



June 29, 2020

S&P Reaffirms ICL's BBB- Rating with a Stable Outlook

The Company hereby reports that S&P has reaffirmed the company's Long-Term Issuer Default Rating at BBB- with a Stable Outlook. In addition, S&P reaffirmed the Israeli local rating at ilAA with stable outlook.

The S&P report is attached.

Name of the authorized signatory on the report and name of authorized electronic reporter:

Aya Landman, Adv.

Position: Company Secretary

Signature Date: June 29, 2020

PRESS CONTACT

Or-li Kasuto Madmon

Scherf Communications

+972-52-4447750

Orli@scherfcom.com

INVESTOR RELATIONS CONTACT

Dudi Musler

Investor Relations Manager

+972-3-6844448

Dudi.Musler@icl-group.com

ICL

Millennium Tower, Aranha St. 23

P.O.B 20245 Tel Aviv 6120201

Tel. 972 3 6844400 Fax. 972 3 6844444

www.icl-group.com

א.י. פ. א.ל

מגדל המילניום רח' ארניא 23

ת.ד. 20245 תל-אביב 6120201

טל: 6844444-3-972 פקס: 6844400-3-972



תרגם מוחות – הנשח המכIEEEיב הוא נשח הדיווח באנגלית

29 ביוני 2020

S&P מאשרה את דירוג האשראי- BBB של ICL עם תחזית יציבה

החברה מתכבד להודיע כי, חברת דירוג האשראי S&P אישרה את דירוג האשראי הבינלאומי של החברה ל-BBB- עם תחזית דירוג יציבה. בנוסף, אישרה S&P את הדירוג המקומי של החברה בישראל ברמת AA עם תחזית יציבה.

דוח הדירוג מצורף.

שם מושה חתימה על הדוח ושם מושה חתימה אלקטרוני: איה לנדון, עו"ד
תפקיד: מזכירת החברה
תאריך החתימה: 29 ביוני 2020

איש קשר - קשרי משקיעים
דודי מוסלר
מנהל קשרי משקיעים
+972-3-6844448
Dudi.Musler@icl-group.com

איש קשר - תקשורת
אור-לי קסוטו מודמן
שרף תקשורת
+972-52-4447750
Orli@scherfcom.com

RatingsDirect®

ICL Group Ltd.

Primary Credit Analyst:

Paulina Grabowiec, London (44) 20-7176-7051; paulina.grabowiec@spglobal.com

Secondary Contact:

Tom Dar, RAMAT-GAN (972) 3-753-9722; tom.dar@spglobal.com

Table Of Contents

Credit Highlights

Outlook

Our Base-Case Scenario

Company Description

Peer Comparison

Business Risk

Financial Risk

Liquidity

Covenant Analysis

Environmental, Social, And Governance

Group Influence

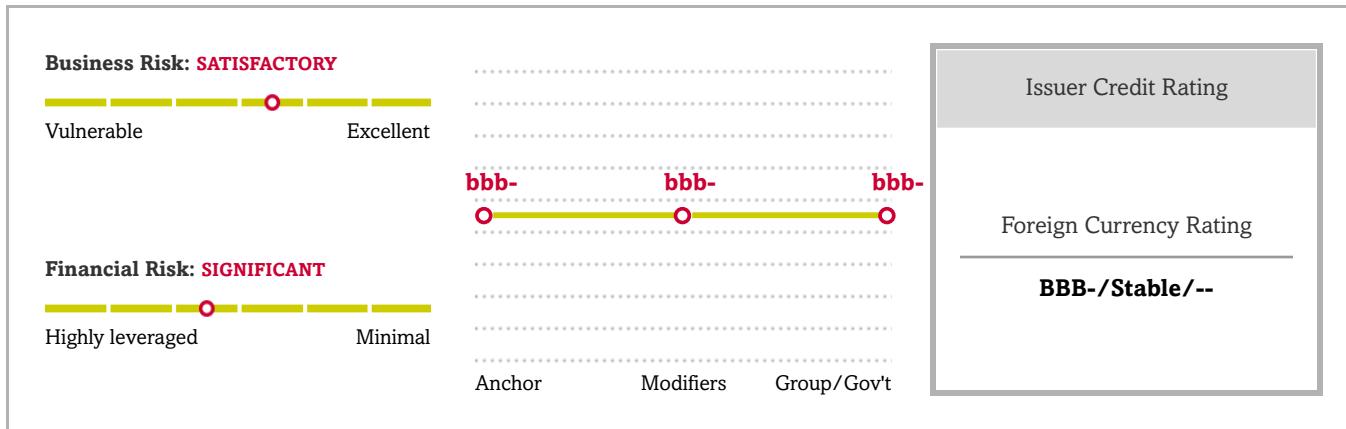
Issue Ratings--Subordination Risk Analysis

Ratings Score Snapshot

Table Of Contents (cont.)

Related Criteria

ICL Group Ltd.



Credit Highlights

Overview

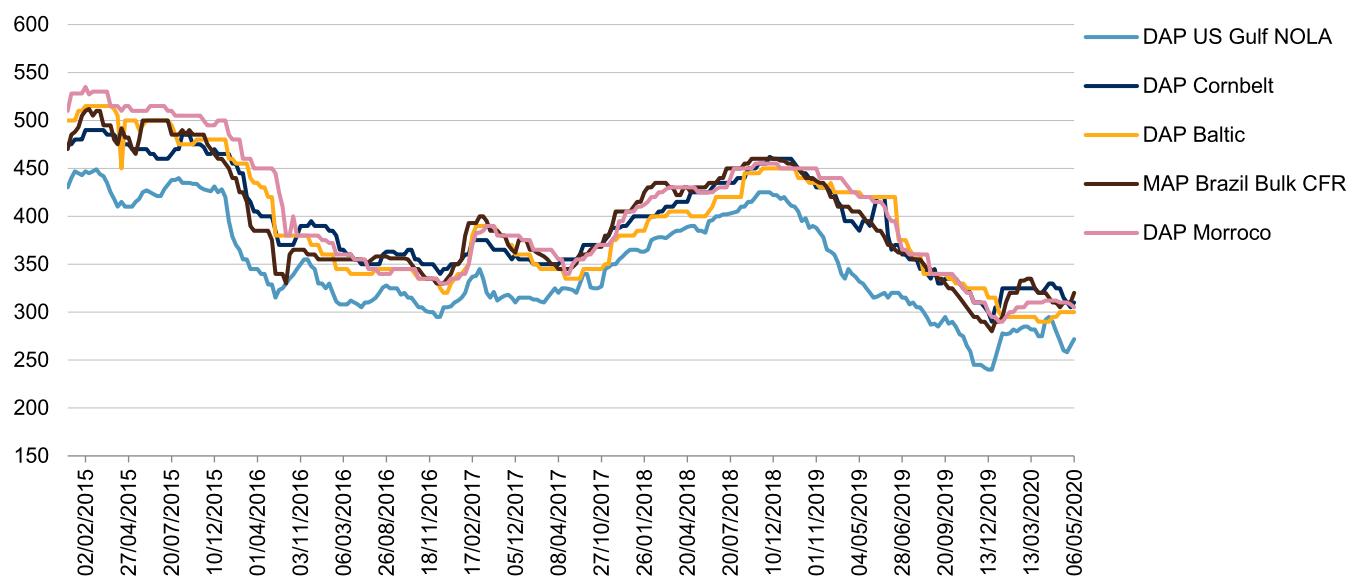
Key strengths	Key risks
Relative resilience of the fertilizer industry to the recessionary macroeconomic environment caused by the COVID-19 pandemic.	Cyclical and competitive nature of the fertilizer industry.
One of the leading global potash producers and the largest global bromine producer.	Exposure to regulatory changes and political pressure in Israel pertaining to extending the Dead Sea mining concession, which is valid until 2030.
Competitive advantage from mining in the Dead Sea, which provides access to unique high-quality raw materials, logistical advantages, proximity to ports, and a more favorable cost position for potash and bromine than peers.	Large nondiscretionary capital expenditure (capex) requirements at the Dead Sea concession.
Synergies between the manufacturing processes for different specialty chemicals products, which provide added value.	Some exposure of the bromine segment to cyclical end-markets such as oil and gas, automotive, and construction.
Prudent financial policy and adequate liquidity.	

S&P Global Ratings forecasts that ICL Group Ltd.'s (ICL's) credit metrics will remain commensurate with the rating in 2020, despite COVID-19-related pressures. The company's operations were minimally disrupted by the coronavirus pandemic in the first quarter of the year. In Spain, mining operations were stopped for about three weeks as restrictions to contain the COVID-19 pandemic were implemented in the country, while in the U.K. operating rates were down about 30% to realign shifts and maintain social-distancing measures. All operations, including those in China, are now back or close to normal levels. We anticipate that the demand for fertilizers will remain generally stable in 2020, while recognizing farmers' tight inventory management and weaker agricultural commodity prices. That said, we also assume that the impact of the pandemic on the agriculture sector and demand for fertilizers will be much lower than for broader chemicals. This reflects the indispensable role of the sector in security of food supply, a factor recognized by the governments by designating it as critical. In bromine, while about 25% of sales are exposed to cyclical oil and gas, automotive, and construction end markets, we anticipate that profits should be supported by resilient demand from pharmaceutical, food, and health care industries, which account for about 8% of sales. We note ICL's proactive measures to bolster cash balances, including drawing \$300 million from its \$1.1 billion revolving credit facility (RCF), and strict management of capex and working capital.

We anticipate weak potash and phosphate prices in 2020 and a more challenging operating environment. Several factors drive weaker year-over-year fertilizer pricing. These include the delayed signing of ICL's benchmark potash contract with China at \$220 per ton (\$70/ton lower than previously), lower oil prices that have a trickle-down effect on ethanol prices (a key driver of corn prices) and ultimately on farmers' incomes, and an oversupplied market in both potash and phosphates that must be absorbed by higher demand. Given our expectations for an economic improvement in 2021, we forecast that ICL's adjusted EBITDA will improve moderately to \$1.0 billion-\$1.1 billion, from \$920 million-\$960 million we estimate for 2020. Long-term demand trends for both products are favorable since we expect volumes to increase 1%-3% on average annually, and some future capacity additions are required to meet demand growth. However, both potash and phosphates markets are vulnerable to downturns caused by greater competitive capacity. In addition, fertilizer markets are subject to seasonal fluctuations as well as weather conditions, government policies, foreign exchange rate movements, and contract negotiations with large buyers.

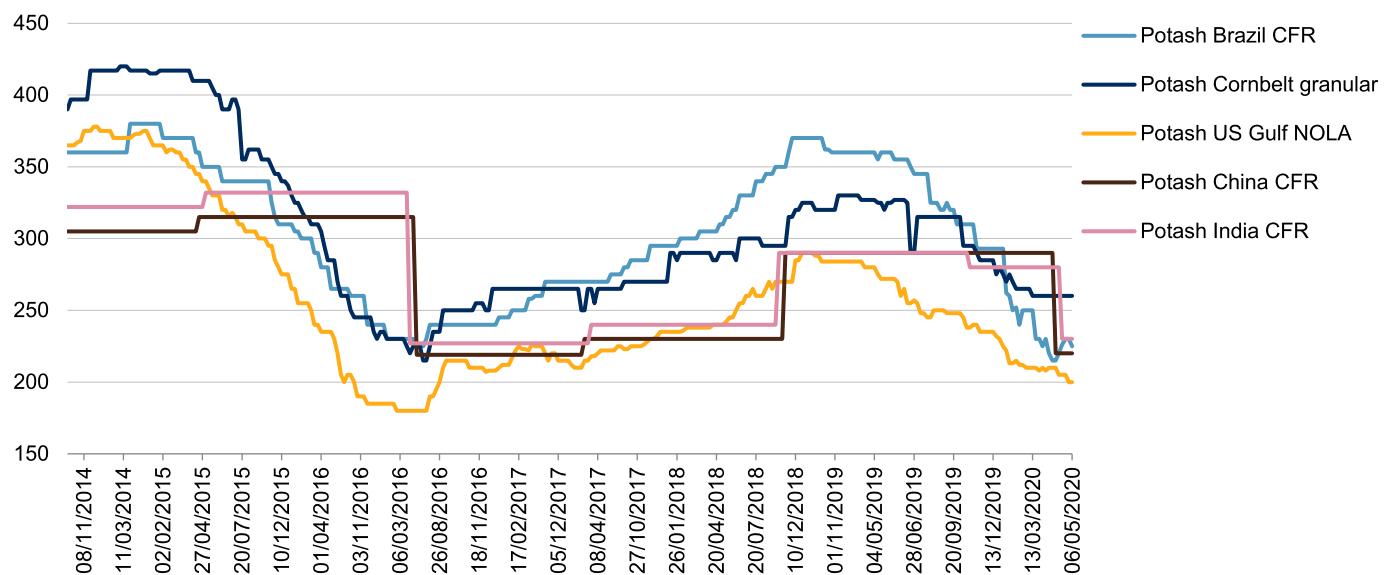
Chart 1

Phosphate Prices 2014 To Date



Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Chart 2**Potash Prices 2013 To Date**

Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Outlook: Stable

The stable outlook reflects our expectation that ICL will maintain S&P Global Ratings-adjusted debt to EBITDA of 3.2x-3.4x, factoring in weak prices for potash and phosphate and the recessionary macroeconomic environment hampering fertilizer and bromine end markets.

We anticipate that ICL will generate adjusted EBITDA of \$920 million-\$960 million in 2020, supported by its strong position in the fertilizer markets and low production costs in Israel. We consider an adjusted debt-to-EBITDA ratio of 3.0x at the top of the business cycle and 4.0x at the bottom of the cycle to be commensurate with the current rating.

Downside scenario

We would consider a negative rating action if the company's debt to EBITDA was close to 4.0x without near-term prospects of recovery, and its operating performance deteriorated. In the first instance, this could occur due to weakening market conditions, for example as a result of prolonged low prices of potash or phosphate due to sluggish demand or ongoing oversupply in both markets. We could also lower the rating if ICL deviated from its publicly stated dividend policy or embarked on sizable leveraged acquisitions.

Over the medium term, the rating could come under pressure if uncertainty regarding the renewal of the Dead Sea concession continues. In this scenario, we expect the company's business risk to increase, since it currently benefits from inherent advantages of operating in the Dead Sea.

Upside scenario

We would consider a positive rating action if ICL strengthened its financial risk profile such that its adjusted debt to EBITDA remained below 2.5x on a sustainable basis. Rating upside would also depend on our view on the credit quality of Israel Corp., ICL's main shareholder with a 46% stake.

Our Base-Case Scenario

Assumptions

- North America GDP contraction of 5.2% in 2020 and 6.2% growth in 2021; Latin America GDP decline of 5.1% in 2020 and 3.8% growth in 2021; Europe GDP contraction of 6.4% in 2020 and 5.1% growth in 2021; and Asia-Pacific GDP growth of 0.7% in 2020 and 6.3% in 2021.
- Brent crude prices of \$30 per barrel (bbl) in 2020, \$50/bbl in 2021, and \$55/bbl in 2022 and beyond.
- On average, both phosphate and potash fertilizer demand increases in the low-single-digit percent area annually, partly due to a growing global population, global GDP growth, and changing diets.
- ICL's revenue at \$4.8 billion-\$5.0 billion in 2020, recovering to \$5.1 billion-\$5.2 billion in 2021.
- Annual dividends of up to 50% of the adjusted net profit, in accordance with the dividend policy. Dividends are paid quarterly, which allows for some flexibility in the level of distributions.

- Capex of about \$570 million in 2020, in line with that in 2019, and \$550 million in 2021. We note that ICL decides the level of investments depending on business confidence and the industry outlook.
- Minimal acquisition of \$27 million in February of Growers Holdings, Inc, and no sizable leveraged acquisitions in 2020 or 2021.

Key metrics

ICL Group Ltd.--Key Metrics*				
	--Fiscal year end Dec 31, 2019--			
(Mil. \$)	2018A	2019A	2020E	2021F
Revenue	5,556	5,271	4,800-5,000	5,100-5,200
EBITDA	1,181	1,201	920-960	1,000-1,100
EBITDA margin (%)	21%	23%	~19%	20%-21%
Capital expenditure	550	557	570	550
Free operating cash flow (FOCF)	81.8	419.0	80-120	> 200
Debt to EBITDA (x)	2.6	2.5	3.2-3.4	< 3.0

*All figures adjusted by S&P Global Ratings. A--Actual. E--Estimate. F--Forecast.

Our revenue forecast factors in the ongoing weak prices for potash and phosphate in 2020. We also consider some deterioration in the bromine business due to applications in cyclical end markets, such as clear brine in oil and gas drillings, or flame retardant additives in automotive and construction. These are partly offset by ICL's favorable cost position in the Dead Sea, higher volumes following the completion of a facility upgrade in late 2019, and the resilience of its specialty businesses lines. We also note that revenues will be supported by the steady performance of bromine applications in markets such as pharmaceuticals, agrochemicals, and food, which are largely decoupled from the general macroeconomic conditions.

We note overcapacity in the potash industry, and hence assume no further meaningful deterioration of prices in 2020. That said, we recognize that the Chinese contracts will provide some certainty to the market with regard to the price floor and offtake of the product. We assume a gradual improvement in potash prices in 2021 if major producers maintain supply discipline, notably as capacity additions from Eurochem Group AG come onstream.

In phosphate, prices will remain under pressure in 2020, owing to abundant supply in the market and competition among the key producers. An important determinant of prices will be the pace and size of reductions in Chinese phosphate exports, due to environmental concerns, which in our view could help offset some oversupply in the industry.

Specialty products and efficiency gains provide support. Our adjusted EBITDA margin expectation of 19%-21% in 2020-2021 reflects our assumption that profitability will be supported by ICL's specialty products and by efficiency measures in mines in Spain and England. These will partly offset the weakening of margins in the commodity fertilizer business lines.

Company Description

ICL is a multinational company that operates in the manufacturing and marketing of basic and specialty fertilizers based on potash, phosphate, and bromine. The company is organized into four main divisions:

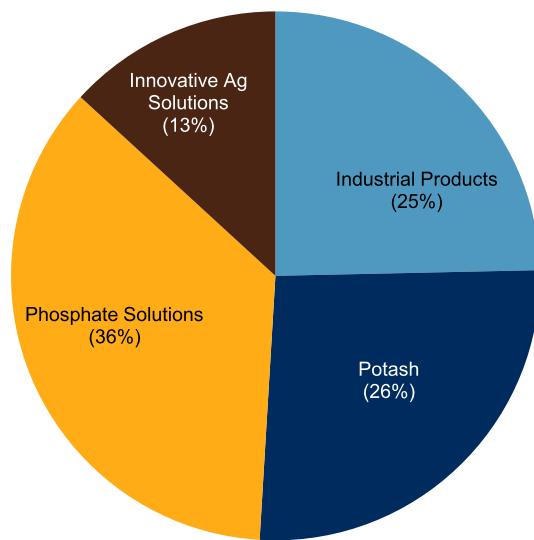
- Industrial Products (25% of 2019 sales, 26% operating profit margin). Through this key division, ICL manufactures

elemental bromine for a wide range of applications in flame retardants, magnesia and salt products, and energy storage. ICL's Dead Sea operations offer the world's largest reserves with the highest bromine concentration. Together with its two main competitors, Albemarle and Lanxess, ICL accounted for the majority of global bromine production in 2019. Barriers to entry in this market are high, due to access to economically viable reserves of bromine, and stringent requirements for the logistics system (special containers are required for transporting the bromine). ICL uses about 80% of its elemental bromine production internally for the production of higher margin bromine compounds.

- Potash (26% of sales, 21% operating profit margin). In this segment, ICL produces and markets potash fertilizers and salt extracted from the Dead Sea through a cost-efficient evaporation process, and from a conventional underground mine in Spain. It also transitioned its U.K.-based Boulby mine to the production of advanced polyhalite-based fertilizer (marketed by ICL as Polysulphate) from the production of potash. Even though ICL's potash operations are smaller than key competitors Nutrien, Uralkali, or Mosaic, the company benefits from low production costs, thanks to the evaporation method at the Dead Sea site and the logistical advantage of being close to customers.
- Phosphate Solutions (36% of sales, 5% operating profit margin). Through this division, ICL operates four open pit mines, three of which are located in the Negev Desert in Israel and one in China. The division uses commodity phosphate as a raw material to develop specialty phosphate products with higher added value, where ICL has 24% of market share globally.
- Innovative Ag Solutions (13% of sales, 3% operating profit margin). Through this division, ICL offers specialty nitrogen-, potash-, and phosphate-based fertilizers, including water soluble, liquid, and controlled-release products. The division is also ICL's innovative arm responsible for research and development, and digital innovation.

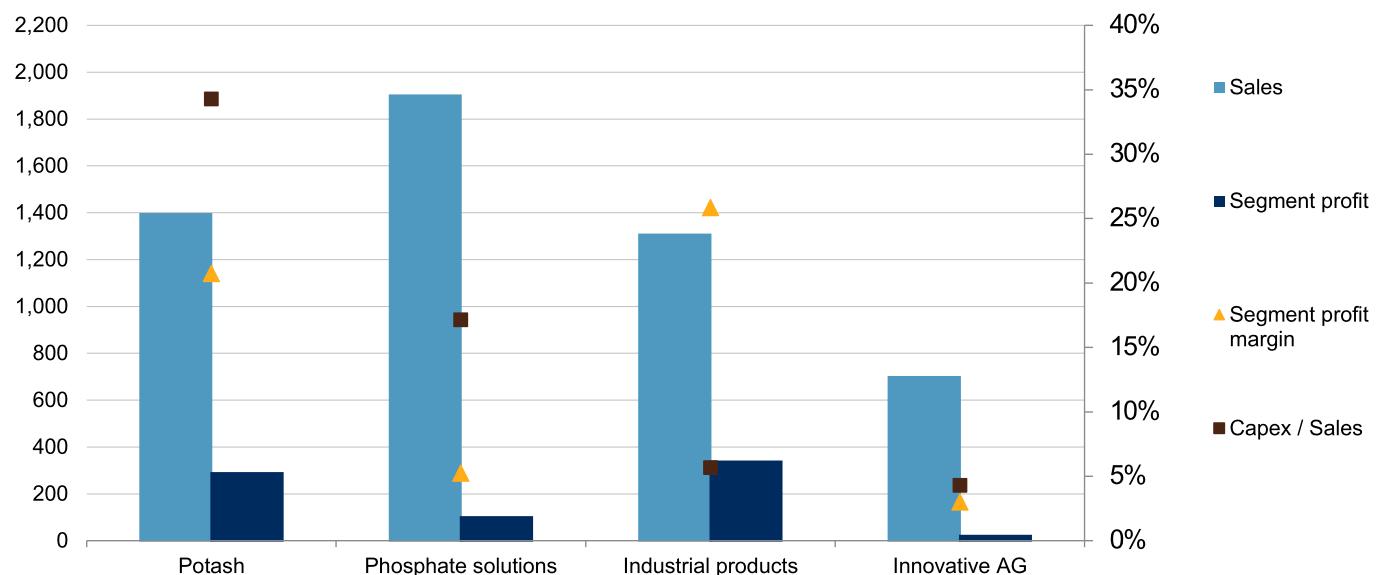
Chart 3

ICL Group Ltd. 2019 Sales By Business Line



Source: S&P Global Ratings.

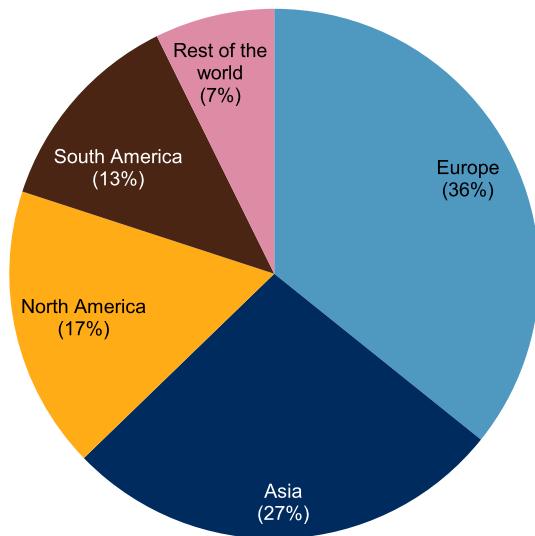
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Chart 4**ICL Group Ltd. Sales, Profits, And Investments By Business Line**

*Capex includes the impact from implementation of IFRS16.

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

ICL's operations are based primarily on natural resources--potash, bromine, magnesium, and sodium chloride from the Dead Sea; and phosphate rock from the Negev Desert, via concessions and licenses from the Israeli government. Operations are also based on polysulphate and salt mines in Spain and England and on phosphate mines and processing plants in China. ICL is the sixth-largest global potash producer, and the largest global producer of bromine and purified phosphoric acid among others. The company is well diversified geographically, with about 36% of its 2019 revenues generated in Europe, 27% in Asia, 17% in North America, 13% in South America, and the remainder in the rest of the world.

Chart 5**ICL Group Ltd. 2019 Sales By Customer Location**

Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

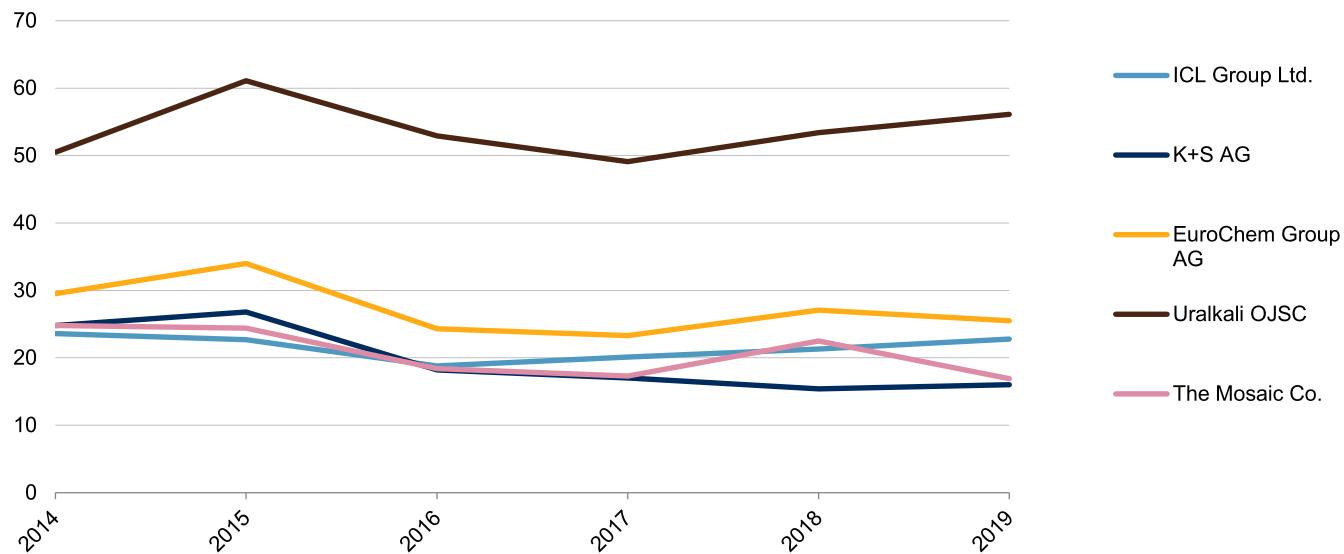
Peer Comparison**Table 1****ICL Group Ltd.--Peer Comparison****Industry sector: Chemical companies**

	ICL Group Ltd. (BBB-)/(Stable)/--	K+S AG B/Negative/B	The Mosaic Co. BBB-/Negative/NR	Uralkali OJSC BB-/Stable/--	EuroChem Group AG BB-/Positive/--
--Fiscal year ended Dec. 31, 2019--					
(Mil. \$)					
Revenue	5,271.0	4,568.1	8,906.3	2,781.9	6,184.0
EBITDA	1,201.0	730.5	1,501.4	1,561.2	1,578.0
Funds from operations (FFO)	947.0	535.5	1,211.8	986.8	1,106.3
Interest expense	140.0	182.6	296.9	276.1	257.4
Cash interest paid	134.0	143.5	243.1	377.3	291.9
Cash flow from operations	976.0	701.9	1,153.5	656.5	906.1
Capital expenditure	557.0	551.7	1,243.7	329.4	868.7
Free operating cash flow (FOCF)	419.0	150.3	(90.2)	327.0	37.4

Table 1**ICL Group Ltd.--Peer Comparison (cont.)****Industry sector: Chemical companies**

	ICL Group Ltd.	K+S AG	The Mosaic Co.	Uralkali OJSC	EuroChem Group AG
Discretionary cash flow (DCF)	146.0	96.5	(307.3)	316.9	(747.6)
Cash and short-term investments	191.0	373.9	519.1	482.7	313.4
Debt	3,034.5	4,837.2	4,657.1	5,606.4	5,828.4
Equity	4,061.0	5,044.3	9,367.6	2,105.5	4,983.1
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	22.8	16.0	16.9	56.1	25.5
Return on capital (%)	10.7	2.6	3.3	19.2	12.0
EBITDA interest coverage (x)	8.6	4.0	5.1	5.7	6.1
FFO cash interest coverage (x)	8.1	4.7	6.0	3.6	4.8
Debt/EBITDA (x)	2.5	6.6	3.1	3.6	3.7
FFO/debt (%)	31.2	11.1	26.0	17.6	19.0
Cash flow from operations/debt (%)	32.2	14.5	24.8	11.7	15.5
FOCF/debt (%)	13.8	3.1	(1.9)	5.8	0.6
DCF/debt (%)	4.8	2.0	(6.6)	5.7	(12.8)

We compare ICL with business peers operating in the potash and phosphate fertilizer industry, such as K+S AG, Uralkali OJSC, EuroChem Group AG, and Mosaic Co. ICL's adjusted EBITDA margins have historically lagged those of Eurochem, which benefits from a first-quartile position in phosphate, thanks to access to lower gas prices for Russian producers and a high degree of vertical integration. In comparison with K+S, ICL displays higher margins, reflecting its highly advantageous cost position in potash given its access to high quality raw materials in the Dead Sea, and notwithstanding its high cost position in Spain. By comparison, K+S' profitability has been declining in recent years due to production challenges and the high cost position of its German mines. Overall, the EBITDA margins of ICL, K+S, and Eurochem contrast with Uralkali's superior margins. The latter has large and very low-cost reserves, which position it as the leader on the global cost curve.

Chart 6**ICL Group Ltd. Profitability - Adjusted EBITDA Margin Peer Comparison**

Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Business Risk: Satisfactory

Our assessment of ICL's business risk reflects its position as the sixth-largest global potash producer--a market with continuously increasing demand and few players--and the largest global bromine producer. ICL's business position is underpinned by its inherent advantages, including direct access to a concentrated source of unique high-quality raw materials in the Dead Sea; a good cost position of potash and bromine mining compared with competitors; low storage costs and easier inventory maintenance, due to the dry weather in the Dead Sea area; proximity to ports and strategic clients (notably China and India); and a synergy between the manufacturing processes for different specialty chemicals products.

Our view of ICL's business is further supported by its wide geographic sales spread, which we believe reduces its exposure to demand shifts due to regional factors (like extreme weather), and by a diversified portfolio of products used in many industries.

ICL's main business risk relates to its dependence on the extension of its Dead Sea concession by the Israeli government in 2030, and its exposure to political pressures and regulatory changes, because it translates into uncertainty as to whether the business will continue in its current form beyond 2030. There are currently no firm developments in this area. We also note that ICL's position in the commodity phosphate market is weaker than that of

peers, for example OCP S.A. or Phosagro PJSC, due to the relatively low quality of the phosphate rock mined in the Negev Desert in Israel, high production costs, and the lack of an alternative mining site as reserves at the current site are dwindling.

Our view on ICL's business is further constrained by the highly cyclical nature of the fertilizer industry. This cyclical reflects the industry's changing supply-demand balance, which is difficult to predict as it depends on fertilizer price expectations, harvests, the crop mix, farmers' earnings (which depend on crop prices), the weather, and inventory levels. New supply tends to come on stream and higher cost capacities are curtailed. Political decisions influence both demand and supply, through export allowances or taxes and subsidies in various core markets, especially in India and China.

ICL's ongoing shift from the production of commodity fertilizers to value-added complementary products is an important strategic step to help it stabilize profits through the cycle. It is also continuing its cost efficiency programs at the phosphate mines in China, the production ramp up at the polysulphate mine in England, and consolidation of the mines in Spain. The company is also committing capex to improve capacity, lower production costs, and meet regulatory requirements.

Financial Risk: Significant

Our assessment of ICL's financial risk reflects the cyclical nature of the fertilizer industry, which historically--and as for peers--has led to significant volatility in ICL's adjusted EBITDA. We also factor in ICL's investment needs, which mainly include maintenance capex and obligations to the Israeli government as part of the Dead Sea concession (including the salt harvest project). We also factor in ICL's balanced financial policy, notably with regard to dividend distributions to the parent company, Israel Corp, and to all other shareholders. Over the medium term, ICL's strategy is to enhance its market positions across three core mineral value chains in bromine, potash, and phosphate, as well as expanding its Innovative Ag Solutions business. We understand that the company will execute its growth strategy via bolt-on acquisitions, organic investments, ramp-up of specialty fertilizer products such as polysulphate, innovation through new product development, and new applications for existing products.

At the same time, ICL is committed to the current rating and to maintaining prudent leverage. Management demonstrated this commitment in 2018, when it used net proceeds of about \$900 million from the sale of a fire safety unit to repay about \$800 million of debt. The deleveraging was further followed by ICL's board of directors' decision to revise the dividend distribution policy to about 50% of adjusted net income from 70% in 2016.

Under our base-case scenario, we forecast that adjusted debt to EBITDA will be 3.2x-3.4x in 2020, compared with 2.5x in 2019. We don't anticipate any material transactions, with only \$27 million outflow for a bolt-on acquisitions of Growers Holdings Inc. in February 2020. Based on reported EBITDA of \$900 million-\$940 million, capex of about \$570 million, and modest working capital outflows, we estimate that ICL will generate \$80 million-\$120 million of free operating cash flow (FOCF) in 2020. We forecast that FOCF will recover to more than \$200 million in 2021, but remain lower than the over \$400 million the company generated in 2019.

The fertilizer industry's cyclical is a structural constraint to its financial risk because it translates into volatility in

profits outside of the company's control, as well as large seasonal working capital swings. ICL's track record of navigating the business through the cycle and prudent financial policy are important mitigating factors.

Financial summary

Table 2

ICL Group Ltd.--Financial Summary

Industry sector: Chemical companies

	--Fiscal year ended Dec. 31--				
	2019	2018	2017	2016	2015
(Mil. \$)					
Revenue	5,271.0	5,556.0	5,418.0	5,363.0	5,405.0
EBITDA	1,201.0	1,181.0	1,087.0	1,006.5	1,224.9
Funds from operations (FFO)	947.0	981.8	810.7	776.0	1,086.8
Interest expense	140.0	165.2	175.3	187.5	132.1
Cash interest paid	134.0	143.2	149.3	146.5	118.1
Cash flow from operations	976.0	631.8	859.7	987.0	595.8
Capital expenditure	557.0	550.0	434.0	610.0	598.0
Free operating cash flow (FOCF)	419.0	81.8	425.7	377.0	(2.2)
Discretionary cash flow (DCF)	146.0	(159.2)	188.7	215.0	(350.2)
Cash and short-term investments	191.0	213.0	173.0	116.0	248.0
Gross available cash	161.0	183.0	146.0	96.0	248.0
Debt	3,034.5	3,044.0	3,959.9	4,052.0	3,883.1
Equity	4,061.0	3,915.0	2,930.0	2,659.0	3,188.0

Reconciliation

Table 3

ICL Group Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. \$)

--Fiscal year ended Dec. 31, 2019--

ICL Group Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported	2,301.0	3,925.0	1,189.0	756.0	109.0	1,201.0	992.0	576.0
S&P Global Ratings' adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(120.0)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(115.0)	--	--
Reported lease liabilities	300.0	--	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	439.0	--	9.0	9.0	12.0	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(161.0)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	19.0	(19.0)	(19.0)	(19.0)
Share-based compensation expense	--	--	12.0	--	--	--	--	--

Table 3**ICL Group Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. \$) (cont.)**

Dividends received from equity investments	--	--	3.0	--	--	--	--	--
Asset-retirement obligations	155.5	--	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	9.0	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	3.0	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	136.0	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	(12.0)	(12.0)	--	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	(10.0)	--	--	--	--
Total adjustments	733.5	136.0	12.0	(4.0)	31.0	(254.0)	(16.0)	(19.0)
S&P Global Ratings' adjusted amounts								
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	3,034.5	4,061.0	1,201.0	752.0	140.0	947.0	976.0	557.0

Liquidity: Adequate

ICL's liquidity is adequate. Our assessment of ICL's liquidity reflects our expectation that the ratio of sources and uses will be around 1.4x in the 12 months from March 31, 2020. Our assessment is underpinned by the company's prudent liquidity management, sufficient unutilized committed credit lines, and good access to the banking system and the Israeli capital markets.

Principal liquidity sources

- Available unrestricted cash and cash equivalents of about \$500 million on March 31, 2020. We note that cash balances were boosted by the preventative drawing of \$300 million under ICL's committed revolving credit facility (RCF) in March 2020;
- Availability of about \$590 million under a \$1.1 billion long-term RCF maturing beyond one year;
- Our forecast of reported cash FFO of \$720 million-\$740 million; and
- About \$110 million in proceeds from the issuance of a bond in May 2020.

Principal liquidity uses

- Short-term debt maturities of about \$606 million;
- Capex of \$550 million-\$560 million;
- Working capital outflows (including intrayear) of about \$50 million; and
- Dividend distribution of about \$120 million.

Covenant Analysis

We forecast comfortable headroom under the covenants incorporated in ICL's debt agreements. These include:

- Total shareholders' equity greater than \$2 billion;
- EBITDA net interest cover ratio equal to, or greater than 3.5x;
- Net financial debt to EBITDA less than 3.5x; and
- Ratio of certain subsidiaries loans to total consolidated assets of less than 10%.

Environmental, Social, And Governance

We see ESG credit factors for ICL as more exposed in comparison with industry peers', given that it operates a unique natural resource asset in a region facing water scarcity and significant geopolitical tensions. The company conducts its Dead Sea operations under a concession agreement with the Israeli government.

The minerals from the Dead Sea are produced by means of solar evaporation, in which salt sinks to the bottom of one of the pools. As a result of this process, raising the water above a certain level may cause damage to the foundations and hotel buildings located near the shoreline and to other infrastructure on the beach. ICL also draws water from the northern basin of the Dead Sea and transfers it to pools at the southern part of the sea. As a result, the water level has decreased in the Dead Sea's northern basin over the years, most recently at an average annual rate of about 110 centimeters, leading to the creation of sinkholes.

We note that ICL's share of responsibility for the Dead Sea's water depletion is about 23%, with the balance due to evaporation, increased use of upstream water by neighboring countries (including Israel), and less rain in general. Over the longer term, we believe this situation may create pressure on ICL to reduce its use of Dead Sea minerals, which could have an adverse effect on its business.

In addition, ICL is exposed to lawsuits in connection with malfunctions at its plants resulting in an ecological environmental impact. For example, in 2017, a pool used to store water gypsum formed in production processes in the Negev collapsed. This event led to severe environmental pollution. Class action suits were filed against ICL and it was required to bear long-term costs relating to rehabilitation programs. Such costs are hard to predict but could influence the financial and credit metrics of the company if incurred.

Group Influence

ICL is 45.9% owned by Israel Corp., whose shares are traded on the Tel Aviv Stock Exchange. The balance of shares are owned by institutional and public investors and traded on the Tel Aviv and the New York Stock Exchanges.

Israel Corp's asset portfolio is dominated by its controlling stake in ICL (about 88% of Israel Corp's portfolio value as

of May 31, 2020). It is also the major shareholder of Oil Refineries Ltd. (ORL), an Israel-based energy company (about 12% of its portfolio value).

Israel Corp.'s main source of cash for its debt service are the dividends from ICL, bearing in mind that ORL's dividends are relatively limited. Notwithstanding this status, we view ICL's credit quality as insulated from the estimated credit quality of Israel Corp. due to relatively strong Israeli legislative and regulatory protection frameworks, where both companies are incorporated. We recognize that five out of 10 board members of ICL are independent, and five are nominated by Israel Corp.

That said, we understand that Israel Corp.'s stated strategy is to expand its holding portfolio to new industries, through acquisitions. While the implementation of this strategy may take time and could be delayed due to COVID-19, we understand from management that it will not lead to an increase in net debt over time. In our view, this represents an important area of uncertainty with regard to the credit quality of the parent, notwithstanding our view of ICL's insulation.

Issue Ratings--Subordination Risk Analysis

Capital structure

ICL's capital structure consists primarily of senior unsecured debt issued at the parent or 100%-owned financing entity level. There is no material secured debt.

Analytical conclusions

ICL's debt is rated 'BBB-', the same as the issuer credit rating, because ICL does not have any material secured debt, limiting the risk of subordination for lenders of unsecured debt.

Ratings Score Snapshot

Issuer Credit Rating

Foreign Currency: BBB-/Stable/--

Business risk: Satisfactory

- **Country risk:** Intermediate
- **Industry risk:** Intermediate
- **Competitive position:** Satisfactory

Financial risk: Significant

- **Cash flow/leverage:** Significant

Anchor: bbb-

Modifiers

- **Diversification/portfolio effect:** Neutral (no impact)

- **Capital structure:** Neutral (no impact)
- **Financial policy:** Neutral (no impact)
- **Liquidity:** Adequate (no impact)
- **Management and governance:** Fair (no impact)
- **Comparable rating analysis:** Neutral (no impact)

Related Criteria

- General Criteria: Group Rating Methodology, July 1, 2019
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, April 1, 2019
- General Criteria: Methodology For National And Regional Scale Credit Ratings, June 25, 2018
- Criteria | Corporates | General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings, March 28, 2018
- Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, Dec. 16, 2014
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Industry Risk, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Timeliness Of Payments: Grace Periods, Guarantees, And Use Of 'D' And 'SD' Ratings, Oct. 24, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities, Nov. 13, 2012
- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks, Sept. 14, 2009

Business And Financial Risk Matrix						
Business Risk Profile	Financial Risk Profile					
	Minimal	Modest	Intermediate	Significant	Aggressive	Highly leveraged
Excellent	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
Strong	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
Satisfactory	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
Fair	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
Weak	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
Vulnerable	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

Ratings Detail (As Of June 29, 2020)*

ICL Group Ltd.

Issuer Credit Rating

Foreign Currency

BBB-/Stable/--

Senior Unsecured

BBB-

Ratings Detail (As Of June 29, 2020)*(cont.)**Issuer Credit Ratings History**

27-Oct-2016	<i>Foreign Currency</i>	BBB-/Stable/--
20-Jun-2016		BBB/Watch Neg/--
29-Oct-2015		BBB/Negative/--

*Unless otherwise noted, all ratings in this report are global scale ratings. S&P Global Ratings' credit ratings on the global scale are comparable across countries. S&P Global Ratings' credit ratings on a national scale are relative to obligors or obligations within that specific country. Issue and debt ratings could include debt guaranteed by another entity, and rated debt that an entity guarantees.

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.ratingsdirect.com (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGS DIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

29 ביוני, 2020**אנליסט אשראי ראשי:**

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

איש קשר נוסף:

tom.dar@spglobal.com 972-3-7539722, Tom Dar

תוכן עניינים

2	תמצית
4	תחזית הדירוג
4	התרחיש השלילי
5	התרחיש החיובי
5	תרחיש הבסיס
5	הנחות עיקריות
5	יחסים עיקריים
6	תחזיות תרחיש הבסיס
6	תיאור החברה
9	הפרופיל העסקי
11	הפרופיל הפיננסי
13	נדילות
13	ניתוח התנויות
14	גורמי סביבה, חברת וממשל תאגיד
14	השפעת הקבוצה
15	התאמות לדירוג
15	דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות
15	הרכב ההון
15	מסקנות אנליטיות
15	התאמות לדיווח הכספי
16	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
17	רשימת דירוגים

אי.ס.אל גروف בע"מ

iAA/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכוןים עיקריים	חווקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> מחזוריות ותחרותיות גבוהות המאפיינות את שוק הדשנים. חשיפה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בגין להערכת היזיכון בים המלח שיפור ב-2030. השקעות הונית (capex) גבוהות ומחייבות בים המלח. חשיפה מסוימת של תחומי הברום למחזוריות בשוקי קצה כגון נפט וגז, רכב ובנייה. 	<ul style="list-style-type: none"> עמידות יחסית של ענף הדשנים למתון הכלכלי כתוצאה מגפת הקורונה. אחת היצרניות המובילות בשוק האשלאג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. יתרונות תחרותיים הנובעים מהפעילות בים המלח המקנה גישה לחומר גלם אינטנסיבי ויחודיים, יתרונות לוגיסטיים, קרבה לנמלים ועליות נמוכות יותר בהשוואה למתחרים בייצור האשלאג והברום. סינרגיה גבוהה בייצור מוצרים ייחודיים המספקים ערך נוסף. מדיניות פיננסית זהירה ונזילות הולמת.

אנו צופים שהיחסים הפיננסיים של אי.ס.אל גروف בע"מ ("החברה") ימשיכו להלום את הדירוג ב-2020, למרות השפעות מגפת הקורונה. פעילות החברה נפגעה במידה מינימלית מגפת הקורונה בربعון הראשון של השנה. עבודות הכריה בספרד הופסקו לכשלושה שבועות בשל מגבלות שהוטלו במדינה במטרה להכיל את התפרצויות, ואילו בבריטניה חלה ירידה של כ-30% בשיעורי הפעילות כתוצאה מסידור מחדש של משמרות ואמצעים לשמירה על רוחוק חברתי. כל מתקני החברה, כולל אלו שבטיין, חזרו לפעילות שגרתית או כמעט שגרתית. אנו צופים שהביקוש לדשנים ישאר יציב יחסית ב-2020, אך מצינים את ניהול המלאי ההדוק של החקלאים ואת היכלשות מחירי הסחורות החקלאיות. בה בעת, אנו מניחים שהשפעות מגפת הקורונה על המגזר החקלאי ועל הביקוש לדשנים יהיו מוגבלות מכך לביקוש לכימיקלים אחרים. זאת בשל התפקיד הייחודי שמלא המגזר באספקת המזון, שהופכת אותו לחינוי ענייני ממשלות ברחבי העולם. בתחום הברום, ש-25% מהכנסותיו חשופות לשוקי קצה תנודתיים כגון נפט וגז, רכב ובנייה, אנו צופים שהרווחיות תיתמך ביציבות בביטחון מצד ענפי הפרמצבטיקה, המזון ושירותי הבריאות, המיצרים כ-8% מהכנסות. נציג לטובה את מאמץיה הפעילים של החברה לתמוך ביתרות המזומנים שלה, שכללו משכבה של 300 מיליון דולר מסמגרת אשראי מתחדשת בהיקף של 1.1 מיליארד דולר, כמו גם את הנהול ההדוק של הוצאות הונית והון חזיר.

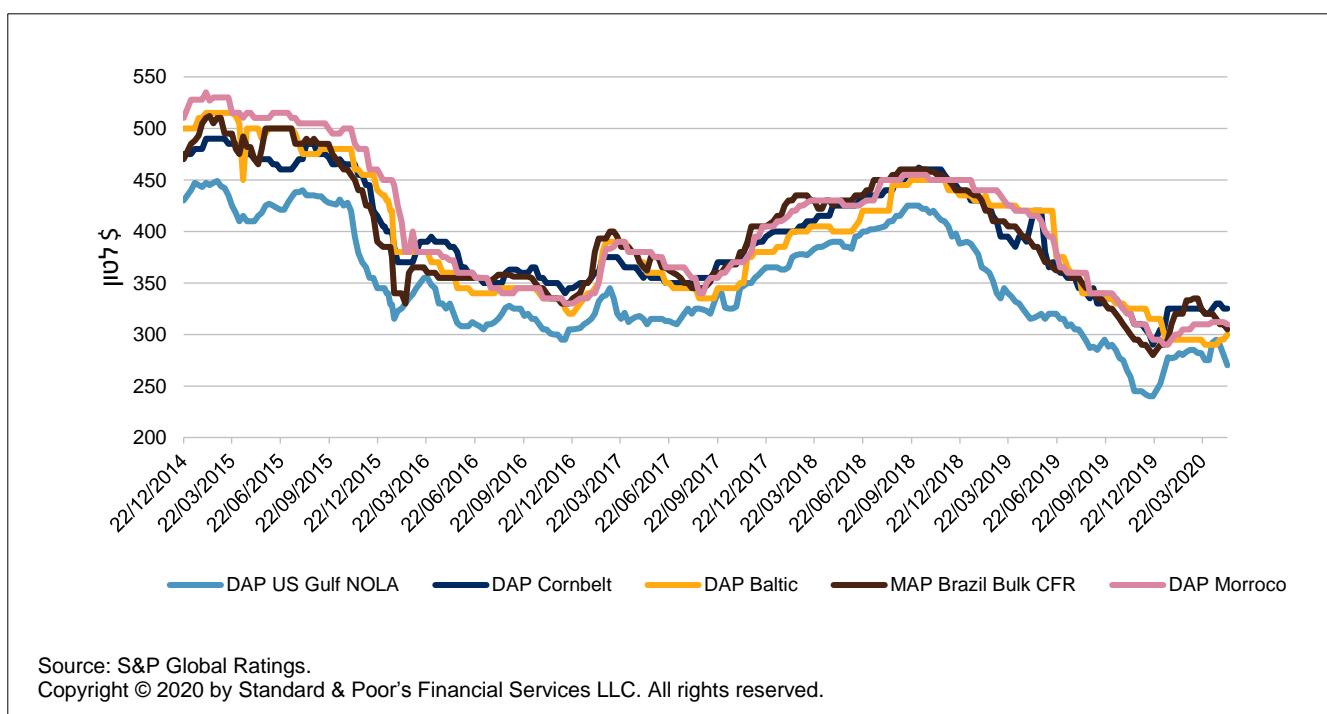
אנו צופים היכלשות במחירים האשלאג והפומט ב-2020, וסבירה תפעולית מתוגרת יותר. מספר גורמים מניעים את הירידה במחירים הדשנים בהשוואה לשנה שבעה, ביניהם העיכוב בחתימה על חוזה האשלאג

אי.ס.אל גראף בע"מ

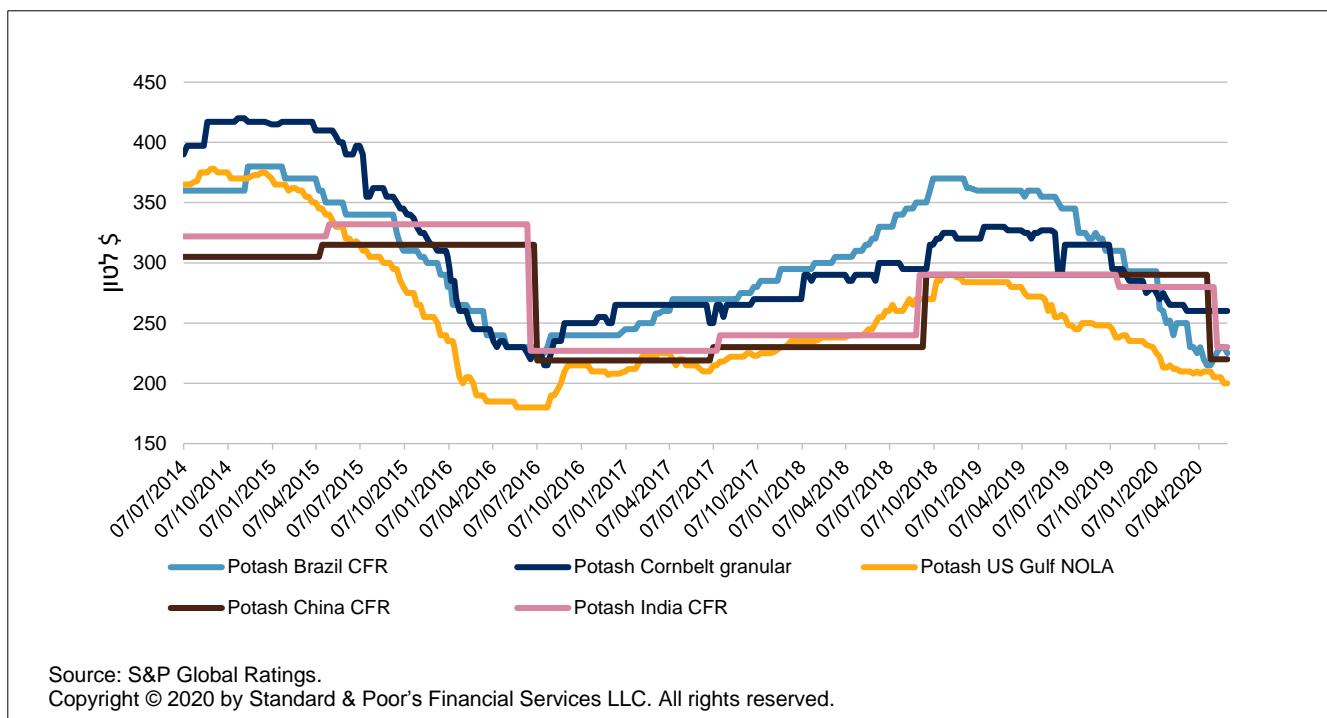
המרכז'י עם סין במחיר של 220 דולר לטון (70 דולר לפחות מבער), הירידה במחירים הנפט שמשפיעה על מחירים האתנול (גורם מרכזי בקביעת מחירים התיירים) וכתוואה מכר על הכנסות החקלאים והיעד עודף בשוקי האשalg והפוספט שהייב להיספג על ידי עלייה בביקוש. בהינתן הערכתנו להתאוששות כלכלית ב-2021, אנו חוזים שה-EBITDA המתואם של החברה יעלה במידה מה ל-1.1-1.1 מיליארד דולר, מ-920-960 מיליון דולר ב-2020 (הערכה שלנו). בטוחה הארכו, המגמות לשני המוצרים הן חייבות. אנו צופים עלייה שנתית של 1%-3% בנצח המכירות, וסבירים כי יש צורך בתוספת של קיבולות ייצור על מנת לספק את הגידול בביקוש. עם זאת, שוקי האשalg והפוספט רגשים להאטה הנובעת מעלייה בתחרות, ושוקי הדשנים נתונים לתנודות עונתיות וחשופים לתנאי מג האוויר, למידניות ממשלתית, לתנודות בשער החליפין ולמשאים ומתנים עם לקוחות גדולים.

נציין כי קיימת אי-ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה. הקונצנזוס בקרב מומחי רפואה הוא שייתכן שהמגפה הגיעה או כמעט הגיעה לשיאו באזורי מסוימים בעולם, אולם המשיך להוות איום עד שיחסון או טיפול אפקטיבי יהיו זמינים בהיקף נרחב, מה שעשוי לא לקרות עד המחזית השנייה של 2021. אנו משתמשים בהנחה זו להערכת השלכויות הכלכליות של המגפה והשפעתה על איקות האשראי של גופים וחברות (ראו [באתר S&P Global Ratings](#) ו[באתר S&P Global Ratings](#)).

תרשים 1: מחירים פוספט מ-2014 עד היום



תרשים 2: מחירי אשלג מ-2014 עד היום



תחזית דירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שאי.ס.אל גראף תשמר על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של $\times 2.4$, בהתחשב בירידה במחירים האשלג והפוספט ובסביבת המיתון הכלכלי המחלישה את שוקי הדשנים והברום. בין היתר בשל התאוששות הדרגתית במחירים הדשנים.

אנו צופים שהחברה תיצור EBITDA מתואם של 960-920 מיליון דולר ב-2020, בתמיכת מעמדה הנוכחי בתחום הדשנים ועליות ייצור נמוכות בישראל. אנו רואים יחס מתואם חוב ל-EBITDA של $\times 3.0$ בשיא מחזור העסקים ו- $\times 4.0$ בתחום מחזור העסקים כהולמים את הדירוג הנוכחי.

התרחיש השלייל

נסקהל פועלות דירוג שליליות אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA של החברה יהיה קרוב ל- $\times 4.0$ ולא אופק לשיפור בטוח הקצר, והביצועים התפעוליים שלה ייחלשו. תרחיש זה עשוי לנבוע מהרעה בתנאי השוק, למשל כתוצאה מתקופת מתמשכת של מחירים אשלג ופוספט בשל ביקוש חלש או עודף היצע מתמשך בשני השוקים. אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם החברה תסיטה ממדייניות הדיבידנדים המוצהרת שלה או תבצע רכישות גדולות ומונופוט.

בתווך הבינוי עשוי להיווצר לחץ שלילי על הדירוג אם תימשך אי הودאות בנוגע לחידוש היזכון בים המלח. בתנאים כאלה אנו צופים היכלשות בפרופיל העסק, שנתרマー ביום בתרונות המובנים של פעילות החברה בים המלח.

התרחיש החיווי

נסקהל פעולה דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, שיתבטא ביחס מתואם חוב ל-EBITDA נמוך מ-2.5 לארך זמן. עלייה בדירוג תלולה גם בהערכת איכות האשראי של החברה לישראל בע"מ (aa/Stable), בעלת המניות העיקרית (46%) של אי.ס.אל גראף.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- התכווצות של 5.2% בתמ"ג בצפון אמריקה וצמיחה של 6.2% ב-2021; ירידה של 5.1% בתמ"ג 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 מסווג ברנט של 30 דולר לחבית ב-2020, 50 דולר לחבית ב-2021 ו-55 דולר לחבית ב-2022 ולאחר מכן.
- עליה שנתית ממוצעת של עד 5% בבקשות לדשנים מבוסס פוספט ואשלג, בין השאר בשל הגידול באוכלוסייה העולמית, הצמיחה בתמ"ג העולמי והשינוי בהרגלי האכילה.
- הכנסות של 5.0-4.8 מיליארד דולר ב-2020 ושל 5.1-5.2 מיליאון דולר ב-2021.
- חלוקת דיבידנד שנתית של עד 50% מהרווח הנקי המתואם, לפי מדיניות הדיבידנדים של החברה.
- הוצאות הוניות (capex) של כ-570 מיליון דולר ב-2020, בדומה ל-2019, ושל כ-550 מיליון ב-2021. נציג כי החברה קובעת את רמת ההשקעות בהתאם לביטחון העסק ולתחזית לעתיד.
- רכישת Growers Holdings, Inc. ב-2020 תמורת 27 מיליון דולר בפברואר 2020, ללא רכישות ממונפות גדולות ב-2020 או ב-2021.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2021F	2020E	2019A	2018A	
הכנסות (מיליאן \$)	5,200-5,100	5,000-4,800	5,271	5,556	
EBITDA (מיליאן \$)	1,100-1,000	960-920	1,201	1,181	
שיעור AEBITDA	21%-20%	כ-19%	23%	21%	
הוצאות הוניות (מיליאן \$)	550	570	557	550	
תשरיטים מזומנים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) (מיליאן \$)	מעל 200	120-80	419	81.8	
חוב/EBITDA	3.0x-3.2x	2.5x	2.6x		

A-בפועל. E-צפי. F-חزو.

תחזיות תרחיש הבסיס

תחזית ההכנסות מושפעת ממחירים האשlag והפוספט הנמוכים ב-2020. אנו מעריכים בחשבונם גם הרעה מסוימת בתחום הברום בשל שימושים בשוקי קצה מחזוריים, כגון שימוש בתמלחת בקיודוח נפט וגז, או תוספים מעכבי בעיר תעשיית הרכב והבנייה. השפעה זו ממוותנת על ידי העליות הנמוכות יחסית של החברה בים המלח, הגידול בנפח ההפקה לאחר השלמת שדרוג אחד המתקנים בסוף 2019 והעמידות של קווים המוצרים הייחודיים. ההכנסות יתמכו גם בביטחונים היציבים של שימושי הברום בשוקים כגון פרמצטטיקה, אגרוכימיה ומזון, שעמידים יחסית לשינויים בסביבה המקרו-כלכליות.

קיים עודף קיבולת ייצור בענף האשlag, ולכן איןנו צופים התדרדרות משמעותית נוספת במחירים ב-2020. עם זאת, אנו סבורים כי החזים עם סין מספקים לשוק וDAO מסוימת לגבי המחיר המינימלי והצריכה המינימלית של המוצר. אנו מעריכים כי ב-2021 מחירי האשlag יעלו בהדרגה אם היצרניות הגדולות ישמרו על משמעת היצוא, במיוחד כאשר תגדל קיבולת הייצור של Eurochem Group AG.

הלחץ על מחירי הפוספט יימשך ב-2020, בשל היצוא עודף בשוק ותחרות בין היצרניות העיקריות. היקף וקצב הירידה בייצוא הפוספט מסין בשל שיקולים סביבתיים הם פרמטרים חשובים שעשוים לצמצם את היצוא העודף בענף.

מוצרים ייחודיים והתייעלות יתמכו ברוחניות. אנו צופים שיעור EBITDA מתואם של 19%-21% ב-2021-2020, בזכות המוצרים הייחודיים של החברה ותהליכי התיעלות במקורות ספרד ובאנגליה. אלה יתקזזו חלקית מול היכלשות ברוחניות בשוק הדשנים הגנריים.

תיאור החברה

אי.ס.אל גראף היא חברת בינלאומית מייצרת ומשווקת דשנים גנריים וייחודיים המבוססים על אשlag, פוספט וברום. לחברה ארבע חטיבות עיקריות:

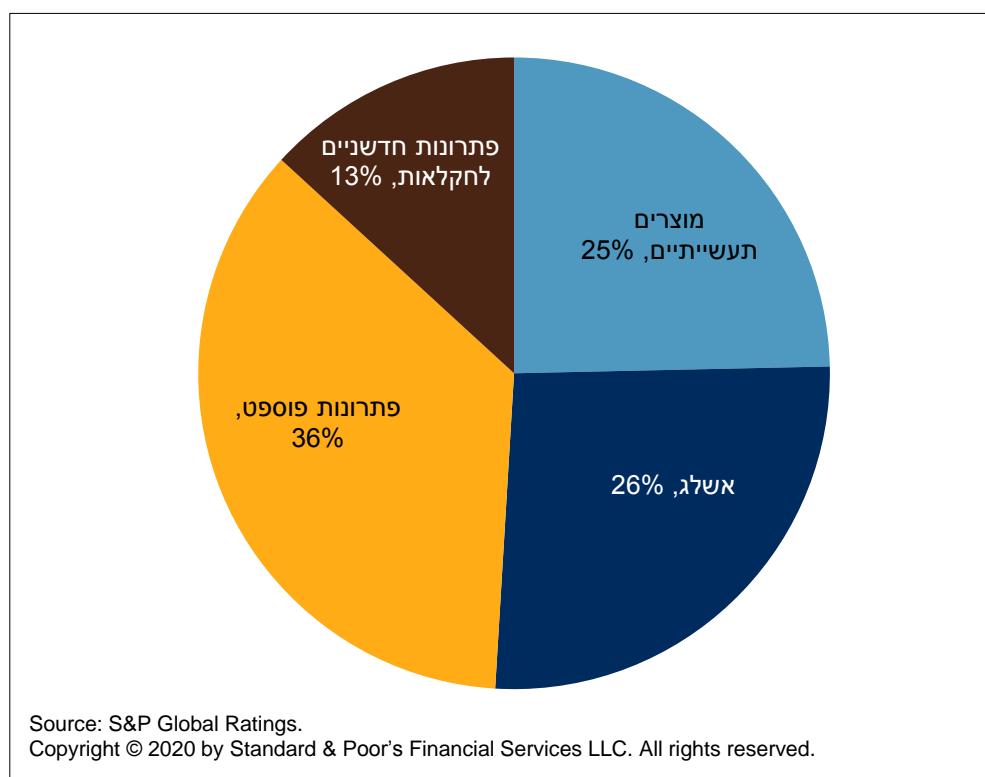
- **מוצרים תעשייתיים (25% מהמכירות ב-2019, רוחניות תעופולית של 26%).** באמצעות חטיבה מרכזית זו, מייצרת החברה ברום טהור למגוון רחב של ישומים כגון מעכבי בעיר, מוצרי מגנזה ומלח ופתרונות לאחסון אנרגיה. מפעל החברה בים המלח מבוסס על מאגרי הברום הגדולים בעולם עם ריכוז הברום הגבוה ביותר. החברה ושתי מתחנותיה המרכזיות, Albemarle ו-Lanxess, אחראיות לרוב ייצור הברום העולמי ב-2019. חסמי הכניסה לשוק זה הם גובהים, בשל הצורך לגישה למאגרי ברום כבדים לניצול והדרישות הלוגיסטיות המחייבות (שינוו ברום מצריך שימוש במיכליים מיוחדים). החברה משתמשת בכ-80% מהברום הטהור שהיא מייצרת לצרכיה העצמיים בייצור תרכובות ברום שרוחניות גובהה יותר.
- **אשlag (26% מהמכירות, רוחניות תעופולית של 21%).** בסגמנט זה, החברה מייצרת ומשווקת דשנים ומלחים מבוססי אשlag המופק מים המלח בתהיליך אידי ייעיל במיוחד ומוכרה כתת-קרקען קובניציונלי בספרד. באנגליה, החברה המירה את הייצור במכרה Boulby שברשותה מאשlag חדש מתקדם ובלתי-

אי.ס.אל גروف בע"מ

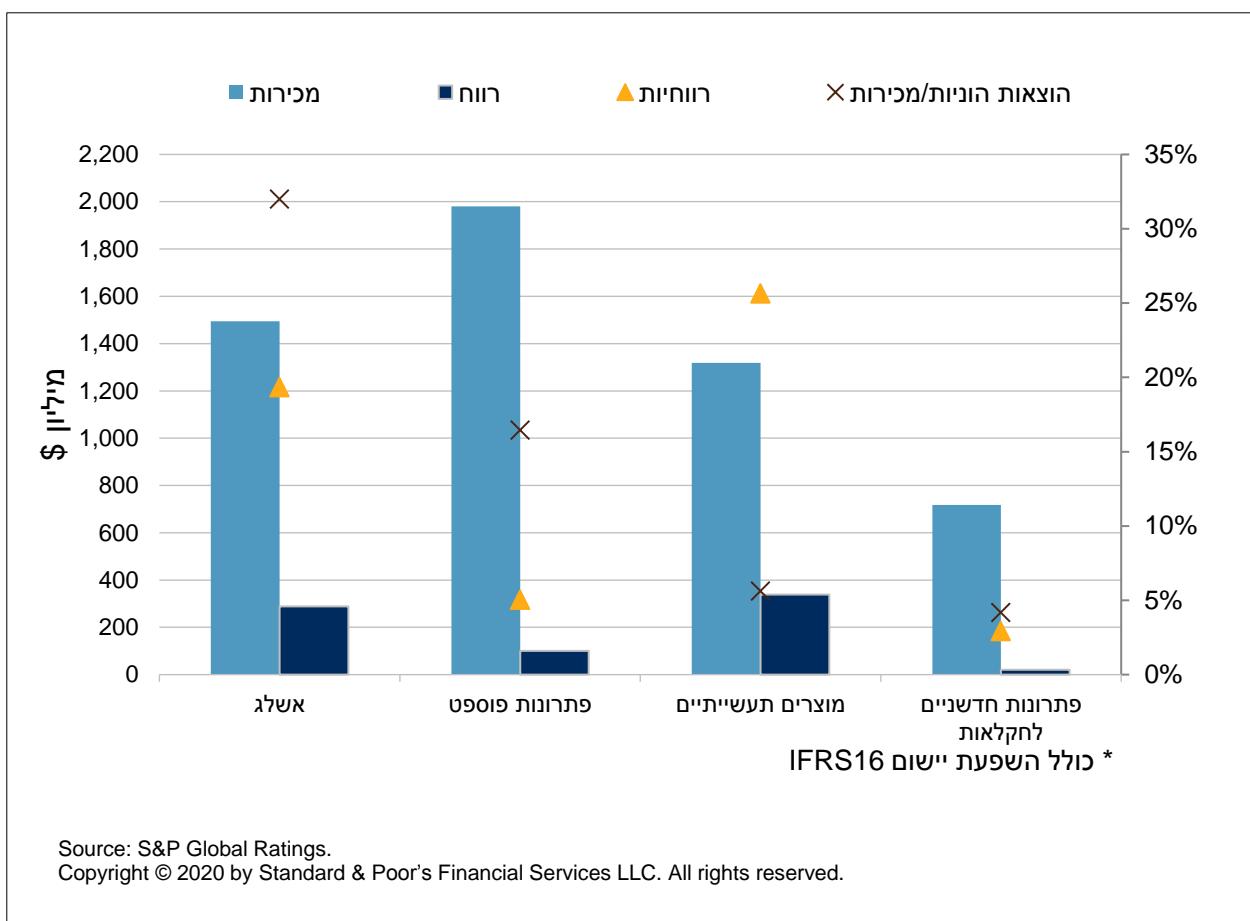
השוק תחת השם פוליסולפט, המבוסס על סולפט של אשלגן, סידן ומגנזיום. אף על פי שהיקף יצור האשלגן של החברה נמוך משל מתחרותיה העיקריים, Uralkali, Nutrien, Mosaic ו-*i*-*Mosaic*, היא נהנית מעליות ייצור נמוכות תודות לשיטת האידי או באתר בים המלח ומיתרין לוגיסטי בשל קרבתה הפיזית לקלוחות.

- פתרונות פוספט (36% מהמכירות, רוחיות תעופולית של 5%). באמצעות חטיבת זו מפעילה החברה ארבעה מכרות פתוחים, שלושה מתוכם ממוקמים בנגב והרבעי בסין. חטיבת זו משתמשת בפוספט כחומר גלם לפיתוח מוצרי פוספט ייחודיים עם ערך נוסף גבוה יותר, תחום שבו נתח השוק הגלובלי של אי.ס.אל גروف הוא 24%.
- פתרונות חדשניים לחקלאות (13% מהמכירות, רוחיות תעופולית של 3%). באמצעות חטיבת זו, החברה מספקת מוצרי דישון ייחודיים המבוססים על חנקן, אשלגן ופוספט, כולל מוצריים מסיטים, נזליים ומוצריים בשחרור מבוקר. חטיבת זו היא גם זרוע החידושים של החברה ואחרראית למחקר ופיתוח ולחידושים דיגיטליים.

תרשים 3: אי.ס.אל גروف בע"מ – מכירות 2019 לפי חטיבה

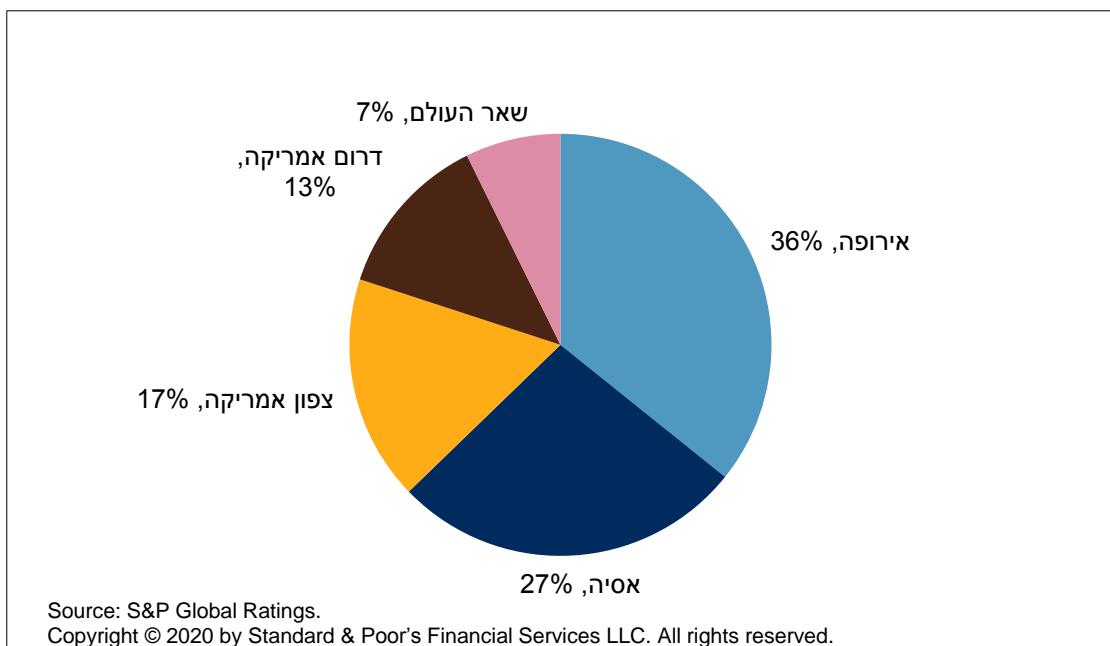


תרשים 4: אי.ס.אל גروف בע"מ – מכירות, רווח והשקעות לפי חטיבה



פעילות החברה מתבססת בעיקר על משאבי טבע: אשלג, ברום, מגנזיום ונתרון המופקים מים המלח, וסולע הפויסופט הנכירה בENG, על סמך זיכיונות ורישונות מדינת ישראל. לחברה גם מכורות פוליסולפט ומלח בספרד ובאנגליה ומכורות ומפעלי עיבוד של פוסופט בסין. אי.ס.אל גروف היא יצרנית האשלג השישית בגודלה בעולם, והיצרנית הגדולה ביותר בעולם של ברום, חומצה זרחיתית מזוקקת ועוד. לחברה פיזור גיאוגרפי נרחב: כ-36% מהכנסותיה ב-2019 נבעו מארצות הברית, 27% מארצות הברית, 17% מצרפת אמריקה, 13% מדרום אמריקה, והיתר משאר העולם.

תרשים 5: א.י.ס. אל גروف בע"מ – מכירות 2019 לפי מיקום הליקות



הפרופיל העסקי

הערכتنا לפרופיל העסקי של החברה משקפת את העובדה יצירנית האשлаг השישית בגודלה בעולם, שוק המאופיין בביטחון גדול לארוך זמן ובריציות גבוהה, והיצירנית הגדולה בעולם של ברום. לחברת מיצובי תחרותי גבוהה יחסית הנבע מיתרונות מובנים, ביניהם גישה ישירה למקור מרכז של חומרי גלם אינטנסיביים וייחודיים בים המלח; עליות נמוכות באיסוף אשlag וברום בהשוואה למתחרים; יתרון בעליות אחסנת המוצרים ויכולת ייצור מלאי כתוצאה ממזג האוויר היבש באזורי ים המלח; קרבה לנמלים וליקוחות אסטרטגיים (בעיקר סין והודו); ווינגריה גבוהה בייצור מוצרי כימיקלים ייחודיים בעלי ערך מוסף.

המיצובי העסקי מושפע לחיזוק מיפוי מכירות גיאוגרפי רחב, אשר, להערכתנו, מצמצם את חשיפת החברה לשינויים בביטחון של אירופים אזרחיים (כגון מזג אוויר קיצוני), ומתקיך מוצרים רחוב לשימוש בתעשייה מגוונת. גורם הסיכון העיקרי המגביל את הפרופיל העסקי של החברה הוא התלות בהארכט היזכון בים המלח על ידי ממשלה ישראל ב-2030 וחשיפה ללחצים פוליטיים ושינויים רגולטוריים בישראל, שיזכרות אי ודאות לגבי המשך עסקיה במתכונתם הנוכחיות לאחר 2030. אין לעת עתה התפתחויות ברורות בנושא זה. נציג גם כי בתחום מוצרי הפסופט הגנריים, מעמדה התחרותי של החברה נמוך ביחס למתחרים, לדוגמה OCP S.A. ו- Phosagro PJSC, משומם שאיכות הסלע במכרות החברה בנגב נמוכה יחסית, עליות הייצור של החברה גבוהות וain עדין אתר חיצבה אלטרנטיבי בעוד שהרזרבות באתר הנוכחי מתדלדלות.

הערכת הפרופיל העסקי מוגבלת גם על ידי המחזוריות הגבוהה בענף הדשנים. מחזוריות זו משקפת את השינויים התמידיים בביטחון וביציע, הקשים לחיזוי בשל תלותם בנסיבות לגביהם הדשנים, בהיקף ותמהיל

אי.ו.אל גראף בע"מ

היבולים, בהכנסות החקלאים (שתלוות במחירים התובואה), במזג האויר וברמות מלאי. היעץ חדש מתווסף לשוק הודות להקמת מפעלים חדשים, והיכולת לייצר בעלות נמוכות הולכת ומצטמצמת. החלטות פוליטיות משפיעות הן על הביקוש והן על היעוץ, באמצעות מכשות יוצאות או מיסוי ובסוד בשוק ליבת שונים, בעיקר הרדו ווין.

המעבר המתמשך של החברה מייצר דשנים גנריים לייצור מוצריים משלימים בעלי ערך נוסף הוא צעד אסטרטגי חשוב המשיע ליצוב הרוחים לאורך המחזור. החברה גם ממשיכה ליישם את תכניות התויעלות במכרות הפואספט בסין, את הגדלת ייצור הפוליטוסלפט במכרה באנגליה ואת איחוד המכרות בספרד. החברה גם מוחיבת להשקעות הוניות להגדלת הקיבולת, הקטנת עלויות הייצור, ועמידה בדרישות הרגולטוריות.

Table 1.

ICL Group Ltd.-- Peer Comparison (Mil. \$) for the fiscal year ended December 31, 2019

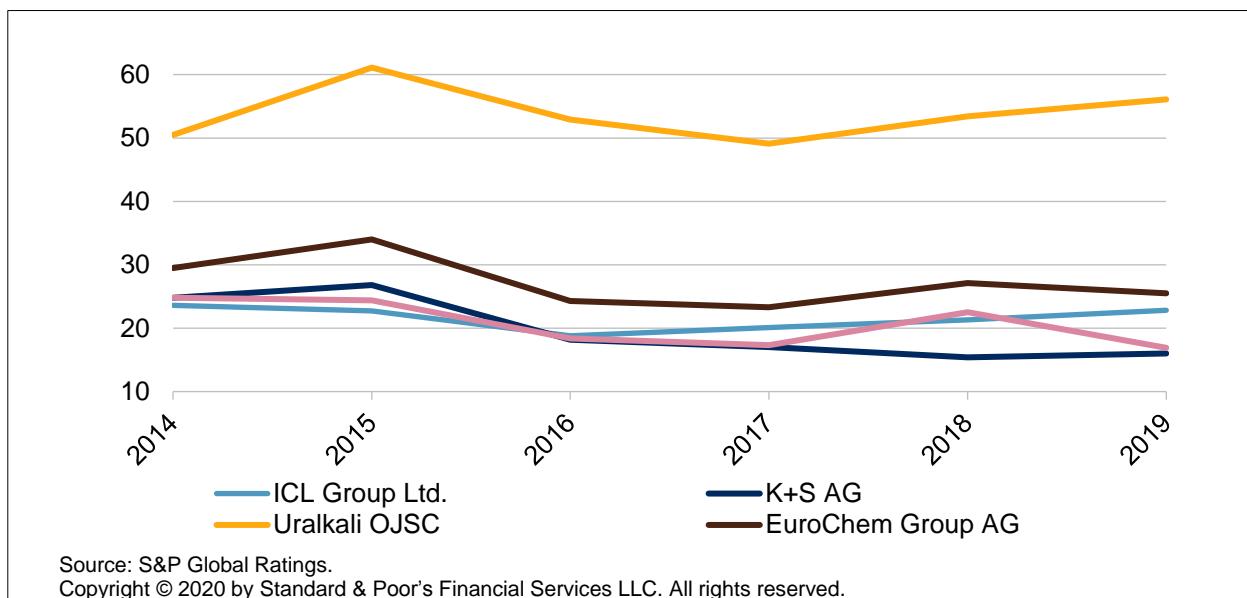
Industry Sector: Chemical Companies

	Israel Chemicals Ltd.	K+S AG	The Mosaic Co.	Uralkali OJSC	EuroChem Group AG
Revenue	5,271.0	4,568.1	8,906.3	2,781.9	6,184.0
EBITDA	1,201.0	730.5	1,501.4	1,561.2	1,578.0
Funds from operations (FFO)	947.0	535.5	1,211.8	986.8	1,106.3
Interest expense	140.0	182.6	296.9	276.1	257.4
Cash interest paid	134.0	143.5	243.1	377.3	291.9
Cash flow from operations	976.0	701.9	1,153.5	656.5	906.1
Capital expenditure	557.0	551.7	1,243.7	329.4	868.7
Free operating cash flow (FOCF)	419.0	150.3	(90.2)	327.0	37.4
Discretionary cash flow (DCF)	146.0	96.5	(307.3)	316.9	(747.6)
Cash and short-term investments	191.0	373.9	519.1	482.7	313.4
Debt	3,034.5	4,837.2	4,657.1	5,606.4	5,828.4
Equity	4,061.0	5,044.3	9,367.6	2,105.5	4,983.1
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	22.8	16.0	16.9	56.1	25.5
Return on capital (%)	10.7	2.6	3.3	19.2	12.0
EBITDA interest coverage (x)	8.6	4.0	5.1	5.7	6.1
FFO cash interest coverage (x)	8.1	4.7	6.0	3.6	4.8
Debt/EBITDA (x)	2.5	6.6	3.1	3.6	3.7
FFO/debt (%)	31.2	11.1	26.0	17.6	19.0
Cash flow from operations/debt (%)	32.2	14.5	24.8	11.7	15.5
FOCF/debt (%)	13.8	3.1	(1.9)	5.8	0.6
DCF/debt (%)	4.8	2.0	(6.6)	5.7	(12.8)

אי.ס.אל גראף בע"מ

אנו משווים את החברה לחברות הבודדות בענף הדשנים המבוססים על אשלג ופוספט, כגון AG K+S, Mosaic Co.- EuroChem Group AG, Uralkali OJSC. באופן היסטורי, שיעורי ה-EBITDA המתואימים של החברה היו נמוכים מלה של EuroChem, הנמצאת ברבעון הראשון של עקומת העלות לייצור פוספט, הודיעת לגישה למחיר גז נמוכים הנחוצים לצרינם ברוסיה ומידה רבה של אינטגרציה אנכית. בהשוואה ל-K+S, AG אל גראף מציגה שיעורי EBITDA גבוהים יותר, המצביעים את היתרון הגדול בעליות הייצור שמעורקיה לה הגישה לחומר גלם באיכות גבוהה בים המלח. רוחיותה של K+S אף הلتה ופחתה בשנים האחרונות בגל אטגרי ייצור והעלות הגבוהה במרקוטיה בגרמניה. שיעורי ה-EBITDA של AG אל גראף, K+S ו-EuroChem נמוכים מלה של Uralkali, הנהנית מגישה למאגרים נרחבים ועלויות ייצור נמוכות שמקנות אותה לחברת המוביליה בעקומת עלות הייצור הגלובלית.

תרשים 6: רוחיות – שיעור EBITDA מתואם של אי.ס.אל גראף ומתחמות גדולות



הפרופיל הפיננסי

הערכתו את הפרופיל הפיננסי של החברה משקפת את המחזוריות המאפיינית את ענף הדשנים, שהובילה היסטורית לתנדתיות-EBITDA המתואם של החברה כמו גם של מתחמותיה. כמו כן אנו מבאים בחשבון את צורכי ההשקעה של החברה, הכוללים בעיקר הוצאות הוניות לשימור הקיימים והתחזיביות להשקעות כלפי ממשלה ישראל נחלק מהזיכיון בים המלח (ובין היתר פרויקט "קצר ים המלח"). אנו מתחשבים גם במדיניות הפיננסית המאזנת של החברה, בפרט فيما שנותר לחיקות דיבידנדים לחברת האם, החברה לישראל בע"מ, ולבעלי מנויות אחרים. בטוחה הבינוני, אסטרטגיית החברה מכוונת לשפר את מעמדה התחרותי בשלושת תחומי הליבה שלה – ברום, אשלג ופוספט – וכן להרחיב את תחום הפתרונות החדשניים לחקלאות. להבנתנו, החברה תיישם את אסטרטגיית הצמיחה שלה באמצעות רכישות של חברות, השקעות ארגניות, האצת הייצור של

אי.ו.אל גראף בע"מ

מוצרי חדשניים כגון פוליפוספט, חדשנות באמצעות פיתוח מוצריים חדשים, ויישומיים חדשים של מוצריים קיימים.

בה בעת, אי.ו.אל גראף מחויבת לדירוג הנוכחי ולשמירה על מינוף שמנני. הנהלה הוכיחה מחויבות זו ב-2018, כאשר השתמשה בתמורה נטו של כ-900 מיליון דולר ממכירת חטיבת מוצר האש כדי לפרוע חוב בהיקף של כ-800 מיליון דולר. בהמשך להורדת מינוף זו, החליטה מועצת המנהלים של החברה לשנות את מדיניות הדיבידנדים שלה לכ-50% מהרווח הנק' המתואם, לעומת 70% ב-2016.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו חוזים כי היחס המתואם חוב ל-EBITDA יעמוד ב-2020 על x-3.2x-3.4x בהשוואה ל-x 2.5x ב-2019. איננו צופים רכישות מוחותיות ב-2020, והעסקה היחידה שנרשמה השנה הייתה רכישת Growers Holdings Inc. בפברואר תמורה 27 מיליון דולר בלבד. על סמך EBITDA מדווח של 900-940 מיליון דולר, הוצאות הוניות של כ-570 מיליון דולר וצרכי הון חוזר נמוכים, אנו מעריכים שהחברה תיצור ב-2020 תזרים מוחמים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) של 80-120 מיליון דולר. אנו חוזים שה-FOCF ישוב ויליה ליותר מ-200 מיליון דולר ב-2021, אך ישאר נמוך מרמתו ב-2019, אז עמד על יותר מ-400 מיליון דולר.

מחזוריותו של ענף החדשניים היא מגבלה מבנית על פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה משום שהוא מוביל לתנודתיות ברוחים שלחברה אין עליה שליטה, וכן לתנודות עונתיות משמעותיות בהון החוזר. ניסינה המוכח של החברה בנויות עסקיה לאורך העשקים, יחד עם מדיניותה הפיננסית הזרירה, הם גורמים מażנים ממשמעותיים.

Table 2.

ICL Group 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	1,201.0	1,181.0	1,087.0	1,006.5	1,224.9
Funds from operations (FFO)	947.0	981.8	810.7	776.0	1,086.8
Interest expense	140.0	165.2	175.3	187.5	132.1
Cash interest paid	134.0	143.2	149.3	146.5	118.1
Cash flow from operations	976.0	631.8	859.7	987.0	595.8
Capital expenditure	557.0	550.0	434.0	610.0	598.0
Free operating cash flow (FOCF)	419.0	81.8	425.7	377.0	(2.2)
Discretionary cash flow (DCF)	146.0	(159.2)	188.7	215.0	(350.2)
Cash and short-term investments	191.0	213.0	173.0	116.0	248.0
Gross available cash	161.0	183.0	146.0	96.0	248.0
Debt	3,034.5	3,044.0	3,959.9	4,052.0	3,883.1
Equity	4,061.0	3,915.0	2,930.0	2,659.0	3,188.0
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	(5.1)	2.5	1.0	(0.8)	(11.5)

	2019	2018	2017	2016	2015
EBITDA margin (%)	22.8	21.3	20.1	18.8	22.7
Return on capital (%)	10.7	11.0	9.1	8.1	11.9
EBITDA interest coverage (x)	8.6	7.1	6.2	5.4	9.3
FFO cash interest coverage (x)	8.1	7.9	6.4	6.3	10.2
Debt/EBITDA (x)	2.5	2.6	3.6	4.0	3.2
FFO/debt (%)	31.2	32.3	20.5	19.2	28.0
Cash flow from operations/debt (%)	32.2	20.8	21.7	24.4	15.3
FOCF/debt (%)	13.8	2.7	10.8	9.3	(0.1)
DCF/debt (%)	4.8	(5.2)	4.8	5.3	(9.0)

נדילות

רמת הנדילות של החברה היא "ולמת". הערכת הנדילות משקפת את הצפוי שלנו כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים יעמוד על כ- x 1.4 ב-12 החודשים שהחלו ב-31 במרץ, 2020. הערכתנו נתמכת בניהול מילות זהה, בהיקף מספק של מסגרות אשראי פניות חתומות ובנגישות טוביה למערכת הבנקאית ולשוק ההון הישראלי.

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> • מזומנים ושווי מזומנים לא מוגבלים בהיקף של כ-500 מיליון דולר נכון ל-31 במרץ, 2020. נציג שיתרות המזומנים גדלו בעקבות משיכת 300 מיליון דולר ממסגרת האשראי המתחדשת של החברה במרץ 2020. • מסגרות אשראי פניות בהיקף של כ-590 מיליון דולר מתוך מסגרת אשראי מתחדשת לטווח אורך חתומה ליותר משנה בהיקף של כ-1.1 מיליארד דולר. • FFO (funds from operations) במזומנים בהיקף של 720-740 מיליון דולר (הערכתנו שלנו). • תשלום דיבידנדים בהיקף של כ-120 מיליון דולר. 	<ul style="list-style-type: none"> • מזומנים ושווי מזומנים לא מוגבלים בהיקף של כ-606 מיליון דולר. נציג שיתרות המזומנים גדלו בעקבות משיכת 300 מיליון דולר ממסגרת האשראי המתחדשת של החברה במרץ 2020. • מזומנים ושווי מזומנים לא מוגבלים בהיקף של כ-550-560 מיליון דולר. נציג שיתרות המזומנים גדלו בעקבות משיכת 300 מיליון דולר ממסגרת האשראי המתחדשת של החברה במרץ 2020. • צורכי הון חוזר (כולל תור-שנתיים) של כ-50 מיליון דולר.

יתרוכת התנויות

אנו צופים כי החברה תשמור על מרוחה נוח על התנאיותיה, הכוללות:

- סך הון בעלי מנויות של מעל 2 מיליארד דולר.
- יחס כסוי EBITDA להוצאות מימון נטו של לפחות x-3.5.
- יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA נמוך מ- x -3.5.
- יחס בין הלוואות מסוימות בرمת חברות בנות לבין סך הנכסים המאוחדים נמוך מ-10%.

גורם סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו סבורים שא"י. ס. אל גروف חשופה יותר ממתחרותיה לגורם סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG), בשל פעילותה עם משאב טבע ייחודי באזורי המאופיין במחסור במים ובמתחים גיאו-פוליטיים ניכרים. החברה מפעילה את מתקננה בים המלח על פי הסכם הזיכיון עם ממשלה ישראל.

המינרלים בים המלח מיוצרים בתהיליך אידי סולרי, במסגרת המלח שוקע לקרקע את מבריכות האידוי. כתוצאה מתהיליך זה, עלית מפלס המים בבריכה מעבר לסוף מסויים עלולה לגרום לנזק מבני ליסודות ולמבנה המלונות שהוקמו בסמוך לקו המים ולתשתיות אחרות על החוף. החברה גם שואבת מים מראגן הצפוני של ים המלח ומעבירה אותם לבריכות בחלקו הדרומי. כתוצאה מכך ירד מפלס המים באגן הצפוני של ים המלח לאורך השנים, ובשנים הקרובות הוא יורד בקצב ממוצע של כ-110 סנטימטרים בשנה, מה שוביל להיווצרות בולענים. נציין כי חלקה של החברה בירידת מפלס המים של ים המלח הוא כ-23%, והשאר נובע מהתאזרות, שימוש גובר במיל הירדן וירידה במשקעים. בטוחו הארוך, אנו סבורים כי מצב זה עשוי להוביל לחץ על החברה לצמצם את השימוש במינרלים בים המלח, דבר שעשוי לפגוע בفعاليותה.

בנוסף, החברה חשופה לתביעות משפטיות בקשר לתקלות במפעלייה שיש להן השפעות אקולוגיות סביבתיות. לדוגמה, ב-2017 קרסה בריכה ששימשה לאגירת גבס שנוצר בתהיליכי ייצור באתר בנגב. הקriseה גרמה לזמן סביבתי חמור. הוגשו מספר תביעות יציגות נגד החברה, שנדרצה החברה לשאת בהוצאות ארוכות הטוווח הקשורות בתכניות השיקום. הוצאות מסווג זה קשות לחיזוי אך עשויות להשפיע על התוצאות והיחסים הפיננסיים של החברה.

השפעת הקבוצה

אי.ס.אל גروف נמצאת בשליטתה של החברה לישראל בע"מ, שמנויותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. שאר מנויותיה של החברה נמצאות בידי משליכים מוסדיים והציבור, ונסחרות בבורסות בתל אביב ובניו יורק. מנויות השליטה בא"ס. אל גروف הן ההחזקה המרכזית בתיק ההחזקות של החברה לישראל (כ-88% משוו' התיק נכון ל-31 במאי, 2020). החברה לישראל היא גם בעלת המניות העיקרית של בתי זיוק לנפט בע"מ (בצ"ן, ס-/*Negative*-/*Aa*) (כ-12% משוו' התיק של החברה לישראל).

היות שהדיבידנדים שמחולקת בז"ן מוגבלים יחסית, הדיבידנדים מא"ס. אל גروف הם מקור המזומנים העיקרי לשירות החוב של החברה לישראל. למרות זאת, אנו סבורים שאיכות האשראי של החברה מבודדת מזו של החברה לישראל, בשל משטר הפיקוח המשפטי והרגולטורי החזקים יחסית בישראל. נציין כי חמשה מתגר עשרת חברי הדירקטוריון של אי.ס.אל גروف הם עצמאיים, וחמשה ממוניהם על ידי החברה לישראל.

יש לציין כי להבנתנו, האסטרטגיה המוצחרת המעודכנת של החברה לישראל היא להרחיב את החזקותיה בענפים חדשים, באמצעות רכישות. אף שישראל של אסטרטגיית התרחבות זו עשוי לארוך זמן מה, ואך

אי.ו.אל גראף בע"מ

להתעכ卜 בשל מגפת הקורונה, הנהלת החברה לישראל הבירה לנו כי הוא אינו צפוי להוביל לגידול בחוב נטו לאורך זמן. אנו סבורים כי אסטרטגיה זו יוצרת אי ודאות לגבי איצות האשראי של חברת האם, על אף הערכתנו כי איצות האשראי של החברה מבודדת ממנה.

התאמות לדירוג

פייזור עסק: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

נדילות: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגיד: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוג הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

מבנה ההון של החברה כולל בעיקר חוב בכיר לא מובטח שהנפקה החברה או חברת המימון שלה הנמצאת בבעלותה המלאה. אין לחברה חוב מובטח בהיקף ממשמעות.

מסקנות אנליזיות

אנו מדרגים את חוב החברה בדירוג 'AA+'. זהה לדירוג המנפיק, משום שאין לחברה חוב מובטח ממשמעות, מה שמאגביר את סיכון הנחיתות לבני ה חוב הלא מובטח.

התאמות לדיווח הכספי

Table 3.

Reconciliation Of ICL Group Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. \$) for the Fiscl Year Ended Dec 31, 2019

ICL Group Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported	2,301	3,925	1,189	756	109	1,201	992	576
S&P Global Ratings adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(120)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(115)	--	--
Reported lease liabilities	300	--	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	439	--	9	9	12	--	--	--

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Accessible cash and liquid investments	(161)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	19	(19)	(19)	(19)
Share-based compensation expense	--	--	12	--	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	3	--	--	--	--	--
Asset-retirement obligations	156	--	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	9	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	3	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	136	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	(12)	(12)	--	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	(10)	--	--	--	--
Total adjustments	734	136	12	(4)	31	(254)	(16)	(19)

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	3,035	4,061	1,201	752	140	947	976	557

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- **מתודולוגיה - כללי:** השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- **מתודולוגיה:** מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידים של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- **מתודולוגיה - כללי:** עיתוי התשלומים, תקופות גראיס, ערביות, 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 הסיכון הנובע מנהיות מובנית של חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 28 במרץ, 2018
- **מתודולוגיה - כללי:** דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- **מתודולוגיה:** מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019

- מетодולוגית - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדירות 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-29 ביוני, 2020)

א.ס.אל גראף בע"מ	דירוג(י) המנفيיק
טוווח ארוך	טוווח ארוך
iiAA\Stable	iiAA\Stable
דירוג(י) הנפקה	חווב בכיר בלתי מובטח
סדרה Z	סדרה Z
סדרה D,ה	סדרה D,ה
ההיסטוריה דירוג המנفيיק	טוווח ארוך
אוקטובר 2014, 06	אוקטובר 2014, 06
דצמבר 2013, 11	דצמבר 2013, 11
אוגוסט 2013, 04	אוגוסט 2013, 04
אוגוסט 2010, 05	אוגוסט 2010, 05
מאי 2010, 27	מאי 2010, 27
ספטמבר 2009, 02	ספטמבר 2009, 02
אפריל 2009, 22	אפריל 2009, 22
פברואר 2009, 09	פברואר 2009, 09
מאי 2008, 12	מאי 2008, 12
דצמבר 2007, 03	דצמבר 2007, 03
דצמבר 2004, 15	דצמבר 2004, 15
דצמבר 2001, 01	דצמבר 2001, 01
פרטים נוספים	זמן בו התרחש האירוע
15:29 29/06/2020	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
15:29 29/06/2020	זמן בו התרחש האירוע
החברה המדורגת	זמן הדירוג

S&P מעלהות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגים מעלהות בע"מ". לרשותה הדירוגים המעודכנים ביותר ולמיעד נוסף אודות מדיניות המקבב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל [רייטינגים מעלהות בע"מ](http://www.maalot.co.il) בכתבوبة

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחרור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזר מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ו מידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוכריה), וכל חלק ממנו (להלן, "התוכן", "הדי", "S&P"). התוכן מקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגים מעלהות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "הדי", "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורות. S&P וצדדים שלישיים הנוטנים לה שירותים, לרבות הדירקטוריים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "הדי", "S&P" והצדדים הקשורים) אינם ערבים לדיווק, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטיעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות שימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס IS-AS (כמota שהו). **S&P והצדדים הקשורים לא נוותנים כל התchingיות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המפסקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טיעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעיל עם כל תצורת תוכנה או חומרה. בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא ישאו בכל אחריות לנזקים ישירים או/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלוים או תוכאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיעודיים, עלויות, הוצאות, אבדון הדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה וنمסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.**

דירוגים ונתחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומיעד אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעתה שהינה נconaה למועד פרסוםיהם ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והנתחים האנלייטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך שלהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותם של ניירות ערך שלהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסוםם בכל צורה או פורטט. אין להסתמך על התוכן בקבלה החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לישוריים, שיקול דעת או ניסיון של המשמשים, הנרתלים, עובדייהם, יוצאייהם ו/או לקוחותיהם בקבלה החלטות כלשה. S&P אינה משתמש כ"מומחה" או כיעץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקומם בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נוכנים למועד פרסוםם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממוקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהוא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסוימות שונות שאין בהכרח תוצאה של עדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג האשראי ונתחים 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 עצםם כל מחויבות הנובעת מקבעה, הפסקה או השעה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנבעו ממנה.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיה של יחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה לכך, יתכן וליחדות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכי על-מנת לשמר על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתkeletal בקשר לכל הליך אנליטי שהוא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירות הדירוג והנתחים האנלייטיים שהוא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והנתחים האנלייטים. הדירוגים הפומביים של S&P והנתחות מופיעים באתר S&P מעלהות, בכתבوبة [il](http://www.maalot.co.il) או באתר S&P, בכתבوبة www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעות אחרים, כולל פרסוםם של S&P ושל צדדים שלישיים.