Maalot
S&P Global Ratings

אשדר חברה לבניה בע"מ

25 בנובמבר, 2019

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 200 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733 evgeni.silishtian@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 200 מיליון ₪ ע.נ.

S&P מעלות מודיעה בזאת על דירוג 'ilA' לאיגרות חוב בהיקף של עד 200 מיליון ₪ ע.נ. שיונפקו על ידי אשדר חברה לבניה בע"מ (ilA/Stable/ilA-1) באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ה'. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב פיננסי קיים.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מ-10 באפריל, 2019.

פרטים כלליים (נכון ל-25 בנובמבר, 2019)	
אשדר חברה לבניה בעמ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח קצר	ilA-1
טווח ארוך	ilA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
<u>ניירות ערך מסחריים</u>	
ניירות ערך מסחריים סדרה י"א	ilA-1
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>	
סדרה א,ג,ד	ilA
סדרה 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	09:36 25/11/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	09:36 25/11/2019
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.

Maalot
S&P Global Ratings

קבוצת אשטרום בע"מ
אשדר חברה לבניה בע"מ

.....

10 באפריל, 2019

אנליסט אשראי ראשי:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733 evgeni.silishtian@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.....5
הפרופיל העסקי.....6
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות: הולמת.....11
חלויות חוב 12
ניתוח התניות.....12
השפעת הקבוצה 12
התאמות לדירוג.....13
ניתוח שיקום חוב 13

קבוצת אשטרום בע"מ 13
שיקולים עיקריים 13
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 13
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 14
אשדר חברה לבניה בע"מ 14
שיקולים עיקריים 14
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 15
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 15
התאמות לדיווח הכספי 16
רשימת דירוגים 19

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 רב שנים. • נגישות טובה לפרויקטים גדולים במגזר הציבורי והפרטי. • גיוון במגזרי הפעילות היוצרים אינטגרציה אנכית. • צבר הזמנות גדול התורם לנראות גבוהה של יכולת ייצור תזרים מזומנים עתידי.	• חשיפה לתחומי הקבלנות, ההנדסה והייזום, עם רמת סיכון בינונית-גבוהה. • פיזור גיאוגרפי מוגבל עם חשיפה בעיקר לישראל. • מינוף נוכחי וחזוי גבוה.

צמיחה בהיקף הפעילות ושיפור ברווחיות בשנת 2018 יחד עם גידול עקבי בצבר ההזמנות, תומכים במעמדה התחרותי של קבוצת אשטרום. בסוף 2018 גדל צבר ההזמנות של אשטרום בתחום הקבלנות בכ-16% לעומת סוף 2017 והסתכם בכ-6.5 מיליארד ₪. הגידול בצבר תורם להערכתנו לנראות תזרימי המזומנים ולשמירה על היקפי פעילות גבוהים של הקבוצה בשנים הקרובות. במקביל הציגה החברה גידול בהיקפי הפעילות יחד עם שיפור בשיעורי הרווחיות במרבית המגזרים. כתוצאה מכך חל גידול ברווח הגולמי, שהסתכם ב-2018 בכ-727 מיליון ₪ (כ-18.4% מההכנסות) בהשוואה לכ-598 מיליון ₪ (כ-16% מההכנסות) ב-2017. אנו סבורים כי הגידול בצבר ההזמנות והשיפור בתוצאות התפעוליות לאורך זמן משקפים את האינטגרציה בין מגזרי הפעילות ואת מיצובה העסקי הגבוה של הקבוצה.

גידול במלאי הקרקעות לבנייה צפוי לחזק את הסינרגיה בעיקר בין מגזר הייזום למגזר הקבלנות. הזכייה של אשדר חברה לבניה בע"מ ("אשדר"), המשמשת כזרוע היזמות למגורים בקבוצה, במספר פרויקטים בתוכנית "מחיר למשתכן" בשנים האחרונות, תומכת בשמירה על היקפי פעילות הולמים בתחום הייזום בשנים הקרובות. במקביל, הגידול במספר הפרויקטים ובהיקף יחידות הדיור בבנייה, תומך גם בשמירה על צבר הזמנות הולם של זרוע הקבלנות אשר צפויה להערכתנו לבצע את ההקמה.

ב-2018 חל שיפור ביחס כיסוי הריבית, אולם מאידך נרשמה עלייה במינוף, שצפוי להיותר גבוה בשנים 2019-2020. יחס ה-EBITDA להוצאות מימון עמד על כ-1.9x ב-2018, בהשוואה לכ-1.7x אשתקד. השיפור נבע בעיקר מגידול ב-EBITDA בעקבות השיפור בתוצאות התפעוליות כאמור לעיל, והתרחש למרות העלייה

בהוצאות המימון כתוצאה מגידול בחוב הפיננסי. מאידך, ובהתאם לתחזית הקודמת שלנו, חלה עלייה במינוף המאזני כפי שהתבטא ביחס החוב לחוב והון עצמי של כ-68.7% בסוף 2018 לעומת כ-66% בסוף 2017. העלייה במינוף נבעה בעיקר מגידול בחוב המתואם, בין היתר בשל השקעות נרחבות שביצעה הקבוצה במהלך השנה.

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 הפיננסיים נוספים, 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, כפי שיתבטא ביחס חוב ל-EBITDA של כ-5.0x וביחס EBITDA להוצאות מימון של כ-3.0x לאורך זמן.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- סביבה כלכלית יציבה בישראל התומכת בפעילות החברה, עם צמיחה של 3.2%-3.4% בתמ"ג ב-12-24 החודשים הקרובים, שיעור אבטלה נמוך של כ-4% ושיעור אינפלציה של כ-1.5%-1.8%.
- הכנסות של כ-4.6-4.8 מיליארד ₪ ב-2019 ולפחות 5 מיליארד ₪ ב-2020, בהתבסס על צבר ההזמנות הקיים בתחומי הקבלנות והתעשייה, ההתקדמות הצפויה בשיווק ובנייה בפרויקטי ייזום למגורים והשלמה הנדסית בפרויקטי הזכיינות (בעיקר דיור להשכרה).
- רווחיות גולמית של כ- 16%-18% בשנת 2019 ושל כ- 15%-17% בשנת 2020, בהתבסס על תמהיל הפעילות ועיתוי ההכרה ברווח.
- השקעות וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-1.7-1.8 מיליארד ₪ בשנים 2019-2020.
- חלוקת דיבידנד שנתית של כ-120-150 מיליון ₪ בשנים 2019-2020.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2018A	2019E	2020E
הוצאות מימון/EBITDA	1.9x	1.8x-1.6x	1.8x-1.6x
חוב/חוב והון עצמי	68.7%	70%-68%	71%-69%
חוב/EBITDA	12.6x	14x-12x	14x-12x

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

עיקר הגידול הצפוי בהכנסות בשנים 2019-2020 מתבסס בעיקר על צמיחה צפויה של כ-8%-12% בשנה בהכנסות מתחום הקבלנות ושל כ-25%-30% בשנה בתחום הייזום למגורים בישראל

בשנים האחרונות הגדילה החברה את צבר ההזמנות שלה בתחום קבלנות הבנייה בישראל, שנכון למרץ 2019 מסתכם בכ-6.8 מיליארד ₪, עובדה אשר תומכת בהערכתנו לגידול בהכנסות הצפויות מתחום זה. כמו כן, על פי תכניות הקבוצה, אשדר צפויה להתחיל לבצע ולשווק פרויקטים מהותיים החל מ-2019 (בפרט, פרויקטי מחיר למשתכן בטירת הכרמל ובקרית אונו). אנו סבורים כי בדומה לשנת 2018, החברה תשמור על שיעורי שיווק גבוהים יחסית של כ-50% בממוצע תוך עמידה בלוחות הזמנים והתקציבים בפרויקטים, מה שמחזק את הערכתנו לגידול המשמעותי בהכנסות מתחום הייזום למגורים בשנים 2019-2020.

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 2019-2020, בעיקר בנדל"ן בהקמה להשכרה למגורים, תרכוש נכסים מניבים חדשים בעיקר באירופה (דרך 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 בשנים 2019-2020.

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 בארה"ב; נדל"ן מניב בתחום התעשייה, המשרדים והמסחר, בישראל ובמזרח אירופה (בעיקר גרמניה 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-1,900 יחידות בבנייה ב-27 פרויקטים (כולל פרויקטי פינוי בינוי ותמ"א 38) נכון ליום 31 בדצמבר, 2018.

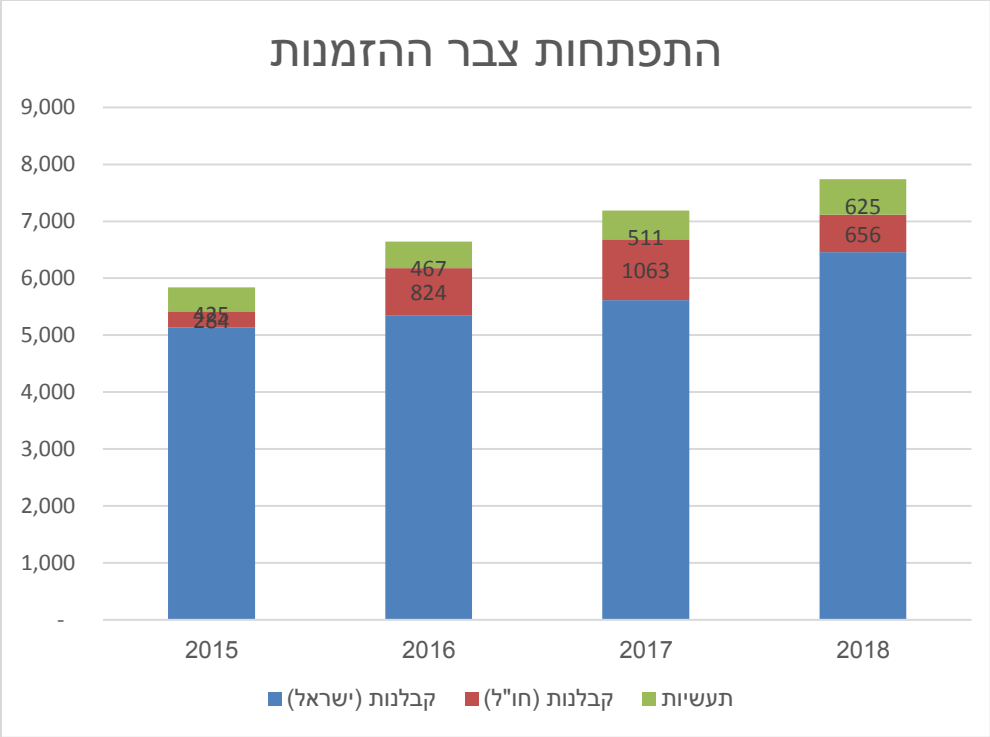
פעילות הנדל"ן המניב בישראל ובגרמניה מתבצעת באמצעות אשטרום נכסים בע"מ שקבוצת אשטרום מחזיקה בה כ-49%, וכוללת תיק נכסים מניבים בשווי של כ-2.4 מיליארד ₪ (לא כולל כ-1.2 מיליארד ₪ נכסים בחברות כלולות). הפעילות במזרח אירופה, כוללת תיק נכסים בשווי של כ- 600 מיליון ₪, עיקרה מרוכזת בסרביה והיא כוללת מבנה משולב של מלון ומסחר.

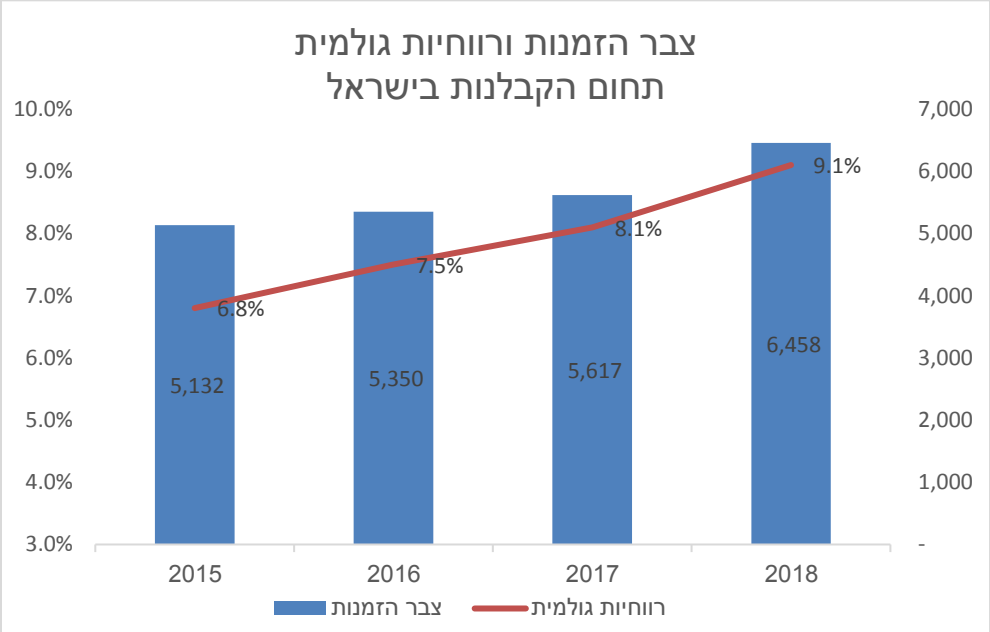
הפרופיל העסקי

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 החברה 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 אקרו וסוזוקי בתל אביב. בחו"ל יש לחברה שני פרויקטים מהותיים בביצוע בזמביה, במסגרתם הקבוצה מקימה שכונת מגורים כולל מבני ציבור ובית חולים ממשלתי.

בשנת 2018 הגדילה החברה את צבר ההזמנות הכולל שלה בכ-8%, והוא הסתכם בכ-7.7 מיליארד ₪ בסוף השנה. עיקר הגידול נבע מתחום הקבלנות בישראל, תחום שהרווחיות בו עלתה בשנים האחרונות. אנו סבורים כי הגידול בצבר ההזמנות והשיפור בתוצאות התפעוליות שהציגה החברה בשנים האחרונות משקפים את האינטגרציה בין מגזרי הפעילות ואת מיצובה העסקי הגבוה של הקבוצה.



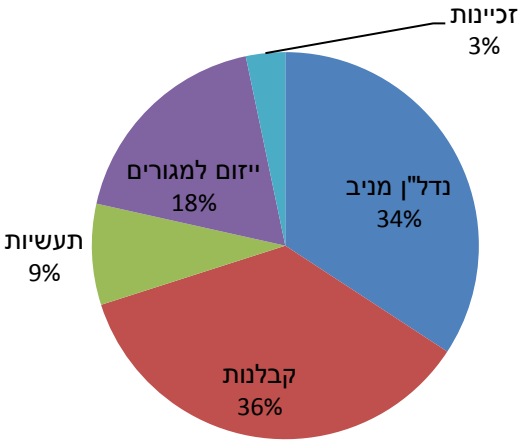


אנו מעריכים כי צבר ההזמנות הקיים והצפי להשקעות משמעותיות בתשתיות בישראל בשנים הקרובות תומכים בנראות טובה של הכנסות עם צפי לגידול בבסיס הפעילות בשנים הקרובות, משקף ניצול יתרונות לגודל ומהווה עדות ליכולת הקבוצה לזכות בפרויקטים בקנה מידה גדול.

הגידול בהיקף הפעילות שחל בשנים האחרונות, הגיוון במקורות ההכנסה על פני מספר תחומי פעילות והפיזור הגיאוגרפי של הפעילות (בעיקר ישראל, אירופה ואפריקה) משפיעים לחיוב על הערכתנו לפרופיל העסקי.

מנגד, החשיפה הגבוהה לתחומי הקבלנות והייזום למגורים עם רמת סיכון ענפי בינונית-גבוהה ורמת תחרותיות גבוהה בישראל אשר מובילה לשיעורי רווחיות נמוכים, מגבילה את הערכתנו לפרופיל העסקי. כמו כן, החשיפה הגדלה לייזום למגורים ובפרט לפרויקטי מחיר למשתכן, עלולה להוביל לשחיקה של הרווחיות הגולמי של הקבוצה, שכן פרויקטים אלו מאופיינים בשיעורי רווח נמוכים יחסית. עיכובים אפשריים בקבלת היתרי בנייה וההאטה בהיקפי המכירות בשוק המגורים בישראל שחלה בשנה האחרונה עלולים להשפיע לשלילה על קצב ההכרה בהכנסות וברווח ולהוביל לחריגה מתרחיש הבסיס שלנו. יחד עם זאת, הצפי לשיעורי מכירה גבוהים בפרויקטי מחיר למשתכן ממתנת להערכתנו את הסיכון.

רווח גולמי - חלוקה למגזרים



רווח גולמי - חלוקה גיאוגרפית (ממוצע תלת שנתי)

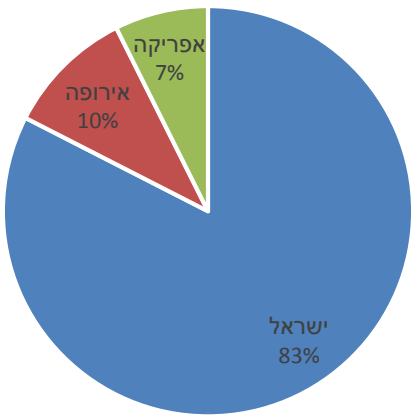


Table 1.
Ashtrom Group Ltd. -- Peer Comparison (Mil. NIS)
Industry Sector: Engineering & Construction

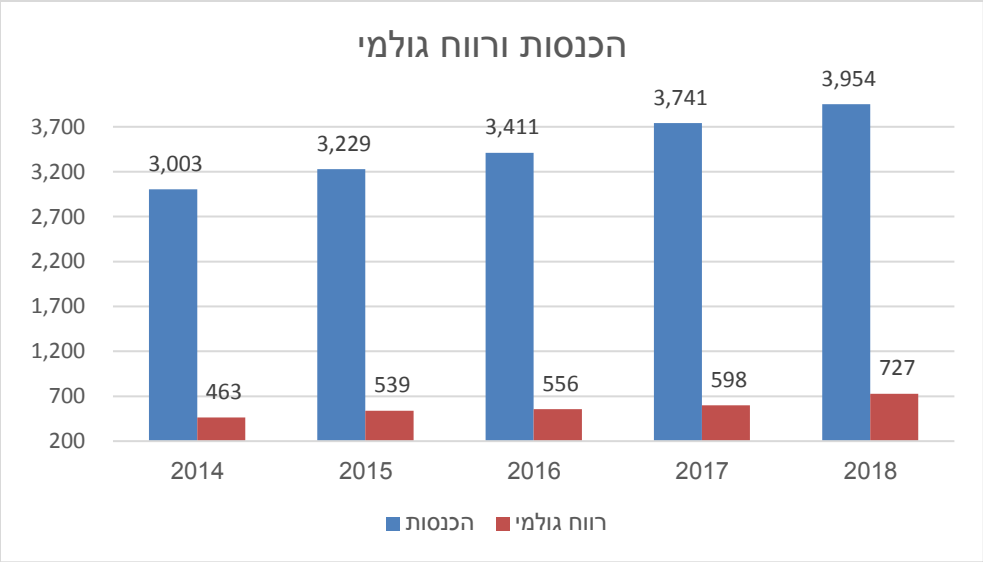
	Ashtrom Group Ltd.	Shikun & Binui Ltd.	Minrav Holdings Ltd.	Shapir Engineering and Industry Ltd	Electra Ltd.
National Scale Rating	ilA/Stable/ ilA-1	ilA/Negative	ilA/Stable	ilA+/Stable	ilAA- /Stable
Fiscal Year	2018	2017	2017	2018	2017
Revenues	3,953.7	6,440.5	840.8	3,086.0	6,060.0
EBITDA	505.4	851.2	80.5	521.4	465.4
FFO	254.8	557.6	53.9	384.0	331.0
Interest Expense	264.7	338.8	36.7	203.3	68.4
Cash Interest Paid	231.0	293.6	20.0	104.0	75.7
Working capital changes	(755.7)	(749.0)	(35.7)	(336.2)	(50.1)
Cash flow from operations	(617.895)*	(372.7)	(34.1)	35.3	312.4
Capital expenditures	123.9	109.5	13.8	191.3	122.3
Free operating cash flow	(741.8)	(482.1)	(47.9)	(156.0)	190.1
Debt	6,349.2	4,591.2	409.7	1,621.1	1,166.2
Equity	2,892.9	2,091.7	818.0	1,592.3	996.7
Adjusted ratios	3,953.7	6,440.5	840.8	3,086.0	6,060.0
EBITDA margin (%)	12.8	13.2	9.6	16.9	7.7
Return on capital (%)	7.5	8.5	5.5	19.6	15.5
EBITDA interest coverage (x)	1.9	2.5	2.2	2.6	6.8
FFO cash interest coverage (x)	2.1	2.9	3.7	4.7	5.4
Debt/EBITDA (x)	12.6	5.4	5.1	3.1	2.5
FFO/debt (%)	3.8	12.1	13.2	23.7	28.4
Cash flow from operations/debt (%)	(9.7)	(8.1)	(8.3)	2.2	26.8
Free operating cash flow/debt (%)	(11.7)	(10.5)	(11.7)	(9.6)	16.3
Discretionary cash flow/debt (%)	(14.5)	(13.3)	(14.0)	(13.3)	6.8
Debt/debt and equity (%)	68.7	68.7	33.4	50.4	53.9

*כולל רכישת קרקעות בהיקף של כ-765 מיליון ₪.

הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי מאופיין במינוף גבוה יחסית לרמת הדירוג, כפי שמשתקף ביחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-12.6x וביחס חוב לחוב והון עצמי של כ-68.7% נכון ל-31 בדצמבר, 2018. בשנים האחרונות מציגה הקבוצה המשך צמיחה בהיקפי הפעילות וברווח הגולמי בעיקר בתחומי הקבלנות וההנדסה בישראל ובחו"ל ובתחום היזמות למגורים בישראל, אשר משתקפים בגידול בבסיס ה-EBITDA וב-FFO (funds from operations) ובשיפור ביחס כיסוי הריבית בשנת 2018. יחד עם זאת, לא חל שיפור ביחסי המינוף, בעיקר

בשל גידול מהיר בהיקף החוב בשנה האחרונה, אשר נבע בעיקר מרכישת קרקעות לייזום בהיקף ניכר (כ-765 מיליון ₪), מהמשך השקעות נרחבות בתחום הדיור להשכרה (כ-125 מיליון ₪) ומרכישת זכויות המיעוט באשדר (כ-170 מיליון ₪). אנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות יישאר המינוף גבוה מאוד ויהווה גורם המגביל את הדירוג, בין היתר בהתבסס על הצפי להמשך ביצוע השקעות בהיקפים גבוהים בהתאם לתכנית העסקית של הקבוצה.



ה-EBITDA של הקבוצה גדל ב-2018 לכ-505 מיליון ₪, בהשוואה לכ-390 מיליון ₪ ב-2017. כתוצאה מכך, חל שיפור ביחס ה-EBITDA להוצאת מימון שהסתכם בכ-1.9x ב-2018, בהשוואה לכ-1.7x ב-2017, על אף הגידול בהוצאות המימון שנבע מגידול בחוב הפיננסי.

להערכתנו, בשנתיים הקרובות צפוי גידול בהיקף החוב, בהתבסס על האסטרטגיה העסקית של החברה הכוללת המשך ביצוע השקעות בהיקף משמעותי, אשר עשויה להשפיע לרעה על היחסים הפיננסיים. יחד עם זאת, עיקר הגידול בחוב צפוי בתחום הזכיינות (דיור להשכרה), כאשר בתום תקופת ההקמה החוב עשוי להפוך לחוב ללא זכות חזרה בהתאם לאסטרטגיית החברה.

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

	2018	2017	2016	2015	2014
Revenues	3,953.7	3,740.9	3,411.3	3,228.9	3,004.1
EBITDA	505.4	404.7	362.4	369.5	322.8
FFO	254.8	140.9	81.7	143.2	82.6
Interest Expense	264.7	238.0	226.5	195.7	221.5
Cash Interest Paid	231.0	211.9	245.1	189.6	202.5
Cash flow from operations	(617.9)*	189.1	59.6	70.1	34.5
Capital expenditures	123.9	65.6	37.9	54.7	28.9
Free operating cash flow	(741.8)*	123.5	21.7	15.4	5.6
Discretionary cash flow	(918.6)*	19.2	(71.6)	(43.2)	(26.3)
Debt	6,349.2	5,010.1	4,684.8	4,210.9	4,219.2
Equity	2,892.9	2,582.6	2,171.7	1,987.8	1,874.3
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	12.8	10.8	10.6	11.4	10.7
Return on capital (%)	7.5	6.9	7.0	7.0	7.1
EBITDA interest coverage (x)	1.9	1.7	1.6	1.9	1.5
FFO cash interest coverage (x)	2.1	1.7	1.3	1.8	1.4
Debt/EBITDA (x)	12.6	12.4	12.9	11.4	13.1
FFO/debt (%)	4.0	2.8	1.7	3.4	2.0
Cash flow from operations/debt (%)	(9.7)	3.8	1.3	1.7	0.8
Free operating cash flow/debt (%)	(11.7)	2.5	0.5	0.4	0.1
Discretionary cash flow/debt (%)	(14.5)	0.4	(1.5)	(1.0)	(0.6)
Debt/debt and equity (%)	68.7	66.0	68.3	67.9	69.2

*כולל רכישת קרקעות בהיקף של כ-765 מיליון ₪.

נזילות: הולמת

אנחנו מנתחים את נזילות של קבוצת אשטרום על בסיס סולו מורחב, קרי, הפעילות המאוחדת כולל פעילות החברות הבנות בבעלות מלאה (כולל 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,

2019. הערכתנו נתמכת במדיניות פיננסית של שמירה על מזומנים בהיקף משמעותי בקבוצת אשטרום ועל נגישותה הטובה של החברה למקורות מימון מגוונים בשוק המקומי.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2019:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים פנויים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-954 מיליון ₪. • FFO במזומן של כ-210-230 מיליון ₪ (כולל דיבידנדים מאשטרום נכסים).	• תשלום חלויות חוב ואשראי לז"ק בהיקף של כ-780 מיליון ₪ (לאחר פריסה לזמן ארוך של הלוואות בהיקף של כ-162 מיליון ₪ בפרויקטי זכיינות). • הוצאות הוניות (capex) שוטפות של כ-30 מיליון ₪. • חלוקת דיבידנד של כ-104 מיליון ₪ (הוכרז).

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

ניתוח הנזילות מביא בחשבון את הנפקת האג"ח בקבוצת אשטרום (כ-250 מיליון ₪) והנפקת ניירות הערך המסחריים באשדר (100 מיליון ₪), שהושלמו לאחר ה-1 בינואר, 2019, ושימשו לפירעון אשראי לזמן קצר.

חלויות חוב

שנה	2019	2020	2021	2022	2023 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	1,948	1,232	681	663	3,044

על בסיס דוחות מאוחדים

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ליום 31 בדצמבר, 2018, 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 לדירוג המנפיק של קבוצת אשטרום בע"מ, על פי המתודולוגיה שלנו לדירוג קבוצת חברות.

אשדר, חברה בת בבעלות מלאה של קבוצת אשטרום בע"מ, היא זרוע הייזום למגורים של קבוצת אשטרום, ואחראית להיקף 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, בין היתר בהתחשב בתמיכה אפשרית של הקבוצה, כפי שהתבטא בהזרמת הון של כ-75 מיליון ב-2018.

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: 2023
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל יוביל להאטה מהותית בהשקעות הממשלה בתשתיות ולמשבר בענף המגורים.. בעקבות כך, יתגברו משמעותית הלחצים התחרותיים בענף ותחול ירידה משמעותית 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 (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-111 מיליון ₪
- יישום מכפיל EBITDA של 5.0x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת מכפיל EBITDA: כ-555 מיליון ₪
- שווי נוסף כעסק חי (ברוטו) לפי שיטת השווי הנכסי: כ-1.72 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-2.16 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח: כ-1.28 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום, לא כולל אשטרום נכסים ואשדר)
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-0.88 מיליארד ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-2.47 מיליארד ₪ (קבוצת אשטרום, לא כולל אשטרום נכסים ואשדר).
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות א', ב' ו-ג'): 30%-50% (בחלק התחתון של הטווח).

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 סדרות אג"ח נסחרות משלה ושקיימות מגבלות אפשריות על תנועות תזרימי מזומנים ונכסים, לרבות אמות מידה הנוגעות לחלוקה
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הבלתי מובטחות של אשדר חברה לבניה בע"מ (סדרות א' ,ג' ו-ד'). בה בעת, אנו מעדכנים את דירוג שיקום החוב לסדרות אלו ל-'4'. דירוג זה משקף את הערכתנו העדכנית לשיעור שיקום חוב נמוך יותר בטווח של 30%-50% בהינתן כשל פירעון היפותטי. השינוי בהערכתנו נובע בעיקר מעלייה במינוף ומשינוי בתמהיל החוב עם הגידול בשיעור החוב המובטח.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל ומשבר בענף המגורים יובילו לצמצום משמעותי בביקוש לדירות חדשות. אלו יובילו 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.
- יתרת המזומנים ושווי המזומנים תקטן ב-80% במסלול ההתדרדרות בעקבות ניצול לצרכים שוטפים.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1.1 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.05 מיליארד ₪
- סך חוב בכיר מובטח: כ-776 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-276 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח מדורג: כ-786 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הבלתי מובטח (סדרות א', ג' ו-ד'): 30%-50% (בחלק התחתון של הטווח).

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 לשנת 2018:

- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- הוספה של הוצאות מימון מהוונות בעלות המכר ל-EBITDA.
- סיווג של 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, 2018

Ashtrom Group Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	7,581.7	1,930.1	483.8	631.4	242.4	505.4	(397.8)
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	**(19.5)**	--
Cash taxes paid - Other	--	--	--	--	--	--	--
Cash Interest Paid	--	--	--	--	--	**(231.0)**	--
Accessible Cash & Liquid Investments	**(1,241.2)**	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	**5.0**	**5.0**	**38.0**	--	--
Share-based compensation expense	--	--	**1.7**	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	**14.9**	--	--	--	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	**165.2**	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	**(220.1)**
Non-controlling Interest/Minority interest	--	**962.8**	--	--	--	--	--
Debt - Other	**8.7**	--	--	--	--	--	--
D&A - Asset Valuation gains/(losses)	--	--	--	**(173.3)**	--	--	--
Interest expense - Other	--	--	--	--	**(15.7)**	--	--
Total adjustments	**(1,232.5)**	**962.8**	**21.6**	**(3.1)**	**22.3**	**(250.5)**	**(220.1)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	6,349.2	2,892.9	505.4	628.3	264.7	254.8	(617.9)

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב- CW, 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: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים Corporate Methodology , 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 - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- 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
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings , 31 באוקטובר, 2018
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-10 באפריל, 2019)

אשדר חברה לבניה בעמ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח קצר	ilA-1
טווח ארוך	ilA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
<u>ניירות ערך מסחריים</u>	
ניירות ערך מסחריים סדרה י"א	ilA-1
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>	
סדרה א,ג,ד	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	15:06 10/04/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15:06 10/04/2019
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.