

Greystone Senior Debt BI, Ltd.

מעקב | אוקטובר 2025

אנשי קשר:

מיכל בדינר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית

michal.b@midroog.co.il

עמית פדרמן, רו"ח

ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי

amit.federman@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים

moty.c@midroog.co.il

Greystone Senior Debt BI, Ltd.

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרה

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il למנפיק ולאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה Greystone Senior Debt BI, Ltd. (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/12/2029	יציב	Aa3.il	1213834	גרייסטון אגח א

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני, לצד פרופיל עסקי סביר ביחס לדירוג, אשר מוגבל, בין היתר, נוכח פיזור נמוך יחסית של קווי עסקים. פרופיל הסיכון של החברה מאופיין במודעות גבוהה לניהול סיכונים ובמעורבות רבה מצד ההנהלה, כפי שמשתקף בהליך חיתום קפדני ובקרה שוטפת על ההשקעות, אולם מושפע לשלילה נוכח ריכוזיות ענפית וריכוזיות לווים בתיק ההשקעות. בחציון הראשון לשנת 2025 חלה שחיקה ברווחיות החברה, אשר בולטת לשלילה ביחס לדירוג ובאה לידי ביטוי בתשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) אשר עמדה על 2.0% בחציון הראשון לשנת 2025, במונחים שנתיים, ועל כ-2.9% בשנת 2024. בנוסף לכך, חלה שחיקה משמעותית באיכות הנכסים של החברה, כך שנכון ליום 30 ביוני 2025, שיעור החובות הבעייתיים מתיק ההשקעות בשווי הוגן עמד על כ-7.9%, והינו בולט לשלילה ביחס לדירוג, וזאת בהשוואה לכ-1.1% ליום 30 ביוני 2024. עם זאת, איכות הנכסים של החברה נתמכת בשיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה, אשר עמד לאותו יום על כ-99%, כאשר אנו מעריכים כי יש בהן כדי למתן את סיכון האשראי של התיק ואת חשיפתה של החברה לנזקי אשראי פוטנציאליים, ותומכים ביכולת השבת ההכנסות של החברה, תוך פער עיתוי מסוים הנובע מהליך מימוש הבטוחות. הלימות ההון של החברה טובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, כפי שבא לידי ביטוי ביחס הון עצמי (כולל הלוואות בעלים המסווגת ע"י מידרוג כהון בשל תגאיה¹) למאזן, אשר עמד על כ-32.3% ליום 30 ביוני 2025, התומך ביכולת ספיגת ההפסדים הבלתי-צפויים של החברה לאורך המחזור הכלכלי. פרופיל הנזילות מאופיין בתמהיל מקורות טוב ביחס לדירוג, ונתמך במספר רב של מסגרות אשראי בנקאיות, בניירות ערך מגובי הלוואות (CLO) נון-ריקורס ובסדרת אג"ח (סדרה א'). עם זאת, כפועל יוצא מכך שרוב המימון החיצוני של החברה מובטח כנגד שעבוד מדרגה ראשונה על חלק מנכסי החברה, גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לשלילה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה כאחד, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את מקורות המימון תוך שעבוד נכסיו, שעמד על כ-86% ליום 30 ביוני 2025. בנוסף, נציין כי המדיניות פיננסית של החברה מושפעת לשלילה, מחד גיסא, מכוננתה לחלק דיבידנדים רבעוניים שוטפים בהיקף מקורב לגידול בנכסים נטו כתוצאה מפעילויות וכן ממח"מ בינוני-ארוך, ומאידך גיסא, מושפעת לחיוב נוכח ניהול שמרני של סיכונים השוק וסיכונים נזילות, וכן ממדיניות שמירה על יחס מינוף (הון למאזן) שלא יפחת מ-25%.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי היקף תיק ההשקעות של החברה יצמח בשיעור שינוע בטווח של כ-5%-15%. להערכתנו, שיעור החובות הבעייתיים מתיק ההשקעות בשווי הוגן ינוע בטווח שבין כ-6.3%-7.9%, וזאת לצד שיעור מחיקות נטו ביחס לתיק ההשקעות אשר ינוע בטווח שבין כ-0.5%-0.6%. בנוסף, אנו צופים ירידה מסוימת בהכנסות מהשקעות נטו של החברה ביחס לשנת 2024, נוכח הערכתנו להמשך קיומן של הוצאות בהיקף גבוה ביחס לשנים האחרונות, לצד סביבת ריבית נמוכה יותר אשר צפויה להשפיע על הכנסות החברה. כפועל יוצא, התשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) צפויה לנוע בתרחיש זה בטווח שבין כ-2.4%-1.8%, בשנות התחזית. אנו מעריכים כי הכרית ההונית של החברה, תיוותר בעינה, נוכח הנחתנו לחלוקת דיבידנדים רבעוניים שוטפים

¹ מאפייני הלוואות הבעלים כוללים נחיתות ביחס לכל התחייבות אחרת של החברה, היעדר מועד פירעון ואי-נשיאת ריבית. כל החזר על חשבון ההלוואה, לרבות בפירוק, יבוצע רק לאחר עמידה במגבלות על החלוקה המפורטות בסעיף 5.5 לשטר הנאמנות של אגרות החוב. בהתאם לכך, הלוואות הבעלים מוכרת ומסווגת על ידי מידרוג כהון.

בהיקף מקורב לגידול בנכסים נטו כתוצאה מפעילויות שוטפות, לצד המשך גידול בתיק ההשקעות כאמור לעיל. תחת הנחות אלו, יחס הון עצמי למאזן של החברה צפוי לנוע בטווח שבין כ-26%-29%, אשר הולם ביחס לדירוג.

שיקולים נוספים אשר השפיעו לחיוב על הדירוג הינם שיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה מתיק ההשקעות, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה, וכן נזילות משמעותית אשר תומכת ביציבות הפיננסית של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

- שיפור משמעותי בריכוזיות תיק ההשקעות ובגמישותה הפיננסית (היקף הנכסים הלא משועבדים) של החברה, לצד ירידה משמעותית בשיעור החובות הבעייתיים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- אי שיפור ביחס החובות הבעייתיים מתיק האשראי ו/או המשך עלייה בנזקי האשראי
- ירידה משמעותית בשיעור הבטוחות מדרגה ראשונה ביחס לתיק ההשקעות
- שחיקה מתמשכת בפרופיל הפיננסי של החברה ו/או עלייה משמעותית ביחס המינוף

Greystone Senior Debt BI, Ltd. - נתונים ויחסים פיננסיים עיקריים, באלפי דולר ארה"ב ובאחוזים:

2023	2024	30.06.2024	30.06.2025	
34,921	112,028	70,476	86,587	מזומנים ושווי מזומנים
4,091,049	3,960,768	3,972,980	4,064,681	תיק השקעות במונחי שווי הוגן
2,932,328	2,826,232	2,938,942	2,983,106	חוב פיננסי ברוטו [1]
4,254,322	4,242,316	4,264,592	4,412,788	סך נכסים במאזן
1,285,175	*1,414,227	1,284,806	*1,427,428	סך הון עצמי לבעלי המניות מותאם
378,943	409,429	208,702	174,865	הכנסות מהשקעות
(16,831)	(30,992)	(4,877)	(11,407)	רווח (הפסד) מהשקעות הנמדדות בשווי הוגן, נטו
150,310	122,554	77,337	43,664	גידול (קיטון) בנכסים נטו הנובע מפעולות
2.6%	2.1%	**2.3%	**2.0%	מרווח פיננסי [2]
30.2%	*33.3%	30.1%	*32.3%	הון עצמי מוחשי / סך נכסים מותאם
3.6%	2.9%	**3.6%	**2.0%	רווח נקי / ממוצע נכסים מנוהלים (ROA)
(0.4%)	(0.8%)	** (0.2%)	** (0.6%)	שערוכים (שלייים) בגין השקעות בשווי הוגן / תיק השקעות בשווי הוגן

[1] הסכמי מימון, ניירות ערך מגובי הלוואות (CLO), שטרות לשלם, ריבית לשלם, אגרות חוב, הוצאות לשלם לצדדים קשורים והתחייבות בגין מכשיר נגזר.
 [2] הכנסות מימון לתיק השקעות בשווי הוגן (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה).
 * בתוספת הלוואת בעלים נחותה אשר מסווגת ע"י מידרוג כהון בשל תנאיה, באמצעות מתודולוגיה לדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה.
 ** במונחים שנתיים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף פעילות הלוואות גישור מגובות בשעבוד נדל"ן, בחיתום הנעשה לסוכנויות ממשלתיות בארה"ב, מאופיין בפרופיל סיכון בינוני, נוכח חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים, המשפיעים על רמת הביקושים והיציבות בענף, לצד תחרות גבוהה ורגולציה הדוקה

החברה פועלת בענף המימון החוץ בנקאי באמצעות הלוואות גישור בארה"ב, המיועדות ללווים מסחריים לטווח קצר-בינוני, לצורך רכישות או מיצוב מחדש של נכס על מנת להעלות את שווי לצורך קבלת מימון קבוע, המאופיין להערכתנו בפרופיל סיכון בינוני. הלוואות אלו כוללות בעיקר הלוואות גישור עם שעבוד מדרגה ראשונה, המובטחות על ידי נכסי מולטי-פמילי ונכסי דיור לגיל השלישי, ולרוב מיועדות בחיתום לקראת מימון מחדש קבוע עם Freddie Mac, Fannie Mae או Federal Housing Administration, ישויות

בחסות ממשלתית של ארה"ב. במידה פחותה משמעותית, החברה מספקת גם מימון מזנין, המובטח במשכנתא שנייה על נכסי מולטי-פמילי או נכסי דיור לגיל השלישי. החברה עוסקת בהשקעה במשכנתאות ובהלוואות גישור, ולפיכך חשופה לשינויים בכלכלת ארה"ב באופן כללי, לצד שינויים מאקרו-כלכליים בשוקי המגורים, בתי אבות/דיור מוגן ובתחום הנדל"ן המסחרי. בתחום הלוואות הגישור לסוכנות לנכסי מולטי-פמילי ולבתי אבות/דיור מוגן, החברה מתחרה בבנקים ובמלווים כגון קרנות REIT למשכנתאות מסחריות וקרנות חוב פרטיות אחרות, ועל כן הענף מאופיין בסביבה תחרותית גבוהה. על מנת לפעול בתחום הפעילות של החברה, נדרש להחזיק במספר רישיונות עסקיים. לכל מדינה בארצות הברית בה החברה פועלת, קיימות דרישות משפטיות המסדירות את תחום מתן הלוואות. Greystone Servicing Company LLC, השותפה של הקרן שמקורה כמעט בכל הלוואות הגישור שנרכשו על-ידי הקרן, מחזיקה ברישיונות הנדרשים בכל מדינות הפעילות או שפטורה מדרישות רישוי כאלה ברמת המדינה (כסוכנות מלווה מאושרת). יש לציין, כי תחומי הפעילות אשר בהם נדרש רישיון, מנוהלים בשאר החברות המוחזקות על-ידי Greystone, למעט בחברה, שכן החברה מקבלת את ההלוואה לאחר שבוצע הייזום. חסמי הכניסה לתחום הפעילות כוללים מגבלות הון, רישיונות עסקיים, ניסיון רב לאיתור ושימור לווים פוטנציאליים, ניסיון מוכח ומומחיות בגיוס הון וייזום הלוואות, גישה למקורות מימון, יתרון לגודל, מהירות ביצוע ועמידה ברגולציה הדוקה.

מיצוב עסקי סביר ביחס לדירוג

המיצוב העסקי של החברה מוערך על ידנו כסביר ביחס לדירוג, ומוגבל בין היתר, נוכח פיזור נמוך יחסית של קווי עסקים, כאשר נכון למועד הדוח החברה פועלת בעיקר בתחום הלוואות גישור, כמפורט לעיל. נכון ליום 30 ביוני 2025, תיק ההשקעות (בשווי הוגן) של החברה עמד על כ-4.1 מיליארד דולר, והינו כולל כ-142 השקעות בהלוואות. לאותו מועד, כ-66.8% משווי תיק ההשקעות (בשווי הוגן) היו הלוואות כנגד משכנתא ראשונה בריבית משתנה המובטחות על ידי נכסי מולטי-פמילי, כ-29.0% הלוואות כנגד משכנתא ראשונה בריבית משתנה המובטחות על ידי נכסי דיור לגיל השלישי, כ-3.1% השקעות בנדל"ן בארה"ב וכ-1.1% הנותרים היו הלוואות כנגד משכנתא שנייה המובטחות על ידי נכסי מולטי-פמילי, נכסי דיור לגיל השלישי ונדל"ן מסחרי. נכון ליום 30 ביוני 2025, יחס ה-LTV המיוצב (Stabilized) המשוקלל בתיק ההשקעות עמד על כ-64%, עם מח"מ של כ-22 חודשים. שתי המדינות הגדולות בתיק ההשקעות של החברה הינן טקסס וניו יורק, אשר היוו כ-18% וכ-9%, בהתאמה. כמו כן, המיצוב העסקי של החברה נתמך בהיסטוריית פעילות, ביכולות ובניסיון של Greystone בהלוואות סוכנות ובהלוואות גישור לסוכנות (Bridge-to-Agency).

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי היקף תיק ההשקעות של החברה יצמח בשיעור שנתי שינוע בטווח שבין כ-5%-15%.

פרופיל הסיכון נתמך בהליך חיתום קפדני ושמרני, אולם מושפע לשלילה נוכח ריכוזיות ענפית וריכוזיות לווים בתיק ההשקעות

החברה מאופיינת במודעות גבוהה לניהול סיכונים ובמעורבות רבה מצד ההנהלה, כפי שמשתקף בהליך חיתום קפדני ובקרה שוטפת על ההשקעות. כל ההשקעות בהלוואות מצד הקרן מחייבות אישור דו-שלבי: ראשית, אישור של ועדת האשראי של החברה ושנית, אישור של ועדת ההשקעות של הקרן. ועדת האשראי של Greystone בוחנת את ההלוואה על כל ההיבטים והאסטרטגיות, לרבות בפלטפורמת הלוואות הגישור לסוכנות, ומורכבת מחבר הנהלה בכיר של הקרן ושישה אנשי מקצוע נוספים מתחומים שונים של החברה. ועדת ההשקעות של הקרן, המורכבת משני מנהלים בכירים מצוות המימון התאגידי ושוק ההון של Greystone, ממנהל תיקי ההשקעות של הקרן ומשני ראשי ניהול הנכסים של מולטי-פמילי ונכסי דיור לגיל השלישי של הקרן, בוחנת כל הזדמנות להשקעה בהלוואה שאושרה על-ידי ועדת האשראי הנזכרת לעיל, כדי להבטיח שההשקעה עומדת בקריטריונים להשקעה של הקרן. ועדת ההשקעות מקבלת את המסמכים הרלוונטיים לבחינת ההלוואה, לרבות ממצאי ועדת האשראי, תזכיר ועדת האשראי וניתוח מפורט שבוחן את מגבלות תיק ההשקעות/ההשקעה של הקרן וכן את נתוני התשואה. אחד הגורמים המכריעים באסטרטגיית החברה הוא התמקדות בניהול סיכונים. במועד ייזום הלוואה חדשה, החברה נעזרת בניסיונה כדי לבצע חיתום של הלוואה, ההלוואה, הנכס והתוכנית העסקית שהלוואה מתכוון לבצע. כחלק מהליך החיתום של Greystone, כל הלוואה עוברת חיתום תוך בחינת תרחישים של שיעורי ריבית קיצוניים כדי לבחון מה ההסתברות שתהא זכאית להלוואות סוכנות, גם בתרחיש של סביבת מקרו-כלכלית חלשה יותר. בהתאם

לאסטרטגיה שלה, Greystone מתמקדת בעיקר ב: (1) לווים בעלי ניסיון מוצלח בהחזקה וניהול של נכסים דומים; (2) נכסי נדל"ן בעלי מאפיינים יציבים יותר כנגד מיתון, כגון דיור לעובדים, דיור בר השגה ובתי אבות/דיור מוגן; וכן (3) תוכניות עסקיות בהיקף נמוך. הניסיון של צוות החיתום של החברה נתמך בהתקשרויות עם מומחים חיצוניים, לרבות מעריכי שווי, מהנדסים, יועצים סביבתיים ויועצים משפטיים חיצוניים. החברה מתמקדת בהלוואות אשר להן סבירות גבוהה להשיג בהצלחה מימון סוכנות קבוע.

ריכוזיות החשיפות בתיק ההשקעות של החברה הינה גבוהה ובולטת לשלילה ביחס לדירוג, כפי שמשתקף בחשיפה לעשרת ההלוואות הגדולות מסך תיק ההשקעות של החברה, אשר עמדה על שיעור של כ-18.5%, נכון ליום 30 ביוני 2025, וכן בחשיפה לעשרת הלקוחות הגדולים, אשר עמדה על כ-40.9% לאותו מועד. בנוסף, החברה מאופיינת בפזר ענפי בולט לשלילה ביחס לדירוג, עם חשיפה לענף הנדל"ן בלבד, המאופיין ברמת סיכון גבוהה יחסית ומושפע ממאפיינים המוגננים. ניהול הסיכונים בתיק, מביא בחשבון גידור טבעי לחשיפת ריבית ה-SOFR, כאשר נכון ליום 30 ביוני 2025, רובו המוחלט של תיק ההלוואות הינו בריבית משתנה.

שחיקה ברווחיות של החברה, אשר בולטת לשלילה ביחס לדירוג

בחציון הראשון לשנת 2025 חלה שחיקה מסוימת בהיקף ההכנסות של החברה, אשר הושפעה מירידה בשיעור הריבית הצף הממוצע המשוקלל המוחל על תיק ההשקעות של החברה, לצד עלייה בהיקף ההלוואות שהועברו למעמד לא צובר ריבית. אלה, באו לידי ביטוי בקיטון בשיעור ההכנסות מהשקעות לממוצע תיק השקעות בשווי הוגן, כך שעמד על כ-8.7%, בהשוואה לכ-10.2% בשנת 2024. בצד המקורות, בשל הירידה בשיעור הריבית הצף הממוצע המשוקלל המוחל על ההתייבויות הפיננסיות של החברה, במקביל לירידה ביתרה הממוצעת של הסכמי המימון וה-CLOs של החברה, חל קיטון בשיעור עלות מקורות המימון של החברה ביחס לחוב הפיננסי, כך שעמד על כ-6.8%, בהשוואה לכ-8.1% בשנת 2024. כתוצאה מכך, המרווח הפיננסי של החברה נותר יציב יחסית, ועמד בחציון הראשון לשנת 2025 על כ-2.0%, במונחים שנתיים, בהשוואה לכ-2.1% בשנת 2024. רווחיות החברה מושפעת, בין היתר, גם מתנדויות בשווי הוגן של תיק ההשקעות, כפי שבא לידי ביטוי בהפסדים מהשקעות נטו בסך של כ-31 מיליון דולר בשנת 2024 וכ-11 מיליון דולר בחציון הראשון לשנת 2025. בנוסף לכך, רווחיות החברה הושפעה בחציון הראשון לשנת 2025 מגידול בהוצאות נדל"ן ובטוחנות, בהיקף של כ-13 מיליון ש"ח, בשל הענקת מקדמות מגן (Protective Advances) בגין הלוואות בעייתיות, לצורך כיסוי מיסים, ביטוחים, תיקונים חיוניים וחוסרים תפעוליים, אשר נועדו לשמר את ערך הבטוחות שניתנו לחברה, כאשר יש חוסר ודאות משמעותי לגבי השבת סכומים אלה מהלווים. בהתאם לכך, חלה שחיקה בתשואה על הנכסים הממוצעים (ROA), אשר בולטת לשלילה ביחס לדירוג, ועמדה על כ-2.0% בחציון הראשון לשנת 2025, במונחים שנתיים, ועל כ-2.9% בשנת 2024.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו צופים ירידה מסוימת בהכנסות מהשקעות נטו של החברה ביחס לשנת 2024, נוכח הערכתנו להמשך קיומן של הוצאות בהיקף גבוה ביחס לשנים האחרונות, לצד סביבת ריבית נמוכה יותר אשר צפויה להשפיע על הכנסות החברה. כפועל יוצא, התשואה על הנכסים הממוצעים (ROA) צפויה לנוע בתרחיש זה בטווח שבין כ-1.8%-2.4%, בשנות התחזית.

שחיקה משמעותית באיכות הנכסים, אשר נמוכה ביחס לדירוג, אולם נתמכת בשיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן

מדרגה ראשונה

נכון ליום 30 ביוני 2025 שיעור החובות הבעייתיים מתיק ההשקעות בשווי הוגן עמד על כ-7.9%, הבולט לשלילה ביחס לדירוג ומשקף שחיקה משמעותית באיכות הנכסים של החברה, כאשר היחס נכון ליום 30 ביוני 2024 עמד על כ-1.1%. עם זאת, בהקשר זה נציין כי שחיקה זו ממונתת נוכח שיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה מתיק ההשקעות בשווי הוגן, אשר נכון ליום 30 ביוני 2025 עמד על כ-99%, כאשר אנו מעריכים כי יש בהן כדי למתן את סיכון האשראי של התיק ואת חשיפתה של החברה לנזקי אשראי פוטנציאליים, ותומכים ביכולת השבת ההכנסות של החברה, תוך פער עיתוי מסוים הנובע מהליך מימוש הבטוחות. כמו כן, שיעור המחיקות נטו ביחס לתיק ההשקעות, הנמדד על פי שיעור ההפסד מהשקעות הנמדדות בשווי הוגן, נטו, הולם ביחס לדירוג ועמד על כ-0.6% במחצית הראשונה של שנת 2025, במונחים שנתיים, ועל כ-0.8% בשנת 2024.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, שיעור החובות הבעייתיים מתיק ההשקעות בשווי הוגן צפוי לנוע בטווח שבין כ-6.3% ל-7.9%, וזאת לצד שיעור מחיקות נטו ביחס לתיק ההשקעות אשר ינוע בטווח שבין כ-0.5%-0.6%.

יחס המינוף המאזני טוב ביחס לדירוג ולקבוצת הייחוס, ותומך ביכולת ספיגת הפסדים

החברה מתאפיינת ביחס מינוף מאזני טוב ביחס לדירוג ולקבוצת הייחוס כאחד, כפי שנמדד ביחס הון עצמי (כולל הלוואות בעלים המסווגת ע"י מידרוג כהון בשל תנאיה) למאזן, אשר עמד על כ-32.3% ליום 30 ביוני 2025. להערכתנו, רמת מינוף זו תומכת במידה משמעותית ביכולת ספיגת הפסדים הבלתי-צפויים של החברה לאורך המחזור הכלכלי. נציין, כי במהלך חודש נובמבר בשנת 2024 העבירה בעלת המניות של החברה Greystone SDOF Preferred Equity LLC לחברה את כל החברות הבנות בערבון מוגבל שבבעלותה המלאה. הנכסים נטו של החברות הבנות הועברו באמצעות תרומת הון והלוואות בעלים שנוצרה לחברה בסך של 535 מיליון דולר. ההלוואה היא ללא מועד פירעון, אינה נושאת ריבית והינה נחותה להתחייבויות אחרות של החברה ולאגרות החוב שהנפיקה החברה. כמו כן, החברה לא תפרע כל סכום על חשבון החזרת ההלוואה, והמלווה לא יהיה זכאי לכל החזר על חשבון ההלוואה, לרבות בפירוק, כל עוד החברה אינה מקיימת (לאחר החזר ההלוואה) את המגבלות על החלוקה המפורטות בשטר הנאמנות. על כן, הלוואה זו סווגה כחלק מהון החברה. כמו כן, לחברה אמות מידה פיננסיות הקשורות ברמת המינוף עליהן התחייבה לשמור מול בעלי אגרות החוב, הכוללות יחס הון עצמי למאזן שלא יפחת משיעור של 22.2%, כאשר החברה שומרת על מרווח משמעותי מדרישות אלו.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026, אנו מעריכים כי הכרית ההונית של החברה תיוותר ללא שינוי, נוכח הנחתנו לחלוקת דיבידנדים רבעוניים שוטפים בהיקף מקורב לגידול בנכסים נטו כתוצאה מפעילויות שוטפות, לצד המשך גידול בתיק ההשקעות כאמור לעיל. תחת הנחות אלו, יחס הון עצמי למאזן של החברה צפוי לנוע בטווח שבין כ-26%-29%, אשר הולם ביחס לדירוג.

פרופיל הנזילות טוב ביחס לדירוג ומושפע לחיוב ממגוון מקורות מימון רחב; מנגד, הגמישות הפיננסית בולטת לשלילה

ביחס לדירוג

נכון ליום 30 ביוני 2025, פרופיל הנזילות של החברה נתמך במספר רב של מסגרות אשראי, בסך כולל של כ-2.8 מיליארד דולר, מתוכן כ-1.0 מיליארד דולר מנוצלות, כאשר רובן המוחלט של מסגרות האשראי שלה הינן מסגרות חתומות ומתחדשות. בנוסף, לחברה ניירות ערך מגובי הלוואות (CLO) נון-ריקורס בסך של כ-1.7 מיליארד דולר, סדרת אג"ח (סדרה א') בסך של כ-170 מיליון דולר וכן שטרות לשלם בסך של כ-27 מיליון דולר. בנוסף לכך, לחברה יתרות מזומנים בסך של כ-87 מיליון דולר². בד בבד, מידרוג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף באמצעות בחינת היקף הנכסים המשועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את מקורות המימון תוך שעבוד נכסיו. כפועל יוצא מכך שרוב המימון החיצוני של החברה מובטח כנגד שעבוד מדרגה ראשונה על חלק מהותי מנכסי החברה, נכון ליום 30 ביוני 2025, יחס זה עמד על כ-86% והינו בולט לשלילה ביחס לדירוג.

בנוסף, נציין כי המדיניות פיננסית של החברה מושפעת לשלילה, מחד גיסא, מכוננתה לחלק דיבידנדים רבעוניים שוטפים בהיקף מקורב לגידול בנכסים נטו כתוצאה מפעילויות וכן ממח"מ בינוני-ארוך, ומאידך גיסא, מושפעת לחיוב נוכח ניהול שמרני של סיכוני השוק וסיכוני הנזילות, וכן ממדיניות שמירה על יחס מינוף (הון למאזן) שלא יפחת מ-25%.

שיקולים נוספים לדירוג

שיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה מתיק ההשקעות מהווה גורם תומך בשיעור השיקום וביכולת השבת ההכנסות של החברה

אנו מביאים בחשבון לחיוב בדירוג את אסטרטגיית החברה לשעבוד בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה, בשיעור מהותי מסך תיק ההשקעות של החברה. בהתאם לכך, נכון ליום 30 ביוני 2025, כ-99% מתיק ההשקעות מגובה בביטחונות נדל"ן מדרגה ראשונה, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה ותומך בשיעור השיקום בהינתן כשל, תוך פער עיתוי מסוים הנובע מהליך מימוש הבטוחות.

² בנוסף, נציין כי לחברה קיימים מזומנים מוגבלים בשימוש בסך של כ-204 מיליון דולר לאותו מועד.

נזילות החברה בולטת לחיוב ביחס לדירוג ותומכת ביציבות הפיננסית של החברה

אנו מביאים בחשבון לחיוב בדירוג את היתרות הנזילות של החברה ביחס לחלויות השוטפות, אשר בולטות לחיוב ביחס לדירוג, תומכות ביציבות הפיננסית שלה ומשפרות את יכולתה להתמודד עם תקופות מאתגרות בסביבה מאקר-כלכלית מרסנת.

שיקולי ESG

הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה ובחברי הנהלה בעלי ידע וניסיון רב בתחום הפעילות. לחברה קיים דירקטוריון המונה יו"ר דירקטוריון, מנכ"ל החברה המשמש גם כחבר דירקטוריון, וחמישה דירקטורים נוספים, מתוכם שני דירקטורים חיצוניים ודירקטור בלתי תלוי אחד. כמו כן, לחברה קיימת ועדת ביקורת, עם רוב של חברים בלתי תלויים, וכן ועדת תגמול. ניהול הסיכונים של החברה הינו קפדני, כאשר ההשקעות בהלוואות מצד הקרן מחייבות אישור דו-שלבי, ראשית, אישור של ועדת האשראי של Greystone ושנית, אישור של ועדת ההשקעות של הקרן. בנוסף, מתוקף חוק יועצי ההשקעות האמריקאי והפיקוח של ה-SEC, חברת GBLFM אימצה תוכנית ציות מקיפה עם סיוע מצד יועצי ציות חיצוניים ואנשי מקצוע פנימיים בתחום הציות. להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה, כאשר חשיפת החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה שלילית נוכח כוונתה לחלק דיבידנדים רבעוניים שוטפים בהיקף מקורב לגידול בנכסים נטו כתוצאה מפעילויות, כאמור לעיל, אך ממותנת לאור מדיניות החברה לשמור על יחס מינוף שלא יפחת מ-25% הון למאזן. כמו כן, להערכתנו, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה.

מטריצת הדירוג

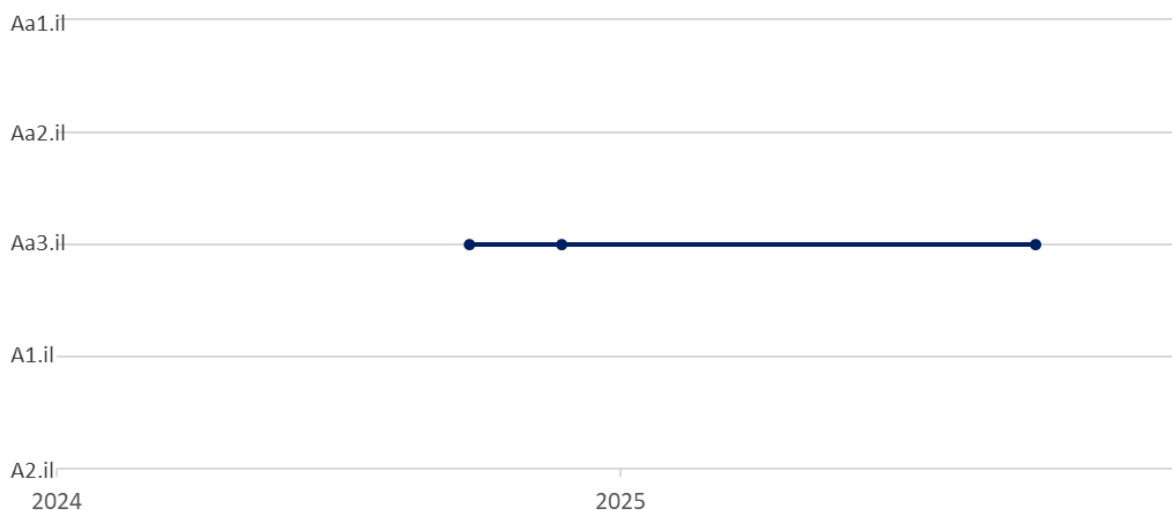
תחזית מידרוג [1]		ליום 30.06.2025			
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]	תת-פרמטר	פרמטר
A.il	-	A.il	-		סביבת פעילות
A.il	-	A.il	-		מיצוב עסקי ופיזור עסקי
B.il	-	B.il	-		פיזור תיק האשראי (ענפים ולווים)
Baa.il	2.4%-1.8%	Baa.il	*2.0%	רווח נקי/ממוצע נכסים מנוהלים	רווחיות
Baa.il	7.9%-6.3%	Baa.il	7.9%	חובות בעייתיים/תיק אשראי	איכות נכסים
Aa.il	0.6%-0.5%	Aa.il	*0.6%	חובות אבודים (מחיקות) נטו/ ממוצע תיק אשראי	
Aa.il	29%-26%	Aaa.il	32.3%	הון עצמי מוחשי/ סך נכסים מותאם	הלימות ההון
Caa.il	~86%	Caa.il	~86%	נכסי מנפיק משועבדים/סך נכסים מוחשיים	נזילות וגמישות פיננסית
Aaa.il	-	Aaa.il	-	נגישות למקורות מימון	מדיניות פיננסית
A.il	-	A.il	-	מדיניות פיננסית	
A2.il					
Aa3.il					

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי השותפות. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק. * בגילום שנתי.

אודות החברה

החברה התאגדה ביום 29 במאי 2024 באיי הבתולה הבריטיים, כחברה פרטית מוגבלת במניות, בהתאם להוראות BVI Business Companies Act, 2004. החברה הוקמה, בין היתר, למטרות גיוס חוב באמצעות הנפקת אגרות חוב (שאינן המירות למניות) ורישומן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה היא חברת נכדה (המוחזקת בשרשור בבעלות מלאה) של Greystone Senior Debt Operating Partnership LP (להלן: "Greystone Senior Debt"), שותפות תפעולית של Greystone Senior Debt Fund LP (להלן: "הקרן"), קרן "פתוחה" (ללא מועד סיום קבוע מראש) אשר עתידה לפעול עד אשר תפורק בהתאם להוראות הסכם הקרן. הקרן מרכזת את פעילות הלוואות והגישור הביניים עד לקבלת משכנתא בארה"ב של Greystone & Co. II LLC, חברה שהתאגדה במדינת דלאוור (לצד חברות קשורות אחרות, תיקרא להלן: "Greystone"). החברה עוסקת במתן הלוואות גישור לסוכנות מגובות בשעבוד נדל"ן, בחיתום הנעשה לסוכנויות ממשלתיות (Bridge-to-Agency) בארה"ב, המיועדות ללווים מסחריים לטווח קצר-בינוני, לצורך רכישות או השלמת מיצוב מחדש של נכס על מנת להעלות את שווי לצורך קבלת מימון קבוע. החברה משקיעה בעיקר בהלוואות גישור עם שעבוד מדרגה ראשונה ובהלוואות עם שעבוד מדרגה שנייה (מזנין), המובטחות על ידי נכסים מסוג מולטי-פמילי ונכסי דיור לגיל השלישי, אשר לרוב מיועדות בחיתום לקראת מימון מחדש קבוע עם Fannie Mae, Freddie Mac או Federal Housing Administration (ישויות בחסות ממשלת ארה"ב). ל-Greystone קיימים שלושה רישיונות עסקיים ייעודיים כחלק מפעילותה בהלוואות גישור בחיתום הנעשה לסוכנויות ממשלתיות, כדלקמן: (1) רישיון Fannie Mae DUS משנת 1996; (2) רישיון מכר/שירותים של Freddie Mac החל מאפריל 2011; (3) רישיון HUD משנת 1989. Greystone Bridge Lending Fund Manager LLC (להלן: "GBLFM") משמשת כיועצת ההשקעות של הקרן, והיא רשומה ב-SEC בהתאם לחוק יועצי ההשקעות האמריקאי משנת 1940 (להלן: "חוק יועצי ההשקעות").

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דוחות קשורים - Greystone Senior Debt BI, Ltd.](#)

[דירוג חברות מימון - דוח מתודולוגי, יולי 2025](#)

[דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

15.10.2025	תאריך דוח הדירוג:
24.11.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.09.2024	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
Greystone Senior Debt BI, Ltd.	שם יוזם הדירוג:
Greystone Senior Debt BI, Ltd.	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 הגבוה 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.