

ענף הדשנים העולמי

דצמבר, 2017

מבט ענפי: ¹

איכות האשראי של חברות הדשנים הגלובליות תמשיך להיות תחת לחץ

אנשי קשר:

הילה פרלמוטר, מנהלת סקטור נדל"ן מניב, תעשייה ומסחר

המאמר הינו תרגום מתומצת של המאמר שפורסם על ידי S&P Global Ratings בתאריך 29.09.2017 בשם:
The Credit Quality Of Global Fertilizer Companies Will Remain Under Pressure

1

איכות האשראי של חברות הדשנים הגלובליות תמשיך להיות תחת לחץ

ענף הדשנים הגלובלי נמצא כעת בשפל מחזורי, עם מחירים נמוכים בכל שלושת קטגוריות הדשנים: חנקן, פוספט ואשלגן. אנו צופים שהשפל יימשך גם ב-2018, ויתכן שאף ב-2019. באופן כללי, רווחי הענף נחלשו ב-2016 ועשויים להישאר חלשים עד סוף 2018, כך שאיכות האשראי של חלק מהחברות המדורגות בענף נפגעה והיא תמשיך להיות תחת לחץ בטווח הקרוב. בדו"ח זה נדון בציפיות שלנו למחירים בענף ובסיבות העיקריות לחולשה המתמשכת בהם, כמו גם בגורמים המשתנים במשוואת הביקוש-היצע בענפי הדשנים השונים.

מהם סיכוני האשראי המרכזיים שאנו רואים כיום בענף הדשנים העולמי?

- רווחים חלשים בענף מתורגמים לחולשה ביחסים הפיננסיים של החברות. ישנן חברות עם גמישות תפעולית גבוהה יותר, לדוגמה בזכות יכולתן לפטר עובדים כתגובה להאטה ברווחים, ולכן הפגיעה ביחסים הפיננסיים שלהן מתונה יותר. אנו צופים שרווחי רוב יצרניות הדשנים יישארו חלשים ב-2017 וב-2018 בהשוואה לשיאים המחזוריים שרבות מהן הגיעו אליהם ב-2011 וב-2012.
- הירידה במחירי האשלגן והפוספט, בעיקר זו שנרשמה ב-2016, וירידה מתמשכת יותר במחירי החנקן, שהחלה ב-2014, הן הסיבות המרכזיות לירידת הרווחים במגזר.
- ירידות המחירים נובעות בעיקר מעלייה הדרגתית בכושר הייצור הכולל בכל שלושת סוגי הדשנים, שהובילה לעודף היצע. אנו צופים שעודף היצע בכל שלוש הקטגוריות יימשך לפחות בשנתיים הקרובות. אנו צופים כי גם בצד הביקוש יחול גידול מתון, אך באופן שלא ידביק את הגידול בהיצע.
- עודף היצע משותף אמנם לשלושת סוגי הדשנים, אך הסיבות לגידול בהיצע שונות.

במבט קדימה, כיצד אנו רואים את שוק דשני הפוספט?

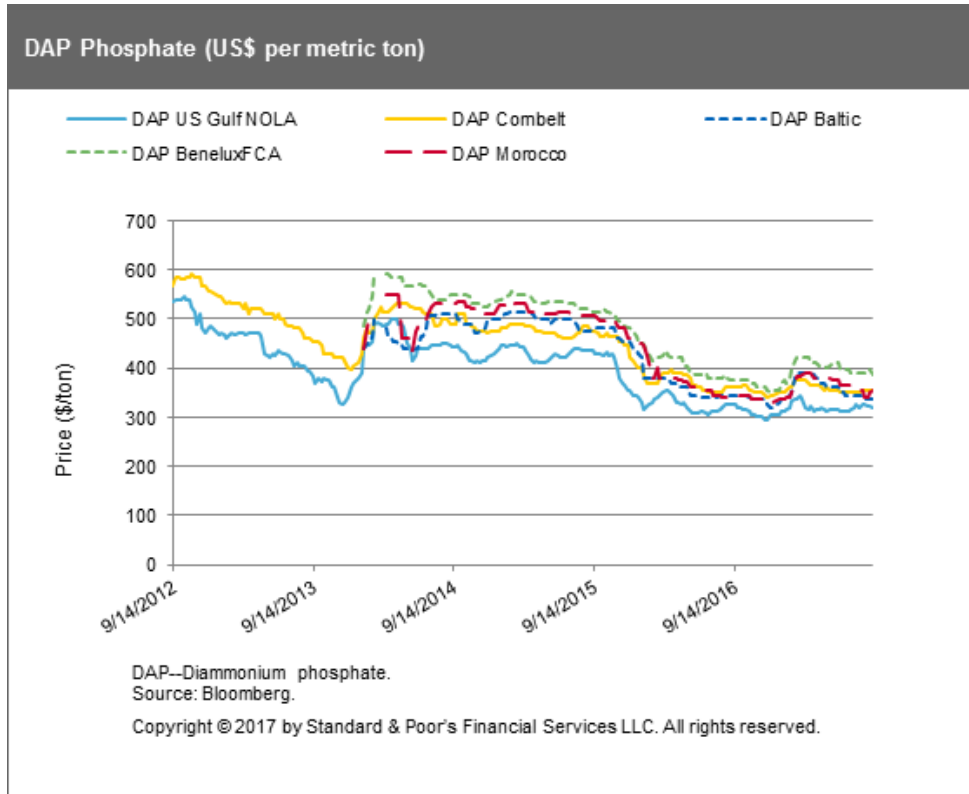
שוק הפוספט הוא שוק תחרותי מאוד, הן מבחינה גאוגרפית והן מבחינת מספר היצרנים הפועלים בו. שוק הפוספט הגלובלי עובר שינויים מרחיקי לכת, כאשר שחקניות עם מבנה עלויות "רזה" מגדילות את נפח השוק שלהן על חשבון היצרניות מצפון אמריקה ומאזורים אחרים. הגידול בכושר הייצור הוא בעיקר אצל השחקניות בעלות יכולות ייצור זול וגישה לעתודות גדולות של סלע פוספט, כגון OCP S.A. ממרוקו ו-The Saudi Arabian Mining Co. (Ma'aden) מערב הסעודית. עתודות הפוספט של מרוקו מוערכות כגדולות בעולם, ומהוות כ-75% מסך העתודות הגלובליות.

אנו צופים שב-2017 וב-2018 יגדל כושר הייצור העולמי בכ-5%, וב-2019 רק ב-1%. לעומת זאת, איגוד הדשנים הבינלאומי (IFA) צופה שהגידול השנתי בביקוש יהיה רק 1.6% בשלוש השנים הקרובות, ולכן אנו צופים כי עודף היצע ימשיך להפעיל לחץ על המחירים גם בעתיד. ירידות המחירים של הפוספט התרחשו בעיקר ב-2016, אחרי תקופת יציבות יחסית ב-2014 ו-2015, אך הן היו מתונות בהשוואה לירידות המחירים בשוק החנקן והאשלגן. מחירי הפוספט העולמיים יושפעו בעיקר מזמינותו ומחירו של פוספט המיובא מסין.

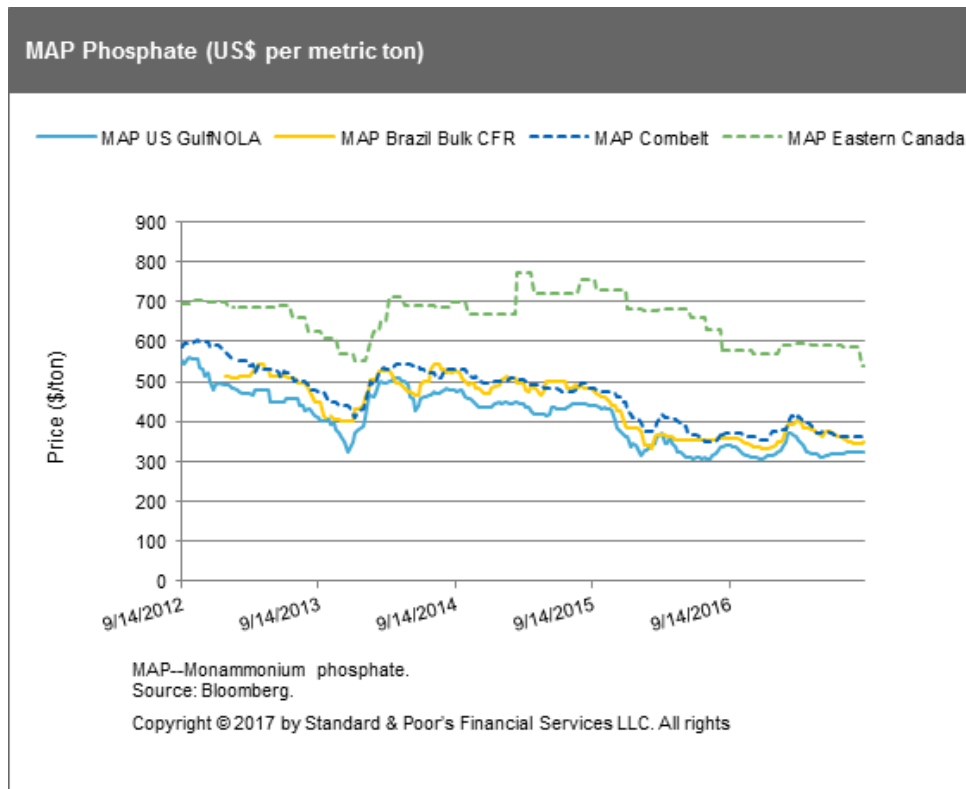
אף שאין זה סביר שהמגזר ימשוך אליו השקעות הון חדשות בסביבת המחירים הנמוכים הנוכחית, בפועל אנו דווקא עדים למגמה הפוכה: השחקניות שעלויות הייצור שלהן נמוכות מגדילות את כושר הייצור שלהן או מתכננות להגדילו, בקצב שעולה על קצב צמצום הייצור מצד שחקניות בעלות מבני עלויות יקרים. אי לכך המחירים אינם צפויים להתאושש משמעותית לפני 2019 בהשוואה לרמות הספוט הנוכחיות, ותנאי שוק אלה מגבילים את איכות האשראי של היצרניות.

תוצרי פוספט עיקריים הם (DAP) diammonium phosphate ו-(MAP) monammunium phosphate, שהינם תרכובות של פוספט וחנקן. יצרני דשן הפוספט המשתמשים בדשן החנקני כחומר גלם ליצור DAP ו-MAP ייהנו מהלחץ המתמשך על מחירי הדשנים החנקניים.

גרף 1: מחיר תוצר פוספט מסוג DAP (\$ לטון)



גרף 2: מחיר תוצר פוספט מסוג MAP (\$ לטון)



לא קיים מידע זמין ופומבי אודות הגדלות כושר הייצור של יצרניות גדולות כגון OCP ותזמונן. אנו סבורים שמבנה העלויות של OCP המרוקאית טוב במיוחד בהשוואה לענף, בזכות הגאולוגיה של העתודות, כרייה בשטחים פתוחים, קרבה לשוקי מפתח בסין ובהודו ויעילות לוגיסטית עם קרבה לנמלים.

אנו צופים שייצוא הפוספט של סין יקטן בשל מספר סיבות: צמצום בייצור פוספטים באיכות נמוכה, במיקומים לא נוחים או במפעלים שבהם השילוב עם אמוניה וגופרית בעייתי יותר; מחירי הפוספט הנמוכים בעולם; הירידה בצריכה המקומית; רמות מלאי גבוהות; והידוק הדרישות הסביבתיות בסין. למרות הירידה הצפויה בייצוא הפוספט הסיני, סין עדיין צפויה להיות יצואן משמעותי ולהוות כ-25%-28% מהסחר העולמי בפוספט ב-2017-2018 (לעומת 39% ב-2015 וכ-30% ב-2016). זאת בעיקר אם תימשך חולשתו של המטבע המקומי (רנמינבי), ולפחות עד שהקיטון בעתודות הסיניות ישפיע על יכולת הייצור שלה.

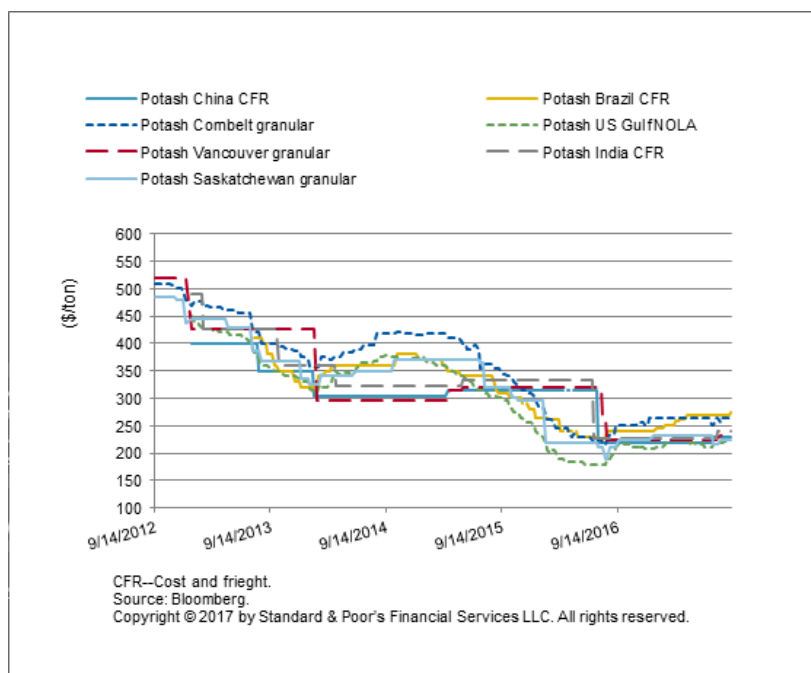
אנו סבורים שצמצום הייצור במפעלים בסין יתמוך בעליית מחירי הפוספט, אך לדעתנו קיימים גורמי מפתח נוספים במשוואת ההיצע-ביקוש, לדוגמה הביקוש של הודו וברזיל, יבואניות חשובות של פוספט. בסיכומנו של דבר, בהינתן הגידול בכושר הייצור של OCP ושל Ma'aden, עודף ההיצע בשוק הפוספט יימשך, ויגביל את התאוששות המחירים ואת שיעורי הניצולת הענפית לפחות מ-80%.

במבט קדימה, כיצד אנו רואים את שוק דשני האשלג?

מחירי האשלג צפויים להישאר נמוכים בשנתיים הקרובות. הגידול השנתי בכושר הייצור בשלוש השנים הקרובות – כולל 2017 – צפוי להיות כ-3%-5% ביחס לכושר הייצור הנוכחי, גבוה יותר מהגידול השנתי הצפוי בביקוש, כ-2.3% על פי ה-IFA. המשתנה הבלתי ידוע במשוואת ההיצע-ביקוש נותר תגובתן של השחקניות לירידת המחירים. עתודות האשלג מרוכזות כמעט כמו עתודות הפוספט: מאגרי אשלג נמצאים רק באזורים מסוימים של כדור הארץ, בעיקר בקנדה (כ-34% מעתודות האשלג העולמיות על פי הסקר הגיאולוגי של ארצות הברית), בבלארוס (26%) וברוסיה (24%). הענף מאופיין בריכוזיות רבה, בהובלת היצרניות PotashCorp, JSC, Belaruskali ו-Uralkali OJSC, ולכן משמעת ייצור היא הכרחית לשמירה על איזון בין ביקוש והיצע התומך במחירים.

כמו בשוק הפוספט, מיעוט שחקנים מובילים לא הוביל ליציבות בהיצע אלא דווקא להיפך: היצרנים הקיימים התחילו בסדרה של הרחבות ייצור תחרותיות לפני כמה שנים, שהובילו למלחמה על נתח שוק ולירידת מחירים חדה. אנו צופים שהמשך הגדלות כושר הייצור של השחקנים הקיימים ימשיך להפעיל לחץ על המחירים ועל איכות האשראי.

גרף 3: מחירי אשלג (\$ לטון)



מכרות חדשים, כגון פרויקט Usolskiy ופרויקט Volgakaliy, שניהם של חברת Eurochem ברוסיה, עם יכולת ייצור כוללת של 4.6 מיליון טונות בשלב 1, ומכרה Bethune של K+S הגרמנית בקנדה עם יכולת ייצור של 2 מיליון טון הצפוי בסוף 2017, כמו גם כמה www.maalot.co.il

מכרות מחודשים של שחקניות אחרות, יובילו ככל הנראה לשלב נוסף של עודף היצע בשוק. לפי האומדנים שלנו, עד 2020 עשויים להתווסף כ-19 מיליון טון לכושר הייצור, וצמצומים בייצור לא יספיקו ככל הנראה לשמור על יציבות המחירים. סין והודו הן צרכניות אשלג משמעותיות ומחירי הקנייה שלהן מהווים נקודת מוצא לשוק כולו. ביולי 2017 הודיעה Uralkali על חוזי אספקה חדשים עם לקוחות סיניים והודיים. חוזים אלו מהווים אמת מידה חדשה למחירים בשוק.

כיצד לדעתנו משפיע השפל במחזור העסקים על איכות האשראי ועל דירוגי החברות?

Select Fertilizer Companies Rated By S&P Global Ratings			
Issuer	Issuer Credit Rating	Outlook	Fertilizer type
Agrium Inc.	BBB	CreditWatch Positive	Mainly Nitrogen with some Potash and Phosphate. Has large retail business.
CF Industries Inc.	BB+	Negative	Nitrogen
EuroChem Group AG	BB-	Stable	Nitrogen, Phosphate, launching Potash
Incitec Pivot Ltd.	BBB	Stable	Phosphate
Israel Chemicals Ltd.	BBB-	Stable	Potash, Phosphate
K+S Aktiengesellschaft	BB	Stable	Potash
LSB Industries Inc.	CCC	Negative	Nitrogen
The Mosaic Co.	BBB-	Stable	Potash, Phosphate
Nitrogenmuvek Zrt.	B+	Negative	Nitrogen
OCP S.A	BBB-	Stable	Phosphate
PhosAgro PJSC	BBB-	Negative	Phosphate, Nitrogen
Potash Corp. of Saskatchewan Inc.	BBB+	Negative	Mainly Potash but also Nitrogen and some Phosphate
Uralkali OJSC	BB-	Negative	Potash
Yara International ASA	BBB	Stable	Mainly Nitrogen but also Potash and Phosphate

הדירוג שלנו לחברות הדשנים מגלם בתוכו את המחזוריות והרגישות של הענף למספר גורמים, ביניהם דפוסים של ביקוש והיצע, מחירים ורמות מלאי של דגנים מרכזיים, הכנסות החקלאים, תעריפי יצוא ומחירי אנרגיה. עם זאת, בשפל המחזורי הנוכחי בו נתון הענף, שיעור ירידת המחירים והציפיות להימשכות השפל על פני מספר שנים הם חריגים משראינו במחזורי שפל קודמים.

אנו סבורים שחברות הממוקדות בקטגוריית החנקן הן הנפגעות העיקריות וחברות שאין להן גיוון מבחינת קטגוריות או עסקים ימשיכו להיות פגיעות ביחס לתנודתיות הענפית. חברה כזו היא החברה האמריקאית **CF Industries Inc** ששיעור ה-EBITDA שלה ירד לרמה שמתחת ל-20%, לעומת רמות השיא של כ-50% ב-2012. באוגוסט 2016 הורדנו את דירוג האשראי של CF Industries ל-'BB+' מ-'BBB+'. תחזית הדירוג ממשיכה להיות שלילית ומשקפת את הסיכון שבמחירי חנקן נמוכים לטווח ארוך מצפיפותינו. עלייה בלתי צפויה במחיר הגז הטבעי (אחת התשומות המרכזיות בייצור החנקן) בארה"ב עשויה גם היא להביא לירידה נוספת בדירוג. נציין כי ל-**CF Industries** נוכחות טובה בשוקי צפון אמריקה בהם עלויות ייצור החנקן הן מהנמוכות בעולם, בזכות עלותו הנמוכה של הגז הטבעי.

ביולי 2017 שינינו את תחזית הדירוג שלנו ליצרנית החנקן ההונגרית **Nitrogenmuvek Zrt.** לשלילית, על מנת לשקף את הלחץ המתמשך על איכות האשראי שלה כתוצאה מהמחירים הנמוכים. גורמים נוספים המשתקפים בפעולת הדירוג הם ההשבתה הלא צפויה

של מפעל החברה, בשילוב תכנית השקעות גדולה ושאפתנית. תחזית הדירוג השלילית משקפת את העובדה כי אנו עלולים להוריד את הדירוג במהלך 12 החודשים הקרובים אם יחס ה-FFO לחוב יישאר מתחת ל-12%.

יצרניות חנקן אחרות, כגון **Yara International ASA** הנורבגית ו-**Agrium Inc** הקנדית, נהנות מגיוון טוב יותר של תחומי פעילות מ-**Yara**. **CF Industries** היא אחת מיצרניות הדשנים הגדולות בעולם. הדירוג שלנו ל-**Yara** מגלם מדיניות פיננסית אגרסיבית יותר משהנחנו בתרחיש הבסיס שלנו, הכוללת בין היתר הגדלה פוטנציאלית של החוב לצורך מימון רכישות ומיזוגים. הדירוג של **Yara** נתמך במרווח פיננסי גדול ביחס ליחסי המטרה לדירוג. יחס ה-FFO לחוב של **Yara** היה חזק ב-2015, מעל 80%. למרות שמאז היחס נחלש, אנו צופים שהוא ימשיך להלום את הדירוג הנוכחי ויישאר מעל 45%.

Agrium פועלת גם בתחום קמעונאות הדשנים, דבר שמגדיל את הגיוון בפעילות. אנו מצפים שהמיזוג שהוכרז בין **Agrium** ל-**Potash Corp. of Saskatchewan Inc** יתמוך באיכות האשראי של **Agrium**.

בדצמבר 2016 הורדנו את הדירוג של יצרניות הפוספט והאשלג **Mosaic** ל-'BBB' מ-'BBB+' עם תחזית יציבה. זאת לאור כוונתה לרכוש – בתקופה של מחירים נמוכים – את חברת **Vale Fertilizantes**, יצרנית הפוספט הגדולה בברזיל, בתמורה ל-2.5 מיליארד \$. אנו צופים ש-**Mosaic** תפגין גמישות ותשמור על יחס FFO לחוב של כ-20%-30% טרום הרכישה. אנו עשויים להוריד את הדירוג אם החולשה המתמשכת בשווקים תוביל ליחס נמוך מ-20%, תרחיש אפשרי אם מחירי הפוספט והאשלג ירדו ב-2018 לרמות הנמוכות משראינו ב-2016-2017 כך ששיעור ה-EBITDA ירד מתחת ל-20%.

באוגוסט 2017 הורדנו את דירוג יצרנית האשלג הגרמנית **K+S AG** ל-'BB+' מ-'BB+', מאחר שאנו צופים כי התאוששות היחסים הפיננסיים של החברה תהיה איטית מתחזיתנו הקודמת. יחס ה-FFO לחוב צפוי לעמוד על 21%-22% ב-2018, לעומת צפי קודם של 25%-30%. זאת לאור עלויות הקמה של מכרה אשלג בקנדה עם קיבולת צפויה של 2.86 מיליון טון, לאור עלויות לוגיסטיקה גבוהות בגרמניה (עלויות מיחזור אשפה במפעל **Werra**) ולאור מחירי רצפה של האשלג שאנו צופים שיצרו לחץ על רווחי **K+S** בשנת 2017.

ביולי 2017 שינינו את תחזית הדירוג של **Potash Corp** לשלילית על מנת לשקף את החולשה במחירי האשלג. התחזית שלנו לגבי תזרים המזומנים מצביעה על כך שהפרופיל הפיננסי של החברה עשוי לרדת מתחת לטווח המינימלי הנדרש לדירוג הנוכחי, 'BBB+'. אנו מצפים שהמיזוג הצפוי בין **Potash Corp** ל-**Agrium** יביא לחיסכון בעלויות, אך למרות זאת לדעתנו החברה תצטרך לבצע צעדים נוספים לחיזוק יחס ה-FFO לחוב לתוך הטווח של 30%-45% ולחיזוק היחס **Free Operating Cash Flow** לחוב מעל 15%, היחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי. אם החברה לא תצליח לשמור על יחסים אלו, נוריד את הדירוג. בהתחשב ביתרונות שאנו צופים מהמיזוג, להערכתנו ירידת דירוג תהיה לכל היותר ברמת דירוג (נוף) אחת.

ביוני 2017 אשררנו את הדירוג של **Uralkali** מאחר שלדעתנו היא תשמור על יחס FFO לחוב של כ-17%-20% בשנים 2017-2019, שייתמך בצורכי **capex** נמוכים ובהיעדר חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות (למעט החזר הלוואת בעלים קטנה יחסית). אנו סבורים שהחברה יכולה להפחית את רמת החוב הגבוהה שלה העומדת כיום על כ-5.9 מיליארד \$ (חוב מתואם) ומהווה 12% מה-FFO ו-4.9x מה-EBITDA, נכון לסוף 2016. רמת חוב גבוהה זו היא תולדה של רכישת מניות עצמית אגרסיבית בשנים 2015-2016 (בסך כ-3.9 מיליארד \$, 41.78% מהמניות) לצד רמת מחירים נמוכה.

ביוני 2017 אשררנו גם את דירוג חברת **EuroChem Group AG**, ל-'BB+', למרות המינוף הגבוה בשנת 2016. זאת משום שאנו צופים כי יחס ה-FFO לחוב יהיה בסביבות 20%, וייתמך בעצירת דיבידנדים, השקעות **capex** נמוכות יותר ועלייה בייצור כתוצאה מפתיחת שני מכרות אשלג חדשים.

באוקטובר 2016 הורדנו את הדירוג של **כימיקלים לישראל בע"מ** ל-'BBB-' מ-'BBB+' לאור היחלשות ביחסים הפיננסיים בשל סביבת המחירים הנמוכה. היחס ההולם את הדירוג הנוכחי הוא יחס חוב ל-EBITDA של 4.0x בשפל מחזור העסקים ו-3.0x בשיא המחזור. בשנה האחרונה ביצעה הנהלת החברה מהלכי התייעלות, קיצוץ מדיניות חלוקת דיבידנדים ומימוש נכס. רכיב המוצרים המיוחדים בעלי ערך מוסף גדל על חשבון רכיב מגזר הדשנים, בין היתר בשל ירידת מחירי הדשנים. היכולת לגוון את הפעילות אפשרה לחברה לשמור על רווחיות טובה למרות שחיקה משמעותית ברווחיות בתחומי הליבה. למרות זאת, לדעתנו קיים מרווח מצומצם בין היחסים הפיננסיים

של החברה ליעד הדירוג, ואנו נותנים משקל להמשך מימושי נכסים במועד ובהיקף עליו הצהירה ההנהלה, כ-500 מיליון \$, לשם שמירה על הדירוג הקיים, בהתחשב בחולשה בשוקי הפוסט והאשלג.

התוכן המופיע במסמך זה, לרבות הדירוגים, הניתוחים, המידע, ההערכות, תוצרי תוכנה ו/או אפליקציות אחרות), ; המאמרים וכל חלק ממנו (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P Global Ratings וממקורות אחרים אשר S&P Global Ratings מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של S&P Global Ratings בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע במסמך זה בשפה העברית. S&P Global Ratings אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

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

הניתוחים בקשר לדירוגי אשראי וניתוחים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר המופיע בתוכן מהווים אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P Global Ratings נכון למועד פרסום המסמך, ואינן מהווים דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P Global Ratings אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P Global Ratings אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

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