Maalot
S&P Global Ratings

אייי.סי.אל גרופ בע"מ

.....

29 ביוני, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

Paulina Grabowiec, לונדון, 44-20-7176-7051 paulina.grabowiec@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 2
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 9
הפרופיל הפיננסי 11
נזילות 13
ניתוח התניות 13
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 14
השפעת הקבוצה 14
התאמות לדירוג 15
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 15
הרכב ההון 15
מסקנות אנליטיות 15
התאמות לדיווח הכספי 15
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 16
רשימת דירוגים 17

איי.סי.אל גרופ בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• עמידות יחסית של ענף הדשנים למיתון הכלכלי כתוצאה ממגפת הקורונה. • אחת היצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. • יתרונות תחרותיים הנובעים מהפעילות בים המלח המקנה גישה לחומרי גלם איכותיים וייחודיים, יתרונות לוגיסטיים, קרבה לנמלים ועלויות נמוכות יותר בהשוואה למתחרים בייצור האשלג והברום. • סינרגיה גבוהה בייצור מוצרים ייחודיים המספקים ערך מוסף. • מדיניות פיננסית זהירה ונזילות הולמת.	• מחזוריות ותחרותיות גבוהות המאפיינות את שוק הדשנים. • חשיפה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בנוגע להארכת הזיכיון בים המלח שיפוג ב-2030. • השקעות הוניות (capex) גבוהות ומחייבות בים המלח. • חשיפה מסוימת של תחום הברום למחזוריות בשוקי קצה כגון נפט וגז, רכב ובנייה.

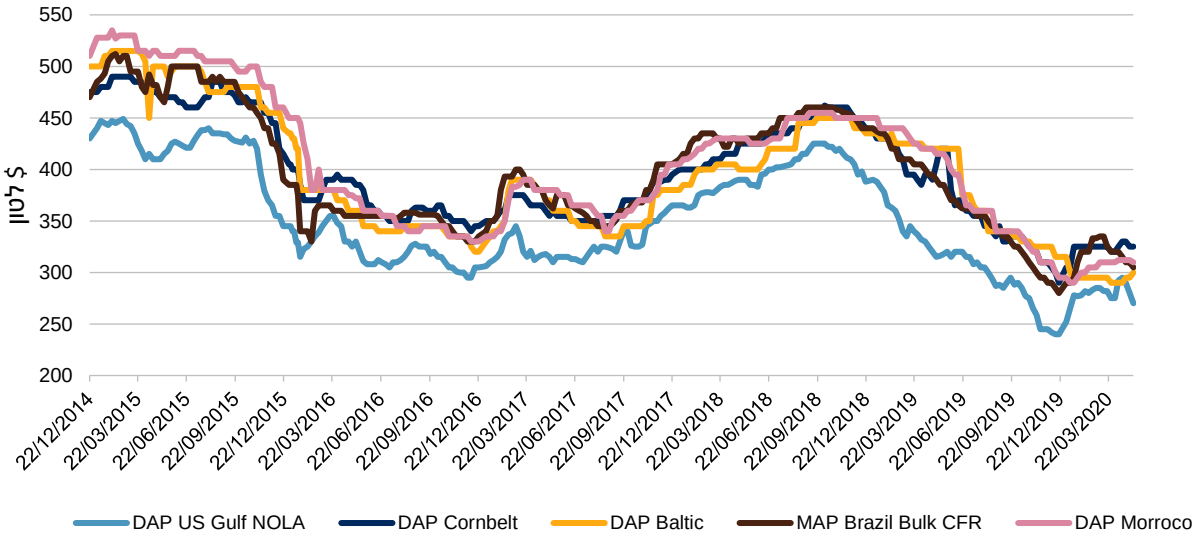
אנו צופים שהיחסים הפיננסיים של איי.סי.אל גרופ בע"מ ("החברה") ימשיכו להלום את הדירוג ב-2020, למרות השפעות מגפת הקורונה. פעילות החברה נפגעה במידה מינימלית ממגפת הקורונה ברבעון הראשון של השנה. עבודות הכרייה בספרד הופסקו לכשלושה שבועות בשל מגבלות שהוטלו במדינה במטרה להכיל את ההתפרצות, ואילו בבריטניה חלה ירידה של כ-30% בשיעורי הפעילות כתוצאה מסידור מחדש של משמרות ואמצעים לשמירה על ריחוק חברתי. כל מתקני החברה, כולל אלו שבסין, חזרו לפעילות שגרתית או כמעט שגרתית. אנו צופים שהביקוש לדשנים יישאר יציב יחסית ב-2020, אך מציינים את ניהול המלאי ההדוק של החקלאים ואת היחלשות מחירי הסחורות החקלאיות. בה בעת, אנו מניחים שהשפעות מגפת הקורונה על המגזר החקלאי ועל הביקוש לדשנים יהיו מתונות מאד בהשוואה לביקוש לכימיקלים אחרים. זאת בשל התפקיד הייחודי שממלא המגזר באספקת המזון, שהופכת אותו לחיוני בעיני ממשלות ברחבי העולם. בתחום הברום, ש-25% מהכנסותיו חשופות לשוקי קצה תנודתיים כגון נפט וגז, רכב ובנייה, אנו צופים שהרווחיות תיתמך ביציבות בביקוש מצד ענפי הפרמצבטיקה, המזון ושירותי הבריאות, המייצרים כ-8% מההכנסות. נציין לטובה את מאמציה הפעילים של החברה לתמוך ביתרות המזומנים שלה, שכללו משיכה של 300 מיליון דולר ממסגרת אשראי מתחדשת בהיקף של 1.1 מיליארד דולר, כמו גם את הניהול ההדוק של הוצאות הוניות והון חוזר.

אנו צופים היחלשות במחירי האשלג והפוספט ב-2020, וסביבה תפעולית מאתגרת יותר. מספר גורמים מניעים את הירידה במחירי הדשנים בהשוואה לשנה שעברה, ביניהם העיכוב בחתימה על חוזה האשלג

המרכזי עם סין במחיר של 220 דולר לטון (70 דולר לטון פחות מבעבר), הירידה במחירי הנפט שמשפיעה על מחירי האתנול (גורם מרכזי בקביעת מחירי התירס) וכתוצאה מכך על הכנסות החקלאים והיצע עודף בשוקי האשלג והפוספט שחייב להיספג על ידי עלייה בביקוש. בהינתן הערכתנו להתאוששות כלכלית ב-2021, אנו חוזים שה-EBITDA המתואם של החברה יעלה במידת מה ל-1.1-1 מיליארד דולר, מ-920-960 מיליון דולר ב-2020 (הערכה שלנו). בטווח הארוך, המגמות לשני המוצרים הן חיוביות. אנו צופים עלייה שנתית של 1%-3% בנפח המכירות, וסבורים כי יש צורך בתוספת של קיבולת ייצור על מנת לספק את הגידול בביקוש. עם זאת, שוקי האשלג והפוספט רגישים להאטה הנובעת מעלייה בתחרות, ושוקי הדשנים נתונים לתנודות עונתיות וחשופים לתנאי מזג האוויר, למדיניות ממשלתית, לתנודות בשער החליפין ולמשאים ומתנים עם לקוחות גדולים.

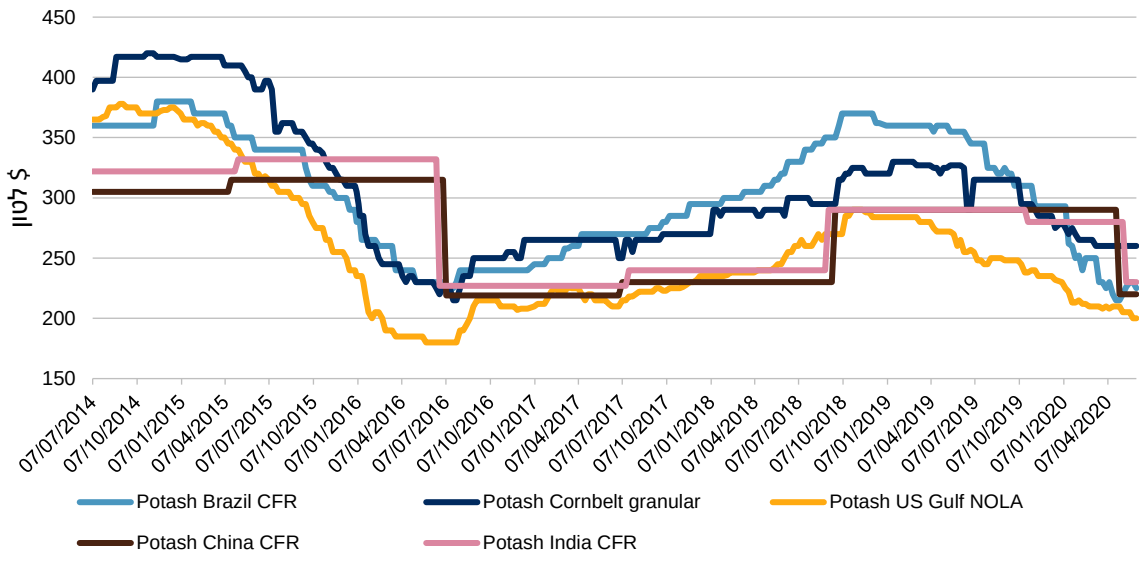
נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה. הקונצנזוס בקרב מומחי רפואה הוא שייתכן שהמגפה הגיעה או כמעט הגיעה לשיאה באזורים מסוימים בעולם, אולם תמשיך להוות איום עד שחיסון או טיפול אפקטיבי יהיו זמינים בהיקף נרחב, מה שעשוי לא לקרות עד המחצית השנייה של 2021. אנו משתמשים בהנחה זו להערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות (ראו באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תרשים 1: מחירי פוספט מ-2014 עד היום



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

תרשים 2: מחירי אשלג מ-2014 עד היום



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שאיי.סי.אל גרופ תשמור על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3.4x-2x, בהתחשב בירידה במחירי האשלג והפוספט ובסביבת המיתון הכלכלי המחלישה את שוקי הדשנים והברום.בין היתר בשל ההתאוששות הדרגתית במחירי הדשנים.

אנו צופים שהחברה תייצר EBITDA מתואם של 920-960 מיליון דולר ב-2020, בתמיכת מעמדה האיתן בתחום הדשנים ועלויות ייצור נמוכות בישראל. אנו רואים יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3.0x בשיא מחזור העסקים ו-4.0x בתחתית מחזור העסקים כהולמים את הדירוג הנוכחי.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA של החברה יהיה קרוב ל-4.0x וללא אופק לשיפור בטווח הקצר, והביצועים התפעוליים שלה ייחלשו. תרחיש זה עשוי לנבוע מהרעה בתנאי השוק, למשל כתוצאה מתקופה מתמשכת של מחירי אשלג ופוספט בשל ביקוש חלש או עודף היצע מתמשך בשני השווקים. אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם החברה תסטה ממדיניות הדיבידנדים המוצהרת שלה או תבצע רכישות גדולות וממונפות.

בטווח הבינוני עשוי להיווצר לחץ שלילי על הדירוג אם תימשך אי הוודאות בנוגע לחידוש הזיכיון בים המלח. בתנאים כאלו אנו צופים היחלשות בפרופיל העסקי, שנתמך כיום ביתרונות המובנים של פעילות החברה בים המלח.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, שיתבטא ביחס מתואם חוב ל-EBITDA נמוך מ-2.5x לאורך זמן. עלייה בדירוג תלויה גם בהערכת איכות האשראי של החברה לישראל בע"מ (ilA/Stable), בעלת המניות העיקרית (46%) של אייי.סי.אל גרופ.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- התכווצות של 5.2% בתמ"ג בצפון אמריקה וצמיחה של 6.2% ב-2021; ירידה של 5.1% בתמ"ג ב-2020 וצמיחה של 3.8% ב-2021; התכווצות של 6.4% בתמ"ג באירופה ב-2020 וצמיחה של 5.1% ב-2021; וצמיחה של 0.7% בתמ"ג באסיה-פסיפיק ב-2020 ושל 6.3% ב-2021.
- מחיר נפט גולמי מסוג ברנט של 30 דולר לחבית ב-2020, 50 דולר לחבית ב-2021 ו-55 דולר לחבית ב-2022 ולאחר מכן.
- עלייה שנתית ממוצעת של עד 5% בביקוש לדשנים מבוססי פוספט ואשלג, בין השאר בשל הגידול באוכלוסייה העולמית, הצמיחה בתמ"ג העולמי והשינוי בהרגלי האכילה.
- הכנסות של 4.8-5.0 מיליארד דולר ב-2020 ושל 5.1-5.2 מיליון דולר ב-2021.
- חלוקת דיבידנד שנתית של עד 50% מהרווח הנקי המתואם, לפי מדיניות הדיבידנדים של החברה. הדיבידנדים מחולקים רבעונית, מה שמאפשר גמישות בחלוקה.
- הוצאות הוניות (capex) של כ-570 מיליון דולר ב-2020, בדומה ל-2019, ושל כ-550 מיליון ב-2021. נציין כי החברה קובעת את רמת ההשקעות בהתאם לביטחון העסקי ולתחזית לענף.
- רכישת Growers Holdings, Inc. תמורת 27 מיליון דולר בפברואר 2020, ללא רכישות ממונפות גדולות ב-2020 או ב-2021.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2018A	2019A	2020E	2021F
הכנסות (מיליון $)	5,556	5,271	5,000-4,800	5,200-5,100
EBITDA (מיליון $)	1,181	1,201	960-920	1,100-1,000
שיעור EBITDA	21%	23%	כ-19%	21%-20%
הוצאות הוניות (מיליון $)	550	557	570	550
תזרים מזומנים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) (מיליון $)	81.8	419	120-80	מעל 200
חוב/EBITDA	2.6x	2.5x	3.4x-3.2x	מעל 3.0x

A-בפועל. E-צפוי. F-חזוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

תחזית ההכנסות מושפעת ממחירי האשלג והפוספט הנמוכים ב-2020. אנו מביאים בחשבון גם הרעה מסוימת בתחום הברום בשל שימושים בשוקי קצה מחזוריים, כגון שימוש בתמלחת בקידוחי נפט וגז, או תוספים מעכבי בעירה בתעשיות הרכב והבנייה. השפעה זו ממותנת על ידי העלויות הנמוכות יחסית של החברה בים המלח, הגידול בנפח ההפקה לאחר השלמת שדרוג אחד המתקנים בסוף 2019 והעמידות של קווי המוצרים הייחודיים. ההכנסות ייתמכו גם בביצועים היציבים של שימושי הברום בשווקים כגון פרמצבטיקה, אגרוכימיה ומזון, שעמידים יחסית לשינויים בסביבה המקרו-כלכלית.

קיים עודף קיבולת ייצור בענף האשלג, ולכן איננו צופים התדרדרות משמעותית נוספת במחירים ב-2020. עם זאת, אנו סבורים כי החוזים עם סין מספקים לשוק ודאות מסוימת לגבי המחיר המינימלי והצריכה המינימלית של המוצר. אנו מניחים כי ב-2021 מחירי האשלג יעלו בהדרגה אם היצרניות הגדולות ישמרו על משמעת היצע, במיוחד כאשר תגדל קיבולת הייצור של Eurochem Group AG.

הלחץ על מחירי הפוספט יימשך ב-2020, בשל היצע עודף בשוק ותחרות בין היצרניות העיקריות. היקף וקצב הירידה בייצוא הפוספט מסין בשל שיקולים סביבתיים הם פרמטרים חשובים שעשויים לצמצם את ההיצע העודף בענף.

מוצרים ייחודיים והתייעלות יתמכו ברווחיות. אנו צופים שיעור EBITDA מתואם של 19%-21% ב-2020-2021, בזכות המוצרים הייחודיים של החברה ותהליכי התייעלות במכרות בספרד ובאנגליה. אלה יתקזזו חלקית מול היחלשות ברווחיות בשוק הדשנים הגנריים.

תיאור החברה

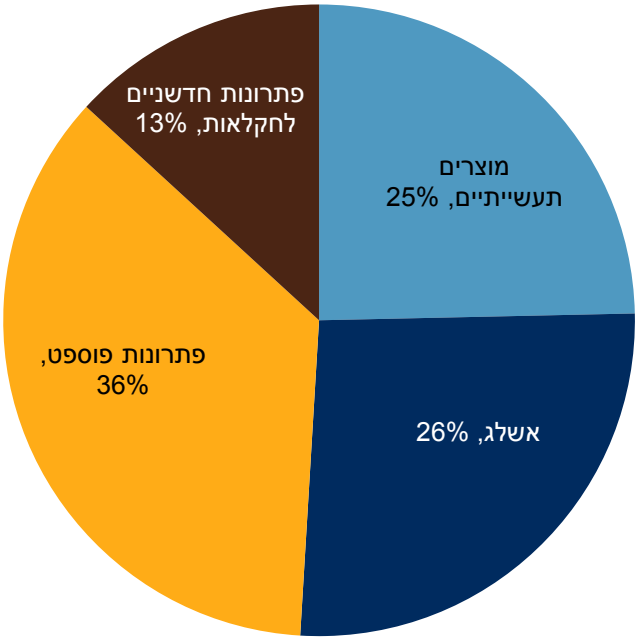
איי.סי.אל גרופ היא חברה בינלאומית המייצרת ומשווקת דשנים גנריים וייחודיים המבוססים על אשלג, פוספט וברום. לחברה ארבע חטיבות עיקריות:

- מוצרים תעשייתיים (25% מהמכירות ב-2019, רווחיות תפעולית של 26%). באמצעות חטיבה מרכזית זו, מייצרת החברה ברום טהור למגוון רוחב של יישומים כגון מעכבי בעירה, מוצרי מגנזיה ומלח ופתרונות לאחסון אנרגיה. מפעלי החברה בים המלח מבוססים על מאגרי הברום הגדולים בעולם עם ריכוז הברום הגבוה ביותר. החברה ושתי מתחרותיה המרכזיות, Albemarle ו-Lanxess, אחראיות לרוב ייצור הברום העולמי ב-2019. חסמי הכניסה לשוק זה הם גבוהים, בשל הצורך בגישה למאגרי ברום כדאיים לניצול והדרישות הלוגיסטיות המחמירות (שינוע ברום מצריך שימוש במיכלים מיוחדים). החברה משתמשת בכ-80% מהברום הטהור שהיא מייצרת לצרכיה העצמיים בייצור תרכובות ברום שרווחיותן גבוהה יותר.
- אשלג (26% מהמכירות, רווחיות תפעולית של 21%). בסגמנט זה, החברה מייצרת ומשווקת דשנים ומלחים מבוססי אשלג המופק מים המלח בתהליך אידוי יעיל במיוחד וממכרה תת-קרקעי קונבנציונלי בספרד. באנגליה, החברה המירה את הייצור במכרה Boulby שברשותה מאשלג לדשן מתקדם ובלעדי

המשווק תחת השם פוליסולפט, המבוסס על סולפט של אשלגן, סידן ומגנזיום. אף על פי שהיקף ייצור האשלג של החברה נמוך משל מתחרותיה העיקריות, Nutrien, Uralkali ו-Mosaic, היא נהנית מעלויות ייצור נמוכות תודות לשיטת האידוי באתר בים המלח ומיתרון לוגיסטי בשל קרבתה הפיזית ללקוחות.

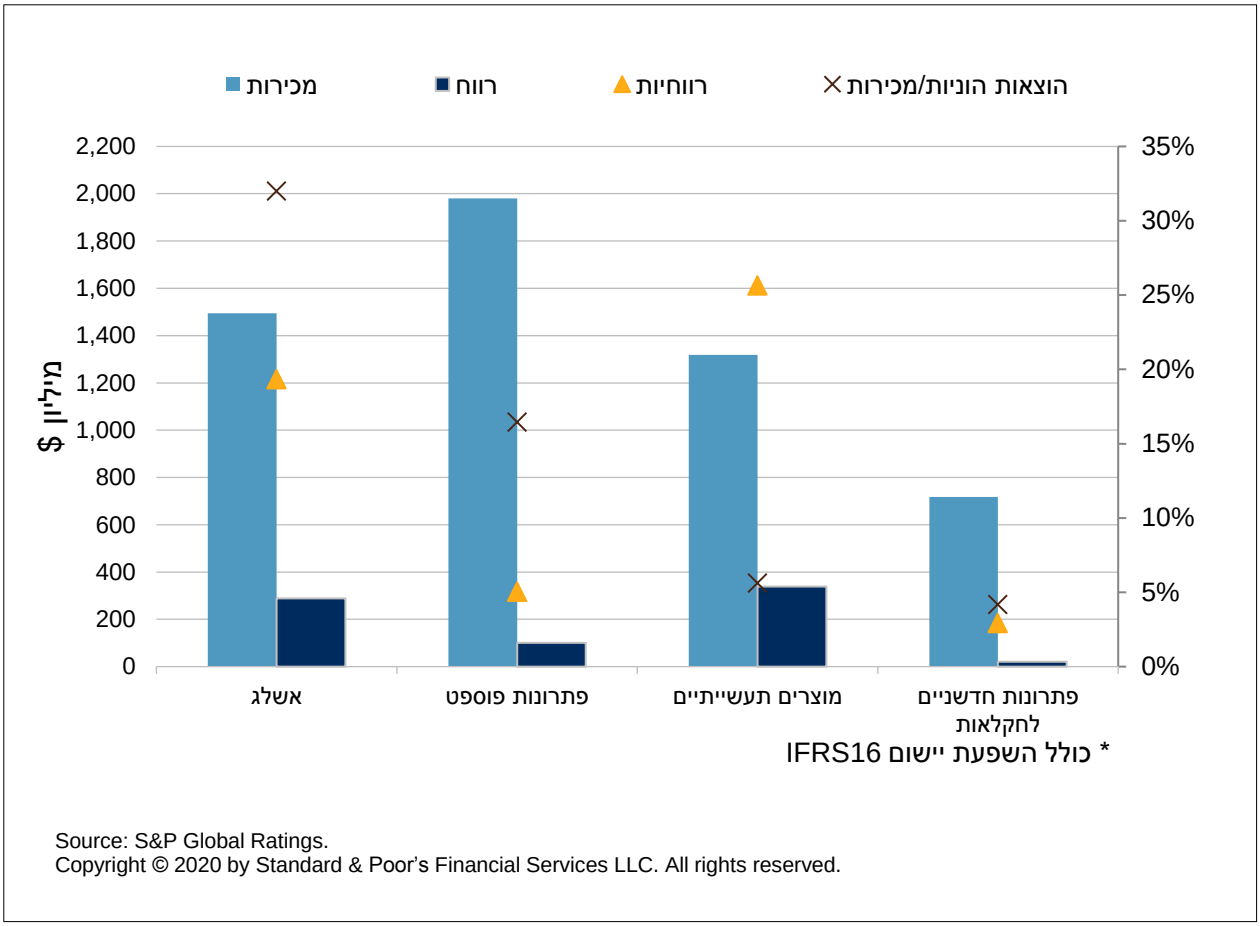
- פתרונות פוספט (36% מהמכירות, רווחיות תפעולית של 5%). באמצעות חטיבה זו מפעילה החברה ארבעה מכרות פתוחים, שלושה מתוכם ממוקמים בנגב והרביעי בסין. חטיבה זו משתמשת בפוספט כחומר גלם לפיתוח מוצרי פוספט ייחודיים עם ערך מוסף גבוה יותר, תחום שבו נתח השוק הגלובלי של איי.סי.אל גרופ הוא 24%.
- פתרונות חדשניים לחקלאות (13% מהמכירות, רווחיות תפעולית של 3%). באמצעות חטיבה זו, החברה מספקת מוצרי דישון ייחודיים המבוססים על חנקן, אשלג ופוספט, כולל מוצרים מסיסים, נוזליים ומוצרים בשחרור מבוקר. חטיבה זו היא גם זרוע החדשנות של החברה ואחראית למחקר ופיתוח ולחדשנות דיגיטלית.

תרשים 3: איי.סי.אל גרופ בע"מ – מכירות 2019 לפי חטיבה



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

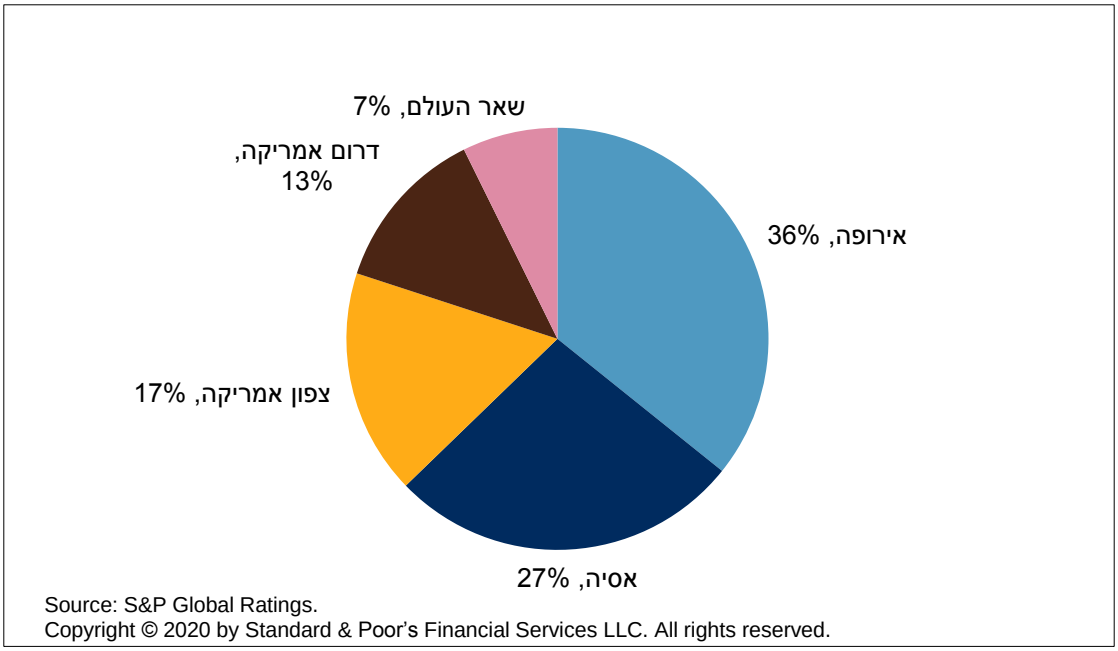
תרשים 4: איי.סי.אל גרופ בע"מ – מכירות, רווח והשקעות לפי חטיבה



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

פעילות החברה מתבססת בעיקר על משאבי טבע: אשלג, ברום, מגנזיום ונתרן המופקים מים המלח, וסלע הפוספט הנכרה בנגב, על סמך זיכיונות ורישיונות ממדינת ישראל. לחברה גם מכרות פוליסולפט ומלח בספרד ובאנגליה ומכרות ומפעלי עיבוד של פוספט בסין. איי.סי.אל גרופ היא יצרנית האשלג השישית בגודלה בעולם, והיצרנית הגדולה ביותר בעולם של ברום, חומצה זרחתית מזוקקת ועוד. לחברה פיזור גיאוגרפי נרחב: כ-36% מהכנסותיה ב-2019 נבעו מאירופה, 27% מאסיה, 17% מצפון אמריקה, 13% מדרום אמריקה, והיתרה משאר העולם.

תרשים 5: איי. סי. אל גרופ בע"מ – מכירות 2019 לפי מיקום הלקוח



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי של החברה משקפת את היותה יצרנית האשלג השישית בגודלה בעולם, שוק המאופיין בביקוש גדל לאורך זמן ובריכוזיות גבוהה, והיצרנית הגדולה בעולם של ברום. לחברה מיצוב תחרותי גבוה יחסית הנובע מיתרונות מובנים, ביניהם גישה ישירה למקור מרוכז של חומרי גלם איכותיים וייחודיים בים המלח; עלויות נמוכות באיסוף אשלג וברום בהשוואה למתחרים; יתרון בעלויות אחסנת המוצרים ויכולת ייצור למלאי כתוצאה ממזג האוויר היבש באזור ים המלח; קרבה לנמלים וללקוחות אסטרטגיים (בעיקר סין והודו); וסינרגיה גבוהה בייצור מוצרי כימיקלים ייחודיים בעלי ערך מוסף.

המיצוב העסקי מושפע לחיוב מפיזור מכירות גיאוגרפי רחב, אשר, להערכתנו, מצמצם את חשיפת החברה לשינויים בביקוש בשל אירועים אזוריים (כגון מזג אויר קיצוני), ומתיק מוצרים רחב לשימוש בתעשיות מגוונות.

גורם הסיכון העיקרי המגביל את הפרופיל העסקי של החברה הוא התלות בהארכת הזיכיון בים המלח על ידי ממשלת ישראל ב-2030 וחשיפה ללחצים פוליטיים ושינויים רגולטוריים בישראל, שיוצרות אי ודאות לגבי המשך עסקיה במתכונתם הנוכחית לאחר 2030. אין לעת עתה התפתחויות ברורות בנושא זה. נציין גם כי בתחום מוצרי הפוספט הגנריים, מעמדה התחרותי של החברה נמוך ביחס למתחרים, לדוגמה OCP S.A. ו-Phosagro PJSC, משום שאיכות הסלע במכרות החברה בנגב נמוכה יחסית, עלויות הייצור של החברה גבוהות ואין עדיין אתר חציבה אלטרנטיבי בעוד שהרזרבות באתר הנוכחי מתדלדלות.

הערכת הפרופיל העסקי מוגבלת גם על ידי המחזוריות הגבוהה בענף הדשנים. מחזוריות זו משקפת את השינויים התמידיים בביקוש ובהיצע, הקשים לחיזוי בשל תלותם בציפיות לגבי מחירי הדשנים, בהיקף ותמהיל

היבולים, בהכנסות החקלאים (שתלויות במחירי התבואה), במזג האוויר וברמות מלאי. היצע חדש מתווסף לשוק הודות להקמת מפעלים חדשים, והיכולת לייצר בעלויות נמוכות הולכת ומצטמצמת. החלטות פוליטיות משפיעות הן על הביקוש והן על ההיצע, באמצעות מכסות ייצוא או מיסוי וסבסוד בשוקי ליבה שונים, בעיקר הודו וסין.

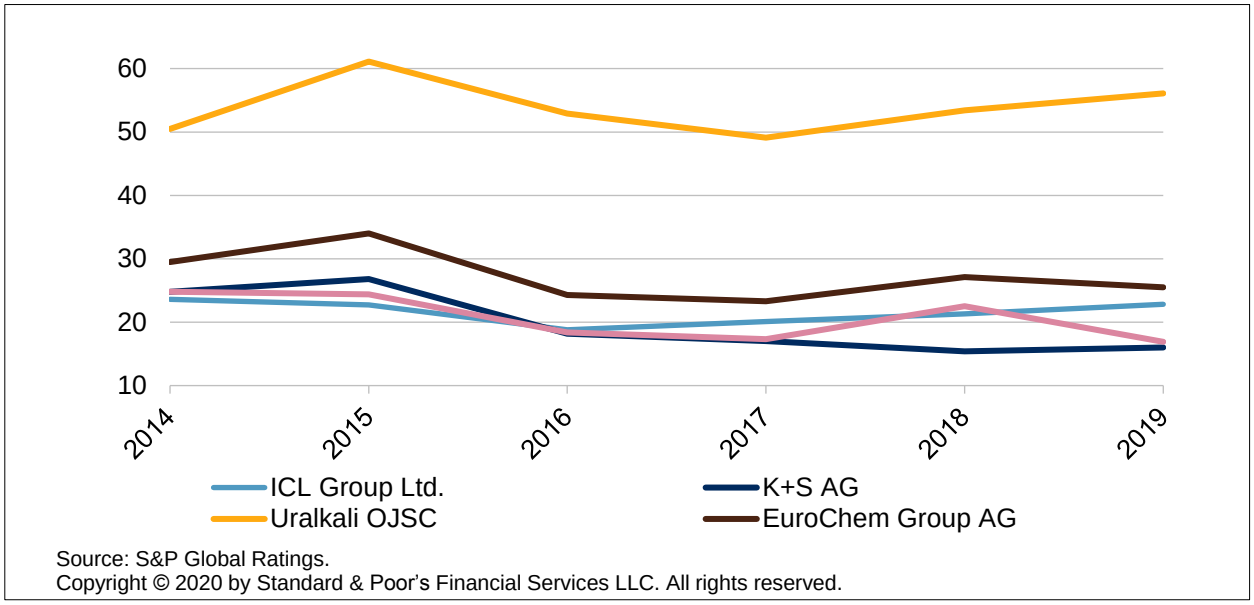
המעבר המתמשך של החברה מייצור דשנים גנריים לייצור מוצרים משלימים בעלי ערך מוסף הוא צעד אסטרטגי חשוב המסייע לייצוב הרווחים לאורך המחזור. החברה גם ממשיכה ליישם את תכניות ההתייעלות במכרות הפוספט בסין, את הגדלת ייצור הפוליסולפט במכרה באנגליה ואת איחוד המכרות בספרד. החברה גם מחויבת להשקעות הוניות להגדלת הקיבולת, הקטנת עלויות הייצור, ועמידה בדרישות הרגולטוריות.

Table 1.
ICL Group Ltd.-- Peer Comparison (Mil. $) for the fiscal year ended December 31, 2019
Industry Sector: Chemical Companies

	Israel Chemicals Ltd.	K+S AG	The Mosaic Co.	Uralkali OJSC	EuroChem Group AG
Revenue	5,271.0	4,568.1	8,906.3	2,781.9	6,184.0
EBITDA	1,201.0	730.5	1,501.4	1,561.2	1,578.0
Funds from operations (FFO)	947.0	535.5	1,211.8	986.8	1,106.3
Interest expense	140.0	182.6	296.9	276.1	257.4
Cash interest paid	134.0	143.5	243.1	377.3	291.9
Cash flow from operations	976.0	701.9	1,153.5	656.5	906.1
Capital expenditure	557.0	551.7	1,243.7	329.4	868.7
Free operating cash flow (FOCF)	419.0	150.3	(90.2)	327.0	37.4
Discretionary cash flow (DCF)	146.0	96.5	(307.3)	316.9	(747.6)
Cash and short-term investments	191.0	373.9	519.1	482.7	313.4
Debt	3,034.5	4,837.2	4,657.1	5,606.4	5,828.4
Equity	4,061.0	5,044.3	9,367.6	2,105.5	4,983.1
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	22.8	16.0	16.9	56.1	25.5
Return on capital (%)	10.7	2.6	3.3	19.2	12.0
EBITDA interest coverage (x)	8.6	4.0	5.1	5.7	6.1
FFO cash interest coverage (x)	8.1	4.7	6.0	3.6	4.8
Debt/EBITDA (x)	2.5	6.6	3.1	3.6	3.7
FFO/debt (%)	31.2	11.1	26.0	17.6	19.0
Cash flow from operations/debt (%)	32.2	14.5	24.8	11.7	15.5
FOCF/debt (%)	13.8	3.1	(1.9)	5.8	0.6
DCF/debt (%)	4.8	2.0	(6.6)	5.7	(12.8)

אנו משווים את החברה לחברות הפועלות בענף הדשנים המבוססים על אשלג ופוספט, כגון K+S AG, Uralkali OJSC, EuroChem Group AG ו-Mosaic Co.. באופן היסטורי, שיעורי ה-EBITDA המתואמים של החברה היו נמוכים מאלה של EuroChem, הנמצאת ברבעון הראשון של עקומת העלות לייצור פוספט, הודות לגישה למחירי גז נמוכים הניתנים ליצרנים ברוסיה ומידה רבה של אינטגרציה אנכית. בהשוואה ל-K+S, איי.סי.אל גרופ מציגה שיעורי EBITDA גבוהים יותר, המשקפים את היתרון הגדול בעלויות הייצור שמעניקה לה הגישה לחומר גלם באיכות גבוהה בים המלח. רווחיותה של K+S אף הלכה ופחתה בשנים האחרונות בגלל אתגרי ייצור והעלות הגבוהה במכרותיה בגרמניה. שיעורי ה-EBITDA של איי.סי.אל גרופ, K+S ו-EuroChem נמוכים מאלה של Uralkali, הנהנית מגישה למאגרים נרחבים ועלויות ייצור נמוכות שממקמות אותה כחברה המובילה בעקומת עלות הייצור הגלובלית.

תרשים 6: רווחיות – שיעור EBITDA מתואם של איי.סי.אל גרופ ומתחרות גדולות



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

הפרופיל הפיננסי

הערכתנו את הפרופיל הפיננסי של החברה משקפת את המחזוריות המאפיינת את ענף הדשנים, שהובילה היסטורית לתנודתיות ב-EBITDA המתואם של החברה כמו גם של מתחרותיה. כמו כן אנו מביאים בחשבון את צורכי ההשקעה של החברה, הכוללים בעיקר הוצאות הוניות לשימור הקיים והתחייבויות להשקעות כלפי ממשלת ישראל כחלק מהזיכיון בים המלח (ובין היתר פרויקט "קציר ים המלח"). אנו מתחשבים גם במדיניות הפיננסית המאוזנת של החברה, בפרט במה שנוגע לחלוקת דיבידנדים לחברת האם, החברה לישראל בע"מ, ולבעלי מניות אחרים. בטווח הבינוני, אסטרטגיית החברה מכוונת לשפר את מעמדה התחרותי בשלושת תחומי הליבה שלה – ברום, אשלג ופוספט – וכן להרחיב את תחום הפתרונות החדשניים לחקלאות. להבנתנו, החברה תיישם את אסטרטגיית הצמיחה שלה באמצעות רכישות של חברות, השקעות אורגניות, האצת הייצור של

מוצרי דשנים חדשניים כגון פוליפוספט, חדשנות באמצעות פיתוח מוצרים חדשים, ויישומים חדשים של מוצרים קיימים.

בה בעת, איי.סי.אל גרופ מחויבת לדירוג הנוכחי ולשמירה על מינוף שמרני. ההנהלה הוכיחה מחויבות זו ב-2018, כאשר השתמשה בתמורה נטו של כ-900 מיליון דולר ממכירת חטיבת מוצרי האש כדי לפרוע חוב בהיקף של כ-800 מיליון דולר. בהמשך להורדת מינוף זו, החליטה מועצת המנהלים של החברה לשנות את מדיניות הדיבידנדים שלה לכ-50% מהרווח הנקי המתואם, לעומת 70% ב-2016.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו חוזים כי היחס המתואם חוב ל-EBITDA יעמוד ב-2020 על 3.2x-3.4x בהשוואה ל-2.5x ב-2019. איננו צופים רכישות מהותיות ב-2020, והעסקה היחידה שנרשמה השנה הייתה רכישת Growers Holdings Inc. בפברואר תמורת 27 מיליון דולר בלבד. על סמך EBITDA מדווח של 900-940 מיליון דולר, הוצאות הוניות של כ-570 מיליון דולר וצורכי הון חוזר נמוכים, אנו מעריכים שהחברה תייצר ב-2020 תזרים מזומנים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) של 80-120 מיליון דולר. אנו חוזים שה-FOCF ישוב ויעלה ליותר מ-200 מיליון דולר ב-2021, אך יישאר נמוך מרמתו ב-2019, אז עמד על יותר מ-400 מיליון דולר.

מחזוריותו של ענף הדשנים היא מגבלה מבנית על פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה משום שהוא מוביל לתנודתיות ברווחים שלחברה אין עליה שליטה, וכן לתנודות עונתיות משמעותיות בהון החוזר. ניסיונה המוכח של החברה בניווט עסקיה לאורך מחזור העסקים, יחד עם מדיניותה הפיננסית הזהירה, הם גורמים מאזנים משמעותיים.

Table 2.
ICL Group Ltd.– Financial Summary (Mil. $)

Industry Sector: Chemical Companies

	2019	2018	2017	2016	2015
Revenue	5,271.0	5,556.0	5,418.0	5,363.0	5,405.0
EBITDA	1,201.0	1,181.0	1,087.0	1,006.5	1,224.9
Funds from operations (FFO)	947.0	981.8	810.7	776.0	1,086.8
Interest expense	140.0	165.2	175.3	187.5	132.1
Cash interest paid	134.0	143.2	149.3	146.5	118.1
Cash flow from operations	976.0	631.8	859.7	987.0	595.8
Capital expenditure	557.0	550.0	434.0	610.0	598.0
Free operating cash flow (FOCF)	419.0	81.8	425.7	377.0	(2.2)
Discretionary cash flow (DCF)	146.0	(159.2)	188.7	215.0	(350.2)
Cash and short-term investments	191.0	213.0	173.0	116.0	248.0
Gross available cash	161.0	183.0	146.0	96.0	248.0
Debt	3,034.5	3,044.0	3,959.9	4,052.0	3,883.1
Equity	4,061.0	3,915.0	2,930.0	2,659.0	3,188.0
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	(5.1)	2.5	1.0	(0.8)	(11.5)

	2019	2018	2017	2016	2015
EBITDA margin (%)	22.8	21.3	20.1	18.8	22.7
Return on capital (%)	10.7	11.0	9.1	8.1	11.9
EBITDA interest coverage (x)	8.6	7.1	6.2	5.4	9.3
FFO cash interest coverage (x)	8.1	7.9	6.4	6.3	10.2
Debt/EBITDA (x)	2.5	2.6	3.6	4.0	3.2
FFO/debt (%)	31.2	32.3	20.5	19.2	28.0
Cash flow from operations/debt (%)	32.2	20.8	21.7	24.4	15.3
FOCF/debt (%)	13.8	2.7	10.8	9.3	(0.1)
DCF/debt (%)	4.8	(5.2)	4.8	5.3	(9.0)

נזילות

רמת הנזילות של החברה היא "הולמת". הערכת הנזילות משקפת את הצפי שלנו כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים יעמוד על כ-1.4x ב-12 החודשים שהחלו ב-31 במרץ, 2020. הערכתנו נתמכת בניהול נזילות זהיר, בהיקף מספק של מסגרות אשראי פנויות חתומות ובנגישות טובה למערכת הבנקאית ולשוק ההון הישראלי.

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים לא מוגבלים בהיקף של כ-500 מיליון דולר נכון ל-31 במרץ, 2020. נציין שיתרות המזומן גדלו בעקבות משיכת 300 מיליון דולר ממסגרת האשראי המתחדשת של החברה במרץ 2020. • מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ-590 מיליון דולר מתוך מסגרת אשראי מתחדשת לטווח ארוך חתומה ליותר משנה בהיקף של כ-1.1 מיליארד דולר. • FFO (funds from operations) במזומן בהיקף של 720-740 מיליון דולר (הערכה שלנו). • תמורה של כ-110 מיליון דולר מהנפקת אג"ח במאי 2020.	• חלויות חוב זמן קצר בהיקף של כ-606 מיליון דולר. • הוצאות הוניות בהיקף של 550-560 מיליון דולר. • צורכי הון חוזר (כולל תוך-שנתיים) של כ-50 מיליון דולר. • חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-120 מיליון דולר.

ניתוח התניות

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח נוח על התניותיה, הכוללות:

- סך הון בעלי מניות של מעל 2 מיליארד דולר.
- יחס כיסוי EBITDA להוצאות מימון נטו של לפחות 3.5x.
- יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA נמוך מ-3.5x.
- יחס בין הלוואות מסוימות ברמת חברות בנות לבין סך הנכסים המאוחדים נמוך מ-10%.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו סבורים שאיי. סי. אל גרופ חשופה יותר ממתחרותיה לגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG), בשל פעילותה עם משאב טבע ייחודי באזור המאופיין במחסור במים ובמתחים גיאו-פוליטיים ניכרים. החברה מפעילה את מתקניה בים המלח על פי הסכם הזיכיון עם ממשלת ישראל.

המינרלים בים המלח מיוצרים בתהליך אידוי סולרי, במסגרתו המלח שוקע לקרקעית אחת מבריכות האידוי. כתוצאה מתהליך זה, עליית מפלס המים בבריכה מעבר לסף מסוים עלולה לגרום לנזק מבני ליסודות ולמבני המלונות שהוקמו בסמוך לקו המים ולתשתיות אחרות על החוף. החברה גם שואבת מים מהאגן הצפוני של ים המלח ומעבירה אותם לבריכות בחלקו הדרומי. כתוצאה מכך ירד מפלס המים באגן הצפוני של ים המלך לאורך השנים, ובשנים האחרונות הוא יורד בקצב ממוצע של כ-110 סנטימטרים בשנה, מה שמוביל להיווצרות בולענים.

נציין כי חלקה של החברה בירידת מפלס המים של ים המלח הוא כ-23%, והשאר נובע מהתאדות, שימוש גובר במי הירדן וירידה במשקעים. בטווח הארוך, אנו סבורים כי מצב זה עשוי להוביל ללחץ על החברה לצמצם את השימוש במינרלים בים המלח, דבר שעשוי לפגוע בפעילותה.

בנוסף, החברה חשופה לתביעות משפטיות בקשר לתקלות במפעליה שיש להן השפעות אקולוגיות סביבתיות. לדוגמה, ב-2017 קרסה בריכה ששימשה לאגירת גבס שנוצר בתהליכי ייצור באתר בנגב. הקריסה גרמה לזיהום סביבתי חמור. הוגשו מספר תביעות ייצוגיות נגד החברה, שנדרשה החברה לשאת בהוצאות ארוכות הטווח הקשורות בתכניות השיקום. הוצאות מסוג זה קשות לחיזוי אך עשויות להשפיע על התוצאות והיחסים הפיננסיים של החברה.

השפעת הקבוצה

איי.סי.אל גרופ נמצאת בשליטתה של החברה לישראל בע"מ, שמניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. שאר מניותיה של החברה נמצאות בידי משקיעים מוסדיים והציבור, ונסחרות בבורסות בתל אביב ובניו יורק.

מניות השליטה באיי.סי.אל גרופ הן ההחזקה המרכזית בתיק ההחזקות של החברה לישראל (כ-88% משווי התיק נכון ל-31 במאי, 2020). החברה לישראל היא גם בעלת המניות העיקרית של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן, ilA-/Negative) (כ-12% משווי התיק של החברה לישראל).

היות שהדיבידנדים שמחלקת בז"ן מוגבלים יחסית, הדיבידנדים מאיי.סי.אל גרופ הם מקור המזומנים העיקרי לשירות החוב של החברה לישראל. למרות זאת, אנו סבורים שאיכות האשראי של החברה מבודדת מזו של החברה לישראל, בשל משטר הפיקוח המשפטי והרגולטורי החזקים יחסית בישראל. נציין כי חמישה מתוך עשרת חברי הדירקטוריון של איי.סי.אל גרופ הם עצמאיים, וחמישה ממונים על ידי החברה לישראל.

יש לציין כי להבנתנו, האסטרטגיה המוצהרת המעודכנת של החברה לישראל היא להרחיב את החזקותיה בענפים חדשים, באמצעות רכישות. אף שיישומה של אסטרטגיית התרחבות זו עשוי לארוך זמן מה, ואף

להתעכב בשל מגפת הקורונה, הנהלת החברה לישראל הבהירה לנו כי הוא אינו צפוי להוביל לגידול בחוב נטו לאורך זמן. אנו סבורים כי אסטרטגיה זו יוצרת אי ודאות לגבי איכות האשראי של חברת האם, על אף הערכתנו כי איכות האשראי של החברה מבודדת ממנה.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

מבנה ההון של החברה כולל בעיקר חוב בכיר לא מובטח שהנפיקה החברה או חברת המימון שלה הנמצאת בבעלותה המלאה. אין לחברה חוב מובטח בהיקף משמעותי.

מסקנות אנליטיות

אנו מדרגים את חוב החברה בדירוג 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק, משום שאין לחברה חוב מובטח משמעותי, מה שמגביל את סיכון הנחיתות לבעלי החוב הלא מובטח.

התאמות לדיווח הכספי

Table 3.

Reconciliation Of ICL Group Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. $) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2019

ICL Group Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported	2,301	3,925	1,189	756	109	1,201	992	576
S&P Global Ratings adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(120)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(115)	--	--
Reported lease liabilities	300	--	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	439	--	9	9	12	--	--	--

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Accessible cash and liquid investments	(161)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	19	(19)	(19)	(19)
Share-based compensation expense	--	--	12	--	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	3	--	--	--	--	--
Asset-retirement obligations	156	--	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	9	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	3	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	136	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	(12)	(12)	--	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	(10)	--	--	--	--
Total adjustments	**734**	**136**	**12**	**(4)**	**31**	**(254)**	**(16)**	**(19)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	3,035	4,061	1,201	752	140	947	976	557

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 הסיכון הנובע מנחיתות מובנית של חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 28 במרץ, 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-29 ביוני, 2020)

איי.סי.אל גרופ בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ד,ה	ilAA
סדרה ז	ilAA
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
אוקטובר 06, 2014	ilAA\Stable
דצמבר 11, 2013	ilAA+\Negative
אוגוסט 04, 2013	ilAA+\Watch Neg
אוגוסט 05, 2010	ilAA+\Stable
מאי 27, 2010	ilAA+\Watch Neg
ספטמבר 02, 2009	ilAA+\Negative
אפריל 22, 2009	ilAA+\Stable
פברואר 09, 2009	ilAA+\Negative
מאי 12, 2008	ilAA+
דצמבר 03, 2007	ilAA+\Stable
דצמבר 15, 2004	ilAA
דצמבר 01, 2001	ilAA-
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	15:29 29/06/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15:29 29/06/2020
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.

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.