



June 23, 2021

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 Global rating report and the Israeli local rating report are attached.

Name of the authorized signatory on the report and name of authorized electronic reporter: Aya Landman, Adv.

Position: VP, Company Secretary & Global Compliance

Signature Date: June 23, 2021

PRESS CONTACT

Adi Bajayo
Scherf Communications
+972-52-4454789
Adi@scherfcom.com

INVESTOR RELATIONS CONTACTS

Peggy Reilly Tharp
VP, ICL Global Investor Relations
+1-314-983-7665
Peggy.ReillyTharp@icl-group.com

Dudi Musler
Director, Investor Relations
+972-3-6844448
Dudi.Musler@icl-group.com



תרגום נוחות – הנוסח המחייב הוא הנוסח הדיווח באנגלית

23 ביוני 2021

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

החברה מתכבדת 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 ilAA עם תחזית יציבה.

דוח הדירוג הגלובלי ודוח הדירוג המקומי בישראל מצורפים.

שם מורשה חתימה על הדוח ושם מורשה חתימה אלקטרונית: איה לנדמן, עו"ד
תפקידה: סמנכ"ל, מזכירת החברה ומנהלת אכיפה גלובלית
תאריך החתימה: 23 ביוני 2021

אנשי קשר - קשרי משקיעים	אשת קשר - תקשורת
פגי ריילי-ת'ארפ	עדי בג'איו
סמנכ"לית קשרי משקיעים גלובלית - 314	שרף תקשורת
+1-7665-983	+972-52-4454789
Peggy.ReillyTharp@icl-group.com	Adi@schferfcom.com
דודי מוסלר	
מנהל קשרי משקיעים	
+6844448-3-972	
Dudi.Musler@icl-group.com	

ICL Group Ltd.

Primary Credit Analyst:

Lucas Hoenn, London + 44 20 7176 8597; Lucas.Hoenn@spglobal.com

Secondary Contact:

Sivan Mesilati, RAMAT-GAN + 97237539735; Sivan.Mesilati@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(ESG)

Group Influence

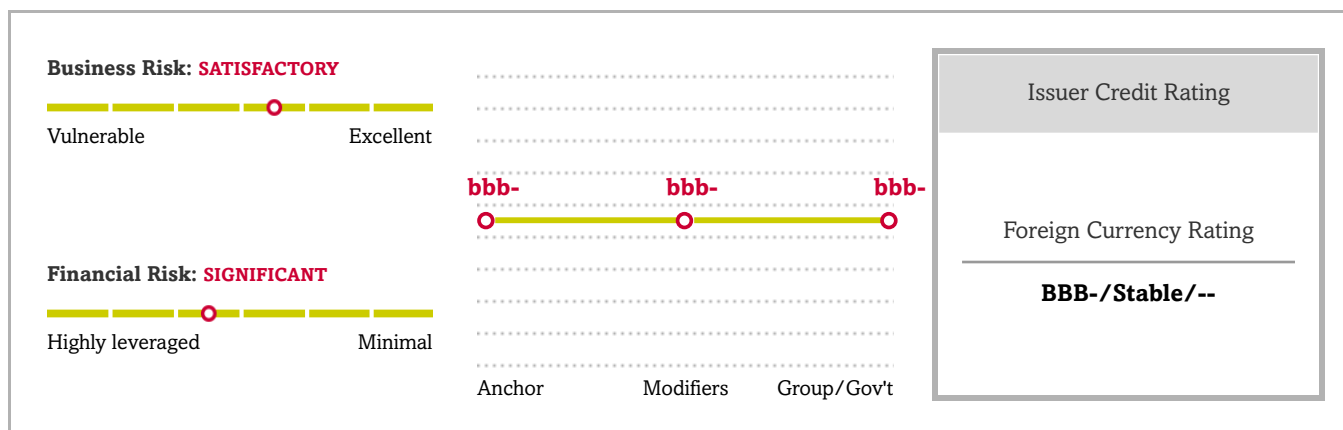
Issue Ratings - Subordination Risk Analysis

Ratings Score Snapshot

Table Of Contents (cont.)

Related Criteria

ICL Group Ltd.



Credit Highlights

Overview

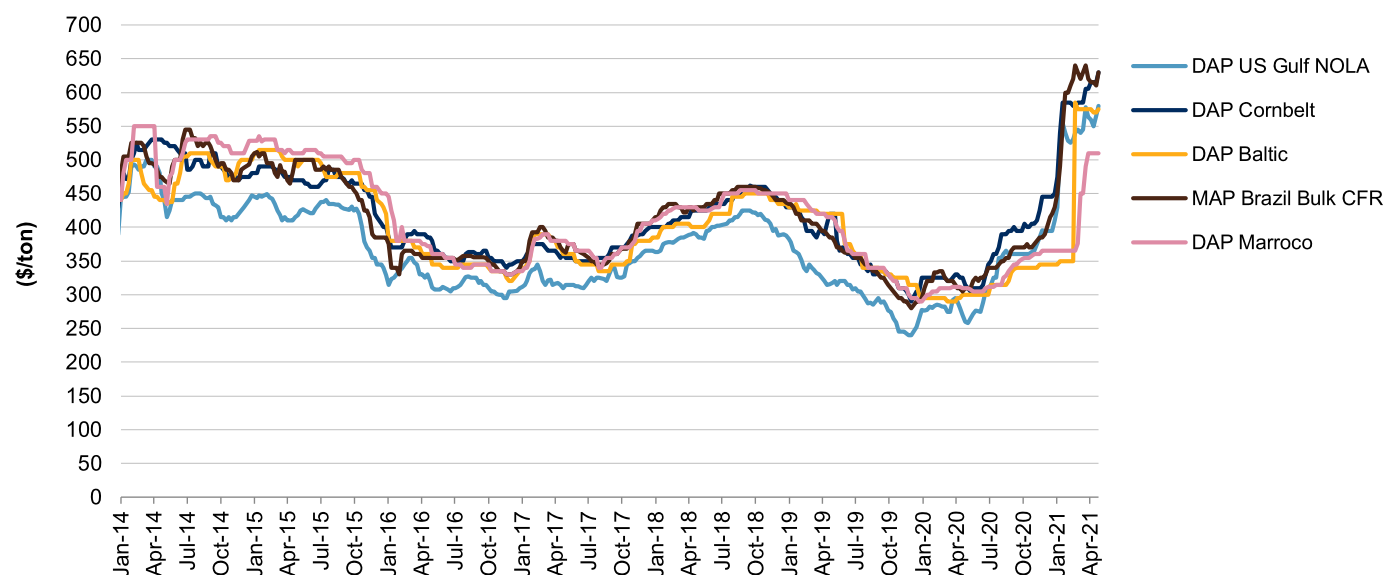
Key strengths	Key risks
One of the leading global potash producers and the largest global bromine producer.	Cyclical and competitive nature of the fertilizer industry.
Competitive advantage from mining in the Dead Sea, which provides access to unique high-quality raw materials, logistical benefits, proximity to ports, and a more favorable cost position for potash and bromine than peers.	Exposure to regulatory changes and political pressure in Israel pertaining to extending the Dead Sea mining concession, which is valid until 2030.
Sound global demand for fertilizer products is supporting current high prices and the industry has proven relatively resilient to the COVID-19-related recessionary macroeconomic environment.	Large nondiscretionary capital expenditure (capex) requirements at the Dead Sea concession.
Synergies between 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, auto, and construction.
Prudent financial policy and adequate liquidity.	

S&P Global Ratings forecasts that ICL Group Ltd. (ICL)'s performance will improve in 2021, with adjusted debt to EBITDA of about 2.9x-3.1x, from 3.3x in 2020, a level we deem commensurate with the rating. We anticipate that ICL's revenue will increase to \$5.9 billion-\$6.0 billion in 2021, from \$5.0 billion in 2020. This reflects additional volumes of bromine products and potash, the benefit from two recent bolt-on acquisitions in Brazil, along with tight conditions across fertilizer markets leading to high prices for potash and phosphate.

Our revenue forecast factors in the ongoing high prices for potash and phosphate, which we see as reflective of above-midcycle conditions. We believe tight market conditions are set to continue over 2021 and into 2022, supported by strong demand for fertilizers, which is driven by sound agriculture fundamentals. Demand for fertilizer products and high prices in the potash market are currently supported by robust agriculture demand globally and strong prices of agriculture commodities that help increase farmers' incomes. We anticipate that robust demand will outpace supply, notably from the capacity additions from EuroChem Group AG. The magnitude of additional supply beyond 2022 and the effect of potential new projects on spot prices and benchmark contracts are the key risks in the medium term.

Several factors have led to stronger year-over-year fertilizer pricing, and we anticipate prices will remain high over second-half 2021. ICL benefited from higher potash prices during first-quarter 2021 and supportive fundamentals in fertilizer markets. For example, we note a strong increase in grain prices, especially corn and soybean, as a result of robust global demand. ICL's average potash realized price per ton of \$257 was 13% higher during first-quarter 2021

than fourth-quarter 2020 and 3% higher year-over-year. This will contribute to ICL's revenue and EBITDA growth during second-half 2021. We forecast EBITDA of \$1.20 billion-\$1.24 billion this year, from \$964 million in 2020. Conversely, phosphate prices have also strengthened in 2021, from bottom-of-the-cycle levels seen in 2020. ICL observed higher sales in phosphate fertilizers to date due to the significant recovery in prices in all regions. Demand for phosphate is currently supported by stable demand for agriculture products, low inventory levels at producers and importers, normal weather conditions, and the absence of meaningful capacity additions to the market.

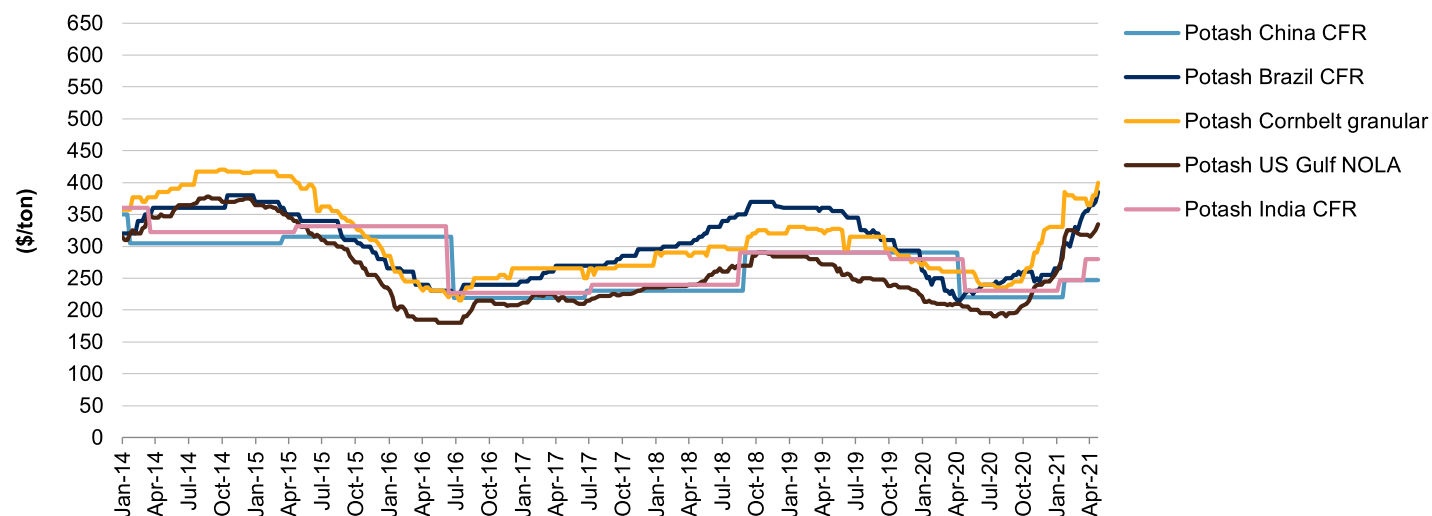
Chart 1**Phosphate Prices--2014 To Date**

Source: Bloomberg.

Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Chart 2

Potash Prices--2014 To Date



Source: Bloomberg.

Copyright © 2021 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 about 2.9x-3.0x in 2021, factoring in additional volumes in bromine markets, along with tight conditions across fertilizer markets, leading to high prices for potash and phosphate.

We anticipate that ICL will generate adjusted EBITDA of \$1.20 billion-\$1.24 billion in 2021, supported by its strong position in the fertilizer markets and low production costs in Israel. We consider adjusted debt to EBITDA 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 is close to 4.0x without near-term prospects of recovery, and its operating performance deteriorates. In the first instance, this could occur due to weaker market conditions, for example, as a result of prolonged low potash or phosphate prices due to sluggish demand or ongoing oversupply in both markets. We could also lower the rating if ICL deviates from its publicly stated dividend policy or embarks 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 strengthens its financial risk profile such that its adjusted debt to EBITDA remains 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**

- Global GDP to rebound to 5.5% growth in 2021 and 4.2% in 2022. We expect the U.S. economy to rebound to 6.5% growth in 2021 and 3.1% in 2022. We expect the eurozone's GDP to recover to 4.2% growth in 2021 and 4.4% in 2022. We see Latin America's GDP reaching 4.9% growth in 2021 and 2.8% in 2022, with Brazil expanding 3.4% in 2021.
- ICL's revenue at \$5.9 billion-\$6.0 billion in 2021, increasing to \$6.0 billion-\$6.2 billion in 2022. The increase in phosphate and potash fertilizer prices over first-quarter 2021 should continue to support ICL's sales during the second half and into 2022. On average, both phosphate and potash fertilizer demand increases 1%-3% annually, partly due to increasing global population, global GDP growth, and changing diets.
- An improvement in the adjusted EBITDA margin toward 21% by 2021 from 19% in 2020. ICL's reported EBITDA during first-quarter 2021 was \$295 million with a 19.5% margin, compared with \$250 million with an about 19% margin last year.

- The acquisition of Compass Minerals America Do Sul S.A. (Compass Minerals) is expected to close during third-quarter 2021. Together with the acquisition of Agro Fertilização Participações S.A. (Fertiliza), which closed in the first quarter, we anticipate an additional full-year EBITDA contribution of \$55 million in 2021.
- Capex of about \$560 million-\$580 million in 2021, and close to \$600 million in 2022, which is lower than in 2020. We note that ICL decides investment levels depending on business confidence and the industry outlook.
- The \$375 million acquisitions of Compass Minerals and Fertiliza (excluding net debt and earnouts) are anticipated to be partially funded by the disposal of equity in a publicly traded company in China.
- No other material transactions over the remainder of 2021, but potential for selective complementary bolt-on acquisitions.
- Annual dividends of up to 50% of adjusted net profit, in accordance with the company's policy. Dividends are paid quarterly, which allows for some flexibility in the level of distributions.

Key metrics

ICL Group Ltd.--Key Metrics*				
	--Fiscal year end Dec. 31--			
(Mil. \$)	2019a	2020a	2021e	2022f
Revenue	5,271	5,043	5,900-6,000	6,000-6,200
EBITDA	1,201	964	1,200-1,240	> 1,300
EBITDA margin (%)	23.0	19.1	20-21	> 21
Capital expenditure	557	602	560-580	580-600
Free operating cash flow (FOCF)	419	185	> 200	> 350
Debt to EBITDA (x)	2.5	3.3	2.9-3.1	2.6-2.8

*All figures adjusted by S&P Global Ratings. a--Actual. e--Estimate. f--Forecast.

Revenue will be supported by higher volumes and the steady demand for bromine applications across ICL's key end markets. Revenue for first-quarter 2021 was up 14% to \$1.51 billion, driven by solid performance in all business segments as a result of improved market conditions. The sales increase was mainly due to higher volumes of bromine-based flame retardants after production began at a new plant in Israel, and continued strong demand for electronics and auto. About 25% of bromine sales are exposed to cyclical oil and gas, auto, and construction end markets. We anticipate that profits should be supported by a recovery in these segments, along with resilient demand from pharmaceutical, food, and health care industries, which account for about 8% of sales.

Long-term fertilizer demand trends are strong across all major markets, including potash and phosphate products. World fertilizer demand is forecast to pick up 1.8% in 2021, according to the International Fertilizer Association (IFA). Nitrogen, phosphate, and potassium nutrient demand is expected to register robust growth of 1.7%, 2.1%, and 1.6%, respectively in 2021. However, potash and phosphate markets are cyclical and 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.

Higher fertilizers prices, along with higher volumes and specialty products, provide support to ICL's margin improvement. EBITDA is supported 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. Our adjusted EBITDA margin expectation of 20%-21% in 2021, and above in 2022, reflects our assumption that profitability will also be supported by ICL's recent acquisition, further expansion into specialty products, and efficiency measures at mines in Spain and England.

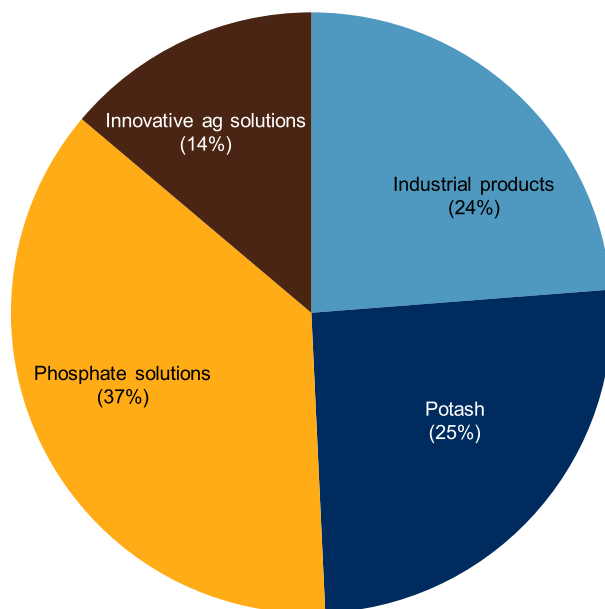
Company Description

ICL 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 (24% of 2020 sales and 24% 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 2020. 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 bromine transportation). ICL uses about 80% of its elemental bromine production internally to produce higher-margin bromine compounds.
- Potash (25% of sales and 9% 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 those of 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 (37% of sales and 3% 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% market share globally.
- Innovative agricultural solutions (14% of sales and 5% operating profit margin). Through this division, ICL offers specialty nitrogen-, potash-, and phosphate-based fertilizers, including water soluble, liquid, and controlled-release products. The product offering and geographical diversification of this business will be strengthened by the acquisitions of Compass and Fertilaqua. The division is also ICL's innovative arm responsible for research and development, and digital innovation.

Chart 3

ICL Group Ltd.'s 2020 Sales By Business Line

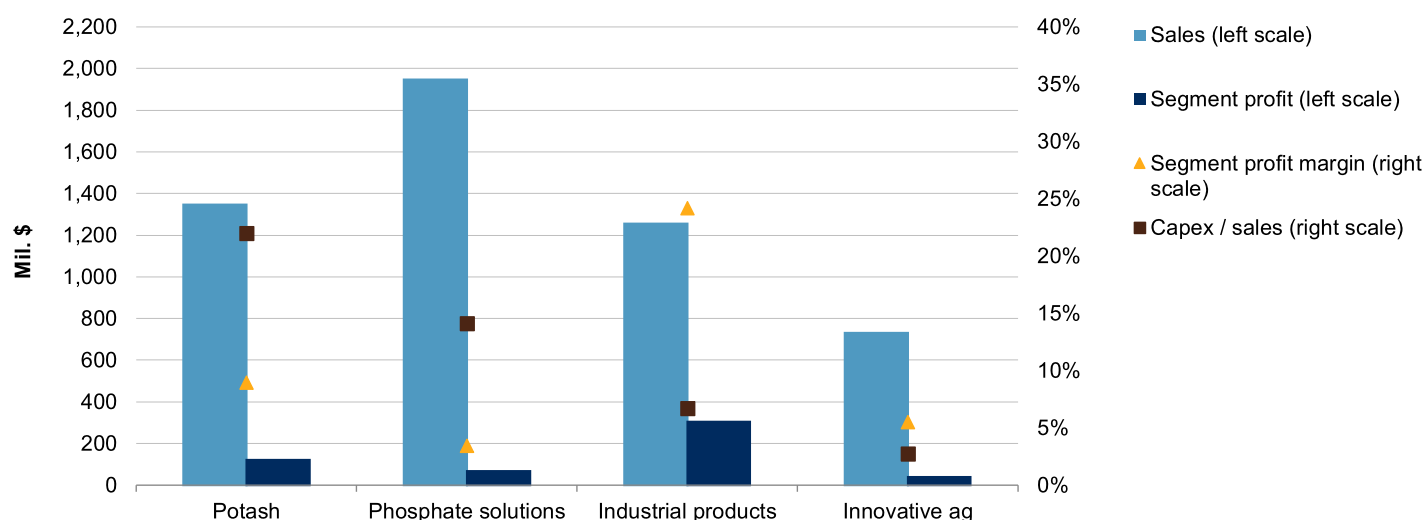


Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Chart 4

ICL Group Ltd.'s 2020 Sales, Profits, And Investments By Business Line



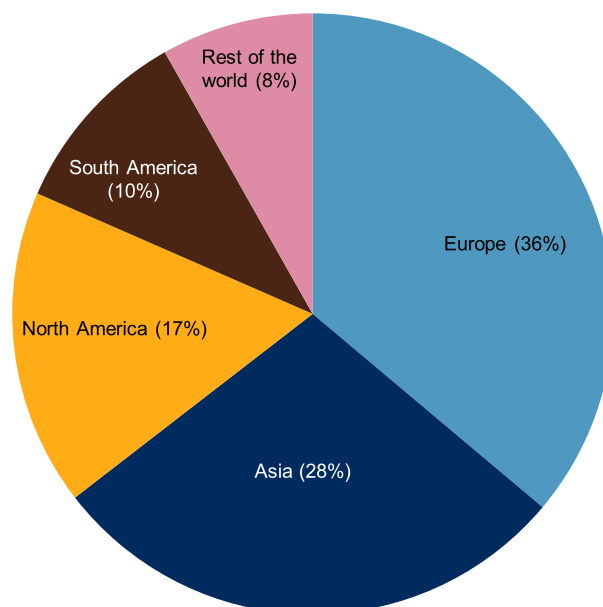
*Capex includes the impact from implementation of International Financial Reporting Standard 16. Capex--Capital expenditure.
 Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

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 seventh-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 2020 revenue generated in Europe, 28% in Asia, 17% in North America, 10% in South America, and the remainder in the rest of the world.

Chart 5

ICL Group Ltd.'s 2020 Sales By Customer Location



Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2021 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.	Mosaic Co. (The)	PhosAgro PJSC	EuroChem Group AG	K+S AG
Ratings as of June 23, 2021	BBB-/Stable/--	BBB-/Stable/--	BBB-/Stable/--	BB-/Positive/--	B/Negative/B
--Fiscal year ended Dec. 31, 2020--					
(Mil. \$)					
Revenue	5,043.0	8,681.7	3,433.2	6,166.0	2,975.1
EBITDA	964.0	1,568.0	1,147.1	1,800.0	311.7
Funds from operations (FFO)	800.0	1,320.2	987.5	1,434.0	128.7
Interest expense	129.0	304.2	82.5	270.0	122.2
Cash interest paid	133.0	241.6	72.2	246.0	159.3
Cash flow from operations	787.0	1,622.2	1,124.7	1,295.0	36.8
Capital expenditure	602.0	1,137.3	536.3	1,154.0	641.5

Table 1

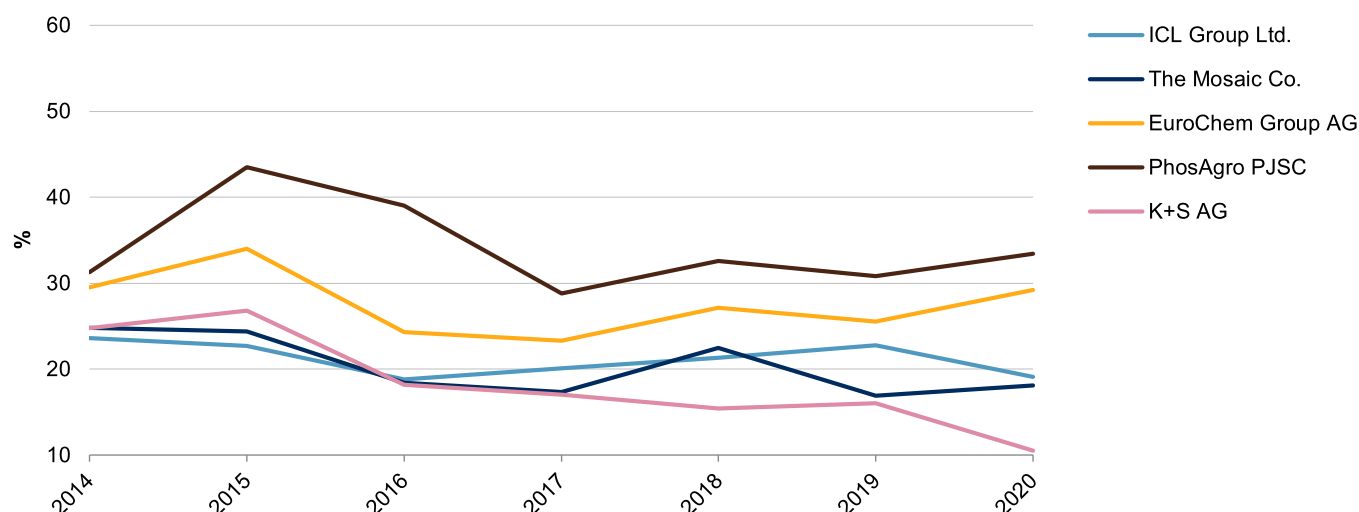
ICL Group Ltd.--Peer Comparison (cont.)					
Industry sector: Chemical companies					
	ICL Group Ltd.	Mosaic Co. (The)	PhosAgro PJSC	EuroChem Group AG	K+S AG
Free operating cash flow (FOCF)	185.0	484.9	588.4	141.0	(604.7)
Discretionary cash flow (DCF)	67.0	409.1	62.6	140.0	(614.1)
Cash and short-term investments	314.0	574.0	114.4	546.0	182.6
Debt	3,172.8	4,675.1	2,175.9	5,744.4	5,522.1
Equity	4,088.0	9,755.2	1,430.0	4,683.0	2,718.9
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	19.1	18.1	33.4	29.2	10.5
Return on capital (%)	6.6	4.0	22.2	12.8	(1.0)
EBITDA interest coverage (x)	7.5	5.2	13.9	6.7	2.6
FFO cash interest coverage (x)	7.0	6.5	14.7	6.8	1.8
Debt/EBITDA (x)	3.3	3.0	1.9	3.2	17.7
FFO/debt (%)	25.2	28.2	45.4	25.0	2.3
Cash flow from operations/debt (%)	24.8	34.7	51.7	22.5	0.7
FOCF/debt (%)	5.8	10.4	27.0	2.5	(10.9)
DCF/debt (%)	2.1	8.7	2.9	2.4	(11.1)

We compare ICL with business peers operating in the potash and phosphate fertilizer industry, such as Mosaic Co. (The), PhosAgro PJSC, EuroChem Group AG, and K+S AG. We consider the industry to be cyclical with seasonal variations in earnings.

- ICL's adjusted EBITDA margins have historically lagged those of Eurochem and PhosAgro, which benefit from a first-quartile position in phosphate, thanks to access to lower natural 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 with 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.

Chart 6

ICL Group Ltd.'s Profitability--Adjusted EBITDA Margin Peer Comparison



Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2021 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 seventh-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. These include:

- Direct access to a concentrated source of unique high-quality raw materials in the Dead Sea;
- A good cost position for 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
- Synergies between the manufacturing processes for different specialty chemicals products.

Our view of ICL's business is further supported by its wide geographical sales spread, which we believe reduces its exposure to demand shifts due to regional factors (like extreme weather), and by its 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. This 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 Israel's Negev Desert, 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 cyclicity reflects the industry's changing supply demand balance, which is difficult to predict, since 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 acquisitions of two specialty fertilizer and plant nutrition businesses in 2021 (Compass Minerals and Fertilaqua) strengthen its positioning in Brazil, a key agricultural market globally. In our view, this allows ICL to cover all key crops there, gain exposure to higher market growth prospects, and reduce the effects of seasonal factors in the Northern hemisphere on the business.

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 phosphate mines in China, and production ramp up at the polysulphate mine in England. In Spain, ICL will focus on the potash Cabanesses mine and adjacent 1 million ton per year processing facility, with the operations at the Sallent site and Suria mine being closed. In addition, the company is 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 like for peers--has led to significant volatility in ICL's adjusted EBITDA. We also factor 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). Moreover, we factor ICL's balanced financial policy, notably regarding dividend distributions to its 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 agricultural solutions business. We understand that the company will continue to 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. During the COVID-19 pandemic, this was evident in 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. Management also 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. ICL's board of directors followed the deleveraging with a decision to revise the dividend distribution policy to about 50% of adjusted net income from 70% in 2016.

Based on reported EBITDA of \$1.20 billion-\$1.24 billion, capex of about \$570 million, and modest working capital outflows, we estimate that ICL will generate \$200 million of free operating cash flow (FOCF) in 2021. We forecast that FOCF will recover to more than \$350 million in 2022, from \$185 million in 2020, but remain lower than the over \$400 million the company generated in 2019.

Under our base-case scenario, we forecast that adjusted debt to EBITDA will be 2.9x-3.1x in 2021, compared with 3.3x in 2020 and 2.5x in 2019. The fertilizer industry's cyclical nature is a structural constraint to ICL's financial risk because it translates into profit volatility 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--				
	2020	2019	2018	2017	2016
(Mil. \$)					
Revenue	5,043.0	5,271.0	5,556.0	5,418.0	5,363.0
EBITDA	964.0	1,201.0	1,181.0	1,087.0	1,006.5
Funds from operations (FFO)	800.0	947.0	981.8	810.7	776.0
Interest expense	129.0	140.0	165.2	175.3	187.5
Cash interest paid	133.0	134.0	143.2	149.3	146.5
Cash flow from operations	787.0	976.0	631.8	859.7	987.0
Capital expenditure	602.0	557.0	550.0	434.0	610.0
Free operating cash flow (FOCF)	185.0	419.0	81.8	425.7	377.0
Discretionary cash flow (DCF)	67.0	146.0	(159.2)	188.7	215.0
Cash and short-term investments	314.0	191.0	213.0	173.0	116.0
Gross available cash	284.0	161.0	183.0	146.0	96.0
Debt	3,172.8	3,034.5	3,044.0	3,959.9	4,052.0
Equity	4,088.0	4,061.0	3,915.0	2,930.0	2,659.0
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	19.1	22.8	21.3	20.1	18.8
Return on capital (%)	6.6	10.7	11.0	9.1	8.1
EBITDA interest coverage (x)	7.5	8.6	7.1	6.2	5.4
FFO cash interest coverage (x)	7.0	8.1	7.9	6.4	6.3
Debt/EBITDA (x)	3.3	2.5	2.6	3.6	4.0
FFO/debt (%)	25.2	31.2	32.3	20.5	19.2
Cash flow from operations/debt (%)	24.8	32.2	20.8	21.7	24.4
FOCF/debt (%)	5.8	13.8	2.7	10.8	9.3
DCF/debt (%)	2.1	4.8	(5.2)	4.8	5.3

Reconciliation

Table 3

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

--Fiscal year ended Dec. 31, 2020--

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	2,407.0	3,930.0	781.0	202.0	96.0	964.0	804.0	626.0
S&P Global Ratings' adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(31.0)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(109.0)	--	--
Reported lease liabilities	325.0	--	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	510.0	--	7.0	7.0	9.0	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(284.0)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	24.0	(24.0)	(24.0)	(24.0)
Share-based compensation expense	--	--	8.0	--	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	7.0	--	--	--	--	--
Asset-retirement obligations	214.8	--	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	12.0	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	7.0	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	158.0	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	161.0	161.0	--	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	90.0	--	--	--	--
Total adjustments	765.8	158.0	183.0	270.0	33.0	(164.0)	(17.0)	(24.0)

S&P Global Ratings' adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	3,172.8	4,088.0	964.0	472.0	129.0	800.0	787.0	602.0

Liquidity: Adequate

ICL's liquidity is adequate. The liquidity assessment reflects our expectation that the ratio of sources and uses will be about 1.4x in the 12 months from March 31, 2021. Our assessment is also 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	Principal liquidity uses
<ul style="list-style-type: none"> • Available unrestricted cash and cash equivalents of about \$256 million on March 31, 2021; • Availability of about \$895 million under a \$1.1 billion long-term RCF maturing beyond one year, along with about \$120 million capacity under its \$300 million securitization facility maturing in 2025; and • Our forecast of reported cash funds from operations of \$950 million. 	<ul style="list-style-type: none"> • Short-term debt maturities of about \$548 million; • Capex of \$580 million-\$590 million; • Working capital outflows (including intrayear) of about \$100 million; • Acquisitions of \$400 million; and • Dividend distributions of about \$200 million.

Debt maturities

Debt maturities as of March 31, 2021:

- 2021: \$412 million
- 2022: \$161 million
- 2023: \$200 million
- 2024: \$526 million
- 2025-2030: \$242 million
- After 2030: \$881 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;
- An EBITDA net interest cover ratio equal to, or greater than, 3.5x;
- Net financial debt to EBITDA less than 3.5x; and
- A ratio of certain subsidiaries' loans to total consolidated assets of less than 10%.

Environmental, Social, And Governance(ESG)

We see ICL as more exposed to ESG credit factors than 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. 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. Furthermore, in recent years sinkholes and underground cavities have been discovered in the area of the Dead Sea, which could cause harm to ICL's operations.

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 in the Negev, used to store water gypsum formed in production processes, 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 94% of Israel Corp.'s portfolio value as of March 31, 2021). It is also the major shareholder of Oil Refineries Ltd. (ORL), an Israel-based energy company (about 6% of its portfolio value).

Israel Corp.'s main source of cash for its debt service is 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 legislative and regulatory protection frameworks in Israel, where both companies are incorporated. We recognize that six of ICL's 11 board members are independent, and five are nominated by Israel Corp.

Notwithstanding our view of ICL's insulation, we understand that Israel Corp.'s stated strategy is to expand its holding portfolio to new industries, through acquisitions. Although the implementation of this strategy may take time, we understand from management that growth plans will not lead to an increase in net debt over time or to a material deviation in Israel Corp.'s current credit metrics.

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 long-term 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: Methodology: Industry Risk, Nov. 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities, Nov. 13, 2012
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings, Feb. 16, 2011

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 23, 2021)*

ICL Group Ltd.

Issuer Credit Rating

Foreign Currency

BBB-/Stable/--

Senior Unsecured

BBB-

Issuer Credit Ratings History

27-Oct-2016 *Foreign Currency*

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 © 2021 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 RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

איי.סי.אל גרופ בע"מ

23 ביוני, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

Lucas Hoenn, לונדון, 44-20-71768597, lucas.hoenn@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

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

תוכן עניינים

3.....	תמצית
5.....	תחזית הדירוג
5.....	התרחיש השלילי
6.....	התרחיש החיובי
6.....	תרחיש הבסיס
6.....	הנחות עיקריות
7.....	יחסים עיקריים
7.....	תחזיות תרחיש הבסיס
8.....	תיאור החברה
10.....	הפרופיל העסקי
13.....	הפרופיל הפיננסי
15.....	נזילות
15.....	חליות חוב
15.....	ניתוח התניות
16.....	גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי
16.....	השפעת הקבוצה
17.....	התאמות לדירוג
17.....	דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות
17.....	הרכב ההון
17.....	מסקנות אנליטיות
17.....	התאמות לדיווח הכספי

איי.סי.אל גרופ בע"מ

- 18.....מתודולוגיה ומאמרים קשורים
- 19.....רשימת דירוגים

איי.סי.אל גרופ בע"מ

ilAA/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> מחזוריות ותחרותיות גבוהות המאפיינות את שוק הדשנים. חשיפה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בנוגע להארכת הזיכיון בים המלח שיפוג ב-2030. הוצאות הוניות (capex) גבוהות ומחייבות בים המלח. חשיפה מסוימת של תחום הברום למחזוריות בשוקי קצה כגון נפט וגז, רכב ובנייה. 	<ul style="list-style-type: none"> אחת היצרניות המובילות בשוק האשלג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם. יתרונות תחרותיים הנובעים מהפעילות בים המלח המקנה גישה לחומרי גלם איכותיים וייחודיים, יתרונות לוגיסטיים, קרבה לנמלים ועלויות נמוכות יותר בהשוואה למתחרים בייצור האשלג והברום. ביקוש גלובלי איתן למוצרי דשנים התומך במחירים הגבוהים הנוכחיים; עמידות יחסית מוכחת של הענף לסביבה מקרו-כלכלית של מיתון בעקבות מגפת הקורונה. סינרגיה גבוהה בייצור מוצרים ייחודיים המספקים ערך מוסף. מדיניות פיננסית זהירה ונזילות הולמת.

אנו צופים שביצועיה של איי.סי.אל גרופ בע"מ ישתפרו ב-2021, עם שיפור ביחס החוב ל-EBITDA לכ-2.9x-3.1x מ-3.3x ב-2020, רמה שאנו סבורים שהולמת את הדירוג. הכנסותיה של איי.סי.אל גרופ צפויות לגדול ל-5.9-6.0 מיליארד דולר ב-2021, מ-5.0 מיליארד דולר ב-2020. צמיחה זו משקפת גידול בהיקפי המכירות של מוצרי ברום ושל אשלג, שתי רכישות של חברות בברזיל, ואת מחירי האשלג והפוספט הגבוהים כתוצאה מעודף ביקוש בשוקי הדשנים.

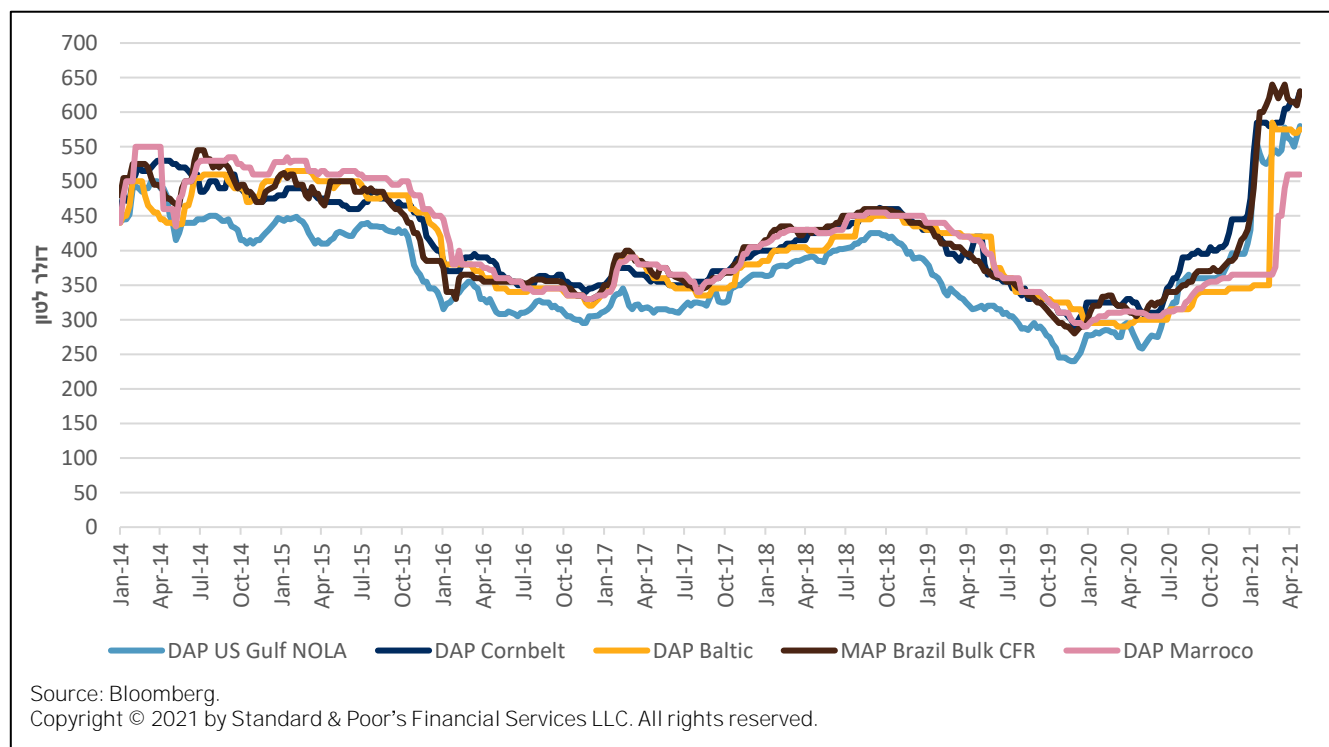
בתחזית ההכנסות שלנו אנו מביאים בחשבון את מחירי האשלג והפוספט הממשיכים להיות גבוהים, שאנו סבורים שמשקפים תנאים טובים יחסית לאמצע מחזור העסקים. אנו סבורים שעודפי הביקוש יימשכו ב-2021 ובתחילת 2022, בתמיכת הביקוש לדשנים המונע על ידי יציבות בשוקי החקלאות. הביקוש למוצרי דשנים והמחירים הגבוהים בשוק האשלג נתמכים כעת בביקוש הגלובלי למוצרי חקלאות ובמחירי הסחורות החקלאיות, העוזרים להגדיל את הכנסות החקלאים. אנו צופים שהביקוש האיתן יעלה על ההיצע, במיוחד מתוספת הקיבולת של חברת Eurochem Group AG. תוספות היצע אחרי 2022 והשפעת פרויקטים פוטנציאליים חדשים על מחירי הסחורות ועל חוזי עוגן הם הסיכונים המרכזיים בטווח הבינוני.

מספר גורמים הובילו לעלייה שנתית חדה במחירי הדשנים, ואנו צופים שאלה יישארו גבוהים במחצית

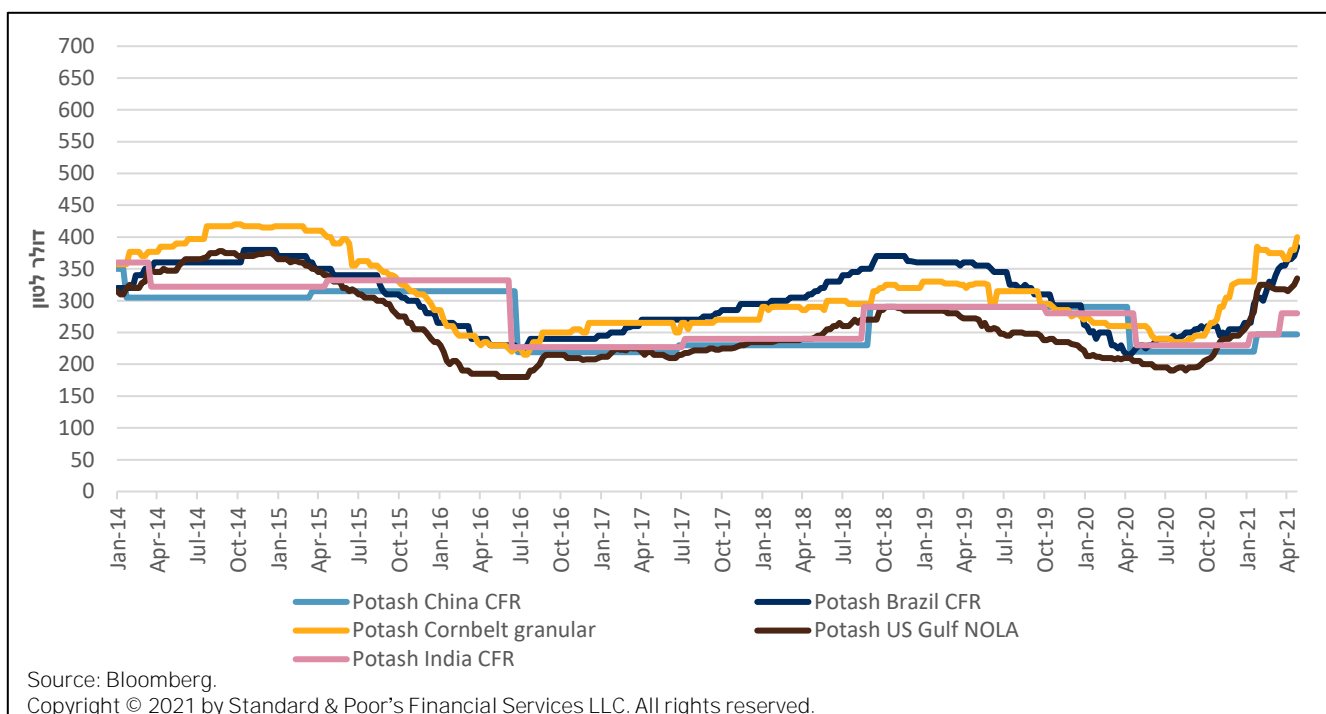
השנייה של 2021. ברבעון הראשון של 2021 נהנתה איי.סי.אל. גרופ מהעלייה במחירי האשלג ומתנאים תומכים בשוקי הדשנים. בין השאר נציין עלייה חדה במחירי הדגנים, במיוחד תירס וסויה, כתוצאה מביקוש גלובלי חזק. מחיר האשלג הממוצע בפועל של איי.סי.אל. גרופ עמד על 257 דולר לטון ברבעון הראשון של 2021, עלייה שנתית של 3% ועלייה של 13% לעומת הרבעון הרביעי של 2020. עלייה זו תתרום לצמיחה בהכנסות וב-EBITDA של איי.סי.אל. גרופ במחצית השנייה של 2021. אנו צופים EBITDA של 1.20-1.24 מיליארד דולר השנה, לעומת 964 מיליון דולר ב-2020. גם מחירי הפוספט עלו ב-2021, מרמות השפל במחזור העסקים שנרשמו ב-2020. מתחילת השנה רשמה איי.סי.אל. גרופ עלייה במכירות דשני הפוספט בשל ההתאוששות במחירים בכל האזורים. הביקוש לפוספט נתמך כיום בביקוש יציב למוצרים חקלאיים, ברמות מלאי נמוכות אצלם יצרנים ויבואנים, בתנאי מזג אוויר נורמליים ובהיעדר תוספות יכולת ייצור לשוק.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה. הקונצנזוס בקרב מומחי רפואה הוא שייתכן שהמגפה הגיעה או כמעט הגיעה לשיאה באזורים מסוימים בעולם, אולם תמשיך להוות איום עד שחיסון או טיפול אפקטיבי יהיו זמינים בהיקף נרחב, מה שעשוי לא לקרות עד המחצית השנייה של 2021. אנו משתמשים בהנחה זו להערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות (ראו [באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תרשים 1: מחירי פוספט מ-2014 עד היום



תרשים 2: מחירי אשלג מ-2014 עד היום



תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שאיי.סי.אל. גרופ תשמור ב-2021 על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-2.9x-3.0x, בהתחשב בגידול בכמויות בשוקי הברום, בד בבד עם עודף ביקוש בכל שוקי הדשנים, התומך במחירים גבוהים לאשלג ולפוספט.

אנו צופים שאיי.סי.אל. גרופ תייצר EBITDA מתואם של 1.20-1.24 מיליארד דולר ב-2021, בתמיכת מעמדה האיתן בתחום הדשנים ועלויות ייצור נמוכות בישראל. אנו רואים יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3.0x בשיא מחזור העסקים ו-4.0x בתחתית מחזור העסקים כהולמים את הדירוג הנוכחי.

התרחיש השלילי

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

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

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, שיתבטא ביחס מתואם חוב ל-EBITDA נמוך מ-2.5x לאורך זמן. עלייה בדירוג תלויה גם בהערכת איכות האשראי של החברה לישראל בע"מ (ilA/Stable), בעלת המניות העיקרית (46%) של איי.סי.אל גרופ.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של 5.5% בתמ"ג הגלובלי ב-2021 ושל 4.2% ב-2022. צמיחה של 6.5% בתמ"ג של ארה"ב ב-2021 ושל 3.1% ב-2022. צמיחה של 4.2% בתמ"ג של גוש האירו ב-2021 ושל 4.4% ב-2022. צמיחה של 4.9% בתמ"ג של אמריקה הלטינית ב-2021 ושל 2.8% ב-2022, וצמיחה של 3.4% בתמ"ג של ברזיל ב-2021.
- הכנסותיה של איי.סי.אל גרופ יצמחו ל-5.9-6.0 מיליארד דולר ב-2021, ול-6.0-6.2 מיליארד דולר ב-2022. העלייה במחירים של דשני פוספט ואשלג ברבעון הראשון של 2021 ימשיכו לתמוך במכירותיה של איי.סי.אל גרופ במחצית השנייה של 2021 ובתחילת 2022. עלייה שנתית ממוצעת של 1%-3% בביקוש לדשנים מבוססי פוספט ואשלג, בין השאר בשל הגידול באוכלוסייה העולמית, הצמיחה בתמ"ג העולמי והשינוי בהרגלי התזונה.
- שיפור בשיעור ה-EBITDA המתואם לכ-21% ב-2021 מ-19% ב-2020. ברבעון הראשון של 2021 עמד ה-EBITDA המדווח של איי.סי.אל גרופ על 295 מיליון דולר ושיעור ה-EBITDA על 19.5%, לעומת 250 מיליון דולר ו-19%, בהתאמה, בשנה שעברה.
- רכישת Compass Minerals America Do Sul S.A. (Compass Minerals) צפויה להיסגר ברבעון השלישי של 2021. יחד עם רכישת Agro Fertilacqua Participações S.A. (Fertilacqua), שנסגרה ברבעון הראשון של השנה, אנו צופים תוספת של 55 מיליון דולר ל-EBITDA השנתי ב-2021.
- הוצאות הוניות של כ-560-580 מיליון דולר ב-2021 ושל כמעט 600 מיליון דולר ב-2022, סכום נמוך מב-2020. נציין כי החברה קובעת את רמת ההשקעות בהתאם לביטחון העסקי ולתחזית לענף.
- רכישת Compass Minerals ו-Fertilacqua בסכום כולל של 375 מיליון דולר (לא כולל חוב נטו ומנגנוני התאמה [earnouts]) תמומן חלקית על ידי מכירת מניות בחברה ציבורית בסין.
- היעדר עסקאות מהותיות נוספות עד סוף 2021, עם אפשרות לרכישות נבחרות נוספות.
- חלוקת דיבידנד שנתית של עד 50% מהרווח הנקי המתואם, לפי מדיניות הדיבידנדים של החברה. הדיבידנדים מחולקים רבעוניים, מה שמאפשר גמישות מסוימת בחלוקה.

יחסים עיקריים				
יחס פיננסי	2019A	2020A	2021E	2022F
הכנסות (מיליון \$)	5,271	5,043	6,000-5,900	6,200-6,000
EBITDA (מיליון \$)	1,201	964	1,240-1,200	מעל 1,300
שיעור EBITDA	23.0%	19.1%	21%-20%	מעל 21%
הוצאות הוניות (מיליון \$)	557	602	580-560	600-580
תזרים מזומנים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) (מיליון \$)	419	185	מעל 200	מעל 350
חוב/EBITDA	2.5x	3.3x	3.1x-2.9x	2.8x-2.6x

A-בפועל. E-צפוי. F-חזוי. כל הנתונים הם לאחר התאמות של S&P Global Ratings.

תחזיות תרחיש הבסיס

הכנסות החברה ייתמכו בעלייה בהיקפי המכירות וביקוש יציב לשימוש בברום בכל שוקי הקצה של איי.סי.אל. גרופ.

הכנסות הרבעון הראשון של 2021 היו 1.51 מיליארד דולר, עלייה של 14% שנבעה מביצועים איתנים בכל תחומי העסקים של החברה כתוצאה מתנאי שוק משופרים. הגידול במכירות נבע בעיקר מעלייה במכירות מעכבי-אש מבוססי ברום בעקבות התחלת הייצור במפעל חדש בישראל, והמשך הביקוש האיתן לאלקטרוניקה וכלי רכב. כ-25% ממכירות הברום חשופות לשוקי-קצה מחזוריים - נפט וגז, רכב ובנייה. אנו צופים שהרווחיות תיתמך בהתאוששות בשווקים אלה, יחד עם ביציבות בביקוש מצד ענפי הפרמצבטיקה, המזון ושירותי הבריאות, המייצרים כ-8% מההכנסות.

מגמות ארוכות-טווח חיוביות בביקוש לדשנים, כולל מוצרי פוספט ואשלג.

על פי ארגון הדשנים הבינלאומי (IFA), הביקוש העולמי לדשנים צפוי לגדול ב-1.8% ב-2021. הביקוש לנוטריינטים כגון חנקן, פוספט ואשלגן צפוי לצמוח ב-1.7%, 2.1% ו-1.6%, בהתאמה, ב-2021. עם זאת, שוקי האשלג והפוספט רגישים להאטה הנובעת מגידול בהיקפי הייצור, ושוקי הדשנים נתונים לתנודות עונתיות וחשופים לתנאי מזג האוויר, למדיניות ממשלתית, לתנודות בשער החליפין ולמשאים ומתנים עם לקוחות גדולים.

העלייה במחירי הדשנים, בד בבד עם גידול בייצור ומוצרים ייחודיים, תומכים בשיפור ברווחיותה של איי.סי.אל. גרופ.

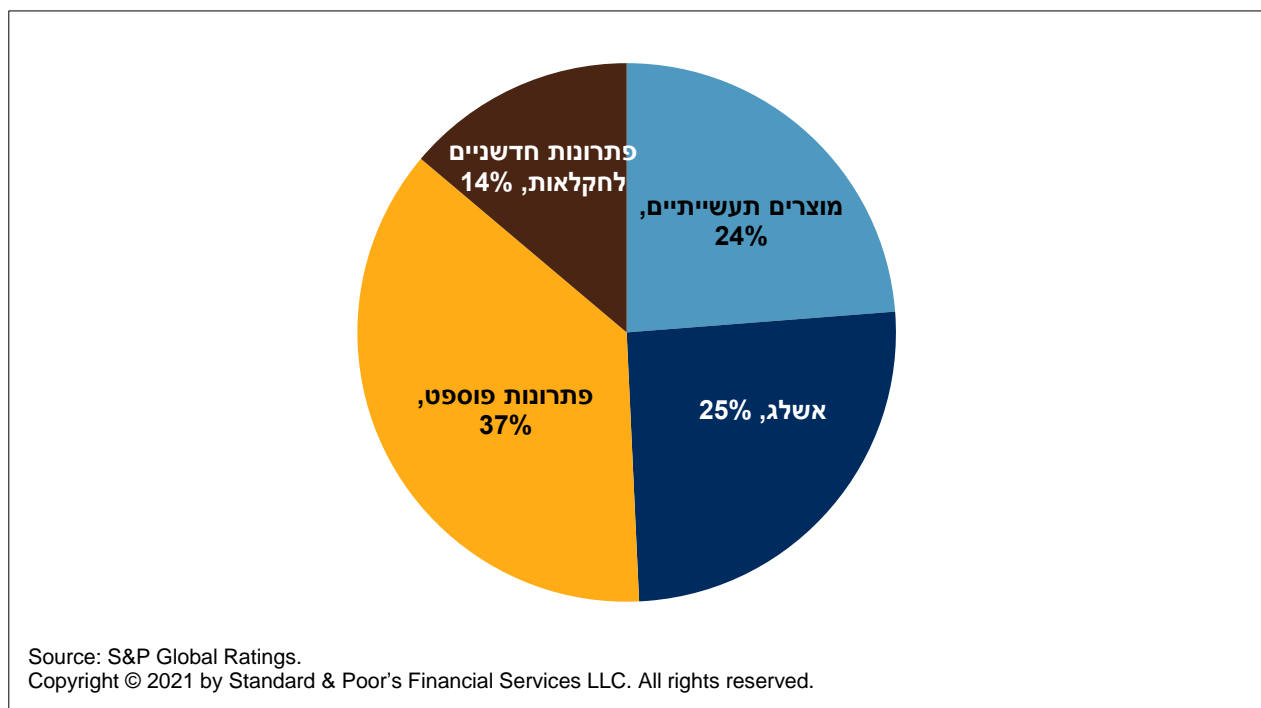
ה-EBITDA של איי.סי.אל. גרופ נתמכת על ידי העלויות הנמוכות יחסית של החברה בים המלח, הגידול בהיקפי הייצור לאחר השלמת שדרוג אחד המתקנים בסוף 2019 והעמידות של קווי המוצרים הייחודיים. אנו צופים ששיעור ה-EBITDA של החברה יהיה 21%-20% ב-2021, ויעלה ב-2022, מה שמשקף את הנחתנו שהרווחיות תיתמך גם ברכישותיה של איי.סי.אל. גרופ, בהתרחבות נוספת למוצרים ייחודיים ובצעדי התייעלות במכרות בספרד ובאנגליה.

תיאור החברה

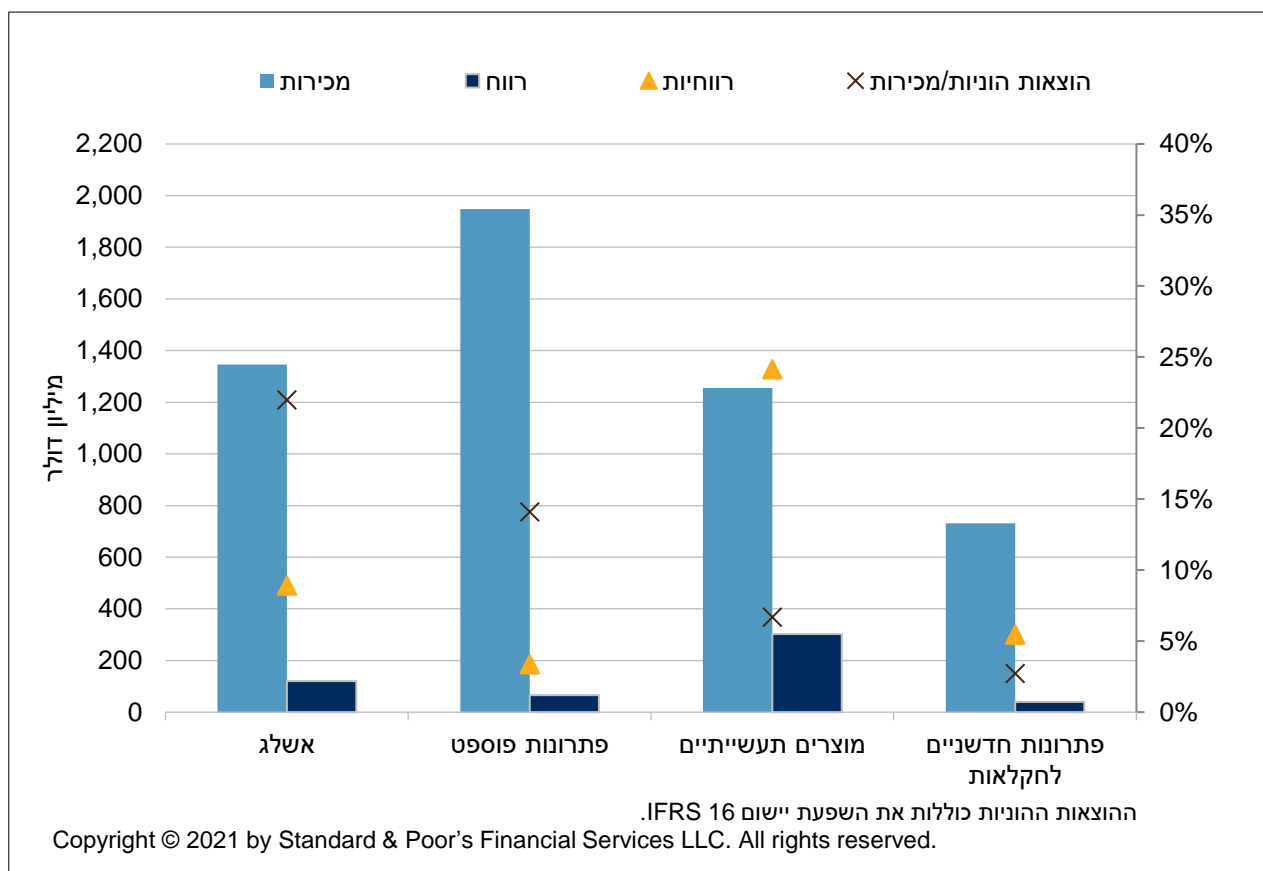
איי.סי.אל גרופ היא חברה בינלאומית המייצרת ומשווקת דשנים גנריים וייחודיים המבוססים על אשלג, פוספט וברום. לחברה ארבע חטיבות עיקריות:

- מוצרים תעשייתיים (24% מהמכירות ב-2020, רווחיות תפעולית של 24%). באמצעות חטיבה מרכזית זו, מייצרת החברה ברום טהור למגוון רחב של יישומים כגון מעכבי בעירה, מוצרי מגנזיה ומלח ופתרונות לאחסון אנרגיה. מפעלי החברה בים המלח מבוססים על מאגרי הברום הגדולים בעולם עם ריכוז הברום הגבוה ביותר. החברה ושתי מתחרותיה המרכזיות, Albemarle ו-Lanxess, אחראיות לרוב ייצור הברום העולמי ב-2020. חסמי הכניסה לשוק זה הם גבוהים, בשל הצורך בגישה למאגרי ברום כדאיים לניצול והדרישות הלוגיסטיות המחמירות (שינוע ברום מצריך שימוש במיכלים מיוחדים). איי.סי.אל גרופ משתמשת בכ-80% מהברום הטהור שהיא מייצרת לצרכיה העצמיים בייצור תרכובות ברום שרווחיותן גבוהה יותר.
- אשלג (25% מהמכירות ב-2020, רווחיות תפעולית של 9%). בסגמנט זה, איי.סי.אל גרופ מייצרת ומשווקת דשנים ומלחים מבוססי אשלג המופק מים המלח בתהליך אידי יעיל במיוחד וממכרה תת-קרקעי קונבנציונלי בספרד. החברה גם שינתה את יעוד מכרה בולבי באנגליה מהפקת אשלג לייצור לדשן חדשני המבוסס על פוליהליט (אותו היא משווקת תחת השם המסחרי פוליסולפט). אף על פי שהיקף ייצור האשלג של החברה נמוך משל מתחרותיה העיקריות, Nutrien, Uralkali ו-Mosaic, היא נהנית מעלויות ייצור נמוכות תודות לשיטת האידי באתר בים המלח ומיתרון לוגיסטי בשל קרבתה הפיזית ללקוחות.
- פתרונות פוספט (37% מהמכירות, רווחיות תפעולית של 3%). באמצעות חטיבה זו מפעילה החברה ארבעה מכרות פתוחים, שלושה מתוכם ממוקמים בנגב והרביעי בסין. חטיבה זו משתמשת בפוספט כחומר גלם לפיתוח מוצרי פוספט ייחודיים עם ערך מוסף גבוה יותר, תחום שבו נתח השוק הגלובלי של איי.סי.אל גרופ הוא 24%.
- פתרונות חדשניים לחקלאות (14% מהמכירות, רווחיות תפעולית של 5%). באמצעות חטיבה זו, החברה מספקת מוצרי דישון ייחודיים המבוססים על חנקן, אשלג ופוספט, כולל מוצרים מסיסים, נוזליים ומוצרים בשחרור מבוקר. מגוון המוצרים והפיזור הגיאוגרפי של עסקי החברה יתרחבו כתוצאה מרכישתן של Fertilacqua ו-Compass Minerals. חטיבה זו היא גם זרוע החדשנות של החברה ואחראית למחקר ופיתוח ולחדשנות דיגיטלית.

תרשים 3: איי.סי.אל גרופ בע"מ – מכירות 2020 לפי חטיבה



תרשים 4: איי.סי.אל גרופ בע"מ – מכירות, רווח והשקעות לפי חטיבה

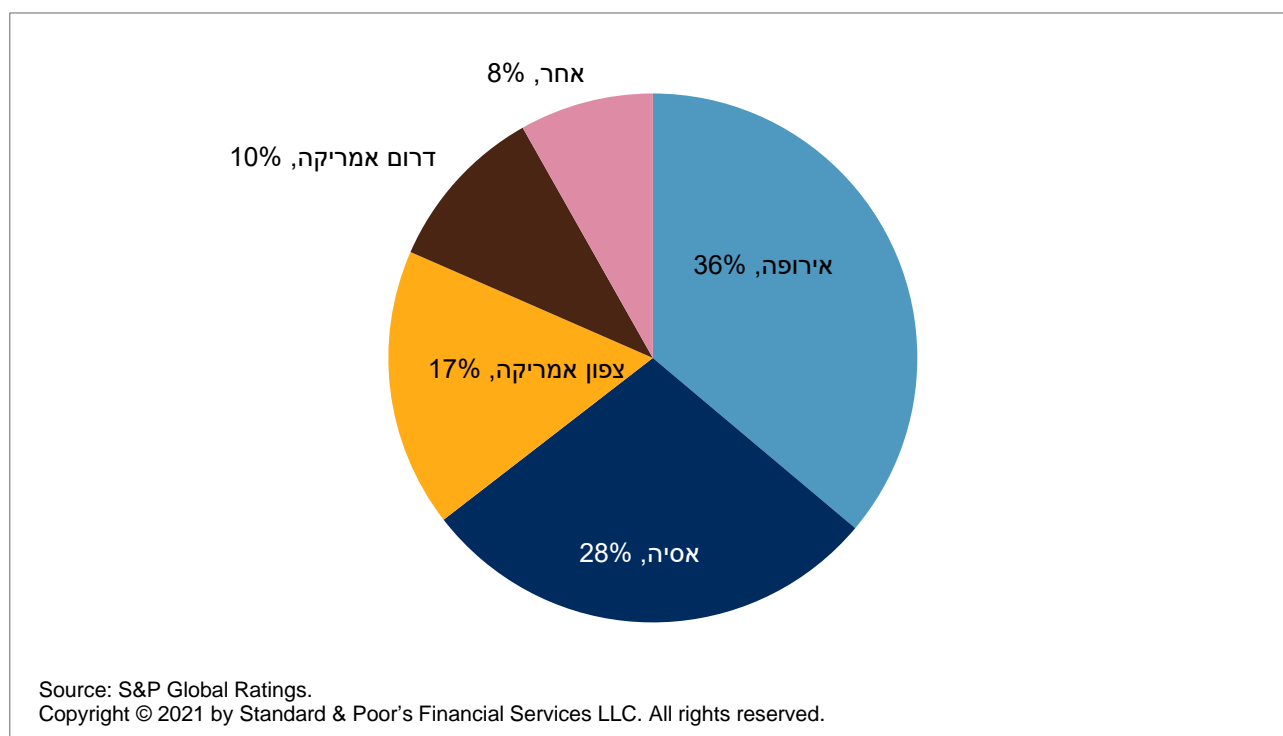


איי.סי.אל גרופ בע"מ

פעילות החברה מתבססת בעיקר על משאבי טבע: אשלג, ברום, מגנזיום ונתרן המופקים מים המלח, וסלע הפוספט הנכרה בנגב, על סמך זכויות ורישיונות ממדינת ישראל. לחברה גם מכרות פוליסולפט ומלח בספרד ובאנגליה ומכרות ומפעלי עיבוד של פוספט בסין.

איי.סי.אל גרופ היא יצרנית האשלג השביעית בגודלה בעולם, והיצרנית הגדולה ביותר בעולם של ברום, חומצה זרחתית מזוקקת ועוד. לחברה פיזור גיאוגרפי נרחב: כ-36% מהכנסותיה ב-2020 נבעו מאירופה, 28% מאסיה, 17% מצפון אמריקה, 10% מדרום אמריקה, והיתרה משאר העולם.

תרשים 5: איי. סי. אל גרופ בע"מ – מכירות 2020 לפי מיקום הלקוח



הפרופיל העסקי

הערכתנו לפרופיל העסקי של החברה משקפת את היותה יצרנית האשלג השביעית בגודלה בעולם, שוק המאופיין בביקוש גדל לאורך זמן ובריקוזיות גבוהה, והיצרנית הגדולה בעולם של ברום. לחברה מיצוב תחרותי גבוה יחסית הנובע מיתרונות מובנים, ביניהם גישה ישירה למקור מרוכז של חומרי גלם איכותיים וייחודיים בים המלח; עלויות נמוכות באיסוף אשלג וברום בהשוואה למתחרים; יתרון בעלויות אחסנת המוצרים ויכולת ייצור למלאי כתוצאה ממזג האוויר היבש באזור ים המלח; קרבה לנמלים וללקוחות אסטרטגיים (בעיקר סין והודו); וסינרגיה גבוהה בייצור מוצרי כימיקלים ייחודיים בעלי ערך מוסף.

המיצוב העסקי מושפע לחיוב מפיזור מכירות גיאוגרפי רחב, אשר, להערכתנו, מצמצם את חשיפת החברה לשינויים בביקוש בשל גורמים אזוריים (כגון מזג אויר קיצוני), ומתיק מוצרים רחב לשימוש בתעשיות מגוונות.

גורם הסיכון העיקרי המגביל את הפרופיל העסקי של החברה הוא התלות בהארכת הזיכיון בים המלח על ידי ממשלת ישראל ב-2030 וחשיפה ללחצים פוליטיים ושינויים רגולטוריים בישראל, שיוצרות אי ודאות לגבי המשך עסקיה במתכונתם הנוכחית לאחר 2030. אלה יוצרים אי ודאות בשאלה האם החברה תמשיך בעסקיה בצורתם הנוכחית לאחר שנת 2030. אין לעת עתה התפתחויות ברורות בנושא זה. נציין גם כי בתחום מוצרי הפוספט הגנריים, מעמדה התחרותי של החברה נמוך ביחס למתחרים, לדוגמה OCP S.A. ו-Phosagro PJSC, משום שאיכות הסלע במכרות החברה בנגב נמוכה יחסית, עלויות הייצור של החברה גבוהות ואין עדיין אתר חציבה אלטרנטיבי בעוד שהרזרבות באתר הנוכחי מתדלדלות.

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 ותמהיל היבולים, בהכנסות החקלאים (שתלויות במחירי התבואה), במזג האוויר וברמות מלאי. היצע חדש מתווסף לשוק הודות להקמת מפעלים חדשים, והיכולת לייצר בעלויות נמוכות הולכת ומצטמצמת. החלטות פוליטיות משפיעות הן על הביקוש והן על ההיצע, באמצעות מכסות ייצוא או מיסוי וסבסוד בשוקי ליבה שונים, בעיקר הודו וסין.

רכישתן ב-2021 של שתי חברות המייצרות דשנים ייחודיים ונוטריינטים (Fertilaqua ו-Compass Minerals) מחזקת את מעמדה העסקי של החברה בברזיל, אחד השווקים החקלאיים החשובים בעולם. אנו סבורים כי היא מאפשרת לאיי.סי.אל. גרופ לכסות את כל סוגי התבואות המרכזיים במדינה, להשיג נגישות למנועי צמיחה חשובים ולהפחית את השפעתם של גורמים עונתיים בחצי הכדור הצפוני על פעילותה.

המעבר המתמשך של החברה מייצור דשנים גנריים לייצור מוצרים משלימים בעלי ערך מוסף הוא צעד אסטרטגי חשוב המסייע לייצוב הרווחים לאורך המחזור. החברה גם ממשיכה ליישם את תכניות ההתייעלות במכרות הפוספט בסין ואת הגדלת ייצור הפוליסולפט במכרה באנגליה. בספרד תתמקד איי.סי.אל. גרופ במכרה האשלג בקבנסס ובמפעל העיבוד שלידו, המייצר מיליון טון בשנה, לאחר סגירת האתר בסליינט והמכרה בסורייה. החברה גם מחויבת להוצאות הוניות להגדלת הקיבולת, הקטנת עלויות הייצור, ועמידה בדרישות הרגולטוריות.

אנו משווים את החברה לחברות הפועלות בענף הדשנים המבוססים על אשלג ופוספט, כגון K+S AG, EuroChem Group AG, Uralkali OJSC ו-Mosaic Co. אנו סבורים שהענף שבו פועלת החברה הוא מחזורי, עם תנודות עונתיות בהכנסות.

באופן היסטורי, שיעורי ה-EBITDA המתואמים של החברה היו נמוכים מאלה של EuroChem ושל PhosAgro, הנמצאות ברבעון הראשון של עקומת העלות לייצור פוספט, הודות לגישה למחירי גז נמוכים הניתנים ליצרנים ברוסיה ומידה רבה של אינטגרציה אנכית.

איי.סי.אל גרופ בע"מ

בהשוואה ל-K+S, איי.סי.אל. גרופ מציגה שיעורי EBITDA גבוהים יותר, המשקפים את היתרון הגדול בעלויות הייצור שמעניקה לה הגישה לחומר גלם באיכות גבוהה בים המלח, למרות העלויות הגבוהות בספרד. רווחיותה של K+S אף הלכה ופחתה בשנים האחרונות בגלל אתגרי ייצור והעלות הגבוהה במכרותיה בגרמניה.

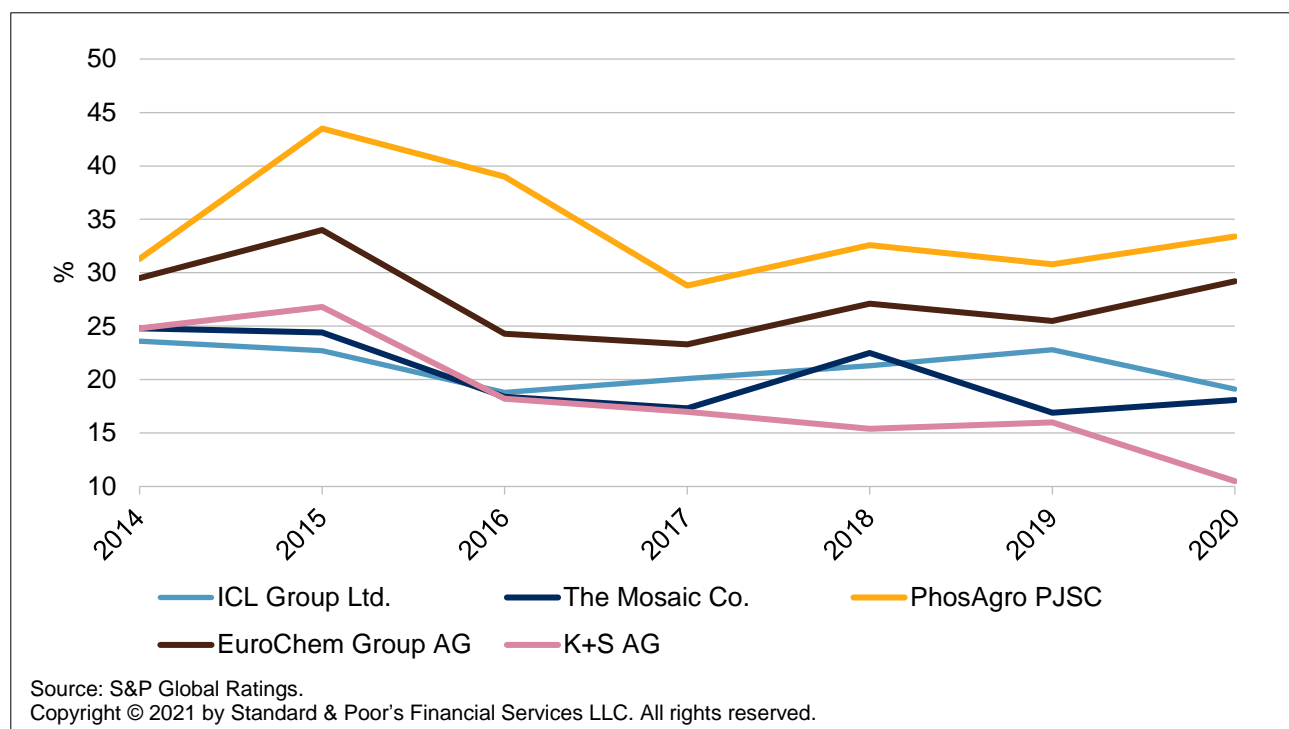
Table 1.

ICL Group Ltd.-- Peer Comparison (Mil. \$) for the fiscal year ended December 31, 2020

Industry Sector: Chemical Companies

	ICL Group Ltd.	The Mosaic Co.	PhosAgro PJSC	EuroChem Group AG	K+S AG
Revenue	5,043	8,682	3,433	6,166	2,975
EBITDA	964	1,568	1,147	1,800	312
Funds from operations (FFO)	800	1,320	988	1,434	129
Interest expense	129	304	83	270	122
Cash interest paid	133	242	72	246	159
Cash flow from operations	787	1,622	1,125	1,295	37
Capital expenditure	602	1,137	536	1,154	642
Free operating cash flow (FOCF)	185	485	588	141	(605)
Discretionary cash flow (DCF)	67	409	63	140	(614)
Cash and short-term investments	314	574	114	546	183
Debt	3,173	4,675	2,176	5,744	5,522
Equity	4,088	9,755	1,430	4,683	2,719
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	19.1	18.1	33.4	29.2	10.5
Return on capital (%)	6.6	4.0	22.2	12.8	(1.0)
EBITDA interest coverage (x)	7.5	5.2	13.9	6.7	2.6
FFO cash interest coverage (x)	7.0	6.5	14.7	6.8	1.8
Debt/EBITDA (x)	3.3	3.0	1.9	3.2	17.7
FFO/debt (%)	25.2	28.2	45.4	25.0	2.3
Cash flow from operations/debt (%)	24.8	34.7	51.7	22.5	0.7
FOCF/debt (%)	5.8	10.4	27.0	2.5	(10.9)
DCF/debt (%)	2.1	8.7	2.9	2.4	(11.1)

תרשים 6: רווחיות – שיעור EBITDA מתואם של איי.סי.אל גרופ ומתחרות גדולות



הפרופיל הפיננסי

הערכתנו את הפרופיל הפיננסי של החברה משקפת את המחזוריות המאפיינת את ענף הדשנים, שהובילה היסטורית לתנודתיות ב-EBITDA המתואם של החברה כמו גם של מתחרותיה. כמו כן אנו מביאים בחשבון את צורכי ההשקעה של החברה, הכוללים בעיקר הוצאות הוניות לשימור הקיים והתחייבויות להשקעות כלפי ממשלת ישראל כחלק מהזיכיון בים המלח (ובין היתר פרויקט "קציר ים המלח"). אנו מתחשבים גם במדיניות הפיננסית המאוזנת של החברה, בפרט במה שנוגע לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות.

בטווח 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 אורגניות, האצת הייצור של מוצרי דשנים חדשניים כגון פוליפוספט, חדשנות באמצעות פיתוח מוצרים חדשים, ויישומים חדשים של מוצרים קיימים.

בה בעת, איי.סי.אל גרופ מחויבת לדירוג הנוכחי ולשמירה על מינוף שמרני. בזמן מגפת הקורונה, מחויבות זו התבטאה במאמציה הפעילים של החברה לתמוך ביתרות המזומנים שלה, שכללו משיכה של 300 מיליון דולר ממסגרת אשראי מתחדשת בהיקף של 1.1 מיליארד דולר וניהול ההדוק של הוצאות הוניות והון חוזר. ההנהלה הוכיחה מחויבות זו גם ב-2018, כאשר השתמשה בתמורה נטו של כ-900 מיליון דולר ממכירת חטיבת מוצרי 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 הנקי המתואם, לעומת 70% ב-2016.

איי.סי.אל גרופ בע"מ

על סמך EBITDA מדווח של 1.20-1.24 מיליארד דולר, הוצאות הוניות של כ-570 מיליון דולר וצורכי הון חוזר נמוכים, אנו מעריכים שהחברה תייצר ב-2021 תזרים מזומנים חופשי מפעילות שוטפת (FOCF) של 200 מיליון דולר. אנו חוזים שה-FOCF ישוב ויעלה ליותר מ-350 מיליון דולר ב-2022, לעומת 185 מיליון דולר ב-2020, אך יישאר נמוך מרמתו ב-2019, אז עמד על יותר מ-400 מיליון דולר.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים שהיחס המתואם חוב ל-EBITDA יעמוד על 2.9x-3.1x ב-2021, לעומת 3.3x ב-2020 ו-2.5x ב-2019. מחזוריותו של ענף הדשנים היא מגבלה מבנית על פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה משום שהוא מוביל לתנודתיות ברווחים שלחברה אין עליה שליטה, וכן לתנודות עונתיות משמעותיות בהון החוזר. ניסיונה המוכח של החברה בניווט עסקיה לאורך מחזור העסקים, יחד עם מדיניותה הפיננסית הזהירה, הם גורמים מאזנים משמעותיים.

Table 2.

ICL Group Ltd.– Financial Summary (Mil. \$)

Industry Sector: Chemical Companies

	2020	2019	2018	2017	2016
Revenue	5,043	5,271	5,556	5,418	5,363
EBITDA	964	1,201	1,181	1,087	1,007
Funds from operations (FFO)	800	947	982	811	776
Interest expense	129	140	165	175	187
Cash interest paid	133	134	143	149	146
Cash flow from operations	787	976	632	860	987
Capital expenditure	602	557	550	434	610
Free operating cash flow (FOCF)	185	419	82	426	377
Discretionary cash flow (DCF)	67	146	(159)	189	215
Cash and short-term investments	314	191	213	173	116
Gross available cash	284	161	183	146	96
Debt	3,173	3,035	3,044	3,960	4,052
Equity	4,088	4,061	3,915	2,930	2,659
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	19.1	22.8	21.3	20.1	18.8
Return on capital (%)	6.6	10.7	11.0	9.1	8.1
EBITDA interest coverage (x)	7.5	8.6	7.1	6.2	5.4
FFO cash interest coverage (x)	7.0	8.1	7.9	6.4	6.3
Debt/EBITDA (x)	3.3	2.5	2.6	3.6	4.0
FFO/debt (%)	25.2	31.2	32.3	20.5	19.2
Cash flow from operations/debt (%)	24.8	32.2	20.8	21.7	24.4
FOCF/debt (%)	5.8	13.8	2.7	10.8	9.3
DCF/debt (%)	2.1	4.8	(5.2)	4.8	5.3

נזילות

הערכת הנזילות של החברה היא "הולמת". הערכת הנזילות משקפת את הצפי שלנו כי היחס בין המקורות של החברה לשימושיה יעמוד על כ-1.4 ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021. הערכתנו נתמכת בניהול נזילות זהיר, בהיקף מספק של מסגרות אשראי פנויות חתומות ובנגישות טובה למערכת הבנקאית ולשוק ההון הישראלי.

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> מזומנים ושווי מזומנים לא מוגבלים בהיקף של כ-256 מיליון דולר נכון ל-31 במרץ, 2021. מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ-895 מיליון דולר מתוך מסגרת אשראי מתחדשת לטווח ארוך חתומה ליותר משנה בהיקף של כ-1.1 מיליארד דולר, וכ-120 מיליון דולר פנויים מתוך מסגרת איגוח בהיקף של 300 מיליון דולר בתוקף עד 2025. FFO (funds from operations) במזומן בהיקף של 950 מיליון דולר (הערכה שלנו). 	<ul style="list-style-type: none"> חלויות חוב זמן קצר בהיקף של כ-548 מיליון דולר. הוצאות הוניות בהיקף של 580-590 מיליון דולר. צרכי הון חוזר (כולל תוך-שנתיים) של כ-100 מיליון דולר. רכישות בהיקף של 400 מיליון דולר חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-200 מיליון דולר.

חלויות חוב

חלויות חוב נכון ל-31 במרץ, 2021:

- 2021: 412 מיליון דולר
- 2022: 161 מיליון דולר
- 2023: 200 מיליון דולר
- 2024: 526 מיליון דולר
- 2025-2030: 242 מיליון דולר
- אחרי 2030: 881 מיליון דולר

ניתוח התניות

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח נוח על התניותיה, הכוללות:

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

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו סבורים שאיי. סי. אל גרופ חשופה יותר ממתחרותיה לגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG), בשל פעילותה עם משאב טבע ייחודי באזור המאופיין במחסור במים ובמתחים גיאופוליטיים ניכרים. החברה מפעילה את מתקניה בים המלח על פי הסכם הזיכיון עם ממשלת ישראל.

המינרלים בים המלח מיוצרים בתהליך אידוי סולרי, במסגרתו המלח שוקע לקרקעית אחת מבריכות האידוי. כתוצאה מתהליך זה, עליית מפלס המים בבריכה מעבר לסף מסוים עלולה לגרום לנזק מבני ליסודות ולמבני המלונות שהוקמו בסמוך לקו המים ולתשתיות אחרות על החוף. החברה גם שואבת מים מהאגן הצפוני של ים המלח ומעבירה אותם לבריכות בחלקו הדרומי. מפלס המים באגן הצפוני של ים המלח ירד לאורך השנים, ובשנים האחרונות הוא יורד בקצב ממוצע של כ-110 סנטימטרים בשנה. בנוסף, בשנים האחרונות התגלו באזור ים המלח בולענים ובקיעים תת-קרקעיים, שעשויים לפגוע בפעילותה של איי.סי.אל. גרופ.

נציין כי חלקה של החברה בירידת מפלס המים של ים המלח הוא כ-23%, והשאר נובע מהתאדות, שימוש גובר במי הירדן וירידה במשקעים. בטווח הארוך, אנו סבורים כי מצב זה עשוי להוביל ללחץ על החברה לצמצם את השימוש במינרלים בים המלח, דבר שעשוי לפגוע בפעילותה.

בנוסף, החברה חשופה לתביעות משפטיות בקשר לתקלות במפעליה שיש להן השפעות אקולוגיות סביבתיות. לדוגמה, ב-2017 קרסה בריכה ששימשה לאגירת גבס שנוצר בתהליכי ייצור באתר בנגב. הקריסה גרמה לזיהום סביבתי חמור. הוגשו מספר תביעות ייצוגיות נגד החברה, שנדרשה לשאת בהוצאות ארוכות הטווח הקשורות בתוכניות השיקום. הוצאות מסוג זה קשות לחיזוי אך עשויות להשפיע על התוצאות והיחסים הפיננסיים של החברה.

השפעת הקבוצה

איי.סי.אל גרופ נמצאת בשליטתה של החברה לישראל בע"מ (45.9%), שמניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. שאר מניותיה של החברה נמצאות בידי משקיעים מוסדיים והציבור, ונסחרות בבורסות בתל אביב ובניו יורק. מניות השליטה באיי.סי.אל. גרופ הן ההחזקה המרכזית בתיק ההחזקות של החברה לישראל (כ-94% משווי התיק נכון ל-31 במרץ, 2021). החברה לישראל היא גם בעלת המניות העיקריות של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז", ilA-/Negative) (כ-6% משווי התיק של החברה לישראל).

היות שהדיבידנדים שמחלקת בז"ן מוגבלים יחסית, הדיבידנדים מאיי.סי.אל. גרופ הם מקור המזומנים העיקרי לשירות החוב של החברה לישראל. למרות זאת, אנו סבורים שאיכות האשראי של החברה מבודדת מזו של החברה לישראל, בשל משטר הפיקוח המשפטי והרגולטורי החזקים יחסית בישראל. נציין כי שישה מתוך אחד עשר חברי הדירקטוריון של איי.סי.אל. גרופ הם עצמאיים, וחמישה ממונים על ידי החברה לישראל.

למרות הערכתנו לגבי בידודה של איי.סי.אל. גרופ, להבנתנו האסטרטגיה המוצהרת המעודכנת של החברה

איי.סי.אל גרופ בע"מ

לישראל היא להרחיב את החזקותיה בענפים חדשים, באמצעות רכישות. אף שיישומה של אסטרטגיה זו עשוי לארוך זמן מה, הנהלת החברה לישראל הבהירה לנו כי תוכניות הצמיחה לא יובילו לגידול בחוב נטו לאורך זמן או לחריגה משמעותית מיחסי האשראי הנוכחיים של החברה לישראל.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

מזילות: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

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

מסקנות אנליטיות

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

התאמות לדיווח הכספי

Table 3.

ICL Group Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. \$) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2020

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	2,407	3,930	781	202	96	964	804	626
S&P Global Ratings adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(31)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(109)	--	--
Reported lease liabilities	325	--	--	--	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	510	--	7	7	9	--	--	--

	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	(284)	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	24	(24)	(24)	(24)
Share-based compensation expense	--	--	8	--	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	7	--	--	--	--	--
Asset-retirement obligations	215	--	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	12	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	7	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	158	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	161	161	--	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	90	--	--	--	--
Total adjustments	766	158	183	270	33	(164)	(17)	(24)
S&P Global Ratings adjusted amounts								
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	3,173	4,088	964	472	129	800	787	602

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 הסיכון הנובע מנחיתות 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

- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

איי.סי.אל גרופ בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilAA\Stable	04/12/2001	29/06/2020
דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה ד,ה סדרה ז	ilAA ilAA	22/11/2015 17/12/2019	29/06/2020 29/06/2020
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך			
אוקטובר 06, 2014	ilAA\Stable		
דצמבר 11, 2013	ilAA+\Negative		
אוגוסט 04, 2013	ilAA+\Watch Neg		
אוגוסט 05, 2010	ilAA+\Stable		
מאי 27, 2010	ilAA+\Watch Neg		
ספטמבר 02, 2009	ilAA+\Negative		
אפריל 22, 2009	ilAA+\Stable		
פברואר 09, 2009	ilAA+\Negative		
מאי 12, 2008	ilAA+		
דצמבר 03, 2007	ilAA+\Stable		
דצמבר 15, 2004	ilAA		
דצמבר 04, 2001	ilAA-		
פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יזום הדירוג	15:11 23/06/2021 15:11 23/06/2021 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 יישמש 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 האכזת 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 אמנים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.