Maalot
S&P Global Ratings

גלובל כנפיים ליסינג בע"מ

28 בספטמבר 2023

אנליסטית אשראי ראשית:

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

אנשי קשר נוספים:

תום דר, 972-3-7539722 tom.dar@spglobal.com

יהונתן רווח, 972-3-7539708 jonathan.revach@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
תחזית הדירוג 3
התרחיש השלילי 3
התרחיש החיובי 3
תרחיש הבסיס 3
הנחות עיקריות 3
תחזיות תרחיש הבסיס 3
תיאור החברה 4
הפרופיל העסקי 4
הפרופיל הפיננסי 4
נזילות 4
חלויות חוב 5
ניתוח התניות 5
התאמות לדירוג 5
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 5
ניתוח שיקום חוב 6
שיקולים עיקריים 6
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 6
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 7
רשימת דירוגים 8

גלובל כנפיים ליסינג בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilBBB/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• חוזי חכירה לטווח ארוך עם לקוחות המקנים נראות מסוימת של תזרימי מזומנים. • מודל פעילות על פיו החוכר לוקח על עצמו את עלויות התחזוקה וההפעלה, המוביל לסיכוני תפעול נמוכים יחסית. • גמישות מסוימת בהוצאות ההוניות.	• מספר לקוחות קטן והיקף פעילות מצומצם מאוד בהשוואה לחברות מדורגות אחרות. • צורך בביצוע השקעות גבוהות לשם הגדלת הצי וביסוס המעמד התחרותי.

בשנה החולפת גלובל כנפיים ליסינג בע"מ ("גלובל כנפיים" או "החברה") ביצעה מספר עסקאות שהשפיעו לטובה על גיל ומבנה הצי שלה ועל מספר לקוחותיה. ב-2022 הוחזרו לחברה שני מטוסי A320-200 שהיו מוחכרים לחברת Vistara עם תום תקופת החכרתם והיא קיבלה בגינם פיצוי בגובה של כ-13 מיליון דולר. מטוסים אלו הוחכרו בתחילת 2023 לחברת Avion Express Malta לתקופות של כ-7 שנים בממוצע. באוגוסט 2023 החברה הודיעה על כך שחתמה על התקשרות במכתב כוונות למכירת מטוסים אלו. עוד באוגוסט 2023, החברה הודיעה על התקשרות במכתב כוונות להחכרת מטוס A330-200 ללקוח חדש באירופה. כמו כן, בנובמבר 2022 החברה מכרה מטוס מסוג A330-300 תמורת כ-22.8 מיליון דולר.

נכון ליוני 2023 יש לחברה שישה מטוסים המוחכרים לארבעה לקוחות (כולל החכרת מטוס A330-200), אולם בהתחשב בפעולות האמורות והצפי להשלמת העסקאות, צי החברה צפוי לקטון בטווח הזמן המיידי לארבעה מטוסים, עם גיל ממוצע משוקלל של 8 שנים, ולהיות מוחכר לשלושה לקוחות בלבד. היקפי פעילות נמוכים אלה מגבילים לדעתנו את הפרופיל העסקי של החברה. על אף צפי להמשך התאוששות בענף התעופה, אנו מעריכים כי לחברה יכולת מוגבלת להרחיב את הצי באופן משמעותי, בין השאר על רקע גודלה ביחס למתחרים, מעמדה התחרותי והצורך בהיקף השקעות גבוה להתרחבות מהותית.

אנו צופים המשך עלייה בביקוש למטוסים ולשירותי תעופה לצד עלייה בסיכון הפיננסי של חלק מחברות התעופה. אנו סבורים שהגידול הצפוי בתנועת הנוסעים האווירית בשנים הקרובות יגביר את הביקוש למטוסים ולשירותי תעופה. עם זאת, התחרות בשוק התעופה צפויה להישאר עזה ולהעמיד חברות תעופה בסיכון לשחיקה ברווחיות בשל הרגישות למחירי הדלקים ולעלויות כוח אדם. סיכון זה עשוי להתגלגל אל גלובל כנפיים, המאופיינת במספר לקוחות מצומצם.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור גלובל כנפיים לפחות על יציבות בגודל ובשווי צי המטוסים שלה ובתזרים המזומנים ממנו. התחזית היציבה משקפת גם את הערכתנו שהחברה תשמור על איזון בין הוצאותיה ההוניות לרמת המינוף שלה.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נעריך כי גבר הסיכון לאי תשלום דמי חכירה מצד החוכרים, אשר יקטין את תזרים המזומנים של החברה, או אם החברה תחלק דיבידנד אגרסיבי או תיכנס להשקעות תוך שימוש ביתרות המזומנים שלה, בעיקר בעת בה קיים לחץ על הפרופיל העסקי. שחיקה בפרופיל הנזילות עשויה להוביל אף היא להורדת דירוג.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם הצי ושוויו יגדלו ופיזור תיק החוכרים יגדל גם הוא משמעותית, מבלי שייווצר לחץ על מבנה ההון של החברה. תנאים נוספים להעלאת הדירוג הם שיפור עקבי ביחסים הפיננסיים, כולל יחס EBIT להוצאות ריבית של כ-1.3x-1.1x ויחס FFO (funds from operations) לחוב מתואם של 9% לפחות, תוך שמירה על נזילות הולמת.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- קיטון בהכנסות לכ-10 מיליון דולר בשנים 2025-2023 בעקבות מכירת המטוסים שהוחכרו ל- Avion Express Malta.
- הוצאות הוניות לשמירה על הקיים בסך של כ-2 מיליון דולר בשנים 2025-2023.
- רכישת מטוס בשנת 2024.
- אי חלוקת דיבידנד בשנות התחזית.

תחזיות תרחיש הבסיס

אנו מעריכים כי החברה תשלים בתקופה הקרובה את עסקת מכירת מטוסי A320-200 וכן את עסקת החכרת מטוס A330-200 ללקוח חדש.

בהתחשב בעסקאות הללו, צפוי צי המטוסים של החברה לקטון ולמנות ארבעה מטוסים, שההכנסה השנתית מהחכרתם צפויה לעמוד על כ-10 מיליון דולר. בשל הצי המצומצם ורמת ההכנסות הצפויה לקטון, אנו צופים כי יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית יהיה נמוך מאוד ויעמוד על 0.6x-0x בשנים 2024-2023 לעומת 4.7x ב-2022. נציין כי התוצאות ב-2022 הושפעו לחיוב מפיצוי חד-פעמי בגובה של כ-13 מיליון דולר שנתקבל מ-Vistara, עם סיום הסכם החכירה עימה ועל רקע מצבם של המטוסים שהוחזרו.

אנו מניחים כי בהתאם לאופי פעילותה, החברה תפעל ב-2024 להגדלת צי המטוסים. אנו סבורים כי השקעה זו צפויה להיעשות לפי מדיניות ההשקעות של החברה, כלומר כ-65%-75% מעלות המטוסים תמומן באמצעות חוב, תוך מתן שעבוד ספציפי לגורם המממן. נציין כי לא כללנו בהנחותנו מימון מחדש של מטוס A330-200 בהיקף של כ-17 מיליון דולר.

תיאור החברה

גלובל כנפיים ליסינג בע"מ עוסקת ברכישה של מטוסים, מימונם והחכרתם לחברות תעופה ברחבי העולם. כנפיים אחזקות בע"מ (ilBBB/Stable) מחזיקה כ-67% מהחברה, כ-10% מוחזקים בידי משקיעים מוסדיים והיתרה בידי הציבור. אנו מעריכים כי גלובל כנפיים היא בעלת חשיבות אסטרטגית לחברת האם שלה ועקב כך לקבוצה כולה. עם זאת, בשל היותה חברה ציבורית, דירוג שתי החברות אינו זהה בהכרח.

הפרופיל העסקי

אנו סבורים כי גלובל כנפיים היא חברה קטנה מאוד ביחס לקבוצת ההשוואה מבחינת גודל הצי ושוויו, ולכן רגישה במיוחד לעזיבת חוכרים. לדעתנו, אף שחוזי ההחכרה עליהם חותמת החברה עם חברות התעופה אמורים לספק לה נראות טובה לגבי תזרים המזומנים העתידי שלה, בשל מח"מ החוזים הארוך יחסית, נראות זו מוגבלת בשל מספר הלקוחות המצומצם ולאור העובדה שבשנים האחרונות שניים מלקוחותיה הכריזו על חדלות פירעון. אנו מעריכים כי גלובל כנפיים תפעל להגדלת צי המטוסים, אם כי במתינות, ועל כן סבורים כי גודל הצי ושוויו ימשיכו להגביל את הדירוג בטווח הבינוני. אנו מעריכים כי הביקוש למטוסים ימשיך לגדול כתוצאה מהצפי להמשך הגידול בתנועת הנוסעים האווירית בעולם, אך בהיעדר מקורות נרחבים ובשל התחרות בענף, לחברה יכולת מוגבלת להרחיב את הצי באופן משמעותי וכפועל יוצא מוגבל הגידול בתזרים המזומנים.

הפרופיל הפיננסי

ב-2022 הציגה גלובל כנפיים EBIT מתואם של כ-31.5 מיליון דולר בהשוואה ל-(5.4) מיליון דולר ב-2021. החברה פועלת למכור שני מטוסי A320-200 עד סוף נובמבר 2023, מהלך שיקטין את צי החברה, הקטן ממילא ועומד על שישה מטוסים לפני המכירה. מכירה זו צפויה להניב לחברה תזרים חופשי נטו של כ-16 מיליון דולר. בהתבסס על צפי השלמת עסקאות למכירת המטוסים והסכמי החכירה הקיימים, אנו צופים כי הכנסות החברה יעמדו על כ-10 מיליון דולר בשנה במקביל לקיטון במידת מה בחוב בשל פירעון מלא של סדרת אג"ח ב' בשנה הבאה.

נזילות

אנו רואים את רמת הנזילות של גלובל כנפיים כ"פחות מהולמת". אנו סבורים שלחברה גמישות מסוימת לגבי ההוצאות ההוניות שלה, שרובן ככולן מיועדות להחלפה והרחבה של צי המטוסים ומותנות בגיוס חוב.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2023:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווה מזומנים בהיקף של כ-16.6 מיליון דולר. • FFO תזרימי בסך של 1.2 מיליון דולר. • תקבולים עתידיים ממכירת מטוסי A320-200 בסך של כ-42.5 מיליון דולר.	• תשלום חלויות חוב* בהיקף של כ-52 מיליון דולר. • הוצאות הוניות בהיקף של כ-2 מיליון דולר.

חלויות חוב

תקופה	2023	2024	2025	2026	2027 ואילך
חלויות (מיליון דולר)	*38	26	5	5	29

* סכום זה כולל בתוכו סך של 24 מיליון דולר, חוב קיים כנגד שני מטוסי ה-A320-200, הצפוי להיפרע בפירעון מוקדם עם השלמת מכירת המטוסים.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. לפי תנאי האג"ח והבנקים, על החברה לשמור על יחס הון עצמי למאזן שלא יפחת מ-15%, על הון עצמי בסך 48 מיליון דולר ועל יתרת מזומנים שלא תפחת מ-12 מיליון דולר.

להבנתנו, נכון ל-30 ביוני 2023 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של חברת גלובל כנפיים ליסינג בע"מ.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את דירוג סדרות אג"ח ב' ו-ג' הלא מובטחות של גלובל כנפיים ליסינג, 'ilBBB+', רמת דירוג אחת מעל דירוג המנפיק.
- דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף שיעור שיקום חוב של 70%-90%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2025
- תחול האטה משמעותית בתנועת המטוסים בשנים הקרובות, על רקע האטה כלכלית אשר תביא לירידה בביקוש להחכרת מטוסים שכן לקוחות עיקריים לא יחדשו חוזים ולא יתחייבו לחוזים חדשים. לקוחות חלשים יותר יגיעו לחדלות פירעון, מה שיביא לאובדן הכנסות, והיחלשות בשוק המטוסים המשומשים תובל לירידה במחיר המטוסים של החברה מתחת לשווי הספרים שלהם.
- החברה תפורק, הערכה הנתמכת בצי הקטן ושוויו המצומצם בהשוואה לחברות מדורגות אחרות בענף.
- החברה תשתמש רק בחלק מיתרת המזומנים שלה לפירעון החוב, בהתאם ללוח הסילוקין שלו.
- החברה תקבל שווי חלקי על הקרקע בשדה דב.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי בעת פירוק (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-22 מיליון $
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-21 מיליון $
- סך חוב לא מובטח: כ-24 מיליון $
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 70%-90%
- דירוג שיקום חוב לחוב לא מובטח (1 עד 6): 2

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק			
הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	+3 נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	+2 נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	+1 נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	-1 נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	-2 נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הליסינג התפעולי, 14 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

גלובל כנפיים ליסינג בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilBBB\Stable	09/11/2010	06/10/2022
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ב	ilBBB+	10/11/2015	06/10/2022
סדרה ג	ilBBB+	19/07/2021	06/10/2022
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
ספטמבר 23, 2021	ilBBB\Stable		
ספטמבר 23, 2020	ilBBB\Negative		
אפריל 30, 2020	ilBBB\Watch Neg		
מרץ 15, 2020	ilA-\Watch Neg		
ספטמבר 13, 2018	ilA-\Stable		
אוקטובר 01, 2017	ilA-\Positive		
מרץ 26, 2014	ilA-\Stable		
דצמבר 11, 2011	ilA-\Negative		
נובמבר 09, 2010	ilA-\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	13:52 28/09/2023		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	13:52 28/09/2023		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

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

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