



כנפיים אחזקות בע"מ

A2	דירוג סדרה
-----------	-------------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח בסך של עד 60 מיליון דולר, שנועד בחציו לשחלוף חוב, והיתר להשקעות בפיתוח עסקי להרחבת פעילות החברה.

פרופיל החברה

חברת כנפיים אחזקות בע"מ ("כנפיים" או "החברה") הינה חברת החזקות ציבורית הפועלת, באמצעות חברות בנות, בענף התעופה. החברה התאגדה בשנת 1980 והחל מנובמבר 1993 הפכה לחברה ציבורית והינה נסחרת בבורסה לני"ע בת"א. החזקות הליבה של כנפיים הינן שתיים: (1) גלובל כנפיים לסינג בע"מ ("גלובל", שיעור אחזקה של 75% בהון המניות ובזכויות ההצבעה), העוסקת בהחכרת מטוסים שבעלותה לחברות תעופה בינלאומיות. כנפיים פועלת בתחום החכרת המטוסים מזה שנים רבות, תחילה באמצעות ארקיע, והחל משנת 2002 באמצעות חברה בת שייסדה לצורך פעילות זו. (2) החזקה נוספת הינה אל על נתיבי אויר לישראל בע"מ ("אל על"). במסגרת מהלך עסקי מורכב ומוצלח, רכשה כנפיים בין השנים 2003-2005 את השליטה באל-על, בה היא מחזיקה כיום 39.3% מהון המניות ומזכויות ההצבעה. אל על הינה המוביל הלאומי האווירי הגדול לישראל וממנה, בתחום הנוסעים ובתחום המטענים.

החזקות נוספות, קטנות יותר של כנפיים: (1) QAS ישראל בע"מ ("QAS" – 50%), המובילה מבין שלוש ספקיות שירותי הקרקע לחברות תעופה בינלאומיות הפועלות בנתב"ג, ומפעילה גם רשת טרקלינים ובתי קפה בנמל התעופה. 50% נוספים מוחזקים ע"י Swissport International – אחת מספקיות שירותי הקרקע הגדולות בעולם; (2) טל לימוזין סרוויס בע"מ ("טל לימוזין" – 50%), מספקת שירותי V.I.P. להסעת נוסעים בעיקר מנתב"ג ואליו, וכן הסעות עסקיות של אנשי עסקים בארץ ובח"ל (באמצעות קבלני משנה); (3) כנפי תחזוקה ("כנפי תחזוקה" – 100%), שותפות מוגבלת העוסקת בתחזוקת מטוסים ומספקת שירותי תחזוקה מקצועיים לטיסות חיל האוויר. כנפי תחזוקה משמשת כקבלן משנה של התעשייה האווירית וההתקשרות ביניהן היא ארוכת טווח.

כנפיים הינה קבוצת החזקות ישראלית ותיקה, המתמקדת מזה עשרות שנים בפעילות בענף התעופה. עד לשנת 2005 רוכזה הפעילות בתחום בעיקר באמצעות ארקיע קווי תעופה ישראליים בע"מ ("ארקיע"), 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 בראשן.

כנפיים אחזקות, סולו – נתונים פיננסיים עיקריים באלפי דולר

	<u>12.05*</u>	<u>12.06</u>	<u>9.07</u>	
סך נכסים מאזניים	164,333	144,227	182,879	
השקעות בחברות מוחזקות	152,906	136,627	177,158	
הון עצמי	105,123	85,035	114,021	
חוב פיננסי	57,215	57,168	66,857	
רווח נקי לתקופה	21,344	(11,885)	28,888	

*נתוני 12.05 הינם לפני הצגה מחדש שבאה לידי ביטוי בדוחות 2006-2007

מחברים:
כפיר ארבל
אנליסט

arbelk@midroog.co.il

סיגל יששכר

ראש צוות בכיר

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

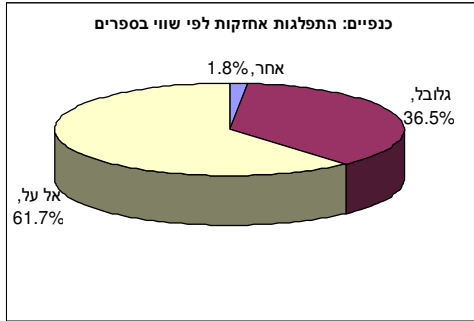
טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 25.3.2008. אם יחולו שינויים בהנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.



כנפיים: הרכב תיק האחזקות, ספטמבר 2007

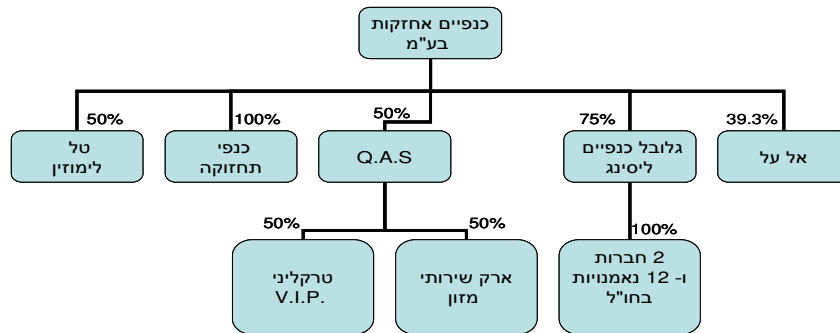
שווי שוק מיליוני דולר	עלות, 9.07 מיליוני דולר	שיעור אחזקה	
אל על *	109.4	39.3%	
גלובל	64.6	75.0%	
QAS	1.3	50.0%	
כנפי תחזוקה	1.4	100.0%	
טל לימזין	0.5	50.0%	
סך השקעות במוחזקות	177.2		

* שווי שוק של אל על ליום 6.2.2008 לפי שע"ח \$1=3.64 ש"ח

השליטה בכנפיים מוחזקת בידי מספר קבוצות משקיעים, כאשר משפחת בורוביץ מחזיקה את מרבית מניות השליטה, והחזקתה מגיעה לכ- 39% מהון המניות של כנפיים. בעלי מניות נוספים: פויו זבלדוביץ, באמצעות טמרס (16.3%), סאקי ארנון (5.6%), סופיה קימרלינג (6.6%), א.ל. נכסי תעופה בע"מ (4.2%), אילן כרמל (3.5%), ארנון דפנה (2.78%), כנפיים (אחזקה עצמית, 0.9%) והציבור (כ-22%). למשפחת בורוביץ ולמספר בעלי מניות נוספים, המחזיקים סה"כ בכ- 55% מהון המניות של כנפיים, הסכם הצבעה ביניהם.

מנכ"ל כנפיים בשנתיים האחרונות הינו מר שלמה חנאל, אשר מילא שורה של תפקידי מפתח בקבוצת כנפיים ובארקיע. מר חנאל החל את פעילותו בקבוצה לפני כ- 30 שנה. יו"ר כנפיים הוא עו"ד יהודה (יודי) לוי, שותף מנהל במשרד גולדפרב, לוי, ערן, מאירי ושות'. פרופ' ישראל (איזי) בורוביץ, מבעלי השליטה בכנפיים, הינו סגן יו"ר הדירקטוריון ומילא תפקידי מפתח בהובלת קבוצת כנפיים מאז היווסדה ועד היום. פרופ' בורוביץ מכהן כיו"ר דירקטוריון אל על ומהווה גורם פעיל בפעילות אל על וקבוצת כנפיים. הנהלת כנפיים הינה הנהלה ותיקה ומנוסה מאוד, בעלת הכרות מעולה של שוק התעופה העולמי, ומהווה גורם מפתח בשוק התעופה בישראל.

כנפיים – מבנה החזקות



בעלות, ניהול ואסטרטגיה

מטה הנהלה צר, מקצועי מאד ובעל ניסיון רב. מעורבות גבוהה של הבעלים בכל תחומי הפעילות

מטה הנהלת כנפיים מורכב ממספר מצומצם יחסית של מנהלים, בעלי ניסיון מקצועי וניהולי של שנים רבות בתחום התעופה. פרופ' בורוביץ, שפעל כמנכ"ל החברה עד אוקטובר 2006, מכהן כיום כסגן יו"ר הדירקטוריון והינו אחראי על פעילות אל על מטעם כנפיים. למר בורוביץ ידע וניסיון עשירים, וכן קשרים רחבים בעולם התעופה. מנהליה הבכירים של כנפיים פועלים בקבוצה שנים רבות: מר שלמה חנאל – מנכ"ל כנפיים ורו"ח אורי מילר - סמנכ"ל הכספים, עובדים בחברה למעלה מ- 25 שנה. מר סידיני סלסקי, המשמש כסמנכ"ל בכנפיים וכמנכ"ל גלובל, עובד בחברה למעלה מ- 15 שנה. יו"ר דירקטוריון החברה – עו"ד יהודה (יודי) לוי, מכהן בתפקיד מתחילת שנת 2007

והחליף בתפקידו את עו"ד יגאל ארנון, שכיהן בתפקיד מאז שנת 1980. מטה החברה עוסק כיום בעיקר בטיפול בתאגידים המוחזקים ובתחום החכרת המטוסים. השירותים לגלובל ניתנים על סמך הסכם ניהול בין הצדדים.

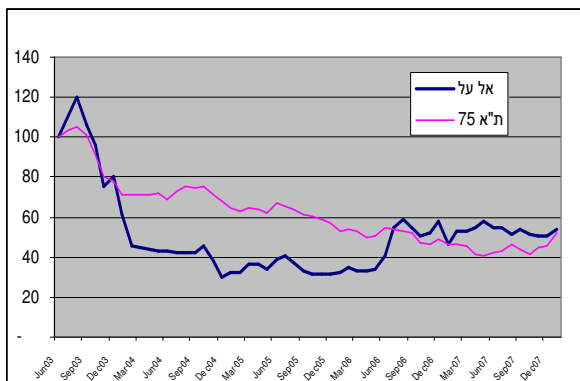
נושאי משרה וחברי דירקטוריון בכנפים

שם המנהל	תפקיד בישראל	ניסיון / תפקידים נוספים
עו"ד יהודה (יודי) לוי	יו"ר דירקטוריון	שותף מנהל במשרד עו"ד גולדפרב, לוי, ערן, מאירי ושות'.
פרופ' ישראל (איזי) בורוביץ	סגן יו"ר דירקטוריון	מנכ"ל כנפים עד 31.10.2006, יו"ר דירקטוריון אל על. שימש כמנכ"ל ודירקטור בארקיע עד פברואר 2005. בנוסף משמש כיו"ר דירקטוריון חברת נתיבי איילון וכדירקטור במרכז הבינתחומי בהרצליה.
מר שלמה חנאל	מנכ"ל	עד מינויו למנכ"ל ב 31.10.2006 שימש כמשנה למנכ"ל כנפים, מאז 1.4.2006, עד 28.2.2006 שימש כמנכ"ל ארקיע ולפני כן, משנה למנכ"ל ארקיע.
רו"ח אורי מילר	סמנכ"ל כספים	שימש בתפקיד זה בארקיע עד ליום 28.2.2006
מר סידני סלסקי	סמנכ"ל	מונה לתפקיד ב 1.4.2006. משמש גם כמנכ"ל גלובל מ- 18.1.2007. לפני כן, כיהן כעוזר לסמנכ"ל הכספים ומנהל תחום החכרת המטוסים.
מר דוד בורוביץ	יועץ חיצוני	הינו בעל עניין בחברה. כיהן בעבר כמשנה למנכ"ל ארקיע.

בחברה מועסקים 7 עובדים, המהווים את הצוות הניהולי של החברה. מעבר לכך, כל העובדים מועסקים בחברות הבנות.

רכישת אל על ומכירת ארקיע מבטאת יכולות ניהול ומימון גבוהות של קבוצת כנפים

מניית אל על מול מדד ת"א 75 : 2003-2007



בשנים 2003-2004 ביצעה כנפים רכישה הדרגתית של מניות אל על בעקבות החלטת הממשלה להפריטה, בהשקעה של כ- 72 מיליון דולר. ההנהלה הנוכחית הובילה את הרכישה, תוך הפרדת ארקיע מפעילות הקבוצה. התהליך כלל גיוס מקורות מימון, קבלת אישורים רגולטוריים והעברת החלטת ההפרטה בצורה חלקה. פיצול ארקיע מכנפים כלל הפרדה כלכלית, תפעולית, משפטית, חשבונאית ומיסויית, ודרש שיתוף פעולה עם העובדים בהליך מכירת ארקיע.

ביום 30.3.2006 הושלמה מכירת אחזקותיה של כנפים בשיעור של 75% בפעילות התעופה של ארקיע, לחברה בבעלות קבוצת האחים נקש ולתאגיד עובדי ארקיע (2005) בע"מ. פעילות ארקיע נמכרה ללא תמורה, כנגד ההתחייבויות של ארקיע, ולאחר שקבוצת נקש העמידה הלוואות בעלים ובטחונות לארקיע. מניות ארקיע בחברת QAS הועברו לכנפים, פעילות החכרת המטוסים וכן זכויות בנכסי מקרקעין הועברו לחברה חדשה - גלובל החכרת מטוסים (2005) בע"מ, שהוקמה בבעלות כנפים (75%) ותו"ת- תאגיד עובדי התעופה (25%), לימים מוזגה חברה זו לגלובל כנפים ליסינג. במהלך 2005 מכרה כנפים את אחזקותיה בממ"ן בתמורה לכ- 11 מיליון דולר, את אחזקותיה באיסטא בכ- 4 מיליון דולר, ואת אחזקותיה בקשרי תעופה בכ- 1 מיליון דולר.

רכישת אל על מומנה בין השאר באג"ח שהנפיקה כנפים למשקיעים מוסדיים במרץ 2004, בסך של כ- 30 מיליון דולר. האג"ח - סדרה א' (צמודת מדד) וסדרה ב' (צמודת דולר), עומדות לפרעון בשלושה תשלומים שנתיים שווים בשנים 2007-2009 ונושאות ריבית נקובה של 5.5%. ברבעון הראשון לשנת 2007 פרעה כנפים את השליש הראשון של קרן האג"ח. לצורך מימון הפירעון ניצלה החברה חלק מקו האשראי שהוקצה לה בחברת ביטוח ונטלה הלוואה חדשה בסך 10.5 מיליון דולר לזמן ארוך. בנוסף, האריכה כנפים בשנה נוספת הלוואה לזמן קצר בסך של כ- 4 מיליון דולר, שיועדה למימון ההשקעה באל על.

לחברה אין מדיניות דיבידנד. עד לאחרונה גם לא קיבלה דיבידנד משתי האחזקות העיקריות

בדצמבר 2004 חילקה כנפיים דיבידנד בסך של כ- 11.6 מיליון דולר ובספטמבר 2005 חילקה סך של כ- 4.9 מיליון דולר. מדיניות הדיבידנד של אל על עודכנה בנובמבר 2007, ועל פיה תחלק דיבידנד מעת לעת, לפי שיקול דעת דירקטוריון אל על ובכפיפות לצרכיה. באוקטובר 2007 הודיעה אל על על חלוקת דיבידנד בסך של כ- 37 מיליון ₪, (חלק כנפיים בו כ- 14.6 מיליון ₪). ביום 31.12.2007 הודיעה אל על על חלוקת דיבידנד נוסף של כ- 12 מיליון ₪, אשר חלקה של כנפיים בו עומד על כ- 4.5 מיליון ₪. החל משנת 2005 משלמת אל על לכנפיים דמי ניהול בסך של כ- 60 אלפי דולר לחודש בתוספת מע"מ. גלובל לא חילקה עד כה דיבידנד, ובין גלובל לכנפיים יש הסכם לדמי ניהול, הכולל כיסוי עלויות על שירותים שמקבלת גלובל מהחברה האם. עם זאת, שליטתה של כנפיים בגלובל מקנה לה גמישות פיננסית מול החברה הבת. יצוין כי החברות הבנות האחרות מחלקות דיבידנדים באופן שוטף.

שיקולים עיקריים לדירוג

החוזקות העיקריות של כנפיים ושל החזקותיה העיקריות: אסטרטגיה ממוקדת בתחום התעופה, המושתתת על ניסיון רב ומוכח של הנהלת החברה בתחום ומעורבות גבוהה בהכוונת התאגידים בשליטתה; ריכוז פעילויות הקבוצה בתחום התעופה מאפשר ניצול ידע וסינרגיה בין החברות השונות, אין פיזור לתחומים שאינם קשורים לליבת הפעילות; החזקות ליבה בעלות מיצוב עסקי גבוה מאוד בתחומן: אל על - המוביל הלאומי - עם נתח שוק גבוה מאוד בנתב"ג, אשר נוקטת באסטרטגיה מוטת צמיחה ורווחיות. חרף הסיכונים המשמעותיים, האינהרנטיים לענף התעופה, הפגינה אל על בשנים האחרונות חוסן עסקי גבוה מאוד, והצליחה להתמודד ולהתגבר על משברים חריפים, דוגמת ארועי שנת 2006 (מלחמת לבנון השנייה) אשר הכו בענפי התיירות והתעופה המקומיים; גלובל הינה חברה ותיקה ויציבה, בעלת קשרים עסקיים מתמשכים עם גורמים מובילים בענף התעופה העולמי, שפעילותה חשופה פחות לסיכונים של ענף זה; גלובל הציגה תשואות גבוהות על ההון העצמי בעסקאות שהסתיימו; מגזר החכרת המטוסים אינו מושפע מהמצב הכלכלי והגאופוליטי בישראל, ומאופיין ברווחיות גבוהה ויציבה לאורך זמן, ובתזרימי מזומנים גבוהים, ותורם לחוסנה הפיננסי של החברה בייחוד בעונת משבר בתיירות הנכנסת; שתי ההחזקות העיקריות הינן יצרניות מזומנים לאורך זמן, אם כי אל על הינה בעלת רמת מינוף גבוהה, הנגזרת מאופי פעילותה; איתנות פיננסית טובה הנשענת על שווי תיק אחזקות מאוזן יחסית בין שתי ההחזקות העיקריות; הנהלת כנפיים ובעלי המניות שלה הוכיחו יכולות אסטרטגיות ומימוניות מצוינות שהובילו את כנפיים לשליטה אפקטיבית גבוהה בשתי אחזקות ליבה, מה שמקנה לה גמישות פיננסית גבוהה.

הסיכונים העיקריים: כנפיים אינה מפוזרת דיה, ובעלת שתי החזקות עיקריות המרכיבות את נכסיה; לכנפיים אין תזרימי מזומנים עצמיים פרמננטיים והיא נסמכת על שתי החזקות הליבה כמקור עיקרי לתזרימי מזומנים. שתי החזקות טרם הוכיחו יכולת חלוקת דיבידנדים יציבה ומתמשכת; כנפיים חשופה לענף התעופה, בעיקר דרך אחזקתה באל על, המאופיין ברמת סיכון גבוהה, כשהגורמים העיקריים לכך הם חשיפה חדה למחזוריות כלכלית; חשיפה גבוהה למחירי הדלקים; מרכיב גבוה של עלויות קבועות; חשיפה לאסונות קיצוניים; תחרות גבוהה ורגולציה אינטנסיבית; רווחיות אל על ותזרימיה חשופים למחזוריות העסקית המקומית שהינה בעלת השפעה חדה על ענף התיירות. לאל על חסר הפיזור הגאוגרפי המאפיין חברות תעופה בינלאומיות, ועשוי למתן השפעות מיתון מקומיות. ואולם, כאמור, היא זוכה למעמד מוביל בשוק המקומי, המבודד בחלקו מהשוק העולמי; העונתיות הגבוהה המאפיינת את ענף התעופה חושפת את אל על לארועים מקומיים קיצוניים, דוגמת טרור ממתמשך או מלחמה, העלולים לפגוע בעונת פעילות שלמה; עסקאותיה של גלובל מאופיינות בריכוזיות גבוהה של הלקוחות ויתרת התקופה לסיום החוזים הינה קצרה יחסית (במקור החוזים ארוכים יותר, כיום גלובל נמצאת בעיצומם של מרבית החוזים).

ניתוח פיננסי – חברת אחזקות

כנפיים נבחנה בחברת אחזקות בהסתמך על המרחק בינה לבין ההתחייבויות הפיננסיות של החזקותיה העיקריות

מתודולוגיית הניתוח העסקי והפיננסי של כנפיים מושתתת על זו של חברת אחזקות, אף כי כנפיים אינה חברת אחזקות טהורה. כנפיים אינה חברת אחזקות קלאסית מכיוון שאין לה פיזור רחב של החזקות, היא ממוקדת בענף אחד והיא בעלת אינטגרציה גבוהה – ניהולית, עסקית ופיננסית, עם גלובל – אחת משתי החזקות הליבה שלה. חרף זאת, הבחירה במתודולוגיית חברת האחזקות נובעת מהטעמים הבאים: ראשית, בהתייחס לגלובל - אופי הפעילות של גלובל כחברת חכירה, ומבנה המימון הנגזר ממנו, מקנים לבנקים המממנים אותה שעבוד מלא על נכסיה ותזרימי העסקאות, ומרחיקים את כנפיים מערבות לפעילותה, גם אם אין זו מדיניותה של כנפיים. שנית, בקשר עם אל על – לאל על מדיניות פיננסית עצמאית שאינה נסמכת על חוסן בעלי מניותיה, אלא על הפרמטרים הנהוגים בענף פעילותה, כמו גם על שיעבוד של הרכוש העיקרי, המטוסים.

יחס כיסוי טוב הנסמך על שתי החזקות הליבה באופן מאוזן יחסית

לצורך בחינת איתנותה הפיננסית של כנפיים, לפי מתודולוגיית הדירוג של חברות אחזקה, נבחן יחס שווי הנכסים המתואם של כנפיים לחוב סולו. שווי הנכסים המתואם נאמד כדלקמן:

- שווי אל על נגזר מהונה העצמי בספרים לתאריך 30.9.2007, שהיה גבוה משווי השוק שלה. לצורך חישוב שווי הנכסים המתואם - נלקח הגבוה מביניהם.
- שווי יתר החזקות נלקח על פי ערךן בספרי כנפיים. יש לשים לב כי מידרוג אינה מתייחסת לצורך חישוב זה לעודפים כלכליים שעשויים להיות בחברות גלובל ו-Q.A.S.

על בסיס הנחות אלו, ועל בסיס הנחת תוספת חוב נטו של 30 מיליון דולר, הוערך יחס כיסוי החוב, כמפורט להלן:

במיליוני \$	שווי הון עצמי במאזן אל על *30.9.2007	שווי בספרי כנפיים 9.07	שיעור החזקה	שווי החזקות מתואם - חלק כנפיים
גלובל		64.6	75.0%	64.6
אל על	312.7	109.4	39.3%	122.9
QAS		1.3	50.0%	1.3
אחרות		2.0		2.0
סך שווי מוחזקות				190.8

* בשווי החזקות המתואם, שוייה של אל על נלקח כשווי שוק או כשווי ההון העצמי בספרים – כגובה מביניהם

להלן יחסי הכיסוי הנגזרים משווי החזקות (נתונים במיליוני \$):

191	סך שווי החזקות
30	תוספת תמורה נטו מגיוס חדש
3.7	מזומנים והשקעות ז"ק
225	סך שווי נכסים
67	חוב פיננסי 9.07
30	תוספת חוב נטו מגיוס חדש
97	סך חוב פיננסי
2.3	שווי נכסים / חוב פיננסי

כיסוי הריבית נסמך בעיקר על דיבידנדים מאל על ומגולבל

הכנסותיה השנתיות של כנפיים מדמי ניהול הינן בסך של כ- 2.5 מיליון דולר, בדומה לסכום הוצאות ההנהלה והכלליות השנתיות שלה בשנים האחרונות. הוצאות המימון, בהתבסס על רמת החוב הקיימת ליום 30.9.2007 ובתוספת גיוס נטו של 30 מיליון דולר, הוערכו בכ- 7.0 מיליון דולר. על מנת לכסות את הוצאות המימון ביחס נאות לרמת הדירוג, נדרשת כנפיים להציג תזרימים נוספים, בסך של כ- 9 מיליון דולר לפחות (הגוזרים יחס של 1.3 לפחות בין תזרים ההכנסות לבין הוצאות המימון). המקורות העיקריים לתזרימים אלו הינם דיבידנדים מאל על, דיבידנדים מגולבל והכנסות מהשקעות קיימות אחרות וכן מהשקעות חדשות.

כנפיים (סולו): תמצית מאזן ויחסי מינוף מאזניים, באלפי דולר

31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	באלפי \$
7,315	3,279	1,755	מזומנים ושווי מזומנים
2,087	1,949	1,928	השקעות לזמן קצר
806	992	705	חייבים ויתרות חובה
10,208	6,220	4,388	סך רכוש שוטף
152,906	136,627	177,158	השקעות לז"א בחב' מוחזקות ואחרות
1,219	1,380	1,333	רכוש קבוע
164,333	144,227	182,879	סך נכסים
5,700	14,295	18,236	אשראי לז"ק חלויות שוטפות
1,651	1,705	1,428	זכאים ויתרות
7,351	16,000	19,664	סך התחייבויות שוטפות
22,690	23,405	38,817	הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים ואחרים
28,825	19,468	9,804	אג"ח
344	319	573	התחייבויות סיום יחסי עובד מעביד
105,123	85,035	114,021	הון עצמי
164,333	144,227	182,879	סך התחייבויות והון
57,215	57,168	66,857	חוב
162,338	142,203	180,878	CAP
64.0%	59.0%	62.3%	הון/מאזן
35.2%	40.2%	37.0%	חוב / CAP

*נתוני 12.05 הינם לפני הצגה מחדש שבאה לידי ביטוי בדוחות 2006-2007

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- הוספת רגל משמעותית להחזקות החברה, באופן שתרחיב ותפזר את שווי נכסיה ואת מקורות המזומנים, תוך שיפור יחסי הכיסוי
- חיזוק משמעותי במימון ובתוצאות הפיננסיות של החזקות הליבה. ובפרט: גלובל – הרחבה משמעותית של היקף הפעילות, תוך פיזור משמעותי של הלקוחות; אל על – שיפור מתמשך ברווחיות וברווח והוכחת יכולת חלוקת דיבידנדים מתמשכת

גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג

- ירידה ביחס שווי נכסים מתואם לחוב הפיננסי סולו מתחת ל- 2.3. שווי הנכסים לעניין זה יימדד בהתאם ליחסי הכיסוי שהוצגו לעיל
- הרעה ניכרת בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של החזקות הליבה, וביכולתן לייצר תזרימי מזומנים לכנפיים לאורך זמן
- פגיעה מהותית במעמד העסקי של אל על וברווחיותה
- מדיניות דיבידנד שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה

תיאור ההחזקות העיקריות

גלובל כנפיים ליסינג (75%)

ניסיון רב בתחום החכרת המטוסים עם התמקדות ברכישה של מטוסים משומשים וחכירה תפעולית יבשה, בעיקר לחברות צפון אמריקאיות

גלובל הינה חברה פרטית, העוסקת מעל עשרים שנה (כולל במסגרת היותה מגזר פעילות עצמאי בארקיע) ברכישת מטוסים והחכרתם לחברות תעופה בעולם. פעילות גלובל כוללת איתור מטוס מתאים לרכישה מבחינת מצבו ומחירו, איתור חוכר מתאים למטוס ואיתור מקורות מימון לרכישת המטוס. שלושה שלבים אלו נעשים בדרך כלל במקביל, והעסקאות מובאות למימון כשהן סגורות. גלובל מחכירה את המטוס בחכירה תפעולית "יבשה" (קרי ללא מתן שירותי תחזוקה והטסה), ובתום תקופת החכרה מחזיר החוכר את המטוס לגלובל, בתנאי שעות מנוע ושעות גוף מטוס שנקבעו בהסכם. בחלק מההסכמים מפקיד החוכר כספים, המשמשים כרזרבות לשיפוצים שיחולו במהלך תקופת החכירה או לאחריה. בנוסף, מחויב החוכר לבטח את המטוס בכל סוגי הביטוח המקובלים, לאורך כל תקופת החכירה, כאשר המחכיר והגוף המממן הם המוטבים בפוליסת הביטוח. החוכר אחראי לפעול על פי הוראות הדין, כולל רישיונות ההפעלה השונים, וכן אחראי על תחזוקת ושיפוץ המטוס על פי הנהלים הקבועים. משך חווי החכירה, בעסקאות הקיימות, נע בין שלוש שנים לבין 13 שנים. לרוב, דמי החכירה הינם קבועים לאורך תקופת החוזה.

רכישת השליטה באל על והשינוי המבני בקבוצת כנפיים הובילו לסטגנציה מסוימת בפעילות גלובל בשלוש השנים האחרונות. כיום קיימת ריכוזיות גבוהה של עסקאות לשלוש חברות תעופה בינלאומיות. מרבית העסקאות מסתיימות תוך שמונה שנים

עד היום החכירה גלובל 44 מטוסים (כולל 7 מטוסים שהוכרו בחכירה פנימית לארקיע) ומכרה 23 מטוסים. עד לשנת 2005 הוכרו מטוסים בחכירה פנימית לארקיע, שהייתה עד אז חלק מהקבוצה. ההכנסות מחכירה פנימית לארקיע היוו בשנת 2005 כשליש מסך ההכנסות מחכירה (11.7 מיליון דולר, מתוך 35.5 מיליון דולר), עם זאת מציינת החברה כי להפסקת פעילות ההחכרה הפנימית לארקיע לא הייתה השפעה מהותית על הרווח. בשנים 2005-2006 ניכרה האטה מסוימת בפעילות גלובל ובהיקף העסקאות, זאת נוכח רכישת השליטה באל על והשינוי המבני בקבוצת כנפיים. בחודש אוגוסט 2007 רכשה גלובל שלושה מטוסים לאחר שלא נרכשו מטוסים מאז שנת 2002. במהלך שנת 2006 נמכרו ארבעה מטוסי בואינג. ליום 31.12.2007 ברשות גלובל 14 מטוסים, בעלות השקעה מקורית כוללת של כ- 309 מיליון דולר. מרבית המטוסים הם בני 18-20 שנה. שישה מהמטוסים מוכרים לחברת התעופה American Airlines, שלושה נוספים ל-Delta Air lines ושלושת האחרונים שנרכשו מוכרים ל-TUI. העסקאות הנוכחיות צפויות לתרום לגלובל הכנסה שנתית של כ- 38 מיליון דולר.

טבלת עסקאות קיימות (באלפי \$)						
שם החוכר	דירוג Moody's	כמות סוג מטוס	מועד רכישה *	שנת ייצור	מועד סיום החכרה לפי חוזה נוכחי	
American Airlines	B2	1	Nov-02	1991	Nov-15	1
American Airlines	B2	5	Nov-02	1990	Nov-14	2
Delta Air Lines	B2	1	Dec-02	1988	Sep-13	3
Delta Air Lines	B2	1	Dec-02	1989	Sep-13	4
Delta Air Lines	B2	1	Dec-02	1990	Sep-11	5
Air Atlanta Icelandic	-	1	Oct-04	1979	Oct-08	6
Zoom Airlines (Canada)	-	1	Apr-07	1990	May-11	7
TUI	B1 Neg.	1	Aug-07	1990	Oct-10	8
TUI	B1 Neg.	1	Aug-07	1990	Apr-11	9
TUI	B1 Neg.	1	Aug-07	1990	Oct-11	10

14

* לגבי עסקאות 6 ו-7 - תחילת תקופת החכרה נוכחית

השווי הכולל של צי המטוסים הני"ל בספרים הינו כ- 200 מיליון דולר (לא שונה במהותו משווי השוק).

מימון דינאמי של העסקאות במטרה להגדיל את התזרים הפנוי ולשמור על גמישות פיננסית. לחברה חשיפה לשיעורי הריבית במרבית העסקאות.

גלובל מממנת את רכישת המטוסים בהלוואות דולריות לזמן ארוך, בחלקן בריבית משתנה, מבנקים בישראל ובחו"ל (לחברה עסקאות הגנה חלקיות המגדרות את החשיפה לשער הריבית). שיעור המימון בתחילת העסקה נע בין 70-90% מערך המטוס, כתלות בלקוח, בטיבו ובגילו של המטוס. היתרה ממומנת על פי רוב בהונה העצמי של גלובל. בחלק מההסכמים ניתנות לגלובל בטוחות לתשלום דמי החכירה, או פיקדונות, כך שחלקה האפקטיבי במימון העסקה יורד. ההלוואות ניתנות בחלקן בתנאי Non-Recourse, כנגד שעבודים ספציפיים של המטוסים, הזכויות לתשלומים וזכויות הביטוח.

מדיניות המימון של גלובל הינה דינאמית, ונגזרת משיקולים כלכליים ועסקיים, הכוללים שינויים בתנאי המימון ובתנאי שוק התעופה, תוך שאיפה מחד להוזיל את תנאי המימון ומאידך, להגדיל את התזרים החופשי מהעסקאות ולשמור על גמישות פיננסית גבוהה. תמהיל העסקאות כולל לפיכך עסקאות בעלות תזרים חופשי, בניכוי קרן, גבוה יחסית ומעסקאות חדשות יותר, בהן עומס הפירעונות גבוה יותר והתזרים החופשי נמוך יחסית. במסגרת זו הגדילה החברה את היקף ההלוואות למטוסים הקיימים, תוך פריסתן לכ- 7 שנים והורדת שיעורי הריבית.

רמת המינוף גבוהה, נשענת על תזרימי המזומנים מהעסקאות ושווי המטוסים, והובילה לתשואת הון עצמי גבוהה בעסקאות שהסתיימו

שיעור התשואה השנתי הממוצע על ההשקעה העצמית, בעסקאות שהסתיימו, עומד על כ- 22.7%.

פיזור נמוך של לקוחות – חברות תעופה בינלאומיות

מצבת העסקאות הנוכחית של גלובל משקפת תלות בשלושה לקוחות עיקריים, חברות התעופה אמריקן איירליין, ודלתא, להן דירוג אשראי נמוך יחסית (B2) וחברת התיירות – TUI, המדורגת B1. בשנת 2006 היוו ההכנסות מאמריקן איירליין ודלתא כ- 80% מסך דמי החכירה שקיבלה גלובל. חלקן בהכנסות העתידיות של גלובל הינו כ- 66%. יש לציין, עם זאת, כי רמת דירוגים זו אופיינית לחברות תעופה גדולות נוספות בעולם.

2007	
AirTran	B3
Alaska	B1
America West	B3
American	B2
ATA	Capter 11 (Caa3)
Continental	B2
Delta Air Lines	B2
JetBlue	B3
NorthWest	B1
SouthWest	Baa1 (senior unsecured debt)
United	B2
US Airways	B3
British	Baa3
Qantas	Baa1 (neg.)
SAS	B1

למרות הדירוג הנמוך יחסית של חברות התעופה, נציין כי במקרה בו הלקוח נקלע לקשיים, המטוס המוכר נותר ברוב המקרים בפעילות מלאה, ובמידה והלקוח אינו מתאושש – ישנה אפשרות לתפוס את הנכס בקלות יחסית, ולנייד אותו לחוכר אחר או לקרקע אותו במדבר בעלויות נמוכות. בנוסף, בחלק מההסכמים, משלם הלקוח מקדמה עבור ההחכרה.

חלק ניכר מחוזי החכירה מסתיימים עד לשנת 2015, חוזי החכירה שעתידיים להסתיים עד 2011. תורמים לכ- 60% מההכנסה השנתית, אלו המסתיימים בשנת 2013 תורמים כ- 11% נוספים, ואלו המסתיימים עד סוף שנת 2015 תורמים כ- 29% נוספים להכנסות השנתיות.

פשיטת הרגל של דלתא פגעה בחברה בטווח הקצר, אולם גלובל בחרה לשמור על קשרים עסקיים עם ענקית התעופה האמריקאית, וזכתה לפיצוי בסוף התהליך

בספטמבר 2005 הגישה חברת התעופה דלתא, שהינה חוכר משמעותי עבור גלובל (חוכרת מגלובל שלושה מטוסים), בקשה להגנה מפני נושים (Chapter 11). לגלובל עמדה האפשרות לקבל לרשותה את שלושת המטוסים ולהחכירם לאחרים או למכרם. לאחר משא-ומתן שנערך בדצמבר אותה שנה, העדיפה גלובל להמשיך להחכיר לדלתא את המטוסים, תוך הקטנת דמי החכירה, ושינוי מועדי סיום החכירה. גלובל תבעה את דלתא בגין הרעת תנאי החכירה ובאוגוסט 2007 אושרה תביעתה של גלובל כנושה בלתי מובטחת של דלתא (בהמשך לכך, ביולי 2007, הוקצו לגלובל כ- 245 אלף מניות של דלתא שמימושן תרם כ- 5 מיליון דולר לקופת החברה)

מטה מצומצם ומנוסה מאוד

הנהלת גלובל מורכבת ממספר מצומצם של אנשי מפתח, ביניהם מנכ"ל החברה, העובד בקבוצה במשך כ-15 שנה, מנהלי החברה האם - כנפיים - וכן בעלי החברה - משפחת בורוביץ, המעורבים באופן שוטף בפעילות החברה, והינם בעלי ניסיון רב בענף התעופה בכלל ובתחום החכרת המטוסים בפרט. יש להדגיש כי העיסוק בתחום זה דורש מומחיות גבוהה וניסיון רב בתחום הרכישה של המטוסים, קשרים טובים וניסיון מוצלח מול הגופים המממנים וכמובן, הכרות טובה וקשרים עסקיים מתמשכים עם חברות התעופה. בעלי התפקידים המרכזיים בחברה הינם: מר סידני סלסקי - מנכ"ל גלובל ודירקטור, עובד בקבוצה מעל 15 שנה. מר שלמה חנאל - מנכ"ל כנפיים, ורו"ח אורי מילר- סמנכ"ל כספים בכנפיים - שניהם בעלי וותק של שנים רבות בקבוצה. עוד מעורבים בניהול פרופי ישראל (איזי) בורוביץ ומר דדי בורוביץ - המשמש כיועץ לחברה, לשניהם ניסיון עשיר בענף התעופה ובתחום החכרת המטוסים. ההחלטות המהותיות (עסקאות חדשות, מימון, חוכרים בקשיים) מתקבלות, בנוסף לדירקטוריון החברה, גם בדירקטוריון כנפיים. בחברה לא רשומים עובדים, כאשר את השירותים מקבלת גלובל מחברת האם כנפיים כנגד כיסוי העלויות, במסגרת הסכם לדמי ניהול.

אסטרטגיה עסקית ומימונית שמרנית יחסית

אסטרטגיית גלובל בביצוע עסקאות הינה שמרנית, כאמור. רכישת מטוס מתבצעת רק לאחר בדיקת המטוס, איתור החוכר וביצוע הסכם המימון עם הגורם המממן. התרחבות גלובל הייתה, עד כה, מדודה, בהתאם למקורותיה. נוסף על כך היא נוהגת לשמור על יתרות מזומנים, שישמשוה בתקופת שפל או לצורך ניצול הזדמנות עסקית. בכוונת הקבוצה להמשיך בגידול מדוד של פעילותה.

ענף תחרותי מאוד המובל על ידי תאגידי ענק. גלובל הינה שחקנית קטנה מאוד בשוק העולמי

ענף חכירת המטוסים הינו ענף בינלאומי, המהווה חלק מענף התעופה העולמי. בעולם עשרות חברות העוסקות בהחכרת מטוסים, כשהן נחלקות לשלושה מעגלים: חברות Tier 1 - מספר חברות ענק עתירות הון דוגמת International Lease Finance Corporation, ו- GE Capital Aviation Services, המחכירות אלפי מטוסים, על פי רוב חדשים. בקבוצה זו נכללים גם מוסדות מימון ובנקים; חברות Tier 2, המחכירות עשרות עד מאות מטוסים כל אחת, וכמותן ישנן 10-15 חברות; חברות Tier 3, עמן נמנית גלובל, המחכירות עשרות בודדות של מטוסים. קבוצה זו מונה עשרות חברות, כאשר, להערכת גלובל, אין חברות דומיננטיות בקבוצה זו, ועל פי ידיעתה, לא ארע מקרה בעבר בו חברת ליסינג בתחום החכרת מטוסים נקלעה לחדלות פרעון.

רמת התחרות בענף הינה גבוהה, וזאת בשל קיומן של שחקניות גדולות שעשויות להציע עסקאות אטרקטיביות יחסית בשל יתרון לגודל והון זול. יש לציין כי הנטייה של חברות תעופה להעדיף חכירה של מטוסים חדשים, בפרט בשנים האחרונות, כחלופה לרכישה של מטוסים, מצב המקנה יתרון למחכירות הגדולות, שיש באפשרותן לממן מטוסים חדשים. התחרות בענף נסובה על שיעור דמי החכירה החודשיים, תנאי החוזר, גמישות תקופת ההשכרה וההחזרים ומוניטין החברה בהקשר לגמישותה מול החוכר, במידה ונקלע לקושי מסוים. בנוסף, ישנו יתרון תחרותי למחכיר המסוגל לספק מספר מטוסים בעסקה (לא שכיר בקרב מחכירים של עד עשרות מטוסים, בגודלה של גלובל,

אם כי גלובל עצמה ביצעה בעבר עסקה גדולה מעין זו). בין השיקולים העיקריים להעדפת חברות התעופה, בעיקר הגדולות שבהן לחכור מטוסים על פני רכישתם: מבנה הון, מצב הנזילות ואפשרויות המימון של החוכר. שיקולים כלכליים כגון עלות הפעלה קבועה וידועה מראש, תקופת הפעלה של המטוס הרצויה לחוכר, נטרול סיכון ערך שיווי של המטוס, שיקולי מס ושיקולים חשבונאיים.

ענף החכרת המטוסים מאופיין בסיכון עסקי בינוני, ונמוך מזה של חברות התעופה

ענף החכרת המטוסים הינו חלק אינטגרלי מענף התעופה העולמי, אם כי רמת הסיכון העסקי שלו נמוכה מזו של ענף התעופה, וזאת בעיקר בשל התבססותו על נכס בסיס – המטוס המוחכר, המהווה מרכיב בסיסי והכרחי בפעילותה של חברת תעופה, גם בעיתות קשות. היכולת לנייד את המטוס בין מדינות ואזורים בעולם מהווה אף היא נקודת חוזק אינהרנטית לענף, התורמת לגמישות העסקית. הענף מאופיין ברמת רגולציה גבוהה מאוד – כנגזר מענף התעופה כולו. נקודה זו מהווה יתרון מסוים עבור חברות החכרה, שכן הרגולציה קובעת כללים ברורים בקשר עם הטיפול במטוסים ותחזוקתם, ומפחיתה את אי הוודאות. אף כי התחום תחרותי מאוד, הוא מאופיין בחסמי כניסה גבוהים מאוד בשל דרישות הון גבוהות, ידע יחודי נדרש ועמידה בתקנות רגולציה.

בין גורמי ההצלחה העיקריים בענף ניתן למנות: ניהול מקצועי מאוד ומנוסה עם היכרות טובה של השחקנים בשוק, נגישות טובה למוסדות מימון, נזילות גבוהה. **הסיכונים העיקריים של הענף:** היותו חלק מענף התעופה, המאופיין ברמת סיכון גבוהה, המתבטאת בדירוגים הנמוכים של מרבית חברות התעופה בעולם, גם הגדולות והוותיקות בהן וכן במספר פשיטות רגל גדולות שארעו בו; רמת מינוף גבוהה, הנסמכת על נכס הבסיס: עסקת החכירה והמטוס; חשיפה לשינויים בשווי המטוסים; תלות גבוהה בבנקים ובמוסדות מימון אחרים; חשיפה לתנודתיות שערי הריבית, במידה ולא מבוצעות עסקאות גידור או קיבוע ריבית.

הענף מצוי כיום במהלך של מחזור עסקי חיובי מאוד ועודף ביקושים למטוסים

ענף החכרת המטוסים מושפע באופן ישיר ממגמות ענף התעופה. בעקבות פיגועי ה-11/9 בשנת 2001 בארצות הברית והמשבר הכלכלי שבא בעקבותיהם, נקלע ענף התעופה למשבר עולמי ארוך יחסית, שבו הורע מצבן של חברות תעופה רבות בעולם. כתוצאה מכך, גדל היצע המטוסים בעולם, ירדו תעריפי החכרה ומחירי השוק של המטוסים, וגדל סיכון האשראי הכרוך בהתקשרות עם חוכרים. בשלוש-ארבע השנים האחרונות מסתמנת התאוששות משמעותית בענף, המתבטאת בצמצום כמעט מוחלט במספר המטוסים המקורקעים הראויים לשימוש, ובעלייה ניכרת בדמי החכירה. ניכר כי מגמת ההתאוששות הייתה איטית יותר בשוק בצפון אמריקה, עם זאת, בשנת 2006 ניכר גם שיפור משמעותי בתוצאות העסקיות של חברות התעופה בשוק זה ובשנת 2007 מרביתן הרוויחו. ישנה מגמה בשנים האחרונות של גידול שיעור המטוסים החדשים, הנרכשים ישירות על ידי חברות החכרה, במקביל לירידת שיעור רכישתם הישירה על ידי חברות התעופה.

התוצאות הכספיות לשנים 2005-2006 משקפות את ההאטה בפעילות בשנים אלו. בשנת 2007 ניכרת הרחבת הפעילות הבאה לידי ביטוי בגידול בהכנסות, בתזרים וברמת החוב

הכנסות גלובל רשמו יציבות בשנים 2005-2006. הנהלת החברה ציינה כי רכישת השליטה באל על והשינוי המבני בקבוצת כנפיים הובילו לסטגנציה מסוימת בפעילות גלובל בשנים אלו. בתקופה 2007.9-1 נרשמה עלייה של מעל ל-20% בהכנסות לעומת שנת 2006 כולה, במונחים שנתיים. נציין כי באוגוסט 2007 נחתמה עסקה עם TUI, להחכרת שלושה מטוסים.

שיעור רווחיותה הגולמית, שהינו פרמטר משני בניתוח, רשם תנודתיות, שכן רגישותו גבוהה למדיניות הפחת. שיעור הרווחיות הגולמית רשם שיפור ניכר בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2007, בהשוואה לשיעור זה בשנת 2006, כשהסיבות העיקריות הן: הכרה רטרואקטיבית בפיצויים מחברת התעופה דלתא, החל מהרבעון השלישי של 2007, אשר תימשך על פני יתרת תקופת החכירה. גורם נוסף שהשפיע על הרווחיות הגולמית הוא התאמת הפחת על פי תקן רכוש קבוע, החל מיום 1.1.2007, לפיו מעדכנת החברה בכל שנה את הפחת על פי הערכת גרט מעודכנת. פעולה שהקטינה במעט את הוצאות הפחת של החברה, לעומת השנים קודמות.

שיעור EBITDA להכנסות גבוה, מרכיב נמוך של הוצאות הנהלה וכלליות

התזרים התפעולי (EBITDA) לשלושת הרבעונים הראשונים של 2007 הינו גבוה, כאשר עסקת TUI תורמת לכך חודשיים פעילות בלבד. לגלובל הוצאות תפעוליות נמוכות יחסית – בעיקר הוצאות הנהלה וכלליות, ששיעורן ביחס להכנסות היה נמוך יחסית בשנתיים האחרונות. יתר ההוצאות כוללות בעיקר פחת והפחתות. כתוצאה מכך רושמת החברה תזרים תפעולי גבוה ביחס להכנסות.

גלובל משלמת דמי ניהול לחברת האם כנפיים, עבור שרותי ניהול וייעוץ, שהסתכמו בסך של כ-900 אלפי דולר בשנת 2006, וכ-810 אלפי דולר בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2007. גלובל נהנית מפחת מואץ של 30% על כן אינה נושאת בתשלומי מס.

הוצאות המימון הלכו וירדו במהלך השנים 2005-2007, במקביל לירידה בהיקף החוב. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 הוצאות המימון טרם משקפות במלואן את החוב בגין עסקת TUI, אשר נעשתה לקראת תום הרבעון השלישי של 2007, והובילה לעלייה בחוב הפיננסי. לצורך מימון עסקת TUI נלקחה הלוואה בסך של עשרות מיליוני דולר מבנקים בחו"ל, בהלוואות N.R., בריבית קבועה.

בגילום שנתי של התזרים התפעולי מעסקת TUI מחד, והוצאות המימון בגין עסקה זו מאידך, יחס ה-EBITDA להוצאות המימון רשם שיפור בהשוואה לשנת 2006, כתוצאה מתנאי המימון של עסקת TUI.

משקל גבוה של הלוואות לזמן ארוך

מרבית החוב הפיננסי של גלובל מורכב מהלוואות לזמן ארוך מבנקים, לצרכי מימון רכישת המטוסים. במהלך שנת 2007 ביצעה גלובל עם שלושה בנקים מקומיים, תהליך של הגדלת סכומי הלוואות על מטוסים קיימים ופריסתם על פני כ-7 עד 8 שנים, תהליך שהושלם ברבעון הראשון של שנת 2008. ההלוואות שנטלה החברה הינן דולריות, בדומה למטבע דמי החכירה המשולמים לה.

חיזוק ההון העצמי לאחר מהלכי ארגון מחדש של הפעילות

הונה העצמי של גלובל הוכפל בשנת 2007, עקב מיזוג פעילות החכרת המטוסים ונכסי מקרקעין מסוימים של חברת האם לשעבר – גלובל החכרת מטוסים (2005) בע"מ, בהתאם לתנאי המיזוג בין אל-על לבין כנפיים. יחס ההון העצמי למאזן ליום 30.9.2007 הינו גבוה משמעותית מהיחס שנרשם בשנת 2006.

בתוספת המימון וארגונו מחדש שחלקו ביצעה גלובל לאחר תאריך המאזן, ירד היחס פרופורמה הון למאזן. יחס החוב לקאפ רשם עליה ב 30.9.2007 בהשוואה ליחס שנרשם ב 31.12.2006 ורושם עליה נוספת בהוספת המימון מחדש, כאמור לעיל.

איתנות פיננסית טובה המתבטאת ברמת המינוף וביחסי הכיסוי המהירים

רמת המינוף של גלובל הינה סבירה בהשוואה לחברות מסוגה, (בהתחשב בתוספת חוב לאחר תאריך המאזן, בעקבות מימון מחדש של מספר הלוואות). יחסי הכיסוי של גלובל טובים: יחס החוב ל-EBITDA פרופורמה ליום 30.9.2007, בהתחשב בתוספת החוב, כתוצאה מהמימון מחדש לאחר תאריך המאזן ובגילום שנתי של תרומת עסקת TUI ל-EBITDA, מצביע על יחס כיסוי מהיר יחסית.

גלובל: סיכום חוזקות וסיכונים

חוזקות: ענף החכרת המטוסים מאופיין ברמת סיכון בינונית, בעיקר הודות לקיומו של נכס בסיס חזק ונייד, המשמש בטוחה לחוב ומצמצם את החשיפה לסיכון העסקי של הלקוחות; לקבוצה ניסיון עשיר של כ-20 שנה, מומחיות, מוניטין וקשרים עסקיים; צוות מצומצם ומתמחה; נגישות למקורות מימון בארץ ובעולם; מדיניות פיננסית שמרנית; פיזור בדגמי המטוסים; סינרגיה אפשרית עם אל-על; רווחיות על פני שנים; תשואה היסטורית גבוהה על ההשקעה בהון עצמי (כ-22.7%); תזרים מזומנים גבוה ויציב מפעילות שוטפת; איתנות פיננסית טובה, כפי שמתבטאת ברמת המינוף וביחסי הכיסוי; מבנה חזק של הון חוזר – ברוב העסקאות עולים תשלומי החכירה החודשיים יחד עם הרזרבות לשיפוצים, על תשלומי החברה בגין חובותיה.

סיכונים: תחום החכרת המטוסים מושפע באופן ישיר מהמצב הכללי בתחום התעופה, אך רגיש פחות לעומתו למצב השוק העולמי; חשיפה לירידת ערך המטוסים; התמודדות בתחרות עולמית מול חברות ענק-יחד עם זאת, היותה של גלובל קטנה מאוד, במונחי השוק העולמי, מעמידה מולה גמישות ביקוש גבוהה מאוד; פיזור נמוך של לקוחות, בעלי דירוג אשראי ספקולטיבי; חשיפה גבוהה לשינויים חדים בשיעורי הריבית - החברה מממנת את רכישת המטוסים על פי רוב בריבית משתנה, בעוד תזרימי המזומנים, הנובעים לה מהסכמי החכירה, הינם קבועים (החברה מבצעת עסקאות הגנה חלקיות); עמידה באמות מידה פיננסיות מול הבנקים המממנים.

אל על נתיבי אוויר לישראל (39.33%)

מיצוב גבוה מאוד כחברת התעופה הגדולה בישראל בעלת מעמד של מוביל נקוב במרבית הקווים

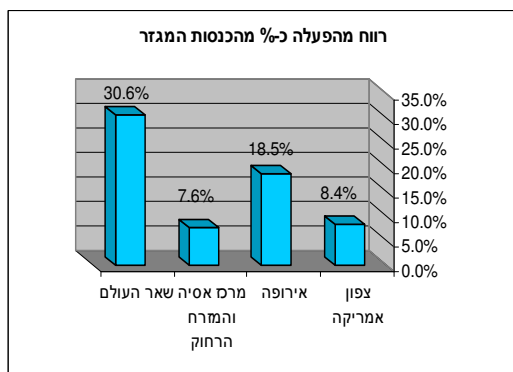
אל על הוקמה בשנת 1948 והייתה חברה ממשלתית עד לחודש יוני 2004, בו ירדו החזקותיה של מדינת ישראל אל מתחת ל-50%. אל על הופרטה ונרשמה למסחר בבורסה לני"ע בת"א בחודש יוני 2003. במהלך השנים 2003-2005 רכשה כנפיים מניות ואופציות של אל על, וכן מימשה אופציות בשנת 2007, בהשקעה כוללת של כ-72 מיליון דולר. בינואר 2005 עברה השליטה באל על לידי כנפיים. כנפיים מחזיקה כ-39.33% מהון המניות של אל על והינה בעלת השליטה בחברה. בנוסף לכך, מחזיקים בחברה מר גינבורג פנחס (7.69%), תאגיד עובדי אל על (6.56%), גבי בורוביץ תמר (0.05%), והיתרה בידי הציבור (46.37%). נוסף על כך מחזיקה מדינת ישראל במניית מדינה מיוחדת.

אל על משמשת כמוביל האווירי הנקוב של מדינת ישראל (מוביל אווירי אשר הוסמך על ידי שר התחבורה להפעיל קו תעופה סדיר, שהוסכם עליו בהסכם עם מדינה זרה, שמדינת ישראל או ממשלת ישראל היא צד לו), במרבית הקווים הבינ"ל הפועלים מישראל ואליה. עיקר פעולתה של אל על, בעצמה או באמצעות חברות בנות הינה בהובלת נוסעים (כ-84% מסך ההכנסות, בשנת 2006) ומטען (14%, בשנת 2006), באמצעות טיסות סדירות וכן טיסות שכר (נוסעים בלבד, על ידי חברת הבת-סאן דור). אל על עוסקת גם בהחכרת ציוד טיסה, במתן שירותי תחזוקה בנמל האם שלה, במכירת מוצרים פטורים ממכס, ובאמצעות חברות מוחזקות – בפעילויות נלוות, שהעיקריות שבהן הן ייצור ואספקת מזון למטוסים וניהול מספר סוכנויות נסיעה.

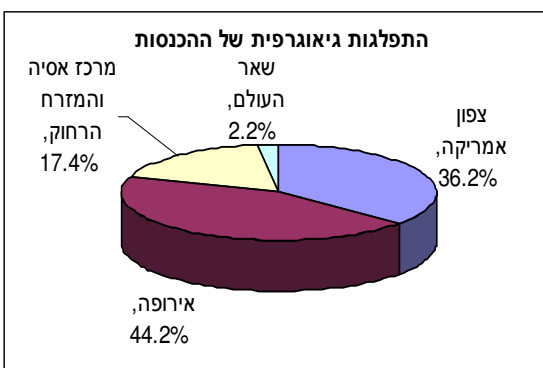
נכון לדצמבר 2007, קבוצת אל על מפעילה טיסות במטוסי נוסעים לכ- 40 יעדים, בכ- 30 מדינות באירופה, צפון אמריקה, המזרח הרחוק, מרכז אסיה ויעדים נוספים. בשנת 2007 הפעילה אל על כ- 200 טיסות שבועיות בממוצע לכל כיוון. בנוסף לטיסות המופעלות על ידה, משווקת אל על טיסות במסגרת הסכמים עם חברות תעופה אחרות (Interline Agreements Code), המאפשרים לנוסעים בטיסות סדירות להשתמש בכרטיסי טיסה שהונפקו ע"י חברה אחת, בטיסות של חברת תעופה אחרת. כמו כן מפעילות חברות התעופה הסדירות טיסות במסגרת "קוד משותף" (Share Code), נכון לינואר 2008 לאל על 10 הסכמי קוד משותף עם חברות תעופה אחרות. צי מטוסי הנוסעים מונה, נכון לינואר 2008, 26 מטוסים בבעלות ו- 6 מטוסים חכורים, כולם מתוצרת בואינג. אל על מתכננת בשנים הקרובות תהליכי רכישה ו/או חכירה של 7 מטוסים נוספים. צי מטוסי המטען מונה כיום 3 מטוסי מטען וכן מטוס אחד יסיב (ניתן להסבה בין מטען לנוסעים), כל מטוסי המטען הם מתוצרת בואינג, ונמצאים בבעלות אל על.

מרכז אסיה והמזרח הרחוק מהווים את מגזר הצמיחה הגיאוגרפי הבולט בשנים האחרונות. הפעילות בצפון אמריקה ובאירופה הינה ריכוזית יחסית ומרכיבה את עיקר ההכנסות

התפלגות גיאוגרפית של הרווחיות, נתוני 2007.9.30



התפלגות גיאוגרפית של ההכנסות, נתוני 2007.9.30



מגזר אירופה אחראי למרבית ההכנסות של אל על בכל השנים האחרונות, גם לאחר הורדת הקווים לתורכיה ולקפריסין בשנת 2007. אזור חבר העמים במזרח אירופה מהווה חלק ממגזר זה ומפגין צמיחה גבוהה מאוד בשנים האחרונות. המגזר הדומיננטי השני הינו צפון אמריקה, הכולל ארבעה יעדים עיקריים: ניו יורק, לוס אנג'לס, טורונטו ומיאמי. קיימת שונות מהותית ברמת הרווחיות בין המגזרים הגיאוגרפיים השונים, הנובעת מרמת התחרות, המרחק ליעדים ומשתנים תפעוליים רבים נוספים. הרווחיות התפעולית של שני המגזרים הדומיננטיים - אירופה וצפון אמריקה - שופרה במהלך שנת 2007. בצפון אמריקה - כתוצאה ממעבר לטיסות ישירות ללוס אנג'לס ולמיאמי, ובאירופה - כתוצאה מהפסקת הטיסות לתורכיה ולקפריסין. מגזר מרכז אסיה והמזרח הרחוק מתאפיין ברמת צמיחה גבוהה מהממוצע.

אל על משקיעה מאמצים ניכרים בטיפוח מגזר הפרימיום שהינו בעל תרומה משמעותית להכנסות ולרווח

לא על נתח שוק משמעותי במגזר הפרימיום בנתב"ג. אל על מציעה את מגוון היעדים הרחב ביותר למגזר זה, מבין חברות התעופה בנתב"ג. אל על משקיעה מאמצים כספיים ושיווקיים ניכרים במגזר, עם דגש על איכות ונוחות המושבים וחוייית הטיסה. כחלק מאמצעי השיווק והגברת נאמנות הנוסעים, מציעה אל על הטבות מיוחדות לנוסעים הנמנים עם מועדון "הנוסע המתמיד", המבוסס על מאגר מידע רשום. מועדון "הנוסע המתמיד" מונה מאות אלפי חברים ובו מספר דרגות, על פי רמת פעילות החברים. תנועת חברי המועדון בשנת 2006 היוותה כ- 31% מכלל תנועת הנוסעים באל על. מגזר הפרימיום היה בין מחוללי הצמיחה הבולטים של אל על בשנים האחרונות.

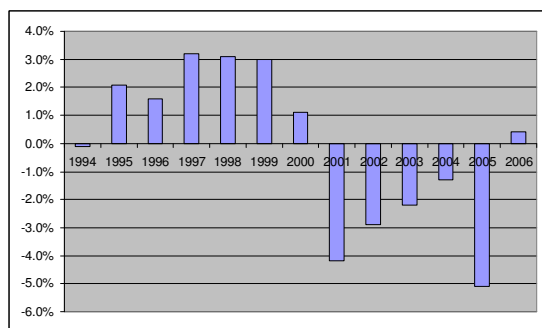
האסטרטגיה המוצהרת של אל על מדגישה בעיקר התייעלות תפעולית במישורים השונים של הפעילות, לרבות במבנה צי המטוסים

לא על תכנית אסטרטגית לתקופה של חמש שנים ("אל על 2010"). בין הנושאים עליהם הצהירה אל על בדוחות הכספיים: הוספת תחומי פעילות משיקים או משלימים לפעילות הליבה שלה, כגון: תחזוקה, תיירות, שירותי קרקע ועוד וכן בחינה וקידום של שיתופי פעולה עם חברות תעופה עולמיות. פיתוח מנועי צמיחה - פיתוח מגזר הפרימיום, מכירת מוצרים פטורים ממכס, שיווק אינטרנטי, הקמת האנגר חדש למתן שירותי תחזוקה לחברות זרות ועוד. רענון הדרגתי של צי המטוסים, תוך צמצום מגוון הדגמים, על מנת להוזיל עלויות הכרוכות בהכשרת הטייסים והצוותים וצמצום הוצאות התחזוקה, המלאי והמנועים. עיבוי הקווים הנוכחיים, על מנת לשפר את הגמישות לנוסע. לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, בשנת 2007, במהלך הרבעון הרביעי, חילקה אל על לראשונה דיבידנד בסך של כ- 37.2 מיליון ₪ ובינואר 2008 חילקה דיבידנד נוסף בסך של כ- 11.6 מיליון ש"ח.

ענף התעופה מאופיין ברמת סיכון גבוהה, המשתקפת ברמת הדירוגים של חברות התעופה בעולם

ענף התעופה העולמי מאופיין ברמת סיכון עסקי גבוהה, כתוצאה משורה של מאפיינים שליליים הכוללים בין השאר:

שיעור רווח נקי של 150 חברות התעופה הגדולות בעולם *1994-2006



* מקור: סקירת יאט"א לשנת 2007. ** שנת 2005 כוללת הפרשה בסך של 20.5 מיליארד דולר של יונייטד אירליינס

רווחיות נמוכה - ענף התעופה מתאפיין ברווחיות נמוכה, כתוצאה מרגישות למצב הכלכלי והביטחוני בעולם: בבחינת הרווחיות הנקייה של 150 חברות התעופה הגדולות בעולם, עולה כי עד שנת 2006 נרשם הפסד נקי, מאז עבר הענף לרווחיות, שהינה נמוכה ושבירית. גורמים כגון עליית מחירי הדס"ל, תקופת שפל כלכלי, מצב בטחוני מעורער ועוד, עשויים בקלות להפוך את הרווחיות להפסד. **תחרות גבוהה**, שהתגברה בשנים האחרונות ע"י כניסה אגרסיבית של מפעילים חדשים מסוג Low Cost Carrier ועל ידי מגמה של רכישות ומיזוגים בענף;

מרכיב גבוה של עלויות דלק המצוי במגמת התייקרות מתמשכת (הדס"ל מהווה כ- 25-30% מסך ההכנסות של חברות התעופה בממוצע בשנתיים האחרונות); מבנה הוצאות המתאפיין **במרכיב גבוה של עלויות קבועות**; רגישות גבוהה למצב הכלכלי והביטחוני העולמי; צרכי הון גבוהים למימון ההשקעות במטוסים; עונתיות חזקה, המאפיינת את תנועת הנוסעים בענף. לצד נקודות החולשה האניהרנטיות לפעילותן של חברות התעופה בעולם, ניכר כי הענף התחזק במהלך העשור האחרון, בעקבות אירועי הטרור בשנת 2001, שהובילו להתייעלות מקיפה של החברות הגדולות, לעלייה בפרודקטיביות, למיזוג בין חברות והגנה על חברות שנקלעו לקשיים. הענף מאופיין בחסמי כניסה גבוהים מאוד הנובעים מההשקעות ההוניות המאסיביות. כמו כן, מאופיין הענף ברגולציה גבוהה, המסדירה את הכללים והתחרות.

מעמדה הגיאוגרפי-פוליטי של ישראל, גודלה ומצבה הביטחוני הם בין הגורמים המשנים את מפת הסיכונים של ענף התעופה בישראל בהשוואה לענף העולמי

הענף המקומי מאופיין במפת סיכונים שונה במידה מסוימת בשל המאפיינים הגיאופוליטיים הייחודיים של ישראל: השוק הישראלי מתאפיין בבדידות אזורית ועסקית. בשל מיקומה ובדיודה הגיאוגרפי של ישראל, לא קיים תחליף תחבורתי למעבר בין מדינות, בשל כך - שער הכניסה המרכזי של נוסעים ותיירים לישראל הוא דרך האוויר; היעדר יחסים כלכליים מפותחים עם מדינות האזור והעדר היכולת להפעיל בצורה יעילה טיסות למזרח ובמיוחד המזרח הרחוק (אזור המרכז את עיקר הגידול בפעילות הכלכלית והתעופתית) אין ביכולת חברות התעופה הישראליות

ליצור HUB ולהגדיל את נפח פעילותו, ועל כן אינו מאפשר למובילים ישראלים לעשות שימוש ב"חופש שישי"- טיסות המשך דרך נמל הבית; תנועת הנוסעים מישראל ואליה מאופיינת בתנודתיות קיצונית ובתלות גבוהה במצב הביטחוני, אך תנועת הנוסעים הישראליים מושפעת ברמה נמוכה יותר; עלויות ביטחון טיסה כבדות ביותר למפעילים ישראלים; מניעת הכנסות מהתעופה הישראלית, כתוצאה מאיסור טיסה ליעדים מסוימים; הפעלת נתיבי טיסה ארוכים מהנדרש ליעדים מסוימים.

יאט"א חוזה כי שנת 2008 תהיה פחות טובה לענף התעופה העולמי בהשוואה לשנת 2007 - בעיקר בשל העלייה במחירי הדלקים ומשבר האשראי

על פי נתוני יאט"א, תנועת הנוסעים הבינ"ל בתקופה 1-9.2007 גדלה בשיעור של כ- 7.3%, בשיעור של כ- 5.9% בשנת 2006, ובשיעור של כ- 7.6% בשנת 2005. בנוסף, שיעור התפוסה בשנת 2006 עמד על כ- 76% בהשוואה לכ- 75.1% בשנת 2005. עוד עולה כי לראשונה מאז שנת 2000, עבר הענף לרווחיות, בעיקר בעקבות קיצוץ חד בעלויות מאז 2001, הכולל: עלויות שאינן קשורות לדלק ירדו בכ- 16%, פרודוקטיביות העבודה עלתה ב- 64%, הוצאות מכירה ושיווק ירדו ב- 25%. אך גם לאחר התייעלות זו, המרווח הנובע הינו 1.1% בלבד.

בבחינת ההכנסות של חברות התעופה בעולם, מובחנת מגמת עלייה רצופה החל משנת 2003, לאחר ההתאוששות ממשבר הטרור בשנים 2001-2002. בסיכום לשנת 2007 מציגה יאט"א תמונת מצב מעורבת: עלייה חדה במחירי הדלק בשנת 2007, שקוזה חלקית בעקבות עלייה בתנועת הנוסעים והעלייה בהכנסות (בכ- 8.4%). תהליכים אלו עזרו לחברות התעופה לסיים את שנת 2007 ברווח מצרפי של 5.6 מיליארד דולר.

יאט"א הורידה לאחרונה בחדות את תחזית רווחיות הענף לשנת 2008, לכ- 5 מיליארד דולר, לעומת תחזית קודמת של כ- 7.8 מיליארד דולר, הן בשל עלייה אגרסיבית במחירי הדלק והן בשל משבר האשראי, הצפוי להאט את קצב גידול ההכנסות לכ- 4.7%, ואת הגידול בתנועת הנוסעים לכ- 4%. להערכת יאט"א, תנאי שנת 2008 צפויים להיות קשים יותר מאלו של שנת 2007, שנהנתה, במרבית השנה, מאווירה כלכלית גלובלית חיובית, שקיזזה את השפעת עליית מחירי הדלק. אך עם משבר האשראי הכול משתנה - להערכת יאט"א, הגיע המשק העולמי לשיאו במחזוריות הכלכלית, כאשר החוב של הענף עדיין מאד גבוה, וכרית המזומנים שלו בבנקים - מאד קטנה, יחסית לצרכי הירידה הצפויה, להערכתם, לחול בקרוב.

ניתוח פיננסי

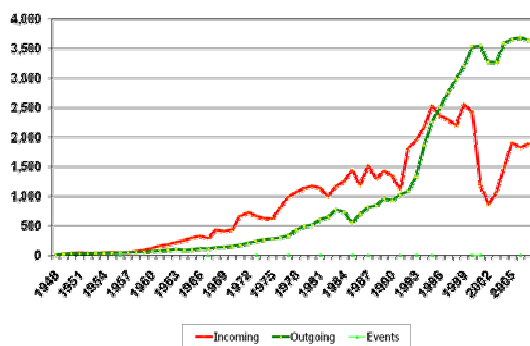
תוצאות עיקריות מדו"ח רווח והפסד

	FY 2004	FY 2005	FY 2006	1-9.2006	1-9.2007	(במיליוני \$)
הכנסות	1,386	1,619	1,665	1,249	1,408	
% גידול ההכנסות	18.7%	16.8%	2.8%		12.8%	
רווח גולמי	315	376	271	204	298	
הוצאות הנה"כ	81.8	88.8	92.0	67.6	66.0	
רווח תפעולי	57.9	88.9	(8.5)	0.6	72.4	
EBITDA	169	197	126	104	173	
הוצאות מימון	17.5	20.6	29.5	21.9	27.0	
רווח נקי	33.1	64.1	(33.9)	(18.0)	40.2	
% רווח גולמי	22.7%	23.2%	16.3%	16.3%	21.1%	
% הוצאות הנהלה וכלליות	5.9%	5.5%	5.5%	5.4%	4.7%	
% רווח תפעולי	4.2%	5.5%	-0.5%	0.0%	5.1%	
EBITDA %	12.2%	12.2%	7.5%	8.3%	12.3%	
% הוצאות מימון	1.3%	1.3%	1.8%	1.8%	1.9%	
% רווח נקי	2.4%	4.0%	-2.0%	-1.4%	2.9%	

* בשנים 2004 ו-2005 הנתונים הינם לפני הצגה מחדש שבאה לידי ביטוי בדוחות 2006-2007

גידול בהכנסות בשנים האחרונות כתוצאה מגידול בתנועת הנוסעים

בשנים 2004 ו-2005 רשמה אל על גידול חד בהכנסות - תנועת הנוסעים אל ומישראל מאז 1948 (נתוני אל על)



בשיעור של כ-19% וכ-17%, בהתאמה, מרביתו נוסעים. הגידול בהכנסות נבע מגידול בתנועת הנוסעים מישראל ואליה בשנים אלו, נוכח המחזוריות הכלכלית החיובית בישראל ובעולם, והתמתנות ברמת המתיחות הביטחונית בישראל. נתח השוק של אל על בתנועת הנוסעים בנתב"ג נותר יציב. שנת 2006 עצרה את מגמת הצמיחה, וזאת בשל מלחמת לבנון השנייה, שפגעה בשיא עונת התיירות בישראל, והאטה את תנועת הנוסעים לישראל.

על רקע ההאטה החדה בשנת 2006, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 נרשם גידול של כ-13% בהכנסות.

יציבות בשיעורי הרווחיות הגולמית ושיפור ברווחיות התפעולית, חרף העלייה החדה במחירי הדלקים ובחלקם בהוצאות. שנת 2006 בולטת לרעה ברווחיות בשל המלחמה, לאור מרכיב גבוה של הוצאות קבועות והמשך האמרת מחירי הדלקים

בשנים 2003-2005 רשמה אל על רווח גולמי בשיעור ממוצע של כ-23% ותזרים תפעולי (EBITDA) בשיעור של כ-12% מההכנסות. בשנת 2006 חלה ירידה חדה ברווחיות הגולמית והתפעולית, בעיקר בשל ההאטה בהכנסות והמשך האמרת מחירי הדלקים. יש לציין כי במצב הביקושים באותה שנה התקשתה אל על לגלגל את עליית מחירי הדלקים על כרטיסי הטיסה. יש לציין עם זאת, כי החברה מבצעת גידור למחירי הדלקים, ובשנת 2006 זכתה להכנסות משמעותיות בגין גידור זה, אשר תרמו לרווחיות. לחברה מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, הכוללות בעיקר שכר ונלוות, פחת, דמי חכירה והוצאות תחזוקת מטוסים.

ניכרת עליה הדרגתית לאורך השנים בשיעור שמהוות הוצאות על דס"ל ביחס למחזור הפעילות

העלייה נובעת בעיקר מייקור עלויות האנרגיה במהלך השנים. מדיניות ההגנה הפיננסית הינה מדיניות "גידור מתגלגל"¹, לטווח של 24 חודשים, הקובעת את מסגרות הצריכה העתידיות של דס"ל, שיש לכסות באמצעות עסקאות גידור פיננסיות. בשנים 2004-2006 קיבלה החברה החזרי גידור של כ-40-60 מיליון דולר כל שנה, ובמהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2007 הסתכמו החזרים אלה בכ-1.7 מיליון דולר.

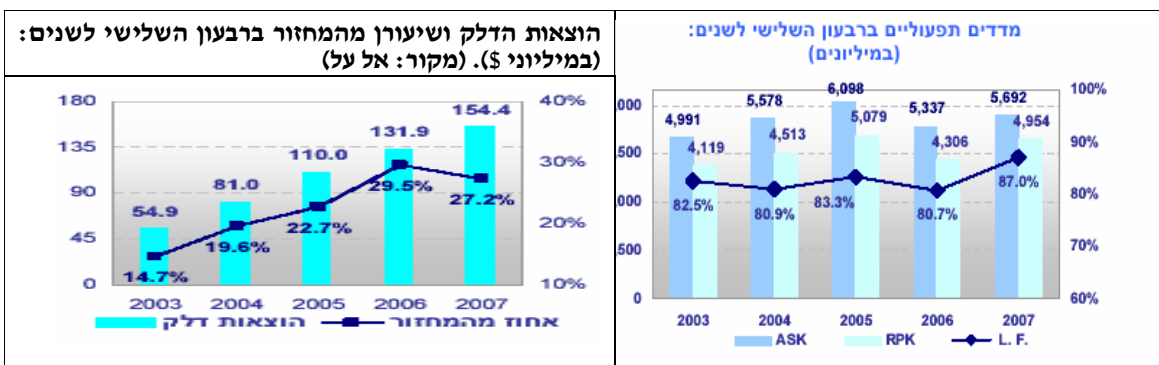
יעילות תפעולית גבוהה לצד התייעלת בהוצאות השכר. לאורך השנים האחרונות מציגה אל על שיעור רווחיות תפעולית גבוה יחסית לממוצע העולמי

מדד התפוקה המרכזי המקובל בענף התעופה לגבי מטוסי נוסעים הוא שיעור התפוסה – LF (Passenger Load Factor), המחושב על ידי נוסע-ק"מ מוטס (RPK מס' הנוסעים בתשלום כפול המרחק המוטס) כאחוז ממושב-ק"מ זמין (ASK – מספר המושבים שהוצעו למכירה כפול המרחק המוטס). בשיא הביקושים (אוגוסט) כושר הייצור של קבוצת אל על מגיע קרוב למלוא פוטנציאל התפוקה. ניתן לראות כי ברבעון השלישי לשנת 2007 רשמה אל על שיעור שיא של 87%, שהינו שיעור גבוה, על פי כל קריטריון בתעשייה. הנובע, בין השאר, מהתייעלות בקווי הטיסה אותם היא מפעילה.

על פי נתוני יאט"א, שיעור הרווחיות התפעולית הממוצעת של חברות תעופה בעולם עמד על כ-3% בשנת 2006, שהייתה שנה טובה יחסית לתעשייה.

¹ ההגנה מבוצעת על 80-50 מהצריכה, כאשר ככל שטווח הזמן קרוב יותר - חלקו של החלק המוגן גדול יותר, וככל שטווח זמן הצריכה מתרחק - שיעור הצריכה המוגן - הולך ויורד, כך שלפחות 20% מהצריכה תהיה מוגנת ל-24 חודשים הבאים.

בשנים 2000-2003 רשמו חברות התעופה בעולם הפסדים תפעוליים. אל על בולטת לטובה בשיעור רווחיות תפעולי של 4-5% בשנים 2004-2007, למעט שנת 2006 בה נרשם הפסד תפעולי של 0.5%. לאורך השנים 2004-2006 וכן תשעת החודשים הראשונים לשנת 2007, ניכרת ירידה בשיעור הוצאות הנהלה וכלליות מתוך כלל הכנסות החברה, בין השאר, בשל צמצום במספר העובדים.



תזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת הודות להון חוזר שלילי הנובע מהכנסות מראש

אל על מאופיינת בתזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת לאורך זמן, הנובעים מתזרים תפעולי גבוה ומהכנסות מראש, בגין מכירת כרטיסי טיסה שטרם מומשו – המשפיעות לטובה על צורכי ההון החוזר בתקופות של עלייה בהיקף הפעילות. בשנת 2007 שימשו תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, לצד הגידול בחוב הפיננסי, בעיקר להשקעה ברכישה ואחזקה של מטוסים. בשנת 2006 נרשם החזר נטו של חוב פיננסי.

אל על: תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת והשקעות ברכוש קבוע

FY 2004	FY 2005	FY 2006	1-9.2006	1-9.2007	(במיליוני \$)
33.1	64.1	-33.9	-18.0	40.2	רווח נקי
138.4	152.9	99.8	89.8	146.2	תזרים מפעילות שוטפת לפני הון חוזר FFO
37.9	30.7	-1.4	-19.4	56.2	שינויים בהון חוזר
176.3	183.6	98.1	70.1	178.1	סך תזרים מפעילות שוטפת CFO
-48.6	-82.8	-128.9	-104.8	-221.2	השקעות ברכוש קבוע CAPEX
0	0	0	0	0	דיבידנד
127.7	100.8	-30.8	-34.7	-43.2	תזרים חופשי FCF
760.2	703.1	671.2	650.9	801.6	סך החוב הפיננסי
4.5	3.6	5.3	4.7	3.5	חוב ל- EBITDA
5.5	4.6	6.7	5.4	4.1	חוב ל- FFO
4.3	3.8	6.8	7.0	3.4	חוב ל- CFO
6.0	7.0	שלילי	שלילי	שלילי	חוב ל- FCF

* בשנים 2004 ו-2005 התונים הינם לפני הצגה מחדש שבאה לידי ביטוי בדוחות 2006-2007

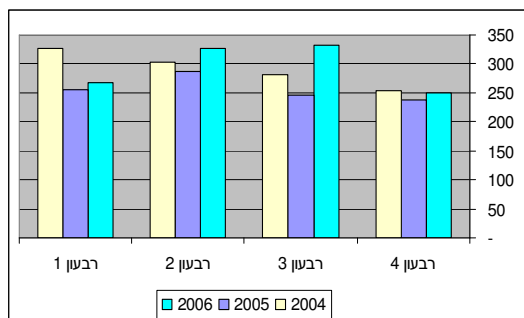
אל על: תמצית מאזן

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	במיליוני \$
64.6	93.9	146.2	89.1	מזומנים ושווי מזומנים
86.6	112.8	4.7	183.6	השקעות לזמן קצר
111.2	126.7	132.5	171.4	לקוחות
32.6	45.8	47.3	58.8	חייבים ויתרות חובה
10.0	69.1	47.8	22.9	מסים נדחים ומלאי
305.1	448.4	378.6	525.9	סך רכוש שוטף
17.3	10.5	9.4	9.9	השקעות לז"א ורכוש אחר
1,188.9	1,163.8	1,176.5	1,293.8	רכוש קבוע
1,511.3	1,622.7	1,564.5	1,829.6	סך נכסים
79.2	75.7	105.1	65.5	אשראי לז"ק מתאגידים בנקאיים
136.1	155.0	145.0	182.7	ספקים ונותני שירותים
271.0	324.5	332.7	402.1	זכאים ויתרות
486.3	555.3	582.8	650.2	סך התחייבויות שוטפות
680.9	627.4	566.1	736.2	הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים
156.6	120.5	126.2	68.6	התחייבויות לסיוע יחסי עובד מעביד נטו
4.6	48.5	75.3	61.8	מסים נדחים והתחייבויות אחרות לז"א
182.8	271.0	214.1	312.7	הון עצמי
-224.4	-160.3	-139.4	-99.3	מתוכו יתרת הפסד
1,511.3	1,622.7	1,564.5	1,829.6	סך התחייבויות והון

* בשנים 2004 ו-2005 הנתונים הינם לפני הצגה מחדש שבאה לידי ביטוי בדוחות 2006-2007

נכסי אל על כוללים בעיקר את צי המטוסים. אל על נוהגת לשמור על יתרות מזומנים גבוהות, כתוצאה מהעונתיות ומהמחזוריות המאפיינת את הענף. נכסים אלו ממומנים בעיקר בחוב פיננסי, וכן מהכנסות מראש, הנובעות ממכירת כרטיסים שטרם מומשו.

אל על - גרעון בהון החוזר לפי רבעונים, בשנים 2004-2006, במיליוני דולר



לאורך שנים לאל על גרעון בהון החוזר, הנובע משני מרכיבים עיקריים בהתחייבויות לז"ק: ההכנסות מראש בגין מכירת כרטיסים והחלויות השוטפות של ההלוואות לז"א. מבנה המאזן משתנה מהותית בין הרבעונים בהתאם לרמת הפעילות.

איתנות פיננסית טובה המתבטאת ברמת מינוף סבירה ויחסי כיסוי מהירים יחסית. בשנת 2007 נרשם זינוק בהון העצמי, בין השאר, כתוצאה מהתחשבנות מול ממשלת ישראל בגין קופת הפיצויים לעובדים

ההון העצמי של אל על רשם גידול חד של כ- 100 מיליון דולר בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2007, לעומת שנת 2006, אשר נבע מהרווח הנקי לתקופה (כ- 40 מיליון דולר), מימוש כתבי אופציה למניות (כ- 32 מיליון דולר), וכן מתקבולים על חשבון חוב של ממשלת ישראל (כ- 25 מיליון דולר). יתרת החוב הפיננסי של אל על ליום 30.9.2007 הסתכמה בכ- 802 מיליון דולר, מרביתן הלוואות לז"א וחלויות שוטפות בגין מימון הרכוש הקבוע. יחס החוב לקאפ שמר בשנים האחרונות על יציבות בסביבות 68%-69%.

אל על: חוב פיננסי ויחסי מינוף וכיסוי

FY 2004	FY 2005	FY 2006	1-9.2007	(במיליוני \$)
943	1,020	960	1,176	CAP
760	703	671	802	חוב פיננסי
609	496	520	529	חוב פיננסי נטו
183	271	214	313	הון עצמי
12.1%	16.7%	13.7%	17.1%	הון עצמי / מאזן
80.6%	68.9%	69.9%	68.2%	חוב פיננסי / CAP
76.9%	61.0%	64.3%	58.6%	חוב נטו / CAP נטו
4.5	3.6	5.3	3.5	חוב ל- EBITDA
5.5	4.6	6.7	4.1	חוב ל- FFO
4.3	3.8	6.8	3.4	חוב ל- CFO

אל על: סיכום חוזקות וסיכונים

חוזקות: מעמד עסקי חזק מאוד בשוק התעופה בישראל ובתפוצות ישראל, בהיותה "המוביל הלאומי" מאז קום המדינה. מעמד זה מתבטא בנתח שוק גדול ויציב בתנועת הנוסעים בנתב"ג. יתרון לגודל מול מתחרותיה הישראליות; אל על נהנית מנתח שוק גבוה במגזר הפרימיום, המתאפיין ברווחיות גבוהה ובקצב גידול שנתי מרשים; יעילות תפעולית גבוהה המתבטאת ברמת רווחיות טובה יחסית לענף; שילוב של החזקת מטוסים בבעלות ובחכירה מקנה גמישות תפעולית; מספר מנועי צמיחה, נוסף לפעילות הליבה, המאופיינים ברמת רווחיות גבוהה מאוד, ביניהם: מכירת שרותי תחזוקה, מכירת מוצרים פטורים ממכס בטיחות, מכירת כרטיסי טיסה באינטרנט; תזרימי מזומנים חזקים ויציבים מפעילות שוטפת; מדיניות פיננסית שמרנית, המדגישה שמירה על יתרות מזומנים גבוהות לאורך השנים לצד גידור סיכונים שוק; האיתנות הפיננסית הינה טובה יחסית, בהתחשב במבנה החוב, יחס החוב לקאפ ויחסי הכיסוי המהירים; אסטרטגיה מוטת צמיחה בשנים האחרונות הובילה לגידול בהיקף הפעילות. בשנים הקרובות החברה מדגישה התייעלות תפעולית לצד הצמיחה בהכנסות.

סיכונים: חשיפה לענף התעופה, המאופיין ברמת סיכון גבוהה, ובפרט: מחזוריות כלכלית גבוהה, עונתיות חזקה, חשיפה למחירי הדלק, מרכיב הוצאות קבועות גבוה, רגישות של יחסי העבודה; אירועים מדיניים או ביטחוניים, פיגועי טרור באזורנו או בעולם, משפיעים, באופן מיידי, לרעה על הביקוש להולכת נוסעים ומטען; מעמד דומיננטי במדינת ישראל חושף אותה לאירועים ביטחוניים וכלכליים מקומיים; חשיפה מטבעית, תחת מדיניות הגנה של עד 50% מהחשיפה; צורכי הון גבוהים לצורך השקעות ברכוש קבוע יוצרים תלות גבוהה במוסדות האשראי וחשיפה לשינויים בשערי הריבית; איבוד הבלעדיות של מוביל נקוב, החל מינואר 2008, עשוי להחליש מעמדה בענף; למדיניות תעופה ליברלית והגברת התחרות, השלכות שליליות, לפחות בטווח הקצר, על אל על, זאת על פי בדיקה שערכה רשות התעופה האזרחית בקשר להסכם שמיים פתוחים מול האיחוד האירופי, הוערך כי אבדן ההכנסות למובילים ישראלים יעמוד על היקף משמעותי.

סולם דירוג התחייבויות

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

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 שאליה 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 : CTK05030860M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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 צריכים 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.