Maalot
S&P Global Ratings

# קבוצת אשטרום בע"מ
# אשדר חברה לבניה בע"מ

.....

**21 באפריל, 2020**

**אנליסט אשראי ראשי:**

יאיר דיק, 972-3-7539739 yair.dyk@spglobal.com

**איש קשר נוסף:**

גיל אברהמי, 972-3-7539719 gil.avrahami@spglobal.com

**תוכן עניינים**

תמצית ..... 3
תחזית הדירוג: יציבה ..... 4
התרחיש השלילי ..... 4
התרחיש החיובי ..... 4
תרחיש הבסיס ..... 4
הנחות עיקריות ..... 4
יחסים עיקריים ..... 5
תחזיות תרחיש הבסיס ..... 5
תיאור החברה ..... 6
הפרופיל העסקי ..... 6
הפרופיל הפיננסי ..... 9
נזילות: הולמת ..... 10
חלויות חוב ..... 11
ניתוח התניות ..... 11
השפעת הקבוצה ..... 11
התאמות לדירוג ..... 11
ניתוח שיקום חוב ..... 12
קבוצת אשטרום בע"מ ..... 12
שיקולים עיקריים ..... 12
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי ..... 12

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון ..... 13
אשדר חברה לבניה בע"מ ..... 13
שיקולים עיקריים ..... 13
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי ..... 13
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון ..... 14
התאמות לדיווח הכספי ..... 14
מתודולוגיה ומאמרים קשורים ..... 16
רשימת דירוגים ..... 17

# קבוצת אשטרום בע"מ
# אשדר חברה לבניה בע"מ

| אשרור דירוג המנפיק | ilA/Stable/ilA-1 |
|---|---|

**תמצית**

| חוזקות עיקריות | סיכונים עיקריים |
|---|---|
| • מעמד מוביל בישראל בתחומי הנדל"ן והתשתיות, עם מוניטין וניסיון רבי שנים.<br>• נגישות טובה לפרויקטים גדולים במגזר הציבורי והפרטי.<br>• גיוון במגזרי הפעילות היוצר אינטגרציה אנכית.<br>• צבר הזמנות גדול התורם לנראות גבוהה של תזרים המזומנים העתידי.<br>• שמירה על יתרות מזומנים ומסגרות אשראי פנויות בהיקף גדול כחלק ממדיניות פיננסית שמרנית. | • חשיפה לתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום, המאופיינים ברמת סיכון בינונית-גבוהה.<br>• פיזור גיאוגרפי מוגבל עם חשיפה בעיקר לישראל.<br>• מינוף נוכחי וחזוי גבוה. |

**הצמיחה בהיקף הפעילות והשיפור ברווחיות בשנת 2019, יחד עם שמירה על היקף צבר הזמנות גבוה, תומכים במעמדה התחרותי של קבוצת אשטרום.** בשנת 2019 הציגה החברה גידול בהיקפי הפעילות ושיפור ברווחיות במרבית המגזרים. הכנסות החברה צמחו בכ-23% לכ-4.9 מיליארד ₪ והרווח הגולמי גדל בכ-28% לכ-930 מיליון ₪. הרווחיות הגולמית עמדה על כ-19%, לעומת כ-18.4% ב-2018 וכ-16% ב-2017. צבר ההזמנות הסתכם בסוף 2019 בכ-7 מיליארד ₪, ולהערכתנו תורם לנראות תזרימי המזומנים ולשמירה על היקפי פעילות גבוהים בשנים הקרובות. אנו סבורים כי שמירה על צבר הזמנות גבוה והשיפור בתוצאות התפעוליות לאורך זמן משקפים את האינטגרציה בין מגזרי הפעילות ואת מעמדה התחרותי הגבוה של הקבוצה.

**ב-2019 חל שיפור משמעותי בכל היחסים הפיננסיים.** יחס ה-EBITDA להוצאות מימון עמד על כ-2.5x בהשוואה לכ-1.9x ב-2018. השיפור נבע בעיקר מגידול ב-EBITDA. המינוף המאזני השתפר אף הוא ועמד על כ-66% בסוף 2019 לעומת כ-69% בסוף 2018. השיפור נבע, בין היתר, מגידול בבסיס ההון לאור צמיחה ברווח הנקי הודות לשיפור בביצועים התפעוליים ורווחי שערוך. היקף החוב המתואם נותר ללא שינוי מהותי הודות לייצור תזרים מזומנים מפעילות שוטפת של כ-650 מיליון ₪ כנגד השקעות ברכישת נכסים מניבים

חדשים, השקעה פרויקטי נדל"ן בהקמה, השקעה בפרויקטי זכיינות, רכוש קבוע וחלוקת דיבידנד. עם זאת, רמת המינוף המאזנית נותרה גבוהה.

**בפברואר 2020 חתמה סיטיפס על הסכם עם מדינת ישראל למכירה בחזרה של פעילות "הקו האדום" של הרכבת הקלה בירושלים למדינת ישראל.** בכפוף להודעת מדינת ישראל על מועד המכירה, שעל פי הערכת החברה צפויה ברבעון הרביעי של שנת 2020, והשלמת המכירה, הצפויה ברבעון השני של 2021, צפויה קבוצת אשטרום (המחזיקה 50% בסיטיפס) לרשום רווח נקי של כ-500 מיליון ₪ ותזרים נקי של כ-1 מיליארד ₪ בשנים 2021-2022. תקבולים אלה אינם חלק מתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו היות שהם כפופים לאישור תקציב המדינה והודעת המדינה. עם זאת, להערכתנו, כשתושלם העסקה היא צפויה לתמוך בהערכת פרופיל הסיכון הפיננסי של הקבוצה.

## תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי קבוצת אשטרום תשמור על מעמדה המוביל בשוק הישראלי, עם בסיס הכנסות מגוון וצבר הזמנות משמעותי ב-12 החודשים הקרובים. בנוסף, התחזית משקפת את מדיניות החברה לשמור על מזומנים בהיקף מהותי שיתמכו ברמת נזילות הולמת. אנו סבורים שיחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.5x הולם את הדירוג הנוכחי.

**התרחיש השלילי**

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נראה ירידה ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון אל פחות מ-1.0x או הרעה ביחסים פיננסיים אחרים, למשל כתוצאה מירידה בהיקפי הפעילות או משחיקה בביצועים התפעוליים של הקבוצה. בנוסף, התדרדרות במצב הנזילות של החברה עלולה להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

**התרחיש החיובי**

פעולת דירוג חיובית תיתכן אם הקבוצה תציג שיפור עקבי ולאורך זמן בפרופיל הסיכון הפיננסי, שיתבטא ביחס חוב ל-EBITDA של כ-5.0x וביחס EBITDA להוצאות מימון של כ-3.0x לאורך זמן.

## תרחיש הבסיס

**הנחות עיקריות**

- הכנסות שנתיות של כ-4.7-4.9 מיליארד ₪ בשנים 2020-2021, בהתבסס על צבר ההזמנות הקיים בתחומי הקבלנות והתעשייה, ההתקדמות הצפויה בשיווק ובנייה בפרויקטי הייזום למגורים ובהשלמה הנדסית בפרויקטי הזכיינות (בעיקר דיור להשכרה), והנבה של נכסים מניבים חדשים.
- רווחיות גולמית של כ-16%-18% בשנים 2020-2021, בהתבסס על תמהיל הפעילות ועיתוי ההכרה ברווח.
- השקעות וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-1.7-1.9 מיליארד ₪ בשנים 2020-2021.
- חלוקת דיבידנד שנתית של כ-150-200 מיליון ₪ בשנים 2020-2021.

**יחסים עיקריים**

| יחס פיננסי | 2019A | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|
| הוצאות מימון/EBITDA | 2.5x | 1.9x-1.6x | 1.9x-1.6x |
| חוב/חוב והון עצמי | 66.2% | 70%-67% | 71%-69% |
| חוב/EBITDA | 8.8x | 14x-12x | 14x-12x |

A-בפועל. E-צפוי

**תחזיות תרחיש הבסיס**

**עלייה מתונה במינוף ושחיקה קלה ביחס כיסוי הריבית על רקע הצפי לגידול בחוב הפיננסי**

בהתבסס על התכנית העסקית של הקבוצה, אנו מעריכים כי היא תמשיך לבצע השקעות נרחבות בשנים 2020-2021, בעיקר בנדל"ן בהקמה להשכרה למגורים, תרכוש נכסים מניבים חדשים בעיקר באירופה (באמצעות אשטרום נכסים (ilA/Stable)) ותידרש להשקעות הון חוזר בפרויקטי היזמות. השקעות אלו צפויות להגדיל את החוב הפיננסי וכפועל יוצא את הוצאות המימון, מה שעשוי לשחוק מעט את יחס כיסוי הריבית. על רקע ההשקעות הצפויות ובהינתן הערכתנו לתזרים מזומנים יציב מפעילות שוטפת, אנו צופים כי מינוף הקבוצה יישאר גבוה ביחס לקבוצת ההשוואה ואף יעלה במתינות בשנתיים הקרובות.

**ירידה של כ-10%-15% ברווח הגולמי בשנת 2020 בהשוואה לשנת 2019.**

תרחיש הבסיס שלנו משקף את הפגיעה הצפויה בפעילות העסקית והכלכלית במשק בעקבות התפרצות נגיף הקורונה. להערכתנו, עיקר הפגיעה צפויה במגזר הייזום, שכן הגבלות הממשלה על התנועה ואי הוודאות הכלכלית מפעילות לחץ שלילי על קצב המכירות של הדירות למגורים ושל שטחי משרדים למכירה (פרויקט LYFE). כמו כן, אף שענף הבנייה בשלב זה מוגדר כחיוני, אנו מעריכים כי אם צעדי הממשלה יימשכו לאורך זמן עלול להיווצר מחסור בחומרי גלם ובכוח עבודה, שישפיע על קצב הביצוע ועל העלויות של פעילות הייזום ושל פעילות הקבלנות. להערכת החברה, מלאי חומרי הגלם בפרויקטים שבביצוע צפויים להספיק לחודשים הקרובים.

יודגש כי קיימת אי ודאות רבה לגבי התפשטות מגפת נגיף הקורונה והמועד שבו תתחיל לדעוך. חלק מהרשויות הממשלתיות מעריכות כי ההתפרצות תגיע לשיאה בערך באמצע השנה, ואנו משתמשים בהנחה זו כאשר אנו מעריכים את השלכותיה הכלכליות ואת השפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות. אנו סבורים שהאמצעים שננקטו כדי לבלום את התפשטות הנגיף הכניסו את הכלכלה העולמית למיתון (ראו עדכונים כלכליים שוטפים בכתובת www.spglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

## תיאור החברה

קבוצת אשטרום בע"מ עוסקת בעצמה ובאמצעות החברות הבנות שלה בחמישה תחומי פעילות מרכזיים: קבלנות בנייה ותשתיות בעיקר בישראל ובאפריקה, הן בסקטור הפרטי והן בסקטור הציבורי; ייזום למגורים בישראל ובחו"ל, בעיקר באמצעות מכירת קרקעות ויחידות דיור בעיקר בארה"ב; נדל"ן מניב בתחום התעשייה, המשרדים והמסחר, בישראל ואירופה (בעיקר גרמניה, אנגליה וסרביה); זכיינות מסוג P.P.P, B.O.T ו-P.F.I, בעיקר בתחום בתי משפט, מעונות סטודנטים ופרויקטי דיור להשכרה בערים המרכזיות בישראל (תל אביב, חיפה וירושלים; הקבוצה מקימה את המבנים ובמרבית המקרים מתפעלת אותם על פי הסכמי זיכיון); ותעשיית חומרי גלם לענף הבנייה והגמרים.

פעילות הייזום למגורים מתבצעת באמצעות אשדר, חברת בת בבעלות מלאה, וכוללת כ-2,000 יחידות דיור בבנייה ו/או שיווק (חלק החברה, כולל פרויקטי פינוי בינוי ותמ"א 38) נכון ליום 31 בדצמבר, 2019.

פעילות הנדל"ן המניב בישראל, גרמניה ואנגליה מתבצעת באמצעות אשטרום נכסים בע"מ שקבוצת אשטרום מחזיקה בה כ-49%, וכוללת תיק נכסים מניבים בשווי של כ-2.7 מיליארד ₪ (לא כולל כ-1.2 מיליארד ₪ נכסים בחברות כלולות). הפעילות במזרח אירופה כוללת תיק נכסים בשווי של כ-540 מיליון ₪, ומרוכזת בעיקר במבנה משולב של מלון ומסחר בבלגרד.

## הפרופיל העסקי

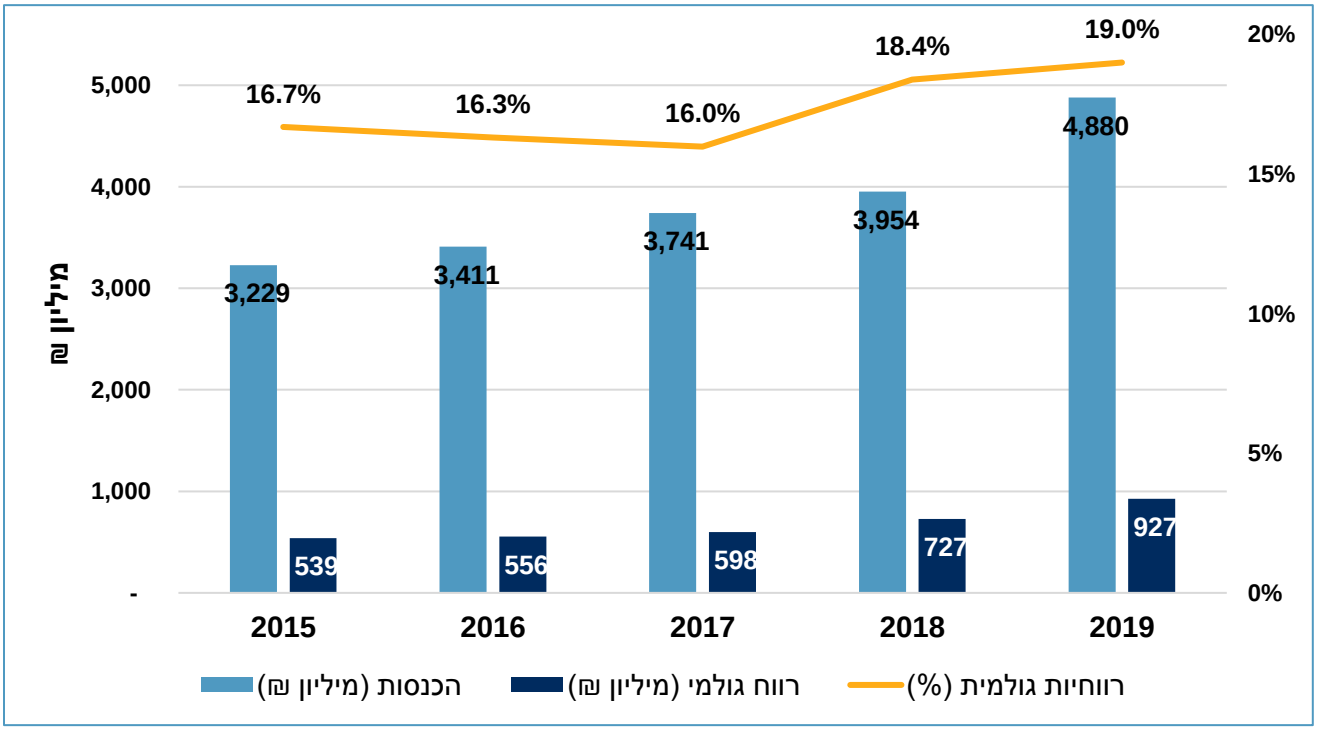
הערכת הפרופיל העסקי של קבוצת אשטרום נתמכת בהיותה אחת השחקניות המובילות בתחומי הליבה שלה, עם מותג ומוניטין חזקים וניסיון רב שנים, התומכים במיצובה התחרותי הגבוה. אנו סבורים כי המיצוב התחרותי מושפע לחיוב, בין היתר, מיכולות הביצוע המתקדמות ומהסיווגים הגבוהים לביצוע פרויקטים של הקבוצה, אשר מאפיינים מספר מועט של גופים מובילים בשוק הישראלי.

במהלך השנים הקימה הקבוצה פרויקטים שונים הכוללים כבישים, גשרים, יחידות דיור, מבני משרדים, מרכזים מסחריים, בתי ספר, מתקנים ציבוריים ועוד. על הפרויקטים המהותיים בביצוע בישראל נמנים נמל המפרץ בחיפה, פרויקט המשרדים LYFE בבני ברק, שכונת מגורים של גינדי החזקות באור יהודה ומגדלי דה וינצ'י, אקרו וסוזוקי בתל אביב. בחו"ל יש לקבוצה פרויקט מהותי בביצוע בזמביה, במסגרתו היא מקימה בית חולים ממשלתי.

ב-2019 המשיכה הקבוצה להציג שיפור בביצועים התפעולים כפי שמשתקף בגידול בהכנסות לסך של כ-4.9 מיליארד ₪ (לעומת 3.9 מיליארד ₪ ב-2018) ושיפור ברווחיות הגולמית לאורך השנים. מרבית הגידול ברווחיות משויך למגזר הייזום למגורים בישראל, בין היתר בשל גידול מהותי בהיקף מכירת הדירות שהסתכם בכ-921 יחידות דיור (לעומת כ-615 יחידות דיור ב-2018), למגזר הקבלנות בישראל ולמגזר הזכיינות. הגידול בהיקף הפעילות שחל בשנים האחרונות, הגיוון במקורות ההכנסה על פני מספר תחומי פעילות והפיזור הגיאוגרפי של הפעילות (בעיקר בישראל, באירופה ובאפריקה) משפיעים לחיוב על הערכתנו לפרופיל העסקי.

צבר ההזמנות הכולל קטן בשנת 2019 והסתכם בסוף השנה בכ-7 מיליארד ₪ (לעומת כ-7.8 מיליארד ₪ בסוף 2018). הקיטון חל בעיקר בתחומי הקבלנות בישראל ובחו"ל עם סיום פרויקטים מהותיים והתקדמות משמעותית במגה פרויקט (נמל חיפה). יש לציין כי למרות הקיטון בצבר, אנו מעריכים כי צבר ההזמנות הקיים כולל פיזור גבוה יותר של פרויקטים (בין היתר, בעקבות זכייה במספר פרויקטים חדשים בהיקפים בינוניים-גדולים כדוגמת אקרו נדל"ן צומת סביונים, בסר מחנה יהודה ונתיבי איילון) עם תקופת ביצוע קצרה יותר בהשוואה לעבר. ההיקף הנוכחי של צבר ההזמנות וצפי להשקעות משמעותיות בתשתיות בישראל בשנים הקרובות תומכים בנראות טובה של הכנסות, משקפים ניצול יתרונות לגודל ומהווים עדות ליכולת הקבוצה לזכות בפרויקטים גדולים. כמו כן, אנו סבורים כי השיפור בתוצאות התפעוליות שהציגה הקבוצה בשנים האחרונות יחד עם שמירה על צבר הזמנות משמעותי משקפים את האינטגרציה בין מגזרי הפעילות ואת מעמדה התחרותי הגבוה של הקבוצה.

**תרשים 1: התפתחות ההכנסות, הרווח והרווחיות**




מנגד, הקבוצה חשופה מאד לתחומי הקבלנות והייזום למגורים, שרמת הסיכון הענפי בהם בינונית-גבוהה ושהתחרות העזה בישראל מגבילה את רווחיותם, מה שמגביל הערכתנו לפרופיל העסקי. כמו כן, בעקבות התפרצות נגיף הקורונה והצעדים להכלתה שנוקטת הממשלה, עלולים לחול עיכובים בהתקדמות הפרויקטים השונים של הקבוצה וחריגה בעלויות (למשל כתוצאה ממחסור בכוח אדם וחומרי גלם, דחייה בקבלת היתרים וכדומה), וצפויה האטה משמעותית בקצב המכירות של הדירות. השפעות אלה עלולות לפגוע בקצב ההכרה בהכנסות וברווח ולהוביל לחריגה מתרחיש הבסיס שלנו.

**תרשים 2: רווח גולמי בחלוקה למגזרי פעילות (ממוצע תלת שנתי)**

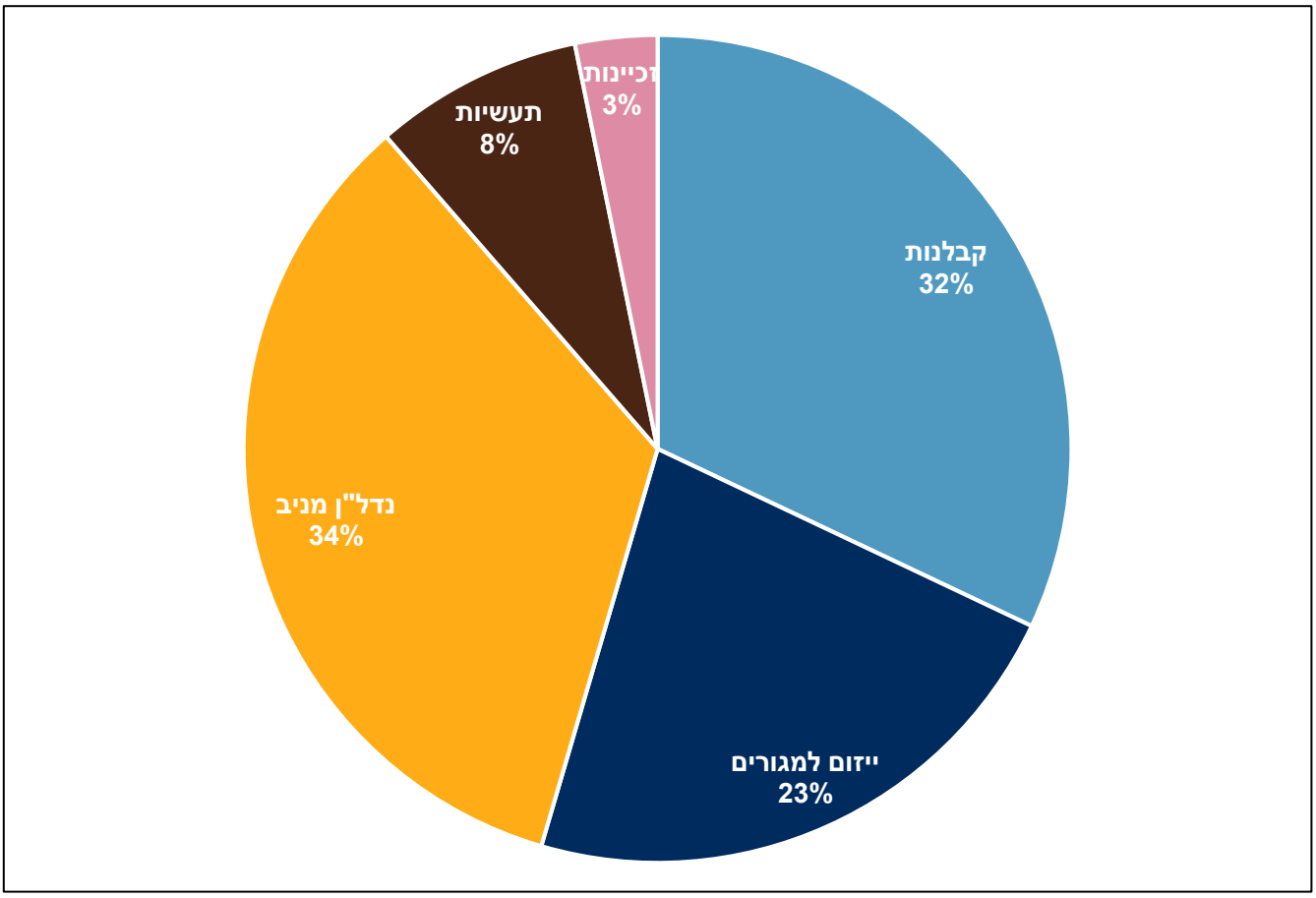



**Table 1.**
**Ashtrom Group Ltd.-- Peer Comparison (Mil. NIS)**
**Industry Sector: Engineering & Construction**

| | Ashtrom Group Ltd. | Shapir Engineering and Industry Ltd | Electra Ltd. | Shikun & Binui Ltd. | Minrav Holdings Ltd. |
|---|---|---|---|---|---|
| Rating as of April 12, 2020 | ilA/Stable/ilA-1 | ilA+/Stable | ilA+/Stable | ilA/Stable | ilA/Stable/ilA-1 |
| | --Fiscal year ended Dec. 31, 2019-- | --Fiscal year ended Dec. 31, 2019-- | --Fiscal year ended Dec. 31, 2018-- | --Fiscal year ended Dec. 31, 2019-- | --Fiscal year ended Dec. 31, 2018-- |
| Revenue | 4,860 | 2,923 | 6,058 | 6,491 | 780 |
| EBITDA | 733 | 563 | 469 | 731 | 118 |
| Funds from operations (FFO) | 458 | 308 | 336 | 164 | 81 |
| Interest expense | 292 | 115 | 60 | 392 | 49 |
| Cash flow from operations | 656 | 70 | 54 | (502) | 56 |
| Capital expenditure | 88 | (209) | 105 | 154 | 86 |
| Free operating cash flow (FOCF) | 568 | 279 | (51) | (656) | (30) |

| | Ashtrom Group Ltd. | Shapir Engineering and Industry Ltd | Electra Ltd. | Shikun & Binui Ltd. | Minrav Holdings Ltd. |
|---|---|---|---|---|---|
| Discretionary cash flow (DCF) | 365 | 209 | (196) | (755) | (43) |
| Cash and short-term investments | 1,569 | 457 | 567 | 2,282 | 392 |
| Debt | 6,462 | 1,990 | 1,456 | 5,889 | 523 |
| Equity | 3,302 | 1,839 | 1,024 | 2,909 | 787 |
| **Adjusted ratios** | | | | | |
| EBITDA margin (%) | 15.1 | 19.3 | 7.7 | 11.3 | 15.2 |
| EBITDA interest coverage (x) | 2.5 | 4.9 | 7.8 | 1.9 | 2.4 |
| Debt/EBITDA (x) | 8.8 | 3.5 | 3.1 | 8.1 | 4.4 |
| FFO/debt (%) | 7.1 | 15.5 | 23.1 | 2.8 | 15.4 |
| Cash flow from operations/debt (%) | 10.1 | 3.5 | 3.7 | (8.5) | 10.7 |
| FOCF/debt (%) | 8.8 | 14.0 | (3.5) | (11.1) | (5.8) |
| DCF/debt (%) | 5.6 | 10.5 | (13.4) | (12.8) | (8.1) |
| Debt/debt and equity (%) | 66.2 | 52.0 | 58.7 | 66.9 | 39.9 |

## הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי מאופיין במינוף גבוה יחסית לרמת הדירוג, כפי שמשתקף ביחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-8.8x וביחס חוב לחוב והון עצמי של כ-66.2% נכון ל-31 בדצמבר, 2019. בשנים האחרונות מציגה הקבוצה צמיחה מתמשכת בהיקפי הפעילות וברווח הגולמי בכל מגזרי פעילותה, אשר משתקפים בגידול בבסיס ה-EBITDA וב-FFO (funds from operations) ובשיפור ביחסים הפיננסיים. ה-EBITDA של הקבוצה גדל ב-2019 לכ-733 מיליון ₪, בהשוואה לכ-505 מיליון ₪ ב-2018. כתוצאה מכך, חל שיפור ביחס ה-EBITDA להוצאת מימון שהסתכם בכ-2.5x ב-2019 בהשוואה לכ-1.9x ב-2018. כמו כן חל שיפור במינוף המאזני שנבע בעיקר מגידול בהון העצמי שמקורו בגידול ברווח הנקי (670 מיליון ₪) לאור השיפור בביצועים התפעוליים ורווחי שערוך (כ-210 מיליון ₪). רמת החוב נותרה יציבה, וכנגד התזרים השוטף של כ-650 מיליון ₪ (כולל מכירת נכסים מניבים בגרמניה) בוצעו השקעות לרכישת נכסים חדשים (כ-360 מיליון ₪, בעיקר באנגליה), להשקעה בהקמת נדל"ן להשקעה (כ-115 מיליון ₪), לרכישת רכוש קבוע (כ-90 מיליון ₪, כולל רכישת משרדים במגדל LYFE לשימוש עצמי) ולהשקעות בתחום הדיור להשכרה (כ-80 מיליון ₪). על אף השיפור, רמת המינוף נותרה גבוהה ואנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות היא תישאר כזו ותגביל את הדירוג, בין היתר בהתבסס על הצפי להמשך ביצוע השקעות בהיקפים גדולים, בעיקר בתחום הנדל"ן המניב והזכיינות (דיור להשכרה) בהתאם לתכנית העסקית של הקבוצה.

יש לציין כי חלק ניכר מהחוב המתואם של הקבוצה (כ-2 מיליארד ₪, למעלה מ-30% מסך החוב) הוא בחברת הבת אשטרום נכסים, הפועלת בתחום הנדל"ן המניב. בתחום זה, לפי המתודולוגיה שלנו, יחסי המינוף והכיסוי הנדרשים לפרופיל סיכון פיננסי זהה הם פחות מחמירים, בעיקר בשל התנודתיות הנמוכה המאפיינת את הענף.

למרות זאת, היחסים הפיננסיים הקיימים והחזויים עדיין מצביעים, להערכתנו, על פרופיל סיכון פיננסי ממונף עם רמת חוב גבוהה בקבוצת אשטרום.

**Table 2.**
**Ashtrom Group Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)**

**Industry Sector: Engineering & Construction**

| | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 4,860 | 3,954 | 3,741 | 3,411 | 3,229 |
| EBITDA | 733 | 505 | 405 | 362 | 370 |
| Funds from operations (FFO) | 458 | 255 | 141 | 82 | 143 |
| Interest expense | 292 | 265 | 238 | 227 | 196 |
| Cash flow from operations | 656 | (618) | 189 | 60 | 70 |
| Capital expenditure | 88 | 124 | 66 | 38 | 55 |
| Free operating cash flow (FOCF) | 568 | (742) | 124 | 22 | 15 |
| Discretionary cash flow (DCF) | 365 | (919) | 19 | (72) | (43) |
| Cash and short-term investments | 1,569 | 1,376 | 1,275 | 1,161 | 881 |
| Debt | 6,462 | 6,349 | 5,010 | 4,685 | 4,211 |
| Equity | 3,302 | 2,893 | 2,583 | 2,172 | 1,988 |
| **Adjusted ratios** | | | | | |
| EBITDA margin (%) | 15.1 | 12.8 | 10.8 | 10.6 | 11.4 |
| EBITDA interest coverage (x) | 2.5 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.9 |
| Debt/EBITDA (x) | 8.8 | 12.6 | 12.4 | 12.9 | 11.4 |
| FFO/debt (%) | 7.1 | 4.0 | 2.8 | 1.7 | 3.4 |
| Cash flow from operations/debt (%) | 10.1 | (9.7) | 3.8 | 1.3 | 1.7 |
| FOCF/debt (%) | 8.8 | (11.7) | 2.5 | 0.5 | 0.4 |
| DCF/debt (%) | 5.6 | (14.5) | 0.4 | (1.5) | (1.0) |
| Debt/debt and equity (%) | 66.2 | 68.7 | 66.0 | 68.3 | 67.9 |

## נזילות: הולמת

אנו מנתחים את הנזילות של קבוצת אשטרום על בסיס סולו מורחב, קרי, הפעילות המאוחדת כולל פעילות החברות הבנות בבעלות מלאה (ביניהן אשדר) וללא הפעילות של חברת אשטרום נכסים המוחזקת בשיעור של כ-49%. זאת בעיקר בגלל ההיקף הגבוה יחסית של זכויות מיעוט שעשויות להשפיע על מעבר כספים בין החברות. על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של קבוצת אשטרום היא הולמת, שכן אנו מעריכים כי היחס בין המקורות ברמת ודאות גבוהה לשימושים של החברה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2020. הערכתנו נתמכת במדיניות פיננסית של שמירה על מזומנים בהיקף משמעותי בקבוצת אשטרום ועל נגישותה הטובה של החברה למקורות מימון מגוונים בשוק המקומי. נציין כי לאחרונה, הגדילה החברה את היקף מסגרות האשראי המחייבות לטווח קצר של עד שנה בכ-100 מיליון ₪ (לכ-300 מיליון ₪) וזאת כחלק

ממדיניות פיננסית שמרנית, בין היתר, לצורך התמודדות עם השלכות מגפת הקורונה. להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2020:

| מקורות עיקריים | שימושים עיקריים |
|---|---|
| • מזומנים פנויים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-970 מיליון ₪.<br>• מסגרת אשראי מחייבת בתוקף מעל שנה בהיקף של 50 מיליון ₪.<br>• FFO במזומן של כ-260-280 מיליון ₪ (כולל דיבידנדים מאשטרום נכסים). | • תשלום חלויות חוב ואשראי לז"ק בהיקף של כ-800 מיליון ₪.<br>• הוצאות הוניות (capex) שוטפות של כ-30 מיליון ₪.<br>• השקעות בהיקף של כ-50-100 מיליון ₪. |

יצוין כי בבחינת הנזילות איננו כוללים חוב פרויקטלי במסגרת ליווי בנקאי או מוסדי סגור.

| חלויות חוב | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **שנה** | **2020** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024 ואילך** |
| חלויות (מיליון ₪) | 1,480 | 1,287 | 752 | 843 | 3,358 |

על בסיס דוחות מאוחדים.

## ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ליום 31 בדצמבר, 2019, לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

## השפעת הקבוצה

אנו משווים את דירוג המנפיק של אשדר חברה לבניה בע"מ ("אשדר") לדירוג המנפיק של קבוצת אשטרום בע"מ, על פי המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה.

אשדר, חברה בת בבעלות מלאה של קבוצת אשטרום בע"מ, היא זרוע הייזום למגורים של קבוצת אשטרום, ואחראית לחלק משמעותי מסך הפעילות של הקבוצה. בנוסף, חלק משמעותי מהפרויקטים של אשדר מבוצעים על ידי זרוע הקבלנות של קבוצת אשטרום. אשדר נהנית מהמיתוג והמוניטין של הקבוצה ופועלת בהתאם לאסטרטגיה ארוכת הטווח שלה. להערכתנו קיימת אינטגרציה גבוהה של אשדר בפעילות המאוחדת של הקבוצה, התומכת בהערכתנו לקשר בין דירוג אשדר לדירוג הקבוצה.

## התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה חיובית

## ניתוח שיקום חוב

**קבוצת אשטרום בע"מ**

**שיקולים עיקריים**

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הבלתי מובטחות של קבוצת אשטרום בע"מ (סדרות א' ,ב' ו-ג'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב של איגרות חוב אלו נקבעה, בין היתר, בשילוב של שיטת מכפיל EBITDA (למגזרי הפעילות קבלנות והנדסה ותעשיות) עם שיטת השווי הנכסי (למגזרי הפעילות זכיינות, נדל"ן מניב, קרקעות והשקעות בחברות).

**הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי**

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל יוביל להאטה מהותית בהשקעות הממשלה בתשתיות ולמשבר בענף המגורים. בעקבות כך, יתגברו משמעותית הלחצים התחרותיים בענף ויחול קיטון משמעותי בצבר ההזמנות. אלו יובילו לירידה בהכנסות ולשחיקה ברווחיות.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במעמד תחרותי מוביל בישראל בתחום הקבלנות וההנדסה, בסיווגים הגבוהים לביצוע פרויקטים ובצבר ההזמנות הגדול.
- שווי נכסי מגזר הזכיינות יקטן ב-45%, בהתחשב בסוג הפרויקטים (בעיקר בתי משפט ונדל"ן למגורים) ובמיקומם באזורי ביקוש.
- שווי נכסי מגזר יזמות הנדל"ן למגורים בחו"ל (בעיקר ארה"ב) יקטן ב-70%, בהתחשב בתוצאות התפעוליות החלשות במגזר זה בשנים האחרונות.
- שווי נכסי הנדל"ן המניב במזרח אירופה (בעיקר בבלגרד) יקטן ב-45%, בהתחשב בשיעור האכלוס ובריכוזיות בנכס יחיד.
- שווי ההשקעות בחברות בנות (שאינן בבעלות מלאה) יקטן ב-55%, בהתחשב בסחירותן של מניות אשטרום נכסים.
- יתרת המזומנים ושווי המזומנים תקטן ב-80% במסלול ההתדרדרות בעקבות ניצול לצרכים שוטפים.

**מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון**

- EBITDA מפעילות מגזרי קבלנות והנדסה ותעשיות ביציאה מנקודת כשל הפירעון: כ-142 מיליון ₪
- יישום מכפיל EBITDA של 5.0x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-710 מיליון ₪
- שווי נוסף כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת השווי הנכסי: כ-1.67 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-2.26 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח: כ-1.35 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום, לא כולל אשטרום נכסים ואשדר)
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-0.9 מיליארד ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-2.4 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום, לא כולל אשטרום נכסים ואשדר).
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות א', ב' ו-ג'): 30%-50%.

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

**אשדר חברה לבניה בע"מ**

**שיקולים עיקריים**

- אשדר היא ישות משפטית נפרדת, ולכן אנו מניחים כי היא תשרת את התחייבויותיה הפיננסיות מנכסיה שלה, ובוחנים את שיעור שיקום החוב של איגרות החוב שלה בנפרד. גישה זו משקפת, בין היתר, את העובדה שיש לה חוב פיננסי (בנקאי וסדרות אג"ח נסחרות) אשר בכיר במפל התשלומים בהשוואה לחוב בקבוצת אשטרום, ואת המגבלות האפשריות על תנועות תזרימי מזומנים ונכסים, לרבות אמות מידה פיננסיות הנוגעות לחלוקה.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הבלתי מובטחות של אשדר חברה לבניה בע"מ (סדרות א', ג', ד' ו-ה'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.

**הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי**

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל ומשבר בענף המגורים יובילו לצמצום משמעותי בביקוש לדירות חדשות, לירידה משמעותית בהיקף המכירות ובמחירי הדירות בפרויקטים של החברה, ובעקבות כך תחול פגיעה מהותית בתזרימי המזומנים לרמה הנמוכה מצורכי שירות קרן וריבית.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים של הפרויקטים ובמלאי הקרקעות שברשותה.
- שווי מלאי הבניינים למכירה שבידי החברה יקטן ב-45% בהתחשב בשיעורי ההשלמה ושיעורי השיווק.
- שווי הקרקעות לבנייה שבידי החברה יקטן ב-50% בהתחשב במיקום ובשלב קבלת היתרי הבנייה.

**מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון**

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1.13 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.08 מיליארד ₪
- סך חוב בכיר מובטח: כ-735 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-345 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-1.06 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות א', ג', ד' ו-ה'): 30%-50%

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).

## התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של קבוצת אשטרום בע"מ לשנת 2019:

- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- הוספה של הוצאות מימון מהוונות בעלות המכר ל-EBITDA.
- הוספה של דיבידנדים מחברות כלולות ל-EBITDA. לא הכללנו דיבידנדים בהיקף של כ-100 מיליון ₪ בגין מכירת נכסים מניבים בגרמניה היות שהם משקפים רווחי הון שאינם נכללים בהגדרתנו ל-EBITDA.
- סיווג הוצאות מימון שהוונו לפרויקטים כהוצאות מימון ברוטו.
- סיווג תזרים מזומנים בגין ריבית ששולמה והתקבלה כתזרים מפעילות שוטפת.

**Table 3.**

**Reconciliation Of Ashtrom Group Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2019**

**Ashtrom Group Ltd.. reported amounts**

| | Debt | Shareholders' equity | EBITDA | Interest expense | S&P Global Ratings' adjusted EBITDA | Cash flow from operations |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Reported | 7,824.3 | 2,291.0 | 871.5 | 254.9 | 733.4 | 893.7 |
| **S&P Global Ratings adjustments** | | | | | | |
| Cash taxes paid | -- | -- | -- | -- | (29.4) | -- |
| Cash interest paid | -- | -- | -- | -- | (245.8) | -- |
| Reported lease liabilities | 52.4 | -- | -- | -- | -- | -- |
| Accessible cash and liquid investments | (1,414.5) | -- | -- | -- | -- | -- |
| Capitalized interest | -- | -- | 8.2 | 41.4 | -- | -- |
| Share-based compensation expense | -- | -- | 2.1 | -- | -- | -- |
| Dividends received from equity investments | -- | -- | 30.8 | -- | -- | -- |
| Income (expense) of unconsolidated companies | -- | -- | (179.2) | -- | -- | -- |
| Nonoperating income (expense) | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Reclassification of interest and dividend cash flows | -- | -- | -- | -- | -- | (238.0) |
| Noncontrolling interest/minority interest | -- | 1,011.3 | -- | -- | -- | -- |
| Interest expense: Other | -- | -- | -- | (4.3) | -- | -- |
| **Total adjustments** | (1,362.1) | 1,011.3 | (138.1) | 37.1 | (275.1) | (238.0) |

**Aroundtown S.A. reported amounts**

| | Debt | Equity | EBITDA | Interest expense | Funds from operations | Cash flow from operations |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Adjusted | 6,462.1 | 3,302.4 | 733.4 | 292.1 | 458.2 | 655.7 |

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף ההנדסה והבינוי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג יזמי נדל"ן, 3 בפברואר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 2018
- 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
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

## רשימת דירוגים

**פרטים כלליים (נכון ל-21 באפריל, 2020)**

**קבוצת אשטרום בע"מ**

**דירוג(י) המנפיק**

| | |
|---|---|
| טווח קצר | ilA-1 |
| טווח ארוך | ilA\Stable |

**דירוג(י) הנפקה**

חוב בכיר בלתי מובטח

| | |
|---|---|
| סדרה א,ב,ג | ilA |

**היסטוריית דירוג המנפיק**

| | |
|---|---|
| טווח ארוך | |
| מרץ 06, 2014 | ilA\Stable |
| | |
| טווח קצר | |
| אפריל 29, 2015 | ilA-1 |

**אשדר חברה לבניה בע"מ**

**דירוג(י) המנפיק**

| | |
|---|---|
| טווח קצר | ilA-1 |
| טווח ארוך | ilA\Stable |

**דירוג(י) הנפקה**

ניירות ערך מסחריים

| | |
|---|---|
| ניירות ערך מסחריים סדרה י"א | ilA-1 |

חוב בכיר בלתי מובטח

| | |
|---|---|
| סדרה א,ג,ד,ה | ilA |

**היסטוריית דירוג המנפיק**

| | |
|---|---|
| טווח ארוך | |
| מרץ 18, 2018 | ilA\Stable |
| פברואר 21, 2018 | ilA-\Watch Pos |
| ינואר 04, 2017 | ilA-\Stable |
| | |
| טווח קצר | |
| ינואר 08, 2019 | ilA-1 |

**פרטים נוספים**

| | |
|---|---|
| זמן בו התרחש האירוע | 14:43 21/04/2020 |
| זמן בו נודע לראשונה על האירוע | 14:43 21/04/2020 |
| יוזם הדירוג | החברה המדורגת |

**מעקב אחר דירוג אשראי**
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

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

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים 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, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.