%	0.0780%	0.1010%	0.1250%	0.1500%	0.1800%	0.2200%
A1	0.0030%	0.0200%	0.0640%	0.1040%	0.1440%	0.1820%	0.2230%	0.2640%	0.3150%	0.3850%
A2	0.0060%	0.0390%	0.1220%	0.1900%	0.2570%	0.3210%	0.3910%	0.4560%	0.5400%	0.6600%
A3	0.0210%	0.0830%	0.1980%	0.2970%	0.4020%	0.5010%	0.6110%	0.7150%	0.8360%	0.9900%
Baa1	0.0500%	0.1540%	0.3080%	0.4570%	0.6050%	0.7540%	0.9190%	1.0840%	1.2490%	1.4300%
Baa2	0.0940%	0.2590%	0.4570%	0.6600%	0.8690%	1.0840%	1.3260%	1.5680%	1.7820%	1.9800%
Baa3	0.2310%	0.5780%	0.9410%	1.3090%	1.6780%	2.0350%	2.3820%	2.7340%	3.0640%	3.3550%
Ba1	0.4790%	1.1110%	1.7220%	2.3100%	2.9040%	3.4380%	3.8830%	4.3400%	4.7800%	5.1700%
Ba2	0.8580%	1.9090%	2.8490%	3.7400%	4.6260%	5.3740%	5.8850%	6.4130%	6.9580%	7.4250%
Ba3	1.5460%	3.0310%	4.3290%	5.3850%	6.5230%	7.4200%	8.0410%	8.6410%	9.1910%	9.7130%
B1	2.5740%	4.6090%	6.3690%	7.6180%	8.8660%	9.8400%	10.5220%	11.1270%	11.6820%	12.2100%
B2	3.9380%	6.4190%	8.5530%	9.9720%	11.3910%	12.4580%	13.2060%	13.8330%	14.4210%	14.9600%
B3	6.3910%	9.1360%	11.5670%	13.2220%	14.8780%	16.0600%	17.0500%	17.9190%	18.5790%	19.1950%

נספח 6 – טבלת שיעורי הכשל

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%

נספח 7 - טבלת המרה בין סיווג למ"ס לסיווג מודי'ס:

Moody's Industry	קוד מודי'ס	סיווג למ"ס 993	ענף למ"ס
Farming and Agriculture	15	01-09	חקלאות
Mining, Steel, Iron and Nonprecious Metals	11	10	כריית פחם והפקתו
Oil and Gas	24	11	הפקת נפט גולמי וגז טבעי
Mining, Steel, Iron and Nonprecious Metals	23	12	כריית מתכות ויהלומים
Mining, Steel, Iron and Nonprecious Metals	23	13	כרייה וחציבה אחרות
Beverage, Food and Tobacco	4	14-15	תעשיית מוצרי מזון
Beverage, Food and Tobacco	4	16	תעשיית משקאות חריפים וקלים ומוצרי טבק
Textiles and Leather	30	17	תעשיית טקסטיל
Textiles and Leather	30	18	תעשיית מוצרי הלבשה
Textiles and Leather	30	19	תעשיית נעליים, עור ומוצרי
Home and Office Furnishings, Housewares and Durable Consumers Products	18	20	תעשיית עץ ומוצרי (פרט לרהיטים)
Printing, Publishing	7	21	תעשיית נייר ומוצרי
Printing, Publishing	26	22	הוצאה לאור ודפוס
Oil and Gas	24	23	זיקוק נפט ומוצרי
Chemicals, Plastics and Rubber	6	24	תעשיית כימיקלים ומוצרים כימיים
Chemicals, Plastics and Rubber	6	25	תעשיית מוצרי פלסטיק וגומי
Mining, Steel, Iron and Nonprecious Metals	23	26	תעשיית מוצרים מינרליים אל-מתכתיים
Mining, Steel, Iron and Nonprecious Metals	23	27	תעשיית מתכת בסיסית
Mining, Steel, Iron and Nonprecious Metals	23	28	תעשיית מוצרי מתכת (למעט מכונות וציוד)
Machinery (nonagriculture, Nonconstruction, Nonelectronics)	22	29	תעשיית מכונות וציוד
Machinery (nonagriculture, Nonconstruction, Nonelectronics)	22	30	תעשיית מכונות למשרד
Machinery (nonagriculture, Nonconstruction, Nonelectronics)	22	31	תעשיית מנועים חשמליים ואביזרים לחלוקת חשמל
Electronics	13	32	תעשיית רכיבים אלקטרוניים
Electronics	13	33	תעשיית ציוד תקשורת אלקטרוני
Electronics	13	34	תעשיית ציוד תעשייתי לבקרה ולפיקוח, ציוד רפואי
Machinery (nonagriculture, Nonconstruction, Nonelectronics)	22	35	תעשיית כלי הובלה
Home and Office Furnishings, Housewares and Durable Consumers Products	18	36	תעשיית רהיטים
Home and Office Furnishings, Housewares and Durable Consumers Products	18	37	תעשיית יהלומים
Home and Office Furnishings, Housewares and Durable Consumers Products	18	38	תעשיית תכשיטים וחפצי חן וצורפות
Diversified/Conglomerate Manufacturing	9	39	תעשיית מוצרים לנמ"א
Utilities	32	40	ייצור חשמל וחלוקתו
Utilities	32	41	הפקת מים וחלוקה
Bulding and Real Estate	5	45	בנייה
Bulding and Real Estate	5	46	עבודות הנדסה אזרחית

Automobile	2	50	כלי רכב ממעיים, אופניים ואופנועים
Diversified/Conglomerate Service	10	51	מסחר סיטונאי
Retail Stores	28	52	מסחר קמעוני
Diversified/Conglomerate Service	10	53	תיקונים של טובין לשימוש אישי ביתי
Hotels, Motels, Inns and Gaming	19	55	בתי מלון ושירותי אירוח
Personal, Food, and Miscellaneous Services	25	56	מסעדות ושירותי אוכל
Cargo Transport	27	60	הובלה יבשתית
Cargo Transport	27	61	הובלה ימית
Cargo Transport	27	62	הובלה אווירית
Cargo Transport	27	63	שירותים לתחבורה
Cargo Transport	27	64	אחסנה ומגרשי חנייה
Cargo Transport	27	65	דואר ובלדרות
Telecommunications	29	66	תקשורת
Banking	3	67	בנקאות, ביטוח ומוסדות פיננסיים אחרים
Insurance	20	68	ביטוח וקופות גמל
Bulding and Real Estate	5	70	פעילות בנכסי דלא-ניידי
Diversified/Conglomerate Service	10	71	השכרה של מכונת וציוד, טובין אישיים טובין למשקח
Diversified/Conglomerate Service	10	72	שירותי מיחשוב
Telecommunications	29	73	מחקר ופיתוח
Diversified/Conglomerate Service	10	74	גיוס עובדים ואספקת שירותי כוח אדם
Personal, Food, and Miscellaneous Services	25	75	פעילויות שמירה, אבטחה וניקיון
Diversified/Conglomerate Service	10	76	פעילויות עסקיות אחרות
Public Sector	34	77	מינהל ציבורי של המדינה
Public Sector	34	78	מינהל הרשויות המקומיות
Public Sector	34	79	המוסדות הלאומיים
Healthcare, Education, and Childcare	17	80	חינוך
Healthcare, Education, and Childcare	17	85	שירותי בריאות
Healthcare, Education, and Childcare	17	86	שירותי רווחה וסעד
Ecological	12	90	סילוק שפכים ואשפה ושירותי תברואה
Leisure, Amusement, Entertainment	21	91	ארגונים קהילתיים וחברתיים
Leisure, Amusement, Entertainment	21	92	מרכזים קהילתיים (מתנ"סים)
Public Sector	34	93	שירותי דת
Leisure, Amusement, Entertainment	21	94	פעילויות בילוי, פנאי, תרבות וספורט
Personal, Food, and Miscellaneous Services	25	95	מספרות ומכוני יופי
Personal, Food, and Miscellaneous Services	25	96	שירותי כביסה ושירותים אישיים לנמ"א
Personal, Food, and Miscellaneous Services	25	97	שירותים למשק הבית על ידי פרטיים
Diversified/Conglomerate Service	10	99	ארגונים וגופים חוץ מדינתיים

סולם הדירוג

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

מידרג 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 שאלה 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.

מס' דוח – SF-07-09-02

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2007

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה. כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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 אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות 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.