

# ג'י סיטי בע"מ

10 ביולי 2025

## אשרור דירוג אשרור דירוג 'ilA-2/ilA', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

[jonathan.revach@spglobal.com](mailto:jonathan.revach@spglobal.com) 972-3-7539708 יהונתן רווח

איש קשר נוסף:

[dima.postirnak@spglobal.com](mailto:dima.postirnak@spglobal.com) 972-3-7539736 דימה פוסטירנאק

### תוכן עניינים

|    |   |
|----|---|
| 3  | תמצית                                   |
| 4  | תחזית הדירוג                            |
| 4  | התרחיש השלילי                           |
| 4  | התרחיש החיובי                           |
| 4  | תיאור החברה                             |
| 5  | תרחיש הבסיס                             |
| 5  | הנחות עיקריות                           |
| 6  | יחסים עיקריים                           |
| 6  | תחזיות תרחיש הבסיס                      |
| 6  | הפרופיל העסקי                           |
| 7  | הפרופיל הפיננסי                         |
| 8  | נזילות                                  |
| 9  | ניתוח התניות                            |
| 9  | השפעת הקבוצה                            |
| 9  | התאמות לדירוג                           |
| 9  | גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי          |
| 10 | ניתוח שיקום חוב                         |
| 10 | שיקולים עיקריים                         |
| 10 | הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי |

**ג'י סיטי בע"מ**

- 10..... מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
- 11..... התאמות לדיווח הכספי
- 12..... מתודולוגיה ומאמרים קשורים
- 13..... רשימת דירוגים

| סיכונים עיקריים  | חוזקות עיקריות  |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>מינוף גבוה בשנים האחרונות, המתבטא ביחס חוב לחוב והון עצמי העולה על 70%.</li> <li>החזקה של כחצי מתיק הנכסים באמצעות החזקה של כ-49.6% בחברה ציבורית, המשקפת ריחוק מסוים מהשליטה בנכסים ומתזרים המזומנים מהם.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>תיק מפוזר של נכסים מניבים איכותיים, בפרט בתחום המרכזים המסחריים מעוגני הסופרמרקטים, המציג ביצועים תפעוליים טובים.</li> <li>פיזור גאוגרפי ופיזור ושוכרים גבוהים.</li> <li>שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים לאורך זמן של כ-96%.</li> <li>הנהלה מקצועית ומנוסה.</li> </ul> |

**בשנה החולפת המשיכה ג'י סיטי בע"מ ("ג'י סיטי" או "החברה") ליישם את תוכנית מכירת הנכסים בהתאם**

לאסטרטגיית החברה להורדת המינוף. מאז מועד הדוח האחרון מכרה החברה, בין היתר, כ-50% מארבעה נכסים בישראל לקבוצת מנורה תמורת כ-0.5 מיליארד ש"ח, ואת הנכס 'פלורה' בפראג, תמורת כ-0.8 מיליארד ש"ח. מסוף 2022 עד מרץ 2025 מכרה החברה נכסים בהיקף העולה על 5 מיליארד ש"ח. עם זאת, מינוף החברה נותר גבוה ב-2024, עם יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-73%, גבוה מציפיותינו הקודמות. זאת בעיקר בשל השפעת שערי מטבעות הפעילות של החברה על הונה העצמי ברבעון האחרון של 2024, מכירת הנכס 'פלורה' ברבעון הראשון של 2025 לעומת הערכתנו שמכירה זו תיסגר ב-2024, ושערוכים שליליים בהיקף של כ-0.3 מיליארד ש"ח בחברת הבת. Citycon Oyj ("CTY", 49.6%, BB+/Stable/B). ברבעון הראשון של 2025 ירד המינוף לכ-71% בשל תמורת מכירת הנכס 'פלורה' כאמור, מכירת קרקע בטורקיה והשפעה הפוכה של שערי מטבעות הפעילות על ההון העצמי של החברה. אנו מעריכים כי החברה תמשיך למכור נכסים בהיקפים משמעותיים בשנתיים הקרובות, אל מול צורכי השקעה לא גבוהים, כך שמינוף החברה ירד מתחת ל-70%. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון עמד על כ-1.2 ב-2024, רמה ההולמת את הדירוג, ואנו מעריכים כי הוא אף צפוי להשתפר עם הקיטון בחוב הפיננסי, בהתחשב בציפיות האינפלציה של S&P Global ובסביבת הריביות באזורי הפעילות של החברה.

**החברה מציגה ביצועים תפעוליים טובים בתיק הנכסים.** ב-2024 צמח ה-NOI (net operating income) בכ-4% לכ-1.73 מיליארד ש"ח מכ-1.66 מיליארד ש"ח ב-2023. בנטרול הנכסים שנמכרו צמח ה-NOI בכ-12%. החברה שמרה על שיעור תפוסה ממוצע יציב של כ-96%. ב-31 במרץ 2025 עמד שווי תיק הנכסים של החברה (במאחד, כולל נכסים בפיתוח וקרקעות) על כ-32 מיליארד ש"ח לעומת כ-35 מיליארד ש"ח בסוף 2023, קיטון המוסבר ביישום מתמשך של תוכנית מכירת הנכסים, ובהתאם גם הצטמצם הפיזור הגיאוגרפי של התיק, הגם שהחברה יצאה מגאוגרפיות כמו רוסיה וטורקיה וצמצמה חשיפה לברזיל. ברבעון הראשון של 2025 הצטמצם ה-NOI בכ-8% לכ-385 מיליון ש"ח מכ-418 מיליון ש"ח ברבעון הראשון של 2024, כתוצאה ממכירת נכסים בהתאם לאסטרטגיית החברה להפחתת מינוף ומסיום התקשרות עם שוכר בנכס שצפוי להתחיל בפיתוח בישראל. ה-NOI בנטרול נכסים שנמכרו ושינויים במטבעות הפעילות צמח בכ-3.3% לכ-377 מיליון ש"ח ונתמך בצמיחה של כ-7.1% ב-NOI מנכסים זהים (באיחוד יחסי).

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור ג'י סיטי על נזילות הולמת ועל מיצובה העסקי. אנו סבורים כי בהינתן המשך יישום תוכנית מכירת הנכסים, יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי יעמוד על כ-70% ויחס ה-EBITDA להוצאות מימון יעמוד על כ-1.3x, יחסים ההולמים את הדירוג.

## התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול התדרדרות בנזילותה של החברה, אם יישום תוכנית מכירת הנכסים יהיה איטי מציפיותינו או אם יחס המינוף יהיה גבוה משמעותית מ-70% ויחס הכיסוי יהיה נמוך מ-1x, לאורך זמן. התדרדרות בביצועים התפעוליים או שחיקה באיכות האשראי של חברת האם נורסטאר החזקות אינק. ("נורסטאר", ilBBB/Stable/ilA-2) עשויות להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

## התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם מינוף החברה ירד לכ-65% ויחס הכיסוי יהיה כ-1.3x, לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית, לצד שמירה על נזילות הולמת. פעולת דירוג חיובית תלויה גם באיכות האשראי של חברת האם נורסטאר.

## תיאור החברה

ג'י סיטי בע"מ, באמצעות החברות המוחזקות שלה, עוסקת ברכישה, ייזום, השבחה וניהול של נדל"ן מניב לשימושים מעורבים, לרבות מסחר, מגורים ומשרדים, בצפון אמריקה, ברזיל, ישראל וצפון ומרכז אירופה, תוך התמקדות באזורים אורבניים צומחים בערים מרכזיות. בין השאר פועלת ג'י סיטי באמצעות CTY, חברה ציבורית הנסחרת בהלסינקי ופועלת בצפון אירופה, בעיקר בפילנד, שבדיה ובנורבגיה, הנמצאת בשליטתה ומאוחדת בדוחותיה. כמו כן פועלת ג'י סיטי באמצעות חברות פרטיות בבעלות מלאה: G-Europe (אטריום לשעבר), שג'י סיטי השלימה את רכישת כל מניותיה בפברואר 2022 ופועלת בעיקר בפולין; ג'י סיטי ישראל מרכזים מסחריים, הפועלת בעיקר בישראל ומתמקדת ברכישה, פיתוח וניהול של מרכזים מסחריים וכן פועלת בייזום פרויקט משרדים; Gazit Brazil, חברה העוסקת ברכישה, ייזום וניהול מרכזים מסחריים בסאו-פאולו; Gazit Horizons, העוסקת ברכישה, ייזום וניהול של מרכזים מסחריים, בדגש על ערים גדולות המאופיינות בציפיות דמוגרפית בארה"ב, בעיקר בניו-יורק, בוסטון, פילדלפיה, מיאמי וטמפה; וגזית קנדה (כ-60% בשותפות), העוסקת באיתור, רכישה, ייזום וניהול של נכסי נדל"ן בקנדה, בעיקר בעיר טורונטו.

נכון ל-31 במרץ 2025, הקבוצה מחזיקה ומנהלת במאוחד ובשותפות 88 נכסים, כולל נכסים בפיתוח וקרקעות, המשתרעים על שטח בנוי להשכרה של כ-1.8 מיליון מ"ר, מתוכם 77 נכסים מניבים ששוויים הכולל מסתכם בכ-31 מיליארד ₪.

ג'י סיטי נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ונשלטת על ידי נורסטאר המחזיקה כיום בכ-47.5% ממניותיה. כ-13.7% מוחזקים בידי גופים מוסדיים וכ-39% בידי הציבור כולל בידי מר חיים כצמן, מנכ"ל החברה ובעל השליטה בה (בשרשור).

**תרחיש הבסיס**

**הנחות עיקריות**

- להלן האינדיקטורים העיקריים למדינות המהותיות בהן פועלת הקבוצה על פי תחזיות S&P Global לשנים 2027-2025:

|         | שיעור אינפלציה |       |       | שיעור אבטלה |       |       | צמיחה ריאלית |       |       |  |
|---------|----------------|-------|-------|-------------|-------|-------|--------------|-------|-------|--|
|         | 2027           | 2026  | 2025  | 2027        | 2026  | 2025  | 2027         | 2026  | 2025  |  |
| ישראל   | 2.00%          | 2.10% | 2.80% | 3.00%       | 3.00% | 3.00% | 3.70%        | 3.90% | 3.30% |  |
| ארה"ב   | 2.10%          | 2.30% | 2.00% | 3.90%       | 4.20% | 4.20% | 1.90%        | 1.70% | 1.50% |  |
| פולין   | 2.90%          | 3.30% | 3.90% | 2.70%       | 2.80% | 2.90% | 2.90%        | 2.90% | 3.10% |  |
| פינלנד  | 1.50%          | 1.60% | 1.90% | 8.20%       | 8.40% | 8.80% | 1.20%        | 1.80% | 0.50% |  |
| נורבגיה | 2.10%          | 2.30% | 2.20% | 3.80%       | 3.80% | 3.90% | 1.70%        | 1.90% | 2.30% |  |
| שבדיה   | 1.90%          | 1.90% | 1.80% | 7.60%       | 7.90% | 8.30% | 2.50%        | 2.80% | 1.80% |  |
| ברזיל   | 3.50%          | 4.50% | 5.10% | 7.90%       | 7.60% | 7.20% | 2.10%        | 1.70% | 2.20% |  |

- ירידה חד ספרתית מתונה ב-NOI בשנת 2025 בשל השפעת מימוש הנכסים ובשל סיום התקשרות עם שוכר בנכס שהחברה צפויה להתחיל לפתח, אשר תמותן על ידי צמיחה אורגנית בנכסים הקיימים וציפיות האינפלציה של S&P Global.
- צמיחה מתונה ב-NOI בשנת 2026 בהתאם לציפיות האינפלציה של S&P Global במדינות הפעילות, ועל ידי צמיחה אורגנית בנכסים. החברה תפעל למכור נכסים בשנה זו בעיקר לקראת סופה, כך שתהנה ממרבית ההנבה. רכישת נכסים בהתאם לתוכנית האסטרטגית 2028 תתמוך בצמיחת ה-NOI.
- שמירה על מיצובו של תיק הנכסים, כולל גיוון גיאוגרפי וגיוון שוכרים הולמים, ועל איכות הנכסים כולל משקל משמעותי של שוכרי עוגן ועסקים חיוניים.
- שיעור תפוסה ממוצע של כ-96%.
- המשך יישום תוכנית למכירת נכסים ותוכנית אסטרטגית 2028. בתרחיש הבסיס שלנו החברה תמכור נכסים בסך של 1.5-1.7 מיליארד ₪ ב-2025 ושל 2.2-2.4 מיליארד ₪ ב-2026.
- השקעות בסך כולל של 0.8-1.0 מיליארד ₪ ב-2025 ושל 1.0-1.2 מיליארד ₪ ב-2026, בעיקר בקשר עם פרויקטים קיימים בשלבי פיתוח שונים בישראל, כולל הקמת מגדל המשרדים בראשון לציון ופיתוח הקרקע בתל-השומר.
- קיטון בחוב הפיננסי, משום שקצב מכירת הנכסים יעלה על קצב ההשקעות, בהתאם למדיניות החברה.
- יציבות בשווי הנכסים.

## יחסים עיקריים

| 2026E     | 2025E     | 2024A | יחס פיננסי          |
|-----------|-----------|-------|---------------------|
| 1.5x-1.3x | 1.4x-1.2x | 1.2x  | EBITDA/הוצאות מימון |
| 69%-67%   | 72%-70%   | 73%   | חוב/חוב והון עצמי   |
| 14x-13x   | 16x-14x   | 15x   | חוב/EBITDA          |

A-בפועל. E-צפוי.

## תחזיות תרחיש הבסיס

## ירידה במינוף אל מתחת ל-70%

קצב מכירת הנכסים בקבוצה, כולל חברות בנות, יעלה על קצב ההשקעות הן ב-2025 והן ב-2026, שעיקרן מיוחס לפרויקטים בהקמה בישראל ונתון לשיקול דעת ההנהלה. בהתאם, החוב הפיננסי נטו צפוי לקטון ומינוף החברה ירד ויתבטא ביחס חוב לחוב והון עצמי של 72%-70% ב-2025 ושל 69%-67% ב-2026, רמה ההולמת את הדירוג.

## קיטון ב-NOI ב-2025, יציבות יחסית ב-2026

ה-NOI יקטן ב-2025 בשיעור חד ספרתי מתון ובהתאם גם ה-EBITDA המתואם צפוי לקטון בשנה זו. אולם ב-2026 אנו מניחים יציבות ב-NOI וב-EBITDA, ובהתחשב בקיטון בחוב הפיננסי, בהנחות האינפלציה של S&P Global ובירידת ריבית בחלק מאזורי הפעילות של החברה, יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון צפוי להשתפר ל-1.4x-1.2x ב-2025 ול-1.5x-1.3x ב-2026.

## הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי של ג'י סיטי נתמכת בתיק נכסים איכותי, בפרט בתחום המרכזים המסחריים מעוגני הסופרמרקטים. ב-2024 הציגה החברה ביצועים תפעוליים טובים, ובכלל זאת צמיחה של כ-4% ב-NOI. ה-NOI בנטרול הנכסים שנמכרו צמח בכ-12%. כמו-כן, החברה שמרה על שיעור תפוסה ממוצע יציב של כ-96% ברבעון הראשון של 2025 הצטמצם ה-NOI בכ-8% לכ-385 מיליון ש"ח בהשוואה לכ-418 מיליון ש"ח ברבעון הראשון של 2024, כתוצאה ממכירת נכסים בהתאם לאסטרטגיית החברה להפחתת מינוף וסיום התקשרות עם שוכר בנכס שהחברה צפויה להתחיל לפתח. ה-NOI בנטרול נכסים שנמכרו ושינויים במטבעות הפעילות צמח בכ-3.3% לכ-377 מיליון ש"ח ונתמך בצמיחה של כ-7.1% ב-NOI מנכסים זהים (באיחוד יחסי), בעיקר בשל צמיחה בחברת הבת ג'י אירופה.

שווי תיק הנכסים של החברה (במאוחד, כולל נכסים בפיתוח וקרקעות) קטן לכ-32 מיליארד ש"ח ב-31 במרץ 2025 מכ-35 מיליארד ש"ח ב-2023, בעקבות יישום מתמשך של תוכנית מימוש הנכסים בהתאם לאסטרטגיית החברה להפחתת המינוף. גם הפיזור הגיאוגרפי הצטמצם על פני השנים בעקבות מכירת הנכסים (הגם שהחברה יצאה מכלכלות כמו רוסיה וטורקיה וצמצמה חשיפה לברזיל) וזה, לצד הירידה בהיקף התיק,

## ג'י סיטי בע"מ

משתקפים בהערכתנו לפרופיל העסקי. מנגד, פיזור השוברים נותר גבוה, שכן לחברה מספר גדול של שוברים ללא תלות באף שוכר.

נתח משמעותי של כחצי מתיק הנכסים מוחזק באמצעות החזקה של כ-49.6% בחברת הבת CTY, דבר שלהערכתנו משקף ריחוק מסוים מהשליטה בנכסים ומתזרים המזומנים מהם, בהתחשב בהחזקת המיעוט הגדולה בחברה זו וזאת ביחס לקבוצת ההשוואה. CTY מחזיקה נכון ל-31 במרץ 2025 ב-31 נכסים מניבים מתוך 77 הנכסים המניבים של הקבוצה, ותרומתה ל-NOI של ג'י סיטי נאמדה בכ-50% ב-2024 וברבעון הראשון של 2025.

## הפרופיל הפיננסי

הערכתנו לפרופיל הפיננסי של ג'י סיטי מוגבלת בשל מינוף גבוה בשנים האחרונות. בסוף 2022 הצהירה הנהלת החברה על תוכניתה האסטרטגית להפחתת המינוף, בין היתר באמצעות מכירת נכסים שאינם נכסי ליבה או שהחברה מעריכה שמיצתה את פוטנציאל ההשבחה בהם. נכון למרץ 2025 מכרה החברה נכסים בהיקף מצטבר של מעל 5 מיליארד \$, מכך כ-1.8 מיליארד \$ ב-2024, כ-1.4 מיליארד \$ ב-2023 וכ-1.9 מיליארד \$ ב-2022. אף על פי כן, ב-2024 עמד המינוף על כ-72.8%, לעומת כ-72% ב-2023. מינוף זה היה גבוה בהשוואה לציפיותינו הקודמות, ונבע בין היתר מהיחלשות שערי המטבעות הזרים בהם פועלת החברה ביחס לשקל, בפרט ברבעון הרביעי של 2024, אשר הפחיתו את הונה העצמי של החברה בכ-0.8 מיליארד \$. המינוף הגבוה נבע גם מתזמון מכירת הנכס 'פלורה' בפראג תמורת כ-0.8 מיליארד \$, שהושלמה בתחילת 2025 לעומת ציפיתנו שתושלם בסוף 2024. המינוף הושפע גם משערוכים שליליים של כ-0.3 מיליארד \$ בחברת הבת CTY. מינוף החברה ירד לכ-71% ברבעון הראשון של 2025 בעקבות מכירת 'פלורה' ובשל השפעה הפוכה של שערי החליפין של מטבעות הפעילות שהתבטאה בתרומה של כ-0.4 מיליארד \$ להון העצמי. אנו סבורים כי החברה תמשיך ליישם את תכנית מימוש הנכסים עליה הצהירה ובכלל זאת במסגרת תכנית אסטרטגית 2028, שכוללת בין היתר המשך מכירת נכסים וכניסה לשותפויות בנכסים שהשבחתם הושלמה כדי להוריד את המינוף. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-1.2x ב-2024, ללא שינוי מ-2023, צפוי להשתפר ב-2025 ו-2026, בין היתר בשל הקיטון הצפוי להערכתנו בחוב הפיננסי כאמור לעיל ויציבות ב-EBITDA, ובהתחשב בהנחות S&P Global לירידה בשיעור האינפלציה ובהנחתנו לגבי סביבת הריבית באזורי הפעילות של הקבוצה.

יכולות החברה לממש נכסים בהיקפים גבוהים ובמרבית המקרים בהתאם לשוויים בספרים, וביצוע פעולות מאזנות מינוף נוספות כגון הנפקות הון, תומכים בהערכתנו למדיניות הפיננסית של החברה. לעומת זאת, העובדה שכחצי מפעילות הקבוצה מתבצעת באמצעות החזקה בחברה ציבורית, CTY, ולא באמצעות החזקה ישירה של נכסים כמו קבוצת ההשוואה, משפיעה לשלילה על הדירוג גם בהיבט הפיננסי.

Table 1.

| <b>G City Ltd. -- Financial Summary (Mil. NIS)</b>              |             |             |             |             |             |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company</b> |             |             |             |             |             |
|   | <b>2024</b> | <b>2023</b> | <b>2022</b> | <b>2021</b> | <b>2020</b> |
| Revenue   | 2,533       | 2,438       | 2,303       | 2,296       | 2,406       |
| EBITDA  | 1,517       | 1,385       | 1,332       | 1,344       | 1,403       |
| Funds from operations (FFO)*                                    | 297         | 440         | 513         | 432         | 488         |
| Interest expense  | 1,318       | 1,198       | 1,055       | 871         | 681         |
| Cash interest paid  | 1,072       | 906         | 793         | 824         | 870         |
| Cash flow from operations                                       | 497         | 511         | 543         | 379         | 364         |
| Cash and short-term investments                                 | 2,060       | 671         | 1,650       | 4,228       | 1,450       |
| Gross available cash  | 2,060       | 671         | 1,650       | 4,228       | 1,450       |
| Debt  | 22,966      | 24,526      | 24,574      | 21,503      | 23,665      |
| Equity  | 8,561       | 9,540       | 10,081      | 11,702      | 11,867      |
| <b>Adjusted ratios</b>  |             |             |             |             |             |
| EBITDA margin (%)   | 59.9        | 56.8        | 57.8        | 58.5        | 58.3        |
| Return on capital (%)   | 5.3         | 4.6         | 3.8         | 6.3         | 3.7         |
| EBITDA interest coverage (x)                                    | 1.2         | 1.2         | 1.3         | 1.5         | 2.1         |
| FFO cash interest coverage (x)                                  | 1.3         | 1.5         | 1.6         | 1.5         | 1.6         |
| Debt/EBITDA (x)   | 15.1        | 17.7        | 18.4        | 16.0        | 16.9        |
| FFO/debt (%)  | 1.3         | 1.8         | 2.1         | 2.0         | 2.1         |
| Cash flow from operations/debt (%)                              | 2.2         | 2.1         | 2.2         | 1.8         | 1.5         |
| Debt/debt and equity (%)  | 72.8        | 72.0        | 70.9        | 64.8        | 66.6        |

\* ב-2024 כולל מס שנוכה במקור מריבית ומדיבידנד ששילמו חברות מאוחדות זרות לחברה.

## נזילות

אנו בוחנים את הנזילות של ג'י סיטי על בסיס סולו מורחב (כולל חברות בבעלות מלאה). אנו מעריכים את רמת הנזילות שלה כהולמת, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025. להערכתנו, נגישות החברה לשוק ההון המקומי המשיכה להשתפר מאז מועד הדוח האחרון, והתבטאה בהנפקות מוצלחות של איגרות חוב בסך של כמעט 3 מיליארד ₪, לצד הנפקת הון בהיקף של כ-270 מיליון ₪.

גמישותה הפיננסית של החברה נתמכת גם בהיקף מסגרות האשראי המחייבות שלה שתוקפן עולה על שנה. בנוסף יש לחברה היקף הולם של נדל"ן לא משועבד, ששווי הכולל עמד ב-31 במרץ 2025 על כ-4 מיליארד ₪ (מתוכם כ-2.5 מיליארד ₪ בחברת הבת G City Europe, כ-1 מיליארד ₪ בארה"ב וכ-0.4 מיליארד ₪ בברזיל). להבנתנו, בהתבסס על המידע שמסרה לנו ההנהלה, פרט לתשלומי מס ועמידה בהתניות פיננסיות לא קיימת מגבלה על מעבר כספים בין החברות לצורך פירעון חוב.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025, הם:

| שימושים עיקריים  | מקורות עיקריים   |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ואיגרות חוב בהיקף כולל של כ-1.4 מיליארד ₪.</li> <li>• השקעות שוטפות בנכסים קיימים (capex) והשקעות מחייבות בפרויקטים בהקמה בהיקף של 0.3-0.4 מיליארד ₪.</li> <li>• דיבידנד בהיקף של כ-25 מיליון ₪ (חולק באפריל 2025).</li> <li>• רכישה עצמית של איגרות חוב של חברות בנות ושל מניות החברה בהיקף של כ-66 מיליון ₪ (התרחשה בפועל).</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-1.1 מיליארד ₪.</li> <li>• מסגרות אשראי פנויות מחייבות בהיקף של כ-808 מיליון ₪.</li> <li>• FFO (funds from operation) שנתי במזומן של 15-30 מיליון ₪ (הערכה שלנו, לא כולל קבלת דיבידנדים מ-CTY).</li> <li>• הנפקת איגרות חוב ונטילת אשראי בהיקף של כ-1 מיליארד ₪ (התרחש בפועל).</li> </ul> |

### ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי מחזיקי איגרות החוב ומממניה השונים. להבנתנו, נכון ל-31 במרץ 2025 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות ואנו צופים כי היא תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

### השפעת הקבוצה

בעלת השליטה בג'י סיטי היא חברת נורסטאר החזקות אינק. המחזיקה כ-47.5% ממניותיה. יתר המניות מוחזקות בידי גופים מוסדיים והציבור. אנו מעריכים כי הנכסים וההתחייבויות של ג'י סיטי נפרדים מאלו של חברת האם, היות שגם נורסטאר וגם ג'י סיטי הן חברות ציבוריות עם החזקות מיעוט מהותיות וסדרות אג"ח, ולמיטב ידיעתנו לא קיימות ערבויות צולבות בין החברות. לכן, על פי המתודולוגיה שלנו, ובהינתן מבנה הקבוצה הנוכחי, יכול דירוג ג'י סיטי להיות גבוה בפער מסוים מדירוג חברת האם.

### התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה שלילית

### גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של ג'י סיטי בע"מ.

## ניתוח שיקום חוב

### שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של ג'י סיטי בע"מ - י"ב, י"ג, י"ד, ט"ז, י"ז, י"ט ו-כ"א. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%. הערכתנו לאיכות הבטוחות בסדרות ט"ז, י"ט ו-כ"א מובילה לכך שמעמדן של סדרות אלו בתרחיש כשל פירעון היפותטי זהה למעמדן של הסדרות הלא מובטחות.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח המובטחות של ג'י סיטי (סדרות ט"ו, י"ח ו-כ'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הן '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת, בין היתר, על שווי וסוג הבטוחות הספציפיות. דירוג שיקום החוב של סדרות אלה מביא בחשבון את המגבלות בשטרי הנאמנות של הסדרות, בין היתר על שיעור ה-LTV המקסימלי, על שווי, סוג הבטוחה הספציפית ומיקומה הגיאוגרפי, ומגבלות נוספות על נטילת חוב חדש (לפי הסדרה הרלוונטית).

### הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2027
- מיתון עמוק במדינות הפעילות יתבטא, בין היתר, בירידה חדשה בצריכה הפרטית. במקביל יתגברו משמעותית הלחצים התחרותיים בענף הקמעונאות בעיקר מצד המסחר המקוון, ויפחת הביקוש לשטחי מסחר פיזיים. בנוסף יתגברו הלחצים האינפלציוניים וסביבת הריבית תיוותר גבוהה לאורך זמן. תמורות אלו יובילו לירידה בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה של הנכסים ולירידה משמעותית בשווי הנכסים, וכן לשחיקה בנגישות למקורות מימון.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי ולא תונזל על ידי נושיה, הערכה הנתמכת במיקומים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- שווי הנכסים המוחזקים ישירות על ידי החברה יקטן בכ-40% בהתחשב באיכות הנכסים, בלחצים התחרותיים בענף הקמעונאות ובצורך מימוש מהיר.
- שווי ההשקעה ב-CTY וב-G Europe יקטן ב-60%, בהתחשב בפיזור הגיאוגרפי הנרחב, באיכות החברות המוחזקות ורמת מינופן.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית במצב החברה אנו מניחים ניצול של 85% ממסגרות האשראי החתומות, המובטחות בין היתר בשעבודים על המניות של החברות המדווחות בהן מחזיקה ג'י סיטי.

### מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-9.1 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 3%
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב: כ-8.9 מיליארד ₪

## ג'י סיטי בע"מ

- סך חוב בנקאי ומוסדי בכיר: כ-3.3 מיליארד ₪ (כולל ניצול קווי אשראי).
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה ט"ו), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-412 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה ט"ו): כ-472 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה י"ח), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית לאחר פירעון החוב הבנקאי הבכיר ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-363 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה י"ח): כ-433 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה כ'), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-587 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה כ'): כ-659 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח (סדרות ט"ו, י"ח ו-כ'): 70%-90%
- דירוג שיקום חוב לחוב מובטח (1 עד 6): 2
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הלא מובטח: 4.1 מיליארד ₪
- סך חוב לא מובטח (סדרות י"ב, י"ג, י"ד, י"ז, י"ז, י"ט ו-כ"א ויתרות סדרות ט"ו, י"ח ו-כ' שלא כוסתה על ידי הבטוחות הספציפיות): כ-8.2 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70%

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+ 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 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 ג'י סיטי בע"מ לשנת 2024:

- התאמות לחוב הפיננסי והוצאות המימון בקשר עם חוב בעל מאפיינים היברידיים בחברת הבת.

- קיזוז מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- ניכוי הוצאות אחרות שאינן תפעוליות או שהן חד פעמיות מה-EBITDA.
- הוספת ריבית שהוונה להוצאות המימון ונטרול השפעות נגזרים בקשר עם הפרשי הצמדה מהוצאות המימון

Table 2.

**G City Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2024**

|  | Debt          | Shareholders' equity | EBITDA        | Interest expense        |
|--|---------------|----------------------|---------------|-------------------------|
| <b>Reported Amounts</b>                        | <b>23,488</b> | <b>4,180</b>         | <b>1,225</b>  | <b>1,233</b>            |
| <b>S&amp;P Global Ratings adjustments</b>      |               |                      |               |                         |
| Intermediate hybrids reported as equity        | 1,538         | (1,538)              |               | 84                      |
| Accessible cash and liquid investments         | (2,060)       |                      |               |                         |
| Capitalized interest                           |               |                      |               | 115                     |
| Dividends received from equity investments     |               |                      | 74            |                         |
| Income (expense) of unconsolidated companies   |               |                      | (114)         |                         |
| Noncontrolling interest/minority interest      |               | 5,918                |               |                         |
| Interest expense: Derivatives                  |               |                      |               | (114)                   |
| <b>Total adjustments</b>                       | <b>(523)</b>  | <b>4,381</b>         | <b>292</b>    | <b>85</b>               |
| <b>S&amp;P Global Ratings adjusted amounts</b> |               |                      |               |                         |
|  | <b>Debt</b>   | <b>Equity</b>        | <b>EBITDA</b> | <b>Interest expense</b> |
| <b>Adjusted</b>                                | <b>22,966</b> | <b>8,561</b>         | <b>1,517</b>  | <b>1,318</b>            |

**מתודולוגיה ומאמרים קשורים**

- [מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P](#), 16 בפברואר, 2011
- [מתודולוגיה - כללי: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר](#), 7 באפריל, 2017
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן](#), 26 בפברואר, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגיד](#), 10 באוקטובר, 2021
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 8 ביוני, 2023
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 7 בינואר, 2024
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגיד של חברות לא פיננסיות](#), 7 בינואר, 2024
- [סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 2 בדצמבר, 2024
- [סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי](#), 27 במרץ, 2025

**רשימת דירוגים**

| תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג | תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה | דירוג            | ג'י סיטי בעמ                  |
|----------------------------------|--------------------------------|------------------|-------------------------------|
| 30/06/2024                       | 23/07/2018                     | ilA-2            | <b>דירוג(י) המנפיק</b>        |
| 30/06/2024                       | 11/11/2001                     | ilA-\Stable      | טווח קצר                      |
|                                  |                                |                  | טווח ארוך                     |
|                                  |                                |                  | <b>דירוג(י) הנפקה</b>         |
|                                  |                                |                  | <u>חוב בכיר מובטח</u>         |
| 30/06/2024                       | 07/10/2020                     | ilA              | סדרה טו                       |
| 30/06/2024                       | 26/12/2023                     | ilA              | סדרה יח                       |
| 30/06/2024                       | 30/06/2024                     | ilA              | סדרה כ                        |
|                                  |                                |                  | <u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>    |
| 30/06/2024                       | 08/08/2021                     | ilA-             | סדרה טז                       |
| 30/06/2024                       | 24/12/2013                     | ilA-             | סדרה יב                       |
| 30/06/2024                       | 25/01/2018                     | ilA-             | סדרה יג                       |
| 30/06/2024                       | 26/12/2019                     | ilA-             | סדרה יד                       |
| 30/06/2024                       | 04/07/2023                     | ilA-             | סדרה יז                       |
| 30/06/2024                       | 21/03/2024                     | ilA-             | סדרה יט                       |
| 22/09/2024                       | 22/09/2024                     | ilA-             | סדרה כא                       |
|                                  |                                |                  | <b>היסטוריית דירוג המנפיק</b> |
|                                  |                                |                  | <u>טווח ארוך</u>              |
|                                  |                                | ilA-\Stable      | יוני 30, 2024                 |
|                                  |                                | ilA-\Negative    | נובמבר 24, 2022               |
|                                  |                                | ilA+\Negative    | יוני 30, 2022                 |
|                                  |                                | ilA+\Stable      | ינואר 20, 2022                |
|                                  |                                | ilAA-\Watch Neg  | אוגוסט 08, 2021               |
|                                  |                                | ilAA-\Negative   | יולי 19, 2020                 |
|                                  |                                | ilAA-\Stable     | יוני 03, 2013                 |
|                                  |                                | ilA+\Stable      | יוני 17, 2012                 |
|                                  |                                | ilA+\Positive    | אוגוסט 02, 2011               |
|                                  |                                | ilA+\Stable      | יולי 11, 2010                 |
|                                  |                                | ilA+\Negative    | מאי 04, 2009                  |
|                                  |                                | ilAA-            | אפריל 16, 2009                |
|                                  |                                | ilAA-\Negative   | פברואר 12, 2009               |
|                                  |                                | ilAA-\Stable     | אוגוסט 03, 2008               |
|                                  |                                | ilAA\Watch Pos   | דצמבר 19, 2007                |
|                                  |                                | ilAA\Stable      | פברואר 28, 2007               |
|                                  |                                | ilAA\Negative    | נובמבר 21, 2006               |
|                                  |                                | ilAA             | אפריל 17, 2005                |
|                                  |                                | ilAA-            | ינואר 21, 2004                |
|                                  |                                | ilA+             | נובמבר 11, 2001               |
|                                  |                                |                  | <u>טווח קצר</u>               |
|                                  |                                | ilA-2            | נובמבר 24, 2022               |
|                                  |                                | ilA-1            | ינואר 20, 2022                |
|                                  |                                | ilA-1+\Watch Neg | אוגוסט 08, 2021               |
|                                  |                                | ilA-1+           | יולי 23, 2018                 |

**פרטים נוספים**

|                  |                               |
|------------------|-------------------------------|
| 10/07/2025 09:07 | זמן בו התרחש האירוע           |
| 10/07/2025 09:07 | זמן בו נודע לראשונה על האירוע |
| החברה המדורגת    | יוזם 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 [maalot.co.il](http://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 האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיזיים לדוגמה, פיזיים עונשיים או פיזיים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיזיים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

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

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים 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 [maalot.co.il](http://maalot.co.il) או באתר S&P בכתובת [spglobal.com/ratings](http://spglobal.com/ratings), ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.