

גליל מור - מוצרים פיננסיים בע"מ

דוח מעקב | אוגוסט 2014

מחברים:

אמיל גולדפרב, אנליסט

emilg@midroog.co.il

שי מרום, ראש צוות

shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען-הלר, סמנכ"ל

meravb@midroog.co.il

גליל מור - מוצרים פיננסיים בע"מ

דוח מעקב

סדרה	יתרת ע.ג. ליום ההנפקה (אלפי ₪)	יתרת ע.ג. למועד כתיבת הדוח (אלפי ₪)	דירוג
א'	1,201,605	296,618	B2 Credit Review
ב'	26,091	26,091	C

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג איגרות החוב (סדרה א') מדירוג B1 לדירוג B2 ועל הותרת דירוג איגרות החוב (סדרה ב') בדירוג C. הורדת הדירוג לסדרה א' מתבצעת על רקע שיעור השיקום הנמוך מהצפוי באי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ (להלן: "אידיבי") ובחינת תרחישים לשיעורי שיקום נמוכים בגין נכסים הנמצאים בהליכי הסדר. איגרות החוב (סדרה א') נותרות ב-Credit Review עם השלכות שליליות וזאת על רקע אפשרות להורדת דירוג בעקבות תוצאות הליך הפירוק בלידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ (להלן: "לידקום") והתקבול מהתמורות בהסדר החוב בציס שירותי ספנות בע"מ (להלן: "ציס").

הנכסים המגבים

- גליל מור מוצרים פיננסיים בע"מ (להלן: "החברה") מחזיקה בנכס מגבה, לידקום, שהינו בהפרה. נכס זה אינו מדורג. לצורך בחינת ההשלכות על הדירוג נבחנו תרחישים ביחס לתזרים הצפוי להתקבל מלידקום.
- במהלך תקופת המעקב, הושלם הסדר חוב באידיבי. במסגרת הסדר החוב באידיבי, קיבלה החברה תמורה במזומנים וכן מניות של חברת אידיבי חברה לפיתוח בע"מ (להלן: "מניות אידיבי פיתוח"). ביום 1 ביולי 2014, דיווחה החברה כי בהתאם להוראות תשקיף החברה, היא השלימה את מכירת מניות אידיבי פיתוח שהוקצו לה במסגרת הסדר אידיבי. התמורה בגין מכירה זו, בתוספת המזומנים שהתקבלו במסגרת הסדר החוב, משקפים שיעור שיקום של כ- 35%.
- במהלך תקופת המעקב, ביולי 2014, אושר הסדר חוב בציס. על פי הסדר החוב, החברה קיבלה חלף אג"ח ציס שהוחזקו על ידה, אגרות חוב צמודות מדד ומניות של ציס. מאחר והתמורות כוללות רכיבים שאינם צמודים למדד המחירים לצרכן, אזי בהתאם לתשקיף החברה, החברה מחויבת למכור את התמורות בהסדר.
- לאחר השלמת מכירת מניות אידיבי פיתוח ואישור הסדר החוב בציס, ביולי 2014, פרסמה החברה לוח סילוקין מתוקן לאגרות החוב של החברה (סדרה א'). במסגרת חישוב לוח הסילוקין המתוקן, הערך הנקוב של אגרות החוב של לידקום הופחת במלואו. התמורות מהסדר החוב בציס נכללו במסגרת התשלום הקבוע ליום 19 בספטמבר 2014 בהתאם לשיעור ההחזר הצפוי המפורט לעיל. לצורך קביעת הדירוג נבחנו תרחישים ביחס לשיעור ההחזר הצפוי כתוצאה ממכירת התמורות בהסדר החוב בציס.
- במהלך תקופת המעקב, נפרעו הנכסים המגבים הבאים: אזורים חברה להשקעות בפיתוח ובבניין בע"מ, אלקו החזקות בע"מ, גרנית הכרמל השקעות בע"מ, הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ, חברת גבי-ים לקרקעות בע"מ, ממן מסופי מטען וניטול בע"מ, מפעל הפיס, מפעלי נייר אמריקאיים - ישראליים בע"מ, משאב ייזום ופיתוח בע"מ, ושיכון ובינוי מימון בע"מ.

- במהלך תקופת המעקב שונה הדירוג לצרכי עסקה של הנכסים המגבים הבאים. 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:

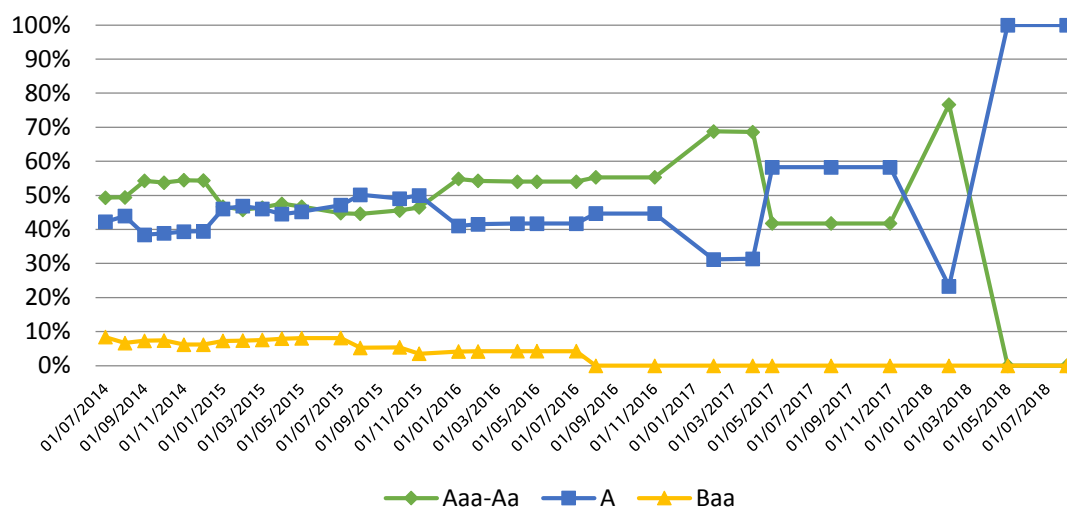
חברה	דירוג קודם לצרכי עסקה	דירוג נוכחי לצרכי עסקה
אשטרום נכסים בע"מ	A3	A2
בי.סי. אייץ' בראק קפיטל הולדינגס בע"מ	Baa3	Baa2
דסקונט השקעות בע"מ	Baa3	Baa1
כלל חברה לביטוח בע"מ	Aa3	Aa2
סקופ סחר מתכות ושרותים טכניים בע"מ	A3	A2

נכון למועד כתיבת הדוח, תיק הנכסים המגבים (ללא צים ולידקום) כולל 15 נכסים, המדורגים בדירוג Aaa עד Baa3 לצרכי עסקה. על רקע הסדר החוב בצים, המהווה כ- 7.6% מתיק הנכסים המגבים, נבחנו תרחישים שונים לשיעור ההחזר בפועל בגין התמורות מהסדר החוב בצים. תוצאות התרחישים, לצד שיעור השיקום בגין התמורות מהסדר החוב באידיבי, משקפות תוחלת הפסד בדירוג B2.

להלן מוצגת התפלגות הנכסים המגבים לפי דירוגים עד למועד הפדיון הסופי של אגרות החוב (סדרות א' ו- ב') שהינו 19/08/2018. בגרף שלהלן מוצגת התפתחות הרכב הנכסים המגבים (באחוזים), לפי קבוצות דירוג, וזאת בהנחה שדירוג הנכסים המגבים לא ישתנה עד למועד הפדיון הסופי של אגרות החוב (סדרות א' ו- ב'). משקל כל נכס מגבה (באחוזים) חושב באופן הבא: חלוקת יתרת הקרן בעג. של אותו נכס, בסך היתרות של הנכסים המגבים שאינם בהפרה. נכסי צים ולידקום לא נכללים בהתפלגות זו.

3

התפתחות פירעון עג. נכסים מגבים, לפי קבוצות דירוג לצרכי עסקה



מידרוג מורידה את דירוג איגרות החוב (סדרה א') לדירוג B2. נציין כי גם בתרחיש פירעון מלא של לידקום וצים, צפוי להיווצר הפסד לסדרה א'. מועד התמורה מלידקום והיקף התמורה ככל שיהיה, צפויים להשפיע על הפסד זה. כמו כן, מידרוג מותירה את דירוג איגרות החוב (סדרה ב') בדירוג C. בהקשר זה נציין כי בחודש מאי 2011 החברה ביצעה שינוי



בשטר הנאמנות לסדרה ב', לפיו, בקרות הסדר סופי בנכס מגבה שהינו בהפרה, החברה תפחית את יתרת קרן איגרות החוב (סדרה ב'), בהתאם להפסד התזרימי שנוצר עקב ביצוע ההסדר.
איגרות החוב (סדרה א') נותרות ב- Credit Review וזאת על רקע אפשרות להורדת דירוג בעקבות תוצאות הליך הפירוק בלידקום והתקבול מהתמורות מהסדר החוב בציים.

דוחות כספיים

בדיקת הדוחות הכספיים של החברה לרבעון הראשון של שנת 2014, לא מצביעה על שינוי ביכולתה לעמוד בהתחייבויותיה למחזיקי אגרות החוב. לא דווח על תביעות תלויות כנגד החברה.

נאמן

בבדיקה שבוצעה מול הנאמן (משמרת - חברה לשירותי נאמנות בע"מ) לא דווח על חריגות כלשהן מהרשום במסמכי העסקה.

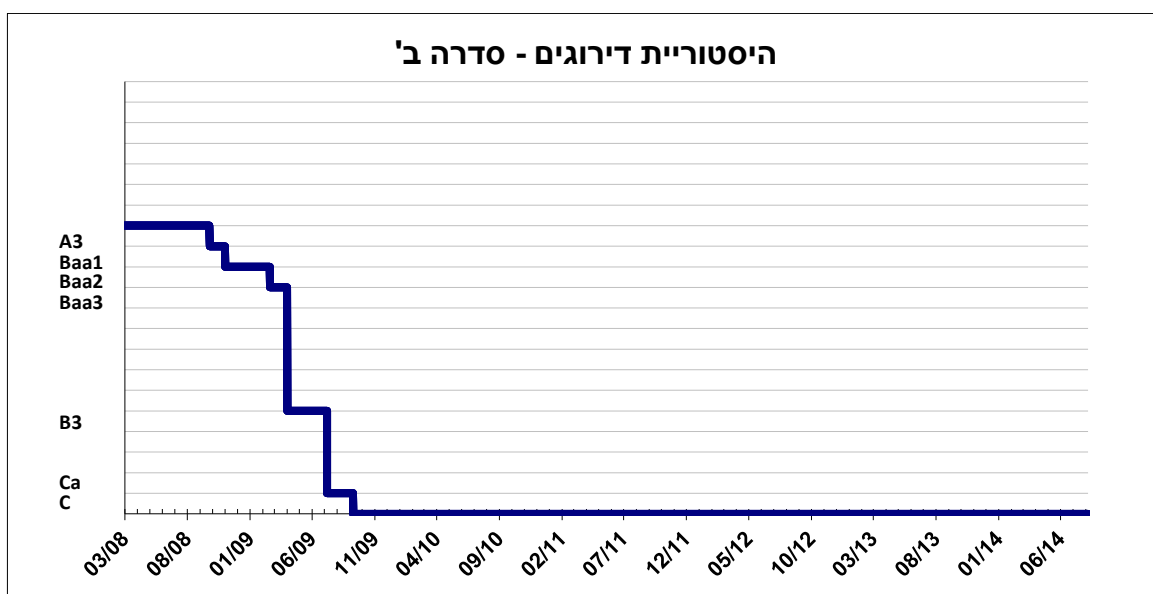
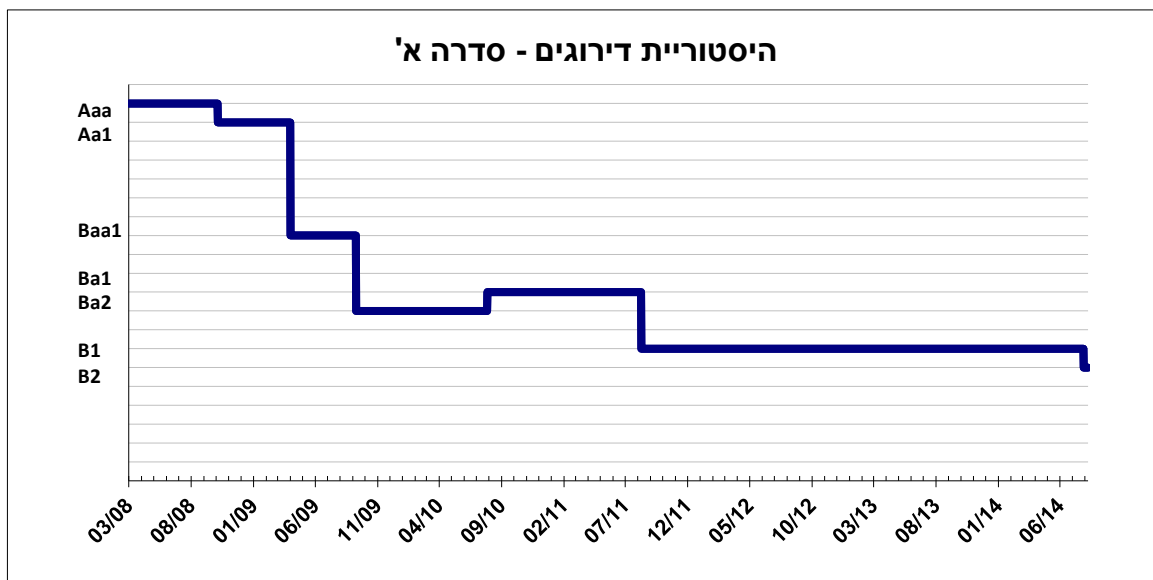
כללי

במרץ 2008 דירגה מידרוג את איגרות החוב (סדרות א'-ב'), שהונפקו על ידי גליל מור - מוצרים פיננסיים בע"מ (להלן ולעיל: "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'). סדרה ג' אינה מדורגת.

מידע מקצועי רלוונטי

תאריך דוח אחרון: יולי 2013

[מתודולוגיית דירוג CDO - דצמבר 2008](#)



סולם הדירוג

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג 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 מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, 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.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את 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 ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של 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.

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

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