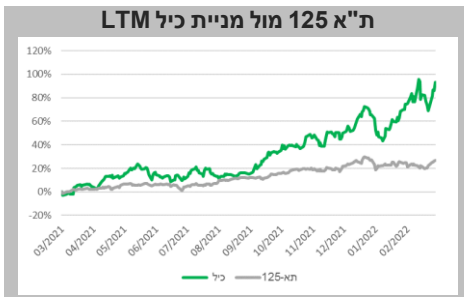


## צפי לשנה חזקה מאוד ב-2022; בעתיד - הגם שמגלמים ירידה ברווחים עדיין יש אפסידי; גם אחרי העלייה האחרונה במניה - ממליצים בקניה

תאריך פרסום ועריכה: 29.3.22

קניה	המלצה
47	מחיר יעד
39	מחיר מנייה בש"ח
50	שווי שוק (מיליארד \$)
51	תמורה חצינית LTM
54%	שיעור הציבור
8.8	מכפיל רווח 2022E
5.7	EV/EBITDA 2022E
6%	תשואת דיבידנד צפויה



### ממשיכים עם המלצה חיובית - ממליצים בקניה עם מיעד 47 \$, ~20% אפסידי

כיל צפויה להנות השנה מסביבת פעילות חזקה, המאפיינת את כלל המגזרים. מזה שנים שלא נצפו כל כך הרבה גורמי שוק חיוביים שמשלבים בו זמנית. מחירי הסחורות המאמירים מעלים את מחירי הדשנים, אך לא רק – לכך מצטרפת גם ירידה מהותית ביכולת מכירת האשלג בעולם לצד ביקושים גבוהים.

הגם שאנו אופטימיים מאוד, וסבורים שהסייקל הנוכחי יכול להמשך גם לתוך 2023, מטעמי שמרנות אנו מגלמים במודל רגיעה הדרגתית במחירים החל מהמחצית השנייה של 2022, עם נרמול הרווחים בשנים הקרובות. גם כשאנו מגלמים ירידה ברווחים כאמור ומנרמלים את התוצאות הצפויות, המודל עדיין מגלם אפסידי. **לסיכום, אנו ממשיכים בהמלצה חיובית על כיל. תמחור המנייה לצד המשך סנטימנט חיובי גוזר המלצת קניה במחיר יעד של 47 \$.**

### צפי לשנה מאוד חזקה ב-2022 עם EBITDA של מעל ל-3 מיליארד דולר; מעריכים כי נראה העלאת תחזיות בקרוב, הן מצד החברה והן מצד השוק

אמנם כיל מוגבלת ביכולת הייצור, אך בהתחשב בכלל הגורמים אנו צופים שנה מאוד חזקה ב-2022, עם EBITDA של כ-3.1 מיליארד דולר (מעל לצפי העליון של החברה לכ-2 מיליארד) וכן הכפלה בנקי לכ-1.7 מיליארד (הפער בין ה-EBITDA לנקי נובע בין היתר מס עודף). התחזיות שלנו גבוהות ביחס לצפי בשוק. אנו סבורים כי בקרוב נראה בשוק העלאת תחזיות, הן מצד החברה עצמה והן מגורמים נוספים.

מבחינה אסטרטגית, הרווחים הגבוהים שחיל מייצרת, מעבר לשיפור בסכום הדיבידנד, יכולים להערכתנו לתרום לשיפור הפורטפוליו בזכות רכישת חברות והשקעות חדשות.

### אשלג 2022: גידול בכמויות לצד קפיצה במחירים שיוורדת לשורת הרווח; המיסוי יעלה

אנו צופים גידול ב-2022 בכמויות האשלג מכ-4.4 מ' טון לכ-4.8. זאת עקב עלייה בייצור בספרד. ברמת המחיר אנו רואים כעת עליות חדות מדי שבוע. יש סיבות טובות להניח כי הסייקל הנוכחי כאמור יכול להמשך גם ב-2023, אך מטעמי שמרנות אנו צופים התמתנות, וחוזים לכיל מחיר שנתי ממוצע ב-2022 של כ-611 דולר לטון. מחיר זה קרוב למחיר החוזי מול הודו וסין (590). אנו מגלמים במודל גם עלייה בהוצאות, בין היתר בשל עלייה בעלויות השינוע.

### אשלג בשנים הבאות: ירידה ברווח לרמות נורמטיביות יותר וכניסה של השוק לשינוי משקל

כאמור, המצב הנוכחי אינו צפוי להישמר לאורך שנים. לכן, אנו מגלמים במודל ירידת מחירים עם צפי בשנה המייצגת למחיר אשלג של 350 דולר. מניתוח משוואת הביקוש-היצע, אנו מאמינים כי בעתיד נפעל תחת שוק בשינוי משקל. כיום החברה שלה יכולת להגדיל היצע באופן מהותי היא נוטריין, וזאת פועלת בצורה אחראית תוך שמירה על רמת המחירים. BHP צפויה להיכנס לשוק, אך זו תתחיל ייצור רק לקראת סוף העשור ומדובר בתוספת שלהערכתנו תוכל להיטמע בביקושים הצפויים, בהנחה שאלו יצמחו באופן ממוצע בלבד (אחוזים בודדים בלבד).

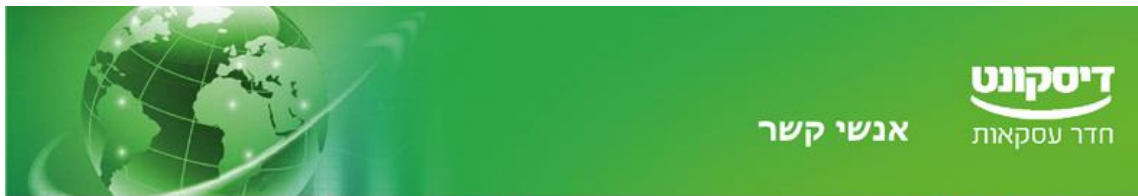
### סביבה חזקה גם בפעילויות האחרות, עם צפי להתמתנות בשנים הבאות

בברום, המחירים ממשיכים להיות גבוהים, לצד ביקושים נאים. בנוסף רואים התעוררות רבה בתחום התמיסות הצלולות. בדשנים המיוחדים אנו צופים צמיחה יפה מאיחוד על פני שנה מלאה של החברה שנרכשה בברזיל, וכן צמיחה אורגנית. בפוספט סביבת הפעילות מאוד חזקה, אם כי בשנים הבאות אנו מגלמים ירידה לאור צפי לסביבה מתונה יותר בקומודיטיס.

מיליוני דולר	2021	2022E	2023E	2024E
אשלג כמות	4.4	4.8	5.1	5.2
אשלג מחיר	338	611	450	350
הכנסות	6,955	9,102	8,326	8,131
YoY	38%	31%	-9%	-2%
תפעולי מתואם	1,194	2,674	1,851	1,560
%	17%	29%	22%	19%
נקי מתואם	824	1,739	1,245	1,053
YoY	219%	111%	-28%	-15%
EBITDA	1,642	3,142	2,329	2,055

לגילוי נאות מטעם מכין עבודת האנליזה ומטעם הבנק ראה עמוד 4

## אנשי קשר



**דיסקונט**  
חדר עסקאות

אנשי קשר

### מחקר מאקרו ושוקים <<<

שמואל קצביאן, אסטרטג שוקים  
Shmuel.katzavian@dbank.co.il

### מחקר מיקרו ישראל <<<

מיכל אלשיך, מנהלת מחקר ברוקראז'  
Michal.alshech@dbank.co.il

### OTC תחום לקוחות <<<

קובי צעירי, מנהל תחום לקוחות  
03-5145500  
Kobi.tsairi@dbank.co.il

### דסק מוסדיים ונגזרים <<<<

אבישי בר דיון, מנהל דסק  
Avishay.bardayan@dbank.co.il

אבי טטרו, סוחר  
Avi.tetro@dbank.co.il

רועי יעקבי, סוחר  
Roe.e.yaakobi@dbank.co.il

אלעד דרוויש, סוחר  
Elad.darwish@dbank.co.il

כרמית ארבל, סוחרת  
Carmit.arbel@dbank.co.il

### דסק תאגידיים <<<

ליאן לוינטל, מנהלת דסק  
Lian.levintal@dbank.co.il

סיון פינטו, סוחרת  
Sivan.pinto@dbank.co.il

טל בן שטרית, סוחרת  
Tal.ben.shitrit@dbank.co.il

אלעד רפאל, סוחר  
Raphael.Elad@dbank.co.il

אמיר סלומון, סוחר  
amir.salomon@dbank.co.il

### דסק מסחרי ובנקאות פרטית <<<

דן בירו, מנהל דסק  
Dan.biro@dbank.co.il

גיל אמירן, סוחר  
Gil.amiran@dbank.co.il

עז שוחט, סוחר  
oz.shohat@dbank.co.il

### חדר עסקאות <<<

גדנן יעקב, מנהל חדר עסקאות  
Yakov.gedanken@dbank.co.il

### תחום ניירות ערך וברוקראז' <<<

רפאל וסלום, מנהל תחום מסחר ני"ע  
03-5144590  
Rafi.v@dbank.co.il

### דסק ברוקראז' <<<

ניב רז, מנהל דסק ברוקראז'  
03-5144502  
Niv.raz@dbank.co.il

### אג"ח ישראל <<<

ארי דיןור, סוחר  
Erez.dinur@dbank.co.il

ברק שמידט, סוחר  
barak.shmidet@dbank.co.il

גיא שיין, סוחר  
guy.shine@dbank.co.il

### מניות ישראל <<<

זיו נרקיס, סוחר  
Ziv.narkis@dbank.co.il

### בני אסייג, סוחר

beni.assayag@dbank.co.il

### ניירות ערך זרים <<<

דניאל טאובר, מנהל דסק מניות חו"ל  
Daniel.taober@dbank.co.il

אייל סבג, סוחר  
Eyal.sabag@dbank.co.il

עומר שור, סוחר  
Omer.shur@dbank.co.il

### דסק ני"ע קמעונאי / מסחרי <<<

עידן לחון, מנהל דסק  
Idan.luzon@dbank.co.il

דויתן שטרן, סוחרת  
Dotan.stern@dbank.co.il

עמית יעקבי, סוחר  
Amit.yaakobi@dbank.co.il

צחי ביטון, סוחר  
Tzachi.biton@dbank.co.il

דניס אפרים, סוחר  
denis.efraim@dbank.co.il

תומר לוי, מנהל צוות דיסקונטרייד  
tomer.levi@dbank.co.il

אדיר זיו, ראש צוות דיסקונטרייד  
Adir.Zveda@dbank.co.il

מוטי האופטמן, סוחר דיסקונטרייד  
moti.haufman@dbank.co.il

פבל ליון, סוחר דיסקונטרייד  
Pavel.levin@dbank.co.il

## גילוי נאות

דו"ח זה מיועד ללקוחות כשירים בלבד כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה – 1995. אין להפיץ, להעביר, או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מהבנק מראש ובכתב.

### פרטי מכין עבודת האנליזה

שם	מיכל אלשיך
כתובת	יהודה הלוי 23, ת"א
השכלה	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ B.A בחשבונאות ובפסיכולוגיה – אוניברסיטת תל אביב.</li><li>▪ רואת חשבון - בעלת רישיון שאינו פעיל.</li><li>▪ רישיון משווק מותלה מטעם הרשות לניירות ערך.</li></ul>
ניסיון	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ ניסיון בשוק ההון בתחום מחקר ואנליזה Sell-Side (2013 ואילך).</li><li>▪ חברת הייעוץ של BDO – יועצת כלכלית (2011-2013).</li><li>▪ ארנסט &amp; יאנג (EY) – מתמחה בראיית חשבון במחלקת ביקורת (2009-2011).</li><li>▪ מגדל שוקי הון – מרצה בתחום החשבונאות לבחינות לרשות לניירות ערך (2008-2012)</li></ul>

### התאגיד המורשה מטעמו פועלים מכיני האנליזה

בנק דיסקונט לישראל בע"מ  
כתובת: יהודה הלוי 23 ת"א  
טלפון: 03-5144590

### גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

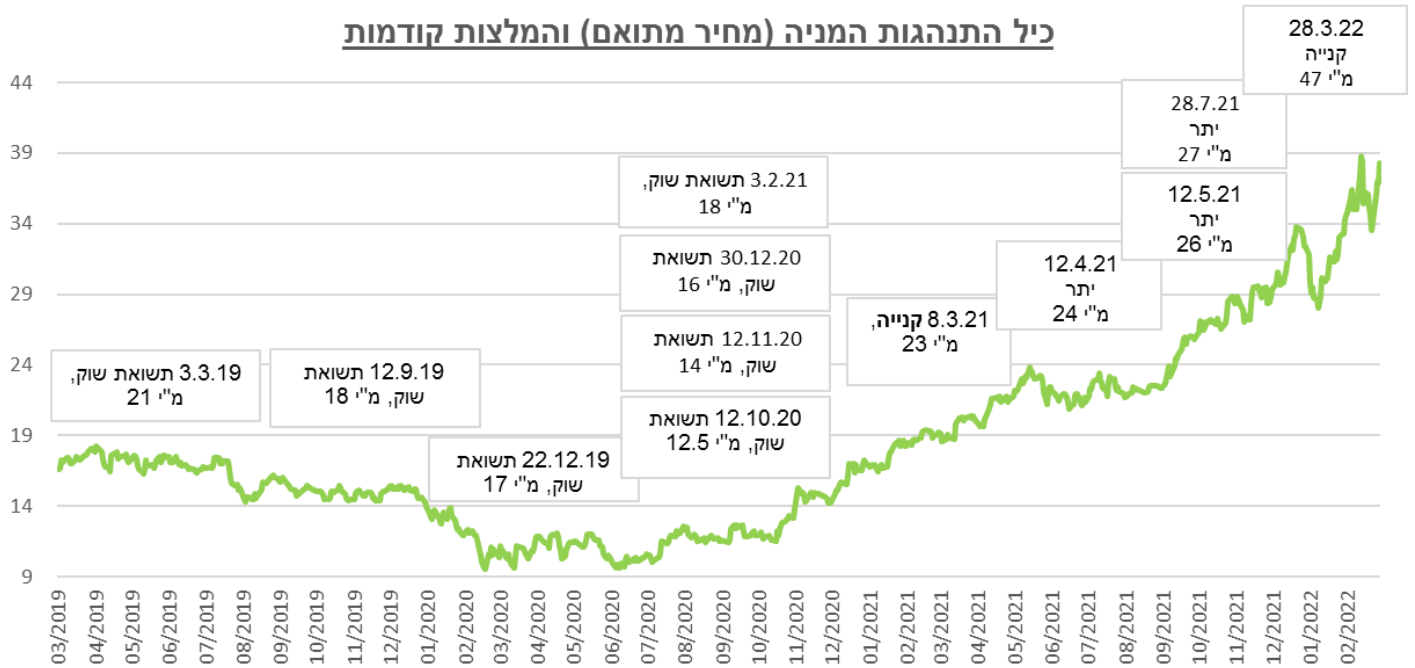
ככל הידוע למכין עבודת האנליזה, במועד פרסום העבודה אין למכין העבודה ניגוד עניינים או חשש לניגוד עניינים.

### הערות לאנליזה

- להלן סולם המלצות לפיו פעל כותב האנליזה:
  - קניה
  - תשואת יתר
  - תשואת שוק
  - תשואת חסר
  - מכירה
- חישוב מחיר היעד בוצע על סמך שיטות הערכה מסוג DCF. בנוסף נלקחו בחשבון מכפילים בתעשייה.

## המלצות קודמות:

### כיל התנהגות המניה (מחיר מתואם) והמלצות קודמות



\* בין החודשים ספטמבר 21 עד מרץ 22 האנליסטית נעדרה עקב חופשת לידה ולא בוצעו עדכונים בנייר.

## סיכונים מהותיים העשויים להשפיע על מחיר היעד

- סיכוני מאקרו: האטה כלכלית גלובלית שעשויה לגרור ירידה במחירי הסחורות החקלאיות (כגון גרעינים ודשנים) וסיכוני טור הנובעים בעיקר ממיקומה הגאוגרפי של כיל בישראל.
- אובדן לקוחות.
- עלייה בתחרות בתחומי הפעילות, בדגש על כניסת היצע צפויה באשלג ובפוספט וחשיפה לירידת מחירים.
- סיכונים תפעוליים כגון תקלות באתרי הייצור ובמערכות השינוע, שריפות, בולענים במכרות, הצטברות מלחים בבריכות האידיוי בים המלח שמצריכה תחנות שאיבה והשקעות אחרות, סיכון תפעולי בהצלחת קציר המלח (העברת המלח מהבריכות של כיל לצפון ים המלח), סיכון עתידי אפשרי מהזרמת מים התיכון לים המלח ומשכך שינוי הרכב המים (פרוייקט תעלת הימים), תקלות במערכות המחשוב כולל פריצות וכדומה.
- תלות בנמלים וחשיפה להשבתות בנמלים.
- רגולציה בישראל ובחו"ל: שינוי בתקנים, איכות הסביבה, בטחון ופיקוח, תלות ברישיונות והיתרים, סיום זכויות בשנים הקרובות/המשך זכויות תוך הרעה בתנאים, סירוב להרחבת הכרייה בשדה בריר ושינוי בדרישות המיסוי.
- עלייה בהוצאות תפעוליות, דוגמת עלייה משמעותית בהוצאות שכר.
- חשיפה לשינויים במחירי חומרי הגלם העיקריים שצורכת החברה (כולל אנרגיה) באופן שאינו מגודר.
- חשיפה לסכסוכי עבודה, עיצומים והשבתות.
- חשיפה לשע"ח, שינוי ריבית ואינפלציה.
- שינויים באומדני החברה בנוגע להפרשות לעובדים, הפרשות לטיפול בפסולת ושיקום ונכסים והתחייבויות אחרים.

- חשיפה לפרשנות שונה ביחס לרשות המיסים בנוגע לאופן חישוב יתרות המשפיעות על שיעור המס, בין היתר יתרת הנכסים המשמשת לחישוב היטלי המס כתוצאה מהחוק למיסוי משאבי טבע (החברה מתייחסת לשווי ההוגן ולא לערך בספרים).
- אי הצלחת מיזוגים ורכישות עתידיים.
- אי הצלחת תכנית ההתייעלות.
- בעל שליטה ומניית זהב אשר מכוחה קיימות זכויות וטו לגבי העברות נכסים ומניות (מהווה סיכון להצעת רכש עתידית, כפי שאירע בעבר).

## עצמאות שיקול הדעת

אני מיכל אלשיך, מצהירה בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגידים שהנפיקו ניירות ערך אלו.

## גילוי נאות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ עבור א.י.סי.אל גרופ בע"מ (כיל)

- למיטב ידיעת מכין עבודת האנליזה במועד פרסום העבודה לא קיים ניגוד עניינים, מול כיל כימיקלים לישראל בע"מ ו/או חשש לניגוד עניינים מצד בנק דיסקונט לישראל או מצד חברות קשורות אליו פרט לבאים:
- לפי דוחותיה הכספיים של בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "בז"ן), חברת בת של החברה לישראל (בעלת השליטה בכיל), בנק דיסקונט שימש כמארגן משותף בהסכם סינדיקציה בין בז"ן לגורמים ממנים שחודש בנובמבר 2016, במסגרתו הועמדה לבז"ן הלוואה בסך של כ-355 מ' דולר. הסכם הלוואה תקף עד הרבעון הרביעי של 2025, אלא אם כן יתרחש אירוע פירעון מוקדם.

## הצהרת בנק דיסקונט לישראל בע"מ על הפטור מגילוי המוענק לו על בהתאם להוראת רשות ני"ע בשל

### היותו תאגיד בנקאי:

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק דיסקונט לישראל בע"מ פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968. פטור זה ניתן לבנק דיסקונט לישראל בע"מ משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין יעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק דיסקונט לישראל בע"מ, מורכבת מהפרדה אירגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגוד עניינים והעברת מידע למכין עבודת האנליזה, כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

## הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

הניתוח הכלול בחומר הכתוב המובא להלן, מיועד ללקוחות כשירים של חדר עסקאות של הבנק והוא נשלח אליהם כחלק מתפוצה כללית. הניתוח הינו למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בו תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי ניירות הערך והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו, ולא מכל בחינה אחרת.

הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בו או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בחומר הכתוב המובא להלן מייצגות את עמדת המחבר והן אינן זהות בהכרח לעמדת יעוצי ההשקעות ו/או מחלקת מחקר ו/או הכלכלנית הראשית בבנק. הדעות האמורות נכונות למועד פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת.

יתכן גם אפשרות שבחומר הכתוב המובא להלן נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו'. במקרה כאמור, הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בחומר הכתוב המובא להלן, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על החומר הכתוב המובא להלן, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר



בחומר הכתוב המובא להלן ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת החומר הכתוב המובא להלן ופרסומו במלואו או בחלקו, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט.

הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות עם החברה ו/או בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בחומר הכתוב המובא להלן, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בו.

העברת החומר הכתוב המובא להלן באמצעות האינטרנט ו/או מערכות ממוחשבות, חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות אלו, על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים כאמור. לפיכך לא יישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת החומר הכתוב המובא להלן ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.