Maalot
S&P Global Ratings

החברה לישראל בע"מ

26 ביולי 2026

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 5
התרחיש השלילי 6
התרחיש החיובי 6
תיאור החברה 6
תרחיש הבסיס 7
הנחות עיקריות 7
יחסים עיקריים 7
הפרופיל העסקי 7
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות 9
חלויות חוב סולו 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 11

מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....12
רשימת דירוגים 12

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• איכות אשראי הנובעת בעיקר מביצועי ההחזקה העיקרית, איי.סי.אל גרופ, אחת היצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. • יתרונות תחרותיים של איי.סי.אל, הנובעים בין השאר מהפעילות בים המלח המקנה גישה לחומרי גלם איכותיים וייחודיים, מיתרונות לוגיסטיים, מקרבה לנמלים ומעלויות נמוכות בייצור האשלג והברום בהשוואה ליצרניות באירופה. • יתרת מזומנים גבוהה ומדיניות פיננסית הכוללת שמירה על חוב נטו סולו שלא יעלה על כ-1 מיליארד דולר. • גמישות פיננסית גבוהה הנובעת משיעור LTV נמוך.	• סיכון פיזי לנכסים בישראל בשל המלחמה במזרח התיכון, שיבושים פוטנציאליים בייצור פוספט עקב עלייה משמעותית במחירי הגופרית ומגבלות אפשריות על שרשראות האספקה שלה. • מחזוריות ותחרות גבוהות המאפיינות את שוק הדשנים. חשיפה מסוימת של תחום הברום למחזוריות בשוקי קצה כגון אלקטרוניקה ובנייה. • חשיפה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בנוגע להארכת הזיכיון בים המלח שיפוג ב-2030, היוצרת אי ודאות לגבי הצלחתה של איי.סי.אל במכרז התחרותי לחידוש הזיכיון. • הוצאות הוניות (capex) גבוהות ומחייבות לאיי.סי.אל בים המלח. • תלות בנכס מרכזי אחד.

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

אנו צופים שאיי.סי.אל תנצל את המרווח ביחסים הפיננסיים לתמיכה ביוזמות אסטרטגיות בשנים 2026-2027. אנו צופים מינוף גבוה למדי בשנתיים הקרובות, בעיקר כתוצאה מיוזמות אסטרטגיות שיגבילו את ייצור תזרים המזומנים החופשי (FOCF) למרות עלייה צפויה בשיעור ה-EBITDA, ויובילו לעלייה ביחס המתואם חוב ל-EBITDA ל-2.0x-2.5x, מ-2.0x ב-2025. היחס עדיין יישאר בחלקו הנמוך של הטווח 2.0x-4.0x שאנו רואים כהולם את הדירוג. מצבה הפיננסי האיתן של איי.סי.אל מספק גמישות משמעותית להקצאת הון להזדמנויות צמיחה, כולל השקעות אורגניות ורכישות. אנו צופים שאיי.סי.אל תנצל מצב זה למימון יוזמות התומכות באסטרטגיה הנוכחית שלה. בין היתר, ההוצאות ההוניות השנתיות שלה צפויות לגדול עד 950 מיליון דולר בשנים 2026-2029, בעיקר כתוצאה מהוצאות שנתיות של 600-800 מיליון דולר עבור תחזוקה, דרישות רגולטוריות סביבתיות ויוזמות צמיחה, ומהשקעות שנתיות של כ-100-150 מיליון דולר לשנה הקשורות לזיכיונות בים המלח. יתר על כן, אנו סבורים כי איי.סי.אל עשויה לבצע רכישות במימון חוב בהיקף של כ-300-400 מיליון דולר בשנים 2026-2029, בין היתר במטרה להתמקד בחיזוק תחומי המוצרים הייחודיים להזנת הצומח ולפתרונות מזון, שהם תחומי הליבה לצמיחה. יוזמות אלו, בשילוב עם עלייה בצורכי הון חוזר כתוצאה מגידול במכירות, יכבידו זמנית על ייצור ה-FOCF ב-2026, שאנו צופים שיעמוד על 200-250 מיליון דולר ב-2026, אך ישתפר ב-2027. באופן כללי אנו סבורים שאיי.סי.אל תאזן בתבונה בין הזדמנויות צמיחה לתגמול לבעלי המניות, תוך שמירה על מחויבותה החזקה לדירוג.

למרות תנודתיות משמעותית בשוק הנובעת מהמלחמה במזרח התיכון, אנו צופים כי איי.סי.אל תציג ביצועים תפעוליים איתנים בשנים 2026-2027. איי.סי.אל הציגה תוצאות חזקות ב-2025, כולל מכירות בהיקף של 7.2 מיליארד דולר ו-EBITDA מתואם של כ-1.4 מיליארד דולר, ואנו צופים כי היא תמשיך להציג תוצאות חזקות גם ב-2026. תוך הכרה באי הוודאות הגבוהה סביב המצב הגיאופוליטי במזרח התיכון, בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים צמיחה של כ-5% בהכנסות ב-2026, ל-7.4-7.6 מיליארד דולר. צמיחה זו מונעת בעיקר מהעלייה במחירי הדשנים ומשמירה על היקף המכירות במחצית הראשונה של השנה, המקזזת את הירידה הפוטנציאלית בביקוש והתנודתיות הפוטנציאלית הצפויות במחצית השנייה. ב-2027 אנו צופים שהמכירות יצמחו ל-7.5-7.6 מיליארד דולר, הודות לחזרת מחירי הדשנים לנורמה ולשיפור כושר הקנייה של החקלאים כתוצאה מצפי לעלייה במחירי היבולים. אנו צופים המשך רווחיות חזקה, עם שיעור EBITDA מתואם של כ-20%-21% ב-2026 וב-2027, שיוביל ל-EBITDA של כ-1.5 מיליארד דולר, התואם את תחזית איי.סי.אל של 1.5-1.7 מיליארד דולר לשנת 2026. חוסן זה נתמך בסביבת תמחור חיובית, בהיצע מוגבל המקזז את תנודתיות הביקוש, ובהתמקדות המתמשכת של איי.סי.אל בהתייעלות.

המתיחות הגוברת במזרח התיכון יוצרת תנודתיות ניכרת בשוקי הדשנים הגלובליים, ויצרני פוספט ניצבים בפני האתגרים הגדולים ביותר. שיבושים בתנועת ספינות דרך מצר הורמוז – המהווה נקודת מעבר עבור 25%-30% מדשני החנקן ו-40%-55% מסחר הגופרית העולמי – מגבילים את ההיצע ומעלים את מחירי חומרי הגלם המרכזיים כגון אמוניה וגופרית. אלה משפיעים על עלות הייצור של אוריאה ושל דשנים מבוססי אמוניום פוספט. ההשלכות הסופיות על ביצועיהם של יצרני הדשנים אינן ודאיות, משום שהן תלויות מצד אחד בפוטנציאל לעלייה בהכנסות כתוצאה מעליות מחירים ומצד שני בסיכון לירידה חדה בביקוש. בעוד שעלייה במחירי הדשנים בדרך כלל חלה במקביל לעלייה במחירי היבולים, שבאופן תיאורטי תומכת בכושר הקנייה של החקלאים, עלויות גבוהות מדי עשויות למנוע לחלוטין שימוש בדשנים. בפרט, עליות מחירים חדות במהלך העונה המכרעת לשימוש בדשנים – הרבעון הראשון ותחילת הרבעון השני של 2026 – צפויות להתגלגל לחקלאים, מה שעשוי להפחית את הביקוש במחצית הראשונה של 2026, במיוחד את הביקוש לאוריאה ולפוספטים. דבר זה עלול להוביל לצמצום היבולים בתקופת הקציר העיקרית של חצי הכדור הצפוני, מה שישפיע עוד יותר על מחירי היבולים וייצור מעגל קסמים שבו העלייה במחירי היבולים מפחיתה בסופו של דבר את החששות לגבי כושר הקנייה של דשנים.

ההשפעות ארוכות הטווח תלויות במשך הסכסוך ובעוצמתו. סיום מהיר של הסכסוך עשוי להוביל לתנודתיות, אך סכסוך ממושך עשוי ליצור שיבושים חמורים באספקה, במיוחד של גופרית וחנקן, מה שעשוי לפגוע בייצור פוספט וחנקן. עלויות גבוהות לאורך זמן עשויות להקטין את שולי הרווח של החקלאים, להשפיע על החלטות שתילה ואולי אף להוביל להפחתת השימוש בדשנים או להעברת שטחים לגידולים פחות עתירי תשומות, מה שישפיע על הביקוש בהמשך השנה. גורמים עונתיים וגורמים הקשורים למזג האוויר ימלאו גם כן תפקיד מכריע בקביעת תנובת היבולים בפועל ודינמיקת השוק הכוללת.

אייסיאל נקטה צעדים כדי להפחית את סיכון האירוע הקשור לפקיעת זיכיון הכרייה שלה בים המלח בשנת 2030, אך אי הוודאות סביב חידושו נמשכת. בעוד שאי-חידוש זיכיון ים המלח של אייסיאל בשנת 2030 עדיין נמצא מחוץ לתחזית הדירוג שלנו ואיננו מביאים אותו בחשבון בתרחיש הבסיס, תוצאת המכרז התחרותי המתקרב היא שיקול מרכזי בדירוג. לאחרונה חתמה אייסיאל על הסכם מחייב עם מדינת ישראל לטיפול בנכסי הזיכיון, במטרה להפחית את אי הוודאות ולהקל על מעבר חלק. הסכם זה כולל ויתור של אייסיאל על זכות הסירוב הראשונה, הפותח את התהליך לתחרות רחבה יותר. ההסכם מעניק ל-אייסיאל 2.54 מיליארד דולר עבור העברת נכסי זיכיון, בתוספת פיצוי עבור השקעות שבוצעו מאז 1 בינואר 2025, הקשורות לקציר מלח ומוערכות בכמה מאות מיליוני דולרים. חשוב לציין שסכום זה מכסה במלואו את החוב הפיננסי ברוטו של אייסיאל בסך 2.5 מיליארד דולר נכון ל-31 בדצמבר 2025. התשלום יובנה כך ש-95% ישולמו ב-1 באפריל 2030, וה-5% הנותרים עד ה-1 בספטמבר 2030. אייסיאל רואה לחיוב את ההסכם, שמקנה בהירות לגבי הערכת הנכסים ותזמון התשלום, ומאפשר תכנון לטווח ארוך ומניעת סכסוכים משפטיים פוטנציאליים. בכוונת אייסיאל לבחון את תנאי הזיכיון העתידי כדי להעריך את כדאיותו הכלכלית, והיא סבורה שניסיונה התפעולי בן מאה השנים, בשילוב עם שיקולי ביטחון לאומי הנותנים העדפה למפעילים מקומיים, תומכים בסיכוייה לזכות בו. מעבר לתנאים הפיננסיים, אייסיאל התחייבה לשמור על רמות השקעה ולהבטיח שקיפות בתהליך המכרז ותנאי פנסיה לעובדים עתידיים. ההסכם מבטיח גם אספקת חומרי גלם מתמשכת של ברום לפעילות ההמשך של אייסיאל עד שנת 2035, עם אופציות להארכה, המבטיחות המשכיות תפעולית.

למרות התפתחויות חיוביות אלו, תוצאות המכרז אינן ודאיות. אף שאייסיאל מעריכה שיש סבירות גבוהה שתזכה בזיכיון, הפסד במכרז עשוי להחליש את הפרופיל העסקי שלה ולהשפיע לרעה על יתרונה התחרותי, בשל אובדן הגישה למשאבים הייחודיים של ים המלח. אנו נמשיך לעקוב אחר תהליך המכרז ולהעריך את השפעתו הפוטנציאלית על דירוג האשראי של אייסיאל. בכוונת מדינת ישראל לבחור את בעל הזיכיון הבא עד סוף 2027 ולהקצות את הזיכיון עד תחילת 2028.

כחלק מתוכנית ההשקעות האסטרטגית של החברה, היא השלימה במרץ 2025 רכישת 27.5% (בדילול מלא) ממניות פרודלים השקעות בע"מ ("פרודלים") בסכום של כ-116 מיליון דולר. בפברואר 2026 הונפקה פרודלים בבורסה בתל-אביב, והחברה מחזיקה כיום כ-23% ממניותיה (בדילול מלא). אנו סבורים שהשקעה זו אינה מהותית בתיק ההשקעות של החברה, שנותר ריכוזי ומבוסס ברובו המוחלט על פעילותה של אייסיאל.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תציג ב-12 החודשים הקרובים יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 2.0x-2.2x. תחזית הדירוג שלנו מתבססת, בין היתר, על כוונת הנהלת החברה להמשיך לבצע רכישות בהתאם לתוכנית האסטרטגית שלה. אנו צופים שהחברה לישראל תציג ב-2026 EBITDA מתואם של 1.5-1.6 מיליארד דולר על בסיס מאוחד, בתמיכת מעמדה האיתן של אייסיאל בתחום הדשנים ועלויות ייצור נמוכות בישראל.

נציין כי בשל אי הוודאות הביטחונית במזרח התיכון עלולים להתגבר הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ותיתכן השפעה על האינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל, והתנודתיות בשוק ההון עשויה להתגבר. בשלב זה ישנה אי ודאות לגבי היקף המלחמה, משכה והשלכותיה. עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA של החברה יעלה על 4.0x ללא אופק לשיפור בטווח הקצר, או אם הביצועים התפעוליים של איי.סי.אל 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 או עודף היצע מתמשך בשני השווקים. אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם איי.סי.אל תסטה ממדיניות הדיבידנדים המוצהרת שלה או תבצע רכישות גדולות וממונפות.

חלוקת דיבידנד שלא בהתאם למדיניות החברה או רכישות שלא בהתאם לתוכנית האסטרטגית שיובילו לשחיקה בפרופיל הנזילות עשויות גם הן להוביל לפעולת דירוג שלילית.

בטווח הבינוני עשוי להיווצר לחץ שלילי על הדירוג אם תימשך אי הוודאות לגבי פקיעת הזיכיון בים המלח ב-2030 וחידושו. בהינתן היתרונות הגלומים בפעילות בים המלח, הפרופיל העסקי של איי.סי.אל, וכפועל יוצא של החברה לישראל, עשוי להיחלש בתרחיש זה, על אף שאיי.סי.אל תפוצה בערך השחלוף של נכסים אלו, מה שעשוי להוביל לשיפור ביחסים הפיננסיים.

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 בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו.

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"), בכ-9% ממניות חברת Nordic Aqua Partenrs AS (NOAP) ובכ-23% (בדילול מלא) בחברת פרודלים השקעות בע"מ. בעלי המניות העיקריים בחברה לישראל הם חברת מילניום השקעות אלעד בע"מ ומר עידן עופר.

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

עוסקת ביצירת פתרונות טבעיים למגוון תעשיות. בין מוצריה ניתן למצוא רכזים, חומרי טעם וריח, בסיסי משקאות ורכיבים פונקציונליים טבעיים נוספים.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה בהכנסות ל-7.4-7.6 מיליארד דולר ב-2026 וב-2027, בשל עלייה במחירי דשני הפוספט והאשלג בהשוואה ל-2025 לאור ההיצע המוגבל כתוצאה מהמלחמה במזרח התיכון.
- שיפור קל בשיעור ה-EBITDA המתואם ל-20%-21% ב-2026 וב-2027, מ-19% ב-2025, המשקף מחירים תומכים מאוד לדשנים שיפצו על הירידה הפוטנציאלית בכמויות, כמו גם המשך ההתמקדות באופטימיזציה של תיק ההשקעות ובהתייעלות של איי.סי.אל.
- השקעות בהיקף כולל של כ-300 מיליון בשנים הקרובות, בהתאם לתוכנית האסטרטגית של החברה.
- קבלת דיבידנדים מאיי.סי.אל של עד 50% מהרווח הנקי המתואם בשנים 2026-2027, לפי מדיניות הדיבידנדים שלה.
- חלוקת דיבידנד בשיעור של 45% מסך הדיבידנדים נטו שיתקבלו בפועל בחברה פחות 75 מיליון דולר, בהתאם למדיניות הדיבידנד של החברה.
- שמירה על חוב נטו סולו של כ-1 מיליארד דולר לאורך זמן בהתאם למדיניות החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2025A	2026E	2027E
חוב/EBITDA	1.9x	2.2x-2.0x	2.4x-2.2x
חוב/FFO	39.9%	37%-32%	35%-30%

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

הפרופיל העסקי

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

הערכתנו לפרופיל העסקי של איי.סי.אל, ובהתאמה לפרופיל העסקי של החברה לישראל, משקפת את היות איי.סי.אל יצרנית האשלג השישית בגודלה בעולם והיצרנית הגדולה בעולם של ברום. שני שווקים אלה ריכוזיים עם חסמי 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 בהיקפי המכירות ומאפשרים לאיי.סי.אל להגן על נתח השוק שלה.

פרופיל העלויות הנוח של איי.סי.אל תומך ברווחיותה. איי.סי.אל 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 וברווחים ותזרימי מוזמנים איתנים בשפל מחזור העסקים.

ישנם יתרונות נוספים הקשורים ישירות לפעילות ים המלח, כמו האקלים החם והיבש, המאפשר לאיי.סי.אל 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 בים המלח מבטיח קרבה לשווקים מרכזיים כמו סין, הודו וברזיל, מה שמפחית את עלויות השילוח ומאפשר לאיי.סי.אל למלא הזמנות בזמן קצר. אלה מחזקים את כוח המיקוח של איי.סי.אל.

בהתחשב בכך ש-80% מהאשלג המיוצר מיוצא, עלות ההובלה היא מרכיב מרכזי במחירו. המעבר המתמשך של איי.סי.אל 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 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 גם לזמני נטיעות שונים, המחליקים את ההשפעות העונתיות על הרווחים.

הסיכון העסקי העיקרי של איי.סי.אל נובע מתלותה בהארכת הזיכיון בים המלח בידי ממשלת ישראל ב-2030, וחשיפתה ללחצים פוליטיים ולשינויים רגולטוריים. אלה יוצרים אי ודאות בשאלה האם תמשיך בפעילותה במתכונתה הנוכחית לאחר שנת 2030. בשנת 2025 הגיעה איי.סי.אל להסכם מחייב עם מדינת ישראל לגבי זיכיון ים המלח וקיבלה התחייבויות לפיצוי בסך של 2.54 מיליארד דולר בתוספת החזר השקעות עבור ויתור על זכות הסירוב הראשונה ופתיחת התהליך למכרז תחרותי. תוצאת המכרז אינה ודאית, והפסד עשוי להחליש את מעמדה התחרותי של איי.סי.אל, אך ההסכם מספק בהירות פיננסית ומבטיח את אספקת הברום עד סוף 2035. אנו נעקוב אחר התקדמות המכרז, שצפוי להסתיים בתחילת 2028, משום שהוא שיקול מרכזי בפרופיל העסקי העתידי של איי.סי.אל וכתוצאה מכך בפרופיל העסקי העתידי של החברה לישראל.

הערכת הפרופיל העסקי של איי.סי.אל 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 המלאי. 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 מיידית על התפוקה.

הפרופיל הפיננסי

קיים מתאם בין ביצועי איי.סי.אל 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 ופרודלים, אם התקבלו. במקביל אנו בוחנים את שיעור ה-LTV כמדד אינדיקטיבי לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה למחזר את החוב.

נכון למועד הדוח, החברה מציגה שיעור LTV שלילי, מאחר שהחוב נטו שלה שלילי. אנו סבורים שהגמישות הפיננסית של החברה לישראל הולמת וכי ביכולתה למחזר את החוב אם תצטרך.

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

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

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 2026. הערכת הנזילות מבוססת על יתרת המזומנים בקופת החברה, מסגרות אשראי חתומות ודיבידנדים הצפויים מאיי.סי.אל מחד, ועל חלויות החוב והוצאות הנהלה וכלליות מאידך. נציין כי בעת חישוב הנזילות של החברה לא החשבנו תקבולי דיבידנדים מאיי.סי.אל שעוד לא הוכרזו עבור המחצית השנייה של 2026 והרבעון הראשון של 2027, או חלוקת דיבידנדים שלא הוכרזה על ידי החברה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה על בסיס סולו ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-748 מיליון דולר. • מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף של כ-260 מיליון דולר. • דיבידנדים שהתקבלו מאיי.סי.אל בהיקף של 30 מיליון דולר ביוני 2026.	• חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ושל אג"ח בהיקף של כ-183 מיליון דולר. • הוצאות ריבית, הנהלה וכלליות בהיקף של 25-30 מיליון דולר. • דיבידנדים שחולקו באפריל 2026 בהיקף של 13 מיליון דולר.

חלויות חוב סולו

שנה	2026	2027	2028	2029	2030 ואילך
חלויות (מיליון דולר)	131	175	226	55	55

ניתוח התניות

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

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

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, בשל פעילותה של החזקתה המרכזית, איי.סי.אל, שכן הערכתנו לאיכות האשראי של החברה נשענת על הביצועים התפעוליים של איי.סי.אל.

איי.סי.אל מסתמכת על ייצור ומכירה של פוספט ואשלג גנריים החושפים אותה לעלויות שיקום מכרות, לניהול מים וקרקע ולשינויים בתקנות סביבתיות המצריכים הוצאות הוניות משמעותיות. אף שאיי.סי.אל עומדת בפני סיכונים תפעוליים כתוצאה מנסיגת קו החוף של ים המלח, איי.סי.אל מצמצמת אתגרים אלה משמעותית, בין היתר באמצעות השקעות. זיכיון הכרייה של איי.סי.אל בים המלח תקף עד 2030.

גורמים חברתיים מהווים גם הם שיקול שלילי, שכן פעילות איי.סי.אל מסכנת את התשתיות ליד בריכת 5 בים המלח. איי.סל.אל פועלת לצמצם סיכונים אלה. אף שהחשיפה עדיין קיימת, היא לא הובילה למתחים חברתיים או תביעות משמעותיים.

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: 2031
- 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-55% ממסגרות האשראי החתומות שלה.
- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV על כ-100% בעקבות ירידה חדה בשווי השוק של מניות איי.סי.אל, פרודלים 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 כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-460 מיליון דולר
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-440 מיליון דולר
- סך חוב בכיר: כ-235 מיליון דולר
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-205 מיליון דולר
- סך חוב לא מובטח: כ-328 מיליון דולר
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח: 50%-70%
- דירוג שיקום חוב לחוב לא מובטח (1-6): 3

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

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

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

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 - כללי: מתודולוגיה להערכת האקלים המשפטי של מדינות בהקשר של שיקום חוב לאחר כשל פירעון, 20 בינואר, 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, 7 ביולי, 2025
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 31 במרץ, 2026
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

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	20/07/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה 12,13	ilA+	13/03/2018	20/07/2025
סדרה 15	ilA+	27/04/2021	20/07/2025
סדרה 14	ilA+	02/12/2019	20/07/2025
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	26/07/2026 11:09
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	26/07/2026 11:09
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 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 maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.