



# כנפיים אחזקות בע"מ

מעקב | דצמבר 2011

## מחברים:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט

[guyd@midroog.co.il](mailto:guyd@midroog.co.il)

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## כנפיים אחזקות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה
-------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה כנפיים אחזקות בע"מ ("כנפיים" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

### להלן פרטי אגרות החוב (סדרה ג') המדורגות על ידי מידרוג:

יטרת שנות פירעון האג"ח	יטרה בספרים 30.9.11 מיליוני ש"ח	יטרת ע.ג. 30.9.11 מיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרה
2012-2015	89	80	צמוד מדד	6.9%	04/2008	5430079	סדרה ג'

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הצבת האופק השלילי לדירוג נובעת מהיחלשות להערכתנו בגמישות הפיננסית של החברה נוכח הרעה במצבה העסקי של אל-על, החולשה והתנודתיות בשוקי ההון וכן גיוס אג"ח בחברה הבת גלובל ליסינג המחליש להערכתנו את יכולת השליטה על הדיבידנדים בהשוואה לעבר. אופק הדירוג השלילי משקף גם את הסיכון הנובע מההתפתחויות האחרונות בקשר עם קבוצת אמריקן איירליינס (ראה להלן). רמת הנזילות הסבירה של החברה והנזילות הטובה בגלובל ליסינג מהוות גורם ממתן בפעולת הדירוג. הדירוג נתמך במעמדה העסקי המשמעותי של האחזקה באל-על (39.3%) בתחום התעופה בישראל ופעילותה של החברה בענף החכרת המטוסים העולמי באמצעות גלובל ליסינג (100.0%). לחברה ניסיון מקצועי וניהולי ארוך שנים בשני תחומי הפעילות. התנודתיות הגבוהה של ענף התעופה בישראל ובעולם, המתבטאת בעיקר בפעילותה של אל-על, מהווה גורם סיכון. בצד זה חלה הרעה בשנה החולפת עם השחיקה החדה בתוצאות אל-על, שרשמה הפסד תפעולי ונקי. אנו לא מניחים כי ההחזקה בגרעין השליטה באל-על תתרום לתזרים השוטף של כנפיים, אולם גם איננו מניחים תמיכה באל-על. יחד עם זאת, מניות אל-על מהוות נכס משמעותי המרכיב את גמישותה הפיננסית של החברה והחלשותו פוגמת בה. גלובל ליסינג הינה חברה עתירת ניסיון ויכולות בתחום פעילותה המציגה תזרימי מזומנים יציבים לאורך זמן, המהווים את המקור העיקרי למימון התזרים השוטף של כנפיים. תרומתן של האחזקות QAS וכנפי תחזוקה יציבה אך פחות משמעותית.

ביום 29.11.11 הודיעה אחת מלקוחותיה הוותיקות והגדולות של גלובל ליסינג - American Airlines Inc. ("אמריקן איירליינס") כי חברת האם שלה AMR Corporation וחיבת נוספות של הקבוצה בארה"ב, לרבות אמריקן איירליינס, הגישו לבית המשפט בארה"ב בקשה להגנה בפני נושים ("chapter 11"). במקביל הודיעה אמריקן איירליינס כי היא ממשיכה בפעילותה באופן רגיל ומקימת את לוח טיסותיה. גלובל ליסינג מחכירה לאמריקן איירליינס שישה מטוסים במסגרת חוזה חכירה שהחלו בשנת 2002 ומסתיימים בשנים 2014-2015. ההכנסות מאמריקן איירליינס מהוות כ-18% מהכנסותיה של גלובל בשנים 2010-2011 (כ-11 מיליון דולר). ערכם המופחת של המטוסים המוחכרים לאמריקן איירליינס ליום 30.9.2011 הינו כ-34 מיליון דולר וכנגדם עומדת הלוואה בנקאית שיתרתה כ-19 מיליון דולר. כנפיים העמידה ערבות לטובת גלובל ליסינג במסגרת הלוואה זו בסך של עד 15 מיליון דולר. מידרוג מעריכה כי לאירוע זה ייתכנו השלכות שליליות על הדירוג כתלות בהתפתחות האירועים והמשך ההתקשרות עם הלקוח. יחד עם זאת מידרוג הביאה בחשבון את הניסיון של גלובל ליסינג בצלחת אירועים מסוג זה בעבר ואת הכלים המשפטיים העומדים לזכותה.



יכולת שירות החוב של כנפיים נשענת במידה גבוהה על מחזור התחייבויותיה בבנקים ובשוק ההון, זאת כאשר התנודתיות הגבוהה בשוקי ההון מחלישה להערכתנו את יכולת המחזור בטווח הנראה לעין. נזילות החברה שופרה במידה משמעותית בעקבות גיוס אגרות חוב ששימש לפירעון חוב ולהגדלת יתרות המזומן. להערכתנו, יתרות הנזילות של החברה מספקת לשירות קרן החוב לפי לוח הסילוקין לתקופה של שנה וחצי עד שנתיים. הגמישות הפיננסית של כנפיים נסמכת על מרכיב גבוה של נכסים בלתי משועבדים.

בין הגורמים שעלולים להוביל להורדת הדירוג בטווח הקצר: אי-שיפור בגמישות הפיננסית של החברה ואי-שמירת רמת נזילות טובה, הרעה נוספת בתוצאות אל-על ושחיקת יחס המינוף של כנפיים וכן התפתחויות שליליות בנושא אמריקן איירליינס שיהיה בהן להשפיע במידה מהותית על מצבה העסקי והפיננסי של גלובל ליסינג.

### כנפיים (סולו), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	1-9/2010	1-9/2011	
19	(8)	(20)	35	25	(8)	חלק החברה ברווחי (הפסדי) מוחזקות
(5)	3	(18)	(7)	(5)	(6)	הוצאות מימון, נטו
17	(6)	(37)	28	19	(14)	רווח (הפסד) מיוחס לבעלי מניות החברה
5	8	10	5	3	5	דיבידנדים ממוחזקות

12.2008	12.2009	12.2010	9.2011	
121	123	180	157	השקעות במוחזקות
9	10	19	26	מזומנים והשקעות ז"ק
135	136	203	185	סך נכסים במאזן
81	90	103	107	חוב פיננסי
48	43	97	73	הון עצמי
60%	65%	47%	52%	חוב פיננסי נטו / שווי החזקות בספרים
60%	66%	51%	58%	חוב פיננסי ברוטו / סך נכסים במאזן

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

#### מיצוב עסקי גבוה בענף הפעילות, הנתמך במעמד מוביל בשוק התעופה בישראל ובניסיון מקצועי וניהולי

קבוצת כנפיים הינה ותיקה ומובילה בתחום התעופה ופועלת בענף באמצעות שתי אחזקות עיקריות: אל-על, שנהנית ממוניטין גבוה ונתח שוק משמעותי בשוק התעופה בישראל (כ-33% מסך הנוסעים בטיסות הסדירות והשכר נכון לרבעון השני 2011) וגלובל ליסינג, הפועלת בתחום החכרת מטוסים משומשים ובעלת מוניטין עסקי טוב וניסיון ניהולי ומקצועי רב באיתור הזדמנויות עסקיות, ניהול סיכוני שוק וגיוס מקורות מימון לעסקאות החכירה. מנהליה ובעליה בעלי ניסיון והיכרות רבת שנים עם הענף ונהנים מקשרים ארוכי טווח עם חברות תעופה, חברות החכרה וגופים פיננסיים.

#### חשיפה גבוהה לענף התעופה המאופיין בסיכון עסקי גבוה

ענף התעופה מאופיין בסיכון עסקי גבוה, בשל רגישותו הגבוהה למחזוריות הכלכלית ואיתה רמת הביקושים, כמו גם חשיפתו לגורמים אקסוגניים, ובראשם מחירי הדס"ל. אופק הדירוג של מודיס לענף התעופה האזרחית בעולם הינו יציב מאז חודש יוני 2010. בשנת 2010 רשם הענף ביצועים חזקים יחסית, על רקע התאוששות בתנועת הנוסעים ועליות תעריפים. מודיס צופה האטה בשיפור הפרמטרים בענף על רקע העלייה במחירי הדס"ל שלחצת על המרווחים. יכולתן של חברות התעופה לבצע העלאה נוספת בתעריפים מוגבלת ועלולה לפגוע בביקושים. קיבולת החברות צפויה

להיות יציבה בשנת 2011 כחלק ממאמצים לשמור על תעריפים גבוהים. מודיס צופה ירידה בתשואה לנוסע-ק"מ בהשוואה לשנת 2010 (8%-5 לעומת 11%).

ענף החכרת המטוסים מושפע במידה רבה מהתנאים השוררים בענף התעופה, אולם הוא בעל מספר מאפיינים ממתני סיכון. לאורך שני העשורים האחרונים חל גידול מתמיד בחלקם של המטוסים המוחכרים בצי המטוסים של חברות התעופה. מגמה זו נובעת הן משאיפת חברות התעופה לצמצם מינוף והן מהעדיפות של חברות ההחכרה בקבלת מימון. כניסתן של חברות תעופה קטנות ומוזלות וכן הצמיחה המואצת של ענף התעופה באסיה ובאמריקה הלטינית תורמות לביקושים. בתקופות של הרעה בביקושים בענף התעופה ופגיעה ביציבות הפיננסית של החברות, ניתן לצפות ללחצים על מרווחי חוזי החכירה המתחדשים ולירידה בערך השייר של המטוסים, וכתוצאה מכך לפגיעה בתוצאות העסקיות של חברות ההחכרה. חוסן הפיננסי של חברות התעופה בעולם הינו נמוך יחסית לענפים אחרים, והחברות מאופיינות בדירוגי אשראי נמוכים מאוד. חברות ההחכרה לעומתן מאופיינות ביציבות גבוהה יותר נוכח מספר מאפיינים: חוזים ארוכי טווח, מחירוים בינלאומיים מקובלים המסדירים את תמחור החוזים והמטוסים וכן המאפיינים של נכס הבסיס שמהווה מרכיב הכרחי בפעילות חברות התעופה. חסמי היציאה הגבוהים מהסכמי החכירה, יכולת השבת המטוס לחזקת המחכיר בעת אירוע אשראי בחברת התעופה ויכולת הניוד של המטוס מהווים גורמים ממתני סיכון. יש לציין כי הרגולציה הגבוהה בענף התעופה תומכת בהגנה על חברות ההחכרה בחלק ממדינות המערב. עד כה הניסיון של גלובל ליסינג בהתמודדות עם חברות תעופה במשבר, לרבות בהליכים של כינוס, תמך בטיעון זה. חסמי הכניסה לענף הינם גבוהים נוכח הצורך במומחיות וניסיון רב בתחום, בהון עצמי לצורך גיוס מימון זר ובקשרים מבוססים עם מוסדות המימון. שוק החכירה העולמי נשלט בידי שלוש חברות ענק, אולם בשנים האחרונות נכנסו לשוק גם מספר חברות קטנות הפונות לנישה של מטוסים משומשים בעסקאות מכירה והחכרה מחדש. אופק הדירוג של מודיס לענף החכרת המטוסים אף הוא יציב ונשען על היציבות הצפויה בענף התעופה. עליית מחירי הדס"ל דווקא תומכת בביקושים למטוסים חכורים, בפרט החדשים והסכוניים שבהם.

#### **גלובל ליסינג מציגה רווחיות גבוהה לאורך זמן ותזרים יציב ומהווה את מקור שירות החוב השוטף עבור כנפיים**

לאחר שלוש שנים של קיפאון בעסקאות חדשות, בחודשים אוגוסט- נובמבר 2011 גדל הצי של גלובל ליסינג ב-4 מטוסים בעקבות עסקאות חדשות בהשקעה כוללת של כ-110 מיליון דולר. כ-75% מההשקעה במטוסים מומנה בהלוואות מבנק ישראלי. יתרת ההשקעה מומנה ממקורות עצמיים של גלובל ליסינג שנבעו בעיקר מהנפקת אג"ח בשנת 2010, בסך של כ-54 מיליון דולר. כיום מחזיקה גלובל ליסינג בצי של 22 מטוסים. היא עתידה לבצע עסקאות חדשות נוספות בחודשים הקרובים על בסיס יתרת תמורת הנפקת האג"ח.

בשנת 2010 התקצר תיק העסקאות של גלובל ליסינג, אולם במהלך המחצית הראשונה של שנת 2011 היא האריכה את תקופת חוזי החכרה של חמישה מטוסים קיימים (ארבעה מתוכם עבור אותם הלקוחות ואחד נוסף עבור לקוח חדש). החוזים בעסקאות החדשות ארוכים יחסית אולם החוזים בגין מרבית העסקאות הותיקות שנותרו מסתיימים בשנים 2013-2014 - שזהו טווח עסקאות קצר יחסית. גלובל ליסינג הוכיחה עד כה יכולת טובה להאריך עסקאות ולהשיא את התשואה על צי המטוסים.

בעקבות העסקאות החדשות פחתה ריכוזיות לקוחות החברה (מ-7 לקוחות ל-10 לקוחות) אולם זו נותרה גבוהה להערכתנו. לקוחות החברה מאופיינים בפרופיל סיכון אשראי ספקולטיבי, שהינו מאפיין אינהרנטי של ענף התעופה.

גלובל ליסינג מאופיינת לאורך זמן ברמת רווחיות גבוהה ובלטת לטובה, הנובעת מהיכולת למקד את הניהול במספר מצומצם של עסקאות שנבחרו בקפידה, תוך ניצול היתרון היחסי בנישת המטוסים המשומשים, כמו גם מהמינוף הגבוה.

לאורך השנים האחרונות הכנסות גלובל ליסינג תורגמו לתזרים חזק מפעולות (FFO), ששימש בעיקר לפרעון חוב מובטח שמימן את ההשקעה במטוסים וכן לחלוקת דיבידנדים לבעלת המניות. כמו כן גלובל ליסינג נוהגת להותיר בקופתה יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן. יש לציין כי התזרים החופשי בשנים האחרונות הושפע לטובה

מהתיישנות הצי - ועמה ירידה מובנית בחוב בנינו. כניסתה של גלובל ליסינג לעסקאות חדשות כמתואר לעיל צפויה להכביד על התזרים החופשי בשנים הקרובות נוכח מרכיב גבוה של פרעונות חוב מובטח. רמת המינוף של גלובל ליסינג סבירה יחסית ליום 30.9.2011 (27% הון למאזן) אולם היא צפויה לעלות במהלך הרבעון הרביעי, עם קבלת המימון הבנקאי לעסקאות החדשות. גלובל ליסינג התחייבה בפני מחזיקי אגרות החוב (סדרה א') לשמור על יחס הון עצמי לסך מאזן שלא יפחת מ-15%.

יחס החוב הפיננסי ל-FFO בגלובל ליסינג עמד בשנים 2009-2010 סביב 4.0. יש לציין בשנים של צמיחת הצי מושפע היחס לשלילה מפערי העיתוי בין ההשקעה במטוסים והחוב בגינה לבין קבלת התזרים השוטף מדמי החכירה. כך היה בשנת 2008 וכך צפוי ברבעונים הקרובים.

**גלובל ליסינג: נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר**

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	1-9/2010	1-9/2011	
30	49	61	61	46	45	<b>הכנסות מדמי חכירה</b>
11	18	18	17	13	12	<b>רווח תפעולי</b>
(4)	(10)	(9)	(8)	(6)	(6)	<b>הוצאות מימון, נטו</b>
8	6	9	8	5	5	<b>רווח נקי</b>
23	38	47	49	37	34	<b>תזרים מפעולות (FFO)</b>
(82)	(158)	0	0	0	(77)	<b>השקעות ברכישת מטוסים</b>
(24)	(44)	(40)	(49)	(31)	(37)	<b>פרעון חוב מובטח, נטו</b>
(1)	(6)	7	0	6	(3)	<b>תזרים לאחר חוב מובטח (לפני דיבידנד)</b>
0	(5)	(7)	(2)	(1)	(4)	<b>דיבידנד לבעלי המניות</b>

12.2007	12.2008	12.2009	12.2010	9.2011	
232	356	309	331	361	<b>סך נכסים במאזן</b>
36	18	20	76	53	<b>מזומנים ופקדונות לז"ק</b>
194	324	274	234	286	<b>רכוש קבוע, נטו</b>
122	238	198	212	233	<b>חוב פיננסי</b>
90	91	93	100	99	<b>הון עצמי</b>
9.4%	7.1%	10.1%	8.1%	9.7%	<b>ROE</b>
4.2%	2.2%	2.8%	2.4%	3.0%	<b>ROA</b>
38.7%	25.6%	30.1%	30.2%	27.4%	<b>הון עצמי / סך מאזן</b>
56.3%	70.8%	66.5%	66.1%	68.3%	<b>חוב פיננסי / CAP</b>
5.2	6.3	4.2	4.3	5.0	<b>חוב פיננסי / FFO</b>
3.7	5.9	3.7	2.8	3.9	<b>חוב פיננסי נטו / FFO</b>

**גלובל ליסינג - תיק עסקאות ליום 30.11.2011**

תקופת ההסכם *	מספר מטוסים	שנת ייצור	דגם המטוס	החוכר
2002-2014	5	1990	MD82	American Airlines
2002-2015	1	1991	B767-300ER	American Airlines
2002-2013	2	1990-1988	B757-200	Delta Airlines
2012-2017	1			
2011-2014	1	1990	B767-300ER	TUI
2011-2014	1	1990	B767-300ER	** TUI
2011-2015	1	1990	B767-300ER	NA (תאילנד)
2008-2014	2	1992	A320-211	Air Canada
2008-2012	2	1992, 1990	B747-400	Air New Zealand
2008-2016	1	1996	A340-300	Iberia
שעתי	1	1990	B757- 200ER	NA (בריטניה) ***
2011-2016	2	2001-2002	A320-200	**** British Airways
2011-2017	1	2001	B737-800	NA (מזרח אסיה) ****
2011-2020	1	2000	B737-800	NA (מזרח אסיה) ****

\* לא כולל תקופת אופציה הקיימת בחלק מההסכמים \*\* ל-TUI שתי אופציות לסיים מוקדם של חוזה החכירה החדש \*\*\* בחודש נובמבר הודיעה גלובל על ביטול העסקה והחזרת המטוס לרשותה נוכח הרעה במצב העסקי של החוכרת \*\*\*\* עסקאות חדשות במסגרת רכישת ארבעה מטוסים באוגוסט-נובמבר 2011

**תודותיות חדה בתוצאות הכספיות של אל-על**

אל-על מציגה לאורך זמן רווחים תנודתיים, המושפעים בעיקר ממחיר הדלק הסילוני (דס"ל) ומשינויים בהסכמי השכר, וזאת על רקע רמת תחרות גוברת ושחיקה בנתח השוק. כמו כן מושפעת פעילותה של אל-על מאירועים ביטחוניים בישראל ומהמצב המאקרו כלכלי המשפיע על תיירות העסקים. בתשעת החודשים הראשונים של 2011 רשמה אל-על הפסד נקי משמעותי, חרף גידול של 4.5% בהכנסות מפעילות, ואשר נבע בעיקר מעלייה חדה במחירי הדס"ל (גם לאחר פעולות הגידור בהן נוקטת אל-על) בשילוב עם עלייה בהוצאות השכר על רקע תיסוף השקל מול הדולר ויישום הסכם שכר. נתח השוק של אל-על בתנועת הנוסעים בנתב"ג רשם ירידה בתקופה ינואר-ספטמבר 2011 לשיעור של 33.7% לעומת שיעור של 36.7% בתקופה המקבילה בשנת 2010. הירידה בנתח השוק מוסברת בגידול בהיצע המושבים מצד חברות זרות. המדד התפעולי העיקרי - Load Factor רשם ירידה הדרגתית בשנים האחרונות משיעור של כ-85% בשנת 2007 לשיעור של 80.3% בתקופה ינואר-ספטמבר 2011. ואולם זהו עדיין נחשב גבוה במונחים בינלאומיים. אל-על רושמת תזרים חזק מפעילות שוטפת הודות למרכיב גבוה של הכנסות מראש בגין מכירת כרטיסים. בשנתיים האחרונות הואט קצב ההשקעה של אל-על בצי המטוסים.

**אל-על, נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר**

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	1-9/2010	1-9/2011	
1,920	2,096	1,656	1,972	1,491	1,558	<b>הכנסות</b>
83	(5)	(60)	77	70	(38)	<b>רווח (הפסד) תפעולי</b>
38	(42)	(76)	57	41	(42)	<b>רווח (הפסד) נקי</b>
219	126	101	207	168	67	<b>EBITDA</b>
256	119	22	203	183	83	<b>תזרים מפעילות שוטפת</b>
(249)	(160)	(179)	(47)	(30)	(85)	<b>השקעות ברכוש קבוע</b>
20.9%	15.3%	12.8%	19.7%	20.1%	12.5%	<b>רווח גולמי / הכנסות</b>
4.3%	(0.2%)	(3.6%)	3.9%	4.7%	(2.5%)	<b>רווח תפעולי / הכנסות</b>

12.2007	12.2008	12.2009	12.2010	9.2011	
1,844	1,743	1,672	1,721	1,644	<b>סך נכסים במאזן</b>
1,286	1,314	1,313	1,231	1,214	<b>רכוש קבוע, נטו</b>
267	58	115	174	128	<b>מזומנים ופיקדונות</b>
780	765	810	709	665	<b>חוב פיננסי</b>
263	250	255	282	313	<b>הכנסות מראש</b>
279	119	124	247	184	<b>הון עצמי</b>
15.1%	6.8%	7.4%	14.4%	11.2%	<b>הון עצמי / סך מאזן</b>
70.2%	86.4%	86.3%	71.7%	76.4%	<b>חוב פיננסי / CAP</b>

**מינוף פיננסי גבוה בהתחשב במאפייני ההחזקות**

החוב הפיננסי של כנפיים (סולו) גדל בארבעת הרבעונים האחרונים נוכח גיוס אג"ח שביצעה החברה ושימש בחלקו לפירעון חוב ובחלקו להגדלת היתרות הנזילות בקופת החברה. החוב הפיננסי בנטרול יתרות הנזילות נותר יציב. יחס החוב הפיננסי נטו ליום 30.9.2011 לשווי האחזקות (בהתבסס על שווי השוק של אל-על בסמוך למועד דוח זה ועל שווי הספרים של גלובל) עמד על כ- 60% לעומת כ-52% לפני כשנה וכ-54% לפני כשנתיים<sup>1</sup>. העלייה ביחס המינוף בהשוואה לתקופה המקבילה נבעה מירידה חדה בשווי השוק של אל-על. בהתבסס על שווי השוק של אל-על במוצק על פני 24 חודשים אחרונים יחס המינוף הינו כ-51%.

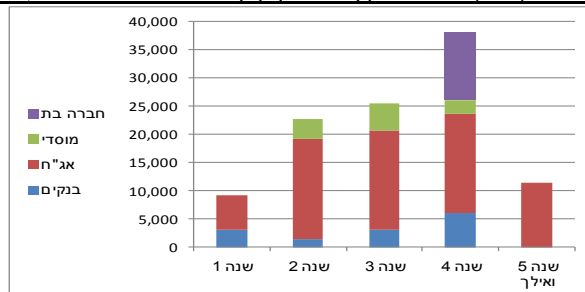
**נזילות טובה מפצה על גמישות פיננסית חלשה נוכח התלות הגבוהה בשווי מניות אל-על ובמחזור התחייבויות**

רמת הנזילות בחברה שופרה בשנה החולפת בעקבות הנפקת אג"ח (סדרה ד') בשנים 2010-2011. כיום לחברה רמת נזילות סבירה ביחס לעומס הפירעונות עד לתחילת שנת 2013, בהתחשב גם בתזרימים הנובעים מהחברות המוחזקות ובראשן גלובל ליסינג. כיסוי הריבית של כנפיים סולו עומד בהערכה שמרנית סביב 1.0. יחס זה מבטא את הערכתנו לתזרים שוטף מהחברות הבנות (דמי ניהול ודיבידנדים בניכוי הוצאות מטה כנפיים) בטווח של 6-8 מיליון דולר לשנה. תחשיב זה אינו מניח כל תזרים שוטף מאל-על ועיקרו צפוי לנבוע מגלובל ליסינג. להערכתנו, תזרים המזומנים החופשי של גלובל ליסינג תומך באומדן זה, גם בהתחשב בצורכי שירות החוב המובטח והאג"ח של החברה הבת. הבדיקה שערכנו לקחה בחשבון גם תסריט שמרני לגבי עתיד המטוסים המוחזרים לאמריקן איירלנס. בשנה החולפת שיפרה החברה את הגמישות הפיננסית בעקבות הקדמת פירעון חוב בנקאי, שיפור הפריסה של לוח הסילוקין ושחרור מניות משועבדות. ואולם, שירות קרן האג"ח גדל משמעותית החל במחצית הראשונה של שנת 2013

<sup>1</sup> במעקב השנתי הקודם נמדד יחס המינוף כאשר הלוואה שהעמידה החברה הבת גלובל ליסינג לחברה (בסך של כ-12 מיליון דולר) הופחתה משווי האחזקה בגלובל ליסינג, במקום שתהווה חלק מהחוב הפיננסי. הלוואה זו הועמדה כנגד ערבות בסך של 15 מיליון דולר שהעמידה כנפיים לגלובל ליסינג לצורך הלוואה בנקאית. בעקבות גיוס האג"ח בגלובל ליסינג שונתה צורת המדידה והלוואה זו התווספה ליתרת החוב של כנפיים. היחסים המוצגים לעיל, לרבות בתקופות ההשוואה, שונו בהתאמה.

(כ-18 מיליון דולר לשנה) ונשען בעיקר על יכולת מחזור חוב על ידי כנפיים. אנו מצפים כי החברה תפעל למחזור ההתחייבות החל בשנת 2012. יכולתה למחזר התחייבויות נשענת במידה רבה על מערכת היחסים עם הבנקים ותנאי שוק ההון, לרבות שווי השוק של אל-על. כיום מחזיקה כנפיים כ-96 מיליון מניות אל-על חופשיות משעבוד אשר שווי השוק שלהן נע בין 16 מיליון דולר (לפי שווי השוק האחרון) לבין 28 מיליון דולר (לפי שווי שוק ממוצע על פני שנתיים אחרונות). כמו כן 49% ממניות גלובל ליסינג חופשיים משעבוד. לחברה אמות מידה פיננסיות המתבססות בין השאר על שווי השוק של אל-על ("mark to market"). להערכתנו, מנגנון זה מחליש את הגמישות ומעלה את סיכון האשראי של החברה. החברה עומדת כיום באמות המידה הפיננסיות האמורות במרווח נמוך, אולם רמת הנזילות הטובה ביחס להיקף החוב הרלוונטי מפצה על כך. גם לגלובל ליסינג אמות מידה פיננסיות מול בנקים מממנים בישראל ומול מחזיקי אגרות חוב בהן היא עומדת במרווח מספק.

כנפיים (סולו): לוח סילוקין לפירעון קרן החוב ליום 30.9.2011, באלפי דולר



## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור הדירוג:

- ירידה חדה ברמת המינוף והקטנת התלות במחזור התחייבויות

### גורמים שיכולים להורדת הדירוג:

- אי-שיפור רמת המינוף
- הרעה ברמת הנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה
- פגיעה מתמשכת ברווחיות של גלובל ליסינג
- הרעה מתמשכת בתוצאות פעילות אל-על

## אודות החברה

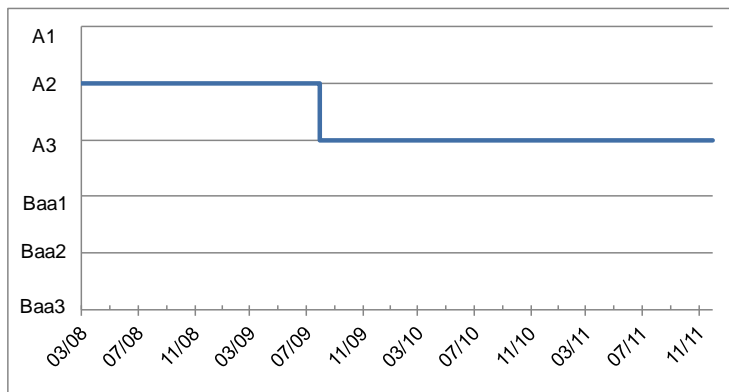
כנפיים אחזקות הינה חברת אחזקות שהשקעותיה מתמקדות בתחום התעופה. שתי אחזקותיה העיקריות הינן: אל-על נתיבי אויר לישראל בע"מ, בשיעור אחזקה של 39.3% וגלובל ליסינג, בשיעור אחזקה של 100%. לחברה החזקות נוספות, קטנות יותר, העוסקות בתחום שירותי התעופה והתחזוקה למטוסים וכוללות את QAS ישראל בע"מ (50%-) ספקית שירותי הקרקע לחברות תעופה בינלאומיות הפועלות בנתב"ג, ומפעילה של טרקלינים ובתי קפה בנמל התעופה וכנפי תחזוקה (100%), העוסקת בתחזוקת מטוסים ומספקת שירותי תחזוקה מקצועיים לטייסות חיל האוויר. כנפיים הינה קבוצת החזקות ישראלית ותיקה, המתמקדת מזה עשרות שנים בפעילות בענף התעופה. עד לשנת 2005 רוכזה הפעילות בתחום בעיקר באמצעות ארקייע קווי תעופה ישראליים בע"מ, שהוחזקה על ידי החברה בשיעור של 75%. נקודת המפנה העסקית של כנפיים ארעה עם רכישת השליטה באל-על, בשנים 2003-2004 ומכירת השליטה





בארקיע בסוף שנת 2005, תוך שהיא מעבירה עימה חלק מהפעילויות שהוחזקו תחת ארקיע, וגלובל ליסינג בראשן. השליטה בחברת כנפיים מוחזקת על ידי חברי משפחת בורוביץ, באמצעות ישראל בורוביץ (17.49%), דוד בורוביץ (16.27%) ותמר בורוביץ (11.34%). יו"ר דירקטוריון החברה הינו עו"ד יהודה לוי ומנכ"ל החברה הינו מר שלמה חנאל.

### היסטוריית דירוג



**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

**סולם דירוג התחייבויות**

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CSA071211000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.