



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 iAA 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](mailto:Adi@scherfcom.com)

**INVESTOR RELATIONS CONTACTS**

Peggy Reilly Tharp  
VP, ICL Global Investor Relations  
+1-314-983-7665  
[Peggy.ReillyTharp@icl-group.com](mailto:Peggy.ReillyTharp@icl-group.com)

Dudi Musler  
Director, Investor Relations  
+972-3-6844448  
[Dudi.Musler@icl-group.com](mailto:Dudi.Musler@icl-group.com)



23 ביוני 2021

**אישורת 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 דירוגה המקומי של החברה בישראל בדרגת AA עם תחזית יציבה.

דו"ח הדירוג הגלובלי ודוח הדירוג המקומי בישראל מצורפים.

שם מושחה החתימה על הדוח ושם מושחה החתימה אלקטרוני: איה לנדרמן, עו"ד  
תפקידה: סמנכ"ל, מזכירת החברה ומנהל אכיפה גlobalit  
תאריך החתימה: 23 ביוני 2021

דודי מוסלר	דודי מוסלר	אנשי קשר - קשרי משקיעים	אשת קשר - תקשורת
<a href="mailto:Dudi.Musler@icl-group.com">Dudi.Musler@icl-group.com</a>	<a href="mailto:Peggy.ReillyTharp@icl-group.com">Peggy.ReillyTharp@icl-group.com</a>	פגי ריליא-ת'ארפ	עדי בגין
מנהל קשרי משקיעים +6844448-3-972	סמנכ"לית קשרי משקיעים גלובאלית - 314 +1-7665-983	סמנכ"לית קשרי משקיעים גלובאלית - 314 +1-7665-983	שרף תקשורת +972-52-4454789
			<a href="mailto:Adi@scherfcom.com">Adi@scherfcom.com</a>

# **RatingsDirect®**

---

## **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

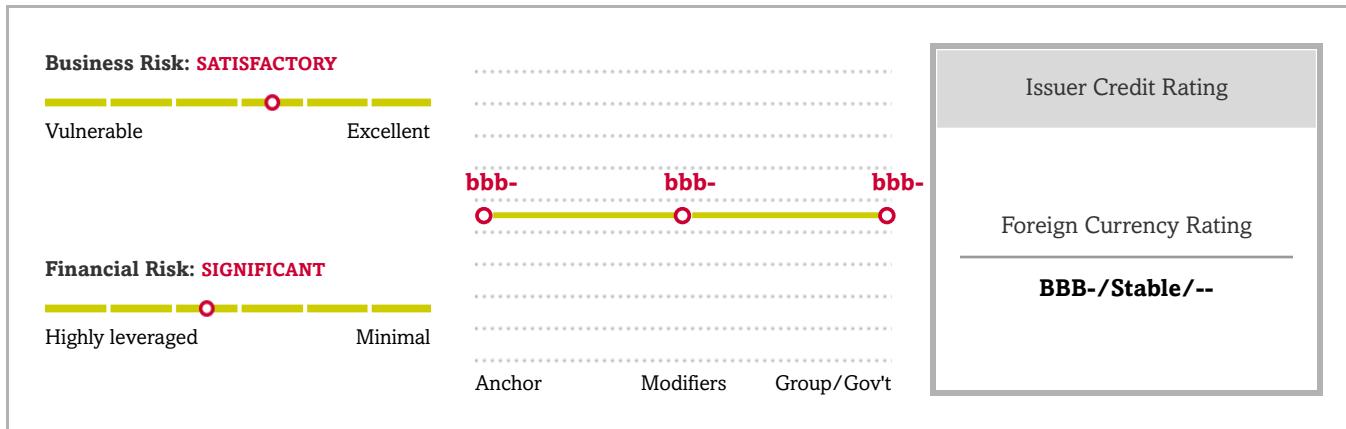
Ratings Score Snapshot

## 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.

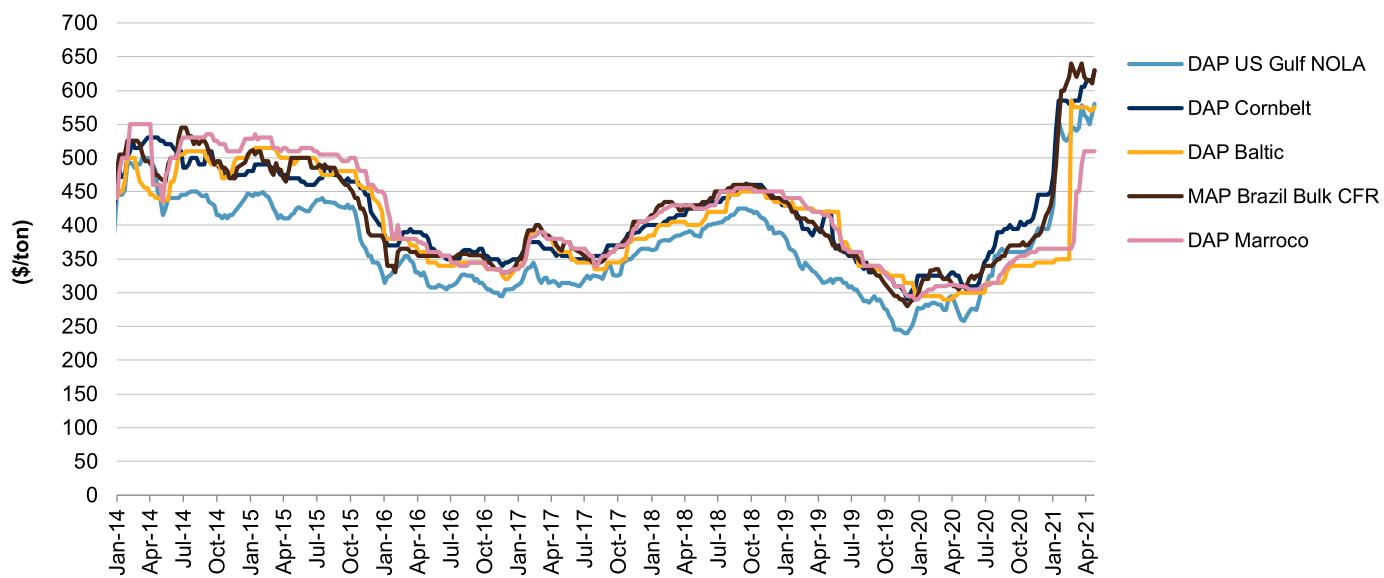
*Our revenue forecast factors in the ongoing high prices for potash and phosphate, which we see as reflective of above-midcycle conditions.* We believe tight market conditions are set to continue over 2021 and into 2022, supported by strong demand for fertilizers, which is driven by sound agriculture 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.

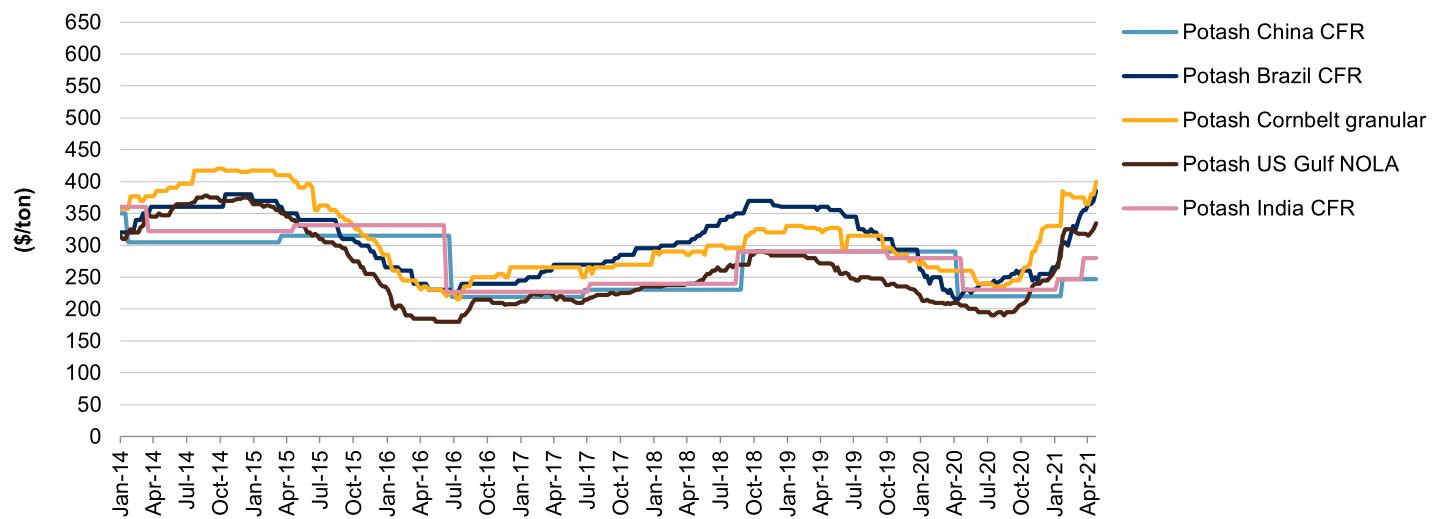
### Chart 1

#### 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 &amp; 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 Fertilaqua Participações S.A. (Fertilaqua), 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 Fertilaqua (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*				
(Mil. \$)	--Fiscal year end Dec. 31--			
	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.

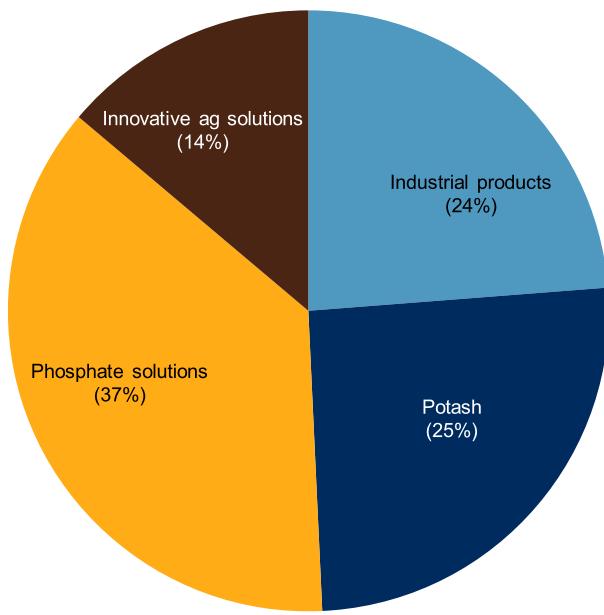
## Company Description

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.

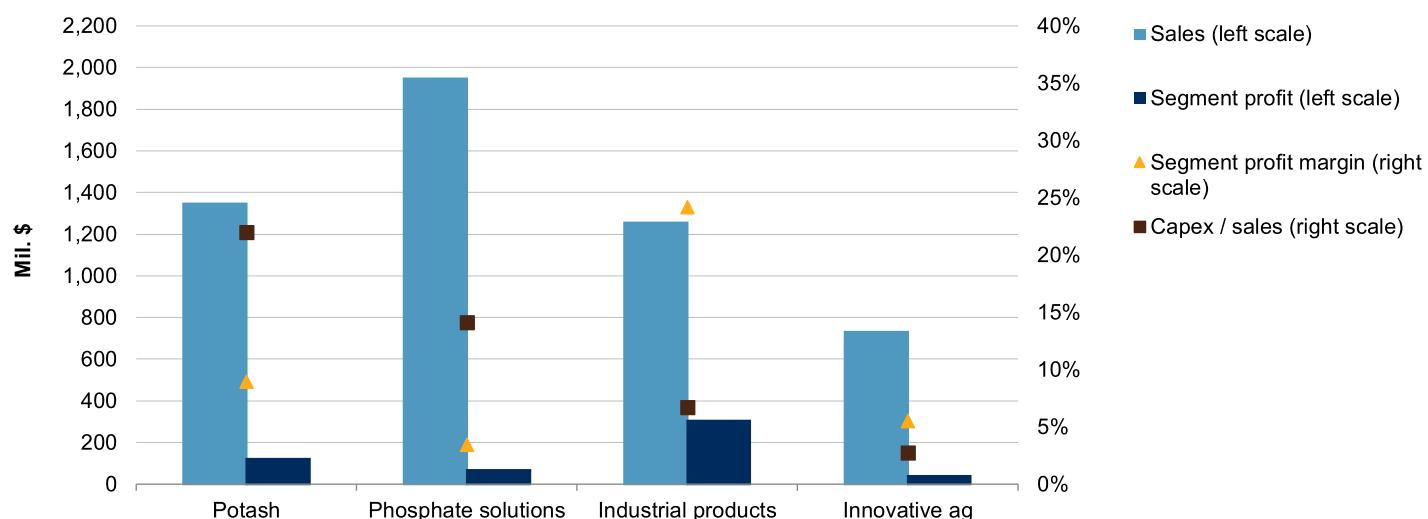
**Chart 3**

**ICL Group Ltd.'s 2020 Sales By Business Line**



Source: S&P Global Ratings.

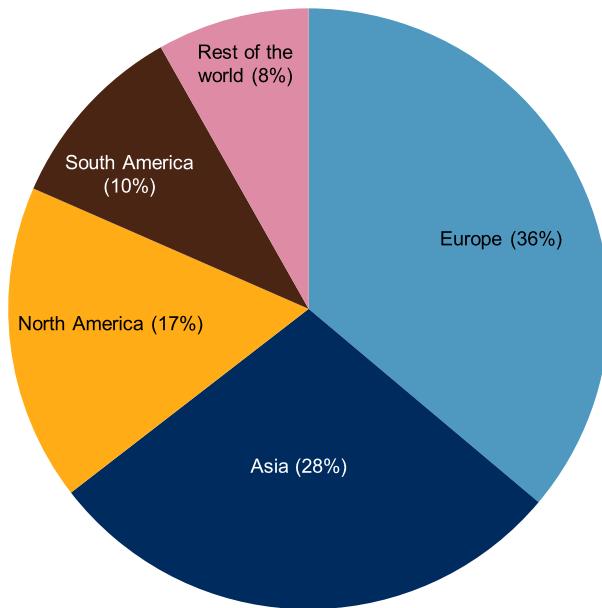
Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

**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&amp;P Global Ratings.

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

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

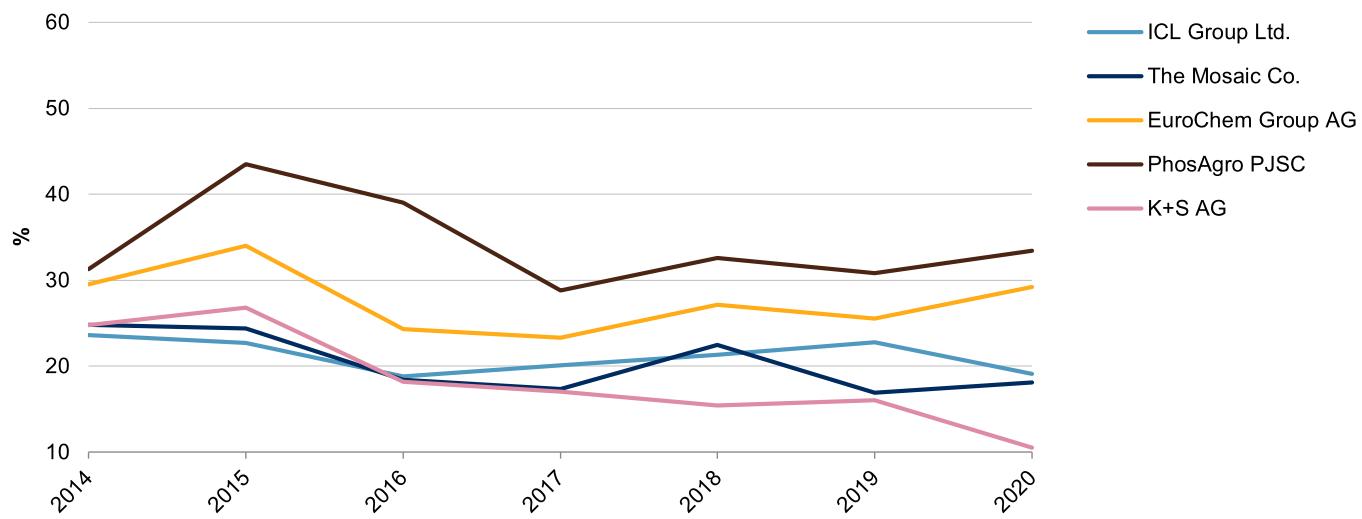
	ICL Group Ltd.	Mosaic Co. (The)	PhosAgro PJSC	EuroChem Group AG	K+S AG
Ratings as of June 23, 2021	BBB-/Stable/--	BBB-/Stable/--	BBB-/Stable/--	BB-/Positive/--	B/Negative/B
<b>--Fiscal year ended Dec. 31, 2020--</b>					
<b>(Mil. \$)</b>					
Revenue	5,043.0	8,681.7	3,433.2	6,166.0	2,975.1
EBITDA	964.0	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**

	<b>ICL Group Ltd.</b>	<b>Mosaic Co. (The)</b>	<b>PhosAgro PJSC</b>	<b>EuroChem Group AG</b>	<b>K+S AG</b>
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
<b>Adjusted ratios</b>					
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 cyclical nature 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
<b>(Mil. \$)</b>					
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
<b>Adjusted ratios</b>					
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**

	<b>Debt</b>	<b>Shareholders' equity</b>	<b>EBITDA</b>	<b>Operating income</b>	<b>Interest expense</b>	<b>S&amp;P Global Ratings' adjusted EBITDA</b>	<b>Cash flow from operations</b>	<b>Capital expenditure</b>
Reported	2,407.0	3,930.0	781.0	202.0	96.0	964.0	804.0	626.0
<b>S&amp;P Global Ratings' adjustments</b>								
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**

	<b>Debt</b>	<b>Equity</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>	<b>Interest expense</b>	<b>Funds from operations</b>	<b>Cash flow from operations</b>	<b>Capital expenditure</b>
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"> <li>Available unrestricted cash and cash equivalents of about \$256 million on March 31, 2021;</li> <li>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</li> <li>Our forecast of reported cash funds from operations of \$950 million.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Short-term debt maturities of about \$548 million;</li> <li>Capex of \$580 million-\$590 million;</li> <li>Working capital outflows (including intrayear) of about \$100 million;</li> <li>Acquisitions of \$400 million; and</li> <li>Dividend distributions of about \$200 million.</li> </ul>

### 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
<b>Satisfactory</b>	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	<b>bbb-/bb+</b>	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](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://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](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

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

**23 ביוני, 2021****אנליסט אשראי ראשי:****Lucas Hoenn, 44-20-71768597****אשת קשר נוספת:****Sivan Mesilati, 972-3-7539735****תוכן עניינים**

3	תמצית
5	תחזית הדירוג
5	התרחיש השלילי
6	התרחיש החיווי
6	תרחיש הבסיס
6	הנחות עיקריות
7	יחסים עיקריים
7	תחזיות תרחיש הבסיס
8	תיאור החברה
10	הפרופיל העסקי
13	הפרופיל הפיננסי
15	נדילות
15	חוליות חוב
15	ניתוח התנויות
16	גורמי סביבה, חברת וamodel תאגיד
16	השפעת הקבוצה
17	התאמות לדירוג
17	דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות
17	הרכב ההון
17	מסקנות אנליטיות
17	התאמות לדיווח הכספי

## **א.י.ס.אל גראף בע"מ**

18.....	מетодולוגיה ומאמרים קשורים.....
19.....	רשימת דירוגים .....

## אי.ס.אל גראף בע"מ

iAA/Stable

אשרור דירוג המנפיק

## תמצית

סיכוןים עיקריים	חווקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> <li>מחזוריות ותחרותיות גבוהות המאפייניות את שוק הדשנים.</li> <li>חיפשה לשינויים רגולטוריים ולחצים פוליטיים בישראל בגין להארכת היזכון בים המלח שיפור ב-2030.</li> <li>הוצאות הוניות (capex) גבוהות ומחייבות בים המלח.</li> <li>חיפשה מסויימת של תחום הברום למחזוריות בשוקי נפט וגז, רכב ובנייה.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>אחת היצרניות המובילות בשוק האשלאג העולמי ויצרנית הברום הגדולה בעולם.</li> <li> יתרונות תחרותיים הנובעים מהפעילותם בים המלח המקנה גישה לחומר גלם איצטטיים וייחודיים, יתרונות לוגיסטיים, קרבה לנמלים ועלויות נמוכות יותר בהשוואה למתחרים בייצור האשלאג והברום.</li> <li> ביקוש גלובלי איתן למוצר דשנים התומך במחירים הגבוהים הנוכחיים; עמידות יחסית מוכחת של הענף לסייעה מקרו-כלכליות של מיתון בעקבות מגפת הקורונה.</li> <li> סינרגיה גבוהה בייצור מוצריים ייחודיים המספקים ערך נוסף.</li> <li> מדיניות פיננסית זהירה ונזילות הולמתה.</li> </ul>

אנו צופים שביצועיה של אי.ס.אל גראף בע"מ ישתפרו ב-2021, עם שיפור ביחס החוב ל-EBITDA ל- $3.1 \text{ מ-} 3.3 \text{ מ-} 2020$ , רמה שאנו סבורים שהולמת את הדירוג. הכנסותיה של אי.ס.אל. גראף צפויות לגדול ל- $6.0 \text{ מיליארד דולר ב-2021, מ-} 5.0 \text{ מיליארד דולר ב-2020}$ . צמיחה זו משקפת גידול בהיקפי המכירות של מוצרי ברום ושל אשלאג, שתי רכישות של חברות בברזיל, ואת מחירי האשלאג והפוספט הגבוהים כתוצאה מעודף ביקוש בשוקי הדשנים.

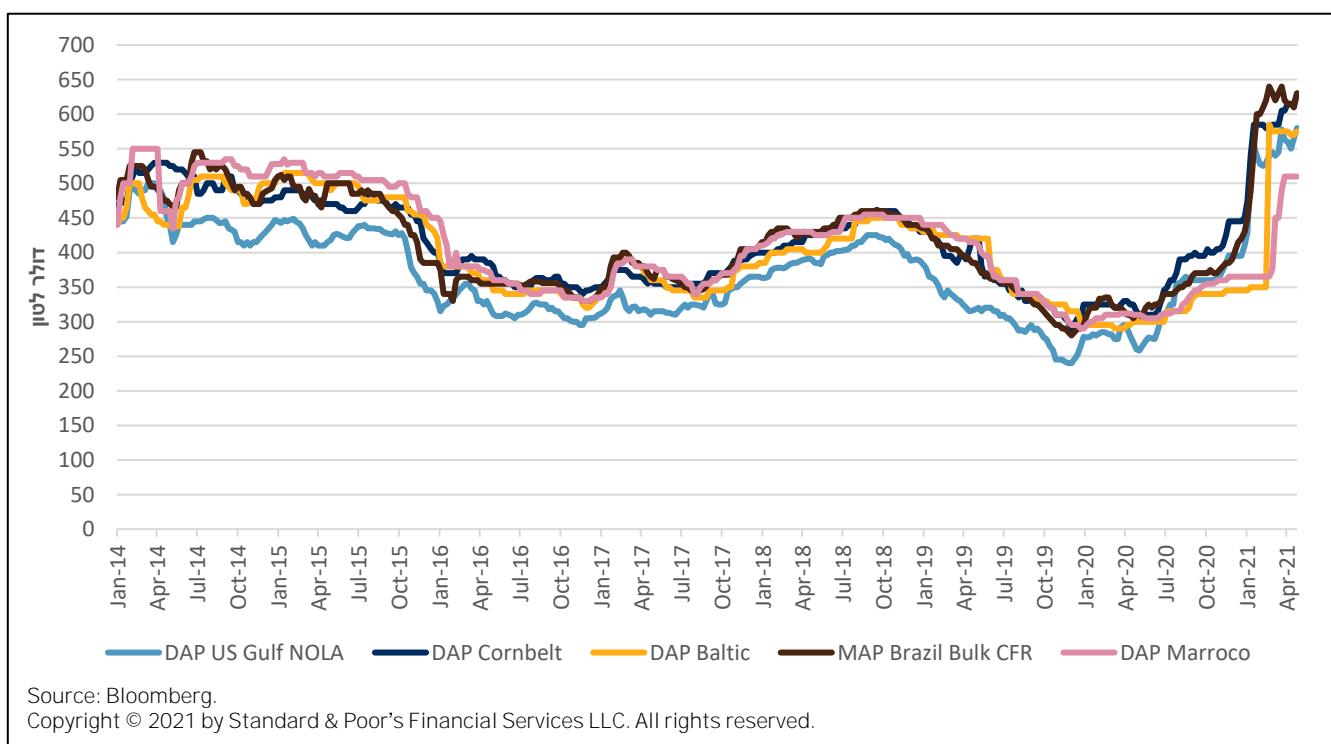
בתחזית הכנסות שלנו אנו מבאים בחשבון את מחירי האשלאג והפוספט המשיכים להיות גבוהים, שאנו סבורים שmarkets תנאים טובים יחסית לאמצע מחזור העסקים. אנו סבורים שעודפי הביקוש יימשכו ב-2021 ובתחילת 2022, בתמיכת הביקוש לדשנים המונע על ידי יציבות בשוקי החקלאות. הביקוש למוזיאים דשנים ומחירים הגבוהים בשוק האשלאג נתמכים כתעת בבייקוש הגלובלי למוצרי חקלאות ובמחירי הסחרות החקלאיות, העוזרים להגדיל את הכנסות החקלאים. אנו צופים שהביקוש האיתן יעלה על היצוע, במיוחד מהתוספת הקיבולת של חברת Eurochem Group AG. תוספות היצע אחרי 2022 והשפעת פרויקטים פוטנציאליים חדשים על מחירי הסחרות ועל חזוי עוגן הם הסיכון המרכזים בטוחה הבינוני.

## אי.ס.אל גראף בע"מ

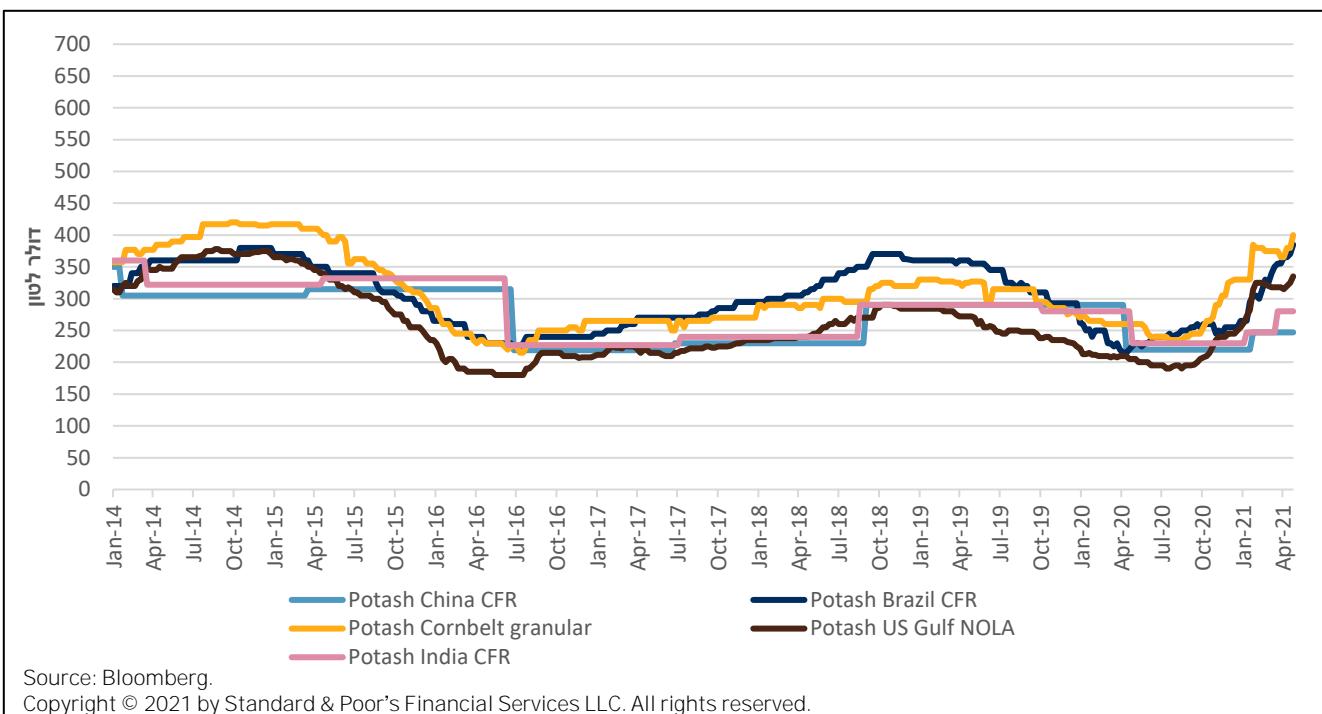
מספר גורמים הובילו לעלייה שנתית חדה במחירים הדשנים, ואנו צופים שאלה ישארו גבוהים במחצית השנייה של 2021. ברבעון הראשון של 2021 הננטה אי.ס.אל. גראף מהעליה במחירים האשלאג וمتנאים תומכים בשוקי הדשנים. בין השאר נצין עלייה חדה במחירים הדגנים, במיוחד תירס וסוויה, כתוצאה מביקוש גלובלי חזק. מחיר האשלאג הממוצע בפועל של אי.ס.אל. גראף 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 אי.ס.אל. גראף במחצית השנייה של 2021. אנו צופים EBITDA של 1.24-1.20 מיליארד דולר השנה, לעומת 964 מיליון דולר ב-2020. גם מחירים הפוספט עלו ב-2021, מרמות השפל במחזור העשיים שנרשמו ב-2020. מתחילת השנה רשות אי.ס.אל. גראף עלייה במכירות דשי הפוספט בשל התאוששות במחירים בכל האזורים. הביקוש לפוספט נתמך כיום בביטחון יציב למוצרים חקלאים, ברמות מלאי נמכות 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 רפואי הוא שייתכן שהמגפה הגיעו או כמעט הגיעו לשיאו באזורי מסוימים בעולם, אולם תמשיך להוות איום עד שיחסון או טיפול אפקטיבי יהיה זמינים בהיקף נרחב, מה שעשוי לא לקרות עד הממחצית השנייה של 2021. אנו משתמשים בהנחה זו להערכת השלכות הכלכליות של המגפה והשפעתה על איצות האשראי של גופים וחברות (ראו [באתר S&P](#) [מעלות ובאתר S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכתינו בהתאם.

תרשים 1: מחירים פוספט מ-2014 עד היום



תרשים 2: מחירי אשלג מ-2014 עד היום



## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שא.ס.אל. גראף תשמור ב-2021 על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-2.9x-3.0x, בהתחשב בגידול בكمיות בשוקי הבром, בד בבד עם עודף ביקוש בכל שוק, הדשנים, התומך במחירים גבוהים לאשלג ולפוספט.

אנו צופים שא.ס.אל. גראף תיציר EBITDA מתואם של 1.20-1.24 מיליארד דולר ב-2021, בתמיכת מעמדה האיתן בתחום הדשנים וועלות ייצור נמוכות בישראל. אנו רואים יחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-3.0 בשיא מחזור העסקים ו-4.0 בתחתית מחזור העסקים כהולםים את הדירוג הנוכחי.

## התרחיש השליili

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

בטוח הבינו עשי להיווצר לחץ שלילי על הדירוג אם תימשך אי הودאות בנוגע לחידוש היזיכון בים המלח. בתנאים כאלה אנו צופים היחלשות בפרופיל העסקי, שנתמך ביום ביטרונות 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- $2.5$  למשך זמן. עלייה בדירוג תלולה גם בהערכת איכות האשראי של החברה לישראל בע"מ (aa/Stable), בעלת המניות העיקרית (46%) של אי.ס.אל גروف.

### תרחיש הבסיס

#### הנחות עיקריות

- צמיחה של 5.5% בתמ"ג/global 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 אי.ס.אל. גروف יצמחו ל- $5.9-6.0$  מיליארד דולר ב-2021, ול- $6.2-6.6$  מיליארד דולר ב-2022. העלייה במחירים של דשני פוספט ואשלג ברבעון הראשון של 2021 ימשיכו לתמוך במכירותיה של אי.ס.אל. גروف במחצית השנייה של 2021 ובתחילת 2022. עלייה שנתית ממוצעת של 1%-3% בביוקש לדשנים מבוסס 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 אי.ס.אל. גروف על 295 מיליון דולר ושיעור ה-EBITDA על 19.5%, לעומת 250 מיליון דולר ו-19%, בהתאם, בשנה שעברה.
- רכישת Compass Minerals America Do Sul S.A (Compass Minerals) צפיה להיסגר ברבעון השלישי של 2021. יחד עם רכישת Agro Fertilaqua Participações S.A (Fertilaqua), 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 העסק ולתחזית לעתיד.
- רכישת Fertilaqua ו-Compass Minerals (Compass Minerals America Do Sul S.A) בסכום כולל של 375 מיליון דולר (לא כולל חוב נטו ומגנוני התאמה [earnouts]) תמונן חלקית על ידי מכירות מניות בחברה ציבורית בסין.
- היעדר עסקאות מהותיות נוספות עד סוף 2021, עם אפשרות לרכישות נבחרות נוספות.
- חילוקת דיבידנד שנתית של עד 50% מהרווח הנקוי המתואם, לפי מדיניות הדיבידנדים של החברה. הדיבידנדים מוחלקים רביעונית, מה שמאפשר גמישות מסוימת בחלוקת.

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

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

#### תחזיות תרחיש הבסיס

הכנסות החברה יתמכו בעלייה בהיקפי המכירות ובביקורת יציב לשימוש בברום בכל שוקי הקצה של אי.ס.אל. גראף.

הכנסות הרביעון הראשון של 2021 היו 1.51 מיליארד דולר, עלייה של 14% שנבעה מביצועים איתנים בכל תחומי העיסוקים של החברה כתוצאה מתנאי שוק משופרים. הגידול במכירות נבע בעיקר במכירות המכירות מעכבי-אש מבוססי ברום בעקבות התחלת הייצור במפעל חדש בישראל, והמשך הביקוש הנוכחי לאלקטרוניקהogi רכב. כ-25% ממכירות הברום חשופות לשוקי-קצה מחזוריים - נפט וגז, רכב ובנייה. אלו צופים שהרווחיות תיתמך בהתאוששות בשוקים אלה, יחד עם ביציבות בביטחון מצד ענפי הפרמצטיקה, המזון ושירותי הבריאות, המיצרים כ-8 מההכנסות.

#### מגמות ארכוכ-טוווח חיוביות בביטחון לדשנים, כולל מוצר 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%, בהתאם, ב-2021. עם זאת, שוק האשלג והפוספט רגשים להאטת הנובעת מגידול בהיקפי הייצור, ושוק הדשנים נתונים לתנודות עונתיות וחשופים לתנאי מג האויר, למידניות ממשלתית, לתנודות בשער החליפין ולמשאים ונתונים עם לקוחות גדולים.

העלייה במכירות הדשנים, בד בבד עם גידול בייצור ומוצרים ייחודיים, תומכים בשיפור ברוחויתה של אי.ס.אל. גראף.

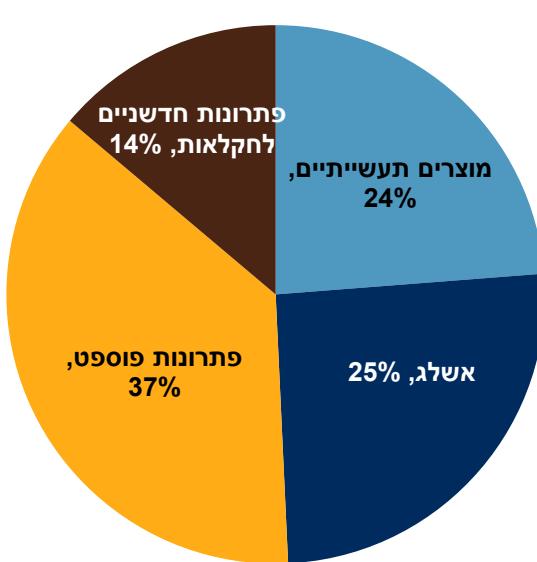
ה-EBITDA של אי.ס.אל. גראף נתמכת על ידי הליות הנמוכות יחסית של החברה ביום המלח, הגידול בהיקפי הייצור לאחר השלמת שדרוג אחד המתknים בסוף 2019 והעמידות של קוו המוצרים הייחודיים. אלו צופים לשיעור-ה-EBITDA של החברה יהיה 21%-20% ב-2021, ויעלה ב-2022, מה שצפוי את הנחנות שהרווחיות תיתמך גם ברכישותיה של אי.ס.אל. גראף, בהתרחבות נוספת למוצרים ייחודיים ובצדדי התויעות במקרות ספרד ובאנגליה.

**תיאור החברה**

אי.ס.אל גروف היא חברת בינלאומית המייצרת ומשווקת דשנים גנריים וייחודיים המבוססים על אשלג, פוספט וברום. לחברה ארבע חטיבות עיקריות:

- מוצרים תעשייתיים (24% מהמכירות ב-2020, רווחיות תעופולית של 24%). 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 מבוססים על מאגרי הברום האדולים 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 גובהים, בשל הצורך לגישה למאגרי ברום כדיין לניצול והדרישות הלוגיסטיות המחייבות (שינוו ברום הצורך שימוש במיכלים מיוחדים). אי.ס.אל. גروف משתמש בכ- 80% מהברום הטהור שהוא מייצרת לצרכי העצמיים בייצור תרכובות ברום שרוכחותן גבוהה יותר.
- אשלג (25% מהמכירות ב-2020, רווחיות תעופולית של 9%). בסגמנט זה, אי.ס.אל. גروف מייצרת ומשווקת דשנים ומלחים מבוסס אשלג המופק מים המלח בתהיליך אידוי עיל במילוי וממכרה תת-קרקעי קונבנציונלי בספרד. החברה גם שינה את יעוד מכרה בולבי באנגליה מהפקת אשלג לייצור לדשן חדשני המבוסס על פוליליליט (אותו היא משווקת תחת השם המסקי פוליסולפט). אף על פי שהיקף ייצור האשלג של החברה נמוך משל מתחרותיה העיקריים, Nutrien, Uralkali ו-Mosaic, היא נהנית מעליות ייצור נמוכות תודות לשיטת האידוי באתר בים המלח ומיתרין לוגיסטי בשל קרבתה הפיזית ללקחות.
- פתרונות פוספט (37% מהמכירות, רווחיות תעופולית של 3%). באמצעות חטיבה זו מפעילה החברה ארבעה מכרות פתוחים, שלושה מתוכם ממוקמים בנגב והריבועי בסין. חטיבה זו משתמשת בפוספט כחומר גלם לפיתוח מוצרי פוספט ייחודיים עם ערך מוסף גבוה יותר, תחום שבו נתח השוק הגלובלי של אי.ס.אל גروف הוא 24%.
- פתרונות דשנים לחקלאות (14% מהמכירות, רווחיות תעופולית של 5%). באמצעות חטיבה זו, החברה מספקת מוצרי דישון ייחודיים המבוססים על חנקן, אשלג ופוספט, כולל מוצרי מסיסים, נזליים ומוצריים בשחרור מבוקר. מגוון המוצרים והפיזור הגיאוגרפי של עסקיה יתרחבו כתוצאה מרכישתן של Fertilaqua ו-Compass Minerals. חטיבה זו היא גם זרוע החדשנות של החברה ואחרראית למחקר ופיתוח וחדשנות דיגיטלית.

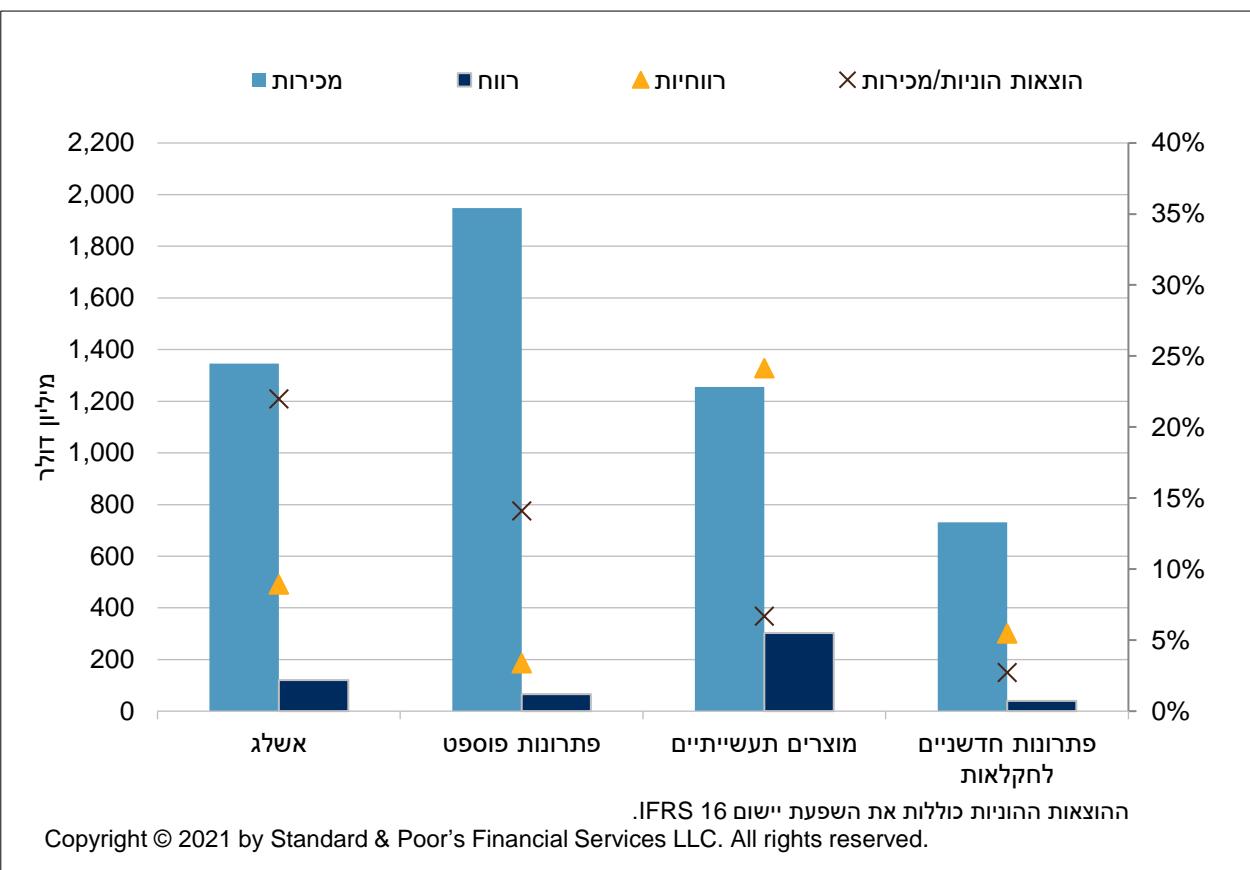
תרשים 3: אי.ס.אל גראף בע"מ – מכירות 2020 לפי חטיבה



Source: S&P Global Ratings.

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

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

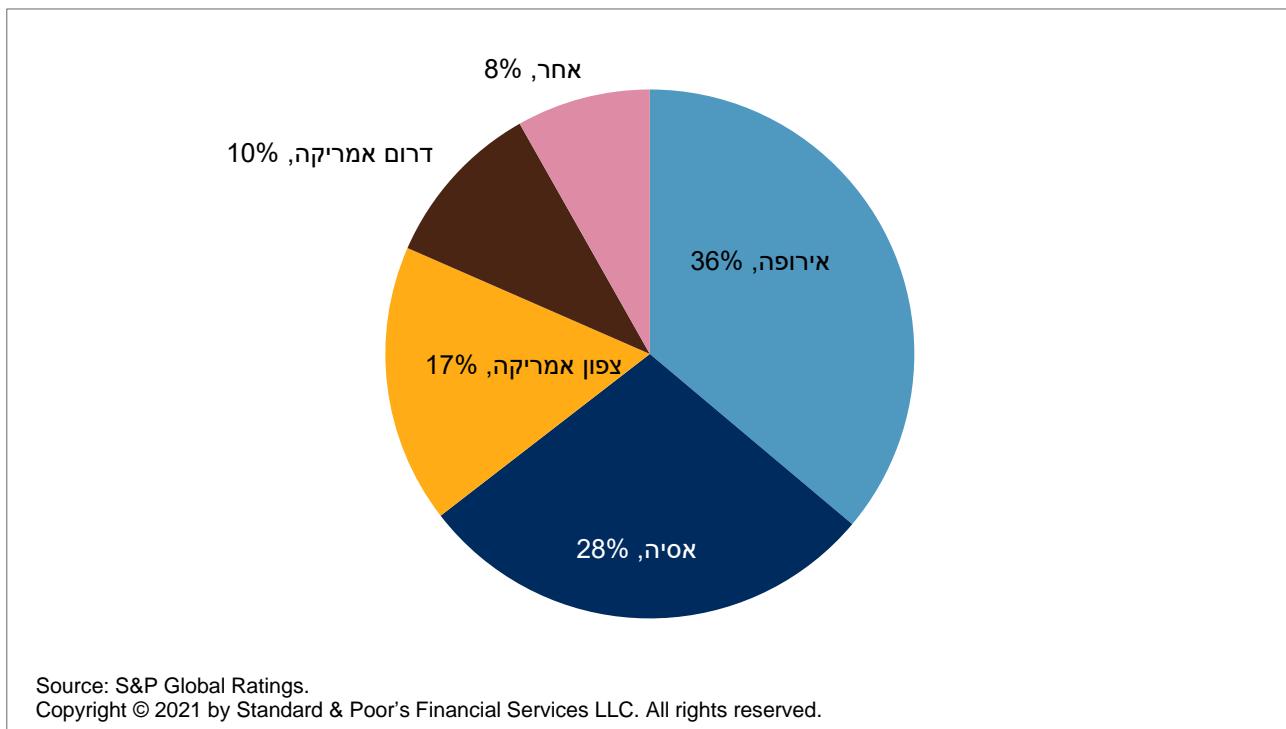


## אי.ס.אל גروف בע"מ

פעילות החברה מתבססת בעיקר על משאבי טבע: אשלג, ברום, מגנזיום ונתרן המופקים מים המלח, וsolع הפוספט הנכירה בנגב, על סמך זיכיונות ורישונות מדינת ישראל. לחברה גם מכרות פוליסולפט ומלח בספרד ובאנגליה ומכרות ומפעלי עיבוד של פוספט בסין.

אי.ס.אל. גروف היא יצרנית האשלג השביעית בגודלה בעולם, והיצרנית הגדולה ביותר בעולם של ברום, חומצה זרחנית מזוקקת ועוד. לחברה פיזור גיאוגרפי נרחב: כ-36% מהכנסותיה ב-2020 נבעו מאיירופה, 28% מאסיה, 17% מצפון אמריקה, 10% מדרום אמריקה, והיתר משאר העולם.

**תרשים 5: אי. ס. אל גروف בע"מ – מכירות 2020 לפי מיקום הלקוח**



## הפרופיל העסקי

הערכتنا לפרופיל העסקי של החברה משקפת את העובדה יצרנית האשלג השביעית בגודלה בעולם, שוק המאופיין בביטחון גדול לארוך זמן ובריכוזות גבואה, והיצרנית הגדולה בעולם של ברום. לחברה מיצוב תחרותי גבוה יחסית הנובע מיתרונות מובנים, ביניהם גישה ישירה למקור מרכז של חומרי גלם אינטנסיביים ויחודיים בים המלח; עלויות נמוכות באיסוף אשלג וברום בהשוואה למחררים; יתרון בעליות אחסנת המוצרם ויכולת ייצור מלאי כתוצאה מגז האויר היבש באזורי ים המלח; קרבה לנמלים ולתקנות אסטרטגיים (בעיקר סין והודו); ווינגריה גבוהה בייצור מוצרי כימיקלים ייחודיים בעלי ערך מוסף.

המיצוב העסקי מושפע לחיבור מיפוי מכירות גיאוגרפי רחב, אשר, להערכתנו, מיצמן את חשיבות החברה לשינויים בביטחון בשל גורמים אזרחיים (כגון מגז אויר קיצוני), ומתקיך מוצריים רחבי שימוש בתעשייה מגוונת.

## אי.ס.אל גראף בע"מ

גורם הסיכון העיקרי המגביל את הפרופיל העסקי של החברה הוא התלות בהערכת הזיכיון בים המלח על ידי ממשלה ישראל ב-2030 וחשיפה ללחצים פוליטיים ושינויים רגולטוריים בישראל, שיוצרים אי ודאות לגבי המשך עסקיה במתכונת הנוכחית לאחר 2030. אלה יוצרים אי ודאות בשאלה האם החברה תמשיך בעסקיה בנסיבות הנוכחית לאחר שנות 2030. אין לעת עתה התפתחויות ברורות בנושא זה. נציין גם כי בתחום מוצריו הכספיים, מעמדה התחרותי של החברה נמוך ביחס למתחרים, לדוגמה, OCP PJSC S.A., Phosagro, משומש שאיכות הסלע במכרות החברה בנגב נמוכה יחסית, לעומת זאת, עלויות הייצור של החברה גבוהות ואין עדין אתר ח齊יה אלטרנטיבי בעוד שהرزבות באתר הנוכחי מתדללות.

הערכת הפרופיל העסקי מוגבלת גם בשל המחוירות הגדולה האופיינית לענף הדשנים. מחוירות זו משקפת את השינויים התמידיים בביטחון ובביטחונם, הקשים לחיזוי בשל תלותם בנסיבות לגבי מחירי הדשנים, בהיקף ותמהיל היבולים, בהכנסות החקלאים (שתלוות במחיר התבואה), במרקם האויר וברמות מלאי. היעד חדש מתווסף לשוק הודות להקמת מפעלים חדשים, והיכולת לייצר בעלות נמוכות הולכת ומצטמצמת. החלטות פוליטיות משמעותן הונן על הביקוש והן על היעד, באמצעות מסותות יוצאות או מיסוי ובסוד בשוק לייבת שונים, בעיקר הודו וסין.

רכישתן ב-2021 של שתי חברות המיצירות דשנים "יחודים" ונטרייניטים (Compass Minerals ו-Fertilaqua) מחזקת את מעמדה העסקי של החברה בברזיל, אחד השוקים החקלאים החשובים בעולם. אנו סבורים כי היא מאפשרת לא.ס.אל. גראף לכנות את כל סוגי התבואה המרכזים במדינה, להציג גישות למונע צמיחה חשובים ולהפחית את השפעתם של גורמים עונתיים בחצי הcéדור הצפוני על פעילותה.

המעבר המתמשך של החברה מיצור דשנים גנריים לייצור מוצרים משלימים בעלי ערך נוסף הוא צעד אסטרטגי חשוב המשיע ליצוב הרוחחים לאורך המחזור. החברה גם ממשיכה לישם את תכניות התויעלות במכרות הפסופט בסין ואת הגדרת ייצור הפוליסולפט במכרה באנגליה. בספרד תתמקד א.ס.אל. גראף במכרה האשלג בקבנесс ובמפעל העבודה שלידו, המיצר מיליון טון בשנה, לאחר סגירת האתר בסליננט והמכרה בסוריה. החברה גם מחויבת להווצאות הוניות להגדלת הקיבולת, הקטנת עלויות הייצור, ועמידה בדרישות הרגולטוריות.

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

באופן היסטורי, שיעורי ה-EBITDA המתואימים של החברה היו נמוכים מלה של EuroChem ושל PhosAgro, הנמצאות ברבעון הראשון של עקומת העלות לייצור פסופט, הודות לגישה למחירי גז נמוכים הניטנים לייצור ברוסיה ומידה רבה של אינטגרציה אנכית.

## א.י.ס. אל גראף בע"מ

בהתוואה ל-K+S, א.י.ס. אל. גראף מציגה שיעורי EBITDA גבוהים יותר, המשקפים את היתרונו הגדל בעליות הייצור שמשמעותה לה הגישה לחומר גלם באיכות גבוהה בים המלח, למורות העליות הגבוהות בספרד. רוחויתה של K+S אף הולכה ופחתה בשנים האחרונות בגלל אתגרי ייצור והעלות הגבוהה במכרזותיה בגרמניה.

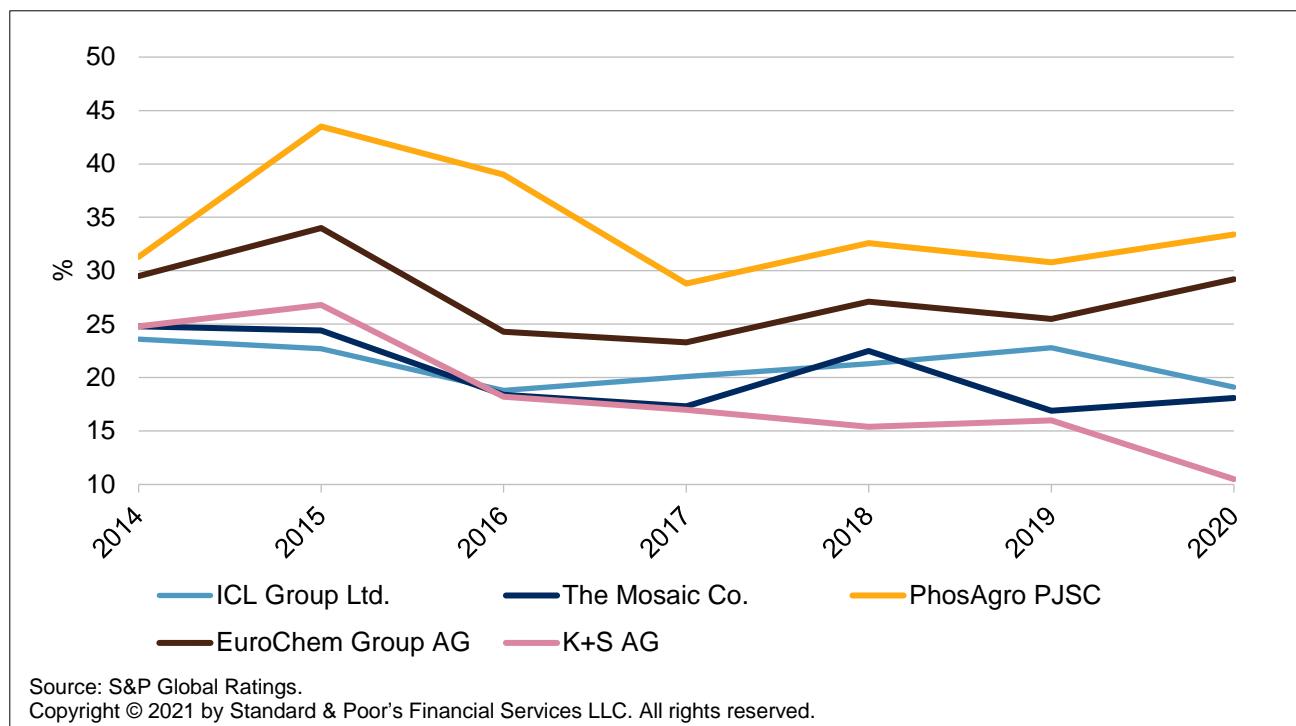
Table 1.

### 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
<b>Adjusted ratios</b>					
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: רוחניות – שיעור EBITDA מתואם של אי.ס.אל גראף ומתחרות גדולות



## הפרופיל הפיננסי

הערכתי את הפרופיל הפיננסי של החברה משקפת את המחזוריות המאפיינית את ענף הדשנים, שהובילה היסטורית לתנודתיות ב-EBITDA המתואם של החברה כמו גם של מתחרותיה. כמו כן אנו מבאים בחשבון את צורכי ההשקעה של החברה, הכוללים בעיקר הוצאות הוניות לשימור הקיטים והתחזיביות להשקעות כלפי ממשלה ישראל חלק מהזיכיון בים המלח (ובין היתר פרויקט "קצר ים המלח"). אנו מתחשבים גם במדדיניות הפיננסית המאוזנת של החברה, בפרט بما שנוגע לחלוקת דיבידנדים לבני המניות.

בתווך הבינוי, אסטרטגיית החברה מכוונת לשפר את מעמדה התחרותי בשלושת תחומי הליבת שלה – ברום, אשlag ופוספט – וכן להרחב את תחום הפתרונות החדשניים לחקלאות. להבנתנו, החברה תיישם את אסטרטגיית הצמיחה שלה באמצעות רכישות של חברות, השקעות ארגניות, האצת הייצור של מוצרי דשנים חדשים כגון פוליפוספט, חדשנות באמצעות פיתוח מוצרים חדשים, ויישומים חדשים של מוצרים קיימים.

בה בעת, אי.ס.אל גראף מחויבת לדירוג הנוכחי ולשמירה על מינוף שמרני. בזמן מגפת הקורונה, מחויבות זו התבטאה באמצעות הפעילים של החברה לתמוך ביתרות המזומנים שלה, כולל משכחה של 300 מיליון דולר במסגרת אשראי מתוחדשת בהיקף של 1.1 מיליארד דולר וניהול ההדוק של הוצאות הוניות והון חזר. הנהלה הוכיחה מחויבות זו גם ב-2018, כאשר השתמשה בתמורה נטו של כ-900 מיליון דולר ממכירת חטיבת מוצרי האש כדי לפזר חוב בהיקף של כ-800 מיליון דולר. בהמשך להורדת מינוף זו, החליטה מועצת המנהלים של החברה לשנות את מדיניות הדיבידנדים שלה לכ-50% מהרווח הנקני המתואם, לעומת 70% ב-2016.

## אי.ו.אל גראף בע"מ

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

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

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
<b>Adjusted ratios</b>					
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

**נדילות**

הערכת הנזילות של החברה היא "הולמת". הערכת הנזילות משקפת את הצפי שלנו כי היחס בין המקורות של החברה לשימושה יעמוד על כ-1.4-1.2 בחודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021. הערכתנו נתמכת בניהול נזילות זהיר, בהיקף מספק של מסגרות אשראי פניות חתומות ובנגישות טוביה למערכת הבנקאית ולשוק ההון הישראלי.

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> <li>חוליות חוב זמן קצר בהיקף של כ-548 מיליון דולר.</li> <li>הוצאות הונאות בהיקף של 590-580 מיליון דולר.</li> <li>צורכי הון חוזר (כולל תור-שנתיים) של כ-100 מיליון דולר.</li> <li>רכישות בהיקף של 400 מיליון דולר.</li> <li>חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-200 מיליון דולר.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מצומנים ושווים מצומנים לא מוגבלים בהיקף של כ-256 מיליון דולר נכון ל-31 במרץ, 2021.</li> <li>מסגרות אשראי פניות בהיקף של כ-895 מיליון דולר מתוך מסגרת אשראי מתחדשת לטווח ארוך החותמה ליותר משנה בהיקף של כ-1.1 מיליארד דולר, וכ-120 מיליון דולר פניות מתוך מסגרת איגוח בהיקף של 300 מיליון דולר בתוקף עד 2025.</li> <li>FFO (funds from operations) במצומן בהיקף של 950 מיליון דולר (הערכה שלנו).</li> </ul>

**חוליות חוב**

חוליות 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 התנויות**

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווה נוח על התנאיותיה, היכולות:

- סך הון בעלי מנויות של מעל 2 מיליארד דולר.
- יחס כסוי EBITDA להוצאות מימון נטו של לפחות x3.5.
- יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA נמוך מ-x3.5.
- יחס בין הלוואות מסויימות ברמת חברות בנות לבין סך הנכסים המאוחדים נמוך מ-10%.

## גורם סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו סבורים שא"י. סי. אל גראף 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 ביום המלח על פי הסכם הזיכיון עם ממשלה ישראל.

המינרלים ביום המלח מיוצרים בתהיליך אידי סולרי, במסגרת המלח שוקע לקרקעית אחת מבריכות האידוי. כתוצאה מתהיליך זה, עלית מפלס המים בבריכה מעבר לסף מסויים עלולה לגרום לנזק מבני ליסודות ולמבנה המלונות שהוקמו בסמוך להן המים ולתשתיות אחרות על החוף. החברה גם שואבת מים מהאגן הצפוני של ים המלח ומעבירה אותן לבריכות בחלקו הדרומי. מפלס המים באגן הצפוני של ים המלח ירד לאורך השנים, ובשנתיים האחרונות הוא יורד בקצב ממוצע של כ-110 סנטימטרים בשנה. לבסוף, בשנים האחרונות התגלו באזורי ים המלח בולענים ובקיעים תת-קרקעיים, עשויים לפגוע בפעולתה של אי.ס.אל. גראף.

נציין כי חלקה של החברה בירידת מפלס המים של ים המלח הוא כ-23%, והשאר נובע מהתאזרות, שימוש גובר במי הירדן וירידה במשקעים. בטוחה הארוך, אנו סבורים כי מצב זה עשוי להוביל לחץ על החברה לצמצם את השימוש במינרלים ביום המלח, דבר עשוי לפגוע בפעולתה.

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. הקrise גרמה לחזיהום סביבתי חמור. הוגשו מספר תביעות ייצוגיות נגד החברה, שנדרשה לשאת בהוצאות ארוכות הטווח הקשורות בתוכניות השיקום. הוצאות מסווג זה קשות לחיזוי אך עשויות להשפיע על התוצאות והיחסים הפיננסיים של החברה.

## השפעת הקבוצה

אי.ס.אל גראף נמצאת בשליטתה של החברה לישראל בע"מ (45.9%), שמנותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. שאר מניותיה של החברה נמצאות בידי משקיעים מוסדיים והציבור, ונסחרות בבורסות בתל אביב ובניו יורק. מניות השליטה בא"ס.אל. גראף הן ההחזקה המרכזית בתיק ההחזקות של החברה לישראל (כ-94% משווי התיק נכון ל-31 במרץ, 2021). החברה לישראל היא גם בעלת המניות העיקרית של בת זיקוק לנפט בע"מ (בצ"א, או/A-/Negative).

היות שהדיבידנדים שמחולקת בז"ן מוגבלים יחסית, הדיבידנדים מא"ס.אל. גראף הם מקור המזומנים העיקרי לשירות החוב של החברה לישראל. למורת זאת, אנו סבורים שאיכות האשראי של החברה מבודדת מזו של החברה לישראל, בשל משטר הפיקוח המשפטי והרגולטורי החזקים יחסית בישראל. נציין כי ישנה מתוך אחד עשר חברי הדירקטוריון של אי.ס.אל. גראף הם עצמאיים, וחוימה מוניהם על ידי החברה לישראל.

למרות הערכתנו לגבי בידודה של אי.ס.אל. גראף, להבנתנו האסטרטגיה המוצהרת המעודכנת של החברה

## אי.ס.אל גראף בע"מ

לישראל היא להרחיב את החזקотיה בענפים חדשים, באמצעות רכישות. אף ששיעורמה של אסטרטגיה זו עשוי לארוך זמן מה, הנהלת החברה לישראל בהירה לנו כי תוכניות הצמיחה לא יובילו לגידול בחוב נטו לאורך זמן או לחריגת משמעותית מיחסו האשראי הנוכחיים של החברה לישראל.

### 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 אי.ס.אל גראף כולל בעיקר חוב בכיר לא מובטח שהנפקה החברה או חברת המימון שלה הנמצאת בבעלותה המלאה. אין לחברה חוב מובטח בהיקף משמעותי.

#### מסקנות אנליזיות

אנו מדרגים את חוב החברה בדירוג 'AA', זהה לדירוג המנפיק, משום שאין לחברה חוב מובטח משמעותי, מה ש מגביל את סיכון הנחיתות לבני ה חוב 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	--	--	--	--
<b>Total adjustments</b>	<b>766</b>	<b>158</b>	<b>183</b>	<b>270</b>	<b>33</b>	<b>(164)</b>	<b>(17)</b>	<b>(24)</b>

**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 וממשק [תאגידים של חברות וGBT](#), 13 בנובמבר, 2012
- **מתודולוגיה: סיכון ענף**, 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 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

## אי.ס.אל גראף בע"מ

- מתודולוגיה - כלל: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדירות 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

אי.ס.אל גראף בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם	תאריך אחרון בו	הדירוג לראשונה	נעשה עדכון לדירוג
<b>דירוג(י) המנفيיק</b>					
טוחח ארוך	iAA\Stable	04/12/2001	29/06/2020		
<b>דירוג(י) הנפקה</b>					
סדרה ד,ה	iAA	22/11/2015	29/06/2020		
סדרה ז	iAA	17/12/2019	29/06/2020		
<b>ההיסטוריה של דירוג המנفيיק</b>					
טוחח ארוך	iAA\Stable	2014,06	אוקטובר 2014		
	iAA+\Negative	2013,11	דצמבר 2013		
	iAA+\Watch Neg	2013,04	אוגוסט 2013		
	iAA+\Stable	2010,05	אוגוסט 2010		
	iAA+\Watch Neg	2010,27	מאי 2010		
	iAA+\Negative	2009,02	ספטמבר 2009		
	iAA+\Stable	2009,22	22 אפריל 2009		
	iAA+\Negative	2009,09	פברואר 2009		
	iAA+	2008,12	מאי 2008		
	iAA+\Stable	2007,03	דצמבר 2007		
	iAA	2004,15	דצמבר 2004		
	iAA-	2001,04	דצמבר 2001		
<b>פרטים נוספים</b>					
זמן בו התרחש האירוע		15:11 23/06/2021		15:11 23/06/2021	
זמן בו נודע לראשונה על האירוע				החברה המדורגת	
יוזם הדירוג					

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

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחרו, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזר מידע את התוכן (לרבוט דירוגים, אנליזות ו מידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוכריה), וכל חלק ממנו (להלן, "התוכן", מבלתי מקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגןgs מעלהות בע"מ או חברות הקשורות לה) (להלן, "יחדי", "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לאר מורות. S&P וצדדים שלישיים הנוטנים לה שירותים, לרבות הדירקטוריים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדי", "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 המשמשים. התוכן מסופק על בסיס IS-AS (כמויות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נוותנים כל התchingיות או מצג, מפורש או מעתה, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמת לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טיעיות 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 וניתוחים אנלייטים אחרים, לרבות הדירוגים ומיעד אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעתה שהינה נconaה למועד פרסוםיהם ואינם מחייבים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנלייטים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך שלהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותיהם 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 לישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשמשים, הנרתלים, עובדייהם, יוצאיםיהם 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 אותן או אימות עצמאי של המידע שהוא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאין בהכרח תוצאה של עדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדון תקופתי לגבי דירוג האשראי 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 עצםם כל מחויבות הנובעת מקבעה, הפסקה או השעה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנבעו מהן.

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

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