Maalot
S&P Global Ratings

אלבר שירותי מימונית בע"מ

25 במרץ 2025

אשרור דירוג

אשרור דירוג המנפיק 'ilA/ilA-1', התחזית יציבה; אשרור דירוג החוב הבכיר המובטח, 'ilA+'

אנליסט אשראי ראשי:

לב סנדלר 972-3-7539751 lev.sendler@spglobal.com

איש קשר נוסף:

מתן בנימין 972-3-7539700 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
שיקולים עיקריים 2
יחסים עיקריים 5
נזילות 5
תחזית הדירוג 6
התרחיש השלילי 6
התרחיש החיובי 6
ניתוח שיקום חוב 6
שיקולים עיקריים 6
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 7
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 7
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 7
רשימת דירוגים 7

תמצית

- הביצועים התפעוליים של אלבר שירותי מימונית בע"מ ("אלבר" או "החברה") נחלשו בשנת 2024 בהשוואה לרמתם בשנים 2022 ו-2023 בעקבות השפעות שליליות של המלחמה, בעיקר ירידה בהכנסות בפעילות ההשכרה, בדומה לחברות נוספות בענף.
- אנו מעריכים שבשנת 2025 יחול שיפור ברווחיות של אלבר על רקע ירידה בעלויות השילוח הימי והתאוששות בתחום השכרת הרכב.
- יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון של אלבר נחלש ב-2024 ועמד על כ-1.8x לעומת 2.0x ב-2023, אך נותר ברמה התומכת בדירוג.
- בהתאם לכך, אנו מאשררים את דירוגי המנפיק של אלבר שירותי מימונית בע"מ, 'ilA/ilA-1', ואת דירוג החוב הבכיר המובטח, 'ilA+'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי אלבר תשמור על מעמדה המוביל בשוק כאחת מחמש חברות הליסינג הגדולות בישראל, וכי הביקוש לשירותיה יישאר יציב. התחזית היציבה משקפת גם את הערכתנו שאלבר תמשיך להציג יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג, קרי יחס EBIT להוצאות מימון הגבוה מ-1.8x ויחס חוב לחוב והון עצמי הנמוך מ-82%.

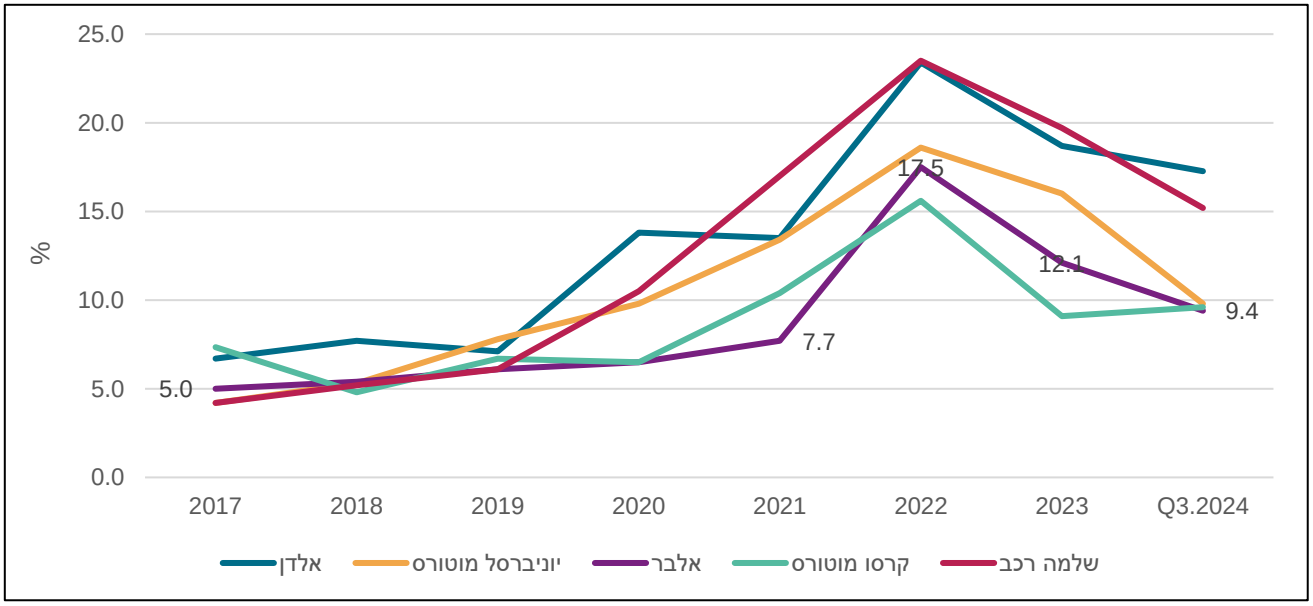
פעולת הדירוג

ב-25 במרץ 2025 אשררה S&P מעלות את דירוג הטווח הארוך של אלבר שירותי מימונית בע"מ, 'ilA', התחזית יציבה. כמו כן אשררה S&P מעלות את דירוג הטווח הקצר של החברה, 'ilA-1', ואת דירוג החוב הבכיר המובטח שלה, 'ilA+'.

שיקולים עיקריים

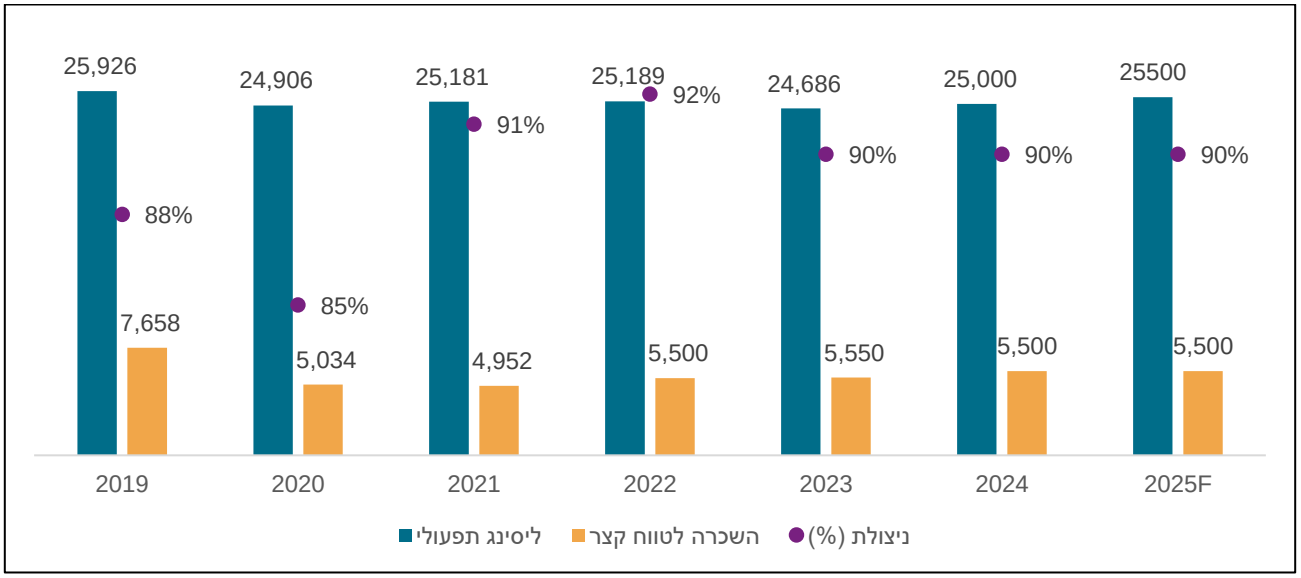
אשרור הדירוג והתחזית היציבה נובעים בעיקר מהיחסים הפיננסיים שמציגה החברה, שנותרו ברמה התומכת בדירוג על אף היחלשות ברווחיות ב-2024. לפי תרחיש הבסיס שלנו, יחס ה-EBIT להוצאות מימון יעמוד על 2.3x, ויחס החוב לחוב והון עצמי יעמוד על כ-77%. בשנה האחרונה פעלו אלבר ומתחרותיה בסביבה מורכבת, היות שבשל המלחמה חלה ירידה בהכנסות מפעילות השכירות ומנגד עלייה בעלויות השילוח. בעקבות זאת ירד שיעור ה-EBIT של החברה לכ-9.4% ב-2024 מ-12.1% ב-2023. אנו סבורים כי אתגרים אלו יתמתנו ב-12 החודשים הקרובים, וכי שיעור ה-EBIT שלה יעלה על 10% בשנים 2025-2026.

תרשים 1: שיעור ה-EBIT של אלבר ומתחרותיה



גודל הצי של אלבר נותר יציב ב-2024. הצי כלל 25,000 רכבים המיועדים לליסינג עסקי ו-5,500 רכבים להשכרה לטווח קצר, עם ניצולת שנשארה יציבה בממוצע של 90%. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שיחול גידול מתון בצי הרכבים של החברה, בתמיכת בסיס הלקוחות המגוון והנאמן שלה והערכתנו כי הביקוש לליסינג בישראל יישאר יציב, בין היתר בשל שיעור האבטלה הנמוך והיעדר תחבורה ציבורית מספקת, שלהערכתנו יימשכו גם בשנים הקרובות. גידול בצי הרכב של החברה עשוי לנבוע גם מאסטרטגיית החברה להתמקד בתחום הליסינג הפרטי החדש יחסית והצומח. אנו סבורים כי תחום זה רווחי יותר מליסינג עסקי, בעיקר בשל השווי הגבוה יותר של כלי הרכב בסוף תקופת החכירה. לפיכך אנו מעריכים כי להתמקדות בליסינג פרטי תהיה השפעה חיובית על שיעור ה-EBIT של אלבר בטווח הארוך.

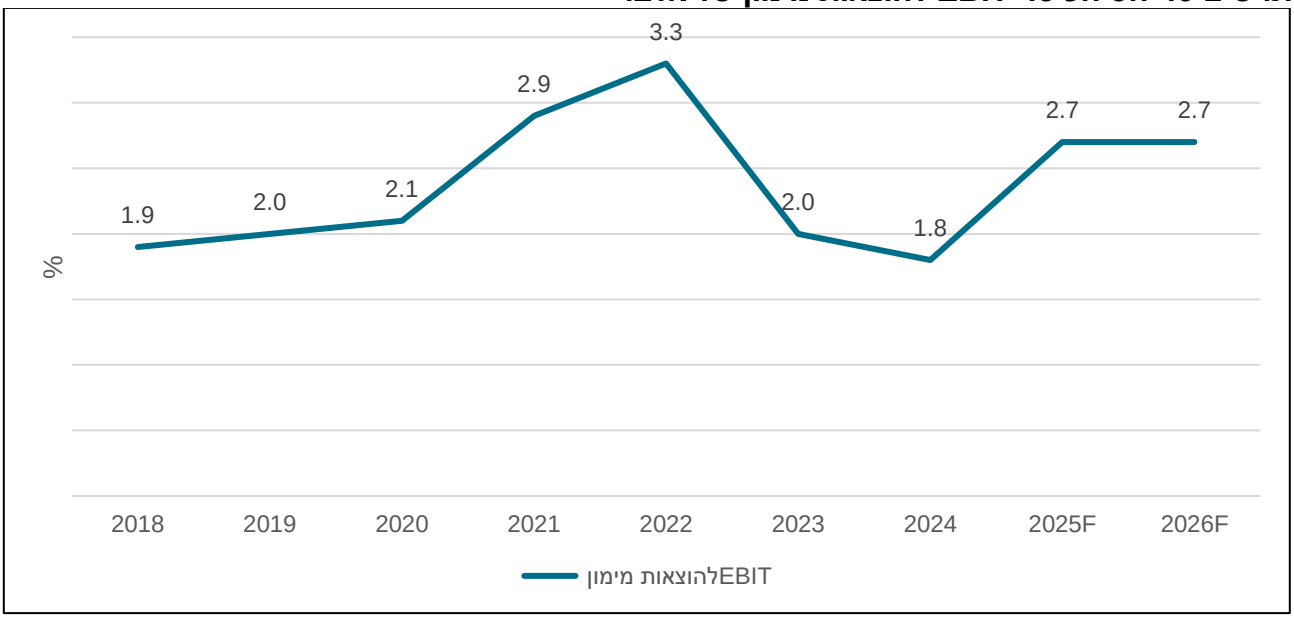
תרשים 2: התפתחות צי הרכב של אלבר



הרווחיות של אלבר, כמתבטא בשיעור ה-EBIT, נשחקה בשנה האחרונה בשל גורמים חיצוניים ופנימיים. התייקרות השילוח הימי, שנבעה בעיקר מהמלחמה, לצד התנודתיות במט"ח בשל אי הוודאות המוגברת בתחילת המלחמה, הכבידו על העלויות התפעוליות של החברה. אנו סבורים כי שני הגורמים הללו התמתנו כעת, ולא ימשיכו להוות נטל משמעותי על רווחיות החברה ב-2025. הגורמים הפנימיים לשחיקה בשיעור ה-EBIT קשורים בעיקר לירידה ברווחיות בצי ההשכרה לטווח קצר. אמנם ניצולת הצי לא פחתה משמעותית, אך כלי הרכב הושכרו בתעריפים נמוכים מהותית בהשוואה לרמות התמחור שלפני המלחמה, בעיקר בשל הפגיעה בענף התיירות. עם זאת, אנו רואים לחיוב את יכולתה של אלבר לנתב שיעור גבוה מצי הרכב לטווח קצר לליסינג עסקי ולכוחות הביטחון, מה שמצביע להערכתנו על גמישות ויכולת הסתגלות גבוהה של החברה לצורכי הצי והביקוש העסקי. אנו סבורים כי אלבר תוכל להגדיל את המרווחים בצי ההשכרה לטווח קצר אם תימשך הרגיעה במלחמה והתאוששות הדרגתית בענף התיירות, מה שיתמוך בציפיותינו לשיעור EBIT גבוה יותר בשנים 2025-2026.

בתרחיש הבסיס אנו מניחים כי הכנסותיה של אלבר מפעילות הליבה יצמחו בכ-5%-10% ב-2025, בעיקר בשל מלאי גדול של מכוניות למכירה ותמחור טוב יותר של חוזי הליסינג. כאמור, אנו צופים שיפור ברווחיות לאחר שילוב של אירועים נקודתיים שהובילו לשחיקה ב-2024, כך ששיעור ה-EBIT יעמוד על כ-12%-15% ב-2025-2026. לפי תרחיש הבסיס שלנו, יחס ה-EBIT להוצאות מימון יעמוד על כ-2.2x-2.5x, וימשיך לתמוך בדירוג הנוכחי.

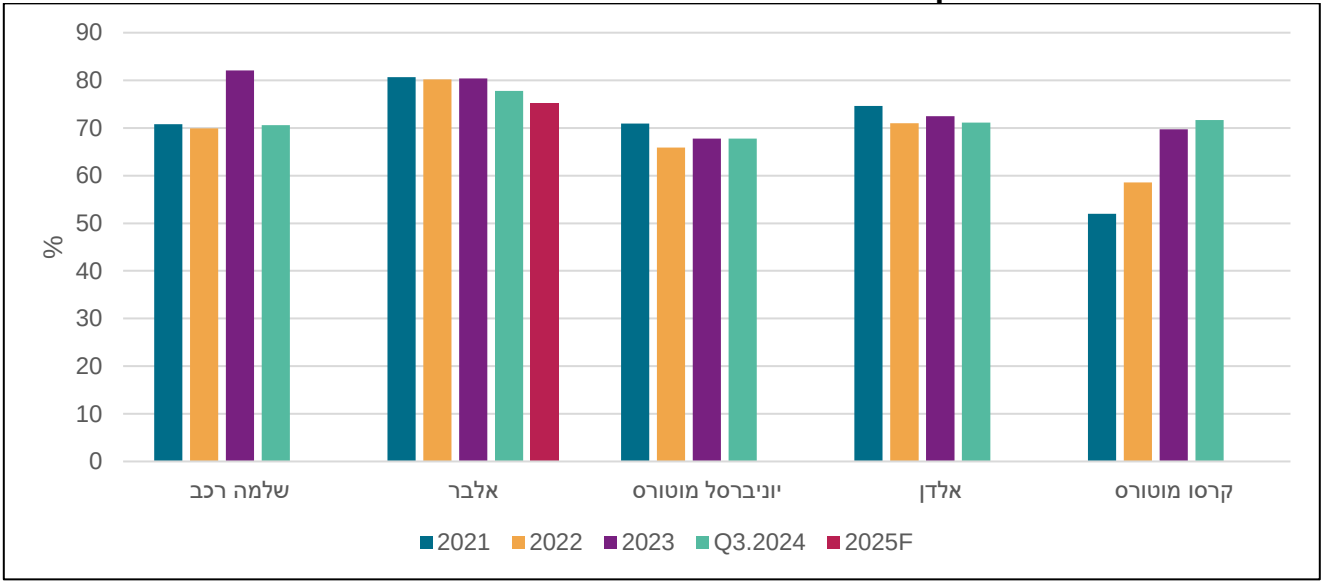
תרשים 3: יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון של אלבר



בשנים האחרונות חל שיפור משמעותי ביחס החוב לחוב והון עצמי של אלבר, והם ממשיכים לתמוך בדירוג הנוכחי. השיפור נבע משילוב של התייעלות תפעולית שכללה שיפור במבנה העלויות, לצד עלייה בתעריף דמי השימוש בעסקאות ליסינג תפעולי והרווחיות הגבוהה בענף כולו ב-2021-2023, כתוצאה מרווחי הון גבוהים

ממכירת מכוניות משומשות בשל מחסור עולמי במכוניות חדשות ושיבושים בשרשרת האספקה. אנו רואים בחיוב את המשך הגישה החזקה והיציבה של החברה לשוק ההון גם בסביבה גיאופוליטית מאתגרת, כמשתקף בהנפקת חוב של 600 מיליון ₪ בינואר האחרון.

תרשים 4: יחס החוב לחוב והון עצמי של אלבר



יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
EBIT/הוצאות מימון	2x	2.0x-1.8x	2.5x-2.2x
חוב/חוב והון עצמי	80.4%	80%	80%-75%
FFO/חוב	18%	20%-15%	25%-20%

A - בפועל. E - צפוי. FFO – funds from operations.

נזילות

בדומה לענף, הערכת הנזילות של אלבר נותרת גורם שלילי בהערכתנו, בשל הסתמכותה על מסגרות אשראי לא מובטחות לצורך מימון פעילותה גם בעת תנאי שוק שגרתיים. על פי הערכת הנזילות שלנו, צפוי יחס המקורות לשימושים של החברה לעמוד על כ-1x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2025.

המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2025 הם:

- מזומנים בהיקף של כ-150 מיליון ₪
- FFO בהיקף של כ-580 מיליון ₪
- הנפקת חוב מובטח בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪.

השימושים העיקריים של החברה לאותה תקופה הם:

- חלויות חוב בסך של כ-1.3 מיליארד ₪ (כולל פירעון אפשרי של כל האשראי לטווח קצר)
- הוצאות הוניות (נטו) של כ-650 מיליון ₪ בעיקר לרכישת רכבים
- חלוקת דיבידנדים של כ-60 מיליון ₪.

נציין כי עיקר ההוצאות ההוניות (נטו) של אלבר לצורך רכישת רכבים חדשים אינן מחייבות חוזית ותלויות במידה רבה ביכולת גיוס החוב שלה. לפיכך אנו מניחים כי ההוצאות ההוניות (נטו) לרכישת רכבים יתממשו רק במקרה שאלבר תשיג את המימון הנדרש.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו שהפרופיל הפיננסי של אלבר יישאר יציב ב-12-18 החודשים הקרובים, וכי היא תשמור על מעמדה העסקי כאחת מחמש חברות הליסינג וההשכרה המובילות בישראל. בתרחיש הבסיס אנו צופים כי בתקופה זו יישאר יחס ה-EBIT להוצאות המימון מעל 1.8x, ויחס החוב לחוב והון עצמי יעמוד על כ-80%-82%.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית ב-12 החודשים הקרובים אם נעריך כי צפויה התדרדרות בביצועיה התפעוליים של אלבר כך שיחס ה-EBIT להוצאות מימון ירד מתחת ל-1.8x, או אם יחס החוב לחוב והון עצמי יעלה מעל 80% על בסיס קבוע. תרחיש זה ייתכן אם אלבר תגדיל את צי הרכבים באמצעות נטילת חוב ובמקביל תישחק הרווחיות, למשל בשל ירידה בשווי הצי. הורדת דירוג תיתכן גם אם החברה תתקשה להשיג מימון יציב, מגוון וארוך טווח לרכישת רכבים.

התרחיש החיובי

אנו עשויים להעלות את הדירוג אם יחס ה-EBIT להוצאות מימון יעלה על 3.5x על בסיס קבוע ויחס החוב לחוב והון עצמי יהיה נמוך מ-75%, כך שנעריך כי ביכולת החברה לשמר את רמת המינוף הנמוכה יותר על בסיס מתמשך בעת תנאי שוק שגרתיים.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של אלבר שירותי מימונית בע"מ (סדרות י"ז, י"ח, י"ט, כ', כ"א, כ"ב), משקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה באמצע הטווח 70%-90%, ומכאן שדירוג שיקום החוב של הסדרות הוא '2'. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת בעיקר על שווי צי הרכב המשועבד לטובת בעלי האג"ח.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל על רקע גיאופוליטי יוביל לירידה חדה בשווי צי הליסינג והצי להשכרה של החברה, בעקבות עלייה באבטלה וצמצום כוח אדם ובעקבות ירידה חדה בענף התיירות אשר תפגע בענף השכרת הרכב.
- אנו מעריכים כי הקבוצה תמשיך לפעול כעסק חי. הערכה זו משקפת את נתח השוק הגדול של החברה בתחום הליסינג, את המשך הביקוש לשירותיה בתחום פעילות זה, וסינרגיות ניכרות בין תחומי הפעילות.
- שווי צי הרכב המשועבד לסדרות האג"ח בעת אירוע הכשל ההיפותטי הוא כ-90% מהערכתנו לגבי שווי הספרים של הצי המינימלי הנדרש כבטוחות בגין סדרות האג"ח. בהקשר זה נציין כי שווי הספרים של צי הרכב נמוך מהשווי לפי מחירון לוי יצחק (ללא הפחתות ובניכוי מע"מ) אשר משמש כאומדן שווי הרכבים בחישוב הבטוחות לבעלי האג"ח.
- מזומנים ושווי מזומנים – 0%.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: 2.25 מיליארד ₪
- שווי כעסק חי (נטו) לאחר עלויות אדמיניסטרטיביות: 2.1 מיליארד ₪
- סך החוב המובטח בשעבוד ראשון: 2.85 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג המובטח (סדרות י"ז, י"ח, י"ט, כ', כ"א, כ"ב): 70%-90%

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: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 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: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- 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
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 4 באפריל, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024

רשימת דירוגים

אלבר שירותי מימונית בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1	13/05/2019	26/03/2024
טווח ארוך	ilA\Stable	13/05/2019	26/03/2024
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
סדרה 8	ilA-1	24/06/2024	24/06/2024
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה יז	ilA+	19/06/2019	26/03/2024
סדרה יח	ilA+	19/06/2019	26/03/2024
סדרה יט	ilA+	17/11/2022	26/03/2024
סדרה כ	ilA+	17/11/2022	26/03/2024
סדרה כא	ilA+	05/08/2024	05/08/2024
סדרה כב	ilA+	05/08/2024	05/08/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
מרץ 28, 2023	ilA\Stable		
יוני 04, 2020	ilA-\Stable		
אפריל 02, 2020	ilA\Watch Neg		
מאי 13, 2019	ilA\Stable		
<u>טווח קצר</u>			
מרץ 28, 2023	ilA-1		
יוני 04, 2020	ilA-2		
אפריל 02, 2020	ilA-1\Watch Neg		
מאי 13, 2019	ilA-1		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	25/03/2025 13:56
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	25/03/2025 13:56
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.