Maalot
S&P Global Ratings

אייי.סי.אל גרופ בע"מ

14 במאי, 2020

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 390 מיליון ₪ ע.נ.

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

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 390 מיליון ₪ ע.נ.

בהמשך להודעתנו מיום 13 במאי, 2020, S&P מעלות מודיעה כי הדירוג 'ilAA' לאיגרות חוב שיונפקו על ידי איי.סי.אל גרופ בע"מ (ilAA/Stable) באמצעות הרחבת סדרה ז' תקף להיקף של עד 390 מיליון ₪ ע.נ. תמורת ההנפקה תשמש למחזור חוב ולפעילותה השוטפת של החברה.

קיימת אי ודאות רבה לגבי קצב התפרצות נגיף הקורונה והמועד שבו תתחיל לדעוך. חלק מהרשויות הממשלתיות מעריכות כי ההתפרצות תגיע לשיאה בערך באמצע השנה, ואנו משתמשים בהנחה זו כאשר אנו מעריכים את השלכותיה הכלכליות ואת השפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות. אנו סבורים שהאמצעים שננקטו כדי לבלום את התפשטות הנגיף הכניסו את הכלכלה העולמית למיתון (ראו עדכונים כלכליים שוטפים בכתובת www.spglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מ-4 ביולי, 2019.

פרטים כלליים (נכון ל-14 במאי, 2020)	
איי.סי.אל גרופ בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ד,ה,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	11:13 14/05/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	11:13 14/05/2020
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

אייי.סי.אל גרופ 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.

Maalot
S&P Global Ratings

כימיקלים לישראל בע"מ

.....

4 ביולי, 2019

אנליסט אשראי ראשי:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmuter@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 2
תחזית הדירוג 3
התרחיש השלילי 3
התרחיש החיובי 3
תרחיש הבסיס 3
הנחות עיקריות 3
יחסים עיקריים 4
תחזיות תרחיש הבסיס 4
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 8
הפרופיל הפיננסי 10
נזילות 12
ניתוח התניות 12
סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי 12
השפעת הקבוצה 13
התאמות לדירוג 14
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 14
הרכב ההון 14
מסקנות אנליטיות 14
התאמות לדיווח הכספי 15
רשימת דירוגים 17

כימיקלים לישראל בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• אחת מהיצרניות 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 מיוחדים בעלי ערך מוסף. • ירידה במינוף בעקבות מכירת חטיבת מוצרי האש במרץ 2018. • מדיניות פיננסית זהירה. • נזילות 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.

אנו סבורים שמדיניותה הפיננסית השמרנית של כימיקלים לישראל בע"מ ("כיל") היא גורם חשוב התומך בדירוג. להערכתנו, השימוש בתמורה נטו ממכירת חטיבת מוצרי האש, שעמדה על 900 מיליון דולר, משקפת את מחויבותה של כיל לדירוג ברמת השקעה. אנו סבורים גם שהחברה תדבק באסטרטגיית הצמיחה שלה, שעשויה לכלול רכישות של חברות שיתבצעו באופן זהיר תוך שמירה על מרווח סביר מהיחסים ההולמים את הדירוג.

אנו צופים שכיל תתמקד מבחינה אסטרטגית הן בצמיחה אורגנית והן בצמיחה באמצעות רכישות. זאת בהתאם לאסטרטגיה המוצהרת של המשך הגדלת חלקם של המוצרים המיוחדים בתיק המוצרים, באמצעות מתן פתרונות עם ערך מוסף לשוקי התעשייה, המזון והחקלאות באמצעות חטיבת פתרונות פוספט, ומוצרי דישון מתקדמים באמצעות חטיבת פתרונות חדשניים לחקלאות. אנו סבורים שאסטרטגיה זו, בתמיכת מעמד השוק המבוסס של החברה בשווקים יציבים יותר כגון שוק הברום, תסייע לכיל לייצב בהדרגה את רווחיה לאורך המחזוריות של שוק הדשנים.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שכיל תשמור על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3.5x-2.5x, בין היתר בשל ההתאוששות הדרגתית במחירי הדשנים. הערכתנו מתבססת על תכניתה של החברה לבצע רכישות בהיקפים בינוניים בשנים הקרובות ועל שמירה על מדיניות הדיבידנדים הנוכחית.

אנו צופים שהחברה תייצר EBITDA מתואם של כ-1.1-1.3 מיליארד $ ב-2019 וב-2020, ותמשיך ליהנות ממעמד תחרותי בתחום הדשנים ומעלויות 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 יהיה קרוב ל-4.0x וללא אופק קצר טווח לשיפור, והביצועים התפעוליים של החברה ייחלשו. אנו סבורים שתרחיש זה ייתכן אם החברה תיישם מדיניות עסקית או פיננסית אגרסיבית, בין על ידי סטייה ממדיניות הדיבידנדים המוצהרת שלה ובין על ידי רכישות גדולות וממונפות. התדרדרות נוספת בתנאי השוק שתשפיע על התוצאות התפעוליות עשויה גם היא להוביל להורדת דירוג.

בטווח הבינוני עשוי להיווצר לחץ שלילי על הדירוג אם תימשך אי הוודאות בנוגע לחידוש הזיכיון בים המלח. בתנאים כאלו אנו מעריכים כי יהיה לחץ על הפרופיל העסקי, שנתמך כיום ביתרונות המובנים של 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. אנו סבורים שבשלב זה יש לכיל מרווח מסוים מהיחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג הנוכחי לשם ביצוע רכישות ומיזוגים וסבורים שהחברה תבצע מיזוגים ורכישות להגדלת תיק המוצרים והפיזור הגיאוגרפי שלה. הדירוג הנוכחי מוגבל בשל היעדר נראות מספקת לגבי אסטרטגיית הצמיחה של החברה לישראל בע"מ (ilA/Stable), בעלת המניות העיקרית (46%) של כיל ולשם ביצוע פעולת דירוג חיובית נרצה גם בהירות גבוהה יותר בכל הנוגע למהלכים בחברת האם.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- הכנסות שנתיות של 5.7-5.8 מיליארד $ ב-2019, המשקפות צמיחה של 3%-4% בהשוואה ל-5.5 מיליארד דולר ב-2018. אנו צופים עלייה מתונה של 1% בהכנסות ב-2020, המשקפת את הנחתנו שמחירי הדשנים יעלו רק במעט באותה שנה ושהיקפי הייצור יגדלו עם ההתקדמות ביישום תכנית ההתייעלות בספרד ובים המלח.

- EBITDA שנתי מתואם של כ-1.1-1.3 מיליארד $ ב-2019-2020, המשקף שיעורי EBITDA יציבים של כ-20%-21%. הערכה זו מביאה בחשבון מחד את צעדי ההתייעלות של כיל שיביאו לחיסכון בעלויות ומאידך את ההתייקרות במחירי חומרי הגלם והתשומות.
- חלוקת דיבידנד שנתית של עד 50% מהרווח הנקי המתואם, לפי מדיניות הדיבידנדים של החברה. נציין כי הדיבידנדים מחולקים רבעונית.
- הוצאות הוניות (capex) של כ-650 מיליון דולר, כולל פרויקט "קציר ים המלח", עבודות בספרד ובים המלח ופרויקט השאיבה בים המלח. זאת לעומת 572 מיליון דולר ב-2018 ו-457 מיליון $ ב-2017.
- בתרחיש הבסיס לא הנחנו רכישות מאחר שהעיתוי, ההיקף והתרומה של הרכישות לרווחים אינם ודאיים.

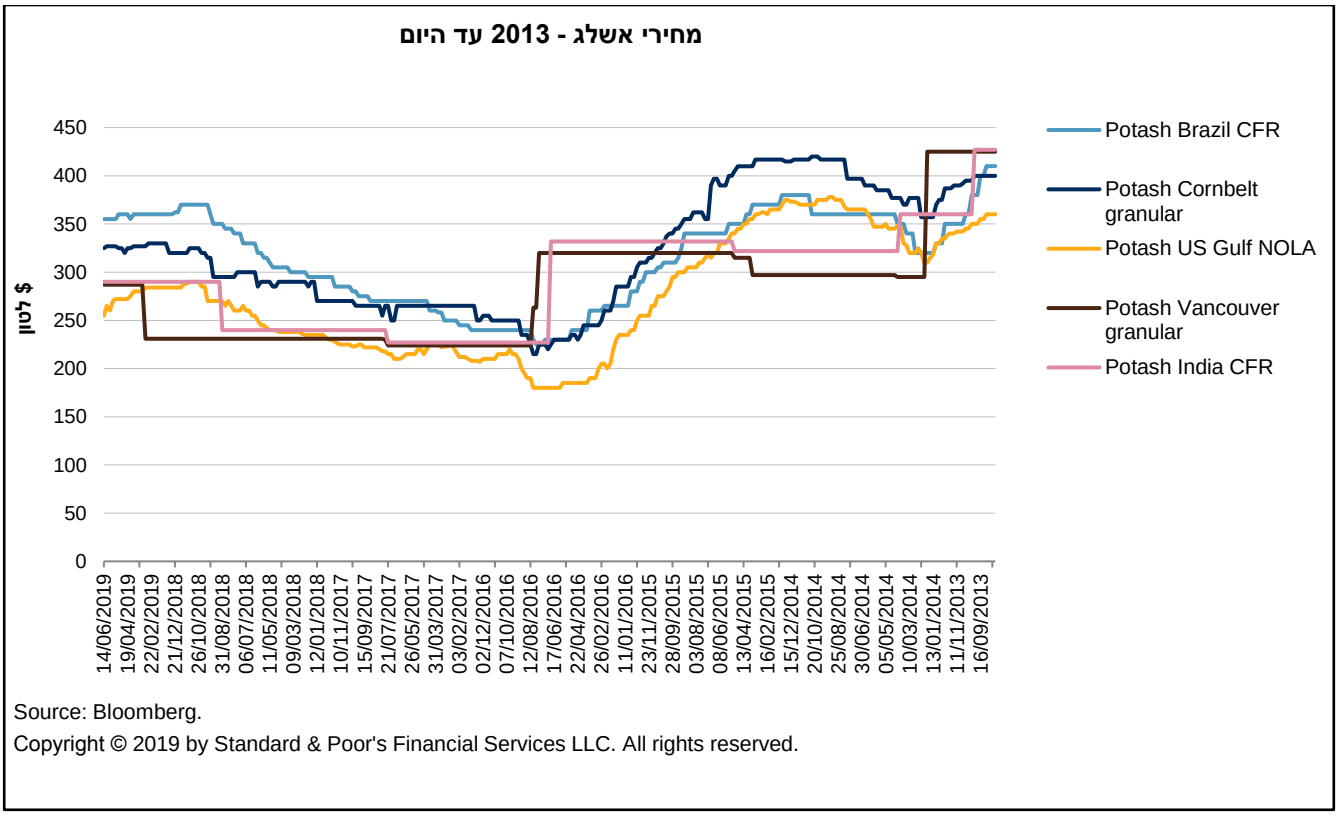
יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2018A	2019E	2020E
EBITDA (מיליארד $)	1.2	1.3-1.1	1.3-1.1
FFO/חוב	34%	31%-30%	31%-29%
EBITDA/חוב	2.4x	2.6x-2.4x	2.6x-2.4x

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

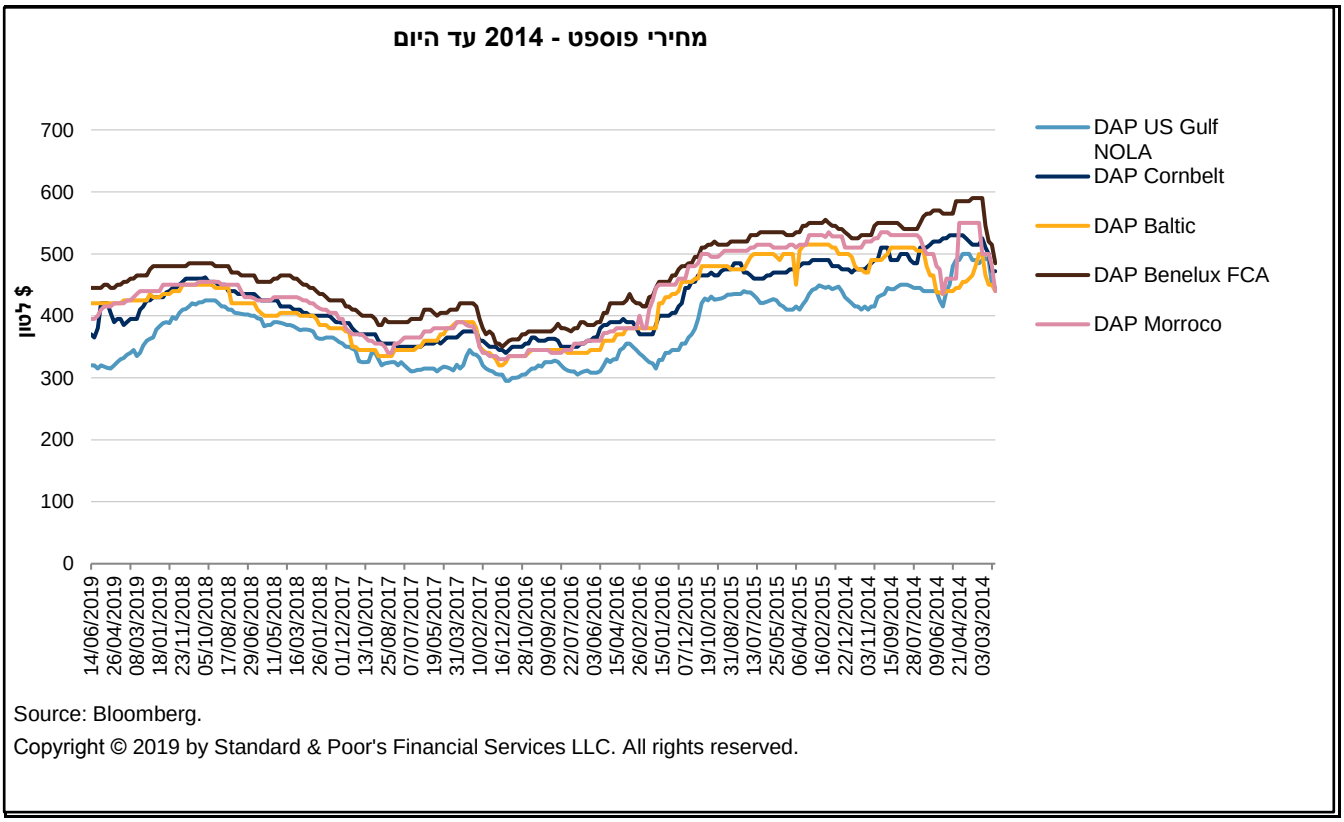
תחזיות תרחיש הבסיס

- מחירי האשלג התאוששו ב-2018 לאחר שב-2017 הגיעו לתחתית המחזור, ונשארו יציבים במחצית הראשונה של 2019. אנו מעריכים כי הם יישארו יציבים עד סוף שנת 2019, אך סבורים שייתכנו ירידות ב-2020 בשל האפשרות לעודפי היצע בשוק בשל הגדלת הייצור על ידי Eurochem ו-K+S.
- להערכתנו, האיזון בין היצע לביקוש בשוק הפוספט יתמוך בהתאוששות המחירים בטווח הבינוני, אף על פי שברבעון הראשון של 2019 עדיין לא נרשמה עלייה בשל רמות מלאי גבוהות. אנו סבורים שהגדלת קיבולת הייצור, בעיקר מצד Ma'aden ו-OCP, תקוזז ברובה על די סגירות מפעלים, לדוגמה מפעל Plant City של Mosaic ומפעל Redwater של Nutrien.
- ציפייתנו לשיעור EBITDA של 20%-21% ב-2019-2020 משקפת את הנחתנו שהרווחיות תיתמך במוצרים המיוחדים של כיל, ובטווח הארוך יותר באמצעי ההתייעלות באתרים בספרד ובאנגליה. פעולות ההתייעלות בספרד ואנגליה יחלו לשאת פרי להערכתנו ב-2020-2021, השנים בהן ההנהלה צופה את סיום ההשקעות.



Source: Bloomberg.

Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.



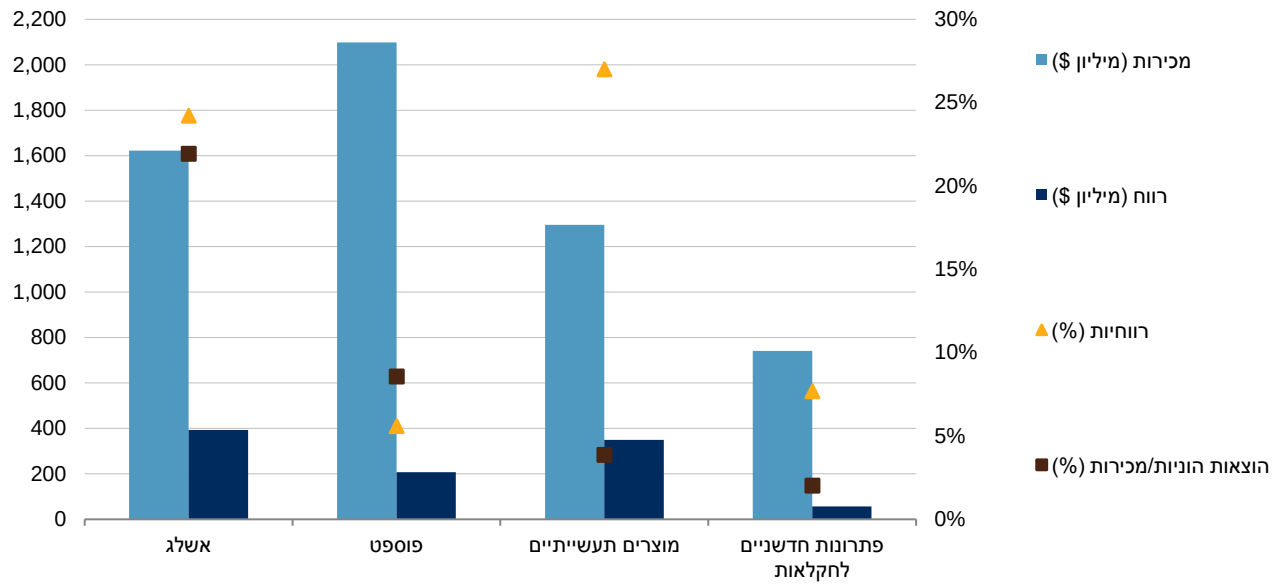
Source: Bloomberg.

Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

תיאור החברה

כיל היא חברה בינלאומית המייצרת ומשווקת דשנים וכימיקלים מיוחדים המבוססים על אשלג, פוספט וברום. לחברה ארבע חטיבות עיקריות:

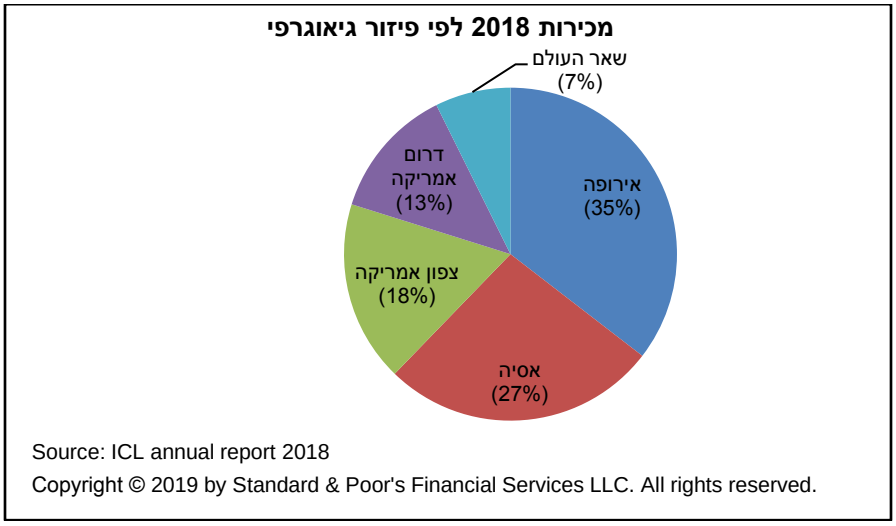
- מוצרים תעשייתיים (23% מהמכירות ב-2018, רווחיות תפעולית של 23%). באמצעות חטיבה מרכזית זו, כיל מייצרת ברום טהור למגוון רוחב של יישומים כגון מעכבי בעירה, מוצרי מגנזיה ומלח ופתרונות לאחסון אנרגיה. מפעלי כיל בים המלח מבוססים על מאגרי הברום הגדולים בעולם עם ריכוז הברום הגבוה ביותר. כיל ושתי מתחרותיה המרכזיות, Albemarle ו-Lanxess, אחראיות לרוב ייצור הברום העולמי ב-2018. חסמי הכניסה לשוק זה הם גבוהים, בשל הצורך בגישה למאגרי ברום כדאיים לניצול והדרישות הלוגיסטיות המחמירות (שינוע ברום מצריך שימוש במיכלים מיוחדים). כיל משתמשת בכ-75% מהברום הטהור שהיא מייצרת (כ-130,000 טונות) לצרכיה העצמיים בייצור תרכובות ברום שרווחיותן גבוהה יותר.
- אשלג (28% מהמכירות, רווחיות תפעולית של 20%). בסגמנט זה, כיל מייצרת ומשווקת דשנים ומלחים מבוססי אשלג המופק מים המלח בתהליך אידוי יעיל במיוחד וממכרה תת-קרקעי קונבנציונלי בספרד. באנגליה, כיל 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 כיל נמוך משל מתחרותיה העיקריות, Nutrien, Uralkali ו-Mosaic, כיל נהנית מעלויות ייצור נמוכות תודות לשיטת האידוי באתר בים המלח ומיתרון לוגיסטי בשל קרבתה הפיזית ללקוחות.
- פתרונות פוספט (36% מהמכירות, רווחיות תפעולית של 5.6%). באמצעות חטיבה זו מפעילה כיל ארבעה מכרות פתוחים, שלושה מתוכם ממוקמים בנגב והרביעי בסין. חטיבה זו משתמשת בפוספט כחומר גלם לפיתוח מוצרים מיוחדים עם ערך מוסף גבוה יותר.
- פתרונות חדשניים לחקלאות (13% מהמכירות, רווחיות תפעולית של 4%). באמצעות חטיבה זו, כיל מספקת מוצרי דישון מיוחדים המבוססים על חנקן, אשלג ופוספט, כולל מוצרים מסיסים, נוזליים ומוצרים בשחרור מבוקר. חטיבה זו היא גם זרוע החדשנות של כיל ואחראית למחקר ופיתוח ולחדשנות דיגיטלית.



Source: ICL annual report 2018.

Copyright © 2019 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 אשלג ומלח בספרד, מכרה באנגליה ומכרות ומפעלי עיבוד של פוספט בסין. כיל היא יצרנית האשלג השישית בגודלה בעולם, והיצרנית הגדולה ביותר בעולם של ברום, חומצה זרחתית מזוקקת ועוד. לחברה פיזור גיאוגרפי נרחב: כ-35% מהכנסותיה ב-2018 נבעו מאירופה, 27% מאסיה, 18% מצפון אמריקה, 13% מדרום אמריקה, ו-7% משאר העולם.



Source: ICL annual report 2018

Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

הפרופיל העסקי

מעמד עסקי גבוה בשוקי האשלג והברום, יתרונות תחרותיים הנובעים מהזיכיון בים המלח, ומגוון הולך ומתרחב של מוצרים מיוחדים המקזזים את השחיקה ברווחיות מגזר הדשנים

הערכתנו לפרופיל העסקי של כיל משקפת את היותה יצרנית האשלג השישית בגודלה בעולם, שוק המאופיין בביקוש גדל לאורך זמן ובריכוזיות גבוהה, והיצרנית הגדולה בעולם של ברום. לכיל 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 מיוחדים 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 כיל 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 הפוספט, מעמדה התחרותי של כיל נמוך ביחס למתחרים, לדוגמה OCP S.A., משום שאיכות הסלע במכרות כיל 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 על ידי המחזוריות הגבוהה בענף הדשנים. מחזוריות זו משקפת את השינויים התמידיים בביקוש ובהיצע, הקשים לחיזוי בשל תלותם בציפיות על 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.

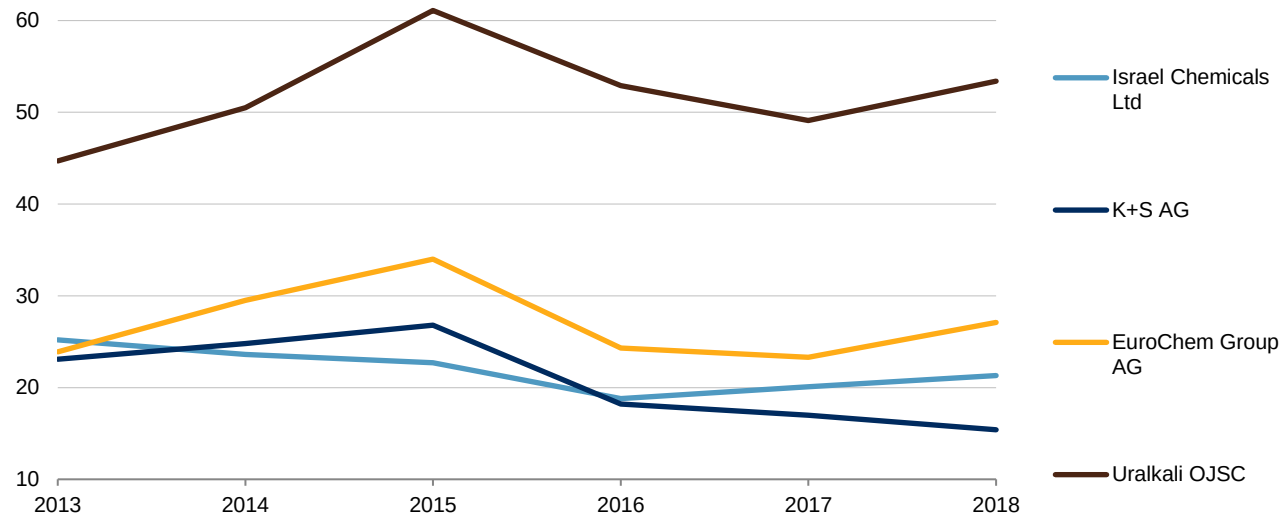
המעבר המתמשך של כיל מייצור סחורות דשן לייצור מוצרים משלימים בעלי ערך מוסף הוא צעד אסטרטגי חשוב המסייע לייצוב הרווחים לאורך המחזור. החברה גם ממשיכה ליישם את תכניות ההתייעלות במכרות הפוספט בסין ובמכרות האשלג באנגליה ובספרד על מנת להביא אותם לאופטימיזציה, כולל מעבר למוצרים עם ערך מוסף כגון פוליסולפט. החברה גם מחויבת להשקעות הוניות להגדלת הקיבולת, הקטנת עלויות הייצור, ועמידה בדרישות הרגולטוריות.

Table 1.
Israel Chemicals Ltd.-- Peer Comparison (Mil. $) for the fiscal year ended December 31, 2018
Industry Sector: Chemical Companies

	Israel Chemicals Ltd.	K+S AG	Uralkali OJSC	EuroChem Group AG	Nutrien Ltd.
Global scale rating as of July 1, 2019	(BBB-)/(Stable)	BB/Negative/B	BB-/Positive	BB-/Positive	BBB/Stable/A-2
Revenues	5,556.0	4,624.4	2,753.6	5,577.5	19,636.0
EBITDA	1,181.0	713.6	1,470.5	1,511.2	3,819.0
FFO	981.8	460.6	1,091.2	996.7	2,096.6
Interest Expense	165.2	172.3	357.1	250.7	627.4
Cash Interest Paid	143.2	139.0	330.1	374.2	567.4
Cash flow from operations	631.8	368.1	1,028.0	618.9	2,203.6
Capital expenditures	550.0	569.2	358.4	959.9	1,393.0
Free operating cash flow	81.8	(201.1)	669.5	(341.0)	810.6
Discretionary cash flow	(159.2)	(277.8)	543.8	(341.0)	(1,941.4)
Cash and short-term investments	213.0	204.7	1,013.0	343.7	2,314.0
Debt	2,886.1	4,948.4	5,407.9	4,977.6	9,106.2
Equity	3,915.0	4,744.6	770.5	4,174.8	24,425.0
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	21.3	15.4	53.4	27.1	19.4
Return on capital (%)	11.2	2.7	19.2	13.5	5.4
EBITDA interest coverage (x)	7.1	4.1	4.1	6.0	6.1
FFO cash interest coverage (x)	7.9	4.3	4.3	3.7	4.7
Debt/EBITDA (x)	2.4	6.9	3.7	3.3	2.4
FFO/debt (%)	34.0	9.3	20.2	20.0	23.0
Cash flow from operations/debt (%)	21.9	7.4	19.0	12.4	24.2
Free operating cash flow/debt (%)	2.8	(4.1)	12.4	(6.9)	8.9
Discretionary cash flow/debt (%)	(5.5)	(5.6)	10.1	(6.9)	(21.3)

אנו משווים את כיל לחברות הפועלות בענף הדשנים המבוססים על אשלג ופוספט, כגון K+S AG, Uralkali OJSC, EuroChem Group AG ו-Nutrien Ltd. באופן היסטורי, שיעורי ה-EBITDA המתואמים של כיל 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, כיל מציגה שיעורי EBITDA גבוהים יותר, המשקפים את היתרון הגדול בעלויות הייצור שמעניקה לה הגישה לחומר גלם באיכות גבוהה בים המלח. לשם ההשוואה, רווחיותה של K+S הלכה ופחתה בשנים האחרונות בגלל אתגרי ייצור והעלות הגבוהה במכרותיה בגרמניה. שיעורי ה-EBITDA של כיל, K+S ו-EuroChem נמוכים מאלה של Uralkali, הנהנית מגישה למאגרים נרחבים ועלויות ייצור נמוכות שממקמות אותה כחברה המובילה בעקומת עלות הייצור הגלובלית.

רווחיות: שיעור EBITDA מתואם של כיל ומתחרות גדולות



Based on the legal final maturity date
Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

הפרופיל הפיננסי

מדיניות פיננסית תומכת בשמירה על מינוף נמוך יותר בעקבות מכירת חטיבת מוצרי האש

הערכתנו את הפרופיל הפיננסי של כיל משקפת את המחזוריות המאפיינת את ענף הדשנים, שהובילה היסטורית לתנודתיות ב-EBITDA המתואם של כיל כמו גם של מתחרותיה.

כמו כן אנו מביאים בחשבון את צורכי ההשקעה של כיל, הכוללים בעיקר השקעות הוניות לשימור הקיים והתחייבויות להשקעות כלפי ממשלת ישראל כחלק מהזיכיון בים המלח (ובין היתר פרויקט "קציר ים המלח"). אנו מביאים בחשבון גם את צורכי חלוקת הדיבידנדים לחברת האם, החברה לישראל בע"מ, תוך הנחה כי אלו מהווים את המקור העיקרי לשירות החוב של חברת האם.

במרץ 2018 השלימה כיל את מכירת חטיבת מוצרי האש שלה תמורת כ-1 מיליארד $ ברוטו. מתמורת המכירה נטו שהתקבלה במזומן, כ-900 מיליון $, פרעה החברה חוב בהיקף של כ-800 מיליון $. מהלך זה היה חלק ממדיניות החברה להורדת שיעור המינוף ורמת החוב. אנו רואים בכך הוכחה חשובה למחויבותה של החברה לשמירה על רמת דירוג גבוהה.

בכוונת כיל לבצע רכישות ומיזוגים בטווח הבינוני כחלק מהאסטרטגיה שלה להרחיב את פעילות המוצרים המיוחדים. בעקבות מכירת חטיבת מוצרי האש, שהייתה רווחית ובעלת פוטנציאל צמיחה, קטן ה-EBITDA של כיל בכ-80 מיליון $.

להבנתנו, דירקטוריון כיל אישר את מדיניות חלוקת הדיבידנדים הנוכחית ל-2019, שלא השתנתה מאז 2016, למרות הורדת המינוף בעקבות מכירת חטיבת מוצרי האש.

בשנים 2019-2020 בכוונת כיל להמשיך להשקיע במכרות בספרד ובאנגליה על מנת לשפר את יעילות הייצור במכרות אלו ולעמוד בדרישות הרגולטוריות במדינות אלו. כמו כן, אנו צופים שבשל עבודות תחזוקה במפעלים בים המלח, קיבולת הייצור באתר זה תפחת זמנית ברבעון הרביעי של 2019. בהתאם, בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שתחול עלייה בהוצאות ההוניות ב-2019-2020 בשל צורכי ההשקעה הגבוהים באנגליה, בספרד, בנגב ובים המלח (בין היתר בפרויקט "קציר ים המלח"). להבנתנו, פרויקטים אלו יושלמו ב-2020-2021, אז יחול שיפור ביעילות הייצור כשאתרים אלה יחזרו לייצור מלא.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו חוזים כי בשנים 2019-2020 יעמוד היחס המתואם חוב ל-EBITDA על כ-2.4x-2.6x והיחס FFO לחוב יעמוד על כ-29%-31%, בהתאם לקצב ההתקדמות בתכנית ההתייעלות בהשוואה ל-2.4x ו-34%, בהתאמה, ב-2018. איננו מביאים בחשבון רכישות אפשריות היות שמועדן, היקפן ותרומתן לרווחים אינם ודאיים, אך נציין כי לחברה יש מרווח סביר להשקיע בפרויקטי צמיחה.

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

Table 2.

Israel Chemicals Ltd.– Financial Summary (Mil. $)

Industry Sector: Chemical Companies

	2018	2017	2016	2015	2014
Revenues	5,556.0	5,418.0	5,363.0	5,405.0	6,110.7
EBITDA	1,181.0	1,087.0	1,006.5	1,224.9	1,443.7
FFO	981.8	810.7	776.0	1,086.8	1,212.5
Interest Expense	165.2	175.3	187.5	132.1	131.7
Cash Interest Paid	143.2	149.3	146.5	118.1	72.5
Cash flow from operations	631.8	859.7	987.0	595.8	916.4
Capital expenditures	550.0	434.0	610.0	598.0	819.2
Free operating cash flow	81.8	425.7	377.0	(2.2)	97.1
Discretionary cash flow	(159.2)	188.7	215.0	(350.2)	(748.8)
Cash and short-term investments	213.0	173.0	116.0	248.0	247.3
Gross available cash	183.0	146.0	96.0	248.0	247.3
Debt	2,886.1	3,812.5	3,923.0	3,786.1	3,234.9
Equity	3,915.0	2,930.0	2,659.0	3,188.0	3,000.2
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	21.3	20.1	18.8	22.7	23.6
Return on capital (%)	11.2	9.3	8.3	12.1	16.2

	2018	2017	2016	2015	2014
EBITDA interest coverage (x)	7.1	6.2	5.4	9.3	11.0
FFO cash interest coverage (x)	7.9	6.4	6.3	10.2	17.7
Debt/EBITDA (x)	2.4	3.5	3.9	3.1	2.2
FFO/debt (%)	34.0	21.3	19.8	28.7	37.5
Cash flow from operations/debt (%)	21.9	22.6	25.2	15.7	28.3
Free operating cash flow/debt (%)	2.8	11.2	9.6	(0.1)	3.0
Discretionary cash flow/debt (%)	(5.5)	5.0	5.5	(9.3)	(23.1)

נזילות

רמת הנזילות של כיל היא "הולמת". ההערכה שלנו לנזילות של כיל משקפת את הצפי שלנו כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים יעמוד על כ-1.3x ב-12 החודשים שהחלו ב-31 במרץ, 2019. 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 הזמינים לשימוש מידי בהיקף של כ-183 מיליון דולר נכון ל-31 במרץ, 2019. • מסגרות אשראי פנויות חתומות לטווח של יותר משנה בהיקף של כ-1 מיליארד דולר. • תזרים מפעילות שוטפת בהיקף של כ-900 מיליון דולר (הערכה שלנו).	• חלויות חוב זמן קצר בהיקף של כ-638 מיליון דולר. • השקעות הוניות בהיקף של כ-650 מיליון דולר. • צורכי הון חוזר (כולל תוך-שנתיים) של כ-150 עד 200 מיליון דולר. • חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-200 עד 250 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-4.0x.
- יחס בין הלוואות מסוימות ברמת חברות בנות לבין סך הנכסים המאוחדים נמוך מ-10%.

סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי

בדומה למתחרותיה, כיל 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.

המינרלים בים המלח מיוצרים בתהליך אידוי סולארי, במסגרתו המלח שוקע לקרקעית אחת מבריכות האידוי. דבר זה יוצר שכבת מלחים בקרקעית הבריכה, מה שמעלה את מפלס המים. עליית מפלס המים בבריכה מעבר לסף מסוים עלולה לגרום לנזק מבני ליסודות ולמבני המלונות שהוקמו בסמוך לקו המים ולתשתיות אחרות על החוף. כיל פועלת יחד עם ממשלת ישראל הן ביחס להקמתן של הגנות חוף והן ביחס לפתרון קבע, הכולל ביצוע קציר המלח מהקרקעית.

כחלק מתהליך הייצור, כיל שואבת מים מהאגן הצפוני של ים המלח באמצעות תחנת שאיבה ייעודית ומעבירה אותם לבריכות המלח וקרנלייט בחלק הדרומי של האגם. כתוצאה מכך חלה לאורך השנים ירידה במפלס המים באגן הצפוני. תופעה זו עשויה להוביל ללחץ על כיל לצמצם את השימוש במינרלים בים המלח, דבר שעשוי לפגוע בפעילותה בטווח הארוך.

בנוסף, כיל 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 וכיל התחילה מיד בפעולות שיקום, ככל האפשר. אולם הוגשו מספר תביעות ייצוגיות נגד כיל שבמסגרתן נדרשה החברה לשאת בהוצאות ארוכות הטווח הקשורות בתכניות השיקום. הוצאות מסוג זה קשות לחיזוי אך עשויות להשפיע על התוצאות והיחסים הפיננסיים של החברה אם יוכרו.

השפעת הקבוצה

כיל נמצאת בשליטתה של החברה לישראל בע"מ (ilA/Stable). מניות השליטה בכיל הן ההחזקה המרכזית בתיק ההחזקות של החברה לישראל (כ-80% משווי התיק). החברה לישראל היא גם בעלת המניות העיקרית של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן, ilA/Stable) (כ-20% משווי התיק של החברה לישראל).

היות שהדיבידנדים שמחלקת בז"ן מוגבלים יחסית, הדיבידנדים של כיל הם מקור המזומנים העיקרי לשירות החוב של החברה לישראל. מסיבה זו אנו רואים בכיל אחזקת ליבה של החברה לישראל. אולם אנו סבורים שאיכות האשראי של כיל מבודדת מזו של החברה לישראל, בשל משטר הפיקוח המשפטי והרגולטורי החזקים יחסית בישראל.

למרות זאת, האסטרטגיה המוצהרת המעודכנת של החברה לישראל, להבנתנו, היא להרחיב את החזקותיה בענפים חדשים, באמצעות רכישות. להערכתנו, אף שיישומה עשוי לארוך זמן מה, אסטרטגיית התרחבות זו עשויה להוביל לעליית מינוף משמעותית בחברה האם, בהתאם להיקף הרכישות ולדרך שבה ימומנו. אנו סבורים כי אסטרטגיה זו יוצרת אי ודאות לגבי איכות האשראי של חברת האם, על אף הערכתנו כי איכות האשראי של כיל 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 כיל כולל בעיקר אג"ח בכירות לא מובטחות בהיקף של כ-1.5 מיליון דולר שהנפיקה החברה, הלוואות בנקאיות לא מובטחות במטבעות שונים בהיקף של כ-0.5 מיליארד דולר שנטלו כיל וחברות בבעלותה המלאה, ועסקאות איגוח בהיקף של 0.35 מיליארד דולר.

מסקנות אנליטיות

אנו מדרגים את החוב של כיל בדירוג 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק, משום שלהערכתנו, סיכון הנחיתות אינו משמעותי במבנה ההון.

Table 3.

Reconciliation Of Israel Chemicals Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. $) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2018

Israel Chemicals Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported	2,425	3,781	1,958	1,519	113	1,181	620	572
S&P Global Ratings adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(56.0)	--	--
Cash taxes paid - Other	--	--	--	--	--	--	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(103.0)	--	--
Operating leases	265.1	--	50.0	18.2	18.2	(18.2)	31.8	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	379.0	--	(7.0)	(7.0)	12.0	--	--	--
Accessible cash & liquid investments	(183.0)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	22.0	(22.0)	(22.0)	(22.0)
Share-based compensation expense	--	--	19.0	--	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	2.0	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	52.0	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	2.0	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	134.0	--	--	--	--	--	--
EBITDA - Other	--	--	(841.0)	(841.0)	--	--	--	--
D&A - Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	19.0	--	--	--	--
Total adjustments	**461.1**	**134.0**	**(777.0)**	**(758.8)**	**52.2**	**(199.2)**	**11.8**	**(22.0)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	2,886.1	3,915.0	1,181.0	760.2	165.2	981.8	631.8	550.0

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
- דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הכימיקלים, 31 בדצמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הכימיקלים המיוחדים, 31 בדצמבר, 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
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 31 באוקטובר, 2018
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-4 ביולי, 2019)

כימיקלים לישראל בע"מ

דירוג(י) המנפיק

טווח ארוך	ilAA\Stable

דירוג(י) הנפקה

חוב בכיר בלתי מובטח

סדרה ד,ה	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	12:07 04/07/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:07 04/07/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

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

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים 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, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.