Maalot
S&P Global Ratings

החברה לישראל בע"מ

.....

7 ביולי, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

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

אשת קשר נוספת:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
תחזיות תרחיש הבסיס 6
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 7
הפרופיל הפיננסי 8
נזילות 9
חלויות חוב 10
ניתוח התניות 10
צפי 10
דרישות 11
סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי 11
התאמות לדירוג 11
ניתוח שיקום חוב 12
שיקולים עיקריים 12
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 12

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 12
התאמות לדיווח הכספי 13
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....14
רשימת דירוגים 15

החברה לישראל בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilA/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• איכות האשראי של החברה לישראל נובעת בעיקר מביצועיה של החזקתה העיקרית, אי.סי.אל גרופ בע"מ, אחת היצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. • לאי.סי.אל גרופ יתרונות תחרותיים הנובעים מהפעילות בים המלח המקנה גישה לחומרי גלם איכותיים וייחודיים, יתרונות לוגיסטיים, קרבה לנמלים ועלויות נמוכות בהשוואה למתחרים בייצור האשלג והברום. • ביקוש גלובלי איתן למוצרי דשנים התומך במחירים הגבוהים הנוכחיים; עמידות יחסית מוכחת של הענף לסביבה מקרו-כלכלית של מיתון בעקבות מגפת הקורונה. • לחברה לישראל יתרת מזומנים גבוהה ומדיניות פיננסית הכוללת שמירה על רמת החוב הנוכחית.	• שוק הדשנים שבו פועלת אי.סי.אל גרופ מאופיין במחזוריות ותחרותיות גבוהה. • לאי.סי.אל גרופ חשיפה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בנוגע להארכת הזיכיון בים המלח שיפוג ב-2030. • לאי.סי.אל גרופ הוצאות הוניות (capex) גבוהות ומחייבות בים המלח. • תלות בנכס מרכזי אחד ובמחזור חוב.

קיים מתאם בין שווי תיק ההחזקות הכולל של החברה לישראל 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 כי החברה לישראל תשאף ליישם את אסטרטגיית ההשקעות שלה בטווח הבינוני תוך שמירה על היקף החוב הקיים. עם זאת נציין כי אם יבוצעו רכישות מהותיות, הן טומנות בחובן סיכונים אינהרנטיים לפעילות רכישות ומיזוגים ובהם סיכוני רגולציה ואינטגרציה, אשר עשויים להשפיע על איכות האשראי של החברה. אנו מעריכים כי ב-2021 יחול שיפור ביחס המתואם חוב ל-EBITDA בעקבות עלייה בהכנסות אי.סי.אל גרופ.

בתחזית ההכנסות שלנו אנו מביאים בחשבון את מחירי האשלג והפוספט הממשיכים להיות גבוהים, שאנו סבורים שמשקפים תנאים טובים יחסית לאמצע מחזור העסקים. אנו סבורים שעודפי הביקוש יימשכו ב-2021 ובתחילת 2022, בתמיכת הביקוש לדשנים המונע על ידי יציבות בשוקי החקלאות. הביקוש למוצרי דשנים והמחירים הגבוהים בשוק האשלג נתמכים כעת בביקוש הגלובלי למוצרי חקלאות ובמחירי הסחורות

החקלאיות, העוזרים להגדיל את הכנסות החקלאים. אנו צופים שהביקוש האיתן יעלה על ההיצע, במיוחד מתוספת הקיבולת של חברת Eurochem Group AG. תוספות היצע אחרי 2022 והשפעת פרויקטים פוטנציאליים חדשים על מחירי הסחורות ועל חוזי עוגן הם הסיכונים המרכזיים בטווח הבינוני.

מספר גורמים הובילו לעלייה שנתית חדה במחירי הדשנים, ואנו צופים שאלה יישארו גבוהים במחצית השנייה של 2021. ברבעון הראשון של 2021 נהנתה איי.סי.אל גרופ מהעלייה במחירי האשלג ומתנאים תומכים בשוקי הדשנים. בין השאר נציין עלייה חדה במחירי הדגנים, במיוחד תירס וסויה, כתוצאה מביקוש גלובלי חזק. מחיר האשלג הממוצע בפועל של איי.סי.אל. גרופ עמד על 257 דולר לטון ברבעון הראשון של 2021, עלייה שנתית של 3% ועלייה של 13% לעומת הרבעון הרביעי של 2020. גם מחירי הפוספט עלו ב-2021, מרמות השפל במחזור העסקים שנרשמו ב-2020. מתחילת השנה רשמה איי.סי.אל גרופ עלייה במכירות דשני הפוספט בשל ההתאוששות במחירים בכל האזורים. הביקוש לפוספט נתמך כיום בביקוש יציב למוצרים חקלאיים, ברמות מלאי נמוכות אצל יצרנים ויבואנים, בתנאי מזג אוויר נורמליים ובהיעדר תוספות יכולת ייצור לשוק.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו שב-12 החודשים הקרובים תשמור החברה לישראל על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג הנוכחי, דהיינו יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 4.0x בשיא מחזור העסקים של איי.סי.אל גרופ ושל 5.0x בתחתית מחזור העסקים שלה, ועל נזילות הולמת.

תחזית הדירוג שלנו מתבססת, בין היתר, על מחויבות הנהלת החברה לישראל שלא לבצע רכישות אגרסיביות שיביאו לסטייה מיחסי הכיסוי שציינו לעיל. בנוסף, התחזית מתבססת על תרחיש הבסיס שלנו לגבי איי.סי.אל גרופ. אנו צופים כי איי.סי.אל גרופ תייצר EBITDA מתואם של כ-1.20-1.24 מיליארד דולר ב-2021, בתמיכת מעמדה האיתן בתחום הדשנים, בהתחשב בגידול בכמויות בשוקי הברום, בד בבד עם עודף ביקוש בכל שוקי הדשנים, התומך במחירים גבוהים לאשלג ולפוספט ועלויות ייצור נמוכות בישראל.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA של החברה לישראל יהיה כ-5.0x וללא אופק לירידה 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 ופוספט נמוכים בשל ביקוש חלש או עודף היצע מתמשך בשני השווקים. אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם איי.סי.אל גרופ תסטה ממדיניות הדיבידנדים המוצהרת שלה או תבצע רכישות גדולות וממונפות.

בטווח הבינוני עלול להיווצר לחץ שלילי על הדירוג אם תימשך אי הוודאות בנוגע לחידוש הזיכיון של איי.סי.אל גרופ בים המלח. בתנאים כאלו אנו מעריכים כי יהיה לחץ על הפרופיל העסקי, שנתמך כיום ביתרונות המובנים של איי.סי.אל גרופ בים המלח.

לחץ שלילי על הדירוג עלול להיווצר גם אם תחול עלייה מהותית ביחס ה-LTV (loan-to-value) של החברה, אשר עשויה להביא להערכתנו לשחיקה בגמישותה הפיננסית.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה לישראל, שיתבטא ביחס חוב ל-EBITDA נמוך מ-3.5x לאורך זמן, ללא הרעה בפרופיל הנזילות, תוך שמירה לפחות על הביצועים התפעוליים הנוכחיים של איי.סי.אל גרופ בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של 5.5% בתמ"ג הגלובלי ב-2021 ושל 4.2% ב-2022; צמיחה של 6.5% בתמ"ג של ארה"ב ב-2021 ושל 3.1% ב-2022; צמיחה של 4.2% בתמ"ג של גוש האירו ב-2021 ושל 4.4% ב-2022; צמיחה של 4.9% בתמ"ג של אמריקה הלטינית ב-2021 ושל 2.8% ב-2022; וצמיחה של 3.4% בתמ"ג של ברזיל ב-2021.
- הכנסות מאוחדות של 5.9-6.0 מיליארד דולר ב-2021 ושל 6.0-6.2 מיליארד דולר ב-2022.
- EBITDA מאוחד מתואם של 1.20-1.24 מיליארד ב-2021.
- הוצאות הוניות (capex) מדווחות של 560-580 מיליון דולר ב-2021 ושל כמעט 600 מיליון דולר ב-2022, סכום נמוך מ-2020.
- תוספת של כ-55 מיליון דולר ל-EBITDA השנתי ב-2021 כתוצאה מרכישת Compass Minerals America Do Sul S.A. (Compass Minerals) על ידי איי.סי.אל. גרופ אשר הושלמה ביולי 2021 ורכישת Agro Fertilaqua Participações S.A. (Fertilaqua), שנסגרה ברבעון הראשון של השנה. רכישות אלה בסכום כולל של 375 מיליון דולר (לא כולל חוב נטו ומנגנוני התאמה [earnouts]) ימומנו חלקית על ידי מכירת מניות שמחזיקה איי.סי.אל גרופ בחברה ציבורית בסין.
- היעדר עסקאות מהותיות נוספות של איי.סי.אל. גרופ עד סוף 2021, עם אפשרות לרכישות נוספות.
- קבלת דיבידנדים מאיי.סי.אל. גרופ של עד 50% מהרווח הנקי המתואם בשנים 2021-2022, לפי מדיניות הדיבידנדים של איי.סי.אל גרופ.
- אי חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות של החברה לישראל, כחלק מהתכנית ליישום אסטרטגיית ההשקעות החדשה של החברה.
- שמירה על היקף חוב נטו סולו של כ-1.2 מיליארד דולר לאורך זמן בהתאם למדיניות החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2020A	2021E	2022E
חוב/EBITDA	4.5x	4.2x-3.8x	3.8x-3.5x
חוב/FFO	16.4%	22%-18%	23%-20%
EBITDA/הוצאות ריבית	4.7x	6.2x-5.8x	6.6x-6.2x

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

תחזיות תרחיש הבסיס

הכנסות איי.סי.אל גרופ ייתמכו בעלייה בהיקפי המכירות ובביקוש יציב לשימוש בברום בכל שוקי הקצה

הכנסות הרבעון הראשון של 2021 היו 1.51 מיליארד דולר, עלייה של 14% שנבעה מביצועים איתנים בכל תחומי העסקים של החברה כתוצאה מתנאי שוק משופרים. הגידול במכירות נבע בעיקר מעלייה במכירות מעכבי-אש מבוססי ברום בעקבות התחלת הייצור במפעל חדש בישראל, ומהמשך הביקוש האיתן לאלקטרוניקה וכלי רכב. כ-25% ממכירות הברום חשופות לשוקי-קצה מחזוריים - נפט וגז, רכב ובנייה. אנו צופים שהרווחיות תיתמך בהתאוששות בשווקים אלה, יחד עם יציבות בביקוש מצד ענפי הפרמצבטיקה, המזון ושירותי הבריאות, המייצרים כ-8% מהכנסות איי.סי.אל גרופ.

מגמות ארוכות-טווח חיוביות בביקוש לדשנים, כולל מוצרי פוספט ואשלג

על פי ארגון הדשנים הבינלאומי, הביקוש העולמי לדשנים צפוי לגדול ב-1.8% ב-2021. הביקוש לנוטריינטים חנקן, פוספט ואשלגן צפוי לצמוח ב-1.7%, 2.1% ו-1.6%, בהתאמה, ב-2021. עם זאת, שוקי האשלג והפוספט רגישים להאטה הנובעת מגידול בהיקפי הייצור, ושוקי הדשנים נתונים לתנודות עונתיות וחשופים לתנאי מזג האוויר, למדיניות ממשלתית, לתנודות בשער החליפין ולמשאים ומתנים עם לקוחות גדולים.

העלייה במחירי הדשנים והצמיחה בייצור ומוצרים ייחודיים, תומכים בשיפור ברווחיותה של איי.סי.אל גרופ

ה-EBITDA של איי.סי.אל. גרופ נתמך בעלויות הנמוכות יחסית של החברה בים המלח, בגידול בהיקפי הייצור לאחר השלמת שדרוג אחד המתקנים בסוף 2019 ובעמידות של קווי המוצרים הייחודיים. אנו צופים ששיעור ה-EBITDA שלה יהיה 20%-21% ב-2021 ויעלה ב-2022, מה שמשקף את הנחתנו שהרווחיות תיתמך גם ברכישותיה של איי.סי.אל גרופ, בהתרחבות נוספת למוצרים ייחודיים ובצעדי התייעלות במכרות בספרד ובאנגליה.

תיאור החברה

החברה לישראל נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב ומחזיקה כ-46% ממניות חברת איי.סי.אל גרופ בע"מ (ilAA/Stable) וכ-33% במניות בבתי זיקוק לנפט בע"מ ("בז"ן", ilA-/Negative). הדוחות הכספיים של

החברה לישראל בע"מ

החברה לישראל כוללים איחוד מלא של תוצאות איי.סי.אל גרופ, ואילו בז"ן היא חברה כלולה ותוצאותיה מקבלות ביטוי בשיטת השווי המאזני בסעיף חלק החברה ברווחי חברות כלולות. 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. לפרטים נוספים על דירוג איי.סי.אל גרופ, ראו דוח דירוג מ-23 ביוני, 2021.

בז"ן היא החברה הגדולה בישראל בתחום הזיקוק והפטרוכימיה. לפרטים נוספים על דירוג בז"ן, ראו דוח דירוג מ-17 במרץ, 2021.

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 ביחס ה-LTV.

הערכתנו לפרופיל העסקי של איי.סי.אל גרופ, ובהתאמה לפרופיל העסקי של החברה לישראל, מתבססת, בין היתר, על מעמדה של איי.סי.אל גרופ כיצרנית השביעית בגודלה בעולם של אשלג, שוק המאופיין בביקוש גדל לאורך זמן ובריכוזיות גבוהה של שחקנים, וכיצרנית הגדולה בעולם של ברום. לאיי.סי.אל גרופ מיצוב תחרותי גבוה יחסית הנובע מיתרונות מובנים, ביניהם גישה ישירה למקור מרוכז של חומרי גלם איכותי וייחודי 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 בייצור מוצרי כימיקלים ייחודיים בעלי ערך מוסף. המיצוב העסקי של איי.סי.אל גרופ מושפע לחיוב מפיזור מכירות גיאוגרפי רחב, אשר, להערכתנו, מצמצם את חשיפת איי.סי.אל גרופ לשינויים בביקוש בשל אירועים אזוריים (כגון מזג אויר קיצוני), ומתיק מוצרים רחב לשימוש בתעשיות מגוונות. גורם הסיכון העיקרי המגביל את הפרופיל העסקי של איי.סי.אל גרופ 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 כי גם בתחום מוצרי הפוספט הגנריים, מעמדה התחרותי של איי.סי.אל. גרופ נמוך ביחס למתחרים, לדוגמה OCP S.A ו-Phosagro PJSC, משום שאיכות הסלע במכרות החברה בנגב נמוכה יחסית, עלויות הייצור של החברה גבוהות ביחס למתחרים ואין עדיין אתר חציבה אלטרנטיבי בעוד שהרזרבות באתר הנוכחי מתדלדלות.

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

ובתמהיל 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.

אנו סבורים שהמעבר המתמשך של איי.סי.אל גרופ מייצור דשנים גנריים לייצור מוצרים משלימים בעלי ערך מוסף הוא צעד אסטרטגי חשוב המסייע לייצוב הרווחים לאורך המחזור.

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 מבז"ן, אם התקבלו. במקביל אנו בוחנים את יחס ה-LTV כמדד אינדיקטיבי לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה למחזר את החוב.

נכון למועד הדוח עומד יחס ה-LTV על כ-24% בהשוואה לכ-50% אשתקד. ירידה זו מיוחסת בעיקרה לעלייה בשווי ההחזקות של החברה לישראל באיי.סי.אל. גרופ כתוצאה מהצפי לעלייה בהכנסות ב-2021. נציין כי חלה גם עלייה קלה בשווי של בז"ן כתוצאה משיפור במרווחי הזיקוק ועלייה בביקוש לחלק ממוצרי הזיקוק של בז"ן. אנו סבורים שהגמישות הפיננסית של החברה לישראל הולמת וכי ביכולתה של החברה למחזר את החוב, כפי שעשתה בחודשים האחרונים בעת הנפקת סדרה אג"ח 15.

ב-2020 עמד היחס המאוחד המתואם חוב ל-EBITDA של החברה לישראל על כ-4.5x, לעומת כ-3.3x ב-2019. שחיקה שחלה כתוצאה מהיחלשות במחירי האשלג והפוספט ב-2020. עם זאת, אנו צופים כי ב-2021 תציג החברה יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3.8x-4.2x כתוצאה מגידול ב-EBITDA בשל עלייה במחירי הדשנים, ביקוש יציב לברום ורכישות שאיי.סי.אל. גרופ ביצעה. אנו מעריכים כי החברה לישראל תשאף ליישם את אסטרטגיית ההשקעות שלה בטווח הבינוני תוך שמירה על היקף החוב הקיים. עם זאת נציין כי אם יבוצעו רכישות מהותיות, הן טומנות בחובן סיכונים אינהרנטיים לפעילות רכישות ומיזוגים ובהם סיכוני רגולציה ואינטגרציה, אשר עשויים להשפיע על איכות האשראי של החברה.

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 החל משנת 2020 עומדת על חלוקת עד 50% מהרווח הנקי המתואם.

בתרחיש הבסיס שלנו לאיי.סי.אל. גרופ אנו מעריכים EBITDA מתואם של 1.20-1.24 מיליארד דולר, הוצאות הוניות ממוצעות של כ-570 מיליון דולר וצורכי הון חוזר נמוכים, אנו מעריכים שאיי.סי.אל. גרופ תייצר ב-2021 תזרים מזומנים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) של כ-200 מיליון דולר, אנו חוזים שה-FOCF ישוב ויעלה

ליותר מ-350 מיליון דולר ב-2022, לעומת 185 מיליון דולר ב-2020, אך יישאר נמוך מרמת ב-2019, אז עמד על יותר מ-400 מיליון דולר.

מחזוריותו של ענף הדשנים היא מגבלה מבנית על הפרופיל הפיננסי של אי.סי.אל גרופ, ולכן גם על הפרופיל הפיננסי של החברה לישראל, משום שהוא מוביל לתנודתיות ברווחים שלחברה אין עליה שליטה, וכן לתנודות עונתיות משמעותיות בהון החוזר. ניסיונה המוכח של אי.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: Chemical Companies

	2020	2019	2018	2017	2016
Revenue	5,043	5,271	5,556	5,418	5,363
EBITDA	936	1,216	1,159	1,137	1,032
Funds from operations (FFO)	699	881	865	749	661
Interest expense	198	212	257	241	290
Cash flow from operations	718	870	644	733	1,104
Capital expenditure	603	557	550	434	610
Free operating cash flow (FOCF)	115	313	94	299	494
Dividends paid	65	149	249	124	87
Discretionary cash flow (DCF)	50	164	(155)	175	407
Debt	4,250	4,051	3,999	5,051	5,297
Equity	3,764	3,883	3,610	2,637	2,261
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	(4.3)	(5.1)	2.5	1.0	(0.8)
EBITDA margin (%)	18.6	23.1	20.9	21.0	19.2
Return on capital (%)	4.4	10.1	9.5	9.5	8.4
EBITDA interest coverage (x)	4.7	5.7	4.5	4.7	3.6
Debt/EBITDA (x)	4.5	3.3	3.5	4.4	5.1
FFO/debt (%)	16.4	21.8	21.6	14.8	12.5
Cash flow from operations/debt (%)	16.9	21.5	16.1	14.5	20.8
FOCF/debt (%)	2.7	7.7	2.3	5.9	9.3
DCF/debt (%)	1.2	4.0	(3.9)	3.5	7.7

נזילות

אנו בוחנים את פרופיל הנזילות של החברה על בסיס סולו. אנו מעריכים את נזילות החברה כהולמת, בהתאם לצפי שלנו שיחס המקורות לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021. הערכת הנזילות מבוססת על יתרת המזומנים בקופת החברה לישראל, על דיבידנדים הצפויים מאי.סי.אל גרופ ועל הנפקות אג"ח מהרבעון השני של 2021 מחד, ועל חלויות החוב והוצאות הנהלה וכלליות מאידך. נציין כי בעת

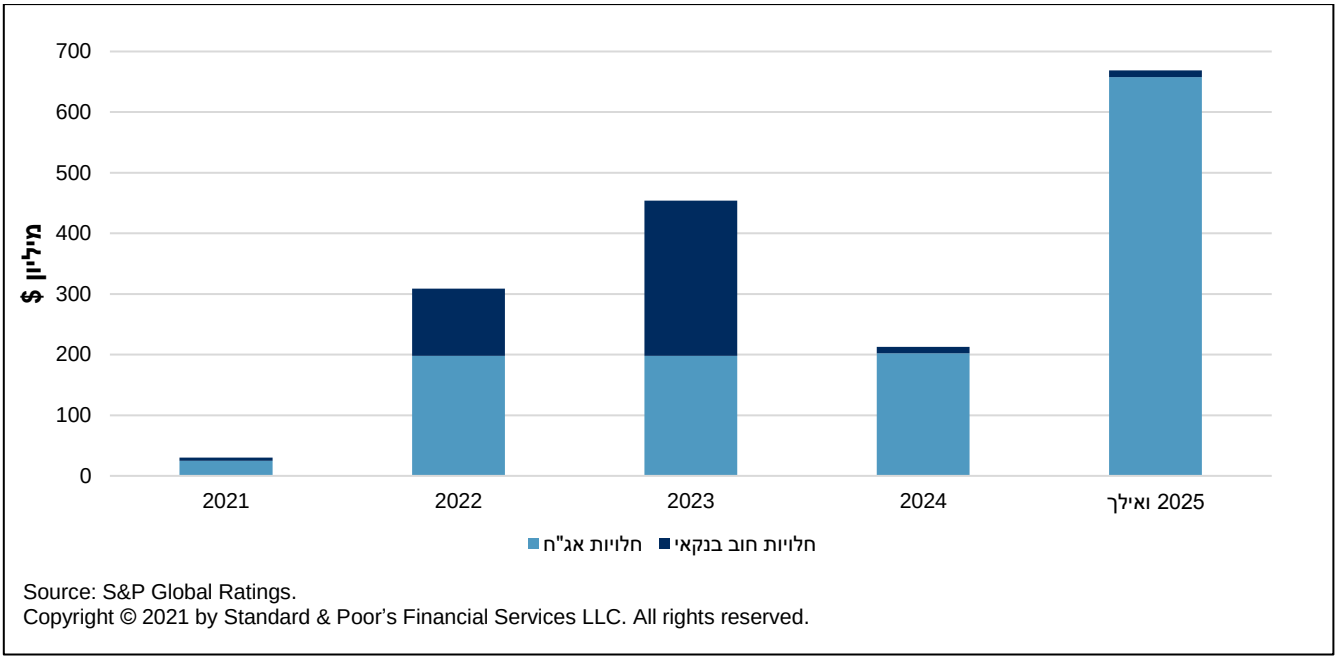
חישוב הנזילות של החברה לא החשבנו תקבולי דיבידנדים מאיי.סי.אל גרופ שעוד לא הוכרזו עבור המחצית השנייה של 2021 והרבעון הראשון של 2022.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה על בסיס סולו ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-451 מיליון דולר. • הנפקת אג"ח בהיקף כולל של כ-229 מיליון דולר אשר בוצעה ברבעון השני של 2021. • דיבידנדים בהיקף של כ-30 מיליון דולר שהתקבלו ברבעון השני של 2021.	• חלויות חוב זמן ארוך בהיקף של כ-116 מיליון דולר. • הוצאות ריבית, הנהלה וכלליות בהיקף של כ-90 מיליון דולר.

חלויות חוב

תרשים 1: חלויות חוב החברה לישראל בע"מ



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

ב-31 במאי, 2021, פרעה החברה תשלום אג"ח בסך של כ-82 מיליון דולר.

ניתוח התניות

צפי

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

דרישות

לפי תנאי האג"ח, על החברה לשמור על היקף הון עצמי שלא יפחת מ-360 מיליון דולר (500 מיליון דולר בסדרות 14 ו-15) ועל יחס הון למאזן שלא יפחת מ- 20% (25% בסדרות 14 ו-15)

סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי

החזקתה העיקרית של החברה לישראל היא איי.סי.אל גרופ, ולכן ביצענו ניתוח של איי.סי.אל גרופ בהיבטים של סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי. איי.סי.אל גרופ עשויה להיות כפופה לדרישות רגולטוריות וסביבתיות בקשר לשימוש במשאבים טבעיים מתוקף הסכם הזיכיון עם ממשלת ישראל. שניים מהפרויקטים המרכזיים בהקשר זה הם פרויקט קציר ים המלח ופרויקט השאיבה בים המלח.

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 גיאופוליטיים ניכרים. איי.סי.אל. גרופ 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. איי.סי.אל גרופ גם שואבת מים מהאגן הצפוני של ים המלח ומעבירה אותם לבריכות בחלקו הדרומי. מפלס המים באגן הצפוני של ים המלח ירד לאורך השנים, ובשנים האחרונות הוא יורד בקצב ממוצע של כ-110 סנטימטרים בשנה. בנוסף, בשנים האחרונות התגלו באזור ים המלח בולענים ובקיעים תת-קרקעיים, שעשויים לפגוע בפעילותה של איי.סי.אל גרופ.

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

בנוסף, איי.סי.אל גרופ 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 איי.סי.אל גרופ, שנדרשה לשאת בהוצאות ארוכות הטווח הקשורות בתוכניות השיקום. הוצאות מסוג זה קשות לחיזוי אך עשויות להשפיע על התוצאות והיחסים הפיננסיים של איי.סי.אל גרופ, וכתוצאה מכך על החברה לישראל.

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.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות (סדרות 10, 11, 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 שתי חברות מתחומי פעילות שונים שאין ביניהם בהכרח מתאם.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2025
- 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.
- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV על כ-100% בעקבות ירידה חדה בשווי השוק של מניות איי.סי.אל גרופ ובז"ן. 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-846 מיליון $
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-803 מיליון $
- סך חוב מובטח: כ-280 מיליון $
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-524 מיליון $
- סך חוב לא מובטח: כ-955 מיליון $
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 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).

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 2020:

- הפחתת יתרת מזומנים של כ-920 מיליון דולר מהחוב.
- התאמות פנסיה לחוב הפיננסי ובהתאמה גם ל-EBITDA ולהוצאות המימון.
- הוספת הוצאות ריבית שהוונו בסך 24 מיליון דולר להוצאות מימון.

Table 2.

Israel Corp. Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. $) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2020

Israel Corp. Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported	**4,054**	**1,403**	**774**	**190**	**165**	**936**	**917**	**627**
S&P Global Ratings adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(31)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(182)	--	--
Reported lease liabilities	389	--	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	511	--	(7)	(7)	9	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(919)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	24	(24)	(24)	(24)
Share-based compensation expense	--	--	8	--	--	--	--	--

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Asset-retirement obligations	215	--	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	(80)	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(175)	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	2,361	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	161	161	--	--	--	--
Depreciation and amortization: Impairment charges/(reversals)	--	--	--	90	--	--	--	--
Total adjustments	**196**	**2,361**	**162**	**164**	**33**	**(237)**	**(199)**	**(24)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	**4,250**	**3,764**	**936**	**354**	**198**	**699**	**718**	**603**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 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: 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 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

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	12/07/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה 10,11	ilA	05/05/2016	12/07/2020
סדרה 12,13	ilA	13/03/2018	12/07/2020
סדרה 14	ilA	02/12/2019	12/07/2020
סדרה 15	ilA	27/04/2021	27/04/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
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	13:48 07/07/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	13:48 07/07/2021		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

החברה לישראל בע"מ

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.