Maalot
S&P Global Ratings

ימין משה 25 אג"ח – 1 בע"מ

13 במאי 2025

דירוג מקדמי

קביעת דירוג מקדמי 'ilAAA (sf)' לאיגרות חוב מגובות משכנתאות

אנליסטית אשראי ראשית:

Isabel Plaza, מדריד 34-91-7887203 isabel.plaza@spglobal.com

איש קשר נוסף:

Alastair Bigley, לונדון, 44-20-71763245 alastair.bigley@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
תמצית העסקה 2
הערכת היזם 6
הערכת המתפעל 7
הערכת הבטוחות 8
ניתוח אשראי והנחות 16
מבנה העסקה 17
מידול וניתוח תזרים מזומנים 20
תחזית מאקרו כלכלית וענפית 23
סיכון צדדים לעסקה 24
מגבלת דירוג מדינה 24
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 24
מעקב 25
נספח 25
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 25
מאמרים נוספים 26
רשימת דירוגים 26

תמצית

- S&P מעלות קבעה דירוג אשראי מקומי מקדמי 'ilAAA (sf)' לאיגרות החוב הבכירות של חברת ימין משה 25 אג"ח - 1 - בע"מ (סדרות 101, 102, 103 ו-104).
- ימין משה 25 אג"ח - 1 - בע"מ היא עסקת איגוח משכנתאות של תיק הלוואות מדרגה ראשונה שניתנו לישראלים ומובטחות בנכסי מגורים בישראל.
- זוהי עסקת ה-RMBS הראשונה שאנו מדרגים בישראל שהיזם שלה הוא בנק ירושלים בע"מ.
- היקף תיק המשכנתאות שצפוי להיות חלק בעסקה עומד על כ-532 מיליון ₪ נכון ל-31 במרץ 2025. בנק ירושלים בע"מ, מלווה בנקאי בשוק הישראלי, הוא יזם ההלוואות (originator).

פעולת הדירוג

ב-13 במאי 2025 קבעה S&P מעלות דירוג אשראי מקדמי 'ilAAA (sf)' לאיגרות החוב הבכירות של חברת ימין משה 25 אג"ח -1 בע"מ. בעת השלמת העסקה תנפיק ימין משה 25 אג"ח - 1 בע"מ גם איגרות חוב נדחות לא מדורגות משכבות ב', ג' ושכבה נחותה ד (ראו רשימה).

תמצית העסקה

סדרה	דירוג מקדמי	גודל הסדרה מסך העסקה (%)*	תמיכה ביכולת שירות החוב (%)§	ריבית**	הצמדה	מועד פירעון סופי משפטי
סדרה 101 (שכבה א')	ilAAA (sf)	24.43	7.02	3.40%	ריבית קבועה צמודה	דצמבר 2056
סדרה 102 (שכבה א')	ilAAA (sf)	8.40	7.05	6.00%	ריבית קבועה לא צמודה	דצמבר 2056
סדרה 103 (שכבה א')	ilAAA (sf)	25.08	7.02	ריבית ייחוס +1.5%	ריבית משתנה צמודה	דצמבר 2056
סדרה 104 (שכבה א')	ilAAA (sf)	20.64	7.02	ריבית ייחוס +1.5%	ריבית משתנה לא צמודה	דצמבר 2056
איגרות חוב נדחות (שכבה ב' - נדחות)	NR	4.16	2.02	5.00%	ריבית קבועה צמודה	דצמבר 2056
איגרות חוב נדחות (שכבה ג')	NR	1.66	0.00	0.00%	ריבית קבועה לא צמודה	דצמבר 2056
איגרות חוב נדחות ד (שכבה נחותה - נדחות)	NR	15.63	0.00	5.00%	ריבית קבועה לא צמודה	דצמבר 2056

*מחושב על פני הייתרה הכוללת של אג"ח מונפקות. §credit enhancement – מחושב בהתחשב ביתרת הנכסים הכוללת שנמכרו לתאגיד האיגוח הייעודי. סדרות 101, 102, 103, 104 וכתבי ההתחייבות הנדחים מגובות באופן מלא בבטוחה. אגרות החוב הנחותות מגובות באופן חלקי בבטוחות. יתרת אגרות החוב אינן מגובות בבטוחה. חישוב התמיכה ביכולת שירות החוב (credit enhancement) משקלל את הנחיתות וכריות כלליות. †מדד הייחוס הוא סכימה של הממוצעים המשוקללים של ריביות הייחוס של הלוואות הבסיס בחישוב יומי. NR--לא מדורג.

ימין משה 25 אג"ח - 1 - בע"מ היא עסקת איגוח של תיק משכנתאות של הלוואות מדרגה ראשונה שניתנו ליחידים ולעסקים ישראלים ומובטחות בעיקר בנכסי מגורים בישראל. היקף תיק המשכנתאות שצפוי להיות חלק בעסקה עומד על כ-532 מיליון ₪ נכון ל-31 במרץ 2025. בנק ירושלים בע"מ ("בנק ירושלים" או "הבנק"), מלווה בנקאי בשוק הישראלי, יזם את ההלוואות. הבנק פועל במתן משכנתאות מאז 1963.

המנפיק ישתמש בתמורת ההנפקה לרכישת 90% מזכויות המוכר במשכנתאות בעת השלמת העסקה, וישעבד את כל הנכסים לטובת מחזיקי אגרות החוב .

אנו סבורים שהמשכנתאות המשמשות כבטוחות הן משכנתאות באיכות גבוהה, בהתבסס על קריטריוני החיתום של היזם ועל ביצועיהן הטובים, ובהתחשב בכך שאף אחת מהמשכנתאות איננה בפיגור או בכשל פירעון. עם זאת, בניתוח שלנו הבאנו בחשבון את העובדה ש-17% מההלוואות בתיק הן הלוואות לכל מטרה, מה שלדעתנו מגדיל את סיכון העסקה. הלוואות לכל מטרה כוללות הלוואות שניתנו בין היתר למטרות איחוד חוב, חילוץ הון עצמי או פתרונות להשקעה, בין היתר, ולא רק לרכישת בית המגורים הראשי של הלווה.

קיבלנו דוח ביקורת התואם את המקובל בדרך כלל בעסקאות RMBS אחרות שמדרגת S&P Global Ratings.

התמיכה ביכולת שירות החוב (credit enhancement) של איגרות החוב הבכירות המדורגות נשען על נחיתות, קרן רזרבה ומרווח עודף (excess spread). העסקה תכלול מפל תשלומים מפוצל.

המתודולוגיות לגבי הצדדים לעסקה, ההפעלה או הדירוג מעל דירוג המדינה אינן מגבילות את הדירוג המקדמי המקומי.

אנו מצפים שמסמכי העסקה יעלו בקנה אחד עם המתודולוגיה המשפטית שלנו בעת השלמת ההנפקה.

חוזקות

- אנו סבורים שהמשכנתאות הן משכנתאות באיכות טובה, על סמך ביצועיהן הטובים והקריטריונים לחיתום. עם זאת, בניתוח שלנו הבאנו בחשבון את העובדה שחלק מההלוואות בתיק הן הלוואות לכל מטרה. הלוואות לכל מטרה כוללות הלוואות שניתנו בין היתר למטרות איחוד חוב, חילוץ הון עצמי או פתרונות להשקעה, בין היתר, ולא רק לרכישת בית המגורים הראשי של הלווה.
- בהתאם לסטנדרטים בשוק הישראלי, תיק ההלוואות כולל הלוואות בעלי מאפייני הצמדה שונים. הלוואות משכנתא מורכבות משלושה עד ארבעה חלקי הלוואה, כאשר כל חלק יכול לשאת סיכון ריבית קבועה או משתנה, או להיות צמוד לאינפלציה או לא. חלקי ההלוואה מגובים בביטחונות צולבים (cross-collateralized) וקיימים סעיפים של חדלות-פירעון צולבת (cross-default) בהן הלווה מחויב בהוראת קבע בחשבון הבנק שלו עבור הסכום הכולל של כל חלקי ההלוואה. כדי לחשב את החשיפה בפועל, סכמנו את החשיפות לפי נכס מזהה.

שיעור ה-LTV (loan to value) המקורי של התיק (OLTV) ושיעורי ה-LTV הנוכחיים (CLTV) נמוכים יחסית, ועומדים על 56.04% ו-50.34%, בהתאמה.

- היזם הוא תאגיד בנקאי בעל רישיון בנקאי על פי החוק בישראל. בנק ירושלים מעמיד משכנתאות מאז 1963 ופועל כבנק מסחרי מאז 1998, ולכן יש לו היסטוריה מוכחת ארוכה של ייזום הלוואות וביצועים.
- אנו רואים את תהליך העמדת ההלוואה ואת קריטריוני החיתום כהולמים. הבאנו בחשבון את ההיסטוריה המוכחת הארוכה ואת ביצועי האשראי החזקים במסגרת קביעת הערכת היזם שלנו.
- העסקה כוללת מפל תשלומים מפוצל. ניתן להשתמש בתקבולי קרן לכיסוי חוסרים בריבית על איגרות החוב הבכירות רק אם קרן הרזרבה הכללית מוצתה. השימוש בקרן לתשלום ריבית יביא לרישום חובה בפנקס חוסרי הקרן (Principle Deficiency Ledger - PDL) ועשוי להפחית את התמיכה (credit enhancement) ביכולת שירות החוב הזמינה לאיגרות החוב.

  קיימת קרן רזרבה כללית הכוללת אמורטיזציה שניתן להשתמש בה כדי לשלם חוסרים בהוצאות בכירות, ריבית על אג"ח משכבות א' ו-ב' וכן סכומים שחויבו ב-PDL של אג"ח שכבה א', אם קיים חוסר לאחר יישום תקבולי הריבית.
- המצגים והאחריות של הבנק עולים בקנה אחד עם הסטנדרטים בשוק באירופה, המזרח התיכון ואפריקה (EMEA). הם כוללים התחייבות לשיפוי וכן תקופת תיקון מוגדרת אותה הבאנו בחשבון בניתוח שלנו. משום כך אנו סבורים שהם עולים בקנה אחד עם עסקאות בשווקים אחרים, ולכן לא הגדלנו את התאמת היזם.
- האופי הסטטי של התיק והעובדה שהמנפיק אינו יכול לשנות את הרכב התיק (כלומר, הלווה צריך לפרוע את ההלוואה בפירעון מוקדם אם ברצונו לשנות את סוגה), מקטינים לדעתנו את סיכון העסקה.
- הלווים משלמים לחשבון הבנק על שם בנק ירושלים ביום ה-1, ה-10 או ה-15 בכל חודש. באותם ימים, בנק ירושלים מעביר את הסכום הרלוונטי לחשבון על שם תאגיד האיגוח הייעודי. שקלנו את סיכון העירוב (commingling risk) בניתוח שלנו.
- בה בעת, אנו סבורים כי סיכון הקיזוז (setoff risk) מופחת גם כן, בהתחשב בעובדה שהעסקה אינה כוללת הלוואות לעובדים, ושבנק ירושלים אינו חברת ביטוח.
- לעסקה יש חשיפה לבנק הפועלים בע"מ ולבנק לאומי לישראל בע"מ כספקי חשבונות הבנק. חשבון הנאמנות בבנק הפועלים כולל את כרית המזומן. התשלומים בגין המשכנתאות משולמים לחשבון התאגיד היעודי (ה-SPE)בבנק לאומי. בחשבונות יש חשיפה מינימלית לנגזרים. העובדה שקיימים שני חשבונות וחשיפה נמוכה לנגזרים מקטינה את הסיכון לפגיעה בתשלומים. אנו סבורים שסיכון הצדדים לעסקה (counterparty risk) מגודר כראוי לפי המתודולוגיה שלנו לצדדים לעסקה.

- דוח הביקורת נקי ועולה בקנה אחד עם עסקאות RMBS אחרות שמדרגת S&P Global Ratings בשווקים אחרים.
- קיימים נתונים היסטוריים מקיפים (כשל פירעון, תשלום מוקדם וריקברי), יציבים ואיכותיים של ביצועי תיק ההשקעות לאורך כמעט 17 שנה. אנו סבורים שהתנהגות התיק בסביבת קיצון מכוסה. לא זיהינו הרעה משמעותית בביצועים עקב תנאי השוק הקיצוניים שנרשמו לאחרונה בשל סביבת הריבית הגבוהה והמלחמה.

סיכונים וגורמים ממתנים

- בניתוח שלנו הבאנו בחשבון את הסביבה המקרו-כלכלית והפוליטית הנוכחית בישראל, במיוחד מאז תחילת המלחמה בין ישראל לחמאס באוקטובר 2023. מאז פרוץ המלחמה, הגדלנו את כל עוגני תדירות העיקול (foreclosure frequency) הבסיסיים בכל רמות הדירוג הנמוכות מ-'AAA'.
- מתוך תיק ההלוואות הצפוי, כ-17% מסווגים כהלוואות למטרות כלליות. אף שקריטריוני החיתום מחמירים יותר על פי הרגולציה, ומגבילים את ה- LTV ל 50%, אנו סבורים שהסיכון גבוה יותר בהלוואות מסוג זה בהשוואה להלוואות לרכישת נכס ולכן להלוואות מסוג זה מתאם תדירות העיקול הינו 1.2x.
- בניתוח התפעולי שלנו שיקללנו את האפשרות של החלפת מתפעל במקרה של כשל פירעון של בנק ירושלים. אנו מעריכים את הסיכון הכרוך בהחלפת מתפעלים בישראל כמתון. עם זאת, בהינתן הביצועים היציבים של בנק ירושלים, אנו סבורים שהמתודולוגיה התפעולית שלנו אינה מגבילה את הדירוג המקדמי. אנו סבורים גם שהתפקיד הפעיל של הרגולטור ודמי התפעול למקרה קיצון הכלולים בניתוח שלנו מפחיתים גם הם את הסיכון התפעולי בעת כשל פירעון של המתפעל.
- חלק קטן מתיק ההשקעות מגובה בקרקעות, 19 נכסים המהווים 1.23% מיתרת מאגר הנכסים (המאגר) הראשוני. אנו סבורים כי נכסי קרקע לא יהיו נזילים במקרה של עיקול, והתחשבנו בכך בניתוח האשראי שלנו על ידי הנחת חומרת הפסד ממוצעת משוקללת (WALS) של 100% על נכסים אלה.
- בנק ירושלים פועל בשוק נישתי, ואינו אחד ממלווי המשכנתאות העיקריים בישראל. הוא פועל בכול מדינת ישראל ותיק המשכנתאות שלו מתאפיין בריכוזיות באזורים ספציפיים כמו ירושלים, הצפון או הגדה המערבית. בהתאם לכך, המאגר הצפוי מציג ריכוזיות באזורים הגבוהים מהמגבלות שהוגדרו עבור ישראל (כלומר, ירושלים ואזור הצפון).

כמעט 7% מהמאגר מגובים במשכנתאות על נכסים בגדה המערבית. בנק ירושלים הציג היסטוריה מוצלחת של אכיפת משכנתאות באזור זה והציג הבהרות משפטיות מניחות את הדעת המספקות ביטחון ביכולת האכיפה של חבילת הביטחונות שהוענקה לבנק באזור זה.

- העסקה אינה כוללת עסקת החלף (swap). במקום זאת, כדי למנוע אי התאמה בריבית בין הנכסים להתחייבויות, יונפקו איגרות חוב עם אותו מנגנון ריבית כמו אלו המוצגים על ידי תתי-תיקי המשכנתאות.

  תהיה התאמה מלאה בין נכסים להתחייבויות כל עוד שכבה א' עדיין במחזור. התמורה מנכסים עם ריבית קבועה תשמש לתשלום הקרן והריבית של איגרות החוב בריבית קבועה. התמורה מנכסים עם ריבית משתנה תשמש לתשלום הקרן והריבית של איגרות החוב בריבית משתנה. איגרות חוב בריבית משתנה יצברו ריביות ייחוס שהן סכימה של ממוצעים משוקללים של ריביות הייחוס של הלוואות הבסיס, בחישוב יומי.

- חלק מהבטוחות, כמו גם חלק מאיגרות החוב המונפקות, יהיו צמודות למדד המחירים לצרכן. כאשר תהיה אינפלציה, תשלומי הקרן יגדלו, וכאשר תהיה דפלציה, תשלומי הקרן יפחתו ותשלומי הריבית יעודכנו בהתאם.

  בתרחיש דפלציוני, יתרת האג"ח עשויה גם היא לפחות, מכיוון שאין מדד רצפה עבור האג"ח שיונפקו.

- שילבנו זאת במודל תזרים המזומנים שלנו על ידי סימולציה של תרחישים שונים של אינפלציה/דפלציה. בנוסף, תשלומים על אג"ח משנה הצמודות למדד יהיו צמודים בהתאם למנגנון ההצמדה של נכסי הבסיס.

- הגיל (הזמן מיום שהועמדו) בתיק ברוב המשכנתאות נמוך מארבע שנים, נתון שהבאנו בחשבון בניתוח שלנו. הגיל הממוצע המשוקלל בתיק הינו שנתיים וחצי.

הערכת היזם

בנק ירושלים בע"מ (ilAA-/Negative/ilA-1+) מספק שירותי בנקאות מסחרית בישראל. הבנק מציע משכנתאות, מוצרי פיקדון, כגון חשבונות חיסכון וחשבונות עובר ושב; מוצרי פיקדון מובנים; הלוואות אישיות, כגון הלוואות לרכב חדש ומשומש, והלוואות מובטחות בפיקדונות; והלוואות במטבע חוץ. כמו כן הוא מספק שירותי מסחר עצמאיים בשוקי ההון ושירותי ייעוץ השקעות, כמו גם שירותי ברוקראז' אינטראקטיביים; אשראי לדיור ואשראי קמעונאי אחר, ומימון לבניית דירות מגורים; ניהול חשבונות עובר ושב; ושירותי בנקאות פרטית לתושבי חוץ וישראלים.

הבנק היה ידוע בעבר בשם בנק ירושלים לפיתוח ומשכנתאות בע"מ ושינה את שמו לבנק ירושלים בע"מ בשנת 1996.

בנק ירושלים, מוסד מפוקח עם למעלה מ-60 שנות פעילות בישראל, עומד בקפדנות בתקנות בנק ישראל, מה שמביא לגמישות מוגבלת בתקנות החיתום ומדיניות האשראי שלו, ומגביל את גמישותו בחדשנות מוצרים. אף שאינו ספק משכנתאות מרכזי, בנק ירושלים משרת שוקי נישה באזורים כמו הצפון, ירושלים, והגדה המערבית, אשר עשויים לעמוד בפני אתגרים כלכליים שונים בהשוואה לאזורים עשירים יותר.

אף שבסיס הלקוחות של בנק ירושלים פחות מגוון מזה של מלווים מרכזיים, הוא יוזם משכנתאות והלוואות מובטחות באופן תדיר בהתאם לנוהלי בנק ישראל והוראות החוק.

בנק ירושלים נוקט בגישת מכירות ושיווק מגוונת המותאמת לפלחי לקוחות מגוונים. השירותים מוצעים באמצעות סניפים פיזיים, פלטפורמות דיגיטליות, מרכזי שירות טלפוניים וערוצי שיתוף פעולה, עם דגש חזק על מעורבות דיגיטלית. חטיבת הקמעונאות מנהלת את האינטראקציה עם הלקוחות, בעוד שמאמצי השיווק מתמקדים במודעות למותג, בקידום מוצרים פיננסיים ובשיפור קשרי לקוחות.

טבלה 1: בנק ירושלים – שיקולים עיקריים להערכת היזם

תיאור	שיקול
סוג הבטוחה	בנק ירושלים יוזם הלוואות לכל מטרה ומשכנתאות בשעבוד ראשון המגובות בנכסי מגורים בישראל. זהו מוסד בנקאי ולכן הוא תחת רגולציה הדוקה.
מדיניות הלוואות ביחס לקבוצת ההשוואה ולסטנדרטים בשוק	מדיניות ההלוואות עומדת בסטנדרטים של השוק באופן כללי, והיא קפדנית יותר במאפיינים מסוימים כמו שיעור LTV ושיעור החזר.
היסטוריית ביצועים וניסיון	למלווה יש היסטוריית ביצועים ארוכה. ימין משה 25 אג"ח - 1 בע"מ הוא עסקת האיגוח הציבורית הראשונה שלו.
ביצועים היסטוריים	הביצועים ההיסטוריים של תיק המשכנתאות של המלווה חזקים עד כה.
גורמים איכותניים שלא נלקחו בחשבון לעיל	נתוני הביצועים ההיסטוריים מספיקים כדי לנתח את ביצועי הייזום של המלווה לאורך תקופה של לחץ כלכלי.

קיבלנו דוח ביקורת התואם את המקובל בדרך כלל בעסקאות RMBS אחרות שמדרגת S&P Global Ratings.

הערכת המתפעל

בנק ירושלים משמש גם כמתפעל התיק (servicer). עבור הלוואות בפיגור, בנק ירושלים נוקט בגישה מובנית לניהול יעיל של חשבונות בפיגור. פיגורים של חודש אחד מטופלים ישירות בסניפי הבנק, שם רוב הלקוחות פותרים את בעיות התשלום שלהם במהירות. במקרה של פיגורים הנעים בין חודשיים לחמישה חודשים, מחלקת הגבייה המרכזית של הבנק מתערבת, ומוציאה מכתב התראה לפני העברת התיק ומכתב נוסף לפני פתיחת הליכים משפטיים. כאשר הפיגורים מתארכים לשישה חודשים, עורכי דין חיצוניים נשכרים, ורוב הלווים מגיעים להסכמות באמצעות מכירות מרצון או ארגון מחדש של החוב, מה שממזער את הצורך בהליכים משפטיים.

מחלקת הגבייה מתנהלת תוך שמירה על יציבות עם תחלופה מינימלית ברבעונים האחרונים. כ בענף הבנקאות נהוג לסווג חוב כחוב שלא נפרע לאחר 90 יום מנקודת ההפרה הראשונית, דבר המדגיש את החשיבות של התערבות ופתרון בזמן בניהול פיגורים ביעילות.

הערכת הבטוחות

נכון למרץ 2025, המאגר כלל 595 הלוואות בסך כולל של 590,885,495 ₪ (רק 90% מהמאגר נמכר לתאגיד האיגוח הייעודי). התיק מורכב מהלוואות מדרגה ראשונה עם לוח סילוקין שניתנו לישראלים ומגובות בנכסי מגורים. המאגר אינו כולל משכנתאות הפוכות וכל ההלוואות במאגר המאוגח הן הלוואות מבצעות ללא פיגורים ושלא עברו ארגון מחדש.

בהתאם לסטנדרטים בשוק הישראלי, תיק ההלוואות מורכב מהלוואות המורכבות מחלקי הלוואה שונים. הלוואות משכנתא מורכבות משלושה עד ארבעה חלקי הלוואה, כאשר כל חלק יכול לשאת סיכון ריבית קבועה או משתנה, או להיות צמוד לאינפלציה או לא. חלקי ההלוואה מגובים בביטחונות צולבים (cross-collateralized) וקיימים סעיפים של חדלות-פירעון צולבת (cross-default) בפועל, הלווה מחויב בהוראת קבע בחשבון הבנק שלו עבור הסכום הכולל של כל חלקי ההלוואה.

רק 17% מהתיק הן הלוואות שניתנו למטרה כללית. תקופות ההלוואה נעות בין 48 ל-360 חודשים. אורך ההלוואה הממוצעת הוא 26 שנים והיא בת שנתיים וחצי בממוצע.

ניתחנו את תיק ההלוואות של ימין משה 25 אג"ח 1 בע"מ על סמך המתודולוגיה להערכת מאגרי נכסים של הלוואות למגורים, 25 בינואר 2019. השתמשנו גם בהנחות ספציפיות המשקפות את שוק המשכנתאות בישראל (ראו להלן).

בהערכת איכות האשראי של מאגר משכנתאות ישראלי למגורים, אנו מנתחים את תיק ההשקעות בהשוואה למאגר טיפוסי מוגדר.

הערכת שוק המשכנתאות שלנו (MMA) באזור שיפוט מסוים מורכבת מהערכה בסולם של שש נקודות, החל מסיכון נמוך מאוד לסיכון גבוה במיוחד. ה-MMA עבור ישראל הוא בינוני, לפי גורמי המשנה המפורטים בטבלה 2.

טבלה 2: גורמי משנה

גורמים	גורמי משנה (תיאור ממאמר המתודולוגיה)	ישראל
סיכון כלכלי		
חוסן כלכלי	מבנה כלכלי ויציבות, גמישות מדיניות מקרו-כלכלית וסיכון פוליטי.	סיכון גבוה
חוסר-איזונים כלכליים	שלב ההתרחבות, צמיחת אשראי במגזר הפרטי, מחירי נדל"ן למגורים, מחירי המניות, יתרה בחשבון השוטף ומצב החוב החיצוני; או שלב התיקון וההשפעה הצפויה על המגזר הבנקאי.	סיכון בינוני
סיכון אשראי במשק	קיבולת החוב והמינוף במגזר הפרטי, סטנדרטים של הלוואות וחיתום, תרבות תשלומים ושלטון החוק.	סיכון נמוך
סיכון ענפי		
מסגרת מוסדית	רגולציה ופיקוח על הבנקים, היסטוריית ביצועים של הרגולטור וממשל ושקיפות.	סיכון בינוני
דינמיקה תחרותית	תיאבון סיכון, יציבות ענפית ועיוותי שוק.	סיכון גבוה
מימון מערכתי	שונות באבטלה ורמות תמיכה ברווחה.	סיכון נמוך
מלווה - הערכת זכויות חזרה	בפועל או על פי חוק, המלווים עשויים בעיקר להסתמך רק על הנכס הממושכן כבטוחה כדי להחזיר את ההלוואה במקרה כשל פירעון של לווה (אנו מתייחסים לכך כאל חזרה מוגבלת לעומת חזרה מלאה בתחומי שיפוט אחרים).	חזרה מלאה
הערכת שוק המשכנתאות	סולם של שש נקודות, החל מסיכון נמוך מאוד לסיכון גבוה במיוחד.	סיכון בינוני

על ידי יישום המתודולוגיה שלנו למשכנתאות, אנו מסיקים שה-MMA עבור ישראל הוא סיכון בינוני. בהתחשב בכך שתדירות העיקול הבסיסית של 'AAA' בסיכון בינוני היא בדרך כלל 10%-15%, קבענו לישראל תדירות עיקול בסיס 'AAA' של 15%. כמתואר במתודולוגיה לאיגוח משכנתאות, טווחי תדירויות העיקול הפוטנציאליות הרלוונטיות ברמת דירוג 'AAA' מכוילים בהתחשב בתרחישי לחץ היסטוריים קיצוניים כנקודת ייחוס (ראו "מתודולוגיה ומאמרים קשורים"). הבאנו בחשבון את השפל הגדול בארה"ב, כמו גם תרחישי קיצון עדכניים יותר כמו אלה שהתרחשו ביוון ובארגנטינה.

בהתבסס על הערכת ה-MMA, הגדרנו את עוגן תדירות העיקול בדירוג 'AAA' למאגר הטיפוסי בישראל ואת הנחת תדירות העיקול 'B' הנוכחית לפי טבלה 3.

טבלה 3: הנחות תדירות העיקול

רמת דירוג*	תדירות עיקול טיפוסית (%)§
AAA	15.00
AA	10.52
A	8.29
BBB	6.05
BB	3.81
B	3.25

*ההנחות לדירוגי ביניים מבוססות על אינטרפולציה. § הנתונים לדירוגי הביניים מעוגלים לעשירית האחוז הקרובה ביותר.

מאגר טיפוסי

המאגר הטיפוסי בכל תחום שיפוט או שוק מייצג אידיאליזציה מסוימת של המאגרים הממוצעים שנצפו בעבר.

טבלה 4: מאגר טיפוסי - ישראל

מאפיינים לפי סוג	מאפיינים טיפוסיים
גודל המאגר	לפחות 250 הלוואות בעת ההנפקה
היזם	יזם ללא גורם התאמה הקשור לאיכות החיתום של המלווה
גיוון גיאוגרפי	בהתאם לפיזור האוכלוסייה בישראל
סוג לווה (מסחרי לעומת פרטי)	אנשים פרטיים הרוכשים נכסי מגורים
נכסים מסחריים ושימוש מעורב	הנכס הוא נכס מגורים
אזרחות	הלווה הוא אזרח ישראלי
סוג תעסוקה	לא עצמאי, מובטל, בגמלאות או בפנסיה
מצב ביצועים	הלווה הקיים
יכולת החזר חוב	יחס החוב להכנסה הוא 30%
אימות הכנסה	המלווה אימת את הכנסתו של הלווה
מטרת ההלוואה	ההלוואה מיועדת לרכישה או למחזור חוב בתנאים משופרים
בית שני	ההלוואה מיועדת לרכישת בית מגורים ראשון
שיעור LTV	65%
סוג מוצר (ריבית קבועה או משתנה)	אין מאפיין של זעזוע תשלום אם הלוואה כוללת ריבית קבועה, ריבית משתנה וריבית שאינה צמודה למדד המחירים לצרכן
רוכשי דירה ראשונה	הלווה רוכש דירה ראשונה
ייעוד (מגורי הבעלים או קנייה להשכרה)	הנכס הוא מקום המגורים העיקרי של הלווה
גיל	גיל ההלוואה הוא עד חמש שנים
היסטוריית אשראי	אין היסטוריית אשראי שלילית
פיגורי עבר	לא היו פיגורי עבר שהודבקו
שיטת החזר	החזר ריבית וקרן בתשלומים חודשיים שווים.
שיטת הערכת שווי	הערכת שווי מלאה מבוצעת על ידי שמאי מוסמך
סכום הערכת שווי	לא ניתנת משכנתא לנכסים בשווי של יותר מ-2.0 מיליון ₪

התאמות ספציפיות לתדירות העיקול

טבלה 5 מציגה את התאמות תדירות העיקול לישראל.

טבלה 5: הנחות תדירות העיקול

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
שיעור LTV	עד 75% - סוג 2 או עקומה	שיעור ה-LTV מחושב בתהליך בן שלושה שלבים. שלב 1: שיעור ה-OLTV מחושב באמצעות יתרת ההלוואה המקורית במועד המשיכה האחרונה והערכת שווי הנכס במועד המשיכה. שלב 2: שיעור ה-CLTV מחושב באמצעות יתרת ההלוואה במועד החתך של התיק והשווי הצמוד הנוכחי של הנכס. שלב 3: שיעור ה-LTV מחושב באמצעות שקלול של שיעור ה-OLTV (80%) של שיעור ה-CLTV (20%). שיעור ה-OLTV ושיעור ה-CLTV מבוססים על יתרות ההלוואה המלאות המובטחות באמצעות הנכס, לרבות חלקי ההלוואות שמחוץ למאגר הנכסים ויתרות בדירוג קודם ובדירוג עוקב, אם הן קיימות. חישוב שיעור ה-CLTV כולל כל תספורות שווי רלוונטיות. בניתוח שלנו אנו עשויים גם לשקול את היתרה המקסימלית הניתנת למשיכה, משיכות נוספות ואת מחיר הרכישה.
התאמת יזם	0.7x-1.3x ומעלה.	מיושם ברמת ההלוואה או המאגר.
נגישות ההלוואה	0.8 - 25 1.0 - 30 1.8 - 45=> יחס חוב להכנסה באינטרפולציה ליניארית והקנסות בהתאמה: 0.8x - 25%; 1.0x - 30%; 1.8x - 45%=>.	יחס חוב להכנסה: יחס של 30% בדרך כלל מוביל להתאמה ניטרלית (x1).
ייעוד הלווה: נכס להשקעה (קנייה להשכרה)	קנס של 1.3x-1.7x עבור אנשים שרוכשים נכס להשקעה. קנס זה עשוי להיות מכויל על סמך קריטריוני החיתום.	סיכוני כשל פירעון שונים בנכסים להשקעה ובנכסים למגורי הבעלים. סיכונים אלה כוללים את הסתמכות הלווה על הכנסה מדמי שכירות כדי לעמוד בתשלומי המשכנתא, את היכולת לכסות תקופות בהן הנכס ריק וניסיון בניהול נכסים להשכרה.
לווה מסחרי	2x	ההתאמות המפורטות מיועדות לשימוש כאשר עד 40% מהמאגר בעת ההנפקה ניתנים ללווים מסחריים. אין התאמה ללווים פרטיים הרוכשים נכסי מגורים

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
ייעוד: בית שני	1.3x-1.1x	שימוש בקצה הגבוה של הטווח אם נתוני הביצועים מוגבלים
מצב תושבות	2.5x -1.5x	הלוואות לאזרחים ישראלים המגובות בנכסים הממוקמים בישראל נחשבות במאגר הטיפוסי
הלוואה שלא למגורים	1.5x עבור נכס מסחרי ומעורב	ההתאמות מבוצעות על נכסים שבהם אנו רואים שהשימוש העיקרי בנכס אינו למגורים. דוגמאות לשימוש שלא למגורים כוללות נכסים מעורבים ונכסים מסחריים קטנים. ההתאמות המפורטות מיועדות לשימוש כאשר עד 40% מהמאגר בעת ההנפקה הם נכסים שאינם משמשים למגורים.
זעזוע תשלום	התאמה של 1.2x-1.1x להלוואות בריבית בלבד ולהלוואות עם זעזוע תשלום, שתבוטל תוך שישה חודשים מזעזוע התשלום. התאמה של 1.2x להלוואות הצמודות למדדים או לריביות לא טיפוסיות (כלומר, לא קבועות, לא פריים, וללא לחצי מטבע). 1.5x עבור הלוואות צמודות לשער הדולר.	בישראל, הלוואות בריבית בלבד כוללות תקופה מסוימת (בדרך כלל שנתיים) של תשלומי הריבית, ומעבר לתוכנית ההחזר הכוללת תשלום ריבית והחזר חלקי של קרן על בסיס חודשי. הלוואות צמודות לשער הדולר מהוות נתח קטן מהשוק. אנו מוסיפים קנס של x1.5 עקב זעזוע עלייה בתשלום כתוצאה מתנודתיות בשער החליפין. הלוואות הצמודות חלקית למדד המחירים לצרכן (חלק מהמשכנתא צמודה למדד) עשויות להיות חשופות לזעזוע תשלומים בסביבה אינפלציונית, שכן הן הקרן והן הריבית יותאמו כלפי מעלה, מה שיגרום לזעזוע תשלומים פוטנציאלי. בהתחשב בכך שבדרך כלל רק חלק מההלוואה צמוד למדד, אנו משתמשים בהתאמה ברמת המאגר וברמת ההלוואה על מנת ליישם את זעזוע הקנס.
ריכוזיות גיאוגרפית	התאמה של 1.25x לעודף מעל סף הריכוז האזורי. אם המאגר כולל סיכון ריכוז גיאוגרפי משמעותי שלדעתנו אינו מתבטא מספיק, אנו עשויים לבטא אותו באמצעות התאמת היוזם.	ספי הריכוז של האזור (% מיתרת המאגר): תל אביב (20%) יהודה ושומרון (הגדה המערבית) (7%) מרכז (מלבד תל אביב) (30%) חיפה (15%) ירושלים (15%) צפון (20%) דרום (20%)

גורם	התאמה לתדירות העיקול	הערה
לווה עצמאי	1.25x -1.50x	קיימים שיקולים הקשורים בדיני עבודה מקומיים. על פי החוק הישראלי, יש לעמוד בדרישות מסוימות כדי להיות זכאי לביטוח אבטלה: תושבי ישראל, מעל גיל 18, עובדים בשכר עם מעסיק המחויב בתשלום דמי ביטוח היעדר נתוני תעסוקה יביא להתאמה בקצה העליון של הטווח המוצע
הלוואות עם פיגורי עבר	חלק משמעותי של ההלוואות עם פיגורי עבר יטופל באמצעות התאמה ברמת ההלוואה או ברמת המאגר.	
הלוואות בשעבוד שני	1.3x	
מטרת ההלוואה	1.2x עבור איחוד חובות והלוואות equity release/cash-out.	אנו מפעילים התאמה של 1.2x לתדירות העיקול הבסיסית עבור הלוואות cash-out. הלוואת cash-out היא בדרך כלל הלוואה שבה הלווה מושך הון עצמי לצריכה, והיא כוללת גם שחרור הון עצמי למשפרי דיור מכיוון שאין דרך לדעת למה משמשים המזומנים. לכן, לדעתנו, סיכון כשל הפירעון גבוה יותר עבור הלוואה שנלקחת כנגד ההון העצמי בנכס (הלוואת cash-out) מאשר עבור משכנתא לרכישת דירה או משכנתא ממוחזרת בחיתום מלא. איננו מפעילים התאמה עבור משכנתאות טהורות ללא הלוואות נוספות. אנו סבורים כי התועלת מהגיל הנמוך של הלוואות אלה מבטא כל סיכון נוסף. איננו מיישמים את ההתאמה על איחוד חובות ועל הלוואות equity release/cash out אם ההלוואה היא גם שעבוד פחות.
פיגורים	2.5x עבור הלוואות בפיגור של 30-59 יום; 5.0x עבור הלוואות בפיגור של 60-89 יום; תדירות עיקול של 100% עבור הלוואות בפיגור של 90 יום או יותר.	כאומדן למספר הימים בפיגור, אנו מחשבים את הפיגורים כיתרת הפיגורים הנוכחית/התשלום החודשי הנוכחי.
גיל (גורמי התאמה לגיל ההלוואה)	0.75x לגיל של מעל 5 ו-6 שנים, 0.65x לגיל של מעל 7 שנים, 0.60x לגיל של מעל 8 שנים, 0.55x לגיל של מעל 9 שנים, ו 0.50x לגיל של מעל 10 שנים. הגורם חל רק על הלוואות שאינן בפיגור.	

*נתונים ברמת ההלוואה מסוכמים ברמת הלווה. במקרה של משכנתא המובטחת ביותר מנכס אחד, הסיכום מביא בחשבון את מאפייני הבטוחה הגדולה ביותר.

התאמות ספציפיות לחומרת ההפסדים

בניתוח חומרת ההפסד אנו מיישמים תרחיש לחץ של ירידת ערך שוק (MVD) על הערכות הנכסים המגבים את המשכנתאות ומסיקים את ה-MVD של הנכסים המעוקלים (repo MVD) לאחר ששקלנו את ההשפעה של הערכות יתר/חסר בשוק ואת ההנחה במכירה כפויה. הטבלה שלהלן מציגה את התאמות חומרת ההפסד עבור ישראל.

טבלה 6: גורמי התאמת חומרת ההפסדים הספציפיים לישראל

גורם	חישוב ההתאמה לחומרת ההפסדים
הצמדת נכסים למדד	החישובים מבוססים על ארגון ה-OECD לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי, על מדד מחירי הדירות, על התוצר לנפש ועל יחס התשלום להכנסה. (מתבסס על נתונים עד ספטמבר 2024)
סף הערכת שווי ג'מבו	לפי אזור: ישראל ללא תל אביב - 4.5 מיליון ₪ תל אביב: 6.3 מיליון ₪
תספורת שווי	10% אם אין הערכת שווי מלאה
עלויות עיקול	8% ו-25,000 ₪
תקופת עיקול	30 חודשים
שימוש מסחרי/מעורב	התאמה של 1.15x ל-MVD

MVD-ירידה בערך השוק.

התאמות ספציפיות לתזרים המזומנים

טבלה 7: גורמי התאמת תזרים מזומנים בישראל

	התאמה
תרחישי פירעון מוקדם	לפני ואחרי מיתון: 24% (גבוה) ו-1% (נמוך) בזמן מיתון: 1%
שיעור הריבית	לפי המתודולוגיה לגזירת שיעורי ריבית במצבי קיצון המשמשים להערכת סיכוני האשראי בעסקאות מובנות, 18 באוקטובר 2019, עקומות עולות ויורדות (שיעור ריבית התחלתי - 4.5%)
מודלים של עמלות בכירות והוצאות	1.5x מהעמלה החוזית (כולל מע"מ אם רלוונטי) או 60 נקודות בסיס, הגבוה מביניהם.

מדיניות חיתום

לדעתנו, נהלי החיתום של הבנק תואמים את השוק:

- תשלומי הלוואות עד גיל 80.
- יחס תשלום להכנסה נוטה לא לעבור את 40%.
- יחס OLTV עד 70% למגורים (75% במקרה של רכישת דירה ראשונה) ו-50% לשימוש כללי.

- אימות מינוף הלווה.
- היסטוריית אשראי והתנהלות פיננסית.
- הערכת בטחונות והערכה.
- מבחן לחץ על יציבות וקיימות הכנסה.
- דוח עושר על כל לווה.

טבלה 8: מאפיינים עיקריים של הבטוחות

מאפיין	התיק של ימין משה 25 אג"ח - 1 בע"מ
תאריך חתך המאגר	31 במרץ 2025
יתרת קרן כוללת (₪)	590,885,495
מספר כולל של נכסים	595
מספר כולל של לווים	593
גודל הלוואה ממוצע (₪)	993,085
יחס OLTV ממוצע משוקלל (%)	56.04
יחס ELTV ממוצע משוקלל (%)	54.90
גיל ממוצע משוקלל (חודשים)	30.8
לווים עצמאיים (%)	27.73
לווים מסחריים (%)	1.92
הלוואות בשעבוד שני (%)	0.00
הלוואות עם פיגורי עבר (%)	0.00
הלוואות לרכישה להשכרה (%)	1.77
מטרת ההלוואה	
רכישה (%)	82.82
לכול מטרה (%)	17.19
יחס חוב להכנסה	
נמוך מ-25 (%)	28.64
25-30 (%)	14.66
30-45 (%)	56.69
סוג הריבית	
משתנה (%)	26.28
קבועה (%)	10.7
משתנה, צמודה למדד המחירים לצרכן (%)	31.93
קבועה, צמודה למדד המחירים לצרכן (%)	31.1
פיגורים	
30-60 יום	
60-90 יום	
יותר מ-90 יום	

LTV - OLTV מקורי. LTV - ELTV בפועל.

הנכסים מרוכזים בעיקר בצפון (44.42%) ובירושלים (21.37%). שיעור הנכסים הממוקמים בשני האזורים עובר את רף ה-20% וה-15%, בהתאמה, ולכן הפעלנו התאמה של 1.25x להלוואות אלו. כמעט 7% מהמאגר מגובים במשכנתאות על נכסים בגדה המערבית. בנק ירושלים הציג היסטוריה מוצלחת של אכיפת משכנתאות

באזור זה והציג הבהרות משפטיות מניחות את הדעת המספקות ביטחון ביכולת האכיפה של חבילת הביטחונות שהוענקה לבנק באזור זה.

טבלה 9: ריכוזיות גיאוגרפית

מחוז	% מהמאגר
מרכז	5.33
יהודה ושומרון (הגדה המערבית)	6.85
ירושלים	21.37
צפון	44.42
דרום	8.73
תל אביב	3.29

ביצענו התאמה של 1.2x להלוואות המסווגות כהלוואות לכל מטרה. חלק קטן מתיק ההשקעות מגובה בקרקעות, 19 נכסים המהווים 1.23% מיתרת המאגר הראשוני. אנו סבורים כי נכסי קרקע לא יהיו נזילים במקרה של עיקול, והתחשבנו בכך בניתוח האשראי שלנו על ידי הנחת WALS של 100% על נכסים אלה.

מאגר הנכסים הצפוי נוצר לאחרונה וגילו מינימלי, ולפיכך הוא זוכה להתאמת הגיל המינימלית בניתוח שלנו. לתיק ההשקעות הצמוד למדד המחירים לצרכן ביצענו התאמה של 1.2x בגין זעזוע תשלומים.

לתיק המשכנתאות הצפוי יש יחס CLTV צמוד ממוצע משוקלל של 50.34% ויחס OLTV ממוצע משוקלל של 56.04%. יחס ה-ELTV הממוצע המשוקלל שהתקבל הוא 54.9%. אנו סבורים שלווים עם יחסי CLTV נמוכים צפויים יותר לעמוד בהתחייבויותיהם מאשר לווים עם יחסי CLTV גבוהים יותר. חומרת ההפסד נמוכה יותר במקרה של כשל פירעון בהלוואות עם יחסי CLTV נמוכים.

ביצועים היסטוריים

קיבלנו נתוני ביצועים מאז הרבעון הרביעי של 2008. ביצועי הייזום היו חזקים, עם מספר מינימלי של פיגורים לאורך זמן. התיק הצפוי אינו מכיל הלוואות בפיגור.

ניתוח אשראי והנחות

ההנחות של תדירות העיקול הממוצע המשוקלל (WAFF) וחומרת ההפסד הממוצעת המשוקללת (WALS) עולות בכל רמת דירוג מכיוון שאיגרות חוב בדירוג גבוה יותר אמורות להיות מסוגלות לעמוד ברמות גבוהות יותר של כשלי פירעון וחומרת הפסד. ניתוח האשראי שלנו משקף את מאפייני ההלוואות, הנכסים והלווים.

טבלה 10: WAFF ו-WALS של התיק

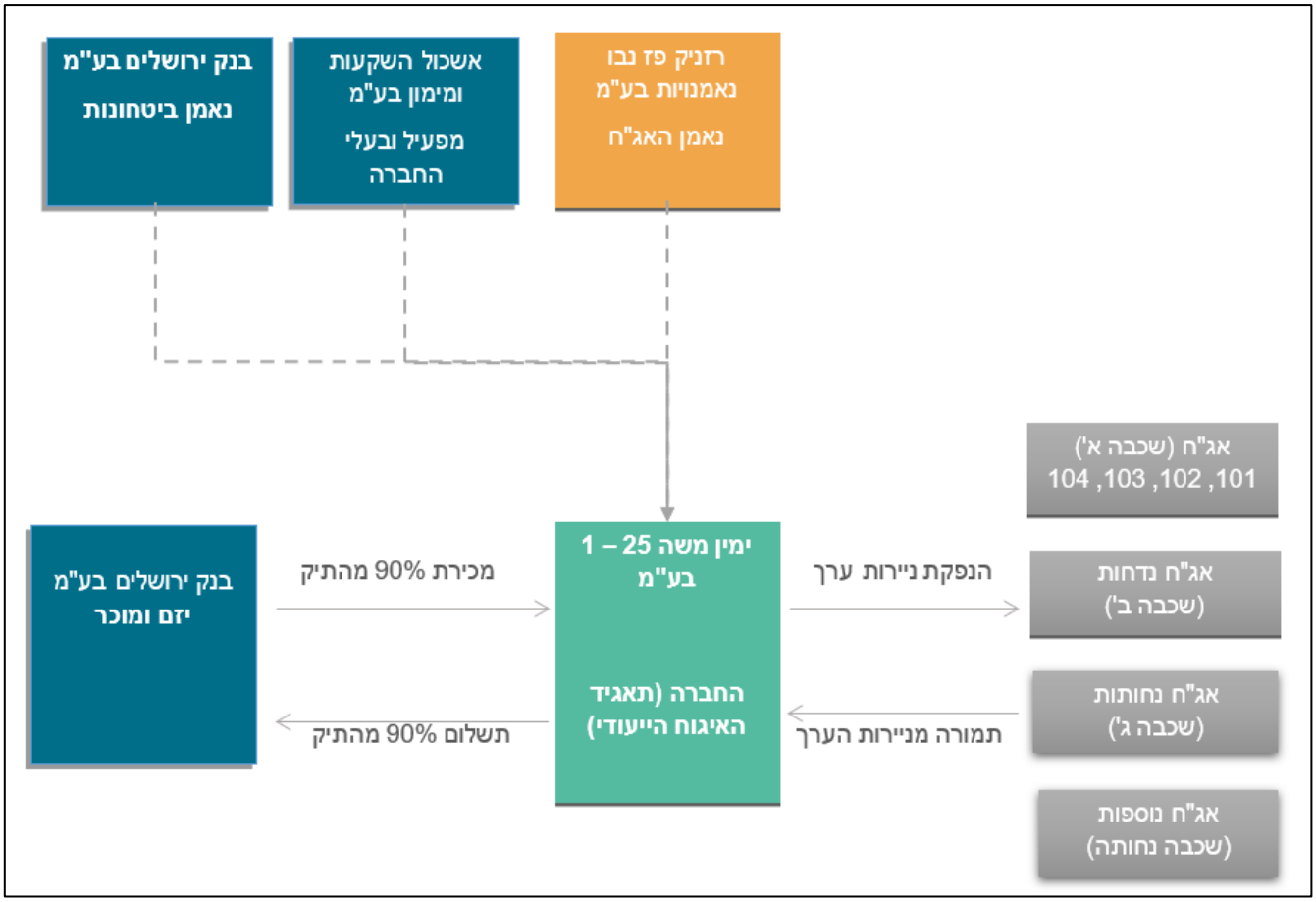
רמת דירוג	WAFF (%)	WALS (%)	כיסוי אשראי (%)	רכיב תדירות עיקול בסיסית למאגר משכנתאות ישראלי טיפוסי (%)
AAA	24.54	26.42	6.48	15.00
AA	17.21	21.67	3.73	10.52
A	13.56	15.11	2.05	8.29

רמת דירוג	WAFF (%)	WALS (%)	כיסוי אשראי (%)	רכיב תדירות עיקול בסיסית למאגר משכנתאות ישראלי טיפוסי (%)
BBB	9.90	11.79	1.17	6.05
BB	6.23	9.83	0.61	3.81
B	5.32	8.32	0.44	3.25

דירוג 'ilAAA' בסולם הדירוג המקומי מקביל לדירוג 'A-' ומעלה בסולם הדירוג הגלובלי. WAFF - תדירות עיקול ממוצעת משוקללת. WALS - חומרת הפסד ממוצעת משוקללת. מבוסס על הכנסה לאחר פרישה.

מבנה העסקה

תרשים 1: מבנה העסקה



מבנה ההון כולל איגרות חוב בכירות ונחותות. דירגנו רק את איגרות החוב הבכירות ביותר (שכבה א'). יתרת איגרות החוב הבכירות מהווה 94.5% מסך הבטוחות שנמכרו לתאגיד האיגוח הייעודי. העסקה אינה כוללת עסקות החלף (SWAP). כדי למנוע אי התאמה בריבית בין הנכסים להתחייבויות, יונפקו איגרות חוב עם אותו מנגנון ריבית כמו אלו המוצגים על ידי תתי-תיקי המשכנתאות. איגרות חוב בריבית משתנה יצברו ריביות ייחוס שהן סכימה של ממוצעים משוקללים של ריביות הייחוס של הלוואות הבסיס, בחישוב יומי. תוקם קרן רזרבה ובעת השלמת העסקה תהיה לעסקה מרווח עודף חיובי.

קרן רזרבה כללית

לעסקה תהיה קרן רזרבה כללית ממומנת במלואה בעת השלמת העסקה, שתהיה זמינה לכיסוי חסרים בעמלות הבכירות, תשלומי הריבית על איגרות החוב הנדחות משכבה א' ו-ב', והסכומים שחויבו ב-PDL של שכבה א'.

המימון הראשוני יהיה שווה ל-120,000 ₪ בתוספת 1.5% מיתרת שכבות א' ו-ב', ויופחת בהתאם ללוח הסילוקין של אג"ח הבכירות. הסכומים העודפים ישמשו לתשלום הריבית על איגרות החוב הנחותות ועל שטרי בעלי המניות לאחר כיסוי הפריטים המפורטים לעיל.

טבלה 11: קדימות תשלומי הכנסות

פריט	מקור תשלום 1: תקבולי ריבית	מקור תשלום 2: קרן רזרבה כללית	מקור תשלום 3: תקבולי קרן
עמלות והוצאות בכירות (כולל עמלות שירות)	כן	כן	כן
ריבית על אג"ח שכבה א'	כן	כן	כן
PDL של אג"ח שכבה א'	כן	כן	כן
ריבית על אג"ח שכבה ב'-נדחות	כן	כן	כן (מותנה)
השלמת קרן הרזרבה הכללית עד סכום היעד	כן		כן (מותנה)
PDL של אג"ח שכבה ב'-נדחות	כן		כן (מותנה)
PDL של אג"ח שכבה ג'	כן		כן (מותנה)
ריבית על אג"ח שכבה נחותה ד-נדחות	כן		כן (מותנה)
PDL של אג"ח שכבה נחותה ד-נדחות	כן		כן (מותנה)

ניתן להשתמש בתקבולי קרן לכיסוי חוסרים בעמלות בכירות ובריבית על איגרות החוב הבכירות. ניתן להשתמש בתקבולי קרן רק אם קרן הרזרבה הכללית מוצתה. בנוסף, ניתן להשתמש בהם לתשלום ריבית על איגרות חוב שכבה ב'-נדחות ושכבה נחותה ד- כאשר הן הופכות לאיגרות הבכירות ביותר במחזור (איגרות חוב שכבה ג' אינן נושאות ריבית). השימוש בקרן לתשלום ריבית יביא לרישום חובה ב-PDL ועשוי להפחית את מקדם התמיכה (credit enhancement) ביכולת שירות החוב הזמינה לאיגרות החוב.

טבלה 12: קדימות תשלומי קרן

פריט	מקור תשלום 1: קרן
לכיסוי חוסרים בעמלות בכירות	כן
ריבית על אג"ח שכבה א'	כן
ריבית על אג"ח שכבה ב'-נדחות (אם הן הבכירות ביותר)	כן
ריבית על אג"ח שכבה נחותה ד-נדחות (אם הן הבכירות ביותר)	כן
קרן של אג"ח שכבה א'	כן
קרן של אג"ח שכבה נחותה-נדחות	כן
קרן של אג"ח שכבה ג'	כן
סכומים עודפים ייחשבו כתקבולי קרן זמינים	כן

כל הלוואה משויכת לתת תיקים בהתאם לסוג הריבית, ריבית קבועה צמודת מדד, ריבית קבועה לא צמודה, ריבית משתנה צמודת מדד וריבית משתנה לא צמודה. המשקל של כול תת תיק בשכבה א' יהיה זהה למשקלו

מסך ההלוואות. לדוגמא, סך ההלוואות בריבית משתנה צמודת מדד יהווה ביום ההנפקה כ-32% מסך התיק ובהתאם לכך אגרות החוב צמודות המדד בריבית משתנה סדרה 103 יהוו כ-32% מסך שכבה א.

תקבולי קרן מתת-תיקי המשכנתאות יוקצו לתתי-אג"ח שכבה א' בהתאם למקור הכספים. אם שיעור מסוים מהתקבולים נובע מתת-תיק ספציפי, כגון תיק איגרות חוב בריבית משתנה צמודה, סכום זה משמש כולו לפירעון איגרות החוב שכבה A התואמות, ללא קשר למשקל.

תהליך ההקצאה פועל לפי רצף מסוים, המבטיח שהתשלומים מתבצעים תחילה לאיגרות החוב הבכירות ביותר, לפני המעבר לאחרות, כגון אג"ח שכבה א' בריבית משתנה, אג"ח שכבה א' צמודות בריבית משתנה, ואג"ח שכבה א' צמודות בריבית קבועה. שכבות האג"ח הנדחות אינן מקבלות תשלומים עד שכל תתי האג"ח שכבה א' נפרעו במלואן. כאשר שכבה ב' הופכת לבכירה ביותר, תקבולי הקרן מהמאגר הנותר כולו משמשים לכיסוי חוסרים בתשלומי הריבית של שכבה ב'-נדחות. תהליך זה חל באופן דומה על שכבה ג' והשכבה ד הנחותה כאשר הן הופכות לבכירות ביותר.

פירעונות מוקדמים בדרך כלל אינם מתרחשים בתת-תיקים מבודדים, מה שמוביל לסטייה מינימלית בין תשלומים מוקדמים של תתי-תיקים. כתוצאה מכך, התקבולים מפירעונות מקודמים מוקצים בין תת-תיקים באותו אופן זהה לתקבולי קרן אחרים, תוך שמירה על עקביות בחלוקת הכספים בין תת-שכבות שונות.

פנקסי חוסרי הקרן

פנקסי חוסרי הקרן (PDLs) מוגדרים על מנת לעקוב אחר הפסדים בארבעה סוגים של איגרות חוב מגובות משכנתאות. בפנקסים נרשמות רשומות במקרה של הפסדים בתיק או שתקבולי קרן משמשים כתקבולי הכנסה, למשל למימון קרן הרזרבה הכללית. הפסדים נרשמים בסדר הפוך של בכירות השכבה, מפנקס השכבה הנחותה ג' ומעלה.

חשוב לציין כי לא ניתן לבודד הפסדים לחלקים ספציפיים של המשכנתא, שכן ההלוואות מורכבות מארבעה חלקים קשורים זה בזה היוצרים יחד משכנתא אחת. משום כך, חדלות פירעון בכל חלק של ההלוואה נחשבת לחדלות פירעון עבור המשכנתא כולה, מה שמבטיח שהרישומים בפנקסים מתבצעים מהשכבות הבכירות לשכבות הנחותות, בהתבסס על שיעורי ההתפלגות המקוריים.

התהליך לשיקום חוב ולניקוי הפנקסים מקביל לשיטת רישום ההפסדים, מה ששומר על עקביות בהתמודדות עם חוסרים. גישה זו מבטיחה שכל סכום שנגבה כשיקום חוב יירשם בפנקסים מהשכבות הבכירות לנחותות.

סיכון ריבית

תהיה התאמה מלאה בין נכסים להתחייבויות כל עוד שכבה א' עדיין במחזור, משום ששכבה א' תונפק עם אותו מנגנון ריבית שהוגדר עבור כל תת-תיק משכנתאות. התמורה מנכסים עם ריבית קבועה תשמש לתשלום הקרן והריבית של איגרות החוב בריבית קבועה. התמורה מנכסים עם ריבית משתנה תשמש לתשלום הקרן והריבית של איגרות החוב בריבית משתנה. איגרות חוב בריבית משתנה יצברו ריביות ייחוס שהן סכימה של ממוצעים

משוקללים של ריביות הייחוס של הלוואות הבסיס, בחישוב יומי. עם זאת, לאחר הפירעון המלא של שכבה א', התמורה מארבעת התת-בטוחות תהיה זמינה לתשלום הריבית והקרן של איגרות החוב הנחותות.

מידול וניתוח תזרים מזומנים

הפעלנו תרחיש לחץ על תזרימי המזומנים של העסקה כדי לבדוק את תמיכת האשראי והנזילות שמספקים הנכסים, השכבות וקרן הנזילות. הפעלנו את תרחיש הלחץ על תזרימי המזומנים בכל רמות הדירוג הרלוונטיות. בתרחיש הלחץ שלנו על אג"ח א', על כל איגרות החוב לשלם ריבית מלאה ובזמן ולפרוע את הקרן במלואה עד למועד הפירעון הסופי המשפטי.

סיכון עירוב

הלוויים משלמים לחשבון הבנק על שם בנק ירושלים ביום ה-1, ה-10 או ה-15 בכל חודש. באותם ימים, בנק ירושלים מעביר סכום זה לחשבון על שם תאגיד האיגוח הייעודי. אנו צופים כי במקרה של פירוק אפשרי של הבנק, חלק מהלווים יקבלו הודעה קודם לכן. מסיבה זו, אנו מניחים רק 30% מהלחץ הסטנדרטי שלנו עבור תקופת ההודעה, כלומר שליש מהתקבולים של חודש אחד, כסיכון עירוב (comingling risk).

צמצום מרווחים

התשואה על הנכסים במאגר הצפוי עשויה לפחות במקרה של כשלי פירעון או פירעונות מוקדמים בנכסים הרווחיים יותר. ניתוח תזרים המזומנים שלנו משקף סיכון זה באמצעות ההנחה שהתשואה הממוצעת המשוקללת על התיק היא כפי שמוצג בטבלה 13.

טבלה 13: צמצום מרווחים

רמת דירוג	ריבית קבועה צמודה	ריבית קבועה לא צמודה	ריבית משתנה צמודה	ריבית משתנה לא צמודה
AAA	0.54	0.49	0.56	0.44
AA	0.41	0.39	0.42	0.35
A	0.34	0.31	0.35	0.29
BBB	0.26	0.25	0.27	0.23
BB	0.18	0.19	0.19	0.16
B	0.16	0.16	0.17	0.14

עמלות

המנפיק מחויב חוזית לשלם עמלות תקופתיות לגורמים שונים המספקים שירותים לעסקה כגון המתפעל, הנאמנים ומנהלי הכספים, בין היתר. הבאנו זאת בחשבון בניתוח שלנו.

בפרט, הבאנו בחשבון עמלת שירות של 0.60% בתרחיש קיצון, על מנת לשקף את האפשרות להחלפת מתפעל, עמלת ספק שירותי תאגיד של 0.135% המוגבלת בין 350,000 ₪ ל-450,000 ₪ לשנה, וכללנו במודל גם עמלות קבועות שנתיות בהיקף של 588,000 ₪ לשנה.

בנוסף כללנו במודל עמלה חד פעמית של 100,000 ₪ המוחלת במועד התשלום הראשון לכיסוי עלויות הקשורות להחלפה פוטנציאלית של ספק חשבון הבנק.

סיכון קיזוז

העסקה אינה כוללת הלוואות שניתנו לעובדי בנק ירושלים. בנוסף, הבנק הציג הבהרות משפטיות מניחות את הדעת כי סיכון קיזוז אינו חל על החלק הנמכר של התיק.

תזמון כשל פירעון ושיקום חוב

בניתוח תזרים המזומנים השתמשנו ב-WAFF וב-WALS שנגזרו מניתוח האשראי שלנו (ראו טבלה 14). בכל רמת דירוג, ה-WAFF מציין את היתרה הכוללת של הלוואות המשכנתא שאנו מניחים שיגיעו לכשל פירעון במהלך חיי העסקה. כשלי הפירעון מוחלים על יתרת הנכסים נכון למועד הסגירה. אנו מדמים כשלי פירעון בשני מסלולים (אחד במחצית הראשונה של חיי ההלוואה ואחד במחצית השנייה שלה) לאורך תקופה של שש שנים. במהלך תקופת המיתון בכל תרחיש, אנו מניחים ש-25% מה-WAFF הצפוי מיושם מדי שנה למשך שלוש שנים.

טבלה 14: תזמוני כשל פירעון עבור עקומות כשל פירעון במחצית הראשונה והשנייה של חיי ההלוואה

שנים לאחר השלמת העסקה	כשלי פירעון במחצית הראשונה של חיי ההלוואה (% מ-WAFF לשנה)	כשלי פירעון במחצית השנייה של חיי ההלוואה (% מ-WAFF לשנה)
1	25.0	5.0
2	25.0	10.0
3	25.0	10.0
4	10.0	25.0
5	10.0	25.0
6	5.0	25.0
סך הכל	100.0	100.0

אנו מניחים ששיקום החוב על הנכסים שעברו כשל פירעון יתקבל 30 חודשים לאחר כשל הפירעון עבור כל הנכסים. עלויות העיקול מוערכות ב-8.0% משווי הנכס המעוקל ו-25,000 ₪. בדקנו גם את רגישות העסקה להרחקת תזמון שיקום החוב בשישה חודשים לעומת ההנחה הסטנדרטית שלנו.

פיגורים של יותר מ-30 יום

על מנת לדמות את השפעתם של פיגורים של יותר מ-30 יום על הנזילות, אנו מניחים עיכוב של חלק מהגבייה המתוכננת השווה לשליש מה-WAFF (בנוסף לעיקולים שהנחנו ומשתקפים ב-WAFF). אנו מניחים זאת בכל אחד מ-18 החודשים הראשונים של המיתון ומניחים שיקום מלא של פיגורים אלה לאחר 36 חודשים.

פירעון מוקדם

כדי להעריך את ההשפעה על המרווח העודף ועל הרמה המוחלטת של כשלי פירעון, אנו בוחנים תרחישים גבוהים ונמוכים של פירעונות מוקדמים בכל רמות הדירוג (ראו טבלה 15).

טבלה 15: הנחות פירעון מוקדם

	גבוה	נמוך
עיתוי	גבוה	נמוך
לפני מיתון	24.0	1.0
בזמן מיתון	1.0	1.0
לאחר מיתון	24.0	1.0

בנוסף ביצענו תרחישי רגישות הכוללים התארכות תקופת שיקום החוב, גידול בכשלי פירעון או תרחישים שונים של פירעון מוקדם.

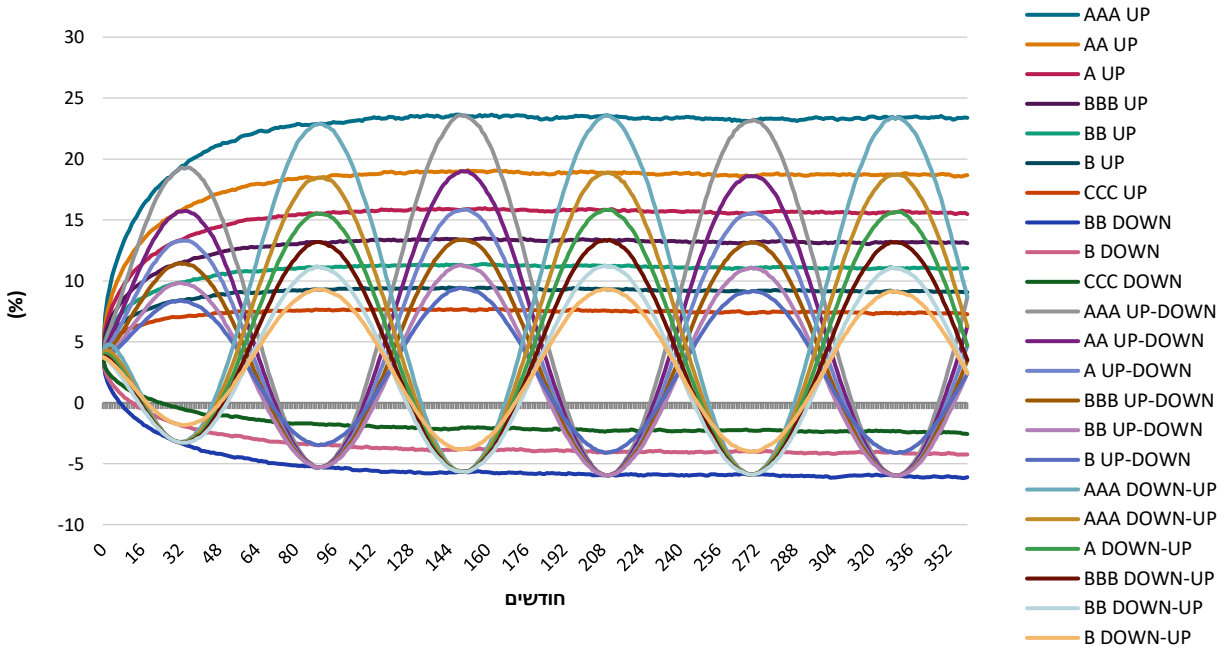
שיעורי ריבית

מידלנו שני תרחישי ריבית בניתוח שלנו, אחד של עלייה בריבית ואחד של ירידה בריבית. עקומי הריבית עבור ישראל מוגדרים במתודולוגיה לגזירת שיעורי ריבית במצבי קיצון המשמשים להערכת סיכוני האשראי בעסקאות מובנות, 18 באוקטובר 2019.

עקומות אינפלציה

בניתוח שלנו מדלנו ארבעה תרחישי אינפלציה: עלייה במדד, ירידה במדד, ושני דפוסים דמויי גל (עלייה-ירידה וירידה-עלייה) (ראו תרשים 2). בהתבסס על נתונים היסטוריים ותחזיות עבור ישראל, הגבלנו את העקומות מלמטה ב-(-6%).

תרשים 2: עקומות אינפלציה תחת לחץ – ישראל



כל הזכויות שמורות ל-Standard & Poor's Financial Services LLC.

סיכום

השילוב בין תזמון כשלי הפירעון, תזמון המיתון, שיעורי הריבית ושיעורי הפירעון המוקדם שתיארנו לעיל יצר שמונה תרחישים שונים בכל רמת דירוג (ראו טבלה 16).

טבלה 16: תרחישי לחץ

מספר כולל של תרחישים	שיעור פירעונות מוקדמים	עקומות ריבית ואינפלציה	תזמון כשלי פירעון
16	גבוה ונמוך	עלייה/ירידה ודפוסים דמויי גל	במחצית הראשונה והאחרונה של חיי ההלוואה

תחזית מאקרו כלכלית וענפית

דירוג האשראי לטווח ארוך של מדינת ישראל הוא 'A'.

טבלה 17: נתונים כלכליים של ישראל

נתון	2024	2025F	2026F	2027F
תמ"ג ריאלי, אחוז שינוי	0.9	3.3	3.9	3.7
אינפלציה	3.1	2.8	2.1	2.0
שיעור אבטלה (%)	3.5	3.0	3.0	3.0

מקורות: S&P Global Ratings. F-חזוי.

מבט צופה פני עתיד

כדי לקבוע את השקפתנו הצופה פני עתיד אנו שוקלים את חוסנה של העסקה במקרה של לחץ נוסף על כמה משתנים מרכזיים, בפרט כשלי פירעון וחומרת ההפסד.

להערכתנו, יכולתם של הלווים לשלם את המשכנתאות שלהם תהיה במתאם גבוה עם התנאים המקרו-כלכליים, במיוחד עם שיעור האבטלה, האינפלציה והריבית. שיעורי האבטלה שאנו חוזים בישראל ב-2025 וב-2026 הם 3.8% ו-3.5% בהתאמה, מעט מתחת ל-4.0% שנרשמו ב-2024. התמ"ג בישראל צפוי לצמוח ב-5% ב-2025 וב-3.5% ב-2026.

בהתחשב בתחזית המקרו-כלכלית הנוכחית שלנו ובהסתכלות צופה פני עתיד שלנו על השוק הישראלי, תרחישי הרגישות שלנו מביאים בחשבון, כשכל שאר התנאים שווים, את ההשפעה ההיפותטית על דירוג האשראי שלנו של שילובים שונים של

- עלייה ב-WAFF (תדירות עיקול/כשלי פירעון) של עד 30% בכל רמת דירוג
- ושל עלייה ב-WALS (חומרת ההפסד) של עד 30% בכל רמת דירוג.

טבלה 18: תרחישי לחץ

WAFF	WALS = 0	WALS = 1.1x	WALS = 1.3x
0	תרחיש הבסיס	תרחיש 3	תרחיש 4
1.1x	תרחיש 1	תרחיש 5	תרחיש 7
1.3x	תרחיש 2	תרחיש 6	תרחיש 8

התוצאות עומדות בקריטריונים שלנו ליציבות האשראי (ראו טבלה 19).

טבלה 19: תרחישי רגישות

סדרה	תרחיש הבסיס	1	2	3	4	5	6	7	8
סדרה 101	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA
סדרה 102	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA
סדרה 103	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA
סדרה 104	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA	ilAAA

הניתוח שלנו מצביע על כך שהתמיכה ביכולת שירות החוב עבור איגרות החוב הבכירות יכולה לעמוד בלחץ מקרו-כלכלי ההולם דירוג 'AA-' גלובלי.

סיכון צדדים לעסקה

המנפיק חשוף לבנק הפועלים ולבנק לאומי לישראל כספקי חשבונות העסקה (ראו טבלה 20). חשבון הנאמנות, המוחזק בבנק הפועלים, מכיל את יתרת המזומנים. חשבון תאגיד האיגוח הייעודי, המוחזק בבנק לאומי, מכיל את תקבולי המשכנתאות. בהתאם למתודולוגיה שלנו לניתוח סיכון צדדים לעסקה, אנו מסווגים את שני החשבונות כבעלי חשיפה מינימלית לנגזרים, מכיוון שסביר להניח שחדלות הפירעון הפוטנציאלית שלהם לא תשבש את התשלומים על איגרות החוב המדורגות עקב מעורבותם של שני ספקי חשבונות בנק נפרדים, עם חשיפה כוללת נמוכה. אנו סבורים כי בעת הסגירה, מנגנוני ההחלפה המתועדים עבור ספקי חשבונות העסקה יצמצמו בצורה נאותה את חשיפת העסקה לסיכון צדדים לעסקה בהתאם למתודולוגיה שלנו.

טבלה 20: דירוגים תומכים

מוסד/תפקיד	דירוג צד לעסקה	דירוג מינימלי של צד לעסקה	תקופת תיקון (ימים קלנדריים)	הדירוג המקסימלי הנתמך
בנק לאומי לישראל, כספק חשבונות העסקה (חשבונות נאמנות).	BBB+/Negative/A-2	BBB	90	AAA
בנק הפועלים, כספק חשבון העסקה (חשבון תאגיד האיגוח הייעודי)	BBB+/Negative/A-2	BBB	90	AAA

מגבלת דירוג מדינה

דירוג האשראי לטווח ארוך של מדינת ישראל הוא 'A'. לכן, הדירוג המקדמי שלנו אינו מוגבל על ידי דירוג המדינה (ראו "מתודולוגיה ומאמרים קשורים")

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

ניתוח הדירוג שלנו מביא בחשבון את החשיפה הפוטנציאלית של העסקה לגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG). לגורמי ESG השפעה מוגבלת על ניתוח דירוג האשראי של העסקה.

מעקב

נמשיך לעקוב אחר העסקה עד מועד הפירעון הסופי של איגרות החוב או עד שאלה יצאו משימוש מסיבה אחרת. לשם כך ננתח את הדוחות השוטפים של המתפעל המפרטים את ביצועי הבטוחות הבסיסיות, נעקוב אחר הדירוגים התומכים ונשמור על קשר שוטף עם המתפעל מנת להבטיח שהוא שומר על סטנדרטים מינימליים וששינויים מהותיים בפעילותו מדווחים ומוערכים.

נספח

טבלה 21: משתתפים בעסקה

תפקיד	משתתף
יזם	בנק ירושלים בע"מ
מנפיק	ימין משה 25 אג"ח - 1 בע"מ
נאמן	רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ
מוכר	בנק ירושלים בע"מ
מתפעל	בנק ירושלים בע"מ
נאמן בטוחות	בנק ירושלים בע"מ
ייעוץ משפטי	הרצוג פוקס נאמן
ספק חשבון גבייה	בנק ירושלים בע"מ
ספק שירותי תאגיד	אשכול השקעות ומימון בע"מ
ספק חשבון בנק (חשבון נאמנות/קרן ביטחון)	בנק הפועלים בע"מ
ספק חשבון בנק (חשבון תאגיד האיגוח הייעודי)	בנק לאומי לישראל בע"מ

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה: מתודולוגיית הערכת שרת העסקה בדירוג עסקאות מימון מובנה (אתר), 28 במאי, 2009
- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה להשקעות זמניות בחשבונות של עסקאות מדורגות, 31 במאי, 2012
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הסיכון התפעולי בעסקאות מימון מובנה, 9 באוקטובר, 2014
- מתודולוגיה: קריטריונים להפרדת נכסים בדרך של חברות מימון ייעודיות - עסקאות מובנות, 29 במרץ, 2017
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הלוואות לרכישת נדל"ן למגורים, 25 בינואר, 2019
- מתודולוגיה לשקלול דירוג המדינה בדירוג עסקאות מימון מובנות, 30 בינואר, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לניתוח השפעת צדדים קשורים על דירוג העסקה, 8 במרץ, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לגזירת שיעורי ריבית במצבי קיצון, המשמשים להערכת סיכוני האשראי בעסקאות מובנות, 18 באוקטובר, 2019
- מתודולוגיה: מתודולוגיה גלובלית לניתוח מפל תשלומים ואנליזה של תזרימי מזומנים של עסקאות מימון מובנות, 22 בדצמבר, 2020

- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- Criteria | Structured Finance | RMBS: Global Methodology And Assumptions: Assessing Pools Of Residential Loans--Europe Supplement, 4 באפריל, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

מאמרים נוספים

- דירוג מדינת ישראל – דוח מלא, 13 במאי, 2024
- בנק הפועלים בע"מ – אשרור דירוג 'ilAAA', התחזית שלילית, 6 בפברואר, 2025
- בנק לאומי לישראל בע"מ – אשרור דירוג 'ilAAA'; התחזית נותרה שלילית, 9 באוקטובר, 2025
- הורדת דירוג הטווח הארוך של מדינת ישראל ל-'A' מ-'A+' על רקע התגברות הסיכונים הביטחוניים, התחזית שלילית, 18 באפריל, 2024
- סקירה ענפית: הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל, 27 בינואר, 2025
- ESG Industry Report Card: Residential Mortgage-Backed Securities, 31 במרץ, 2021
- EMEA RMBS Scenario And Sensitivity Analysis 2017, 6 ביולי, 2017
- Global Structured Finance Scenario And Sensitivity Analysis 2016: The Effects Of The Top Five Macroeconomic Factors, 16 בדצמבר, 2016
- European Structured Finance Scenario And Sensitivity Analysis 2016: The Effects Of The Top Five

רשימת דירוגים

ימין משה 25 אגח - 1 - בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח ימין משה 25 אגח - 1 בעמ	ilAAA (sf) prelim	13/05/2025	13/05/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	13/05/2025 15:35
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	13/05/2025 15:35
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.