

Greystone Senior Debt BI, Ltd.

דירוג ראשוני | ספטמבר 2024

אנשי קשר:

עמית פדרמן, רו"ח
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי
amit.federman@midroog.co.il

אביאור דגן
אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
avior.dagan@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 קובעת דירוג מנפיק Aa3.il, באופק יציב, לחברת Greystone Senior Debt BI, Ltd. (להלן: "החברה"). כמו כן, מידרוג קובעת דירוג Aa3.il, באופק יציב, לאגרות חוב (סדרה א') שתנפיק החברה בסך של עד 400 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת ההנפקה צפויה לשמש את צרכיה השוטפים של החברה.

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 הגישור והלוואות הביניים עד לקבלת משכנתא בארה"ב של קבוצת 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, ולרוב 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").

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף סיכון ענפי המוערך על ידינו כבינוני-גבוה, לצד פרופיל עסקי הולם ביחס לסביבת הפעילות, נוכח גודלה היחסי של החברה מול המתחרים בענף הפעילות. פרופיל הסיכון של החברה מאופיין במודעות גבוהה לניהול סיכונים ובמערבות רבה מצד ההנהלה, כפי שמשקף בהליך חיתום קפדני ובקרה שוטפת על ההשקעות, אולם מושפע לשלילה נוכח ריכוזיות ענפית וריכוזיות לווים בתיק ההשקעות. רווחיות החברה סבירה ביחס לדירוג, כפי שבא לידי ביטוי בשיעור התשואה על הנכסים הממוצעים (ROA), ושיעור תשואת הליבה¹ לנכסים ממוצעים, אשר עמדו בשנת 2023 על כ-3.6% וכ-4.0% בשנת 2023, בהתאמה, ועל כ-3.6% וכ-3.9%, בהתאמה, במונחים שנתיים, במחצית הראשונה של שנת 2024. איכות הנכסים של החברה מושפעת לחיוב משיעור חובות בעייתיים מתיק השקעות בשווי הוגן טוב ביחס לדירוג, אשר נכון ליום 30 ביוני 2024 עמד על כ-1.1%, וכן נתמכת בשיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה, אשר עמד לאותו יום על כ-98%. הלימות ההון של החברה טובה ביחס לדירוג ולקבוצת הייחוס המקומית, כפי שבא לידי ביטוי ביחס הון עצמי למאזן אשר עמד על כ-30.1% ליום 30 ביוני 2024, התומך ביכולת ספיגת ההפסדים הבלתי-צפויים

¹ רווח לפני מס ושינויים בשווי הון של השקעות.

של החברה לאורך המחזור הכלכלי. פרופיל הנזילות מאופיין בתמהיל מקורות טוב ביחס לדירוג, ונתמך במספר רב של מסגרות אשראי בנקאיות, ובניירות ערך מגובי הלוואות (CLO) נון-ריקורס. יחד עם זאת, כפועל יוצא מכך שכלל המימון החיצוני של החברה מובטח כנגד שעבוד מדרגה ראשונה על חלק מנכסי החברה, גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לשלילה ביחס לדירוג ולקבוצת הייחוס המקומית 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-92% ליום 30 ביוני 2024. בנוסף, נציין כי המדיניות פיננסית של החברה מושפעת לשלילה, מחד גיסא, מכוונתה לחלק דיבידנדים רבעוניים שוטפים בהיקף מקורב לגידול בנכסים נטו כתוצאה מפעילויות וכן ממח"מ בינוני-ארוך, ומאידך גיסא, מושפעת לחיוב נוכח התחייבויות משקיעים הניתנות למשיכה וטרם הושקעו בסך של כ-78 מיליון דולר, ניהול שמרני של סיכונים השוק וסיכונים נזילות, וכן ממדיניות שמירה על יחס מינוף (הון למאזן) שלא יפחת מ-25%.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו מעריכים כי היקף תיק ההשקעות של החברה יצמח בשיעור מצטבר של כ-15%. להערכתנו, שיעור החובות הבעייתיים מתיק ההשקעות בשווי הוגן ינוע בטווח שבין כ-1.5%-2.5%, וזאת לצד שיעור מחיקות נטו ביחס לתיק ההשקעות אשר ינוע בטווח שבין כ-0.5%-0.7%. בנוסף, אנו צופים המשך גידול בהכנסות החברה מהשקעות נטו ביחס לשנת 2023, נוכח הערכתנו לשמירה מסוימת על המרווח הפיננסי של החברה לצד צמיחה בתיק ההשקעות כאמור לעיל. כפועל יוצא, התשואה על הנכסים הממוצעים ותשואת הליבה לנכסים ממוצעים, צפויות לנוע בתרחיש זה בטווחים שבין כ-2.8%-3.1% וכ-3.3%-3.8%, בהתאמה, בשנות התחזית. אנו מעריכים כי הכרית ההונית של החברה, תיוותר בעינה, 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 יעמוד על כ-26%, והינו 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 גודל תיק ההשקעות וההון העצמי של החברה, הבולטים לחיוב ביחס לקבוצת הייחוס המקומית ותומכים בדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. מידרוג תמשיך לבחון את מאפייני הפעילות ואת פרופיל הסיכון של תיק ההשקעות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

- שיפור משמעותי בפיזור תיק ההשקעות ובגמישותה הפיננסית (היקף הנכסים הלא משועבדים) של החברה, לצד שמירה על הפרופיל הפיננסי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- עלייה משמעותית ומתמשכת בשיעורי הכשל ו/או נזקי האשראי, וכפועל יוצא שחיקה באיכות הנכסים
- 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	30.06.2023	30.06.2024	
34,921	42,950	70,476	מזומנים ושווי מזומנים
4,091,049	3,675,246	3,972,980	תיק השקעות במונחי שווי הוגן
2,932,328	2,473,932	2,938,942	חוב פיננסי ברוטו [1]
4,254,322	3,776,583	4,264,592	סך נכסים במאזן
1,285,175	1,266,837	1,284,806	הון עצמי

378,943	175,996	208,702	הכנסות מהשקעות
(16,831)	(6,049)	(4,877)	שיערוך (שלילי) בגין השקעות הנמדדות בשווי הוגן, נטו
150,310	70,815	77,337	גידול (קיטון) בנכסים נטו הנובע מפעולות
167,141	76,864	82,214	רווח לפני מס ושערוכים בגין השקעות הנמדדות בשווי הוגן

2.6%	*2.3%	*2.3%	מרווח פיננסי [2]
30.2%	33.5%	30.1%	הון עצמי / סך נכסים
3.6%	*3.6%	*3.6%	תשואה לסך נכסים ממוצעים (ROA)
4.0%	*3.9%	*3.9%	רווח לפני מס ושינויים בשווי הוגן של השקעות / נכסים ממוצעים
*(0.4%)	*(0.3%)	*(0.2%)	שערוכים (שליליים) בגין השקעות בשווי הוגן / תיק השקעות בשווי הוגן

[1] הסכמי מימון, יירות ערך מגובי הלוואות (CLO), שטרות לשלם, ריבית לשלם והוצאות לשלם לצדדים קשורים.
 [2] הכנסות מימון לתיק השקעות בשווי הוגן (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה) פחות הוצאות מימון לחוב הפיננסי (ממוצע בין תחילת תקופה לסוף תקופה).
 *במונחים שנתיים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף פעילות הלוואות גישור מגובות בשעבוד נדל"ן, בחיתום הנעשה לסוכנויות ממשלתיות בארה"ב, מאופיין בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, נוכח חשיפה גבוהה למגוון משתנים מאקרו-כלכליים, המשפיעים על רמת הביקושים והיצבות 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. הלוואות אלו כוללות בעיקר הלוואות גישור עם שעבוד מדרגה ראשונה והלוואות עם שעבוד מדרגה שנייה (מזנין), המובטחות על ידי נכסי מולטי-פמילי ונכסי דיור לגיל השלישי, ולרוב מיועדות בחיתום לקראת מימון מחדש קבוע עם Fannie Mae, Freddie Mac 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 בשווקי 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, Greystone נדרשת 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 לוויים פוטנציאליים, ניסיון מוכח ומומחיות בגיוס הון וייזום הלוואות, גישה למקורות מימון, יתרון לגודל, מהירות ביצוע ועמידה ברגולציה הדוקה.

מיצוב עסקי הולם ביחס לסביבת הפעילות

המיצוב העסקי של החברה מוערך על ידנו כהולם ביחס לסביבת הפעילות בארה"ב, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף תיק השקעות (בשווי הוגן) של כ-4 מיליארד דולר ליום 30 ביוני 2024, הכולל כ-156 השקעות בהלוואות. לאותו מועד, כ-72.9% משווי תיק ההשקעות (בשווי הוגן) היו הלוואות כנגד משכנתא ראשונה בריבית משתנה המובטחות על ידי נכסי מולטי-פמילי, כ-24.7% הלוואות כנגד משכנתא ראשונה בריבית משתנה המובטחות על ידי נכסי דיור לגיל השלישי, כ-1.5% הלוואות כנגד משכנתא שנייה המובטחות על ידי נכסי מולטי-פמילי, נכסי דיור לגיל השלישי ונדל"ן מסחרי וכ-0.9% הנותרים היו השקעות הון בנדל"ן בארה"ב. לאותו מועד, יחס ה-LTV המיוצב (Stabilized) המשוקלל בתיק ההשקעות עומד על כ-68%, עם מח"מ של כ-21 חודשים. שלוש המדינות הגדולות בתיק ההשקעות של החברה הינן טקסס ניו יורק ופלורידה, אשר היוו כ-21% כ-10% 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 2024-2025, אנו מעריכים כי היקף תיק ההשקעות של החברה יצמח בשיעור מצטבר של כ-15%.

פרופיל הסיכון נתמך בהליך חיתום קפדני ושמרני, אולם מושפע לשלילה נוכח ריכוזיות ענפית ולווים 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 Greystone 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 Greystone. 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, Greystone 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 להלוואה 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 Greystone נתמך בהתקשרויות עם מומחים חיצוניים, לרבות מערכי שווי, מהנדסים, יועצים סביבתיים ויועצים משפטיים חיצוניים. Greystone מתמקדת בהלוואות אשר להן סבירות גבוהה להשיג בהצלחה מימון סוכנות קבוע. ריכוזיות החשיפות בתיק ההשקעות של החברה בולטת לשלילה ביחס לדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי בהיקף עשרת ההלוואות הגדולות מסך תיק ההשקעות של החברה, אשר עמד על שיעור של כ-17.6%, נכון ליום 30 ביוני 2024. בנוסף, החברה מאופיינת בפזר ענפי בולט לשלילה ביחס לדירוג, עם חשיפה לענף הנדל"ן בלבד. ניהול הסיכונים בתיק, מביא בחשבון גידור טבעי לחשיפת ריבית ה-SOFR, כאשר נכון ליום 30 ביוני 2024, רובו המוחלט של תיק ההלוואות הינו בריבית משתנה.

רווחיות החברה סבירה ביחס לדירוג

רווחיות החברה סבירה ביחס לדירוג, כפי שמשתקף במרווח הפיננסי של החברה אשר עמד על כ-2.3% במחצית הראשונה של שנת 2024, בגילום שנתי, ושל כ-2.6% בשנת 2023, כאשר היקף הרווח הנקי של החברה (לפני שיעורים) עמד על כ-167 מיליון דולר בשנת 2023. נציין, כי רווחיות החברה מושפעת, בין היתר, מתנודתיות בשווי ההון של תיק ההשקעות, כפי שבא לידי ביטוי בהפסדים כתוצאה משערוכים שליליים המתבצעים על ידי החברה, ובפרט בשערוכים שליליים בסך של כ-17 מיליון דולר בשנת 2023. לפיכך, התשואה

על הנכסים הממוצעים (ROA) ותשואת הליבה לנכסים ממוצעים, עמדו בשנת 2023 על כ-3.6% וכ-4.0%, בהתאמה, ועל כ-3.6% וכ-3.9%, בהתאמה, במונחים שנתיים, במחצית הראשונה של שנת 2024.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך גידול בהכנסות מהשקעות נטו ביחס לשנת 2023, נוכח הערכתנו לשמירה מסוימת על המרווח הפיננסי של החברה, לצד צמיחה בתיק ההשקעות כאמור. כפועל יוצא, התשואה על הנכסים הממוצעים ותשואת הליבה לנכסים ממוצעים צפויות לנוע בתרחיש זה בטווחים שבין כ-2.8%-3.1% וכ-3.3%-3.8%, בהתאמה, בשנות התחזית.

איכות הנכסים טובה ביחס לדירוג, ונתמכת בשיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה

תיק ההשקעות של החברה מושפע לחיוב משיעור משמעותי של בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה אשר נכון ליום 30 ביוני 2024 עמד על כ-98%, הצפוי לתמוך בשיעור השיקום וביכולת השבת ההכנסות, במידת הצורך, תוך פער עיתוי מסוים הנובע מהליך מימוש הבטוחות. שיעור החובות הבעייתיים ביחס לתיק ההשקעות בשווי הוגן של החברה טוב ביחס לדירוג, ועמד על כ-1.1% באותו מועד. כמו כן, שיעור המחיקות נטו ביחס לתיק ההשקעות, הנמדד על פי שיעור השערך בגין השקעות הנמדדות בשווי הוגן, הולם ביחס לדירוג ועמד על כ-0.2% במחצית הראשונה של שנת 2024, במונחים שנתיים, ועל כ-0.4% בשנת 2023.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, איכות הנכסים צפויה להיותר טובה ביחס לדירוג. להערכתנו, שיעור החובות הבעייתיים מתיק ההשקעות בשווי הוגן ינוע בטווח שבין כ-1.5%-2.5%, וזאת לצד שיעור מחיקות נטו ביחס לתיק ההשקעות אשר ינוע בטווח שבין כ-0.5%-0.7%.

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

החברה מתאפיינת ביחס מינוף מאזני טוב ביחס לדירוג ולקבוצת הייחוס המקומית כאחד, כפי שנמדד ביחס הון עצמי למאזן, אשר עמד על כ-30.1% ליום 30 ביוני 2024. היקף ההון העצמי ליום 30 ביוני 2024 הינו גבוה גם הוא ביחס לקבוצת הייחוס המקומית ועמד על כ-1.3 מיליארד דולר. להערכתנו, רמת מינוף זו תומכת במידה משמעותית ביכולת ספיגת ההפסדים הבלתי-צפויים של החברה לאורך המחזור הכלכלי. כמו כן, לחברה אמות מידה פיננסיות הקשורות ברמת המינוף עליהן התחייבה לשמור מול המממנים, הכולל יחס מינוף מקסימלי של 4.0:1.0.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים כי הכרית ההונית של החברה תיותר 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 יעמוד על כ-26%, אשר הולם ביחס לדירוג.

פרופיל הנזילות ומגוון מקורות המימון טובים ביחס לדירוג; מנגד, הגמישות הפיננסית בולטת לשלילה ביחס לדירוג

נכון ליום 30 ביוני 2024, פרופיל הנזילות של החברה נתמך במספר רב של מסגרות אשראי חתומות, בסך כולל של כ-2.5 מיליארד דולר, מתוכן כ-1.3 מיליארד דולר מנוצלות. בנוסף, לחברה ניירות ערך מגובי הלוואות (CLO) נון-ריקורס בסך של כ-1.5 מיליארד דולר ושטורות לשלם בסך של כ-59 מיליון דולר. כמו כן, לחברה יתרות מזומנים בסך של כ-70 מיליון דולר², לצד התחייבויות משקיעים (רובם מוסדיים) הניתנות למשיכה וטרם הושקעו בסך של כ-78 מיליון דולר. נכון ליום 30 ביוני 2024, לחברה אין פירעונות קרן חוב מהותיים ב-12 החודשים העוקבים, כאשר לדברי החברה, כלל מסגרות האשראי החתומות שלה עם מועדי פדיון לשנה הקרובה, צפויות להתארך בשנה נוספת לפחות, בדומה לחידושים קודמים של מסגרות האשראי. בד בבד, מידרוג בוחנת את הגמישות הפיננסית של החברות בענף באמצעות בחינת היקף הנכסים המושועבדים לסך הנכסים המוחשיים, המבטאים את יכולת המנפיק להרחיב את מקורות המימון תוך שעבוד נכסיו. כפועל יוצא מכך שכלל המימון החיצוני של החברה מובטח כנגד שעבוד מדרגה ראשונה על חלק מהותי מנכסי החברה, נכון ליום 30 ביוני 2024, יחס זה עמד על כ-92% ובולט לשלילה ביחס לדירוג ולקבוצת הייחוס המקומית כאחד.

בנוסף, נציין כי המדיניות פיננסית של החברה מושפעת לשלילה, מחד גיסא, מכוונתה לחלק דיבידנדים רבעוניים שוטפים בהיקף מקורב לגידול בנכסים נטו כתוצאה מפעילויות וכן ממח"מ בינוני-ארוך, ומאידך גיסא, מושפעת לחיוב נוכח התחייבויות משקיעים

² בנוסף, נציין כי לחברה קיימים מזומנים מוגבלים בשימוש בסך של כ-166 מיליון דולר לאותו מועד.

הניתנות למשיכה וטרם הושקעו בסך של כ-78 מיליון דולר, ניהול שמרני של סיכונים השוק וסיכונים 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 בדירוג את אסטרטגיית החברה לשעבוד בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה, בשיעור מהותי מסך תיק ההשקעות של החברה. בהתאם לכך, נכון ליום 30 ביוני 2024, כ-98% מתיק ההשקעות הינו כנגד בטוחות נדל"ן מדרגה ראשונה, המהווה גורם תומך ביכולת השבת ההכנסות של החברה ובשיעור השיקום בהינתן כשל, תוך פער עיתוי מסוים הנובע מהליך מימוש הבטוחות.

גודל תיק השקעות והון עצמי משמעותיים ביחס לקבוצת הייחוס המקומית

נכון ליום 30 ביוני 2024, לחברה תיק השקעות בהיקף של כ-4 מיליארד דולר (במונחי שווי הוגן), אשר בולט לחיוב ביחס לקבוצת הייחוס המקומית. בד בבד, היקף ההון העצמי של החברה לצד היקף הכנסותיה, בולטים גם הם לחיוב ביחס לקבוצת הייחוס המקומית ותומכים בדירוג.

שיקולי ESG

הממשל התאגידי בחברה נתמך במנגנוני בקרה ופיקוח בדמות דירקטוריון החברה ובחברי הנהלה בעלי ידע וניסיון רב בתחום הפעילות. נציין, כי נכון למועד פרסום התשקיף מיום 22 באוגוסט 2024, לחברה קיים דירקטוריון המונה דירקטור אחד - יו"ר דירקטוריון, המכהן גם כמנכ"ל החברה ואשר הינו תלוי, אולם החברה עתידה להשלים את מלוא הוראות הממשל התאגידי המחייבות אותה מתוקף חוק החברות (התשנ"ט-1999) לאחר השלמת הצעת אגרות החוב (סדרה א'), וזאת לרבות מינוי של לפחות שני דירקטורים חיצוניים ודירקטור אחד בלתי תלוי. כמו כן, לאחר השלמת הצעת אגרות החוב לציבור, על החברה תחול חובת הקמת ועדת ביקורת, בה יהיה רוב של חברים בלתי תלויים, והקמת 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 GB LFM 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 30.06.2024			
ניקוד	מידה	ניקוד	מידה [1]	תת פרמטר	פרמטר
A.il	-	A.il	-	סיכון ענפי	ענף פעילות
A.il	-	A.il	-	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	פרופיל עסקי
B.il	-	B.il	-	ריכוזיות תיק ההשקעות	פרופיל סיכון
A.il	-	A.il	-	ניהול סיכונים	
A.il	3.1%-2.8%	Aa.il	3.6%	רווח (הפסד) נקי לממוצע נכסים	רווחיות
Baa.il	3.8%-3.3%	Baa.il	3.9%	רווח לפני מס ושערוכים לממוצע נכסים	
Aa.il	2.5%-1.5%	Aaa.il	1.1%	חובות בעייתיים לסך תיק השקעות בשווי הוגן	איכות נכסים
Aa.il	0.7%-0.5%	Aaa.il	0.2%	מחיקות נטו לסך תיק השקעות בשווי הוגן	
Aa.il	~26%	Aaa.il	30.1%	הון עצמי לסך נכסים מנוהלים	הלימות ההון
Aaa.il	>300%	Aaa.il	>300%	יחס כיסוי הנזילות	מימון ונזילות
Caa.il	~92%	Caa.il	92%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	
Aaa.il	-	Aaa.il	-	מגוון מקורות מימון	
A.il	-	A.il	-	מדיניות פיננסית	מדיניות פיננסית
A1.il					דירוג נגזר
Aa3.il					דירוג בפועל

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

דוחות קשורים

[דירוג חברות מימון - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2021](#)

[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

תאריך דוח הדירוג:

25.09.2024

שם יוזם הדירוג:

Greystone Senior Debt BI, Ltd.

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

Greystone Senior Debt BI, Ltd.

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' 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 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 כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, 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 שנמסר או נוצר 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 ומדויקים. 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 לאמינים, 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.