

דה לסר גרופ לימיטד

25 במאי, 2020

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת סדרת איגרות חוב חדשה
מובטחת, סדרה ו', בהיקף של עד 260 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

אור ישראלי, 972-3-7539731 or.israeli@spglobal.com

איש קשר נוסף:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

תוכן עניינים

2.....	פעולת הדירוג
2.....	ניתוח שיקום חוב
2.....	שיקולים עיקריים
3.....	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
3.....	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
4.....	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
5.....	רשימת דירוגים

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת סדרת איגרות חוב חדשה מובטחת, סדרה ו', בהיקף של עד 260 מיליון ₪ ע.ג.

פעולת הדירוג

S&P מעלות מודיעה בזאת על דירוג 'ilA' לאיגרות חוב בהיקף של עד 260 מיליון ₪ ע.נ., המובטחות בשעבוד ראשון על שלושה נכסים, שיונפקו על ידי חברת דה לסר גרופ לימיטד (ilA-/Stable) באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה, סדרה ו'. התמורה מהנפקת איגרות החוב מיועדת בעיקר להחלפת חוב פיננסי הקיים. דירוג סדרת אג"ח ו' גבוה ברמת דירוג (נוץ') אחת מדירוג המנפיק בשל הערכתנו כי שיעור שיקום החוב של סדרת האג"ח המובטחת בעת תרחיש כשל פירעון היפותטי יהיה 70%-90%.

קיימת אי ודאות רבה לגבי קצב התפרצות 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.spqglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים על דירוג החברה ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו [דוח דירוג מ-2 בינואר, 2020](#).

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח השונות בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת, בין היתר, על ירידה בשווי בטוחות בדרך לכשל פירעון היפותטי ועל מפל התשלומים בהינתן סדר קדימות הנשייה.
- אנו קובעים דירוג 'A', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרת האג"ח ו' החדשה המובטחת בשעבוד ראשון על שלושה נכסים, 110 Beard Street & 411 Van Brunt Street, 1440 Story Avenue ו-66 דירות בנכס Mapleton, בשווי נוכחי כולל של כ-105 מיליון דולר. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, ובהתחשב בשווי והסוג הבטוחה, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- אנו מאשררים את הדירוג 'A-', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של דה לסר גרופ לימיטד שאינן מובטחות בנכסי נדל"ן (סדרות ג', ד' ו-ה'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.

- אנחנו מנתחים את שיקום החוב של החברה על בסיס איחוד חלקי יחסי, לפי חלק החברה בנכסים. דירוג שיקום החוב של סדרת האג"ח מושפע בעיקר מרמת המינוף הנוכחית של החברה ומחלקו של החוב המובטח במבנה החוב של החברה. ניתוח שיקום החוב נעשה על בסיס מבנה החוב הקיים היום, בהנחה שהחוב הבנקאי ימוחזר.
- אנו מניחים כי סדרת האג"ח ו' תיהנה, בנוסף לשווי הבטוחה הספציפית, גם מחלוקת השווי הפנוי שיישאר לכיסוי החוב הבלתי מובטח, פארי פאסו עם שאר סדרות האג"ח הלא מובטחות. נציין כי הגדלת החוב הבכיר עשויה להשפיע לשלילה על הערכת שיקום החוב של כל הסדרות האג"ח.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- מיתון עמוק בכלכלה האמריקאית יוביל לירידה בשיעורי התפוסה של הנכסים ולירידה משמעותית בשווי הנכסים.
- שווי הנכסים המניבים של החברה יקטן בכ-40%, בהינתן הפיזור הגיאוגרפי, פיזור השוברים ונזילות הנכסים.
- שווי מלאי הדירות בהקמה בפרויקט הבנייה יקטן בכ-45%, בהינתן הפיזור הגיאוגרפי והזמן הדרוש לסיום הפרויקט.
- שווי הקרקעות לפיתוח עתידי יקטן בכ-50%, בהינתן המיקום הגיאוגרפי והאישורים הנדרשים לקרקעות.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית תשתמש החברה בירת המזומנים העודפת שברשותה.
- חלק מהפיקדונות המוגבלים משועבדים לתשלום חלק מהריבית על האג"ח, ויוכלו לשמש לתשלום בעת כשל פירעון.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים המרכזיים של נכסיה, שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- החברה תוותר על נכסים הממומנים בהלוואות ללא זכות חזרה ששוויים תחת הנחות התרחיש יהיה נמוך מגובה ההלוואות בזמן אירוע כשל הפירעון ההיפותטי.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-547 מיליון \$
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 7%
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-450 מיליון \$
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-294 מיליון \$
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח סדרת האג"ח ו', בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית והשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי החוב הבלתי מובטח: כ-68 מיליון \$
- סך חוב מובטח (סדרת האג"ח ו'): כ-76 מיליון \$

- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח (סדרת אג"ח ו'): 70%-90%
 - שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הבלתי מובטח: כ-156 מיליון \$
 - סך חוב לא מובטח (סדרות אג"ח ג', ד' ו-ה' וסדרת אג"ח ו' שלא כוסתה על ידי הבטוחה הספציפית): 310 מיליון \$
 - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות אג"ח ג', ד' ו-ה'): 50%-70%
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

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

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 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

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: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 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: 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-25 במאי, 2020)

דה לסר גרופ לימיטד	
דירוג(י) המנפיק	
ilA-\Stable	טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר מובטח	
ilA	סדרה I
חוב בכיר בלתי מובטח	
ilA-	סדרה ג,ד,ה
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ilA-\Stable	דצמבר 17, 2015
ilA\Stable	אוגוסט 28, 2012
פרטים נוספים	
12:59 25/05/2020	זמן בו התרחש האירוע
12:59 25/05/2020	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

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 יישמש 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 האכזת 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 אמנים 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.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

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.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.

דה לסר גרופ לימיטד

2 בינואר, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

אור ישראלי, 972-3-7539731 or.israeli@spglobal.com

איש קשר נוסף:

דימה פוסטירנאק, 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

תוכן עניינים

2	תמצית
3	תחזית הדירוג: יציבה
3	התרחיש השלילי
3	התרחיש החיובי
3	התרחיש הבסיס
3	הנחות עיקריות
4	יחסים עיקריים
4	תחזיות תרחיש הבסיס
4	תיאור החברה
4	הפרופיל העסקי
5	הפרופיל הפיננסי
6	נזילות: הולמת
7	ניתוח התניות
7	התאמות לדירוג
8	ניתוח שיקום חוב
8	שיקולים עיקריים
8	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
8	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
9	התאמות לדיווח הכספי
11	רשימת דירוגים

דה לסר גרופ לימיטד

ilA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
• מרווח זמן גדול יחסית בין רכישת הנכסים לבין ייצור ההכנסות בחלק מהעסקאות, בין היתר בשל שיפוז הנכסים והתאמתם לשוכרים עתידיים. • חשיפה לפעילות ייזום, שלהערכתנו מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב. • יחס כיסוי חלש יחסית בשנים האחרונות, עם צפי לשיפור עם מכירת הדירות בפרויקט Mapleton. • פיזור גיאוגרפי נמוך יחסית עם ריכוזיות במדינת ניו-יורק, בעיקר ברובע ברוקלין.	• תיק נכסים בהיקף בינוני אך צומח, עם שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים לאורך זמן במרבית הנכסים. • תמהיל שוכרים יציב, היות שחלק מהנכסים מושכר לרשויות ומוסדות אמריקאים שונים, לרוב בחוזים ארוכי טווח. • מינוף מאזני הולם לאורך זמן עם צפי לעלייה לעד 65% ב-2019 בשל ההשקעות בפרויקט הייזום Mapleton ורכישת נכסים, ולאחר מכן צפי לירידה הדרגתית עם מסירת הדירות בפרויקט. • גמישות פיננסית סבירה בזכות נכסים לא משועבדים בשווי כולל של כ-100 מיליון דולר (חלק החברה).

בשנה האחרונה הציגה דה לסר גרופ ("החברה") ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים המניב.

ה-EBITDA של החברה (כולל חלקה בחברות הכלולות) בתשעה החודשים הראשונים של 2019 המשיך במגמת העלייה ועמד על כ-34 מיליון דולר, בהשוואה לכ-37.1 מיליון דולר בשנת 2018 וכ-33 מיליון דולר ב-2017, בעיקר בעקבות גידול ב-NOI (net operating income) מנכסים החדשים והשבחת הנכסים הקיימים. אנו צופים המשך מגמה זו גם בשנתיים הקרובות, בעיקר בשל המשך השבחת הנכסים וחתימה על הסכמי שכירות חדשים, לדוגמת הנכס 77 Clinton Avenue, שצפוי לתרום כמיליון דולר ל-EBITDA של החברה. אנו צופים כי שיעור התפוסה יישאר יציב וגבוה מ-90%.

החברה המשיכה להרחיב את תיק נכסיה ולהתמקד בנכסי השכרה למשרדים, מסחר ומוסדות ציבור, בעיקר במדינת ניו-יורק. להערכתנו, גם הצמיחה העתידית של החברה תנבע מהרחבת תיק הנכסים בסגמנטים האלו ומהשבחת הנכסים הקיימים. בשנתיים האחרונות רכשה החברה מספר נכסים בפנסילבניה ובניו-ג'רזי, מה שתרם מעט לצמצום הריכוזיות במדינת ניו-יורק, שנותרה גבוהה (כ-80% מהשווי וכ-75% מה-NOI הכולל).

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפייתנו כי ב-12 החודשים הקרובים החברה תמשיך לייצר תזרימי מזומנים יציבים מנכסי הליבה תוך שמירה על נזילות הולמת. היחסים שאנו רואים כתואמים את הדירוג הנוכחי הם יחס חוב לחוב והון עצמי של עד 65% ויחס EBITDA להוצאות מימון של $1.3x-1.0x$ (לפי איחוד חלקי יחסי של חברות כלולות).

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה לא תשמור על יחסים ההולמים את הדירוג, אם תחול הרעה בביצועי הנכסים, או אם החברה תיכנס לפרויקט ייזום נוספים אשר יגרמו להתדרדרות בנזילות ובפרופיל הסיכון הפיננסי. כמו כן, נשקול הורדת הדירוג אם יבוצעו רכישות בהיקפים גבוהים מהמצופה שימומנו על ידי חוב חיצוני שיספיע לשלילה על המיצוב הפיננסי של החברה.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תשפר פרמננטית את תזרימי המזומנים מהנכסים ואת היחסים הפיננסיים. היחסים שאנו רואים כתואמים דירוג גבוה יותר הם יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-60% ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ- $1.5x$ (לפי איחוד חלקי יחסי) לאורך זמן.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחת תמ"ג ריאלי בארה"ב של כ-2.3% ב-2019 ושל כ-1.8% ב-2020.
- גידול ב-EBITDA בשנתיים הבאות, בין היתר כתוצאה מהכרה ברווחים ממכירת דירות בפרויקט Mapleton ומחוזי שכירות חדשים בחלק מהנכסים הקיימים.
- יציבות יחסית במרבית נכסי החברה בהתאם למצב שוק המשרדים להשכרה באזורי הפעילות.
- שמירה על רווחיות גולמית של כ-60% על תיק הנכסים המניבים, בדומה לשנים האחרונות.
- הכרה בהכנסות וקבלת תזרימים מפרויקט Mapleton החל משנת 2020. אנו צופים היקף הכנסות כולל של כ-135-140 מיליון דולר בפרויקט בשנתיים הבאות.
- השקעות הוניות (capex) בנכסים הקיימים בהיקף של כ-10 מיליון דולר בשנה בשנתיים הקרובות.
- יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים. בנכס 101 Fleet אנו צופים עליית שווי בשל קבלת אישור לשינוי ייעוד בנכס.

יחסים עיקריים			
יחס פיננסי	2018A	2019E	2020E
EBITDA/הוצאות מימון	1.0x	1.1x-1.3x	1.5x-1.3x
חוב/חוב והון עצמי	61.9%	65%-63%	63%-60%
חוב/EBITDA	17.8x	18x-16x	15x-12x

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

יציבות ביחס כיסוי הריבית בשנת 2019 ושיפור בשנת 2020, ירידה במינוף עם קבלת התזרימים מפרויקט הייזום Mapleton

אנו צופים כי ב-2019 ימשיך יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון להיות מושפע מפרויקט הייזום ויעמוד על כ-1.1x, בדומה לשנת 2018. ב-2020 צפוי יחס זה לעלות ל-1.5x-1.3x עם תחילת מסירת הדירות מפרויקט Mapleton ובשל הסכמי שכירות חדשים בחלק מהנכסים. המינוף של החברה, כמתבטא ביחס חוב לחוב והון עצמי, עמד על 61.9% בשנת 2018, וצפוי לעלות לעד 65% בשנת 2019 עם המשך ההשקעות של החברה והפסדי שער בגין התחזקות השקל, ולרדת בשנתיים הבאות עם תחילת קבלת התזרימים מפרויקט Mapleton.

תיאור החברה

דה לסר גרופ לימיטד ("החברה") פועלת בעיקר בתחום השכרת נכסים מניבים בתחום המשרדים, מסחר ומוסדות ציבור, ועיקר נכסיה מרוכזים במדינות ניו-יורק ופנסילבניה. נכון למועד הדוח, תיק הנכסים של החברה כולל כ-40 נכסים מניבים, פרויקט מגורים בפיתוח ומספר קרקעות ונכסים פיננסיים אחרים, בשווי כולל של כ-1.1 מיליארד דולר (כולל נכסים מאוחדים וחלק החברה בחברות הכלולות). בעל השליטה בה הוא מר אברהם לסר, הפעיל בתחום הנדל"ן בארה"ב ב-45 השנים האחרונות.

הפרופיל העסקי

פרופיל הסיכון העסקי של דה לסר נתמך בשיעורי תפוסה יציבים לאורך זמן ברוב הנכסים (כ-90%) וברווחיות ממוצעת לענף הפעילות כמתבטא בשיעור EBITDA של כ-55% בפעילות המניבה. תמהיל השוברים תורם אף הוא ליציבות, היות שחלק מהנכסים מושכר לרשויות ומוסדות אמריקאים שונים (אקדמאים וממשלתיים), ביניהם הממשל הפדרלי, מדינת ניו יורק ועיריית ניו יורק, לרוב בחוזים ארוכי טווח. נכון למועד הדוח עומד שווי תיק הנכסים של החברה על כ-1.1 מיליארד דולר (כולל פרויקט ייזום, קרקעות וחלק החברה בחברות הכלולות),

היקף בינוני-גבוה ביחס לקבוצת ההשוואה. הפרופיל העסקי נתמך גם בהיכרות טובה של ההנהלה ובעיקר של בעל השליטה, מר אברהם לסר, עם אזורי הפעילות, לאורך יותר מ-45 שנה.

הפרופיל העסקי מוגבל, לדעתנו, על ידי ריכוזיות בשלושה נכסים בודדים, המייצרים כ-33% מה-NOI של החברה (כולל איחוד חלקי יחסי של חברות כלולות), ועל ידי ריכוזיות גיאוגרפית במדינת ניו יורק (בעיקר בברוקלין – כ-55% מה-NOI הכולל). בנוסף, קיים מרווח זמן גדול יחסית בין רכישת הנכסים לבין השכרתם בחלק מהעסקאות. להערכתנו, בטווח הארוך תאפשר השבחת הנכסים לחברה לשמור על איכות תיק הנכסים ולשפר את הכנסותיה לאורך זמן. עם זאת, אנו סבורים כי אם יהיו עיכובים משמעותיים בפרויקטים הקיימים או באכלוס הנכסים, תזרימי המזומנים של החברה עלולים להיפגע, אם כי יש לציין כי לחברה ניסיון רב בהשבחת נכסים.

לחברה גם פרויקט ייזום למגורים בשם Mapleton ברובע ברוקלין בניו-יורק, הכולל 128 יח"ד, ולכן היא חשופה גם לסיכון של פעילות ייזום, הגבוה יותר מסיכון הפעילות המניבה. בנייתו של שלב א' (62 דירות) הושלמה סופית והוא ניתן למסירה ובנייתו של שלב ב' צפויה להסתיים עד אמצע 2020. בשונה מהערכתנו הקודמות, עד לתאריך הדוח החברה לא מסרה אף דירה בפרויקט. להבנתנו, הדבר נבע בעיקר משילוב של האטה מסוימת בשוק הדירות בעיר ניו-יורק בחודשים האחרונים ורצון החברה למקסם את מחירי המכירה. החברה צופה הכנסות של כ-150 מיליון דולר בפרויקט, בהתבסס על מחיר ממוצע של 660 דולר לר"ר וחלק החברה בתזרים הפנוי מהפרויקט, בהינתן ההלוואה הקיימת, צפוי להיות כ-55-65 מיליון דולר. להבנתנו, בימים אלה נחתמו חוזי מכירה ראשונים בפרויקט ואנו צופים התחלת מסירת הדירות בחודשים הקרובים. כמו כן, בימים אלו פועלת החברה להחלפת החוב הקיים על הנכס (55 מיליון דולר נכון ל-31 לדצמבר 2019) בהלוואת מלאי חדשה של כ-75 מיליון דולר (תשלום ריבית בלבד ופירעון לשיעורין מתוך תקבולי הפרויקט). הלוואה זו תקדים חלק מהתזרימים הצפויים מהפרויקט, בניכוי הריבית הנוספת שתשולם, וצפויה להשפיע לחיוב על נזילות החברה.

הפרופיל הפיננסי

אנו מעריכים כי בשנת 2019 יעמוד יחס ה-EBITDA להוצאות המימון על כ-1.1x (בהשוואה ל-1.0x ב-2018), נמוך יחסית בעיקר בשל המשך עיכוב במסירה והמשך תשלום הוצאות המימון (חלקן מהוונות) בפרויקט Mapleton. אנו מעריכים כי בשנים 2020-2021 יעלה יחס הכיסוי לכ-1.3x-1.5x בשל גידול ב-EBITDA של החברה, בין היתר בשל הסכמי שכירות חדשים, בעיקר בנכסים 77 Clinton Avenue ו-North Henderson, והכרה ברווחים ממכירת דירות בפרויקט Mapleton.

בשנה האחרונה חלה עלייה מסוימת במינוף, שצפויה להתבטא ביחס חוב לחוב והון עצמי של כ-63%-65% בסוף שנת 2019, בעיקר בעקבות השקעות בפרויקט Mapleton, רכישת נכסים חדשים והפסדי שער בגין התחזקות השקל. רמה זו עדיין תואמת את הדירוג הנוכחי. אנו צופים ירידה חזרה לכ-60%, בהתאם

למדיניות הפיננסית של החברה, כבר בשנתיים הקרובות עם מסירת הדירות בפרויקט Mapleton וקבלת תזרים המזומנים.

הגמישות הפיננסית של החברה גבוהה יחסית לחברות מדורגות דומות, לאור היקף גדול של נכסים לא משועבדים (בשווי של כ-100 מיליון דולר, חלק החברה).

יודגש כי אנו מבצעים התאמות שונות לנתוני החברה, הכוללות בעיקר איחוד יחסי של מספר נכסים שאינם מאוחדים בדוחות הכספיים. על אף שנכסים אלו אינם בשליטת החברה על פי ההגדרה החשבונאית, אנו מעריכים את חשיבותם לחברה כגבוהה, בעיקר בשל גודלם ותרומתם הגדולה להכנסות ולתזרימים החופשיים של החברה.

Table 1

The Leser Group – Financial Summary (Mil. \$)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

Fiscal Year	2018	2017	2016	2015	2014
Revenue	65.0	57.3	47.1	45.5	42.7
EBITDA	37.1	33.0	24.8	23.5	21.3
Funds from operations (FFO)	10.6	13.3	6.0	(0.5)	2.0
Interest expense	37.1	30.6	22.5	21.5	21.4
Cash interest paid	26.5	19.7	18.8	24.0	19.3
Cash flow from operations	(19.8)	4.5	0.8	(1.7)	1.6
Cash and short-term investments	51.6	39.2	20.1	26.5	50.4
Debt	661.7	591.9	403.7	363.4	328.6
Equity	407.7	372.7	317.2	268.2	267.1
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	57.1	57.7	52.6	51.7	49.9
Return on capital (%)	3.7	4.0	3.8	3.9	6.5
EBITDA interest coverage (x)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
Debt/EBITDA (x)	17.8	17.9	16.3	15.4	15.4
FFO/debt (%)	1.6	2.3	1.5	(0.1)	0.6
Cash flow from operations/debt (%)	(3.0)	0.8	0.2	(0.5)	0.5
Debt/debt and equity (%)	61.9	61.4	56.0	57.5	55.2

נזילות: הולמת

אנו מעריכים את נזילותה של דה לסר גרופ כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים, הערכה זאת מתבססת בעיקר על יתרת המזומנים הקיימת ועל תזרים המזומנים השנתי מהנכסים המניבים וחלק מהתזרים הצפוי ממכירת הדירות בפרויקט Mapleton. הערכתנו לפרופיל הנזילות של החברה נתמכת גם על ידי הערכתנו כי היא תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA; על נגישות טובה להערכתנו למערכת הבנקאות בארה"ב; ועל ניהול סיכונים שמרני יחסית לאור מדיניות החברה לשמור על מיון של עד 60% לאורך זמן. בנוסף אנו סבורים כי יחס

ה-LTV (loan to value) הנמוך במרבית הנכסים והיקף הנכסים הלא משועבדים מהווים גורמים חיוביים התורמים לגמישות הפיננסית של החברה.

להערכתנו, המקורות והשימושים ברמת ודאות גבוהה של החברה, החל מה-1 באוקטובר, 2019, ועד ל-30 בספטמבר, 2020, הם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-13.3 מיליון דולר. • תזרים מזומנים שוטף מהנכסים בניכוי ריבית תזרימית של כ-10-14 מיליון דולר (הערכה שלנו). • מכירת נכס תמורת כ-1.4 מיליון דולר (בוצע). • מימון מחדש של הנכס 77 Clinton Avenue בהיקף של כ-16.5 מיליון דולר נטו (חלק החברה, לאחר תשלום חוב קיים והוצאות עסקה). • הגדלת ההלוואה ותחילת קבלת תזרים מפרויקט Mapleton, בניכוי ההשקעות שנותרו, בהיקף של כ-20-25 מיליון דולר (חלקה היחסי של החברה, הערכה שלנו).	• חלויות שוטפות של הלוואות ואג"ח בהיקף של כ-46 מיליון דולר. • השקעה שוטפת בנכסים של כ-5 מיליון דולר. • חלוקת דיבידנד של כ-1.5 מיליון דולר לבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה.

השימושים אינם כוללים תשלומים חד פעמיים ("בולט") של הלוואות בנקאיות ללא זכות חזרה (non-recourse), בהתבסס על הערכתנו כי הלוואות אלו ימומנו מחדש.

ניתוח התניות

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

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: חיובי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח השונות בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת, בין היתר, על ירידה בשווי בטוחות בדרך לכשל פירעון היפותטי ועל מפל התשלומים בהינתן סדר קדימות הנשייה.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של דה לסר גרופ לימיטד שאינן מובטחות בנכסי נדל"ן (סדרות ג', ד' ו-ה'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%. הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת, בין היתר, בעובדה שלחברה יש נכסים לא משועבדים בהיקף כולל של כ-100 מיליון דולר (חלק החברה).
- אנחנו מנתחים את שיקום החוב של החברה על בסיס איחוד חלקי יחסי, לפי חלק החברה במבנה ההחזקה בנכסים. דירוג שיקום החוב של סדרת האג"ח מושפע בעיקר מרמת המינוף הנוכחית של החברה ומחלקו של החוב המובטח במבנה החוב של החברה. ניתוח שיקום החוב נעשה על בסיס מבנה החוב הקיים היום, בהנחה שהחוב הבנקאי ימוחר.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- מיתון עמוק בכלכלה האמריקאית יוביל לירידה בשיעורי התפוסה של הנכסים ולירידה משמעותית בשווי הנכסים.
- בעקבות התרחיש ההיפותטי על מצב השוק, שווי הנכסים המניבים של החברה יקטן בכ-40%, שווי מלאי הדירות בהקמה בפרויקט הבנייה יקטן בכ-45% ושווי הקרקעות לפיתוח עתידי יקטן בכ-50%, בהינתן הפיזור הגיאוגרפי, סוג הנכסים ואיכותם.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית תשתמש החברה ביתרת המזומנים העודפת שברשותה.
- חלק מהפיקדונות המוגבלים משועבדים לתשלום חלק מהריבית על האג"ח, ויכולו לשמש לתשלום בעת כשל פירעון.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים המרכזיים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- החברה תוותר על נכסים הממומנים בהלוואות ללא זכות חזרה ששוויים תחת הנחות התרחיש יהיה נמוך מגובה ההלוואות בזמן אירוע כשל הפירעון היפותטי.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-453 מיליון דולר
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 7%

- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-422 מיליון דולר
- סך חוב מובטח בנכסי נדל"ן: כ-248 מיליון דולר
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: 174 מיליון דולר
- סך חוב לא מובטח (סדרות ג', ד' ו-ה'): כ-292 מיליון דולר
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70%

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה קרובה של איגרות החוב.

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+ נוצ'
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- נוצ'
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 98-90 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 דה לסר גרופ לימיטד לשנת 2018:
- הפחתת עודפי המזומנים מהחוב הפיננסי.
- איחוד יחסי של מספר נכסים שאינם מאוחדים בדוח הכספי ושאונו מעריכים שחשיבותם לחברה גבוהה, בעיקר בשל גודלם ותרומתם הגדולה להכנסות ולתזרימים החופשיים.
- הגדלת הוצאות המימון בסך של כ-3.8 מיליון דולר בגין הוצאות מימון שהונו לפרויקטי ייזום.

Table 2.

Reconciliation Of The Leser Group Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. \$) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2018

The Leser Group reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	644.5	369.5	54.0	30.5	47.6	30.1	37.1	(23.2)
S&P Global Ratings adjustments								
Cash interest paid	--	--	--	--	--	--	(23.3)	--
Accessible cash and liquid investments	(51.6)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	--	3.8	--	--
Deconsolidation/consolidation	68.7	--	11.0	6.6	6.6	3.2	(3.2)	3.4
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	0.2	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	38.2	--	--	--	--	--	--
Depreciation and amortization:								
Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	--	(17.1)	--	--	--
Total adjustments	17.1	38.2	11.0	6.6	(10.3)	7.0	(23.3)	3.4
S&P Global Ratings adjusted amounts								
	Debt	Equity	Revenue	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	661.7	407.7	65.0	37.1	37.3	37.1	10.6	(19.8)

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: 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: 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-2 בינואר, 2020)

דה לסר גרופ לימיטד	
דירוג(י) המנפיק	
ilA-\Stable	טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
ilA-	סדרה ג, ד, ה
היסטוריית דירוג המנפיק	
ilA-\Stable	טווח ארוך
ilA\Stable	דצמבר 17, 2015
	אוגוסט 28, 2012
פרטים נוספים	
10:36 02/01/2020	זמן בו התרחש האירוע
10:36 02/01/2020	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

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, ההערות, 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, S&P") צדדים (הקשורים) 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 האמינות 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 מהחתימים 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.