Maalot
S&P Global Ratings

החברה לישראל בע"מ

17 ביולי 2024

אשרור דירוג
אשרור דירוג 'ilA+', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

תום דר, 972-3-7539722 tom.dar@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

סיון מסילתי, 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 6
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 8
נזילות 9
חלויות חוב 10
ניתוח התניות 10
התאמות לדירוג 10
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 10
ניתוח שיקום חוב 11
שיקולים עיקריים 11

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 11
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 12
התאמות לדיווח הכספי 12
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 13
רשימת דירוגים 13

אשרור דירוג
אשרור דירוג 'ilA+', התחזית יציבה

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• איכות אשראי הנובעת בעיקר מביצועיה של החזקתה העיקרית, אי.סי.אל גרופ, אחת היצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. • יתרונות תחרותיים של אי.סי.אל גרופ הנובעים מהפעילות בים המלח המקנה גישה לחומרי גלם איכותיים וייחודיים, יתרונות לוגיסטיים, קרבה לנמלים ועלויות נמוכות בהשוואה למתחרים בייצור האשלג והברום. • יתרת מזומנים גבוהה בחברה לישראל ומדיניות פיננסית הכוללת שמירה על חוב נטו סולו שלא יעלה על כ-1 מיליארד דולר. • גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מ-LTV נמוך.	• מחזוריות ותחרותיות גבוהות המאפיינות את שוק הדשנים. • חשיפה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בנוגע להארכת הזיכיון בים המלח שיפוג ב-2030. • הוצאות הוניות (capex) גבוהות ומחייבות לאי.סי.אל גרופ בים המלח. • חשיפה מסוימת של תחום הברום למחזוריות בשוקי קצה כגון נפט וגז, רכב ובנייה. • תלות בנכס מרכזי אחד.

קיים מתאם בין שווי תיק ההחזקות הכולל של החברה לישראל ("החברה") לבין ביצועי אי.סי.אל גרופ והדוחות הכספיים של החברה על בסיס מאוחד. על כן אנו מנתחים את הפרופיל העסקי של החברה על בסיס הביצועים התפעוליים של אי.סי.אל גרופ ואת הפרופיל הפיננסי של החברה על בסיס הדוחות המאוחדים.

אנו מעריכים שה-EBITDA המאוחד של החברה ירד ל-1.3-1.4 מיליארד דולר ב-2024 ו-2025, מ-1.7 מיליארד דולר ב-2023, בהתבסס על הצפי שלנו שמחירי הפוספט והאשלג ירדו ככל הנראה מהרמות של 2023. הביקוש בשוקי הקצה המרכזיים של תחום הפתרונות לתעשייה, כגון אלקטרוניקה ובנייה, צפוי להישאר נמוך בהינתן אי הוודאות המקרו-כלכלית. הריבית עדיין גבוהה והסנטימנט הצרכני חלש. משום כך, התחזיות שלנו לא כוללות התאוששות מובהקת ברווחים בתחום הפתרונות לתעשייה ב-2024. אנו צופים כי היחס המתואם חוב ל-EBITDA יהיה 1.9x-2.0x בשנת 2024 ו-2.0x-2.1x ב-2025, לעומת 1.4x ב-2023. אנו סבורים, שהחברה לישראל תמשיך ליישם את אסטרטגיית ההשקעות שלה תוך שמירה על היקף חוב נטו סולו שלא יעלה על כ-1 מיליארד דולר.

אנו צופים כי התנאים בשוק הדשנים יישארו מאוזנים עד סוף 2024 ובתחילת 2025. ב-2023 נרשם לחץ שלילי על מחירי הדשנים. במצטבר, המדדים המרכזיים של מחירי האשלג ירדו ביותר ממחצית מהשיא שנרשם ב-2022. ירידה זו שיקפה את השינויים בהיצע ובביקוש, שהושפעו מגידול בקיבולת למשל בלאוס, מהגדלה הדרגתית של יצוא האשלג מבלארוס דרך נמלים ברוסיה, ומהיחלשות כדאיות הקנייה בקרב החקלאים,

שב-2022 הגיעה לרמה הנמוכה ביותר מזה יותר מעשור, אך השתפרה מאז. היחלשות כדאיות הקנייה הובילה לירידה קבועה בביקוש, במיוחד לדשני אשלג ופוספט, שהביקוש להם גמיש יותר מזה של דשני חנקן.

מחירי דשני האשלג צפויים להתייצב ברמות שנראו ברבעון הראשון של 2024, שכן עלייה בביקוש מאזנת את ההיצע הנוסף. השקפתנו מתבססת על שימוש חסר באשלג (ובפוספט) בשנים קודמות ועל חזרה לנורמה של רמות המלאי בערוץ. לפי S&P Global Commodity Insights, הביקוש הנראה לאשלג ירד ב-2022 ב-13%. אף שהביקוש גדל ב-11% בשנת 2023, הוא נותר נמוך מרמתו ב-2021. אנו צופים שיפור בכדאיות הקנייה של החקלאים, בהתחשב בכך שמחירי היבול ירדו פחות ממחירי הדשנים. רמות המלאי של גידולי תבואה המשיכו לרדת לאחר עונת 2022-2023, מה שמצביע על צורך לחדש את מלאי היבולים, שעשוי לתמוך בביקוש לדשנים בשנה עד שלוש השנים הבאות. עם זאת, אנו עדיין רואים סיכונים מצד הביקוש. הקריטיים שבהם הם הפוטנציאל לתנאי מזג אוויר קשים; ריביות גבוהות יותר, שעשויות לגרום לקונים לדחות את הרכישות עד להתקרבות עונת השימוש בדשנים; והעובדה שדשני חנקן - שתמיד נמצאים בראש סדר העדיפויות של החקלאים - עדיין יקרים יותר מהנורמה ההיסטורית.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תציג ב-12 החודשים הקרובים יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 1.9x-2.2x. תחזית הדירוג שלנו מתבססת, בין היתר, על כוונת הנהלת החברה לבצע רכישות בהתאם לתוכנית האסטרטגית שלה. אנו צופים שהחברה לישראל תציג ב-2024 EBITDA מתואם של 1.3-1.4 מיליארד דולר על בסיס מאוחד, בתמיכת מעמדה האיתן של איי.סי.אל גרופ בתחום הדשנים ועלויות ייצור נמוכות בישראל.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA של החברה יהיה גבוה מ-4.0x ללא אופק לשיפור בטווח הקצר, או אם הביצועים התפעוליים של איי.סי.אל גרופ ייחלשו מעבר לתרחיש הבסיס שלנו. תרחיש זה עשוי לנבוע מהרעה בתנאי השוק, למשל כתוצאה מתקופה מתמשכת של מחירי אשלג או פוספט נמוכים בשל ביקוש חלש, עודף היצע מתמשך בשני השווקים או הרעה בתחום הפתרונות לתעשייה. אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם איי.סי.אל גרופ תסטה ממדיניות הדיבידנדים המוצהרת שלה או תבצע רכישות גדולות וממונפות. חלוקת דיבידנד שלא בהתאם למדיניות החברה או רכישות שלא בהתאם לתוכנית האסטרטגית שתבצע החברה לישראל ושיובילו לשחיקה בפרופיל הנזילות שלה עשויות גם הן להוביל להורדת דירוג.

בטווח הבינוני עשוי להיווצר לחץ שלילי על הדירוג אם תימשך אי הוודאות בנוגע לחידוש הזיכיון בים המלח. בתנאים כאלו תיתכן היחלשות בפרופיל העסקי, שנתמך כיום ביתרונות המובנים של פעילות איי.סי.אל גרופ בים המלח.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, שיתבטא ביחס מתואם חוב ל-EBITDA נמוך מ-1.5x לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית של ההנהלה, תוך שמירה לפחות על הביצועים התפעוליים הנוכחיים של איי.סי.אל גרופ בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- ירידה בהכנסות המאוחדות ל-6.6-6.9 מיליארד דולר ב-2024 וב-2025 בשל ירידה מתונה במחירי דשני האשלג בהשוואה ל-2023. ירידה זו צפויה לפגוע במכירות איי.סי.אל גרופ בשנים 2024 ו-2025, אף שתקוזז בחלקה על ידי עלייה בביקוש לדשני פוספט ואשלג לאחר שימוש חסר בעונות הקודמות, בשל עלייה בכדאיות הקנייה. גם הביקוש למוצרי ברום צפוי להישאר נמוך ב-2024 ולהתאושש באופן מתון בלבד ב-2025, שכן שוקי קצה מרכזיים כגון אלקטרוניקה ובנייה הם מחזוריים ולכן רגישים לסביבה הכלכלית החלשה.
- ירידה בשיעור ה-EBITDA המתואם ל-20%-22% ב-2024 ו-2025.
- EBITDA מאוחד מתואם של 1.3-1.4 מיליארד דולר ב-2024.
- רכישות בהיקף של כ-300 מיליון דולר בשנה ברמת איי.סי.אל גרופ, אף שעד יוני 2024 לא הושלמו עסקאות.
- השקעות בהיקף של כ-415 מיליון בשנים הקרובות, בהתאם לתוכנית האסטרטגית של החברה.
- קבלת דיבידנדים מאיי.סי.אל גרופ של עד 50% מהרווח הנקי המתואם בשנים 2024-2025, לפי מדיניות הדיבידנדים שלה.
- חלוקת דיבידנד בשיעור של 45% מסך הדיבידנדים נטו שיתקבלו בפועל בידי החברה, בניכוי 75 מיליון דולר, בהתאם למדיניות הדיבידנד של החברה.
- שמירה על היקף חוב נטו סולו של כ-1 מיליארד דולר לאורך זמן בהתאם למדיניות החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
חוב/EBITDA	1.4x	2.0x-1.9x	2.1x-2.0x
חוב/FFO	53%	40%-39%	34%-33%
EBITDA/הוצאות ריבית	7.8x	8.9x-8.7x	10x-9x

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

תחזיות תרחיש הבסיס

ההכנסות צפויות לרדת בכ-10% ב-2024. אף שצפויה עלייה בביקוש לדשנים בעקבות שימוש חסר בעונה הקודמת, היא תקוזז על ידי גידול בהיצע כתוצאה מקיבולת ייצור נוספת ומעלייה בייצוא מבלארוס דרך נמלים ברוסיה. כתוצאה מכך אנו צופים כי מחיריהם של דשני האשלג והפוספט יישארו קרובים לרמה שדווחה ברבעון הראשון של 2024, שהייתה נמוכה בהשוואה ל-2023.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שמחיר טון אשלג של החברה ירד בכ-20% בהשוואה ל-2023. הכנסות הרבעון הראשון של 2024 ירדו ב-17% ל-1.7 מיליארד דולר, כתוצאה מהיחלשות בביצועים בכל תחומי הפעילות בשל ירידה במחירי הדשנים הפשוטים וסביבה מקרו-כלכלית מאתגרת יותר, שהשפיעה לרעה על המכירות בתחומי הפתרונות לתעשייה ופתרונות הפוספט.

גם ה-EBITDA צפוי להיחלש ב-2024 וב-2025. הירידה במחירי הדשנים צפויה להכביד על שיעור ה-EBITDA המתואם, שיפחת ל-20%-22% ב-2024 ו-2025. אנו צופים גם שהביקוש לפתרונות לתעשייה יישאר נמוך בשל המשך החולשה הכלכלית המפחיתה את הביקוש למוצרים לא חיוניים כגון מוצרי אלקטרוניקה, ועלייה בשיעורי הריבית המשפיעה על ענף הבנייה. אלה יקוזזו חלקית על ידי ביקוש איתן לשימושי נפט וגז.

תיאור החברה

החברה לישראל נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב ומחזיקה בכ-44% ממניות חברת איי.סי.אל גרופ בע"מ (ilAA/Stable), בכ-18% ממניות AKVA Group ASA ("AKVA") ובכ-9% ממניות חברת Nordic Aqua Partenrs A/S (NOAP). בעלי המניות העיקריים בחברה לישראל הם חברת מילניום השקעות אלעד בע"מ ומר עידן עופר.

איי.סי.אל גרופ היא חברה בינלאומית המייצרת ומשווקת דשנים וכימיקלים מיוחדים המבוססים על אשלג, פוספט וברום. לחברה ארבע חטיבות עיקריות: מוצרים תעשייתיים, אשלג, פתרונות פוספט ופתרונות חדשניים לחקלאות.

AKVA ו-NOAP הן חברות ציבורית הנסחרות בבורסה של אוסלו. AKVA עוסקת במתן פתרונות טכנולוגיים ושירותים בתחומי החקלאות הימית, ו-NOAP עוסקת בהקמת פרויקט גידול דגי סלמון ביבשה בסין.

הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי ולאיכות האשראי של החברה לישראל נשענת על הביצועים התפעוליים של החזקתה המרכזית, איי.סי.אל גרופ. להערכתנו, לביצועי איי.סי.אל גרופ יש קשר ישיר לשווי תיק ההחזקות, להיקף הדיבידנדים שמקבלת החברה לישראל ממנה ולגמישותה הפיננסית של החברה לישראל כמתבטא בשיעור ה-LTV (loan to value).

הערכתנו לפרופיל העסקי של איי.סי.אל גרופ, ובהתאמה לפרופיל העסקי של החברה לישראל, משקפת את היות איי.סי.אל גרופ יצרנית האשלג השישית בגודלה בעולם והיצרנית הגדולה בעולם של ברום. שני שווקים אלה ריכוזיים ונהנים מחסמי כניסה גבוהים. בנוסף למחסור במרבצים כדאיים מבחינה כלכלית עם ריכוז מינרלים גבוה, שחקנים חדשים ייאלצו לספוג עלויות הקמה ניכרות, ופיתוח מכרה אשלג חדש מצריך זמן רב. בנוסף לכך, בתעשיית הברום קיימות דרישות רגולטוריות מחמירות, המצריכות מערכות לוגיסטיות יקרות ומורכבות. חסמי הכניסה הגבוהים מובילים ליציבות רבה יותר בהיקפי המכירות ומאפשרים לאיי.סי.אל גרופ להגן על נתח השוק שלה.

פרופיל העלויות הנוח של איי.סי.אל גרופ תומך ברווחיותה. איי.סי.אל גרופ נהנית מגישה למשאבים איכותיים וחסכוניים המבוססים על זיכיון של מדינת ישראל להפקת מינרלים מים המלח עד 2030. כתוצאה מכך, עלויות ההפקה נמוכות בהשוואה לכריית אשלג תת-קרקעית או למקומות שבהם מופק ברום ממשאבים פחות מרוכזים (ככל שהריכוז נמוך יותר, כך קשה ויקר להפיק את המינרל). אלה מתבטאות ברווחיות גבוהה יותר וברווחים ותזרימי מוזמנים איתנים יותר בשפל מחזור העסקים.

ישנם יתרונות נוספים הקשורים ישירות לפעילות ים המלח, כמו האקלים החם והיבש, המאפשר לאיי.סי.אל גרופ לאגור כמויות גדולות של אשלג בחוץ בעלות נמוכה ולנצל את תהליך הפקת האידוי הסולרי הצורך פחות אנרגיה. בנוסף, המיקום האסטרטגי של נכסי איי.סי.אל גרופ בים המלח מבטיח קרבה לשווקים מרכזיים כמו סין, הודו וברזיל, מה שמפחית את עלויות השילוח ומאפשר לחברה למלא הזמנות בזמן קצר. אלה מחזקים את כוח המיקוח של החברה.

בהתחשב בכך ש-80% מהאשלג המיוצר מיוצא, עלות ההובלה היא מרכיב מרכזי במחיר האשלג. המעבר המתמשך של איי.סי.אל גרופ מייצור דשנים גנריים לייצור מוצרים משלימים עם ערך מוסף הוא צעד אסטרטגי חשוב שיסייע גם לייצוב הרווחים לאורך המחזור.

הערכת איכות האשראי של איי.סי.אל גרופ מושפעת לחיוב מפיזור מכירות גיאוגרפי רחב, אשר מצמצם את חשיפתה לשינויים בביקוש בשל גורמים אזוריים, כגון מזג אויר קיצוני. הפרופיל הגיאוגרפי המאוזן חושף את איי.סי.אל גרופ גם לזמני נטיעות שונים, המחליקים את השפעות העונתיות על הרווחים.

רכישתן ב-2021 של שתי חברות המייצרות דשנים ונוטריינטים מיוחדים (Compass Minerals ו-Fertilaqua) מחזקת את מעמדה העסקי של איי.סי.אל גרופ בברזיל, אחד השווקים החקלאיים החשובים בעולם. להערכתנו, רכישות אלו אפשרו לאיי.סי.אל גרופ להשיג חשיפה לשוק בצמיחה גבוהה, תוך איזון השפעות העונתיות על פעילותה. חטיבת מוצרי התעשייה של איי.סי.אל גרופ מספקת גם גיוון חשוב בשוקי הקצה ובתזרימי המזומנים, בשל המתאם החלקי בלבד בין הביקוש החקלאי לתעשייתי.

הסיכון העסקי העיקרי של איי.סי.אל גרופ נובע מהתלות שלה בהארכת הזיכיון בים המלח בידי ממשלת ישראל ב-2030, וחשיפתה ללחצים פוליטיים ולשינויים רגולטוריים. אלה יוצרים אי ודאות בשאלה האם איי.סי.אל גרופ תמשיך בפעילותה בצורתה הנוכחית לאחר שנת 2030. לא נרשמו התפתחויות ברורות בתחום זה.

מעמדה התחרותי של איי.סי.אל גרופ בתחום מוצרי הפוספט הגנריים נמוך בהשוואה למתחרים כגון OCP, משום שאיכות סלע הפוספט במכרות החברה בנגב נמוכה יחסית, עלויות הייצור שלה גבוהות ואין לה עדיין אתר חציבה אלטרנטיבי. העתודות באתר הנוכחי הולכות ומצטמצמות, ונשארו כ-35 מיליון טונות נכון לדצמבר 2023.

הערכת הפרופיל העסקי של איי.סי.אל גרופ מוגבלת גם בשל המחזוריות הגבוהה האופיינית לענף הדשנים. השינויים התמידיים באיזון בין הביקוש וההיצע קשים לחיזוי בשל תלותם בציפיות לגבי מחירי הדשנים, בהיקף ותמהיל היבולים, בהכנסות החקלאים (שתלויות במחירי התבואה), במזג האוויר וברמות מלאי. כאשר היצע חדש מתווסף לשוק הודות להקמת מפעלים חדשים, היכולת לייצר בעלויות נמוכות הולכת ומצטמצמת. החלטות פוליטיות משפיעות הן על הביקוש והן על ההיצע, באמצעות מכסות יצוא או מיסוי וסבסוד בשוקי ליבה שונים, בעיקר הודו וסין.

לבסוף, הביקוש לאשלג ופוספט תנודתי יותר מזה של דשני חנקן, שכן חקלאים יכולים לדלג או לצמצם את השימוש בהם במשך עונה אחת או יותר, ללא השפעה מידית על התפוקה.

הפרופיל הפיננסי

קיים מתאם בין ביצועי איי.סי.אל גרופ לשווי תיק ההחזקות של החברה לישראל, ליחס המינוף שלה וליחסים הפיננסיים על בסיס דוחותיה המאוחדים. אנו מנתחים את הפרופיל הפיננסי של החברה לישראל על בסיס הדוחות המאוחדים שלה ומבצעים התאמה ל-EBITDA שלה בגובה הדיבידנדים מ-AKVA, אם התקבלו. במקביל אנו בוחנים את שיעור ה-LTV כמדד אינדיקטיבי לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה למחזר את החוב.

נכון למועד הדוח החברה מציגה LTV שלילי, מאחר שלחברה חוב נטו שלילי. ירידה זו מיוחסת בעיקרה לקיטון בחוב נטו של החברה. אנו סבורים שהגמישות הפיננסית של החברה לישראל הולמת וכי ביכולתה של החברה למחזר את החוב אם תצטרך.

אנו מעריכים כי איי.סי.אל גרופ תמשיך להיות החזקת ליבה של החברה לישראל, ולכן בתרחיש הבסיס שלנו נשענו על הנחותינו לגבי איי.סי.אל גרופ. מדיניות הדיבידנדים המוצהרת של איי.סי.אל גרופ החל משנת 2016 עומדת על חלוקת עד 50% מהרווח הנקי המתואם.

מחזוריותו של ענף הדשנים היא מגבלה מבנית על הפרופיל הפיננסי של איי.סי.אל גרופ, ולכן גם על הפרופיל הפיננסי של החברה לישראל, משום שהוא מוביל לתנודתיות ברווחים שלחברה אין שליטה עליה, וכן לתנודות

עונתיות משמעותיות בהון החוזר. ניסיונה המוכח של איי.סי.אל. גרופ בניווט עסקיה לאורך מחזור העסקים, יחד עם מדיניותה הפיננסית הזהירה, הם גורמים מאזנים משמעותיים.

Table 1.
Israel Corp. Ltd. -- Financial Summary (Mil. $)
Industry Sector: Chemicals

	2023	2022	2021	2020	2019
Revenue	7,536	10,015	6,955	5,043	5,271
EBITDA	1,715	3,969	1,671	936	1,216
Funds from operations (FFO)	1,283	2,685	1,284	699	881
Interest expense	221	210	201	198	212
Cash interest paid	178	173	194	206	203
Cash flow from operations	1,699	2,057	939	718	870
Capital expenditure	773	737	593	603	557
Free operating cash flow (FOCF)	926	1,320	346	115	313
Dividends paid	280	729	153	65	149
Discretionary cash flow (DCF)	633	591	193	50	164
Cash and short-term investments	1,567	1,542	1,116	919	751
Gross available cash	1,567	1,542	1,116	919	751
Debt	2,419	2,880	4,132	4,250	4,051
Equity	6,365	5,852	4,285	3,764	3,883
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	(24.8)	44.0	37.9	(4.3)	(5.1)
EBITDA margin (%)	22.8	39.6	24.0	18.6	23.1
Return on capital (%)	14.5	40.8	15.5	4.4	10.1
EBITDA interest coverage (x)	7.8	18.9	8.3	4.7	5.7
FFO cash interest coverage (x)	8.2	16.5	7.6	4.4	5.3
Debt/EBITDA (x)	1.4	0.7	2.5	4.5	3.3
FFO/debt (%)	53.0	93.2	31.1	16.4	21.8
Cash flow from operations/debt (%)	70.2	71.4	22.7	16.9	21.5
FOCF/debt (%)	38.3	45.8	8.4	2.7	7.7
DCF/debt (%)	26.2	20.5	4.7	1.2	4.0

נזילות

אנו בוחנים את פרופיל הנזילות של החברה על בסיס סולו. אנו מעריכים את נזילות החברה כחזקה, בהתאם לצפי שלנו שיחס המקורות לשימושים שלה יעלה על 1.5x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2023. הערכת הנזילות מבוססת על יתרת המזומנים בקופת החברה ודיבידנדים הצפויים מאיי.סי.אל גרופ מחד, ועל חלויות החוב והוצאות הנהלה וכלליות מאידך. נציין כי בעת חישוב הנזילות של החברה לא החשבנו תקבולי דיבידנדים מאיי.סי.אל גרופ שעוד לא הוכרזו עבור המחצית השנייה של 2024 והרבעון הראשון של 2025, או חלוקת דיבידנדים שלא הוכרזו על ידי החברה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה על בסיס סולו ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2024:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-978 מיליון דולר. • מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות מעבר לשנה בהיקף של כ-210 מיליון דולר. • דיבידנדים שנתקבלו מאיי.סי.אל גרופ ביוני 2024 בהיקף של כ-26 מיליון דולר.	• חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ואג"ח של כ-196 מיליון דולר. מתוכן שולמו כ-84 מיליון דולר במאי 2024. • הוצאות ריבית, הנהלה וכלליות בהיקף של כ-30 מיליון דולר. • דיבידנד שחולק ביוני 2024 בהיקף של כ-37 מיליון דולר.

חלויות חוב

שנה	2024	2025	2026	2027	2028 ואילך
חלויות (מיליון דולר)	60	223	129	172	232

ניתוח התניות

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם (יותר מ-15%) על כל התניותיה הפיננסיות.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה שלילית

העובדה שמרבית פעילות הקבוצה מתבצעת באמצעות החזקה בחברות ציבוריות ולא באמצעות החזקה ישירה של נכסים, משפיעה לשלילה על הדירוג.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

גורמים סביבתיים מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של החברה לישראל, כפי שמשתקף בפעילותה של החזקתה המרכזית, איי.סי.אל גרופ, שכן הערכתנו לאיכות האשראי של החברה לישראל נשענת על הביצועים התפעוליים של איי.סי.אל גרופ.

פעילותה של איי.סי.אל גרופ בים המלח מהווה פחות מ-20% מהכנסותיה, וחלקה באחריות לירידת מפלס המים הוא כ-23%, והשאר נובע מהתאדות, משימוש גובר במי הירדן על ידי כל המדינות באזור ומירידה במשקעים. זיכיון הכרייה של איי.סי.אל גרופ בים המלח תקף עד 2030.

מעת לעת מתקיימים דיונים עם ממשלת ישראל בנושאי איכות הסביבה. להבנתנו, עד היום הדיונים הללו לא היו קשורים לזיכיון 2030.

בטווח הארוך אנו סבורים כי ירידת מפלס המים עשויה לאלץ את אי.סי.אל גרופ לצמצם את השימוש במינרלים מים המלח, דבר שעשוי לפגוע בפעילותה ובדירוג האשראי שלה ולכן גם בדירוג האשראי של החברה לישראל.

גורמים חברתיים מהווים שיקול שלילי מתון, שכן פעילותה של אי.סי.אל גרופ עלולה לפגוע בעקיפין ביסודות מבנים הממוקמים בסמוך לקו החוף, וכן בתשתיות אחרות בקו החוף. אף שפגיעה פוטנציאלית זו לא יצרה מתחים חברתיים או הובילה לתביעות מהותיות עד היום, אי.סי.אל גרופ ממשיכה לתקשר עם הקהילות והעסקים המקומיים.

יכולתה של אי.סי.אל גרופ לשמור על ההון הטבעי והחברתי שלה היא גורם מרכזי בהמשכיות המודל העסקי שלה.

לגורמי ממשל תאגידי אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של החברה לישראל.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות (סדרות 12, 13, 14, 15) של החברה לישראל בע"מ.
- דירוג שיקום החוב של הסדרות הוא 3, ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בטווח 50%-70%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת בהחזקה במניות סחירות של שלוש חברות מתחומי פעילות שונים שאין ביניהם בהכרח מתאם.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- מיתון עמוק בכלכלות השונות יוביל ללחץ תחרותי ולירידת מחירים בתחום הכימיקלים ובתחום האנרגיה כך ששווי ההחזקות של החברה יישחק מהותית.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי ברמת החברה אין פעילות כלל וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- בתהליך ההתדרדרות תנצל החברה כ-40% ממסגרות האשראי החתומות שלה.
- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV על כ-100% בעקבות ירידה חדה בשווי השוק של מניות אי.סי.אל גרופ, ו-AKVA. על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-30% במימוש מהיר (בסך הכול הפחתה של כ-70%).

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי בעת פירוק (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1.85 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.75 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח: כ-825 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-930 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח: כ-1.45 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 70%-50%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 3

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 החברה לישראל בע"מ לשנת 2023:

- קיזוז מזומנים ושווי מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- התאמות פנסיה לחוב הפיננסי ובהתאמה גם ל-EBITDA ולהוצאות הריבית.

Table 2.

Israel Corp. Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. $) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2023

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported Amounts	**3,217**	**2,776**	**1,667**	**203**	**1,715**	**1,822**	**780**
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	(254)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(171)	--	--
Reported lease liabilities	348	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	214	--	(3)	11	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(1,567)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	7	(7)	(7)	(7)
Share-based compensation expense	--	--	7	--	--	--	--
Asset-retirement obligations	172	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(116)	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	3,589	--	--	--	--	--
Debt: Litigation	35	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	--	(1)	--	--	--	--
EBITDA: Other income/(expense) (principle based)	--	--	45	--	--	--	--
Total adjustments	**(798)**	**3,589**	**48**	**18**	**(432)**	**(123)**	**(7)**
S&P Global Ratings adjusted amounts							
	Debt	**Equity**	**EBITDA**	**Interest expense**	**Funds from operations**	**Cash flow from operations**	**Capital expenditure**
Adjusted	**2,419**	**6,365**	**1,715**	**221**	**1,283**	**1,699**	**773**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023

- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 4 באפריל, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

רשימת דירוגים

החברה לישראל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA+\Stable	03/07/2005	04/07/2023
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה 12,13	ilA+	13/03/2018	04/07/2023
סדרה 15	ilA+	27/04/2021	04/07/2023
סדרה 14	ilA+	02/12/2019	04/07/2023
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יולי 04, 2023	ilA+\Stable		
נובמבר 22, 2016	ilA\Stable		
ינואר 26, 2016	ilA+\Negative		
ספטמבר 21, 2009	ilA+\Stable		
פברואר 12, 2009	ilAA-\Negative		
נובמבר 30, 2008	ilAA\Watch Neg		
דצמבר 31, 2006	ilAA\Stable		
יולי 12, 2006	ilAA		
יולי 03, 2005	ilAA\Negative		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	17/07/2024 04:48
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	17/07/2024 04:48
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

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

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

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

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.