Maalot
S&P Global Ratings

גלובל כנפיים ליסינג בע"מ

23 בספטמבר, 2021

עדכון דירוג

אשרור דירוג המנפיק, 'ilBBB', ועדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל התאוששות הדרגתית בענף התעופה

אנליסטית אשראי ראשית:

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

אשת קשר נוספת:

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

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג..... 2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג..... 2
תחזית הדירוג..... 3
התרחיש החיובי..... 4
התרחיש השלילי..... 4
נזילות..... 4
חלויות חוב..... 4
ניתוח התניות..... 4
צפי..... 4
דרישות..... 5
ניתוח שיקום חוב..... 5
שיקולים עיקריים..... 5
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', ועדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל התאוששות הדרגתית בענף התעופה

תמצית פעולת הדירוג

- בחודשים האחרונים חלה התאוששות מסוימת בענף התעופה, עת נפתחו השמיים לטיסות בינלאומיות בשל עלייה בקצב ההתחסנות ברוב המדינות המפותחות. בשל כך, אנו סבורים שפחת הלחץ על הפרופיל העסקי של גלובל כנפיים ליסינג ("גלובל כנפיים" או "החברה").
- ב-19 ביולי, 2021, פרסמה החברה כי בכוונתה לרכוש שני מטוסי איירבוס 220 יחד עם הסכמי החכירה שלהם לתקופה של 14 שנים, תמורת כ-74.5 מיליון דולר. המטוסים הנרכשים מוחכרים לחברת תעופה בצפון אמריקה שהייתה בעבר לקוח של החברה. אף שאנו רואים בכך התפתחות חיובית לאור הגידול הצפוי בתזרימי המזומנים, איננו סבורים לכך השפעה מהותית על הפרופיל העסקי של החברה לנוכח גודלו הקטן של תיק החוכרים שלה.
- ב-13 בספטמבר 2021, הודיעה החברה על רכישת חברת התעופה הקפריסאית .Tus Airways Ltd ("Tus") במשותף עם Kenneth M. Woolley תמורת כ-9 מיליון דולר (5 מיליון דולר מתוכם השקיעה גלובל כנפיים). כיום מחזיקה החברה בכ-49.9% מ-TUS, בעלת רישיון הפעלה אירופי המורשית לטוס בתוך האיחוד האירופי ובין האיחוד האירופי למדינת ישראל ולמדינות אחרות בעולם. אנו צופים כי עסקה זו תתרום לגמישותה התפעולית של החברה.
- להערכתנו, נזילותה של החברה הולמת ובידיה אמצעים נזילים לתשלום חלויות האג"ח ב-12 החודשים הקרובים ואף מעבר לכך.
- ב-23 בספטמבר, 2021, אשררנו את דירוג המנפיק של גלובל כנפיים ליסינג בע"מ, 'ilBBB', ואת דירוג סדרות האג"ח שלה, סדרות ב' ו-ג', 'ilBBB+', ועדכנו את תחזית הדירוג ליציבה משלילית.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור החברה על יציבות בגודל הצי שלה, בשוויה ובתזרים המזומנים. התחזית היציבה משקפת גם את הערכתנו שהחברה תשמור על איזון בין הוצאותיה ההוניות למינוף ועל נזילות הולמת. עוד אנו סבורים, שפחתו הלחץ והאי ודאות בענף התעופה כתוצאה ממגפת הקורונה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

אשרור הדירוג ועדכון תחזית הדירוג ליציבה משלילית משקפים את נזילותה ההולמת של החברה המתבטאת במקורות נזילים לתשלום חלויות האג"ח בשנה הקרובה ואף מעבר לכך, ואת ירידת הלחץ על הפרופיל העסקי של החברה בשל ההתאוששות ההדרגתית בענף התעופה העולמי בתקופה האחרונה.

אנו מצפים שב-2021 יישאר היקף התעבורה האווירית העולמית נמוך בכ-40%-60% מרמתו ב-2019, ושב-2022 הפער יצטמצם לכ-20% -30%. אנו סבורים כי ככל שקצב ההתחסנות יגבר, תתאושש התנועה האווירית הפנימית לטווח קצר, במיוחד במסלולים המתמקדים בנוסעי פנאי. עם זאת, אנו מעריכים שיידרשו מספר שנים עד שתתאושש התנועה ארוכת הטווח להיקפיה טרום המשבר. בנוסף אנו סבורים שהיקף הנסיעות העסקיות לא יתאושש במלואו לרמות שלפני המגיפה עקב העלייה בשימוש באמצעי ועידה דיגיטליים. בהתבסס על הנחות אלה, אנו צופים שהביקוש למטוסים עם גוף צר יתאושש מהר יותר מהביקוש למטוסים רחבי גוף. גלובל כנפיים זיהתה את הפוטנציאל לעלייה בביקוש למטוסים עם גוף צר והודיעה ב-19 ביולי, 2021, על כוונתה לרכוש שני מטוסי איירבוס 220 משנת ייצור 2018, יחד עם הסכמי החכירה שלהם, תמורת כ-74.5 מיליון דולר. שני המטוסים שצפויים להירכש מוחכרים לחברת תעופה בצפון אמריקה שהייתה בעבר לקוח של החברה, לתקופה ארוכה של 14 שנים. אף שאנו רואים בכך התפתחות חיובית לאור הגידול הצפוי בתזרימי המזומנים, איננו סבורים שתהיה לכך השפעה מהותית על הפרופיל העסקי של החברה לנוכח גודלו הקטן של תיק החוכרים שלה.

ב-13 בספטמבר, 2021, רכשה גלובל כנפיים את חברת Tus Airways Ltd. ("Tus") במשותף עם Kenneth M. Woolley תמורת כ-9 מיליון דולר (5 מיליון דולר מתוכם השקיעה גלובל כנפיים). כעת מחזיקה החברה בכ-49.9% מההון המונפק של Tus ו- Woolley מחזיק בכ-50.1% מההון המונפק. Tus היא חברת תעופה קפריסאית שנוסדה בשנת 2016, המחזיקה ברישיון הפעלה אירופי וכפופה לרגולציה התעופתית באירופה, לרבות הסכמי תעופה ויכולת טיסה בתוך האיחוד האירופי ובין האיחוד האירופי למדינת ישראל ולמדינות אחרות בעולם. נכון למועד ההשקעה, Tus נקייה מחובות עבר ובעלת הון חיובי. אנו מעריכים כי עסקה זו תתרום לגמישותה התפעולית של החברה ולגודלו של תיק החוכרים שלה, שכן, כיום יש לחברה ארבעה מטוסים מוחכרים בלבד ושני מטוסים נוספים שהיא פועלת להחכרתם.

ב-12 באוגוסט, 2021, גייסה גלובל כנפיים כ-12.2 מיליון דולר באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה, אג"ח ג'. איגרות החוב נושאות ריבית קבועה של 4.8% לשנה לתקופה של שמונה שנים. תמורת ההנפקה תשמש למחזור חוב קיים ולפעילותה השוטפת של החברה. אנו סבורים כי הגיוס מעיד על התאוששות בנגישות החברה לשוק ההון המקומי ולמקורות מימון נוספים, כעדות נוספת לירידה באי הוודאות הקשורה למשבר הקורונה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור החברה על יציבות בגודל הצי שלה, בשוויה ובתזרים המזומנים. התחזית היציבה משקפת גם את הערכתנו שהחברה תשמור על איזון בין הוצאותיה ההוניות למינוף ועל נזילות הולמת. עוד אנו סבורים, שפחתו הלחץ והאי ודאות בענף התעופה כתוצאה ממגפת הקורונה.

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 מימון של כ-1.3x-1.1x ויחס FFO לחוב מתואם של 9% לפחות, בד בבד עם שמירה על נזילות הולמת.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נעריך כי גבר הסיכון לאי תשלום דמי חכירה מצד החוכרים כך שתחול פגיעה בתזרים המזומנים של החברה, או אם תחול הרעה בפרופיל הנזילות של החברה, שכרגע מהווה גורם חיובי לדירוג. הרעה בפרופיל הנזילות עלולה להתרחש אם החברה תחלק דיבידנד או תיכנס להשקעות תוך שימוש ביתרות המזומנים שלה, בעיקר בעת בה עדיין קיים לחץ על הפרופיל העסקי והענף טרם התייצב והגיע למצב יציב שלאחר משבר הקורונה העולמי.

נזילות

אנו רואים את רמת הנזילות של גלובל כנפיים כ"הולמת". לחברה גמישות רבה לגבי ההוצאות ההוניות שלה, שרובן ככולן מיועדות להחלפת והרחבת צי המטוסים ומותנות בגיוס חוב. בנוסף אנו מעריכים שנגישות החברה למקורות מימון השתפרה לאור הנפקת האג"ח שביצעה לאחרונה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי, 2021:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווה מזומנים בהיקף של כ-36.3 מיליון דולר. • תזרים מזומנים שוטף של כ-13-15 מיליון דולר. • הרחבת סדרת אג"ח ג' בהיקף של כ-12.2 מיליון דולר.	• תשלום חלויות חוב בהיקף של כ-20 מיליון דולר. • רכישת חברת Tus הקפריסאית תמורת כ-5 מיליון דולר.

חלויות חוב

שנה	2021	2022	2023	2024	2025 ואילך
חלויות (מיליון דולר)	8	16	16	30	31

ניתוח התניות

צפי

נכון ליוני 2021, לחברה מרווח הולם מהתניותיה הפיננסיות מול בעלי האג"ח ומול הבנקים המממנים. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הבינוני.

דרישות

לפי תנאי האג"ח והבנקים, על החברה לשמור על יחס הון עצמי למאזן שלא יפחת מ-15%, על הון עצמי מינימלי שלא יפחת מ-45 מיליון דולר ועל יתרת מזומן שלא תפחת מ-12 מיליון דולר.

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'. 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: 2023
- האטה משמעותית בתנועת המטוסים האווירית בשנים הקרובות 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-94 מיליון $
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-89 מיליון $
- סך חוב מובטח: כ-31 מיליון $
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-58 מיליון $
- סך חוב לא מובטח: כ-42 מיליון $
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 70%-90% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
- דירוג שיקום חוב לחוב מובטח (1 עד 6): 2 (מוגבל כאמור לעיל)

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 - 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, 5 בינואר, 2021
- 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	23/09/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
אג"ח ג	ilBBB+	19/07/2021	19/07/2021
סדרה ב	ilBBB+	09/11/2016	23/09/2020
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	12:37 23/09/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:37 23/09/2021		
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.