Maalot
S&P Global Ratings

החברה לישראל בע"מ

.....

.

18 ביולי 2022

אנליסט אשראי ראשי:

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

אשת קשר נוספת:

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

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 5
התרחיש השלילי 5
התרחיש החיובי 5
תרחיש הבסיס 6
הנחות עיקריות 6
יחסים עיקריים 6
תחזיות תרחיש הבסיס 6
תיאור החברה 7
הפרופיל העסקי 7
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות 10
חלויות חוב 11
ניתוח התניות 11
התאמות לדירוג 11
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 11
אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי 11
ניתוח שיקום חוב 12
שיקולים עיקריים 12
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 12
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 13

התאמות לדיווח הכספי 13
רשימת דירוגים 15

החברה לישראל בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilA/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• איכות אשראי נובעת בעיקר מביצועיה של החזקתה העיקרית, אי.סי.אל גרופ בע"מ, אחת היצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. • יתרונות תחרותיים של אי.סי.אל גרופ הנובעים מהפעילות בים המלח המקנה גישה לחומרי גלם איכותיים וייחודיים, יתרונות לוגיסטיים, קרבה לנמלים ועלויות נמוכות בהשוואה למתחרים בייצור האשלג והברום. • מחירי דשנים גבוהים בשיא מחזור העסקים, מעוגנים בביקוש איתן ובהיצע מוגבל. • יתרת מזומנים גבוהה בחברה לישראל ומדיניות פיננסית הכוללת שמירה על רמת החוב נטו סולו שלא תעלה על 1.2 מיליארד דולר.	• 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 לאי.סי.אל גרופ בים המלח. • חשיפה מסוימת של תחום הברום למחזוריות בשוקי קצה כגון נפט וגז, רכב ובנייה. • תלות בנכס מרכזי אחד.

קיים מתאם בין שווי תיק ההחזקות הכולל של החברה לישראל לבין ביצועי אי.סי.אל גרופ והדוחות הכספיים של החברה על בסיס מאוחד. על כן אנו מנתחים את הפרופיל העסקי של החברה על בסיס הביצועים התפעוליים של אי.סי.אל גרופ ואת הפרופיל הפיננסי של החברה על בסיס הדוחות המאוחדים.

אנו מעריכים כי החברה לישראל תמשיך ליישם את אסטרטגיית ההשקעות שלה תוך שמירה על היקף חוב נטו סולו שלא יעלה על 1.2 מיליארד דולר. 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-2022 יחול שיפור ביחס המתואם חוב ל-EBITDA בעקבות גידול בהכנסות וב-EBITDA של אי.סי.אל גרופ. אנו צופים שמחירי דשני האשלג והפוספט יישארו גבוהים בשנת 2022, בהתחשב בביקוש האיתן ובשיבושים בהיצע העולמי.

אנו צופים כי המינוף של החברה לישראל ירד בחדות ב-2022, בזכות צמיחה חזקה ב-EBITDA של אי.סי.אל גרופ הודות למחירי הדשנים הגבוהים, במקביל לקיטון בחוב. אנו צופים כי היחס המתואם חוב ל-EBITDA יהיה 1.6x בממוצע בשנים 2022-2024, בעיקר בהתבסס על הערכתנו ל-EBITDA גבוה ב-2022. בפרט, אנו צופים שה-EBITDA של החברה לישראל יצמח ל-3.3-3.4 מיליארד דולר ב-2022,

מכ-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. החברה פעלה לאחרונה להקטין את החוב באמצעות מימוש מניות בז"ן בנובמבר 2021, מכירת מניות איי.סי.אל גרופ במרץ 2022 ומימוש נוסף של מניות בז"ן בתהליך שהחל באפריל 2022.

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. 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 ביכולת הייצור של יצרניות באזורים אחרים. לדוגמה, בתגובה למחירי האשלג הגבוהים, יצרנים מערביים כמו Nutrien, Mosaic ו-K+S הכריזו על הגדלת כושר הייצור, שחלקה עשויה להיכנס לשוק כבר ב-2023.

למרות התחזית החיובית לטווח הקרוב, אנו סבורים שהמחירים הנוכחיים אינם בני קיימא. 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 שהחברה לישראל תשמור על חוב נטו סולו בהיקף של עד 1.2 מיליארד דולר.

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 החברה לישראל כפי שמשתקף בפעילותה

של החזקתה המרכזית, אי.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.

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 אי.סי.אל גרופ ושל 5.0x בתחתית מחזור העסקים שלה, ועל נזילות הולמת.

תחזית הדירוג שלנו מתבססת, בין היתר, על כוונת הנהלת החברה לישראל שלא לבצע רכישות אגרסיביות שיביאו לסטייה מיחסי הכיסוי שציינו לעיל. בנוסף, התחזית מתבססת על תרחיש הבסיס שלנו לגבי אי.סי.אל גרופ הצפויה להציג שיפור ברווחיה ב-2022. מתחילת השנה דיווחה אי.סי.אל גרופ 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. אנו צופים שאי.סי.אל 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 לישראל יהיה כ-5.0x וללא אופק לירידה בטווח הקצר, או אם הביצועים התפעוליים של אי.סי.אל גרופ ייחלשו מעבר לתרחיש הבסיס שלנו. 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 אי.סי.אל 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 אי.סי.אל גרופ בים המלח.

התרחיש החיובי

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

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- הכנסות מאוחדות של 10.0-10.2 מיליארד דולר ב-2022 שיצטמצמו ל-8.1-8.5 מיליארד דולר ב-2023. העלייה במחירי דשני פוספט ואשלג ברבעון הראשון של 2022 תמשיך לתמוך במכירותיה של איי.סי.אל גרופ ב-2022. בממוצע, צמיחת הביקוש לדשני הפוספט והאשלג צפויה להתמתן 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.
- EBITDA מאוחד מתואם של 3.3-3.4 מיליארד דולר ב-2022 ו-2.3-2.5 מיליארד דולר ב-2023.
- היעדר עסקאות מהותיות של איי.סי.אל. גרופ עד סוף 2022, אף שהיא שומרת על מרווח מספיק לרכישות.
- קבלת דיבידנדים מאיי.סי.אל גרופ של עד 50% מהרווח הנקי המתואם בשנים 2022-2023, לפי מדיניות הדיבידנדים שלה.
- אי חלוקת דיבידנדים שוטפים לבעלי המניות של החברה לישראל, למעט בעת מימוש חלק מהחזקות החברה (כדוגמת הדיבידנד שיחולק כשתושלם העסקה למכירת 534 מיליון מניות בז"ן) וכחלק מהתוכנית ליישום אסטרטגיית ההשקעות החדשה של החברה.
- שמירה על היקף חוב נטו סולו של עד 1.2 מיליארד דולר לאורך זמן בהתאם למדיניות החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2021A	2022E	2023E
חוב/EBITDA	2.5x	1.6x-1.1x	2.0x-1.6x
חוב/FFO	31.1%	70%-60%	50%-40%
EBITDA/הוצאות ריבית	8.3x	18x-14x	14x-10x

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

תחזיות תרחיש הבסיס

גידול חד בהכנסות וברווחיות בשנת 2022

אנו צופים גידול של כ-45% בהכנסות המאוחדות בשנת 2022, עקב תנאי שוק הדוקים. אנו צופים שמחירי דשני האשלג והפוספט יישארו גבוהים בשנת 2022, בהתחשב בביקוש האיתן ובשיבושים בהיצע העולמי. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מביאים בחשבון גם את הביצועים החזקים של איי.סי.אל גרופ מתחילת השנה. 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, וכתוצאה מכך ברווחיותה של החברה לישראל 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.

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

החברה לישראל נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב ומחזיקה כ-44% ממניות חברת איי.סי.אל גרופ בע"מ (ilAA/Stable), בכ-24% במניות בבתי זיקוק לנפט בע"מ ("בז"ן", ilA/Stable) ובכ-18% ממניות AKVA Group ASA ("AKVA"). הדוחות הכספיים של החברה לישראל כוללים איחוד מלא של תוצאות איי.סי.אל גרופ, בז"ן מופיעה כחברה כלולה ותוצאותיה מקבלות ביטוי בשיטת השווי המאזני בסעיף חלק החברה בחברות כלולות, ו-AKVA נמדדת בשווי הוגן דרך רווח כולל אחר. 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-5 ביולי 2022 .

בז"ן היא החברה הגדולה בישראל בתחום הזיקוק והפטרוכימיה. לפרטים נוספים על דירוג בז"ן, ראו דוח דירוג מ-15 במרץ 2022. AKVA היא חברה ציבורית הנסחרת בבורסה של אוסלו ועוסקת במתן פתרונות טכנולוגיים ושירותים בתחומי החקלאות הימית.

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 בשיעור ה-LTV (loan to value).

הערכתנו לפרופיל העסקי של איי.סי.אל גרופ, ובהתאמה לפרופיל העסקי של החברה לישראל, משקפת את היות איי.סי.אל גרופ 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 לאיי.סי.אל גרופ להגן על נתח השוק שלה.

לאיי.סי.אל גרופ מיצוב תחרותי גבוה יחסית המושפע לחיוב מפיזור מכירות גיאוגרפי רחב, אשר, להערכתנו, מצמצם את חשיפת איי.סי.אל גרופ 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 איי.סי.אל גרופ 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 מספקת 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 איי.סי.אל גרופ 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 איי.סי.אל גרופ 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 מוגבלת גם בשל המחזוריות הגבוהה האופיינית לענף הדשנים. מחזוריות זו משקפת את השינויים התמידיים בביקוש ובהיצע, הקשים לחיזוי בשל תלותם בציפיות לגבי מחירי הדשנים, בהיקף ובתמהיל היבולים, בהכנסות החקלאים (שתלויות במחירי התבואה), במזג האוויר וברמות מלאי. היצע חדש מתווסף לשוק הודות להקמת מפעלים חדשים, והיכולת לייצר בעלויות נמוכות הולכת ומצטמצמת. החלטות פוליטיות משפיעות הן על הביקוש והן על ההיצע, באמצעות מכסות ייצוא או מיסוי וסבסוד בשוקי ליבה שונים, בעיקר הודו וסין. 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.

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

הפרופיל הפיננסי

קיים מתאם בין ביצועי אי.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 ומ-AKVA, אם התקבלו. במקביל אנו בוחנים את שיעור ה-LTV כמדד אינדיקטיבי לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה למחזר את החוב.

נכון למועד הדוח עומד שיעור ה-LTV על כ-11% בהשוואה לכ-24% ביולי 2021. ירידה זו מיוחסת בעיקרה לעלייה בשווי ההחזקות של החברה לישראל באי.סי.אל. גרופ, אך גם לעלייה בשווי של בז"ן ולפעולות החברה להקטנת החוב נטו כאמור לעיל. אנו סבורים שהגמישות הפיננסית של החברה לישראל הולמת וכי ביכולתה של החברה למחזר את החוב.

ב-2021 עמד היחס המאוחד המתואם חוב ל-EBITDA של החברה לישראל על כ-2.5x, לעומת כ-4.5x ב-2020. שיפור שחל כתוצאה מעלייה במחירי האשלג והפוספט ב-2021. אנו צופים כי ב-2022 תציג החברה יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 1.6x-1.1x כתוצאה מגידול ב-EBITDA בשל המשך עלייה במחירי הדשנים, על רקע ביקוש האיתן ושיבושים בהיצע העולמי. אף שהמינוף נמצא מתחת לסף ההולם את הדירוג, אנו סבורים שזוהי תוצאה של שלב הגאות במחזור העסקים. אנו מעריכים כי החברה לישראל תמשיך ליישם את אסטרטגיית ההשקעות שלה תוך שמירה על היקף חוב נטו סולו של עד 1.2 מיליארד דולר. 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 צופים שמחירי דשני האשלג והפוספט יישארו גבוהים בשנת 2022, בהתחשב בביקוש האיתן ובשיבושים בהיצע העולמי.

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. מדיניות הדיבידנדים המוצהרת של אי.סי.אל החל משנת 2020 עומדת על חלוקת עד 50% מהרווח הנקי המתואם.

בתרחיש הבסיס שלנו לאי.סי.אל. גרופ אנו מעריכים הכנסות של 10.2-10 מיליארד דולר ב-2022 ו-EBITDA מתואם של 3.4-3.3 מיליארד דולר. אנו צופים שב-2023 היקף ההכנסות יקטן ל-8.5-8.1 מיליארד דולר וה-EBITDA המתואם יקטן ל-2.55-2.35 מיליארד דולר על רקע קיטון בביקוש לדשני אשלג ופוספט וגידול בהיצע. עם זאת, הוא עדיין צפוי להיות גבוה בהשוואה ל-2021, אז עמד על כ-1.68 מיליארד דולר.

מחזוריותו של ענף הדשנים היא מגבלה מבנית על הפרופיל הפיננסי של איי.סי.אל גרופ, ולכן גם על הפרופיל הפיננסי של החברה לישראל, משום שהוא מוביל לתנודתיות ברווחים שלחברה אין שליטה עליה, 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 1.
Israel Corp. Ltd. -- Financial Summary (Mil. $)

Industry Sector: Chemical Cos

	2021	2020	2019	2018	2017
Revenue	6,955	5,043	5,271	5,556	5,418
EBITDA	1,671	936	1,216	1,159	1,137
Funds from operations (FFO)	1,284	699	881	865	749
Interest expense	201	198	212	257	241
Cash interest paid	194	206	203	235	256
Cash flow from operations	939	718	870	644	733
Capital expenditure	593	603	557	550	434
Free operating cash flow (FOCF)	346	115	313	94	299
Discretionary cash flow (DCF)	193	50	164	(155)	175
Cash and short-term investments	1,116	919	751	628	697
Gross available cash	1,116	919	751	628	697
Debt	4,132	4,250	4,051	3,999	5,051
Equity	4,285	3,764	3,883	3,610	2,637
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	37.9	(4.3)	(5.1)	2.5	1.0
EBITDA margin (%)	24.0	18.6	23.1	20.9	21.0
Return on capital (%)	15.5	4.4	10.1	9.5	9.5
EBITDA interest coverage (x)	8.3	4.7	5.7	4.5	4.7
FFO cash interest coverage (x)	7.6	4.4	5.3	4.7	3.9
Debt/EBITDA (x)	2.5	4.5	3.3	3.5	4.4
FFO/debt (%)	31.1	16.4	21.8	21.6	14.8
Cash flow from operations/debt (%)	22.7	16.9	21.5	16.1	14.5
FOCF/debt (%)	8.4	2.7	7.7	2.3	5.9
DCF/debt (%)	4.7	1.2	4.0	(3.9)	3.5

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 2022. הערכת הנזילות מבוססת על יתרת המזומנים בקופת החברה לישראל ועל דיבידנדים הצפויים מאיי.סי.אל גרופ מחד, ועל חלויות החוב והוצאות הנהלה וכלליות מאידך. נציין כי בעת חישוב הנזילות של החברה לא החשבנו תקבולי דיבידנדים מאיי.סי.אל גרופ שעוד לא הוכרזו עבור המחצית השנייה של 2022 והרבעון הראשון של 2023.

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

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-871 מיליון דולר. • מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות מעבר לשנה בהיקף של כ-210 מיליון דולר. • דיבידנדים שנתקבלו מאיי.סי.אל גרופ ביוני 2022 בהיקף של כ-131 מיליון דולר.	• חלויות שוטפות ופירעונות מוקדמים של הלוואות לזמן ארוך ואג"ח של כ-418 מיליון דולר. מתוכן שולמו עד למועד הדוח כ-329 מיליון דולר • הוצאות ריבית, הנהלה וכלליות בהיקף של כ-70 מיליון דולר.

חלויות חוב

שנה	2022	2023	2024	2025	2026 ואילך
חלויות (מיליון דולר)	92	237	193	126	544

ניתוח התניות

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

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.

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 החברה לישראל בע"מ כפי שמשתקף בפעילותה של החזקתה המרכזית, איי.סי.אל גרופ בע"מ, שכן הערכתנו לאיכות האשראי של החברה לישראל נשענת על הביצועים התפעוליים של איי.סי.אל גרופ. אנו סבורים כי התייבשות באזור ים המלח יחד עם הסיכון לגבי הארכת הזיכיון לאחר 2030 עשויים להוביל ללחץ על איי.סי.אל גרופ לצמצם את השימוש במינרלים מים המלח, דבר שעשוי לפגוע בפעילותה ובדירוג האשראי שלה ולכן גם בדירוג האשראי של החברה לישראל.

גורמים חברתיים מהווים שיקול שלילי מתון בניתוח דירוג האשראי של החברה לישראל בע"מ כמשתקף מפעילותה של איי.סי.אל גרופ. פעילותה של איי.סי.אל גרופ עשויה 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, איי.סי.אל גרופ 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, וכתוצאה מכך על המודל העסקי של החברה לישראל.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות (סדרות 10, 11, 12, 13, 14, 15) של החברה לישראל בע"מ.
- דירוג שיקום החוב של הסדרות הוא 3, ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בטווח 50%-70%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת בהחזקה במניות סחירות של שלוש חברות מתחומי פעילות שונים שאין ביניהם בהכרח מתאם.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- 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.
- בתהליך ההתדרדרות תנצל החברה 85% ממסגרות האשראי החתומות שלה.
- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV על כ-100% בעקבות ירידה חדה בשווי השוק של מניות איי.סי.אל גרופ, בז"ן ו-AKVA. על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-30% במימוש מהיר (בסך הכול הפחתה של כ-70%).

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי בעת פירוק (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-2.49 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-2.36 מיליארד ₪
- סך חוב מובטח: כ-1.1 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-1.26 מיליארד ₪
- סך חוב לא מובטח: כ-2.52 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 70%-50%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 3

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 2021:

- קיזוז מזומנים ושווי מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- התאמות פנסיה לחוב הפיננסי ובהתאמה גם ל-EBITDA ולהוצאות הריבית.
- הוספת הוצאות ריבית שהוונו לחוב הפיננסי המדווח להוצאות הריבית.

Table 2.

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

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported Amounts	**4,249.0**	**1,538.0**	**1,691.0**	**175.0**	**1,671.0**	**1,108.0**	**611.0**
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	(193.0)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(176.0)	--	--
Reported lease liabilities	362.0	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	409.0	--	(4.0)	8.0	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(1,116.0)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	18.0	(18.0)	(18.0)	(18.0)
Share-based compensation expense	--	--	6.0	--	--	--	--
Asset-retirement obligations	217.9	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(151.0)	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	2,747.0	--	--	--	--	--
Debt: Litigation	10.0	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	--	(16.0)	--	--	--	--
EBITDA: Business divestments	--	--	(20.0)	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	14.0	--	--	--	--
Total adjustments	**(117.1)**	**2,747.0**	**(20.0)**	**26.0**	**(387.0)**	**(169.0)**	**(18.0)**
S&P Global Ratings adjusted amounts							
	Debt	**Equity**	**EBITDA**	**Interest expense**	**Funds from operations**	**Cash flow from operations**	**Capital expenditure**
Adjusted	**4,131.9**	**4,285.0**	**1,671.0**	**201.0**	**1,284.0**	**939.0**	**593.0**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה:, 1 ביולי, 2019

- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי ESG , 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

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	07/07/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה 10,11	ilA	05/05/2016	07/07/2021
סדרה 12,13	ilA	13/03/2018	07/07/2021
סדרה 15	ilA	27/04/2021	07/07/2021
סדרה 14	ilA	02/12/2019	07/07/2021
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	11:26 18/07/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	11:26 18/07/2022		
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.