

כנפיים אחזקות בע"מ

30 באפריל, 2020

עדכון דירוג

**הורדת דירוג המנפיק ל-'BBB' והשארתו ברשימת
מעקב עם השלכות שליליות בשל התמשכות 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

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

הורדת דירוג המנפיק ל-'ilBBB' והשארות ברשימת מעקב עם השלכות שליליות בשל התמשכות אי הוודאות בענף התעופה

תמצית פעולת הדירוג

- הפרופיל העסקי של כנפיים אחזקות בע"מ משקף את הפרופיל העסקי של גלובל כנפיים ליסינג בע"מ, חברת הבת המהווה את אחת מהחזקותיה העיקריות של הקבוצה.
- אנו מעריכים כי גלובל כנפיים ליסינג בע"מ ("גלובל כנפיים") חשופה מהותית למשבר שחל בענף התעופה כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה, בשל פעילותה בהחזרת מטוסים לחברות תעופה.
- חשיפה זו אף מתחדדת לאור העובדה כי לגלובל כנפיים חמישה חוכרים בלבד, והעיקרי שביניהם, Virgin Australia, שאחראי לכ-37% מהכנסותיה בשנת 2019, הודיע ב-21 באפריל, 2020, על כניסה להליכי voluntary administration.
- אנו סבורים כי הסיכון העסקי של גלובל כנפיים עלה, ועשוי להתבטא בפגיעה בגמישות התפעולית אם המשבר יתמשך וימשיך להשפיע לרעה על לקוחותיה. כפועל יוצא, עלה הסיכון העסקי גם של כנפיים אחזקות.
- מאידך, אנו מעריכים כי הנזילות הנוכחית של כנפיים אחזקות ושל גלובל כנפיים היא הולמת, וכי בידיהן אמצעים נזילים מספקים לתשלום חלויות האג"ח ב-12 החודשים הקרובים. כמו כן, כנפיים אחזקות נכנסת למשבר הנוכחי עם רמת חוב סבירה.
- ב-30 באפריל, 2020, הורדנו את דירוג כנפיים אחזקות בע"מ ל-'ilBBB' מ-'ilA' ואת דירוג סדרת האג"ח שלה, סדרה ז', מ-'ilA' ל-'ilBBB+'.
- בה בעת השארנו את דירוגי כנפיים אחזקות ברשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות, ובכוונתנו לעקוב אחר מצב החוכרים של גלובל כנפיים ואחר האלטרנטיבות שלה כל עוד נמשך משבר הקורונה. כמו כן נעקוב אחר תזרים הדיבידנדים ודמי הניהול שמקבלת כנפיים אחזקות מחברות בנות אחרות כדי לשרת את חובה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הורדת הדירוג של כנפיים אחזקות והשארות ברשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפות את הערכתנו שחלה עלייה בסיכון העסקי של גלובל כנפיים (ilBBB/Watch Neg), חברת הבת ואחזקתה העיקרית של כנפיים אחזקות. זאת כתוצאה מההשפעה השלילית של המשבר בענף התעופה בעקבות מגפת הקורונה על לקוחות גלובל כנפיים, ובפרט על הלקוח העיקרי שלה, חברת התעופה Virgin Australia Holdings Limited ("Virgin Australia", CC/Negative). הפרופיל העסקי של כנפיים אחזקות מבוסס על הפרופיל העסקי של גלובל כנפיים ומושפע ממנו.

כנפיים אחזקות בע"מ

ב-21 באפריל הודיעה Virgin Australia על כניסה להליכי voluntary administration עקב הקשיים אליהם נקלעה כתוצאה ממשבר הקורונה. Virgin Australia אחראית על כ-37% מהכנסות גלובל כנפיים בשנת 2019. לדעתנו, ככל שהמשבר ימשך עולה הסיכוי שלקוחות נוספים של גלובל כנפיים ייכנסו להליכי פשיטת רגל או ייקלעו לקשיים שיגרמו לעיכוב, דחייה או אי תשלום דמי חכירה. במצב זה תחול פגיעה בתזרים המזומנים של גלובל כנפיים, ואם פגיעה זו תימשך היא עשויה להשפיע, לדעתנו, בטווח הבינוני על הפרופיל הפיננסי של שתי החברות (אנו מנתחים את הפרופיל הפיננסי של כנפיים אחזקות במאחד, כלומר כולל תוצאות גלובל כנפיים). חששנו מתחדד בשל העובדה שלגלובל כנפיים חמישה חוכרים בלבד. להערכתנו תיק חוכרים זה קטן ולא מפוזר, ומגביל את הגמישות העסקית של גלובל כנפיים, שאף תיפגע עוד יותר אם החוכרים הקיימים יפגעו מהמשבר ואם לא יתווספו חוכרים חדשים.

מאידך נציין כי להערכתנו לחברה נזילות הולמת, ולהבנתנו בידיה אמצעים נזילים בהיקף של כ-20 מיליון דולר נכון לסוף הרבעון הראשון של 2020 (כולל דיבידנדים ודמי ניהול שכבר התקבלו), מול חליוות אג"ח של כ-9 מיליון דולר (קרן וריבית) עד סוף 2020 וכ-10 מיליון דולר ב-2021.

עוד נציין כי להבנתנו, עד כה שולמו לגלובל כנפיים דמי החכירה כסדרם בגין חודשים ינואר עד אפריל, למעט סכום זניח יחסית (בקשר עם התשלומים לחודש אפריל). עם זאת, גלובל כנפיים מקבלת פניות תדירות מהלקוחות לדחיית תשלומים והיא מנהלת איתם משאים ומתנים סדירים.

אנו רואים את החזקת כנפיים אחזקות באל על נתיבי אויר לישראל בע"מ ("אל-על") כהשקעת אקוויטי, על אף שמבחינה חשבונאית מתקיים המבחן של שליטה אפקטיבית הנדרש עבור איחוד דוחותיה של אל-על בדוחותיה הכספיים של כנפיים אחזקות. אנו סבורים כי גישה זו משקפת את טיב היחסים בין שתי החברות, לרבות העובדה שכנפיים אחזקות אינה מסתמכת על אל-על מבחינה תזרימית ואינה מחויבת, להערכתנו, לתמוך באל-על. לפיכך, אנו מנתחים את הפרופיל הפיננסי של כנפיים אחזקות ללא תוצאות אל-על.

יש לציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי קצב התפרצות נגיף הקורונה והמועד שבו תתחיל לדעוך. חלק מהרשויות הממשלתיות מעריכות כי ההתפרצות תגיע לשיאה בערך באמצע השנה, ואנו משתמשים בהנחה זו כאשר אנו מעריכים את השלכותיה הכלכליות ואת השפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות. אנו סבורים שהאמצעים שנקטו כדי לבלום את התפשטות הנגיף הכניסו את הכלכלה העולמית למיתון (ראו עדכונים כלכליים שוטפים בכתובת www.spglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

רשימת מעקב

השארית הדירוג ברשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את הערכתנו כי קיים סיכוי לפגיעה נוספת בפרופיל העסקי של גלובל כנפיים ובשל כך בפרופיל העסקי של כנפיים אחזקות, אם משבר הקורונה יימשך וישפיע על ענף התעופה בכלל ועל לקוחותיה של גלובל כנפיים בפרט. אם פגיעה זו תימשך, קיים חשש גם

כנפיים אחזקות בע"מ

לפגיעה בפרופיל הפיננסי בטווח הבינוני ואף בנזילות בטווח הארוך יותר. בחודשים הקרובים נמשיך לעקוב אחר מצב החוכרים של גלובל כנפיים בהקשר למשבר הקורונה וההתפתחויות הגלובליות שלו.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מורידים את דירוג סדרת אג"ח ז' הלא מובטחת של כנפיים אחזקות בע"מ לדירוג '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 כתוצאה מפגיעה בענף התעופה תגרום לחברות התעופה לנהל מו"מ מחודש על דמי החכירה ואף לפשיטת רגל של חלקן. ותוביל לשחיקה מהותית בשווי החזקות החברה.
- החברה תפורק, הערכה הנתמכת על ידי העובדה כי ברמת החברה אין פעילות כלל וכי כל שוויה בעת כשל פירעון ינבע מהחזקת המניות.
- תחול ירידה בשווי מניות החברות הבנות – גלובל כנפיים ואל על.
- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV (loan to value) על כ-75% (בהתאם להתניה הפיננסית בשטר האג"ח) בעקבות ירידה חדה בשווי החזקות החברה. על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-30% במימוש מהיר.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי בעת פירוק (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-28 מיליון דולר.
 - עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-27 מיליון דולר
 - סך חוב לא מובטח: כ-16 מיליון דולר
 - הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 70%-90%
 - דירוג שיקום חוב לחוב מובטח (1 עד 6): 2 (מוגבלת 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+ נוצ'
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- נוצ'
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 - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 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 ביולי, 2019
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-30 באפריל, 2020)

כנפיים אחזקות בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
ilBBB\Watch Neg	טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
ilBBB+\Watch Neg	סדרה ז
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ilBBB\Watch Neg	אפריל 30, 2020
ilA-\Watch Neg	מרץ 15, 2020
ilA-\Stable	ספטמבר 13, 2018
ilA-\Positive	אוקטובר 01, 2017
ilA-\Stable	מרץ 20, 2014
ilA-\Negative	דצמבר 11, 2011
ilA-\Stable	ספטמבר 07, 2010
ilA-\Negative	אפריל 27, 2009
ilA\Watch Neg	נובמבר 19, 2008
ilA\Stable	פברואר 05, 2008
פרטים נוספים	
12:31 30/04/2020	זמן בו התרחש האירוע
12:31 30/04/2020	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו, S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחדיו, S&P") צדדים (הקשורים) אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האכזריות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

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

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.