Maalot
S&P Global Ratings

אייי.סי.אל גרופ בע"מ

.....

5 ביולי 2022

אנליסט אשראי ראשי:

Nikolaos Boumpoulis, לונדון, 44-20-7176-0771, Nikolaos.boumpoulis@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

סיון מסילתי, 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג.....6
התרחיש השלילי 6
התרחיש החיובי 6
תרחיש הבסיס 6
הנחות עיקריות 6
יחסים עיקריים 7
תחזיות תרחיש הבסיס 7
תיאור החברה.....8
ניתוח השוואתי.....9
הפרופיל העסקי.....11
הפרופיל הפיננסי 12
נזילות 14
חלויות חוב 14
ניתוח התניות.....14
התאמות לדירוג.....14
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 15
אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי.....15
השפעת הקבוצה 15
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות.....16
הרכב ההון 16
מסקנות אנליטיות 16

התאמות לדיווח הכספי 16
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....17
רשימת דירוגים 18

איי.סי.אל גרופ בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• אחת היצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. • יתרונות תחרותיים הנובעים מהפעילות בים המלח המקנה גישה לחומרי גלם איכותיים וייחודיים, יתרונות לוגיסטיים, קרבה לנמלים ועלויות נמוכות יותר בהשוואה למתחרים בייצור האשלג והברום. • מדיניות פיננסית זהירה ונזילות הולמת. • מינוף נמוך הודות למחירי דשנים גבוהים בשיא מחזור העסקים, מעוגנים בביקוש איתן ובהיצע מוגבל.	• מחזוריות ותחרותיות גבוהות המאפיינות את שוק הדשנים. • חשיפה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בנוגע להארכת הזיכיון בים המלח שיפוג ב-2030. • הוצאות הוניות (capex) גבוהות ומחייבות בים המלח. • חשיפה מסוימת של תחום הברום למחזוריות בשוקי קצה כגון נפט וגז, רכב ובנייה.

אנו צופים כי המינוף של איי.סי.אל גרופ בע"מ ("איי.סי.אל גרופ" או "החברה") ירד בחדות ב-2022, בזכות צמיחה חזקה ב-EBITDA הודות למחירי הדשנים הגבוהים. אנו צופים כי היחס המתואם חוב ל-EBITDA יהיה 1.3x בממוצע בשנים 2022-2024, בעיקר בהתבסס על הערכתנו ל-EBITDA גבוה ב-2022. בפרט, אנו צופים שה-EBITDA של ICL תצמח ל-3.3-3.4 מיליארד דולר ב-2022, מ-1.7 מיליארד דולר ב-2021. אף שאיננו צופים שמחירי הדשנים יישארו ברמות הגבוהות הללו לאורך זמן, אנו צופים כי ה-EBITDA המתואם ב-2023 ו-2024 יהיה גבוה בהרבה מאשר ב-2020. עם זאת, אנו צופים שהחברה תשתמש ברוב המזומנים שהכניסה ב-2022 למימון השקעות הוניות ולחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות, לאור מדיניותה לחלק 50% מהרווח הנקי המתואם כדיבידנדים. אנו צופים גם גידול בהון חוזר של כ-0.6 מיליארד דולר בשנת 2022, היות שהעלייה בעלויות חומרי הגלם מגדילה את עלות המלאי ושוחקת את יכולת החקלאים לכסות את עלויות הדשנים הגבוהות, ולכן מגדילה את שיעור ההון ביתרת לקוחות. כתוצאה מכך, אנו צופים תזרים מזומנים תפעולי חופשי (FOCF) של כ-1.3 מיליארד דולר ותזרים מזומנים פנוי (DCF) של כ-0.2 מיליארד דולר בשנת 2022, מה שמוביל להפחתה מתונה בלבד בחוב נטו.

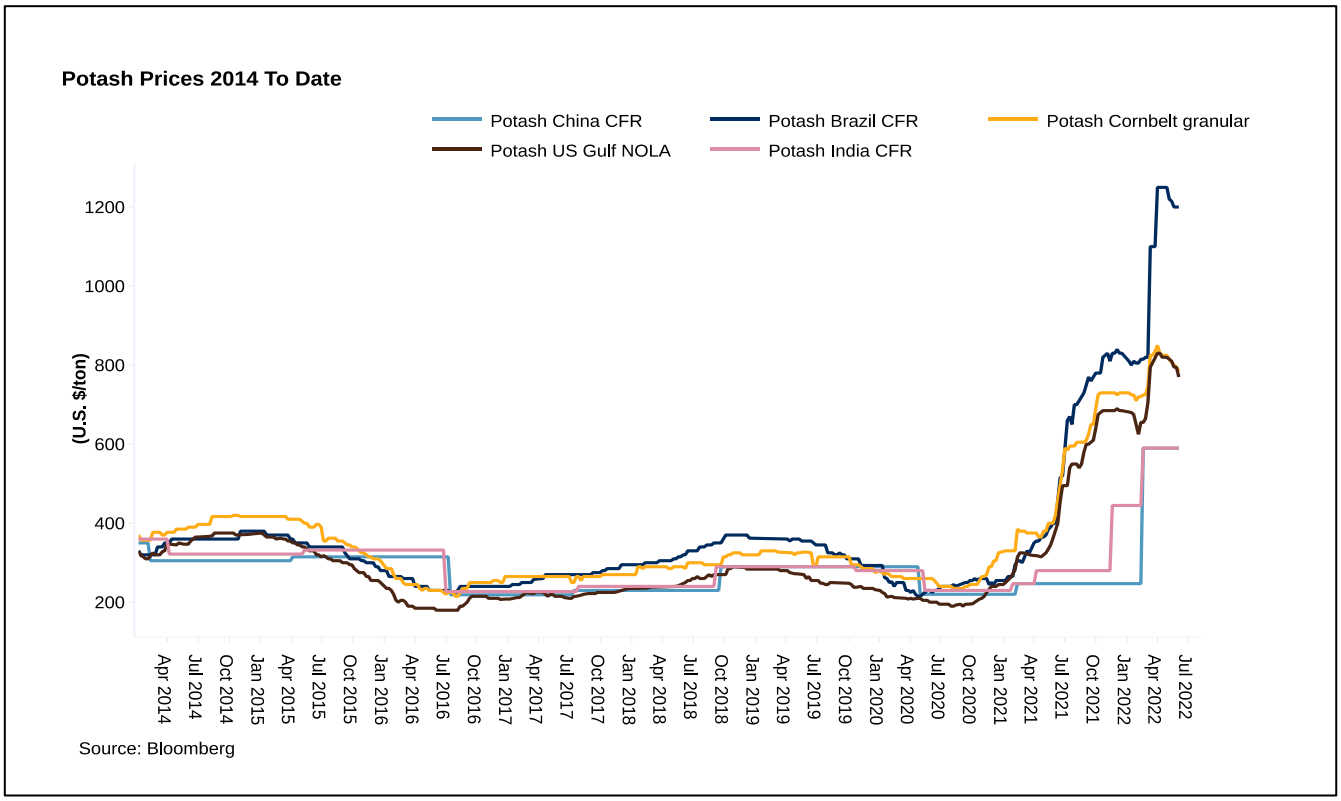
למרות התחזית החיובית לטווח הקרוב, אנו סבורים שהמחירים הנוכחיים אינם בני קיימא, מה שמקטין את הסבירות להעלאת דירוג. הצמיחה החזקה הצפויה ב-EBITDA מביאה בחשבון את מחירי האשלג והפוספט הגבוהים, שאנו סבורים שמשקפים את הגאות במחזור העסקים. להבנתנו, אין בכוונת איי.סי.אל גרופ להשתמש במזומן כדי להחזיר חוב - מלבד לפי לוח הסילוקין - מה שיכול לסייע בשמירה על היחסים הפיננסיים לאחר שיא

המחזור. כתוצאה מכך, הירידה החזויה במינוף תנבע בעיקר מרווחיות חזקה, שאנו סבורים שהיא זמנית. בניתוח שלנו אנו משלבים את האפשרות שהתנודתיות במגזר דשני האשלג והפוספט תשפיע על הרווחים העתידיים, ומביאים בחשבון מרווח משמעותי. אנו מעריכים שאם ב-2023 מחירי האשלג והפוספט יהיו נמוכים ב-50 דולר לטון מטרי מציפיותינו, ושאר התנאים יישארו שווים, היחס המתואם חוב ל-EBITDA יעלה בכ-0.2x. לפיכך אנו סבורים שהיחסים הפיננסיים החזויים תומכים בדירוג במרווח משמעותי.

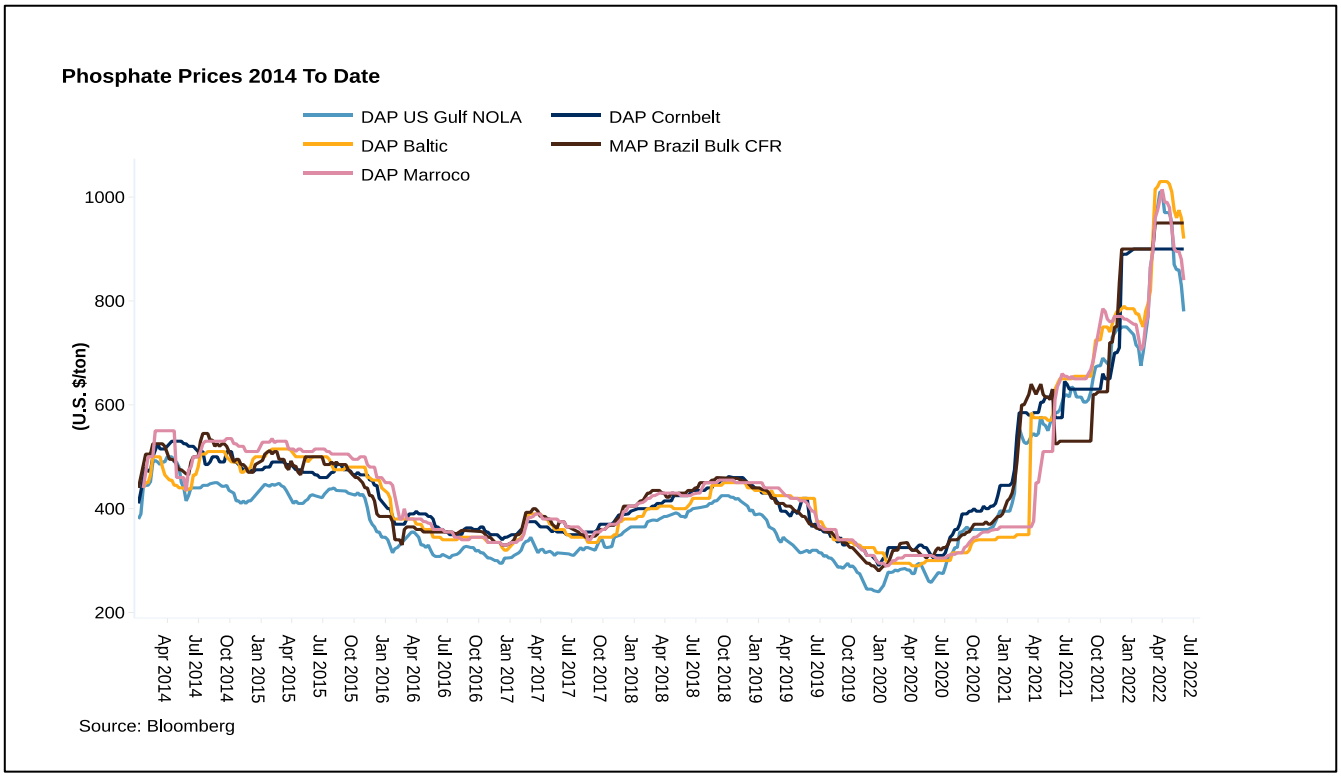
הביקוש החזק בשוק הדשנים צפוי להמשיך להתקיים ב-2022 ואל תוך 2023. מחירי הדשנים עלו משמעותית ב-2021, והמשיכו לעלות מתחילת 2022, בזכות המחירים הגבוהים של חומרי הגלם ושל סחורות חקלאיות. מחירי היבול הגבוהים הללו משקפים יסודות כלכליים בריאים - בפרט, ביקוש איתן בעולם למזון והצורך לחדש את מלאי יבולי הדגנים לאחר עונת 2021-2022. אנו צופים גם שהגברת המימון הממשלתי לדשנים בשוקי מפתח כגון הודו תתמוך בביקוש בטווח הקרוב. בה בעת, התנודתיות במחירי השוק החריפה בעקבות הסכסוך בין רוסיה לאוקראינה, שכן הסנקציות והגבלות הייצוא גרמו לשיבושים שהובילו למחסור מבני בהיצע. בפברואר 2022 איבדו יצרני בלארוס את הגישה למסופי היצוא בליטא ובאוקראינה שהיו אחראים לכ-90% מהיקפי הייצוא שלהם. אף שאין סנקציות המכוונות ספציפית לסחר באשלג ובפוספטים מרוסיה, הגבלות על תשלומים הקשו על העסקאות, וחלק מחברות הספנות השעו קווים לרוסיה וממנה. רוסיה ובלארוס מהוות יחד כ-40% מיצוא דשני האשלג. סין ורוסיה ביחד מהוות יותר מ-40% מהמסחר העולמי בפוספטים. סין גם הטילה הגבלות על יצוא דשנים עד יוני 2022 לפחות, כדי להבטיח זמינות מקומית. אנו צופים היחלשות במחירי הדשנים לאחר 2022. מחירי הדשנים נמצאים כעת ברמות הפחות אטרקטיביות מאז 2008-2009, מה שעלול לגרום להרס הביקוש. הדבר נכון במיוחד לדשני אשלג ופוספט, שהביקוש להם גמיש יותר מזה של דשני חנקן. שלא כמו אשלג ופוספט, בדשני חנקן יש להשתמש מדי שנה כדי למנוע פגיעה ביבול. בנוסף, התמיכה הנובעת מההיצע המוגבל עלולה להתהפך אם יוסרו מגבלות היצוא או הסנקציות, או כתוצאה מעלייה של יכולת הייצור של יצרניות באזורים אחרים. לדוגמה, בתגובה למחירי האשלג הגבוהים, יצרנים מערביים כמו Nutrien, Mosaic ו-K+S הכריזו על הגדלת כושר הייצור, שחלקן עשויות להיכנס לשוק כבר ב-2023.

הדליפה האחרונה במדבר הנגב בישראל מאששת את דעתנו לגבי הסיכונים המוגברים הקשורים לגורמים סביבתיים וחברתיים. ב-5 ביוני 2022 הודיעה רשות הטבע והגנים כי נראה שדליפה מאחת מתעלות האספקה של איי.סי.אל גרופ לנחל צאלים גרמה נזק למערכת האקולוגית שמסביב. גורמים סביבתיים, כולל סיכונים למשאבי טבע, מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של איי.סי.אל גרופ. להבנתנו, ההשפעה על ייצור האשלג אינה מהותית. ההשפעה הכספית אינה ברורה בשלב זה ועשויה לכלול קנסות. עם זאת, לדעתנו, ההשפעה החברתית וההשפעה על המוניטין הן משמעותיות, כיוון שאירועים כאלה עשויים להוביל להתמקדות וביקורת ציבורית רבה יותר של ההשפעות הסביבתיות, כולל זיהום הקרקע, וההשפעה על המגוון הביולוגי והבריאות.

תרשים 1: מחירי אשלג מ-2014



תרשים 2: מחירי פוספט מ-2014



תחזית הדירוג

התחזית היציבה מצביעה על כך שרווחי החברה צפויים להשתפר ב-2022. מתחילת השנה דיווחה החברה על ביצועים בשיא מחזור העסקים, ומאזן ההיצע והביקוש לדשני אשלג ופוספט נותר הדוק, מה שיותר ממקזז את השפעת העלייה בעלויות חומרי הגלם על הרווחיות והמרווחים. בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים שהיחס המתואם חוב ל-EBITDA ישתפר לכ-1x ב-2022, כמשקף את שיא מחזור העסקים. אנו סבורים שזוהי עלייה בריאה, שכן אנו סבורים שיחס מינוף מתואם של 3.0x-4.0x במהלך מחזור העסקים תואם לדירוג.

אנו צופים שאייסיאל גרופ תייצר EBITDA מתואם של 3.3-3.4 מיליארד דולר ב-2022, בתמיכת מעמדה האיתן בתחום הדשנים ועלויות ייצור נמוכות בישראל.

התרחיש השלילי

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

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

התרחיש החיובי

נשקול העלאת דירוג אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, שיתבטא ביחס מתואם חוב ל-EBITDA נמוך מ-2.5x לאורך זמן. העלאת דירוג עשויה להיות תלויה גם בהערכת איכות האשראי של החברה לישראל בע"מ (ilA/Stable), בעלת המניות העיקרית (44.1%) של אייסיאל גרופ.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- הכנסותיה של אייסיאל. גרופ יצמחו ל-10.0-10.2 מיליארד דולר ב-2022 ויצטמצמו ל-8.1-8.5 מיליארד דולר ב-2023. העלייה במחירי דשני פוספט ואשלג ברבעון הראשון של 2022 ימשיכו לתמוך במכירותיה של אייסיאל. גרופ ב-2022. בממוצע, צמיחת הביקוש לדשני הפוספט והאשלג צפויה לפחות בטווח הבינוני, מכיוון שמחירי הדשנים הגבוהים מאוד הופכים אותם לפחות משתלמים עבור החקלאים.
- שיפור בשיעור ה-EBITDA המתואם ל-30%-35% ב-2022 מ-24.2% ב-2021. ברבעון הראשון של 2022 עמד ה-EBITDA המדווח של אייסיאל גרופ על שיא של 1.0 מיליארד דולר ושיעור ה-EBITDA על 39.7%, לעומת 302 מיליון דולר וכ-20.0%, בהתאמה, בשנה שעברה.

- הוצאות הוניות של כ-650-660 מיליון דולר ב-2022 ושל כמעט 600 מיליון דולר ב-2023, כולל הוצאות לשמירה על הקיים ומימון מנועי צמיחה.
- גידול בהון חוזר של כ-580-600 מיליון דולר ב-2022, המשקף עלויות תשומות גבוהות וגידול ביתרת לקוחות.
- היעדר עסקאות מהותיות עד סוף 2022, אף שאייי.סי.אל גרופ שומרת על מרווח מספיק לרכישות.
- חלוקת דיבידנד שנתית של 50% מהרווח הנקי המתואם, לפי מדיניות הדיבידנדים של החברה. הדיבידנדים מחולקים רבעונית, מה שמאפשר גמישות מסוימת בחלוקה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2020A	2021A	2022E	2023F	2024F
הכנסות (מיליון $)	5,043	6,955	10,200-10,000	8,500-8,100	8,000-7,600
EBITDA (מיליון $)	964	1,686	3,500-3,300	2,550-2,350	2,000-1,700
שיעור EBITDA	19.1%	24.2%	34.0%-32.0%	30.0%-29.0%	24.0%-23.0%
הוצאות הוניות (מיליון $)	602	593	660-650	610-600	כ-600
FOCF (מיליון $)	185	454	1,400-1,300	950-850	כ-500
חוב/EBITDA	3.3x	1.8x	1.0x-0.9x	1.4x-1.3x	1.8x-1.7x

A-בפועל. E-צפוי. F-חזוי

תחזיות תרחיש הבסיס

צמיחה של כ-10% ברווח הגולמי בשנת 2022

אנו צופים גידול של כ-45% בהכנסות בשנת 2022, עקב תנאי שוק הדוקים. אנו צופים שמחירי דשני האשלג והפוספט יישארו גבוהים בשנת 2022, בהתחשב בביקוש האיתן ובשיבושים בהיצע העולמי. אנו מביאים בחשבון גם את הביצועים החזקים של החברה מתחילת השנה. הכנסות הרבעון הראשון של 2022 היו 2.5 מיליארד דולר, עלייה של 67% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, שנבעה מביצועים איתנים בכל תחומי העסקים של החברה כתוצאה מתנאי שוק משופרים. אנו צופים שמחירי הדשנים יישארו גבוהים ב-2022, בגלל צמצום אספקה בעקבות סנקציות על בלארוס, שיבושי סחר ברוסיה והגבלות יצוא בסין, ועלויות גבוהות של אמוניה וגופרית, תשומות בייצור דשני פוספט. לאור מחירי הדגנים הגבוהים, מלאים נמוכים יחסית והגדלת מימון המדינה לדשנים, אנו צופים שהביקוש יישאר תומך ב-2022.

העלייה במחירי הדשנים תומכת בשיפור ברווחיותה של איי.סי.אל גרופ ב-2022. אנו צופים ששיעור ה-EBITDA המתואם של החברה יהיה 32%-34% ב-2022, וישקף את הנחתנו שהרווחיות תיתמך במחירי שיא לדשני פוספט ולמחירים גבוהים לדשני אשלג. עם זאת, אנו צופים שהרווחיות תיחלש במחצית השנייה של 2022, בהשוואה לשיעור EBITDA מתואם של כ-40% ברבעון הראשון של 2022.

אנו צופים EBITDA נמוך יותר ב-2023 וב-2024. לדעתנו, דשנים פחות משתלמים לחקלאים, מה שעלול להוביל להרס הביקוש. בגלל חוסר הכדאיות, החקלאים עשויים להעדיף שימוש בדשני חנקן הדרושים לשמירה על היבול, ובכך להפחית את הביקוש לדשני אשלג ופוספט. בנוסף, חידוש יצוא הדשנים מסין עשוי להוריד עוד יותר את המחירים, במיוחד עבור דשני פוספט.

תיאור החברה

איי.סי.אל גרופ מייצרת ומשווקת דשנים וכימיקלים מיוחדים. פעילותה של איי.סי.אל גרופ בנויה סביב שלוש שרשראות ערך של מינרלים: ברום, אשלג ופוספט. מינרלים אלו הם חומרי הגלם העיקריים עבור רוב מוצרי ההמשך בתיק החברה.

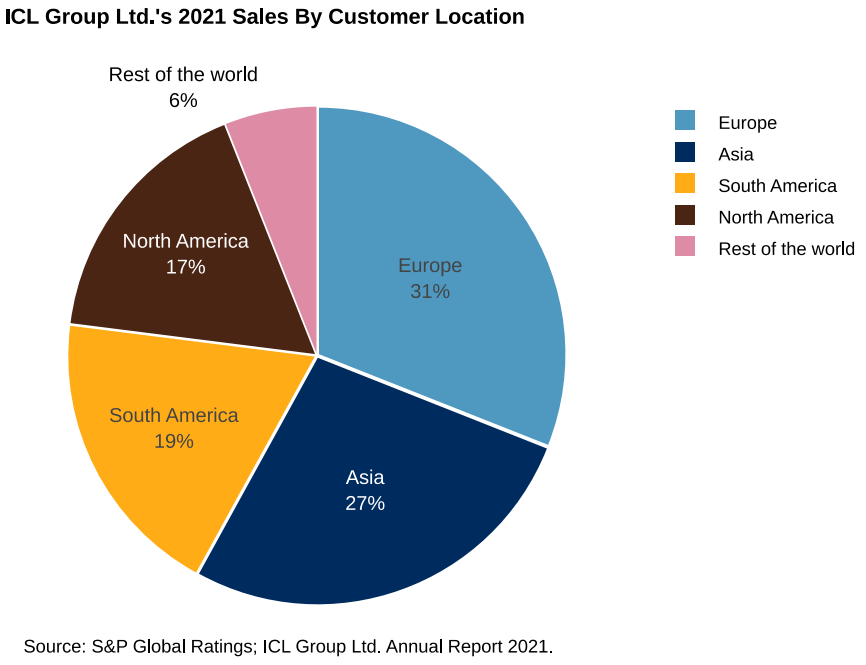
החברה מפיקה אשלג, ברום, מגנזיום ונתרן כלורי מים המלח, וסלע פוספט הנכרה בנגב. לחברה גם מכרות פוליהליט באנגליה, מכרות אשלג בספרד ומכרות פוספט בסין. לאיי.סי.אל גרופ ארבעה מגזרי דיווח:

- **מוצרי תעשייה -** באמצעות חטיבה מרכזית זו, מייצרת החברה ברום טהור למגוון רחב של יישומים כגון מעכבי בעירה, מוצרי מגנזיה ומלח ופתרונות לאחסון אנרגיה. מפעלי החברה בים המלח מבוססים על מאגרי הברום הגדולים בעולם עם ריכוז הברום הגבוה ביותר. החברה ושתי מתחרותיה המרכזיות, Albemarle ו-Lanxess, אחראיות לרוב ייצור הברום העולמי ב-2021. חסמי הכניסה לשוק זה הם גבוהים, בשל הצורך בגישה למאגרי ברום כדאיים לניצול והדרישות הלוגיסטיות המחמירות (שינוע ברום מצריך שימוש במיכלים מיוחדים). איי.סי.אל. גרופ משתמשת בכ-80% מהברום הטהור שהיא מייצרת לצרכיה העצמיים בייצור תרכובות ברום שרווחיותן גבוהה יותר.
- **אשלג -** בסגמנט זה, איי.סי.אל. גרופ מייצרת ומשווקת דשנים ומלחים מבוססי אשלג המופק מים המלח בתהליך אידוי יעיל במיוחד וממכרה תת-קרקעי קונבנציונלי בספרד. אף על פי שהיקף ייצור האשלג של החברה נמוך משל מתחרותיה העיקריות כגון Nutrien ו-Mosaic, היא נהנית מעלויות ייצור נמוכות הודות לשיטת האידוי באתר בים המלח ומיתרון לוגיסטי בשל קרבתה הפיזית ללקוחות.
- **פתרונות פוספט -** באמצעות חטיבה זו מפעילה החברה ארבעה מכרות פתוחים, שלושה מתוכם נמצאים בנגב והרביעי בסין. חטיבה זו משתמשת בפוספט כחומר גלם לפיתוח מוצרי פוספט ייחודיים עם ערך מוסף גבוה יותר, תחום שבו נתח השוק הגלובלי של איי.סי.אל גרופ הוא 24%.
- **פתרונות מתקדמים לחקלאות -** באמצעות חטיבה זו, החברה מספקת מוצרי דישון ייחודיים המבוססים על חנקן, אשלג ופוספט, כולל מוצרים מסיסים, נוזליים ומוצרים בשחרור מבוקר. חטיבה זו היא גם זרוע החדשנות של החברה

ואחראית למחקר ופיתוח ולחדשנות דיגיטלית. מגזר זה הורחב ב-2021 על ידי רכישת פעילות הנוטריינטים של Compass Minerals בברזיל ובדרום אמריקה, ו-Fertilaqua, חברת נוטריינטים מובילה בברזיל. איי.סי.אל גרופ איחדה את עסקי החקלאות המיוחדים שלה תחת חטיבה זו. כתוצאה מכך, ב-2022 העבירה החברה את מכרה בולבי באנגליה, המייצר דשן חדשני המבוסס על פוליהליט (אותו היא משווקת תחת השם המסחרי פוליסולפט), מחטיבת האשלג לחטיבת הפתרונות המתקדמים לחקלאות.

איי.סי.אל. גרופ היא יצרנית האשלג השביעית בגודלה בעולם מבחינת תפוקה מקסימלית, והיצרנית הגדולה ביותר בעולם של ברום, חומצה זרחתית מזוקקת ועוד. לחברה פיזור גיאוגרפי נרחב: כ-31% מהכנסותיה ב-2021 נבעו מאירופה, 27% מאסיה, 17% מצפון אמריקה, 19% מדרום אמריקה, והיתרה משאר העולם.

תרשים 3: מכירות איי.סי.אל גרופ לשנת 2021 לפי מיקום הלקוח



Source: S&P Global Ratings; ICL Group Ltd. Annual Report 2021.

ניתוח השוואתי

אנו משווים את החברה לחברות הפועלות בענף הדשנים המבוססים על אשלג ופוספט, כגון Mosaic Co., Nutrien Ltd., OCP S.A. ו-K+S AG. אנו סבורים שהענף שבו פועלת החברה הוא מחזורי, עם תנודות עונתיות ברווחים.

- באופן היסטורי, שיעור ה-EBITDA המתואם של איי.סי.אל גרופ דומה לזה של Nutrien ו-Mosaic, הנהנות ממעמד מוביל בשוק ובעלויות.
- בהשוואה ל-K+S, איי.סי.אל גרופ מציגה שיעורי EBITDA גבוהים יותר, המשקפים את היתרון הגדול בעלויות הייצור שמעניקה לה הגישה לחומר גלם באיכות גבוהה בים המלח, למרות העלויות הגבוהות בספרד. לשם השוואה, הרווחיות של K+S הייתה נמוכה מזו של יצרני האשלג הגדולים, בעיקר בשל העלויות הגבוהות במכרותיה בגרמניה, אך היא עלתה מאד ב-2021 ובתחילת 2022 עקב מחירי השיא של האשלג שקיזזו את העלייה בעלויות האנרגיה והלוגיסטיקה ואף יותר מכך.

תרשים 4: שיעור ה-EBITDA של איי.סי.אל גרופ וקבוצת ההשוואה

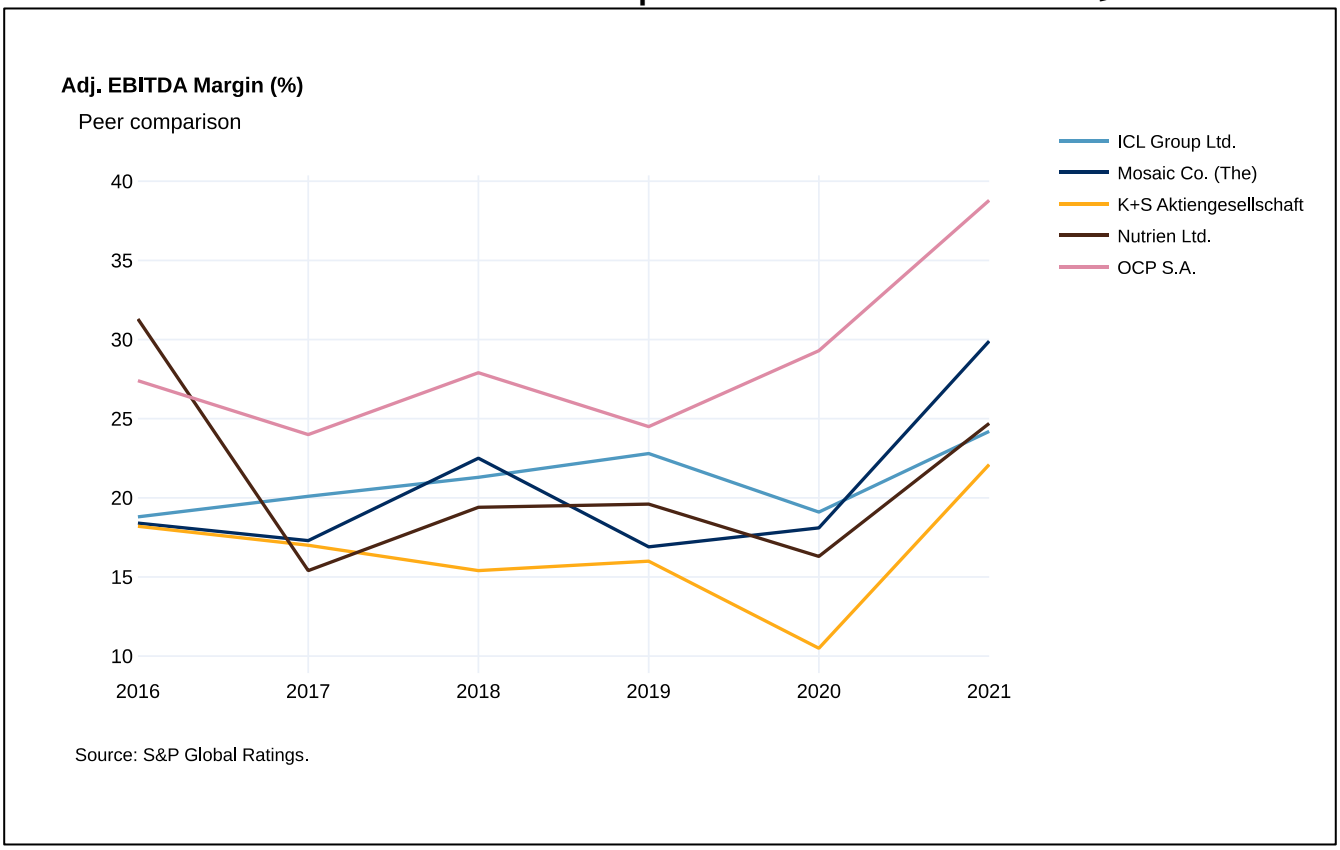


Table 1.

ICL Group Ltd. -- Peer Comparison (Mil. $) – Fiscal year ended Dec. 31, 2021

	ICL Group Ltd.	Mosaic Co. (The)	K+S AG	Nutrien Ltd.	OCP S.A.
Revenue	6,955	12,357	3,654	27,523	9,114
Revenue	1,686	3,693	807	6,797	3,536
EBITDA	1,386	3,258	504	5,900	2,923
Funds from operations (FFO)	134	292	111	472	328
Interest	107	227	164	462	434
Cash interest paid	1,047	2,229	438	3,879	3,055
Operating cash flow (OCF)	593	1,259	394	1,754	1,420

	ICL Group Ltd.	Mosaic Co. (The)	K+S AG	Nutrien Ltd.	OCP S.A.
Capital expenditure	454	970	44	2,125	1,635
Free operating cash flow (FOCF)	178	424	44	45	1,046
Discretionary cash flow (DCF)	564	770	687	499	1,139
Cash and short-term investments	534	770	687	499	1,139
Gross available cash	3,114	4,560	1,875	9,860	5,967
Debt	4,736	10,749	6,025	23,430	9,066
Equity	6,955	12,357	3,654	27,523	9,114
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	24.2	29.9	22.1	24.7	38.8
Return on capital (%)	15.9	18.6	6.3	14.3	19.0
EBITDA interest coverage (x)	12.6	12.7	7.3	14.4	10.8
FFO cash interest coverage (x)	14.0	15.3	4.1	13.8	7.7
Debt/EBITDA (x)	1.8	1.2	2.3	1.5	1.7
FFO/debt (%)	44.5	71.4	26.9	59.8	49.0
OCF/debt (%)	33.6	48.9	23.3	39.3	51.2
FOCF/debt (%)	14.6	21.3	2.3	21.6	27.4
DCF/debt (%)	5.7	9.3	2.3	0.5	17.5

הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי של החברה משקפת את היותה יצרנית האשלג השביעית בגודלה בעולם והיצרנית הגדולה בעולם של ברום. שני שווקים אלה ריכוזיים ונהנים מחסמי כניסה גבוהים. בנוסף למחסור במרבצים כדאיים מבחינה כלכלית עם ריכוז מינרלים גבוה, שחקנים חדשים ייאלצו לספוג עלויות הקמה ניכרות, ופיתוח מכרה אשלג חדש מצריך זמן רב. בנוסף לכך, בתעשיית הברום קיימות דרישות רגולטוריות מחמירות, המצריכות מערכות לוגיסטיות יקרות ומורכבות. חסמי הכניסה הגבוהים מובילים ליציבות רבה יותר בהיקפי המכירות ומאפשרים לאייסיאל גרופ להגן על נתח השוק שלה.

פרופיל העלויות הנוח של אייסיאל גרופ תומך ברווחיותה. החברה נהנית מגישה למשאבים איכותיים וחסכוניים המבוססים על זיכיון של מדינת ישראל להפקת מינרלים מים המלח עד 2030. כתוצאה מכך, עלויות ההפקה נמוכות בהשוואה לכריית אשלג תת-קרקעית או למקומות שבהם מופק ברום ממשאבים פחות מרוכזים (ככל שהריכוז נמוך יותר, כך קשה ויקר להפיק את המינרל). אלה מתבטאות ברווחיות גבוה יותר וברווחים ותזרימי מוזמנים איתנים יותר לאורך מחזור העסקים. ישנן יתרונות נוספים הקשורים ישירות לפעילות ים המלח, כמו האקלים החם והיבש, המאפשר לאייסיאל גרופ לאגור כמויות גדולות של אשלג בחוץ בעלות נמוכה ולנצל את תהליך הפקת האידוי הסולרי הצורך פחות אנרגיה. בנוסף, המיקום האסטרטגי של נכסי החברה בים המלח מבטיח קרבה לשווקים מרכזיים כמו סין, הודו וברזיל, מה שמפחית את עלויות השילוח ומאפשר לחברה למלא

הזמנות בזמן קצר. אלה מחזקים את כוח המיקוח של החברה. בהתחשב בכך ש-80% מהאשלג המיוצר מיוצא, לעלות ההובלה השפעה רבה על מחירי האשלג.

המעבר המתמשך של החברה מייצור דשנים גנריים לייצור מוצרים משלימים עם ערך מוסף הוא צעד אסטרטגי חשוב שיסייע גם לייצוב הרווחים לאורך המחזור.

הערכת איכות האשראי של איי.סי.אל גרופ מושפעת לחיוב מפיזור מכירות גיאוגרפי רחב, אשר, להערכתנו, מצמצם את חשיפת החברה לשינויים בביקוש בשל גורמים אזוריים, כגון מזג אויר קיצוני. הפרופיל הגיאוגרפי המאוזן חושף את איי.סי.אל גרופ גם לזמני נטיעות שונים, המחליקים את השפעות העונתיות על הרווחים. רכישתן ב-2021 של שתי חברות המייצרות דשנים ונוטריינטים מיוחדים (Compass Minerals ו-Fertilaqua) מחזקת את מעמדה העסקי של החברה בברזיל, אחד השווקים החקלאיים החשובים בעולם. להערכתנו, רכישות אלו מאפשרות לאיי.סי.אל גרופ להשיג חשיפה לשוק בצמיחה גבוהה, תוך איזון השפעות העונתיות על פעילותה. חטיבת מוצרי התעשייה של איי.סי.אל גרופ מספק גם גיוון חשוב בשוקי הקצה ובתזרימי המזומנים, בשל המתאם החלקי בלבד בין הביקוש החקלאי לתעשייתי.

הסיכון העסקי העיקרי של איי.סי.אל גרופ נובע מהתלות שלה בהארכת הזיכיון בים המלח בידי ממשלת ישראל ב-2030, וחשיפתה ללחצים פוליטיים ולשינויים רגולטוריים. אלה יוצרים אי ודאות בשאלה האם החברה תמשיך בפעילותה בצורתה הנוכחית לאחר שנת 2030. אין לעת עתה התפתחויות ברורות בנושא זה. מעמדה התחרותי של איי.סי.אל גרופ בתחום מוצרי הפוספט הגנריים נמוך בהשוואה למתחרים כגון OCP S.A, משום שאיכות סלע הפוספט במכרות החברה בנגב נמוכה יחסית, עלויות הייצור שלה גבוהות ואין לה עדיין אתר כרייה אלטרנטיבי. העתודות באתר הנוכחי הולכות ומצטמצמות, ונשארו כ-60 טון מטרי נכון לדצמבר 2021.

הערכת הפרופיל העסקי של איי.סי.אל גרופ מוגבלת גם בשל המחזוריות הגבוהה האופיינית לענף הדשנים. מחזוריות זו משקפת את השינויים התמידיים באיזון בין הביקוש וההיצע, הקשים לחיזוי בשל תלותם בציפיות לגבי מחירי הדשנים, בהיקף ותמהיל היבולים, בהכנסות החקלאים (שתלויות במחירי התבואה), במזג האוויר וברמות מלאי. היצע חדש מתווסף לשוק הודות להקמת מפעלים חדשים, והיכולת לייצר בעלויות נמוכות הולכת ומצטמצמת. החלטות פוליטיות משפיעות הן על הביקוש והן על ההיצע, באמצעות מכסות יצוא או מיסוי וסבסוד בשוקי ליבה שונים, בעיקר הודו וסין. לבסוף, הביקוש לאשלג ופוספט תנודתי יותר מזה של דשני חנקן, שכן חקלאים יכולים לדלג או לצמצם את השימוש בהם במשך עונה אחת או יותר, ללא השפעה מידית על התפוקה.

הפרופיל הפיננסי

הערכתנו את הפרופיל הפיננסי של איי.סי.אל גרופ משקפת את המחזוריות המאפיינת את ענף הדשנים, שהובילה היסטורית לתנודתיות ב-EBITDA המתואם של החברה כמו גם של מתחרותיה. אנו מביאים בחשבון גם את צורכי ההשקעה של החברה, הכוללים בעיקר הוצאות הוניות לשימור הקיים והתחייבויות להשקעות כלפי ממשלת ישראל כחלק מהזיכיון בים המלח (בין היתר פרויקט "קציר ים המלח").

הערכתנו מבוססת על המדיניות הפיננסית המאוזנת של איי.סי.אל גרופ ועל מחויבותה לדירוג הנוכחי. ההנהלה הוכיחה את נכונותה לשמור על מינוף סביר ב-2018, כאשר השתמשה בתמורה נטו של כ-900 מיליון דולר ממכירת חטיבת מוצרי האש כדי לפרוע חוב בהיקף של כ-800 מיליון דולר. ב-2016 שינתה איי.סי.אל גרופ את מדיניות הדיבידנד שלה לחלוקת כ-50%, במקום 70%, מהרווח הנקי המתואם, כדי לתמוך בהורדת מינוף.

בניתוח הפרופיל הפיננסי של איי.סי.אל גרופ אנו מתמקדים במדדים של חוב ל-EBITDA ו-FOCF לחוב. אף שהמינוף נמצא מתחת לסף ההולם את הדירוג, 3.5x-2.5x, אנו סבורים שזוהי תוצאה של שלב הגאות במחזור העסקים. על סמך על תחזית EBITDA של 3.3-3.5 מיליארד דולר, הוצאות הוניות של כ-640 מיליון דולר וצורכי הון חוזר גבוהים, אנו מעריכים שאיי.סי.אל גרופ תייצר ב-2022 תזרים מזומנים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) של 1.3-1.4 מיליארד דולר. המחזוריות בענף הדשנים היא מגבלה מבנית על פרופיל הסיכון הפיננסי של איי.סי.אל גרופ משום שהוא מוביל לתנודתיות ברווחים שלחברה אין עליה שליטה, וכן לתנודות עונתיות משמעותיות בהון החוזר. ניסיונה המוכח של איי.סי.אל גרופ בניווט עסקיה לאורך מחזור העסקים, יחד עם מדיניותה הפיננסית הזהירה, הם גורמים מאזנים משמעותיים.

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

	2021	2020	2019	2018	2017
Revenues	6,955	5,043	5,271	5,556	5,418
EBITDA	1,686	964	1,201	1,181	1,087
Funds from operations (FFO)	1,386	800	947	982	811
Interest expense	134	129	140	165	175
Cash interest paid	107	133	134	143	149
Operating cash flow (OCF)	1,047	787	976	632	860
Capital expenditure	593	602	557	550	434
Free operating cash flow (FOCF)	454	185	419	82	426
Discretionary cash flow (DCF)	178	67	146	(159)	189
Cash and short-term investments	564	314	191	213	173
Gross available cash	534	284	161	183	146
Debt	3,114	3,173	3,035	3,044	3,960
Common equity	4,736	4,088	4,061	3,915	2,930
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	24.2	19.1	22.8	21.3	20.1
Return on capital (%)	15.9	6.6	10.7	11.0	9.1
EBITDA interest coverage (x)	12.6	7.5	8.6	7.1	6.2
FFO cash interest coverage (x)	14.0	7.0	8.1	7.9	6.4
Debt/EBITDA (x)	1.8	3.3	2.5	2.6	3.6
FFO/debt (%)	44.5	25.2	31.2	32.3	20.5
OCF/debt (%)	33.6	24.8	32.2	20.8	21.7
FOCF/debt (%)	14.6	5.8	13.8	2.7	10.8
DCF/debt (%)	5.7	2.1	4.8	(5.2)	4.8

נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של איי.סי.אל גרופ כ'הולמת', על סמך ציפייתנו שהיחס בין מקורות הנזילות שלה לשימושים יעלה על 1.4x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2022. הערכתנו נתמכת גם בניהול נזילות זהיר, בהיקף מספק של מסגרות אשראי פנויות חתומות ובנגישות טובה למערכת הבנקאית ולשוק ההון הישראלי.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2022:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים זמינים ולא מוגבלים בהיקף של כ-532 מיליון דולר נכון ל-31 במרץ 2022. • מסגרות אשראי ארוכות טווח לא מנוצלות חתומות ליותר משנה של כ-1.0 מיליארד דולר. • FFO (funds from operations) תזרימי לא מתואם של כ-2.4-2.5 מיליארד דולר (תחזית שלנו).	• חלויות חוב זמן קצר בהיקף של כ-506 מיליון דולר. • הוצאות הוניות בהיקף של 660-680 מיליון דולר. • חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-1.1 מיליארד דולר. • צורכי הון חוזר (כולל תוך-שנתיים) של 530-540 מיליון דולר.

חלויות חוב

שנה	2022	2023	2024	2025	2026-2030	2030 ואילך
חלויות (מיליון $)	273	199	532	363	347	891

ניתוח התניות

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח נוח על התניותיה הפיננסיות. אלה כוללות:

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

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי

אינדיקטור ESG	E-3	S-3	G-2
גורם ESG	הון טבעי סיכוני התאמה לשינויי אקלים	הון חברתי	לא רלוונטי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי מספקים גילוי ושקיפות נוספים ברמת המנפיק ומשקפים את הערכתנו לגבי ההשפעה של גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי על ניתוח דירוג האשראי שלנו. אינדיקטורי ESG אינם בבחינת דירוג אשראי, דירוג קיימות או הערכת ESG. מידת ההשפעה של גורמים אלה מבוטאת בסולם של 1 עד 5, כאשר 1 = השפעה חיובית, 2 = היעדר השפעה, 3 = השפעה שלילית מתונה, 4 = השפעה שלילית, ו-5 = השפעה שלילית מאד. למידע נוסף ראו אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי – הגדרות ויישום, מ-13 באוקטובר 2021.

גורמים סביבתיים מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של איי.סי.אל גרופ, בשל ירידת מפלס המים באגן ים המלח. פעילותה של החברה בים המלח מהווה פחות מ-20% מהכנסותיה, וחלקה באחריות לירידת מפלס המים הוא כ-23%, והשאר נובע מהתאדות, משימוש גובר במי הירדן על ידי כל המדינות באזור ומירידה במשקעים. זיכיון הכרייה של איי.סי.אל גרופ בים המלח תקף עד 2030. מעת לעת מתקיימים דיונים עם ממשלת ישראל בנושאי איכות הסביבה. להבנתנו, עד היום הדיונים הללו לא היו קשורים לזיכיון 2030. בטווח הארוך אנו סבורים כי ירידת מפלס המים עשויה לאלץ את איי.סי.אל גרופ לצמצם את השימוש במינרלים מים המלח, דבר שעשוי לפגוע בפעילותה ובדירוג. גורמים חברתיים מהווים שיקול שלילי מתון, שכן פעילותה של החברה עלולה לפגוע בעקיפין ביסודות מבנים הממוקמים בסמוך לקו החוף, וכן בתשתיות אחרות בקו החוף. אף שפגיעה פוטנציאלית זו לא יצרה מתחים חברתיים או הובילה לתביעות מהותיות עד היום, החברה ממשיכה לתקשר עם הקהילות והעסקים המקומיים. יכולתה של איי.סי.אל גרופ לשמור על המשאב הטבעי והחברתי שלה היא גורם מרכזי בהמשכיות המודל העסקי שלה.

השפעת הקבוצה

איי.סי.אל גרופ נמצאת בשליטתה של החברה לישראל בע"מ (44.1%), שמניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. שאר מניותיה של החברה נמצאות בידי משקיעים מוסדיים והציבור, ונסחרות בבורסות בתל אביב ובניו יורק.

מניות השליטה באיי.סי.אל. גרופ הן ההחזקה המרכזית בתיק ההחזקות של החברה לישראל (כ-96% משווי התיק נכון ל-31 במרץ 2022). החברה לישראל היא גם בעלת המניות העיקרית של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן, ilA/Stable) (כ-4% משווי התיק של החברה לישראל). להבנתנו, החברה לישראל מכרה לאחרונה מניות איי.סי.אל גרופ בהיקף של כ-220 מיליון דולר כדי להקטין את החוב ברוטו שלה, והיא נמצאת בתהליך מכירת חלקה בבז"ן.

היות שהדיבידנדים שמחלקת בז"ן מוגבלים יחסית, הדיבידנדים מאיי.סי.אל גרופ הם מקור המזומנים העיקרי לשירות החוב של החברה לישראל. למרות זאת, אנו סבורים שאיכות האשראי של איי.סי.אל גרופ מבודדת מזו

של החברה לישראל, בשל משטר הפיקוח המשפטי והרגולטורי החזקים יחסית בישראל. נציין כי שישה מתוך אחד עשר חברי הדירקטוריון של איי.סי.אל גרופ הם עצמאיים, וחמישה ממונים על ידי החברה לישראל.

ללא קשר להערכתנו לגבי בידודה של איי.סי.אל גרופ, להבנתנו האסטרטגיה המוצהרת המעודכנת של החברה לישראל היא להרחיב את החזקותיה בענפים חדשים, באמצעות רכישות. אף שיישומה של אסטרטגיית התרחבות זו עשוי לארוך זמן מה, הנהלת החברה לישראל הבהירה לנו כי הוא אינו צפוי להוביל לגידול בחוב נטו לאורך זמן, או לחריגה משמעותית מיחסיה הפיננסיים הנוכחיים.

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

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

מסקנות אנליטיות

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

התאמות לדיווח הכספי

Table 3.

ICL Group Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. $) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2021

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating Income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	2,714	4,527	1,700	1,210	108	1,686	1,065
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	-	-	-	(193)	-
Cash interest paid	--	--	-	-	-	(89)	-
Lease liabilities	299	--					
Postretirement benefit obligations/ deferred compensation	407	--		(4)	(4)	8	-
Accessible cash and liquid investments	(534)	--					
Capitalized interest	--	--		-	-	18	(18)
Share-based compensation expense	--	--	6	-	-	-	-
Asset-retirement obligations	218	--					
Nonoperating income (expense)	--	--	-	21	-	-	-

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating Income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Noncontrolling/ minority interest	--	209					
Debt: Litigation	10	--	--		--	--	--
EBITDA – Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	--	(16)	(16)	-	-	-
EBITDA: Business divestments	--	--	(14)	(14)	-	-	-
EBITDA: other	--	--	-	(6)	-	-	-
D&A: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--		--	--	--
Total adjustments	3,114	4,736	(14)	(5)	26	(300)	(18)

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	3,114	4,736	1,686	1,205	134	1,386	1,047

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 - 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
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

איי.סי.אל גרופ בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA\Stable	04/12/2001	23/06/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ד,ה	ilAA	22/11/2015	23/06/2021
סדרה ז	ilAA	17/12/2019	23/06/2021
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 04, 2001	ilAA-		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	20:21 05/07/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	20:21 05/07/2022		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

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

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.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.