

כימיקלים לישראל בע"מ

22 בנובמבר, 2015

אנליסט אשראי ראשי:

אוליבר קרומקר, פרנקפורט 49-69-33999160 oliver.kroemker@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

מתן בנימין, תל אביב 972-3-7539731 matan.benjamin@standardandpoors.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

תיאור פעילות החברה

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

ניתוח התניות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

כימיקלים לישראל בע"מ

ilAA/Stable

אשרור דירוג מנפיק

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל פיננסי	פרופיל עסקי
<ul style="list-style-type: none"> רמת מינוף נמוכה/בינונית. יכולת מוכחת לייצור תזרים מזומנים איתן מפעילות שוטפת. רמת נזילות 'הולמת'. מדיניות דיבידנד אגרסיבית יחסית הכוללת חלוקה של 70% מהרווח הנקי. מיצוב פיננסי חזק בהשוואה לחברות בקבוצת היחוס. 	<ul style="list-style-type: none"> מעמד עסקי גבוה בשוק הדשנים והברום העולמי. צפי להתמתנות בביקוש לדשנים בטווח הקצר אך צמיחה עקבית בטווח הבינוני-ארוך. פיזור עסקי רחב מבחינה גיאוגרפית, ובמגוון מוצרים לתעשיות שונות. חשיפה למחזוריות ולעונתיות בשוק הסחורות החקלאיות. מיצוב עסקי מהגבוהים בקרב החברות המדורגות על ידי S&P Maalot.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שכימיקלים לישראל בע"מ ("כיל") תשמור על מעמדה העסקי הדומיננטי בתחומי פעילותה ותציג יחסי כסויי שעולים בקנה אחד עם היחסים שהגדרנו כתואמים את הדירוג הנוכחי, דהיינו, יחס FFO on (funds from operations) לחוב שלא ירד משמעותית מ-35% ויחס חוב ל-EBITDA שלא יעלה משמעותית על 2.5x. התחזית היציבה משקפת גם את ציפיותינו שכל תמשיך לייצר תזרימי מזומנים חיוביים מפעילות שוטפת במהלך השנים הבאות, ותשמור על איזון בין רמת המינוף לרמת ההשקעות, הרכישות וחלוקת הדיבידנדים על מנת לשמור על מיצוב פיננסי התואם לדירוגה.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג משמעותית ולאורך זמן מהיחסים שהוזכרו לעיל, בין כתוצאה מהתדרדרות בביצועים התפעוליים עקב תנאי הסחר בשוק, ובין כתוצאה מיישום מדיניות עסקית או פיננסית אגרסיבית יותר, לרבות חריגה ממדיניות הדיבידנד הנוכחית או ביצוע רכישות ממונפות בהיקף משמעותי.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, כפי שיעלה מהתחזית התפעולית שלנו, כמתבטא ביחס FFO לחוב מתואם הגבוה מ-45% וביחס חוב ל-EBITDA הנמוך מ-2.0x לאורך זמן, תוך שמירה על הפרופיל העסקי ופרופיל הנזילות הקיימים (לפחות).

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

יחסים עיקריים*			הנחות עיקריות
2016E	2015E	2014A	<ul style="list-style-type: none"> • תנאי שוק מאתגרים בשוק האשלג - מחיר מכירה ממוצע לטון אשלג של כ-\$315 בשנת 2015 וירידה לכ-\$280 לטון בשנת 2016; • שיפור הדרגתי ברווחיות כתוצאה מיישום של פעולות התייעלות. • רמת השקעות נטו של כמיליארד דולר בשנת 2015 ו-750-850 מיליון דולר בשנת 2016; • חלוקת דיבידנדים בשיעור של 70% מהרווח הנקי.
25%-23%	22%-20%	22.7%	
35%-30%	30%-25%	35%	
2.5X-2.0X	3.0X-2.5X	2.3X	
שיעור EBITDA חיוב/FFO EBITDA/חיוב A-בפועל. E-צפוי.			

תיאור פעילות החברה

כימיקלים לישראל היא חברה רב לאומית הפועלת בתחומי הדשנים והכימיקלים המיוחדים בשלושה מגזרים עיקריים: דשנים, מוצרים תעשייתיים ומוצרי תכלית. פעילות החברה מתבססת על משאבי טבע: אשלג, ברום, מגנזיום ומלח המופקים מים המלח, וסלע הפוספט הנכרה בנגב, על סמך זיכיונות ורישיונות ממדינת ישראל. לחברה מכרות אשלג ומלח גם בספרד ואנגליה. לכל מעמד מוביל בעולם בשוק הדשנים העולמי. החברה ממוקמת במקום השישי בשוק האשלג העולמי, ובמקום הראשון בתחום הברום, החומצה הזרחתית הנקייה ועוד. החברה מייצרת את מוצריה במתקני ייצור בארץ ובעולם מוכרת את מוצריה ברחבי העולם. כיל היא חברה ציבורית הנסחרת ב-NYSE ובבורסה בתל אביב ומוחזקת בשיעור של 46% על ידי החברה לישראל (ilA+/Stable), 13.8% על ידי Potash Corp. of Saskatchewan Inc. (A-/A-2/Stable), והיתר על ידי הציבור.

הפרופיל העסקי

מעמד עסקי גבוה בשוק הדשנים והברום העולמי

הפרופיל העסקי של כיל נתמך על ידי מיצובה העסקי הגבוה והיותה מהיצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי המאופיין בביקוש עולה לאורך זמן ובריכוזיות גבוהה. כמו כן מתבסס הדירוג על היות כיל היצרנית הגדולה בעולם של ברום. המיצוב התחרותי הגבוה נובע מיתרונות יחסיים מהם נהנית כיל, וביניהם: גישה ישירה למקור מרוכז של חומרי גלם בים המלח; יתרון מובנה ועלויות נמוכות בהשוואה למתחרים באיסוף האשלג והברום מים המלח; יתרון בעלויות אחסנת המוצרים ויכולת ייצור למלאי כתוצאה ממזג האוויר היבש באזור ים המלח; וכן סינרגיה גבוהה בייצור מוצרי לוואי הנמכרים על ידי החברה. בנוסף מושפע המיצוב העסקי של החברה לחיוב מפוזר מכירות גיאוגרפי רחב, אשר, להערכתנו, מצמצם את חשיפת החברה לשינויים בביקוש כתוצאה מאירועים אזוריים (כגון מזג אוויר קיצוני), ומפיזור מוצרים רחב לשימוש בתעשיות מגוונות.

למרות סל המוצרים הרחב של כיל, היא חשופה מהותית לתנודות במחירי האשלג. להערכתנו, מחיר האשלג נמצא תחת לחץ בעקבות חוסר איזון מתמשך בין הביקוש להיצע. הביקוש לאשלג מושפע לשלילה ממס ערך מוסף בשיעור 13% שהוטל בסין על דשנים, ממחירן הנמוך של הסחורות החקלאיות ומהחולשה בכלכלות בשווקים המתפתחים כולל פיחות במטבעות אשר פוגע בכוח הקנייה של החקלאים. במקביל חל גידול בהיצע האשלג על רקע הפעלתם לראשונה של מכרות אשלג חדשים והרחבה של מכרות קיימים על ידי חברות בענף. ההיצע לאשלג מושפע גם מהעובדה שחלק מהחברות בשוק מיישמות אסטרטגיה של מקסום מכירות במטרה להגן על

נתח השוק שלהן. בעקבות הדינמיקה בשוק, אנו מעריכים שהמחיר הממוצע לטון אשלג שיימכר על ידי כיל עלול לרדת בכ-10% לכ-280 דולר בממוצע לטון בשנת 2016-2017.

ביצועים התפעוליים של כיל נפגעו בשנת 2015 כתוצאה משביתה של כשלושה וחצי חודשים במפעליה בישראל (ים המלח ונאות חובב). השביתה הוכרזה בתגובה לתוכנית התייעלות שמיישמת הנהלת החברה. במהלך שלושה וחצי חודשים הושבתה לחלוטין פעילות הייצור במפעלים. בעוד שאנו מצפים שהיקף המכירות של אשלג יתאושש במחצית השנייה של שנת 2015, אנו מעריכים שנתח השוק של כיל מתוך סך שוק האשלג העולמי יהיה נמוך יחסית ויעמוד על כ-6%-7%. להערכתנו, הוא צפוי לגדול לכ-8%-9% בשנת 2016, ואנו צופים גם שיפור הדרגתי ברווחיות בשנתיים הקרובות על רקע יישום מהלכי התייעלות נרחבים.

באוקטובר 2015, הכריזה כיל כי השלימה את הקמת מיזם משותף עם חברת Yunna Phosphate Chemical Group בתחום הפוספט בסין, הכולל כרייה של סלע פוספט וייצור, שיווק והפצה של מוצרי המשך. המיזם החדש יעניק לכיל גישה לעתודות נרחבות של סלע פוספט בעלות נמוכה יחסית ויחזק את מעמדה התחרותי בשוק הפוספט העולמי. למרות האמור, אנו מעריכים שההשקעה הגבוהה של כיל במיזם (כ-450 מיליון דולר בשנת 2015) צפויה להוביל לתזרים מזומנים חופשי שלילי ולעלייה בהיקף החוב של החברה.

הפרופיל הפיננסי

רמת מינוף נמוכה/בינונית לצד נזילות 'הולמת'

הביצועים התפעוליים של כיל נפגעו בשנת 2015 כתוצאה מהשביתה במפעליה, והיקף החוב צפוי לעלות בעקבות ההשקעה במיזם החדש בסין. בעקבות זאת, אנו מעריכים שיחס ה-FFO (funds from operation) לחוב מתואם יעמוד על כ-25%-30% בשנת 2015 בהשוואה ל-35% בסוף שנת 2014. בהינתן חזרה לפעילות רגילה במפעלים ולשיעורי ניצולת נורמליים, אנו מעריכים שהתוצאות התפעוליות של כיל ישתפרו בשנת 2016. אף על פי כן אנו מעריכים שתנאי השוק המאתגרים עלולים להעיק על התוצאות התפעוליות ועל יחסי הכיסוי. בנוסף, הרווחיות של כיל צפויה להיפגע החל משנת 2017 מיישומן המלצות ועדת ששינסקי שאושרו לאחרונה. אנו חוזים שבשנת 2016 יחס ה-FFO לחוב מתואם יעמוד על כ-30%-35% ויחס החוב ל-EBITDA מתואם יעמוד על כ-2.0x-2.5x. אנו סבורים שלכיל יש גמישות לביצוע שינויים בתכנית ההשקעות במטרה לאזן את רמת המינוף. מנגד נציין כי מדיניות חלוקת הדיבידנד בשיעור של 70% מהרווח הנקי שחיל מיישמת מקטינה את הגמישות הפיננסית.

Table 1.
Israel Chemicals Ltd. -- Financial Summary
Industry Sector: Chemicals & Allied Products

	--Fiscal year ended Dec. 31--	
(Mil. \$)	2014	2013
Revenues	6,110.7	6,271.5
EBITDA	1,390.0	1,598.7
Funds from operations (FFO)	1,138.4	1,237.9
Net income from continuing operations	463.6	818.6
Cash flow from operations	905.7	1,145.9
Capital expenditures	819.2	845.1
Free operating cash flow	86.5	300.8
Discretionary cash flow	(759.5)	(333.6)
Cash and short-term investments	61.8	71.2
Debt	3,253.7	2,448.8
Equity	3,015.1	3,678.7
Adjusted ratios		
EBITDA margin (%)	22.7	25.5
Debt/EBITDA (x)	2.3	1.5
FFO/debt (%)	35.0	50.6

נזילות: הולמת

על פי הקריטריונים שלנו, פרופיל הנזילות של החברה הוא "הולם". בהתאם לקריטריונים שלנו, אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים בשנה הקרובה יהיה גבוה מ-1.2x. נציין כי אנו מעריכים שלחברה רמת נגישות גבוהה למערכת הבנקאית ולשוק ההון הישראלי והבין לאומי.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה, נכון ל-30 בספטמבר 2015:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-290 מיליון דולר; מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בסך 970 מיליון דולר; תזרים מפעילות שוטפת בהיקף של 1.0-1.1 מיליארד דולר בשנה. 	<ul style="list-style-type: none"> החזרי קרן חוב והלוואות בהיקף של כ-185 מיליון דולר עד סוף שנת 2016; רמת השקעות נטו (השקעות בשימור הקיים בנוסף להשקעות ורכישות חדשות בניכוי מימושים) של 1.5-1.6 מיליארד דולר עד סוף שנת 2016; חלוקת דיבידנדים בשיעור של 70% מהרווח הנקי.

ניתוח התניות

נכון ל-30 בספטמבר, 2015, לחברה מרווח הולם אל מול ההתניות הפיננסיות שלה, ואנו מעריכים כי היא תשמור על מרווח זה בטווח הבינוני. התניותיה הפיננסיות של החברה כוללות בין היתר דרישת הון עצמי שלא יפחת מ-2 מיליארד דולר ויחס שלא יעלה על 3.5x בין ההתחייבויות הפיננסיות נטו ל-EBITDA.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לביסוס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של כיל הן קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח והוספתן של התחייבויות פנסיוניות.

Table 2.

Reconciliation Of Israel Chemicals Ltd. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. \$)

--Fiscal year ended Dec. 31, 2014--

Israel Chemicals Ltd. reported amounts								
	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditures
Reported	2,906.5	2,973.7	1,185.1	757.7	89.1	1,185.1	894.7	834.9
Standard & Poor's adjustments								
Interest expense (reported)	--	--	--	--	--	(89.1)	--	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	--	5.3	--	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	--	(129.5)	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	532.8	14.8	(30.6)	(30.6)	19.0	(53.2)	10.1	--
Surplus cash	(185.5)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	15.7	(15.7)	(15.7)	(15.7)
Share-based compensation expense	--	--	12.0	--	--	12.0	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	16.6	--	--	16.6	--	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	35.9	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	16.6	--
Non-controlling Interest/Minority interest	--	26.5	--	--	--	--	--	--
EBITDA - Other	--	--	206.8	206.8	--	206.8	--	--
Total adjustments	347.3	41.4	204.8	212.0	34.6	(46.8)	11.0	(15.7)
Standard & Poor's adjusted amounts								
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditures
Adjusted	3,253.7	3,015.1	1,390.0	969.7	123.7	1,138.4	905.7	819.2

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה – הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי](#), פברואר 2013
- [מתודולוגיה – כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה – כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 30 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה – כללי: הגדרות הדירוג של S&P](#), 20 בנובמבר, 2014
- [מתודולוגיה – כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות מענף הכימיקלים](#), 19 בנובמבר, 2013

פרטים כלליים (נכון ל-22 בנובמבר, 2015)

כימיקלים לישראל בעמ	
ilAA/Stable	דירוג המנפיק
היסטוריית דירוג המנפיק	
ilAA/Stable	אוקטובר 06, 2014
ilAA+/Negative	דצמבר 11, 2013
ilAA+/Watch Neg	אוגוסט 04, 2013
ilAA+/Stable	אוגוסט 05, 2010
ilAA+/Watch Neg	מאי 27, 2010
ilAA+/Negative	ספטמבר 02, 2009
ilAA+/Stable	אפריל 22, 2009
ilAA+/Negative	פברואר 09, 2009
ilAA+/-	מאי 12, 2008
ilAA+/Stable	דצמבר 03, 2007
ilAA--	דצמבר 15, 2004
ilAA--	דצמבר 01, 2001

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.