

גליל מור - מוצרים פיננסיים בע"מ

דוח מעקב | יולי 2013

1

מחברים:

ד"ר אביגיל קוניקוב-ליבנה, ראש צוות בכירה
avigail.k@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים
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	422,807	B1 Credit Review
ב'	26,091	26,091	C

מידרוג מותירה את דירוג איגרות החוב (סדרה א') בדירוג B1 ואת דירוג איגרות החוב (סדרה ב') בדירוג C. בהקשר זה נציין כי, בחודש מאי 2011 החברה ביצעה שינוי בשטר הנאמנות לסדרה ב', לפיו, בקורות הסדר סופי בנכס מגבה שהינו בהפרה, החברה תפחית את יתרת קרן איגרות החוב (סדרה ב') בהתאם להפסד התזרימי שנוצר עקב ביצוע ההסדר¹. דירוג איגרות החוב (סדרה ב') מתייחס ליתרת הקרן, לפני הפחתות כלשהן.

איגרות החוב (סדרה א') נותרות ב-credit review עם השלכות שליליות וזאת על רקע היקף של כ- 21% מערכם הנקוב של הנכסים המגבים הנמצאים באופק שלילי וכן על רקע אפשרות להורדת דירוג בעקבות תוצאות הליך הפירוק בלידקום והתקבול מאי די בי אחזקות.

1. הנכסים המגבים

1. החברה מחזיקה בנכס מגבה, לידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ (להלן: "לידקום") שהינו בהפרה. נכס זה אינו מדורג. לצורך בחינת ההשלכות על הדירוג נבחנו תרחישים ביחס לתזרים הצפוי להתקבל מלידקום.

2. לאחר אישור ההסדר של צים שירותי ספנות בע"מ (להלן: "צים"), בינואר 2010, החברה פרסמה לוחות סילוקין חדשים, אשר לוקחים בחשבון את תשלומי הריבית בהתאם ללוח הסילוקין החדש וכן תשלום הקרן, הצפוי להתקבל ב-2020, אשר הוון בריבית אג"ח צים שירותי ספנות בע"מ (5.4%), למועד הפירעון הסופי של איגרות החוב של המנפיקה. לצורך בחינת ההשלכות על הדירוג נבחנו תרחישים ביחס לתזרים הצפוי להתקבל כתוצאה ממכירת אג"ח צים.

3. החברה מחזיקה בנכס מגבה, אי די בי חברה לאחזקות בע"מ (להלן: "אי די בי אחזקות"), המדורג, נכון למועד כתיבת הדוח בדירוג D (דירוג לצרכי עסקה C). עקב הסדר שגובש בין נאמני סדרות האג"ח של אי די בי אחזקות וחברת אי די בי אחזקות בספטמבר 2012, תשלום שהיה אמור להתקבל בספטמבר הועבר בנובמבר ושולם למחזיקי איגרות החוב

¹ יתרת הקרן המופחתת של סדרה ב' עומדת על כ-1,407 אלפי ₪ (ללא אג"ח רדומות), נכון למועד כתיבת הדוח.

(סדרה א') בדצמבר 2012. בהקשר זה יצוין כי היקף אי די בי אחזקות ביחס לתיק, ללא לידקום הינו כ-0.39% ולצורך בחינת ההשלכות על הדירוג נבחנו תרחישים ביחס לתזרים הצפוי להתקבל מאי די בי אחזקות.

3. במהלך תקופת המעקב, נפרעו הנכסים המגבים הבאים: אלבר שירותי מימונית בע"מ, אפריקה ישראל נכסים בע"מ, גאון אגרו תעשיות בע"מ, דן רכב ותחבורה ד.ר.ת בע"מ חברה כלכלית לירושלים בע"מ, חברה לנכסים ובניין בע"מ, פז בתי זיקוק אשדוד בע"מ, פיבי בית השקעות בע"מ, רפאל - רשות לפיתוח אמצעי לחימה בע"מ.

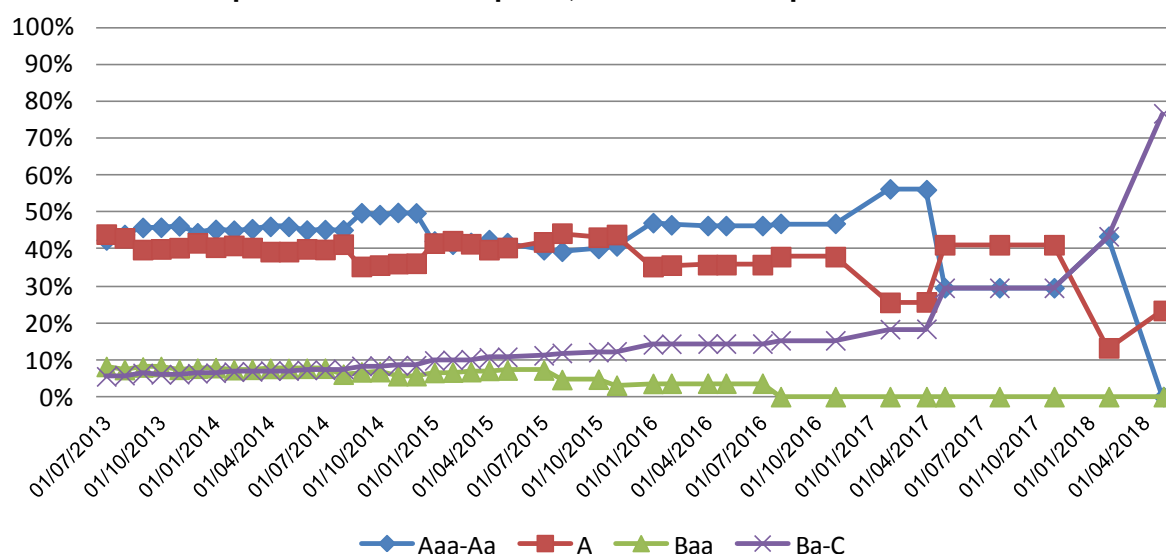
4. במהלך תקופת המעקב שונה הדירוג לצרכי עסקה של הנכסים המגבים הבאים. דירוג לצרכי עסקה נקבע בהתאם לדירוג הנכס המגבה. נכס הנמצא בבחינה (Credit Review) עם השלכות שליליות משוקלל בשתי רמות דירוג מתחת לדירוגו בפועל, ונכס המדורג באופק שלילי משוקלל ברמת דירוג אחת מתחת לדירוגו בפועל:

חברה	דירוג קודם לצרכי עסקה	דירוג נוכחי לצרכי עסקה
אזורים חברה להשקעות בפיתוח ובבנין בע"מ	Baa1	A3
אידיבי חברה לאחזקות בע"מ	Ba1	C
אלקו החזקות בע"מ	A3	Baa1
דיסקונט השקעות בע"מ	Baa1	Baa3
הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ	A2	Aa3
חברת החשמל לישראל בע"מ	A2	Aa3
כלל חברה לביטוח בע"מ	A1	Aa3
מנורה מבטחים ביטוח בע"מ	A1	Aa3
משאב ייזום ופיתוח בע"מ	A2	A1
סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ	A2	A3
צים שירותי ספנות משולבים בע"מ	B3	Caa3
קבוצת דלק בע"מ	A2	A1
רבוע כחול - ישראל בע"מ	A2	A3

נכון למועד כתיבת הדוח, תיק הנכסים המגבים כולל 27 נכסים, המדורגים בדירוג Aaa עד C לצרכי עסקה. ההסתברות לכשל של תיק הנכסים המגבים, ללא לידקום, עומדת על כ-3.68% וזאת לעומת כ-1.32% במועד המעקב הקודם, וזאת בעיקר בשל הירידה בדירוג צים, המהווה כ-5.1% מתיק הנכסים המגבים. יחד עם זאת ובהתחשב בתרחישי השיקום שנבחנו ביחס לנכסים המגבים לידקום, צים ואי די בי אחזקות, תוחלת ההפסד הנוכחית לסדרה א', תומכת בדירוג הנוכחי.

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. נכס לידקום לא נכלל בהתפלגות זו.

התפתחות פירעון ע.ג. נכסים מגבים, לפי קבוצת דירוג לצרכי עסקה



*ללא לידקום. הערך הנקוב של לידקום מסך הערך הנקוב של הנכסים המגבים הינו כ-4.2%.

מידרוג מותירה את דירוג איגרות החוב (סדרה א') על כנו. על אף העלייה, בתוחלת ההפסד בתיק הנכסים המגבים, תוחלת ההפסד הנוכחית לסדרה א', תומכת בדירוג הנוכחי. כמו כן, נציין כי גם בתרחיש פירעון מלא של לידקום וצום, צפוי להיווצר הפסד לסדרה א'. מועד התמורה מלידקום והיקף התמורה ככל שיהיה, צפויים להשפיע על הפסד זה.

כמו כן נציין כי לידקום נמצאת בהליכי כינוס נכסים ופירוק, החברה ציינה בדוח הדירקטוריון האחרון לרבעון הראשון 2018 כי, בהתאם לתוצאות הליכי הפירוק של לידקום, איגרות החוב (סדרה ב') צפויות להיגרע במלואן ותיתכן גם פגיעה באיגרות החוב (סדרה א') באופן שמחזיקי איגרות החוב יקבלו רק חלק מתשלומי הקרן והריבית המגיעים להם על פי לוחות הסילוקין.



בהתאם לכך ובהינתן ההסתברות לכשל, המשתקפת בדירוג הנכסים המגבים לצרכי עסקה וכן התרחישים שנבחנו ביחס לתקבול מלידקום, מצים ומאי די בי אחזקות, דירוג איגרות החוב (סדרה א') נותר B1. תיתכן הורדת דירוג נוספת עם התקדמות ו/או תוצאות הליך הפירוק בלידקום וזאת בהתאם לעיתוי התקבול והיקפו, ככל שיהיה.

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. דירוג איגרות החוב (סדרה ב') מתייחס ליתרת הקרן לפני הפחתות כלשהן.

איגרות החוב (סדרה א') נותרות ברשימת מעקב וזאת על רקע היקף של כ-21% מערכם הנקוב של הנכסים המגבים, הנמצאים באופק שלילי וכן על רקע אפשרות להורדת דירוג בעקבות תוצאות הליך הפירוק בלידקום והתקבול מאי די בי אחזקות.

2. דוחות כספיים

בדיקת הדוחות הכספיים של החברה לרבעון הראשון של שנת 2013, לא מצביעה על שינוי ביכולתה לעמוד בהתחייבויותיה למחזיקי אגרות החוב. לא דווח על תביעות תלויות כנגד החברה.

3. נאמן

בבדיקה שבוצעה מול הנאמן (זיו האפט חברה לנאמנות בע"מ) לא דווחנו על חריגות כלשהן מהרשום במסמכי העסקה.

4. כללי

במרץ 2008 דירגה מידרוג את איגרות החוב (סדרות א'-ב')², 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.

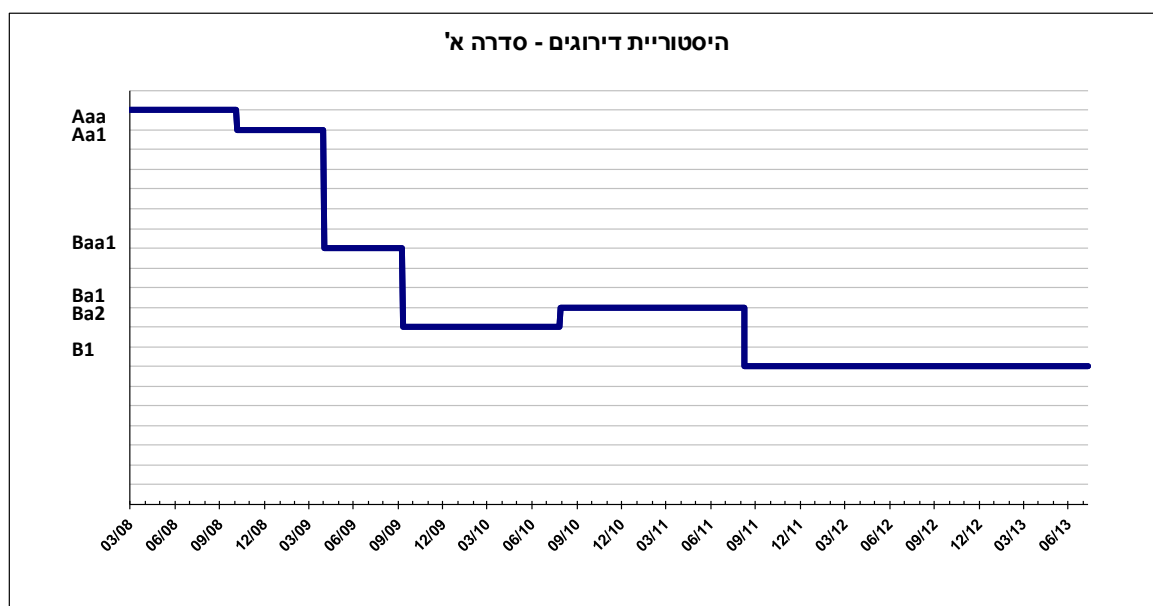
² סדרה ג' אינה מדורגת.

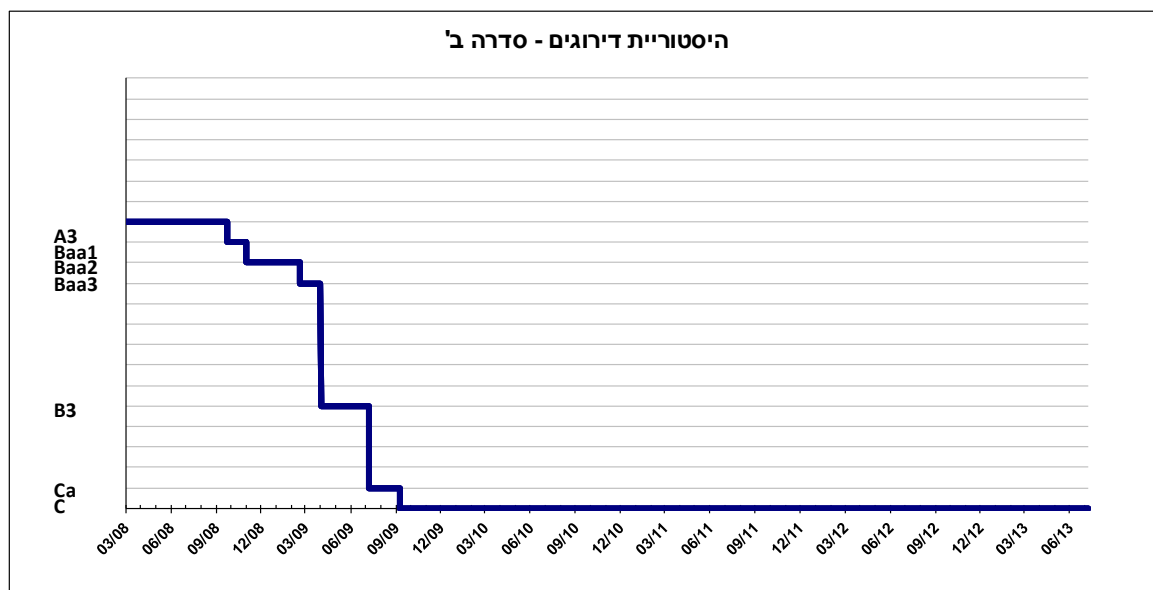
5. מידע מקצועי רלוונטי

תאריך דוח אחרון: יולי 2012

[מתודולוגיית דירוג CDO - דצמבר 2008](#)

היסטוריית דירוג:





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 מאד.
	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 מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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") 2013.

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 בייעוץ 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.