החברה לישראל בע"מ

27 באפריל, 2021

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 400 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

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

אשת קשר נוספת:

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

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 400 מיליון ₪ ע.נ.

S&P מעלות מודיעה בזאת על דירוג 'ilA' לאיגרות חוב בהיקף של עד 400 מיליון ₪ ע.נ. שיונפקו על ידי החברה לישראל בע"מ (ilA/Stable) באמצעות הנפקת סדרה חדשה, סדרה 15. תמורת ההנפקה תשמש למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילות שוטפת.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מ-12 ביולי, 2020.

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	08:12 27/04/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	08:12 27/04/2021		
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.

Maalot
S&P Global Ratings

החברה לישראל בע"מ

.....

12 ביולי, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 5
תיאור החברה 5
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 7
נזילות 9
חלויות חוב 10
ניתוח התניות 10
צפי 10
דרישות 10
סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי 10
התאמות לדירוג 11
ניתוח שיקום חוב 11
שיקולים עיקריים 11
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, איי.סי.אל גרופ בע"מ, אחת היצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. • לאיי.סי.אל גרופ יתרונות תחרותיים הנובעים מהפעילות בים המלח ומהסינרגיה הגבוהה בייצור מוצרים מיוחדים עם ערך מוסף. • לאיי.סי.אל גרופ מדיניות פיננסית תומכת. • לחברה לישראל יתרת מזומנים גבוהה ומדיניות פיננסית הכוללת שמירה על רמת החוב הנוכחית.	• שוק הדשנים שבו פועלת איי.סי.אל גרופ מאופיין במחזוריות ותחרותיות גבוהה. • לאיי.סי.אל גרופ חשיפה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בנוגע להארכת הזיכיון בים המלח שיפוג ב-2030. • לאיי.סי.אל גרופ השקעות הוניות (capex) גבוהות ומחייבות בים המלח.

קיים מתאם בין שווי תיק ההחזקות הכולל של החברה לישראל לבין ביצועי איי.סי.אל גרופ והדוחות הכספיים של החברה על בסיס מאוחד. על כן, אנו מנתחים את הפרופיל העסקי של החברה על בסיס הביצועים התפעוליים של איי.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-2020 תחול הרעה ביחס המתואם חוב ל-EBITDA בעקבות קיטון בהכנסות איי.סי.אל גרופ.

איננו צופים השפעה ניכרת של מגפת הקורונה על איי.סי.אל גרופ. פעילותה של איי.סי.אל גרופ נפגעה במידה מינימלית ממגפת הקורונה ברבעון הראשון של השנה. אנו צופים שהביקוש לדשנים יישאר יציב יחסית ב-2020, 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 איי.סי.אל גרופ 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 שאיי.סי.אל גרופ תדבק באסטרטגיית הצמיחה שלה, שעשויה לכלול רכישות תוך שמירה על מרווח סביר מהיחסים ההולמים את הדירוג. אסטרטגיה זו מכוונת לשפר את מעמדה התחרותי של איי.סי.אל גרופ בשלושת תחומי הליבה שלה – ברום, אשלג ופוספט – וכן להרחיב את תחום הפתרונות החדשניים לחקלאות. להבנתנו, איי.סי.אל גרופ תיישם את אסטרטגיית הצמיחה שלה באמצעות רכישות של חברות, השקעות אורגניות, האצת הייצור של מוצרי דשנים חדשניים כגון פוליסולפט, חדשנות באמצעות פיתוח מוצרים חדשים ויישומים חדשים של מוצרים קיימים.

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. בנוסף, תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שלא תחול שחיקה נוספת בגמישות הפיננסית של החברה בעקבות עלייה מהותית ביחס ה-LTV (loan-to-value).

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 בממוצע ב-2020-2021 EBITDA מתואם של כ-1 מיליארד דולר לשנה, ותמשיך ליהנות ממעמד תחרותי גבוה בתחום הדשנים ומעלויות ייצור נמוכות בישראל. אנו מעריכים כי איי.סי.אל גרופ תשמור על מדיניות הדיבידנדים הנוכחית שלה בשנים 2020-2021 ושהיא תבצע מיזוגים ורכישות בהיקפים בינוניים בשנים הקרובות.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA 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 החברה בים המלח.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, שיתבטא ביחס חוב ל-EBITDA נמוך מ-3.5x לאורך זמן.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- התכווצות של 5.2% בתמ"ג בצפון אמריקה וצמיחה של 6.2% ב-2021; ירידה של 5.1% בתמ"ג במרכז ודרום אמריקה 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.
- הכנסות מאוחדות של 4.8-5.0 מיליארד דולר ב-2020 ושל 5.1-5.2 מיליון דולר ב-2021.
- EBITDA מאוחד מתואם של 920-960 מיליון דולר ב-2020 ושל 1.0-1.1 מיליארד דולר ב-2021.
- חלוקת דיבידנד שנתית באיי.סי.אל גרופ של עד 50% מהרווח הנקי המתואם בשנים 2020-2021.
- אי חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות של החברה לישראל, כחלק מהתכנית ליישום אסטרטגיית ההשקעות החדשה של החברה.
- הוצאות הוניות (capex) מדווחות של כ-570 מיליון דולר ב-2020 וכ-550 מיליון דולר ב-2021.
- לא הנחנו רכישות נוספות של איי.סי.אל גרופ מלבד Growers Holdings Inc. בפברואר 2020, מאחר שהעיתוי, ההיקף והתרומה של הרכישות לרווחים אינם ודאיים.
- שמירה על היקף חוב נטו סולו של כ-1.1 מיליארד דולר.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2019A	2020E	2021E
חוב/EBITDA	3.3x	5.0x-4.0x	4.3x-3.3x
חוב/FFO	21.8%	18%-14%	20%-15%
הוצאות מימון/EBITDA	5.7x	5.0x-4.5x	5.6x-5.2x

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

תיאור החברה

החברה לישראל נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב ומחזיקה כ-46% ממניות חברת איי.סי.אל גרופ בע"מ ("איי.סי.אל גרופ", ilAA/Stable) וכ-33% במניות בבתי זיקוק לנפט בע"מ ("בז"ן", ilA-/Negative). הדוחות הכספיים של 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-29 ביוני, 2020.

בז"ן היא החברה הגדולה בישראל בתחום הזיקוק והפטרוכימיה. לפרטים נוספים על דירוג בז"ן, ראו דוח דירוג מ-31 במרץ, 2020.

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 האשלג השישית בגודלה בעולם, 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. נציין כי בתחום הפוספט, מעמדה התחרותי של איי.סי.אל גרופ נמוך מזה של המתחרים. זאת משום שאיכות הסלע במכרות החברה בנגב נמוכה יחסית, עלויות הייצור של החברה גבוהות ביחס למתחרים וטרם אושר אתר חציבה אלטרנטיבי בעוד שהרזרבות באתר הנוכחי מתדלדלות.

תחזית ההכנסות של איי.סי.אל גרופ 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 בתוספים 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. אנו סבורים שהלחץ 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.

בענף האשלג קיים עודף קיבולת ייצור, 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.

גורם משמעותי המגביל את פרופיל הסיכון העסקי בחברה לישראל הוא התלות בהארכת הזיכיון של איי.סי.אל גרופ 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.

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 איי.סי.אל גרופ מייצור סחורות דשן 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 יחס ה-LTV עמד על כ-50% בהשוואה לכ-30% אשתקד. עלייה זו במינוף מיוחסת לירידה בשווי ההחזקות של החברה לישראל באיי.סי.אל גרופ ובבז"ן כתוצאה מהצפי לירידה בהכנסות איי.סי.אל גרופ ב-2020 ומהירידה בביקוש לחלק ממוצרי הזיקוק של בז"ן בשל צמצום היקף התחבורה והתעופה. אנו סבורים עם זאת שהגמישות הפיננסית של החברה לישראל נותרה הולמת וכי ביכולתה של החברה למחזר את החוב, כפי שעשתה בחודשים האחרונים.

בשנת 2019 עמד היחס המאוחד המתואם חוב ל-EBITDA של החברה לישראל על כ-3.3x, בדומה לכ-3.5x בשנת 2018. 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 אי.סי.אל גרופ תמשיך להיות החזקת ליבה של החברה לישראל, ולכן בתרחיש הבסיס שלנו נשענו על הנחותינו לגבי אי.סי.אל גרופ. דירקטוריון אי.סי.אל גרופ אישר את מדיניות הדיבידנדים החל משנת 2020, אשר עומדת על חלוקת עד 50% מהרווח הנקי המתואם.

בתרחיש הבסיס שלנו לאי.סי.אל גרופ אנו חוזים כי היחס המאוחד 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 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

	2019	2018	2017	2016	2015
Revenue	5,271.0	5,556.0	5,418.0	5,363.0	5,405.0
EBITDA	1,216.0	1,159.0	1,137.0	1,031.5	1,212.9
Funds from operations (FFO)	881.0	864.8	748.7	661.0	960.8
Interest expense	212.0	257.2	241.3	290.5	233.1
Cash interest paid	203.0	235.2	256.3	240.5	219.1
Cash flow from operations	870.0	643.8	732.7	1,104.0	598.8
Capital expenditure	557.0	550.0	434.0	610.0	598.0
Free operating cash flow (FOCF)	313.0	93.8	298.7	494.0	0.8
Dividends paid	149.0	249.0	124.0	87.0	478.0
Discretionary cash flow (DCF)	164.0	(155.2)	174.7	407.0	(477.2)
Cash and short-term investments	751.0	628.0	697.0	842.0	787.0
Gross available cash	751.0	628.0	697.0	842.0	787.0
Debt	4,050.5	3,998.9	5,051.5	5,297.2	5,350.3
Equity	3,883.0	3,610.0	2,637.0	2,261.0	2,722.0
Debt and equity	7,933.5	7,608.9	7,688.5	7,558.2	8,072.3

	2019	2018	2017	2016	2015
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	(5.1)	2.5	1.0	(0.8)	(11.6)
EBITDA margin (%)	23.1	20.9	21.0	19.2	22.4
Return on capital (%)	10.1	9.5	9.5	8.4	10.1
EBITDA interest coverage (x)	5.7	4.5	4.7	3.6	5.2
FFO cash interest coverage (x)	5.3	4.7	3.9	3.7	5.4
Debt/EBITDA (x)	3.3	3.5	4.4	5.1	4.4
FFO/debt (%)	21.8	21.6	14.8	12.5	18.0
Cash flow from operations/debt (%)	21.5	16.1	14.5	20.8	11.2
FOCF/debt (%)	7.7	2.3	5.9	9.3	0.0
DCF/debt (%)	4.0	(3.9)	3.5	7.7	(8.9)
Debt/debt and equity (%)	51.1	52.6	65.7	70.1	66.3

נזילות

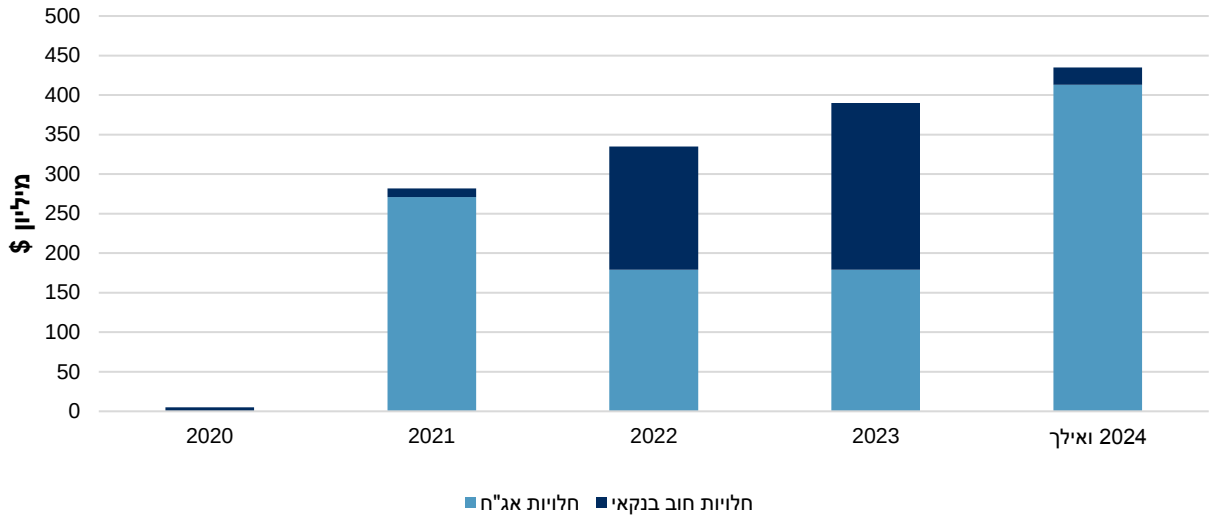
אנו בוחנים את פרופיל הנזילות של החברה על בסיס סולו. אנו מעריכים את נזילות החברה כהולמת, בהתאם לצפי שלנו שיחס המקורות לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2020. הערכת הנזילות מבוססת על יתרת המזומנים בקופת החברה לישראל, על דיבידנדים הצפויים מאיי.סי.אל גרופ ועל הלוואות חדשות והנפקות אג"ח מהרבעון השני של 2020 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, בהיקף חזוי של כ-35 מיליון דולר (עבור המחצית השנייה של 2020 והרבעון הראשון של 2021).

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה על בסיס סולו ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2020:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של 510 מיליון דולר. • הנפקות אג"ח בהיקף כולל של כ-83 מיליון דולר ברבעון השני של 2020. • דיבידנדים בהיקף של כ-13 מיליון דולר שהתקבלו ברבעון השני של 2020.	• חלויות חוב זמן ארוך בהיקף של כ-230 מיליון דולר, מתוכן נפרעו 53 מיליון ברבעון השני של 2020. • הוצאות ריבית, הנהלה וכלליות בהיקף של כ-100 מיליון דולר.

חלויות חוב

תרשים 1: חלויות חוב החברה לישראל בע"מ



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

ב-31 במאי, 2020, החברה פרעה תשלום אג"ח של 53 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 בסדרה 14) ועל יחס הון למאזן שלא יפחת מ- 20% (25% בסדרה 14)

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, בשל פעילותה עם משאב טבע ייחודי באזור המאופיין במחסור במים ובמתחים גיאו-פוליטיים 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. אי.סי.אל גרופ גם שואבת מים מהאגן הצפוני של ים המלח ומעבירה אותם לבריכות בחלקו הדרומי. כתוצאה מכך ירד מפלס המים באגן הצפוני של ים המלח לאורך השנים, ובשנים האחרונות הוא יורד בקצב ממוצע של כ-110 סנטימטרים בשנה, מה שמוביל להיווצרות בולענים.

נציין כי חלקה של אי.סי.אל גרופ 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 אי.סי.אל גרופ לצמצם את השימוש במינרלים בים המלח, דבר שעשוי לפגוע בפעילותה.

בנוסף, אי.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 אי.סי.אל גרופ, שנדרשה לשאת בהוצאות ארוכות הטווח הקשורות בתכניות השיקום. הוצאות מסוג זה קשות לחיזוי אך עשויות להשפיע על התוצאות והיחסים הפיננסיים של אי.סי.אל גרופ.

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 7, 10, 11, 12, 13,14) 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: 2024
- 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 הכל הפחתה של כ-70%).

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי בעת פירוק (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-670 מיליון $
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-635 מיליון $
- סך חוב מובטח: כ-253 מיליון $
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-385 מיליון $
- סך חוב לא מובטח: כ-735 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 2019:

- הפחתת רזרבת מזומנים של כ-750 מיליון דולר מהחוב.
- התאמות פנסיה לחוב הפיננסי ובהתאמה גם ל-EBITDA ולהוצאות המימון.
- הוספת הוצאות ריבית שהוונו בסך 19 מיליון דולר להוצאות מימון.

Table 2.

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

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	3,857	1,550	1,183	746	181	1,216	1,067	576
S&P Global Ratings adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(132)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(184)	--	--
Reported lease liabilities	349	--	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	440	--	9	9	12	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(751)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	19	(19)	(19)	(19)
Share-based compensation expense	--	--	12	--	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	19	--	--	--	--	--
Asset-retirement obligations	156	--	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	40	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(178)	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	2,333	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	--	(12)	(12)	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	5	5	--	--	--	--
Total adjustments	**194**	**2,333**	**33**	**42**	**31**	**(335)**	**(197)**	**(19)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	4,051	3,883	1,216	788	212	881	870	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 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 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-12 ביולי, 2020)	
החברה לישראל בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה 10,11,12,13,7	ilA
סדרה 14	ilA
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
נובמבר 22, 2016	ilA\Stable
ינואר 25, 2016	ilA+\Negative
ספטמבר 21, 2009	ilA+\Stable
פברואר 11, 2009	ilAA-\Negative
נובמבר 30, 2008	ilAA\Watch Neg
ינואר 01, 2007	ilAA\Stable
יולי 12, 2006	ilAA
יולי 03, 2005	ilAA\Negative
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	14:15 12/07/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14:15 12/07/2020
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.