Maalot
S&P Global Ratings

גלובל כנפיים ליסינג בע"מ

23 בספטמבר, 2020

עדכון דירוג

אשרור דירוג המנפיק, 'ilBBB', הוצאתו מרשימת מעקב וקביעת תחזית דירוג שלילית המשקפת המשך לחץ על הפרופיל העסקי בשל אי הוודאות בענף התעופה

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmuter@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 2
תחזית הדירוג 4
התרחיש החיובי 4
התרחיש השלילי 4
ניתוח שיקום חוב 4
שיקולים עיקריים 4
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 5
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 6
רשימת דירוגים 7

עדכון דירוג

אשרור דירוג המנפיק, 'ilBBB', הוצאתו מרשימת מעקב וקביעת תחזית דירוג שלילית המשקפת המשך לחץ על הפרופיל העסקי בשל אי הוודאות בענף התעופה

תמצית פעולת הדירוג

- אנו סבורים כי כל עוד נמשך המשבר שפרץ בענף התעופה כתוצאה ממגפת הקורונה, קיים לחץ על הפרופיל העסקי של החברה בשל פעילותה בהחכרת מטוסים לחברות תעופה, שעשוי להתבטא בפגיעה בגמישות התפעולית שלה בשל השפעה שלילית נוספת על לקוחותיה.
- חשיפה זו אף מתחדדת, לדעתנו, לאור העובדה כי לחברה כיום ארבעה חוכרים בלבד, וחוכר עיקרי, Virgin Australia, שהיה אחראי לכ-37% מהכנסותיה בשנת 2019, נמצא בהליכי פשיטת רגל (voluntary administration) ואינו משלם לה דמי חכירה. החוכר הודיע כי לא ימשיך להפעיל את המטוס וכי ישיב אותו לחברה בשבועות הקרובים.
- מאידך, אנו מעריכים כי הנזילות הנוכחית של החברה הולמת וכי בידיה אמצעים נזילים לתשלום חלויות האג"ח ב-12 החודשים הקרובים ואף מעבר לכך.
- ב-23 בספטמבר, 2020, אשררנו את דירוג גלובל כנפיים ליסינג בע"מ, 'ilBBB' ואת דירוג סדרת האג"ח שלה, סדרה ב', 'ilBBB+', והוצאנו אותם מרשימת מעקב עם השלכות שליליות. באותה עת קבענו תחזית דירוג שלילית.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את המשך הלחץ על הפרופיל העסקי של החברה בשל המשך אי הוודאות בענף התעופה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

אשרור הדירוג וקביעת תחזית דירוג שלילית משקפים מחד את המשך הלחץ על הפרופיל העסקי של החברה עם התמשכות המשבר בענף התעופה העולמי כתוצאה ממגפת הקורונה וחשיפתה של החברה למשבר זה בשל פעילותה כמחכירת מטוסים לחברות תעופה; ומאידך את הנזילות ההולמת שלה כמשתקף ביתרת מזומנים מספקת לשירות חלויות החוב ב-12 החודשים הקרובים ואף מעבר לכך, בהנחה שלא יבוצעו מהלכי השקעה ללא מימון או חלוקות דיבידנדים בלתי צפויות.

תחזית הדירוג השלילית משקפת את המשך הסיכון הגבוה לחברה בשל ההשפעה השלילית של משבר הקורונה על לקוחותיה, ובפרט על הלקוח העיקרי שלה, חברת התעופה Virgin Australia Holdings Limited ("Virgin Australia", D), שהייתה אחראית לכ-37% מהכנסות גלובל כנפיים בשנת 2019. Virgin Australia

נמצאת בהליכי פשיטת רגל (voluntary administration) מאז אפריל 2020 ואינה משלמת לגלובל כנפיים דמי חכירה מאז.

למיטב הבנתנו, יתר החוכרים של החברה שילמו את דמי החכירה ממרץ ועד מועד דוח זה כסדרם, על אף מספר בקשות דחייה מצדם בתחילת המשבר.

לדעתנו, ככל שהמשבר יימשך, יגדל הסיכוי שלקוחות נוספים של החברה ייכנסו להליכי פשיטת רגל או ייקלעו לקשיים שיגרמו לעיכוב, דחייה או אי תשלום דמי חכירה. במצב זה תחול פגיעה בתזרים המזומנים של החברה, ואם פגיעה זו תימשך היא עשויה להשפיע, לדעתנו, בטווח הבינוני על הפרופיל הפיננסי ובטווח הארוך יותר גם על פרופיל הנזילות.

חששנו מתחדד בשל העובדה שלגלובל כנפיים ארבעה חוכרים בלבד. להערכתנו תיק חוכרים זה הוא קטן ואינו מפוזר דיו, ומגביל את הגמישות העסקית שאף תיפגע עוד יותר אם החוכרים הקיימים ייפגעו מהמשבר ואם לא ייתוספו חוכרים חדשים.

להערכתנו ובהתבסס על גורמים בענף, הלחץ על ענף התעופה והירידה בנפחי הפעילות כתוצאה ממגפת הקורונה צפויים להימשך בשנת 2021. נפח הפעילות של טיסות נוסעים עלול שלא לחזור לרמות טרום המשבר (רמות 2019) עד 2023, זמן רב אחרי ענפי פעילות אחרים.

מאידך נציין כי להערכתנו לחברה נזילות הולמת, אשר תומכת בדירוג. ב-30 ביוני, 2020, היו לחברה יתרות מזומן בהיקף של כ-32.4 מיליון דולר, וביולי היא קיבלה תמורה בסך כ-15.3 מיליון דולר ממכירת מטוס. בנוסף, היא צפויה להניב FFO (funds from operations) של כ-10 מיליון דולר. זאת לעומת חלויות חוב בסך כ-23 מיליון דולר ב-12 החודשים הקרובים (כולל 4.8 מיליון דולר חוב בגין המטוס שנמכר).

להבנתנו, בשנת 2021 לחברה חלויות חוב בסך כ-38 מיליון דולר (מתוכם כ-20 מיליון דולר הלוואת בלון שצפויה להיפרע בנובמבר 2021) וב-2022 חלויות חוב בסך כ-40 מיליון דולר (מתוכם כ-26 מיליון דולר הלוואות בלון הצפויות להיפרע במחצית השנייה של שנת 2022). פירעון הלוואות הבלון יבוצע ממכירת המטוסים הממומנים, או ממימון מחדש במקרה של הארכת החכירה. להערכתנו, לחברה מקורות נזילים לתשלום חלויות 2021, בהנחה כי לא תבצע חלוקת דיבידנדים או רכישות מטוסים ללא מימון חוב או הון. בנוסף, להערכתנו נגישות החברה למקורות מימון בשלב זה טובה יחסית, בין היתר לאור קבלת מימון מבנקים זרים לצורך ביצוע עסקאות החכירה.

נציין כי ביולי 2020 החברה מכרה מטוס אחד שבבעלותה בתמורה לתזרים נטו של כ-10.6 מיליון דולר (לאחר תשלום ההלוואה שכנגד המטוס), והיא צפויה לרשום רווח הון לפני מס של כ-4 מיליון דולר. מחד, עסקה זו חיזקה את פרופיל הנזילות של החברה ומעידה על גמישות פיננסית בהינתן נכסים הניתנים למימוש, אך מאידך היא מצמצמת את גודל הצי וצפויה להפחית את תזרימי המזומנים בהמשך.

נציין כי לחברה גמישות רבה לגבי ההוצאות ההוניות שלה, שרובן ככולן מיועדות להחלפת והרחבת צי המטוסים ומותנות בגיוס חוב.

באשר לחברת האם, כנפיים אחזקות בע"מ (ilBBB/Negative), להבנתנו גם מצב הנזילות שלה הולם והיא אינה תלויה בדיבידנדים מגלובל כנפיים.

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

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו שקיים סיכוי להמשך לחץ על הפרופיל העסקי של החברה ב-12 החודשים הקרובים בשל המשך אי הוודאות בענף התעופה, אליו היא חשופה באופן ישיר כמחכירת מטוסים לחברות תעופה. לחץ זה עלול להתבטא בפשיטות רגל של חוכרים או בעיכוב בתשלום דמי החכירה, דבר שיכול לפגוע משמעותית בתזרימי המזומנים שלה, בעיקר לאור גודל הצי ותיק החוכרים המצומצמים. תחזית הדירוג משקפת גם את הערכתנו לסיכוי להמשך פגיעה בפרופיל הפיננסי ככל שמשבר הקורונה ימשך.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשנות חזרה את תחזית הדירוג ליציבה אם נעריך כי לא קיים יותר לחץ על ענף התעופה או על פרופיל הסיכון העסקי של החברה כך שיכולת ייצור תזרימי המזומנים שלה מיוצבת, בד בבד עם שמירה על נזילות הולמת.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את דירוג החברה אם נעריך כי גובר הסיכון לאי תשלום דמי חכירה מצד החוכרים כך שתחול פגיעה בתזרים המזומנים של החברה, או אם תחול הרעה בפרופיל הנזילות של החברה, שנכון לעת זו, מהווה נקודה חיובית בדירוג. הרעה בפרופיל הנזילות עלולה להתרחש אם החברה תחלק דיבידנד, או אם תיכנס להשקעות תוך שימוש ביתרות המזומנים שלה, בעיקר בעת בה עדיין קיים לחץ על הפרופיל העסקי.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את דירוג סדרת אג"ח ב' הלא מובטחת של גלובל כנפיים ליסינג, 'ilBBB+', רמת דירוג אחת מעל דירוג המנפיק.

- דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2'. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת לטווח של 70%-90%, על אף המוצג במפל התשלומים, בשל הערכתנו כי במסלול ההתדרדרות החברה תחליף חוב לא מובטח בחוב מובטח או בכיר.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2022
- האטה משמעותית בתנועת המטוסים האווירית בשנים הקרובות כתוצאה מפגיעה בענף התעופה תגרום לחברות התעופה לנהל משא ומתן מחודש על דמי החכירה ולפשיטות רגל של חלקן, ותוביל לשחיקה מהותית בשווי החזקות החברה.
- החברה תפורק, הערכה הנתמכת על ידי הצי הקטן ושוויו המצומצם בהשוואה לחברות מדורגות אחרות בענף.
- החברה תשתמש רק בחלק מיתרת המזומנים שלה לפירעון החוב, בהתאם ללוח הסילוקין שלו.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי בעת פירוק (ברוטו) לפי שווי נכסי של צי המטוסים: כ-122 מיליון $
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-116 מיליון $
- סך חוב מובטח: כ-65 מיליון $
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-50 מיליון $
- סך חוב לא מובטח: כ-37 מיליון $
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 70%-90% (מוגבלת כפי שצוין לעיל על אף התוצאה הנובעת ממפל התשלומים)
- דירוג שיקום חוב לחוב מובטח (1 עד 6): 2 (מוגבל כאמור)

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 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- 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: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הליסינג התפעולי, 14 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 7 באוגוסט, 2020
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים	
גלובל כנפיים ליסינג בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilBBB\Negative
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ב	ilBBB+
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
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 20, 2014	ilA-\Stable
דצמבר 11, 2011	ilA-\Negative
נובמבר 09, 2010	ilA-\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	16:47 23/09/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:47 23/09/2020
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.

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

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

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או 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.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.