Maalot
S&P Global Ratings

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

28 ביולי 2022

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilAA-' בשל צמיחה בפעילויות החברות הבנות ושיפור בפרופיל הפיננסי; התחזית יציבה

אנליסטית אשראי ראשית:

סיון מסילתי, 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

איש קשר נוסף:

תום דר, 972-3-7539722 tom.dar@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 3
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תיאור החברה 4
תרחיש הבסיס 5
יחסים עיקריים 5
נזילות 5
התניות פיננסיות 6
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 6
התאמות לדירוג 6
ניתוח שיקום חוב 7
שיקולים עיקריים 7
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 7
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 7

מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....8
רשימת דירוגים 9

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilAA-' בשל צמיחה בפעילויות החברות הבנות ושיפור בפרופיל הפיננסי; התחזית יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- בדומה לשנת 2021, ברבעון הראשון השנה חלה צמיחה דו ספרתית בהכנסות וברווחים של פורמולה מערכות (1985) בע"מ ("פורמולה" או "החברה") בשל צמיחה אורגנית ובשל מיזוגים ורכישות שביצעו חברות הבנות מג'יק, מטריקס, סאפיינס ומיכפל בשנתיים האחרונות ורכישת זאפ גרופ שביצעה החברה באפריל 2021.

- תחת תרחיש הבסיס שלנו אנו צופים כי הצמיחה האורגנית תמשיך בשנים 2022-2023 ואיתה השיפור ביחסים הפיננסיים של החברה כמתבטא ביחסי כיסוי מתואמים חוב ל-EBITDA של כ-1.5x-2.0x ו-FFO (funds from operations) לחוב של 40%-50%.

- לפיכך, ב-28 ביולי 2022 העלינו את הדירוג של פורמולה מערכות (1985) בע"מ ל-'ilAA-' מ-'ilA+'. כמו כן אשררנו את הדירוג 'ilAA-' לסדרות האג"ח א' ו-ג' המובטחות בשעבוד ראשון וקבוע על מניות של מטריקס, סאפיינס ומג'יק.

- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שחברת הבת של פורמולה מערכות, מטריקס, תשמור על מעמדה כשחקנית מובילה בשוק ה-IT בישראל, ושהביצועים התפעוליים של שאר החברות הבנות בשוק פתרונות התוכנה בישראל ומחוץ לישראל יישארו יציבים לכל הפחות. בנוסף, תחזית הדירוג משקפת את הערכתנו שב-12 החודשים הבאים תשמור החברה על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-2.0x ועל יחס מתואם של תזרים מזומנים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) לחוב של כ-25% ההולמים את הדירוג הנוכחי וכן על נזילות 'הולמת' כהגדרתנו.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

העלאת הדירוג של פורמולה נובעת בעיקר מצמיחה בפעילויות החברות הבנות ומשיפור ביחסים הפיננסיים. ברבעון הראשון השנה גדלו הכנסות החברה על בסיס מאוחד בכ-14.8% לכ-657.6 מיליון דולר והרווח התפעולי גדל בכ-25.2% לכ-59.4 מיליון דולר, בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד. בדומה לצמיחה ב-2021, הצמיחה הדו ספרתית ברבעון הראשון השנה נובעת ממיזוגים ורכישות שביצעו בשנתיים האחרונות החברות הבנות מטריקס (שרכשה את AVB Technologies, I.T.D. Group ו-A. A. Engineering), מג'יק (שרכשה את Y.G. Soft IT, EnableIT ו-Menarva), סאפיינס (שרכשה את Sum.Como הגרמנית ו- Tia Technology הנורדית) ומיכפל (שרכשה את Formally). זאת בד בבד עם רכישת זאפ גרופ על ידי פורמולה באפריל 2021, וצמיחה אורגנית בפעילויות החברות הבנות.

בשנתיים הקרובות אנו צופים המשך צמיחה אורגנית בד בבד עם מיזוגים ורכישות. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים גידול של כ-8%-9% במכירות החברה בשנים 2022 ו-2023 בעקבות המשך הסינרגיה הצפויה עם מיזוגים ורכישות שבוצעו ברמת חברות הבנות בשנתיים האחרונות, רכישת זאפ גרופ שביצעה פורמולה באפריל 2021 וצמיחה אורגנית בפעילויות החברות הבנות. לפיכך אנו מעריכים כי החברה תציג בשנתיים הקרובות יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-1.5x-2.0x ויחס FFO לחוב של 40%-50%, ההולמים את הדירוג הנוכחי.

בנוסף אנו מניחים שפורמולה (סולו) תחלק דיבידנד בסך 15-20 מיליון דולר בשנה, המשקפים 1%-2% תשואה שנתית, ותמשיך לבצע רכישות בהיקפים קטנים עד בינוניים בשנים הקרובות.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שחברת הבת של פורמולה מערכות, מטריקס, תשמור על מעמדה כשחקנית מובילה בשוק ה-IT בישראל, ושהביצועים התפעוליים של שאר החברות הבנות בשוק פתרונות התוכנה בישראל ומחוץ לישראל יישארו יציבים לכל הפחות. בנוסף, תחזית הדירוג משקפת את הערכתנו שב-12 החודשים הבאים תשמור החברה על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-2.0x ועל יחס מתואם FOCF לחוב של כ-25% ההולמים את הדירוג הנוכחי, ועל נזילות 'הולמת' כהגדרתנו.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם יחס החוב המתואם ל-EBITDA יעלה על 2.0x לאורך זמן. תרחיש זה עשוי להתממש אם תחול התדרדרות בביצועים התפעוליים של החברות הבנות ובשוויין, או אם יחול גידול משמעותי בחוב הפיננסי של הקבוצה בשל מימון רכישות או חלוקת דיבידנדים גדולים לבעלי המניות. בנוסף, לחץ שלילי יופעל על הדירוג אם תחול שחיקה בפרופיל הנזילות.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור משמעותי בפרופיל העסקי של פורמולה אשר יתבטא, בין היתר, בהגדלה מהותית של נתחי השוק של חברות הבנות שלה בתחומי פעילותן, בשיפור משמעותי ברווחיות ובהרחבת בסיס ה-EBITDA בהשוואה למתחרים.

תיאור החברה

פורמולה מערכות בע"מ ("פורמולה מערכות" או "החברה") נוסדה בשנת 1985 ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב ובנאסד"ק. באמצעות החברות הבנות שלה, מטריקס אי טי בע"מ (48.7%), סאפיינס אינטרנשיונל קורפורשיין N.V (43.9%), מג'יק תעשיות תוכנה בע"מ (45.6%), TSG IT Advanced Systems (50%), Insync Staffing (90%), מיכפל מיקרו מחשבים (1983) בע"מ (100%), אופק צילומי אוויר בע"מ (80%) וזאפ גרופ בע"מ (100%), היא עוסקת בפיתוח, שיווק והפצה של פתרונות תוכנה וכלי

תוכנה ובמתן שירותי תוכנה למערכות מחשוב. מטריקס, סאפיינס ומג'יק הן חברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בת"א ונכללות במדד ת"א 125. סאפיינס ומג'יק נסחרות גם בנאסד"ק.

בעלת השליטה בפורמולה מערכות היא קבוצת Asseco הפולנית (25.6% בהחזקה ישירה) המתמקדת בפיתוח ושיווק תוכנות ובמתן שירותי תוכנה לארגונים. יתרת המניות מוחזקת בידי חלק ממנהלי החברה, בידי גופים מוסדיים ובידי הציבור.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- המשך צמיחה של כ-8%-9% במכירות החברה בשל צמיחה אורגנית ומיזוגים ורכישות.
- שיעור EBITDA מתואם של כ-14% בשנים 2022 ו-2023.
- הוצאות מו"פ של כ-2.5%-3% מההכנסות לשנים 2022-2023.
- חלוקת דיבידנד בהיקף של 15-20 מיליון דולר בשנה.
- קבלת דיבידנדים מחברות בנות בהיקף שנתי של כ-70-80 מיליון דולר.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2021A	2022E	2023E
חוב/EBITDA	2.3x	2.0x-1.7x	1.9x-1.5x
חוב/FFO	36.7%	45%-40%	50%-45%

A-בפועל. E-צפוי.

נזילות

הערכתנו לרמת הנזילות של החברה משקפת את פרופיל הנזילות סולו של פורמולה מערכות כחברת החזקה. על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת".

אנו סבורים שהעובדה שתיק הנכסים של פורמולה מערכות מורכב בעיקר מנכסים סחירים מעניקה לה גמישות פיננסית מסוימת. עם זאת, היעדר שליטה מלאה בחברות הבנות בכלל ושיעורי ההחזקה הנוכחיים בפרט מהווים להערכתנו נקודת חולשה, בשל המגבלות הקיימות ביחס לזרימת כספים מהחברות הבנות והתלות לאורך זמן בקבלת דיבידנדים מהחברות הבנות לצורך שירות החוב.

על אף כל זאת נציין כי לפורמולה מערכות, כבעלת השליטה האפקטיבית, השפעה מהותית על חלוקת הדיבידנדים מהחברות המוחזקות, שיתרות המזומנים שלהן גבוהות כיום. עוד נציין כי למג'יק ולמטריקס מדיניות דיבידנד מוצהרת לחלוקה של עד 75% מהרווח הנקי וכי לסאפיינס מדיניות דיבידנד מוצהרת לחלוקה

של עד 40% מהרווח הנקי המתואם (Non-GAAP). אנו מעריכים כי היחס בין המקורות הנזילים של פורמולה מערכות לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2022 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-11.3 מיליון דולר.
- דיבידנדים מחברות הבנות בהיקף של כ-70-80 מיליון דולר.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לתקופה זו הן:

- תשלום חלויות חוב של כ-31 מיליון דולר.
- תשלומי ריבית והנהלה וכלליות בהיקף של כ-12-13 מיליון דולר.
- רכישות בהיקף של כ-5-10 מיליון דולר.
- הלוואות לחברות בנות בהיקף של כ-5 מיליון דולר.
- חלוקת דיבידנדים של כ-12 מיליון דולר.

התניות פיננסיות

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הבינוני. לפי תנאי האג"ח, על החברה לשמור שההון המיוחס לבעלי המניות שלה (לא כולל זכויות מיעוט) על פי דוחותיה הכספיים המאוחדים לא יפחת מ-160 מיליון דולר על פי תנאי אג"ח א' ומ-215 מיליון דולר על פי תנאי אג"ח ג'. כמו כן, עליה לשמור שיחס החוב נטו ל-CAP לא יעלה על 65% ושיחס החוב נטו ל-EBITDA לא יעלה על 5.0x. בנוסף על החברה לשמור שיתרת המזומנים (סולו) תהיה גבוהה מתשלומי הריבית החצי שנתיים לאג"ח א' ו-ג'.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי: E-2, S-2, G-2

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של חברת פורמולה מערכות (1985) בע"מ.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA-', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של פורמולה מערכות (1985) בע"מ המובטחות בשעבוד ראשון וקבוע על מניות של מטריקס, סאפיינס ומג'יק (סדרות א' ו-ג').
- דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בטווח של 50%-70%. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת, בין היתר, על קיטון צפוי בשווי הבטוחה בדרך לכשל פירעון היפותטי.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2027
- מיתון עמוק בכלכלות במדינות הפעילות יוביל לירידה חדה בביקוש למוצרי הקבוצה. במקביל יתגברו משמעותית הלחצים התחרותיים בשוק ה-IT ויובילו לשחיקת הרווחיות הגולמית. מגמות אלו יובילו להתדרדרות בביצועים התפעוליים של הקבוצה ולירידה משמעותית בשוויין של החברה והחברות הבנות שלה.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי ברמת החברה אין פעילות כלל וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV על כ-100% בעקבות ירידה חדה בשווי השוק של מניות החברה ומניות מטריקס, מג'יק וסאפיינס. על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-30% במימוש מהיר.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי בעת פירוק (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-80 מיליון $
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-76 מיליון $
- סך חוב מובטח: כ-115 מיליון $
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 3

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק			
הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	+3 נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	+2 נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	+1 נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	-1 נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	-2 נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פורמולה מערכות (1985) בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA-\Stable	30/08/2015	02/08/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה א	ilAA-	30/08/2015	02/08/2021
סדרה ג	ilAA-	10/03/2019	02/08/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יולי 28, 2022	ilAA-\Stable		
אוגוסט 30, 2015	ilA+\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	16:10 28/07/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:10 28/07/2022		
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.