

ישראייר תעופה ותיירות בע"מ

בחינת ירידת ערך מוניטין ישראייר תעופה ותיירות בע"מ

ליום 31 בדצמבר, 2023

הקדמה והגבלות אחריות

פרומתאוס יעוץ כלכלי בע"מ (להלן: "פרומתאוס" או "הפירמה") נתבקשה על ידי ישראיר גרופ ישראלים בע"מ (להלן: "הלקוח" או "הקבוצה" או "ישראיר גרופ") להכין הערכת שווי של פעילות חברת ישראיר תעופה בע"מ (להלן: "החברה"), לתאריך 31.12.2023 (להלן: "חוות הדעת" או "העבודה"). חוות הדעת מיועדת לשימוש של הלקוח. אין לעשות בחוות דעת זו כל שימוש אחר, ללא קבלת אישור הפירמה מראש ובכתב.

הערכות כלכליות נועדו לשקף באופן סביר והוגן מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד, אומדנים ותחזיות ובכלל זה מידע צופה פני עתיד (כהגדרתו בחוק ני"ע התשכ"ח-1968), שהתממשותו אינה ודאית. בהתאם, חוות דעת זו תקפה למועד חתימתה בלבד, והיא מבוססת על מידע מהלקוח או מהחברה או ממי מטעמם וממקורות נוספים ובכלל זה היא עשויה לכלול דוחות כספיים, הערכות, תחזיות ושומות (להלן "המידע"). חוות הדעת מתארת את עיקרי המידע, הניתוחים ונהלי הבדיקה שבוצעו אך התיאור איננו בהכרח מלא או מפורט. יודגש כי הפירמה אינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע והיא מניחה שהמידע הינו מהימן. לפיכך חוות הדעת אינה מהווה אימות לנכונות, לשלמות ולדיוק המידע והיא אינה כוללת ביקורת לגבי התאמתו לכללי החשבונאות. הפירמה אינה אחראית להשלכות צורת ההצגה (חשבונאית או אחרת) של המידע במידה וקיימות. המידע מבוסס בחלקו על ידע קיים למועד חוות הדעת, וכן על הנחות וציפיות שונות הנוגעות הן לחברה והן לגורמים חיצוניים רבים, לרבות מצב השוק, מתחרים פוטנציאליים ומצב המשק בכללותו. היה והמידע אינו שלם, מדויק או מהימן, תוצאות חוות הדעת עשויות להשתנות, ולכן הפירמה שומרת לעצמה את הזכות לעדכן את חוות הדעת ככל שיתקבל מידע חדש. עם זאת, יצוין כי לא בא לידיעת הפירמה דבר העלול להצביע על חוסר סבירות המידע.

מוצהר בזאת כי אין לפירמה תלות או עניין אישי בחוות הדעת, בחברה, בלקוח ובבעלי השליטה בה, למעט העובדה שהפירמה מקבלת שכר טרחה עבור חוות דעת זו, וכי שכר הטרחה אינו מותנה בתוצאות חוות הדעת. חוות דעת זו אינה מהווה בדיקת נאותות ואינה באה במקומה. כמו כן, היא איננה מיועדת לקבוע שווי עבור משקיע ספציפי ואין בה משום ייעוץ או חו"ד משפטית.

יובהר כי חוות דעת זו אינה מהווה הצעה או המלצה או חוות דעת ביחס לכדאיות ביצוע או הימנעות מביצוע עסקה מכל סוג.

הפירמה, כל חברה הנשלטת על ידה וכן כל בעל שליטה, וכל נושא משרה במי מהן, אינם אחראים (למעט אם פעלו בזדון) לכל נזק, אובדן מוניטין, הפסד, אובדן רווחים, והוצאה מכל סוג, בין אם כל אלה הינם ישירים או עקיפים (להלן "הנזק") שייגרמו למסתמך על חוות דעת זו כולה או חלקה בין אם הנזק נצפה או לא. הלקוח לא יאה זכאי לקבל מאתנו כל סכום בגין הנזק, בין על פי חוזה או בנזיקין, לפי חוק או אחרת, או כפיצוי עונשי או מיוחד, או בקשר עם תביעות הנובעות או הקשורות באופן אחר עם חוות דעת זו. בנוסף ומבלי לפגוע בכלליות האמור לעיל, ככל שנחויב (בהליך משפטי או אחר) לשלם סכום כלשהו לצד ג' בקשר עם ביצוע חוות דעת זו, מתחייב הלקוח לשפותנו מיד עם דרישתנו הראשונה בגין כל סכום כאמור העולה על פי שלושה משכר טרחתנו, למעט אם פעלנו בזדון. חישובים המוצגים בחוות הדעת בוצעו על מספרים מדויקים אך הוצגו בפורמט מעוגל. כתוצאה, עשויה להיות סטיה לא מהותית בעת סכימה / הכפלה של המספרים המוצגים בעבודה זו. נוסח חתום של העבודה, הוא הנוסח הסופי והיחיד שמחייב. כל מסמך שאינו חתום על ידינו לא יחייב אותנו ולא ייצג את חוות דעתנו. גיליונות עבודה, ניירות חישוב או טיוטות כל שהן הינם מידע פנימי שלנו, ולפיכך, העברת מסמכים אלו במהלך העבודה או אחריה נתונה לשיקול דעתנו הבלעדי.

הקדמה והגבלות אחריות

התקשרויות קודמות עם החברה

הפירמה מכינה מעת לעת חוות דעת כלכליות ונותנת שרותי ייעוץ כלכלי ופיננסי לחברה ו/או ללקוח ולצדדים הקשורים אליהם. להלן פירוט:

סוג העבודה	תאריך העבודה	תקן חשבונאי	מתודולוגיה	הערך שהוערך (מיל' \$)	שיעור היוון	צמיחה פרמנטית
הקצאת עלות רכישה (PPA)	21.01.2021	IFRS3	DCF	מגזרי התעופה והתיירות – \$ 96,685	מגזר תעופה ותיירות – 12.65%	2.42%
בחינת ירידת ערך מוניטין	31.12.2021	IAS36	DCF	מגזרי התעופה והתיירות בינלאומי – \$ 80,382 מגזר תעופה ותיירות פנים ארצי - \$ 20,979	מגזר תעופה ותיירות – 12.21%	2.42%
בחינת ירידת ערך מוניטין	31.12.2022	IAS36	DCF	מגזרי התעופה והתיירות בינלאומי – \$ 81,907 מגזר תעופה ותיירות פנים ארצי - \$ 5,302	מגזר תעופה ותיירות – 14.9%	2.4% 2.8%

- נתונים כספיים ותפעוליים שנמסרו לנו על ידי הנהלת החברה ליום העבודה ולתאריכי השוואה ובכלל זה דוחות כספיים ותחזיות חברה
- נתונים ממאגר המידע בתשלום Capital-IQ
- מערכת Thomson Reuters
- חומר רקע ונתוני שוק, מתוך מידע גלוי המתפרסם באתרי אינטרנט, כתבות בעיתונות או מקורות פומביים אחרים
- חומרים המתפרסם במאגרי מידע פומביים ובאתרי אינטרנט, כתבות בעיתונות או מקורות פומביים אחרים כמפורט בגוף העבודה
- דיונים עם הנהלת החברה

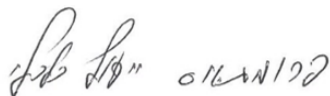
פרטי החברה המעריכה

פרומתאוס ייעוץ כלכלי

פרומתאוס הינה פירמה העוסקת ביעוץ כלכלי ומימוני ובמתן חוות דעת מומחה, בהובלתם של רו"ח יובל זילברשטיין, אייל שבח ורו"ח אלי מלכה. הפירמה מייעצת ללקוחותיה בעסקאות מיזוגים ורכישות (M&A) כמו גם בפרויקטים כלכליים משמעותיים במגוון ענפי משק.

העבודה בוצעה על ידי צוות בראשות רו"ח אלי מלכה, מומחה בעל למעלה מ-12 שנות ניסיון ביעוץ כלכלי וחשבונאי, לרבות הערכת שווי חברות, הערכת נכסים בלתי מוחשיים, מדידה של מכשירים פיננסיים, ייעוץ בנושא אופציות לעובדים וליווי במסגרת הנפקות בארץ ובחו"ל. טרם הצטרפותו לפרומתאוס, שימש כיועץ במחלקת Complex Finance בסומך חייקין רואי חשבון KPMG. למר מלכה תואר ראשון בכלכלה וניהול (B.A), והוא בוגר התכנית ללימודי חשבונאות מהמחלקה לכלכלה באוניברסיטת בר אילן.

בברכה,



פרומתאוס יעוץ כלכלי בע"מ

28.3.2024

תוכן העניינים

פרק	עמוד
תמצית מנהלים	6
פרק א – תיאור פעילות החברה והסביבה העסקית	9
פרק ב – ניתוח דוחות כספיים	14
פרק ג – הערכת שווי	18
נספחים	28



תמצית מנהלים



תמצית מנהלים

תיאור תמציתי של הלקוח

ישראייר גרופ – לשעבר בי. ג'י. איי השקעות (1961) בע"מ (להלן-החברה) הוקמה בישראל בשנת 1961 ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, החל מחודש אפריל, 2005.

ביום 05 בינואר 2021 נמחקו ניירות הערך שלה מהמסחר בבורסה וזאת מאחר והיא לא עמדה בתנאי היציאה מרשימת השימור.

ביום 29 בנובמבר 2021, קיבלה היתר מרשות לניירות ערך לפרסום תשקיף לציבור. החל מינואר 2021 פעילותה היחידה של החברה הינה החזקתה בחברת ישראייר.

תיאור תמציתי של החברה

ישראייר הינה חברת תיירות ותעופה מהגדולות בארץ. פעילויותיה העיקריות כוללות הפעלת טיסות שכר למגוון יעדים מחוץ לישראל, הפעלת טיסות סדירות, טיסות שכר פנים ארציות, ומכירה ושיווק חבילות נופש ותיירות תחת מותגים שונים.

החברה פועלת בשלושה מגזרי פעילות שונים:

(1) תעופה ותיירות בינלאומית; (2) תעופה ותיירות פנים ארצית; (3) תיירות נכנסת.

כיום מפעילה חברת ישראייר טיסות סדירות וטיסות שכר באמצעות 2 מטוסי איירבס 320A אשר בבעלותה, המבצעים טיסות סדירות וטיסות שכר למגוון יעדים.

כמו כן, צי המטוסים לשנת 2024 צפוי להיות – 6 מטוסי איירבס (2 בבעלות, 4 בחכירה יבשה), 2 מטוסים בחכירה רטובה החל מחודש אפריל, ועוד 2 מטוסי איירבס בחכירה יבשה החל מחודש יוני. המטוסים בחכירה יבשה משמשים את החברה לטיסות פנים ובינלאומי, בעוד שהמטוסים בחכירה רטובה הינם לצורך טיסות בינלאומיות בלבד.

מתודולוגיה

בהתאם לתקני החשבונאות, הערכת השווי בוצעה בנפרד עבור כל אחד משלושת מגזרי הפעילות של החברה כפי שהם מצגים בדוחות הכספיים שלה. העבודה עבור מגזר תיירות נכנסת מופיעה במסמך נפרד.

הערכת השווי נערכה על-פי שיטת הוון תזרימי מזומנים (DCF).

מתודולוגיה (המשך)

היוון תזרימי המזומנים הבלתי ממונפים הינה השיטה המקובלת בתורת המימון לצורך הערכת "עסק חי". בניתוח היוון תזרימי מזומנים, שווי פעילות הינו הערך הנוכחי של תזרים המזומנים החופשי הבלתי ממונף המיוצר בתקופת התחזית שנקבעה, ועוד "ערך גרט" המשקף את השווי הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים מסוף תקופת התחזית ועד אינסוף.

העיקרון הבסיסי המונח ביסוד הניתוח הינו כי החברה הנה "עסק חי" ופעיל, אשר יפעל עד אין סוף, ומכאן המטרה היא להגיע לשווי הנוכחי של תחזית זרמי המזומנים עד אינסוף.

הבסיס להערכה בשיטה זו הינו ניתוח ואומדן יכולת העסק ליצור זרמי מזומנים ולהגדיל רווחיות בעתיד. זרמים אלו מהווים בשיעורי היוון מתאימים הנותנים תחום ערכים סביר לפעילויות המוערכות.

ניתוח היוון תזרימי מזומנים הינו מתאים וסביר כל עוד הנחות היסוד עליו הוא נסמך הן נכונות, מדויקות יחסית ומשקפות את העתיד ברמת סבירות גבוהה. בנוסף, הניתוח רגיש לבחירת שיעורי ההיוון המתאימים, שקביעתם היא כשלעצמה משימה לא קלה וסובייקטיבית במידה מסוימת.

כלומר, הניתוח, המודל והתוצאות הינם "טובים" או "נכונים" באותה מידה בה ההנחות העיקריות עליהן המודל נשען לגבי התפתחות בעתיד הן "טובות" ו"נכונות", ושיעורי ההיוון שנבחרו הנם אכן ריאליים.

תחזית תזרימי המזומנים הסתמכה, בין היתר, על תוצאות הפעילות בין השנים 2019-2023 ועל הערכות ותחזיות שנתקבלו מהחברה לגבי השנים הקרובות. פרומתיאוס העריכה, כמיטב יכולתה, את סבירות התממשותם של פרמטרים שונים, בהתבסס על המידע אשר הוצג בפניה, ועל בסיס ניתוח ענפי הפעילות. יצוין כי תזרימי המזומנים מוצגים בערכים נומינליים.

נכון למועד הערכת השווי, לא נלקחו בחשבון רכישה/חכירה של מטוסים נוספים, והתחזית מתבססת על 6 איירבסים – (2 בבעלות, ו-4 בחכירה יבשה), 2 מטוסים נוספים בחכירה יבשה שצפויים להגיע בחודש יוני, ו-2 מטוסים בחכירה רטובה מחודש אפריל שלא נקלחו בחשבון בניצולת מלאה לאור אי הוודאות כתוצאה מהמלחמה, בעיקר סביב נושא ביטוח מטוסים ושהיית הצוותים בישראל.

השווי המוצג בעבודה זו הינו לפי שווי שימוש (קרי, סך התזרימים המהווים של הנכס), וזאת בהתאם לתקן 7 חשבונאות IAS 36.

ניתוח רגישות – תעופה ותיירות פנים ארצית

להלן ניתוח רגישות לשווי הפעילות של המגזר, בכפוף לשיעור ההיוון והצמיחה הפרמננטית:

שיעור היוון משוקלל (WACC)					
14.9%	13.8%	13.3%	12.8%	12.3%	
4,871	5,336	5,576	5,838	6,124	1.4%
4,988	5,481	5,737	6,017	6,324	1.9%
5,114	5,639	5,913	6,214	6,545	2.4%
5,222	5,776	6,066	6,385	6,738	2.8%
5,368	5,961	6,274	6,620	7,004	3.3%

צמיחה
פרמננטית

סיכום הערכת השווי

להלן תוצאות הערכת השווי בגין כל אחד ממגזרי הפעילות של החברה והשוואה לערכם הפנקסני כפי שהתקבלו מהחברה ולא בוקרו על ידנו.

תוצאות הערכת השווי (אלפי \$)	שווי שימוש	ערך בספרים	הפרש	צורך ברידת ערך
תעופה ותיירות בינלאומית	99,115	44,769	54,347	לא
תעופה ותיירות פנים ארצית	5,193	6,402	(489)	כן

ניתוח רגישות – תעופה ותיירות בינלאומית

להלן ניתוח רגישות לשווי הפעילות של המגזר, בכפוף לשיעור ההיוון והצמיחה הפרמננטית:

שיעור היוון משוקלל (WACC)					
14.9%	13.8%	13.3%	12.8%	12.3%	
81,359	89,278	93,370	97,826	102,697	1.4%
83,352	91,754	96,117	100,885	106,118	1.9%
85,505	94,447	99,115	104,238	109,884	2.4%
87,837	97,387	102,403	107,930	114,052	2.9%
90,372	100,609	106,022	112,015	118,687	3.4%

צמיחה
פרמננטית

פרק א

תיאור פעילות החברה
והסביבה העסקית



פרק א – תיאור פעילות החברה והסביבה העסקית

תיאור החברה

סיכונים עיקריים בפעילות השוטפת

בטיחות וביטחון: הפעלת מטוסים כרוכה בסיכונים ביטחוניים וסיכונים לתאונות.

עונתיות: ענף התיירות מתאפיין בעונתיות (פסח, קיץ וחגי תשרי). עם זאת, הסכמי אברהם ופתיחת מדינות המפרץ ומרוקו תרמו משמעותית לוויסות העונתיות.

מצב גיאופוליטי: אירועים גיאופוליטיים (מלחמות/מבצעים, קורונה) עשויים להביא לביטול מאסיבי של נסיעות לחו"ל.

מחירי דלקים: מחיר הדלק, שהינו אחת התשומות בעלות חבילות הנופש, תנודתי. ישראייר פועלת לצמצום העלות באמצעות גידורים והפעלת טיסות קצרות.

שערי חליפין: לחברה חשיפה לשינויים בשער החליפין כתוצאה מרכש בחו"ל במטבע זר, ובעיקר חשופה לשינויים בשע"ח דולר/ש"ח.

תפוסה: הבעלות על מטוסים יחד עם החכירות ארוכות הטווח יוצרים לישראייר תקורה משמעותית וסיכון להפסדים במקרה של תפוסה נמוכה.

מערכת יחסים עם טייסים: על ישראייר לשמור על מערכת יחסים תקינה עם טייסיה על מנת להימנע מהשבחות. שמדובר בנושא מהותי בחברות תעופה, יחד עם זאת ב-10 השנים האחרונות לא היו כל אירועים מיוחדים עם הטייסים וקיימים יחסי עבודה תקינים.

תחרות: ענף התעופה והתיירות מתאפיין בתחרותיות עזה. רפורמת שמים פתוחים שהונהגה לפני מספר שנים הביאה לנוכחות גדולה של חברות תעופה זרות, ובכללן חברות הפועלות במודל **low cost**.

משברים בריאותיים: משבר הקורונה המחיש כי מגיפות כלל עולמיות עוצרות כמעט לחלוטין את תעשיית התעופה והתיירות לתקופות לא ידועות מראש.

ישראייר הינה חברת תיירות ותעופה מהגדולות בארץ. פעילויותיה העיקריות כוללות הפעלת טיסות שכר למגוון יעדים מחוץ לישראל, הפעלת טיסות סדירות, טיסות שכר פנים ארציות, ומכירה ושיווק חבילות נופש ותיירות תחת מותגים שונים.

החברה פועלת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים:

תעופה ותיירות בינלאומית - עיקר פעילותה של קבוצת ישראייר הנו בתחום התיירות והתעופה הבינלאומיים הנחלק לשני תת תחומים: (א) שיווק חבילות נופש לחו"ל הכוללות טיסות ומלון, לרבות במסגרת נופשונים, טיולים מאורגנים, חופשות סקי, טיולים אתגריים וחופשות שיט לקהלי יעד שונים ("חבילות נופש"). פעילות זו נערכת, בין היתר, תחת מותגים שונים, כגון: "ישראייר", "נתור", "סקי דיל", "דרכים" ו-"בשביל הזהב"; (ב) תעופה בינלאומית – הפעלת טיסות למספר יעדים בחו"ל. במסגרת פעילות זו, קבוצת ישראייר מפעילה טיסות במודל LOW COST הן באמצעות מטוסים בבעלותה, הן באמצעות חכירה של מטוסים מחברות תעופה זרות ושימוש בהם לצורך ביצוע טיסות של ישראייר.

תיירות ותעופה פנים ארצית - טיסות סדירות, טיסות שכר, ושיווק חבילות נופש לאילת תחת המותג ישראייר.

תחום תיירות נכנסת - קבוצת ישראייר מציעה שירותי תיירות נכנסת לישראל באמצעות חברת הבת דיזנהאוז המשמשת כסוכנות נסיעות המשווקת לתיירים בחו"ל (המגיעים לישראל) בעיקר שירותי קרקע שונים, כגון: העברות, השכרת רכב, מלונות, הדרכות, סיורים ליעדי תיירות וכיוצא באלה.

מודל עסקי

המודל העסקי של ישראייר הוא הפעלת יעדים במרחק לסבב של כ-5.5 שעות, בעיקר ביעדי אירופה, ובעיקר בשדות תעופה משניים. החברה מוכרת חבילות נופש ליעדים קרובים (מרחק טיסה קצר כך שעלות הטיסה נמוכה) ולרוב פועלת ביעדי תיירות משניים (לדוגמא: בטומי, לרנקה, טיביליסי) בהם התחרות מצד חברות תעופה אחרות, ובפרט חברות low cost, הינה נמוכה יותר ביחס לתחרות ביעדי תעופה עיקריים (כדוגמת פריז, לונדון וכדומה).

פרק א – תיאור פעילות החברה והסביבה העסקית

ניתוח חסמי הכניסה, והנכסים הדרושים לפעילות סיטונאית

הון חוזר: פעילות הסיטונאי כרוכה במתן מקדמות ושיעבוד פיקדונות לטובת ספקי הטיסה ושירותי הקרקע באופן הדורש ריתוק סכומים גדולים של הון חוזר.

ערוצי הפצה: הסיטונאי, בהיותו יצרן חבילות המחזיק במלאי, חייב לעשות שימוש נרחב בערוצי הפצה הכוללים סוכני נסיעות, מוקד מכירות, וכן מכירות אונליין.

קשרים והסכמים עם ספקים: הסיטונאי עומד בקשר עם מגוון רחב של ספקים.

ידע וניסיון: תחום התיירות היוצאת דורש ידע רב וניסיון מבחינת תפעול החבילות, היכרות עם חוקים, הבנת טעמי הנוסעים, התעדכנות ביעדי נופש חדשים, מעקב אחרי מתחרים ומודלים עסקיים המתפתחים במהירות.

מוניטין ומותג: הסיטונאי שואף להיתפס בקרב הצרכנים כאמין ואיכותי.

מטוסים: במקרים מסוימים, אך לא תמיד, הסיטונאי מחזיק מטוסים בבעלות או מטוסים בחכירה ארוכת טווח (ליסינג).

השחקנים העיקריים בתחום בישראל

תעשיית התעופה הישראלית הכוללת את החברות: אל-על, ישראיר וארקיע, כוללת בסה"כ כ- 60 מטוסים והטיסה בחמש השנים האחרונות למעלה מ- 30 מיליון נוסעים. החברות המקומיות מתחרות בחברות תעופה ותיירות מחו"ל.

ארקיע וישראיר פועלות במודל עסקי דומה (מכירת חבילות תיירות במודל סיטונאי) ואילו אל-על פועלת במודל של חברת תעופה.

פרק א – תיאור פעילות החברה והסביבה העסקית

השפעת מלחמת חרבות הברזל ("המלחמה") – שנת 2023.

התאמות וצעדי התייעלות בעקבות המלחמה

רקע

בעקבות המלחמה, החברה ביצעה מספר פעולות, התאמות, וצעדי התייעלות. להלן חלק מהפעולות בהן החברה נקטה:

1. הפסקת הפעילות ליעדים שיש בהם אזהרות מסע של המל"ל והתרעות אחרות.
2. הסדרת נושא ביטוח המטוסים מול המדינה. במטרה לאפשר את פעילות המטוסים בעת מלחמה.
3. צמצום והתאמת לוח הטיסות הבינלאומיות והפעילות הפנים ארצית.
4. מראשית הלחימה, בוצעו טיסות חילוץ להשבת ישראלים מחו"ל, בעיקר הבאה ארצה ישראלים, חיילים ואנשי כוחות הביטחון המגויסים.
5. פריסה מחדש של ההלוואות בערבות המדינה (מתקופת הקורונה) ב-3 שנים נוספות.
6. ערב המלחמה חתמה החברה LOI לחכירת 2 מטוסים מתאגיד סיני – שלא התקדם להסכם מחייב בשל המלחמה.

1. ביום 7 באוקטובר 2023 פתח ארגון החמאס בעזה, במתקפת טרור על יישובי עוטף עזה, שבעקבותיה, הכריזה ממשלת ישראל על מצב מלחמה - מלחמת "חרבות ברזל"
2. המלחמה גרמה לשיבוש הפעילות הכלכלית במשק, וכן הביאה לשורה של השלכות והגבלות, כגון: סגירת עסקים רבים (בעיקר בשבועות הראשונים ללחימה) בדרום ובצפון הארץ, הגבלה על התכנסויות במרחבים מסוימים, גיוס אנשי מילואים מסיבי באמצעות צווי 8 ועוד. בנוסף, המטה לביטחון לאומי (להלן: "המל"ל") פרסם שורה ארוכה של אזהרות מסע עבור ישראלים השוהים בחו"ל. חלק מאזהרות מסע אלו, הינו קונקרטי ליעדים בהם פועלת ישראל. כל אלו משפיעים באופן מהותי על פעילות הכללית והאטה של המשק בכלל ועל ענף התעופה והתיירות בפרט. המלחמה גררה ירידה חדה בצבר ההזמנות כתוצאה מעצירה מהותית, בהיקף ההזמנות העתידיות, וגידול חד בהיקף הביטולים.
3. כשליש מטייסי החברה גויסו בצווי 8. כמו כן, מוקד השירות של החברה, המונה בימים כבשגרה 24 עובדים והממוקם בעיר שדרות, פונה בהוראת הגורמים המוסמכים בעיר. בנוסף לטייסים, גויסו עובדים רבים בצווי 8 ובסה"כ כחמישית מעובדי החברה גויסו או פונו ממקום עבודתם.

פרק א – תיאור פעילות החברה והסביבה העסקית

התפתחויות בשנת 2023

1. מאז המלחמה, החברה צופה ירידה ביעדים כגון שארם, טורקיה, ומרוקו, כאשר יעדים אלו אינם יעדי הליבה של החברה.
2. החברה רכשה 50% מחברת התחזוקה – Bird Aviation
3. החברה הקימה חברת הפצת מכירות חדרי בתי המלון – PTC
4. הפעלת מלון הסקי באיטליה – עונה שניה - באמצעות חברת הבת סקי דיל
5. הטמעת מערכת מבוססת AI לתמחור מוצרי החברה בפעילות הבינלאומית – עדכון מחירים פעמיים ביום
6. הטמעת מערכת מבוססת AI לתמחור מוצרי החברה בנתיב הפנים ארצי
7. מכירת מטוסים ומלאי החלפים של צי ה-ATR
8. הסבת טייסי צי ה-ATR לטיסה במטוסי איירבס
9. מעבר מטה החברה לגבעתיים
10. קבלת ארכה עד לסוף חודש פברואר 2024 לרכישת מניות חברת Smartwings
11. פתיחת 6 יעדים חדשים
12. השלמת עסקת בראון – שותפות של 25% ב-5 בתי מלון ביוון.
13. החברה השלימה גיוס אג"ח ב-10.3.2024.
14. החברה רכשה מטוס חדש בתאריך 12.3.2024, אשר מימנה באמצעות הלוואה בנקאית.

פרק ב

ניתוח דוחות כספיים



פרק ב – ניתוח דוחות כספיים

מאזן ישראייר גרופ – מאוחד

אלפי דולר	31.12.23	31.12.22	31.12.21
אשראי והלוואות לז"ק וחלויות שוטפות של הלוואות לז"א	27,237	21,244	20,017
חלויות שוטפות של התחייבות בגין חכירה מימונית	11,921	11,229	9,058
ספקים ונותני שירותים	25,890	22,635	24,269
זכאים ויתרות זכות	61,571	83,044	43,406
הלוואה מבעל שליטה		-	8,129
אופציית מכר שהוענקה לבעלי הזכויות שאינן מקנות שליטה			5,106
סך התחייבויות שוטפות	126,619	138,152	109,985
הלוואות מתאגידים בנקאיים	34,895	45,044	73,698
הלוואה נחותה מבעלים		-	
התחייבות בגין חכירה מימונית	24,051	34,612	35,024
הכנסה נדחית	11,568	16,380	16,624
התחייבויות בשל הטבות לעובדים, נטו	4,699	4,129	4,106
אחרות		-	112
דיבידנד לשלם לזשמ"ש	280	507	717
אג"ח להמרה סיוע מהאוצר	8,128	7,479	
אופציית מכר שהוענקה לזשמ"ש	257	404	391
סך התחייבויות שאינן שוטפות	83,878	108,555	130,672
סך התחייבויות	210,497	246,707	240,657
הון עצמי	73,929	50,072	14,813
סך התחייבויות + הון	284,426	296,779	255,470

אלפי דולר	31.12.23	31.12.22	31.12.21
מזומנים ושווי מזומנים	22,533	35,965	24,907
ניירות ערך סחירים		-	
לקוחות	11,301	26,252	16,623
מסים שוטפים לקבל			
חייבים ויתרות חובה	13,512	15,019	10,367
חברות וצדדים קשורים		-	-
נכסים זמינים למכירה	206	13,174	-
מלאי חלקי חילוף		-	-
סך נכסים שוטפים	47,552	90,410	51,897
השקעות בחברות מוחזקות שווי מאזני	16,964	3,179	2,626
רכוש קבוע	53,395	49,024	53,088
נכסי זכות שימוש	28,502	37,036	32,973
מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים, נטו	90,370	88,105	90,333
מסים נדחים	10,928	9,426	9,838
נדל"ן להשקעה		0	314
פקדונות משועבדים	10,184	11,195	10,054
אחרים	14,403	8,404	4,347
הלוואה לחברה קשורה	12,128		
סך נכסים לא שוטפים	236,874	206,369	203,573
סך נכסים	284,426	296,779	255,470

פרק ב – ניתוח דוחות כספיים

מאזן ישראיר – מאוחד

מאזני ישראיר רלוונטיים בהקשר של עבודה זו רק לעניין ההון החוזר. להלן סיכום הסעיפים שסווגו כהון חוזר:

הון חוזר	31.12.23	31.12.22	31.12.21
אלפי דולר			
נכסי הון חוזר	24,813	41,271	26,990
התחייבויות הון חוזר	87,461	105,679	67,675
הון חוזר, נטו	(62,648)	(64,408)	(40,685)
הכנסות LTM	389,921	357,931	127,485
הון חוזר חלקי הכנסות LTM	(16.1%)	(18.0%)	(31.9%)

ניתוח סעיפים עיקריים:

- **מזומנים –** ישנה ירידה של כ-13 מ' דולר בהיקף המזומנים בשנת 2023 לעומת השנה הקודמת. השינוי בהיקף המזומנים נובע מהשלמת עסקת בראון בסך של 17.6 מיליון דולר (כ-14.7 מיליון אירו נטו) לטובת רכישת 25% מההון המונפק והנפרע ואגרות החוב של 5 הנכסים המלונאים ביוון ו-4 חברות המתפעלות 4 מהנכסים המלונאים האמורים, וכן בגין תשלום בסך של כ-5 מיליון דולר לרכישת 50% ממרכז תחזוקת המטוסים הקפריסאי BIRD.
- **זכאים –** ירידה של כ-21 מ' דולר בעיקר בגין ירידה של מקדמות מלקוחות, הכנסות מראש, ובהוצאות לשלם.
- **תקינת IFRS 16 –** החברה החלה ליישם את תקינת IFRS 16 בשנת 2019, ובהתאם לכך הכירה בחוזי השכירות ארוכי הטווח שלה כהתחייבות ונכס.

ההון החוזר נטו של החברה ליום הערכת השווי הינו כ- (62.6) מיליון דולר, אשר מהווים כ- (16%) מהכנסות החברה.

ניתן לראות שבשנת 2022, עם התאוששות הענף, הכנסות החברה צמחו, ושיעור ההון החוזר מההכנסות ירד בהתאמה. להערכתנו, ובהתאם לשיחות עם החברה, ההון החוזר הנורמטיבי של החברה הינו ההון החוזר הממוצע בשנים 2018-2019, ובשנים 2022-2023, שהינו כ- (13.4%).

פרק ב – ניתוח דוחות כספיים

דוח רווח והפסד של ישראייר גרופ – מאוחד

ניתוח סעיפים עיקריים:

- הכנסות** - ההרעה בתוצאות החברה בשנים 2020-2021 נובעת ממשבר הקורונה ומהפגיעה שגרם לענף התעופה בארץ ובעולם. לאור הירידה בהיקף הפעילות נקטה הנהלת ישראייר במספר פעולות לצורך התאמת מבנה ההוצאות של החברה וניהול קפדני של תזרים המזומנים. שנת 2022 היוותה שנת חזרה לפעילות מלאה לאחר מגפת הקורונה והשפעותיה.
- רווח גולמי** - שיעור הרווחיות הגולמית לשנת 2023 הינו כ-15.3%
- בתשעת החודשים הראשונים של השנה, הגידול בהכנסות נבע בעיקר מגידול בביקושים, הגדלת המושבים, הטמעת מערכות טכנולוגיות והמשך פיתוח מואץ של חברות הבת בתחום התיירות. לעומת זאת, החברה סיימה את השנה עם ירידה ברווחיות הגולמית, אשר נובעת בעיקרה מהשפעות מלחמת חרבות הברזל ("המלחמה"), שפגעה בעיקר ברווחיות של הרבעון האחרון בחברה המאוחדת (הכוללת את מגזר התיירות הנכנסת, שחוותה פגיעה משמעותית בהכנסות –ר' עבודה נפרדת), והמגזר הפנים ארצי, אשר מורכב מפעילות תעופה ותיירות – אשר נפגעה מאוד כתוצאה מהמלחמה.

אלפי \$	2023	2022	2021
סך הכנסות	389,921	357,931	127,485
שינוי מול תקופה מקבילה	8.9%	180.8%	21.0%
עלות המכירות	330,268	302,379	123,419
רווח גולמי	59,653	55,552	4,066
אחוז מהכנסות	15.3%	15.5%	3.2%
סה"כ הוצאות מכירה ושיווק	18,644	14,734	7,154
אחוז מהכנסות	4.8%	4.1%	5.6%
סה"כ הוצאות הנהלה וכלליות	24,785	23,068	15,905
אחוז מהכנסות	6.4%	6.4%	12.5%
חלק החברה ברווחי המוחזקת	215	553	(153)
רווח תפעולי	16,439	18,303	(19,146)
אחוז מהכנסות	4.3%	5.1%	(15.0%)
הוצאות מימון נטו	(5,017)	1,436	(7,996)
רווח לפני מס והוצאות אחרות	11,422	19,739	(27,142)
הוצאות (הכנסות) אחרות	6,173	1,369	(7,735)
רווח לפני מס	17,595	21,108	(34,877)
מסים על ההכנסה	(759)	529	(254)
רווח נקי	18,354	20,579	(34,623)
אחוז מהכנסות	4.7%	5.7%	(27.2%)

פרק ג

הערכת השווי



פרק ג – הערכת השווי

כללי

■ יצוין כי מכפילים המחושבים בשיטה זו עשויים להיות מוטעים (כלפי מעלה או כלפי מטה) כתוצאה מפרמיות ששולמו בעסקאות, או כתוצאה מניכיונות כמו גם משיקולים אסטרטגיים שונים כגון רווחי סינרגיה, פרמיות שליטה ועוד.

■ גישת העלות: ביישום גישת העלות משתמשים לרוב במתודולוגיית השווי הנכסי המתואם נטו ("NAV"), על פיה מוערך שוויים של הנכסים והתחייבויות (קיימים והפוטנציאליים). קיימות מספר אפשרויות ליישום גישת העלות, כדלקמן:

א. **ערך מימוש נטו** - שימוש בשיטה זו הנו נפוץ בעת הערכת חברות מבוססות נכסים, כמו חברות אחזקה ונדל"ן, בהן הנכסים עצמם, ולא ההכנסות הפוטנציאליות, מהווים אינדיקציה אמينة ומדויקת יותר לשווי החברה.

ב. **ערך בפירוק** - מבוסס על התמורה שתתקבל מפירוק החברה ומימוש נכסיה ותשלום התחייבויותיה כולל התחייבויות שעשויות להתהוות כתוצאה מסגירת הפעילות בהתראה קצרה כמו גם את עלויות הפירוק עצמן. בנוסף, הליך הפירוק עשוי להיות מלווה בדחפויות לממש את הנכסים במהירות האפשרית, דבר העלולה לגרום להפחית מהתמורה שתתקבל.

בהערכת שווי זו נעשה שימוש בגישת ה-DCF שהינה השיטה המועדפת להערכת שווי נכס כדוגמת הנכס המוערך בהקשר של בחינות ירידת ערך נכסים.

השווי המוצג בעבודה זו הינו לפי שווי שימוש (קרי, סך התזרימים המהווים של הנכס), וזאת בהתאם לתקן חשבונאות IAS 36.

■ הגישות המקובלות לביצוע הערכות שווי של נכסים, התחייבויות וחברות הינן גישת ההכנסות, גישת השוק וגישת העלות. בחירת הגישה הנאותה ביותר, נעשית על בסיס אופי האובייקט המוערך. להלן:

■ גישת ההכנסות: גישה המבוססת על חישוב ערכם הנוכחי של תזרימי מזומנים (הכנסות במזומן בניכוי הוצאות במזומן) אשר מושא הערכת השווי צפוי לייצר לאורך חייו. החישוב נעשה תוך שימוש בשיעור הדיון, המשקלל את ערך הזמן של הכסף ואת גורמי הסיכון הטמונים בהשקעה. ערכם המהווה של התזרימים הינו אינדיקציה לשווי הוגן של מושא ההערכה.

■ המתודולוגיה הנפוצה ביותר המבוססת על גישת ההכנסות הינה מתודולוגיית הדיון **תזרימי מזומנים** ("DCF") שהינה המתודולוגיה המקובלת בתורת המימון לצורך הערכת "עסק חי". בניתוח DCF, השווי פעילות הינו הערך הנוכחי של תזרימים המזומנים החופשי המיוצר בתקופת התחזית שנקבעה, תוך שהתזרימים מהווים בשיעורי הדיון מתאימים הנותנים תחום ערכים סביר לפעילות המוערכת. ניתוח הדיון תזרימי מזומנים הינו מתאים וסביר כל עוד הנחות היסוד עליו הוא נסמך הן נכונות, מדויקות יחסית ומשקפות את העתיד ברמת סבירות גבוהה. בנוסף, הניתוח רגיש לבחירת שיעור הדיון מתאים, שנקבע בתהליך מורכב. יצוין כי שווי מנקודת מבט של משקיע ספציפי (פיננסי או אסטרטגי), או שווי בעסקה שנכפתה על אחד הצדדים, או מחיר במכירה בתנאי מצוקה כלכלית (distress) עשויים להיות שונים מהשווי בראיית "עסק חי" ועשויים לכלול ניכיונות או פרמיות.

■ גישת שווי השוק: גישת השוק היא גישה להערכת שווי המבוססת על השוואה של מושא הערכת השווי לנכסים/התחייבויות דומים אשר עבורם קיים מידע זמין בדבר שוויים, תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות. שיטה מקובלת לביצוע הערכת שווי בגישת השוק הינה שיטת המכפילים, לפיה מיושם מכפיל (לדוגמה מכפיל רווח או מכפיל הכנסות) של נכס בר השוואה על הנכס המוערך, כאשר המכפיל של נכס ההשוואה עשוי להיות מבוסס על ציטוט ממסחר בבורסה או שווי שנקבע בעסקה. שיטה זו מצריכה לרוב הערכה של רווחים או הכנסות מייצגים, שיאפיינו את הנכס המוערך, תוך נטרול הכנסות והוצאות שאינן מייצגות.

פרק ג – הערכת שווי

הנחות מרכזיות – מגזר תעופה ותיירות בינלאומית

הכנסות

בשנת 2022, הכנסות הקבוצה עמדו על סך של כ-371 מיליון דולר (לפני התאמה לשווי המאזני), שהם כ-358 מיליון דולר לאחר ההתאמה לשווי המאזני, ומהם כ-245 מיליון דולר משויכות למגזר תעופה ותיירות בינלאומית. בשנת 2023, הכנסות ישראיר גרופ עלו לכ-434 מיליון דולר (לפני התאמה לשווי המאזני), שהם כ-389 מיליון דולר לאחר התאמה לשווי המאזני, המהווה עלייה של כ-9% בהכנסות, ומהם כ-271 מ' דולר משויכות למגזר תעופה ותיירות בינלאומי בלבד.

במסגרת העבודה, התקבלו תחזיות החברה להכנסות מפעילות בינלאומית למשך שנות התחזית. להערכת החברה, צפויה צמיחה בהכנסות מגזר זה בשנת 2024 בסך של כ-11%, ולאחר מכן, ביתר שנות התחזית, צמיחה יציבה ממוצעת של כ-2.2%. יש לציין, שבמסגרת העבודה שבוצעה אשתקד לשנת 2023, צפינו הכנסה ממגזר התעופה ותיירות בינלאומית בגובה כ-282.5 מ' דולר, שמהווה אומדן טוב לתוצאות בפועל.

בעקבות מלחמת חרבות הברזל, ברבעון האחרון של שנת 2023, החברה ביצעה טיסות חילוץ רבות של ישראלים מחו"ל, והפעילה טיסות מטען. בזכות פעולות אלו, הצליחה החברה לצמצם את הפגיעה שהייתה החל מחודש אוקטובר 2023, כך שלעומת אשתקד, הירידה בכמות הנוסעים ביחס לחודש אוקטובר בשנת 2022 הייתה מתונה מאוד, משיעור של 7% ע"פ דו"ח נתב"ג, כאשר שיעור התפוסה הממוצע לטיסה עמד על כ-82% וברווחיות קרובה מאוד לתחזית המקורית.

ככלל, השפעות המלחמה באו לידי ביטוי בהכנסות של רבעון 4, 2023, כאשר החברה ספגה פגיעה בהכנסות וברווח הגולמי. לעומת זאת, החברה צופה ברבעון 1 של שנת 2024, שיפור ברווח הגולמי ביחס לשנה שעברה, עם פער מינורי בהכנסות. החברה צופה לחזור לביקושים גבוהים (בדומה לתקופה שלאחר מלחמת צוק איתן), בשילוב היצע נמוך של מלאי מושבים בשל אי חזרתן של חברות הלאו קוסט לנתב"ג, מה שיגרור עליית מחירים.

כמו כן, לחברה צבר הזמנות משמעותי לשנת 2024, (נכון לסוף שנת 2023, צבר ההזמנות עמד על 41.03 מ' דולר, כמעט זהה לצבר שהיה בסוף שנת 2022) ובידה תוצאות בפועל אודות ההכנסה לרבעון אחד של שנת 2024, אשר נמצאת בקרבת התוצאות לאותו נקודת זמן אשתקד.

הכנסות (המשך)

לאור האמור לעיל, החלטנו לאמץ את מגמת הצמיחה בהכנסות של החברה עם התאמה קלה ומעט שמרנית יותר לשנת 2024, והנחנו בשנה זו הכנסות בסך של כ-297 מיליון דולר, אשר מגלמות צמיחה של כ-9.6% ביחס לשנת 2023, ובשנת 2025 הונחו הכנסות בסך של כ-303 מיליון דולר המגלמות צמיחה נוספת בשיעור של 2%. בהמשך שנות התחזית הונחה צמיחה בהכנסות בשיעור של כ-2-3% בהתאם לתחזיות החברה ולמקובל בשוק.

במסגרת בחינה שביצענו, הן בנוגע לשיעור צמיחת הגידול באוכלוסייה והן בהתבסס על מחקרים עדכניים בנוגע לצמיחת ההכנסות הצפויות בתחום התעופה, הרי שהצמיחה שנלקחה בעבודה זו עבור השנה המייצגת נמצאת בטווח התחזיות המקובלות והצפויות בתחום.

עלות המכר

שיעור עלות המכר במגזר תעופה ותיירות בינלאומית עמד על כ-82.2% במהלך 2023.

במסגרת התחזית שקיבלנו, צופה החברה המשך שיפור ברווח הגולמי במגזר זה, ולירידה של שיעור עלות המכר לשיעור של עד כ-79% בשנת 2027.

מניתוח שביצענו, השיפור הצפוי ברווח הגולמי נובע ממספר סיבות עיקריות, ביניהן:

1. החברה החלה לעבוד החל מחודש יוני 2022 במערכת קוויק ליזארד, אשר נועדה לייעל את תהליך המכירה ולמקסם הכנסה. המערכת משיגה תוצאות מרשימות ועודנה ממשיכה להוביל לשיפור ברווחיות הגולמית.
2. שיפור הרווחיות בהתאם לביקושים – החברה מתכננת למקסם הרווחים על ידי מיקוד הפעילות ביעדים בהם לחברה יש יתרון במוצר התיירות, והתאמת לו"ז הטיסות בהתאם לביקושים.
3. תעריף דלק – בהתאם לשיחות עם הנהלת החברה, התחזית למחירי הדלק ירדה (בכ-60 דולר לטון) לעומת שנת 2023, ומשפיעה על ההוצאות בפועל של החברה ועל התחזיות לשנים הבאות. עלות הדלק (דולר לטון) בשנת 2023 הייתה כ-960 דולר לטון בממוצע, ובשנת 2024 צפויה להיות כ-900 דולר לטון בממוצע.

לאור האמור לעיל, הנחנו ששיעור עלות המכר בשנות המודל יעמוד על טווח של כ-82% בשנת 2024, המהווה שיפור קל ביחס לשנת 2023. וירד מעט בהדרגה לשיעור של 81.2% בשנה הטרמינלית. עלות המכר אינה כוללת את עלויות חכירת המטוסים (חכירות יבשות), אשר מקבלת ביטוי בנפרד במסגרת מודל זה.

לאור ההנחות הנ"ל, שיעור ה-EBITDA של המגזר צפוי לעמוד על כ- 6.6 אחוז בשנה הטרמינלית.

הון חוזר

הונח כי שיעור ההון החוזר של החברה בשנה המייצגת, יחזור ויתכנס לממוצע הון חוזר בשנים טרום קורונה (-2018-2019, ושנת 2022, השנה שבה החברה חזרה לפעילות מלאה לאחר השפעות מגפת הקורונה. שיעור ההון החוזר במודל עומד על (13.4%).

השקעות הוניות (CAPEX)

הונחו השקעות מדי שנה התומכות באופק האינסופי של המודל, וזאת על בסיס נתונים מהחברה, ועל בסיס מיצוע של עלויות טיפולים תקופתיים. בנוסף, בשנת הטרמינל התווסף ערך מהוון עבור עלות טיפול תקופתי.

פחת

תחשיב הוצאות הפחת חושב על ידינו בהתאם לנתונים שקיבלנו מהחברה אודות הוצאות הפחת בפועל בשנת 2023, והצפי לשנת 2024, ללא התחשבות בהוצאות פחת בגין IFRS 16.

מס

המס חושב על פי שיעור המס הסטטוטורי בישראל: 23%

צמיחה פרמננטית

שיעור הצמיחה הפרמננטית שהונח הינו 2.4% כאשר התבססנו על הערכת החברה. שיעור צמיחה זה נמצא בטווח התחזיות המקובלות והצפויות בתחום התעופה.

שיעור היוון

על בסיס מודל CAPM הונח שיעור היוון נומינלי בסך של 13.3%. לפירוט ר' נספח שיעור ההיוון.

פרק ג – הערכת שווי

הנחות מרכזיות – מגזר תעופה ותיירות בינלאומית

הוצאות תפעוליות (ללא פחת)

הוצאות תפעוליות מורכבות מהוצאות הנהלה וכלליות, שיווק ומכירה. הקצאת ההוצאות התפעוליות שאינן מיוחסות באופן ישיר לאחד ממגזרי התעופה והתיירות (כמו למשל עלות שכר עובדי מטה, הנהלה וכו'), בוצעה לכל אחד ממגזרי התעופה והתיירות על בסיס חלקו היחסי בהכנסות בשנות המודל. יצוין כי עלויות אלה כוללות גם תקורות.

בהתאם לנתונים ההיסטוריים של החברה, ותוך שקלול לחזית שהתקבלה, הנחנו ששיעור עלות התפעול הראוי לשנות התחזית והשנה המייצגת יעמוד בממוצע על כ-7.4% מההכנסות, בהתאם להנחות החברה. שיעור זה לוקח בחשבון את שיעור עלות התפעול בשנים קודמות.

הוצאות חכירה

במסגרת פעילותה, חוכרת החברה 4 מטוסים (נכון לתחילת 2024) בחכירה יבשה. חכירות אלו מהוות הוצאות תפעוליות בחברה. במסגרת העבודה, התקבלו הערכות החברה בנוגע לעלויות בגין מטוסים אלו, אשר כוללים את התשלומים המשולמים בפועל וכן את עלויות הרזרבות אשר יושקעו במטוסים במהלך השנים. הוצאות אלו, אשר הוערכו ע"י החברה בכ- 16.35 מיליוני דולר בשנה, התווספו להוצאות התפעוליות.

סך הוצאות החכירה יוחסו בין 2 המגזרים בהתאם להנחיית והערכת החברה, בהתבסס על תחזית ההכנסות הצפויות בשנת 2024 מכל מגזר, כאשר עבור מגזר זה יוחסו כ- 95% מההוצאות האמורות.

פרק ג – הערכת שווי

תחזית תזרים מזומנים – מגזר תעופה ותיירות בינלאומית

אלפי \$	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TY
הכנסות	297,631	303,584	309,655	317,087	324,697	332,490
אחוז שינוי ביחס לתקופה מקבילה	10%	2%	2%	2%	2%	2.4%
עלות המכר (בניטרול פחת והפחתות)	(244,058)	(247,421)	(252,369)	(257,475)	(263,654)	(269,982)
אחוז מההכנסות	82.0%	81.5%	81.5%	81.2%	81.2%	81.2%
רווח גולמי (בניטרול פחת והפחתות)	53,574	56,163	57,286	59,612	61,043	62,508
אחוז מההכנסות	18%	19%	19%	19%	19%	19%
הוצאות תפעול (בניטרול פחת והפחתות)	(22,882)	(23,159)	(23,159)	(23,398)	(23,635)	(23,537)
אחוז מההכנסות	8%	8%	7%	7%	7%	7%
הוצאות בגין חכירה ודרכות	(15,249)	(17,116)	(17,116)	(17,116)	(17,116)	(17,116)
אחוז מההכנסות	5.1%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.1%
סך הוצאות תפעול (בניטרול פחת והפחתות)	(38,131)	(40,276)	(40,276)	(40,515)	(40,752)	(40,654)
אחוז מההכנסות	13%	13%	13%	13%	13%	12%
רווח EBITDA	15,443	15,887	17,010	19,098	20,292	21,854
אחוז מההכנסות	5.19%	5.23%	5.49%	6.02%	6.25%	6.57%
פחת והפחתות	(10,721)	(10,721)	(10,721)	(10,721)	(10,721)	(6,235)
רווח תפעולי	4,721	5,166	6,289	8,377	9,570	15,619
אחוז מההכנסות	1.6%	1.7%	2.0%	3%	3%	5%
הכנסות (הוצאות) מס	(1,086)	(1,188)	(1,447)	(1,927)	(2,201)	(3,592)
שיעור מס	23%	23%	23%	23%	23%	23%
השקעות הוניות	(4,840)	(4,738)	(8,961)	(8,961)	(3,559)	(6,235)
אחוז מההכנסות	2%	2%	3%	3%	1%	2%
תזרים חיובי (שלילי) משינוי בהון החוזר	(7,808)	797	813	995	1,019	1,044
תזרים מזומנים	1,709	10,758	7,416	9,206	15,550	13,070
מחלק היזון	1.06	1.21	1.37	1.55	1.75	0.19
תזרים מזומנים מהזון	1,605	8,918	5,426	5,945	8,863	68,359

פרק ג – הערכת שווי

סיכום – מגזר תעופה ותיירות בינלאומית

ניתוח רגישות

ביצענו ניתוח רגישות לשווי הפעילות בכפוף לצמיחה הפרמננטית ולשיעור ההיוון:

שיעור היוון משוקלל (WACC)					
14.9%	13.8%	13.3%	12.8%	12.3%	
81,359	89,278	93,370	97,826	102,697	1.4%
83,352	91,754	96,117	100,885	106,118	1.9%
85,505	94,447	99,115	104,238	109,884	2.4%
87,837	97,387	102,403	107,930	114,052	2.9%
90,372	100,609	106,022	112,015	118,687	3.4%

צמיחה
פרמננטית

סיכום

הטבלה הבאה מציגה את תוצאות הערכת השווי של מגזר תעופה ותיירות בינלאומית:

אלפי \$	תוצאות הערכת השווי
30,757	שווי פעילות שנובע משנות המודל
68,359	שווי פעילות שנובע מהשנה המייצגת
99,115	שווי פעילות

על בסיס תחזית תזרימי המזומנים המוצגת בעבודה זו, שווי פעילות מגזר תעופה ותיירות בינלאומית ליום 31.12.2023 הינו **99,115** אלפי דולר.

על פי מידע שקיבלנו מהלקוח, ואותו לא ביקרנו, הערך הפנקסני של הפעילות המוערכת למועד ביצוע הערכת השווי עומד על כ- 44,769 אלפי דולר, לפיכך אין צורך בהפחתת המוניטין.

שינוי ביחס לתקופה קודמת

בשנה שעברה, שווי הפעילות של מגזר זה עמד על כ-81,907 אלפי דולר. עיקר העלייה בשווי הפעילות נובעת מהירידה המשמעותית בשיעור ההיוון, בגובה של כ-1.5%, בעקבות ירידה בפרמיית השוק, וריבית החוב של החברה, אשר גוזרת שיעור היוון נמוך יותר. כמו כן, סיבה נוספת לעלייה בשווי הפעילות הינה השיפור הצפוי של עלות המכר בשנות התחזית. ניתן לראות בניתוח הרגישות המצב את שווי הפעילות בגין שיעור ההיוון השונים.

פרק ג – הערכת שווי

הנחות מרכזיות – מגזר תעופה ותיירות פנים ארצית

הכנסות

עיקר הטיסות הפנים ארציות בוצעו עד תום שנת 2022 עם מטוסי ה-ATR. החברה מכרה מטוסים אלו בתחילת שנת 2022, כך שפעילות מגזר זה משתנה ומצטמצמת. את הפעילות במגזר זה תבצע החברה עם מטוסי האיירבאס, בהתאם לשיקולי כדאיות ויעילות שונים. יש לציין, שמטוס כזה הינו גדול (יותר מפי 2) ממטוס ה-ATR, כך שישנם גם יתרונות תפעוליים עבור החברה בפעילות זו.

בשנת 2023, ההכנסות ממגזר זה עמדו על כ-16.1 מ' דולר, כ-26% פחות משנת 2022. הכנסות החברה ממגזר זה ירדו משמעותית בשנה זו מ-3 סיבות עיקריות.

1- מלחמת חרבות הברזל, אשר לה השפעות משמעותיות על מגזר התעופה והתיירות הפנים ארצית. 2- תהליך התייעלות בו החברה מצמצמת את סבבי הטיסות באופן משמעותי, בתקופות בהם אחוזי התפוסה נמוכים, ותגבור טיסות בתקופות עם ביקושים גבוהים, על מנת להגדיל רווחיות, אך לא בהכרח את ההכנסה. 3- השפעת מכירת מטוסי ה-ATR ששימשו רבות את המגזר הפנים ארצי.

בהתאם לשיחות עם החברה, ובחינות שערכנו, ביססנו את תחזית ההכנסות במגזר זה על תחזיות החברה לשנים 2024-2023. על פיו, ההכנסות בשנת 2024 יסתכמו בכ-16 מ' דולר, בדומה לשנת 2023. ביתר שנות התחזית לא הונחה צמיחה משמעותית בפעילות מגזר זה, אלא הונחה צמיחת שוק סטנדרטית של כ-2.2% בממוצע לתקופה.

עלות המכר (ללא פחת)

שיעור עלות המכר בשנת 2023 מתחלקת ל-2 תקופות. טרום פריצת המלחמה, ולאחר פריצת המלחמה. בשלוש הרבעונים הראשונים של שנת 2023, שיעור עלות המכר במגזר זה עמד על כ-80.7%, אך בעקבות רבעון 4, שיעור עלות המכר עומד על כ-90% מסך ההכנסות, וזה בעיקר בעקבות השפעות מלחמת חרבות הברזל. בהתאם למידע שנמסר לנו מהחברה, ברבעון 4, החברה החליטה להוריד מחירים עם פרוץ המלחמה באופן משמעותי בקו זה, בין היתר על מנת לסייע לתושבי העיר אילת, הלוקחות הקבועים בנתיב הפנים ארצי, תושבי העוטף, משפחותיהם ומשפחות החטופים לנוע על הקו במחירים נוחים. לאור האמור, חלה עליה בעלות המכר ביחס להכנסות.

עלות המכר (ללא פחת) המשך

כמו כן, מאמצע נובמבר אושר בממשלה תוכנית סיוע והשתתפות עלות כרטיס הטיסה למשפחות המפונים והחטופים במחיר של 220 ש"ח לאדם לכיוון.

בהתאם לתחזית החברה, שיעור עלות המכר בשנת 2024 צפוי לעמוד על שיעור של כ-79.6%, ובהמשך שנות התחזית לרדת לרמה של כ-78.4%. השיפור המשמעותי הצפוי בעלות המכר במגזר זה הינן בעקבות הסיבות הבאות:

1. החברה צופה לחזור לסביבת עלות המכר בפועל ברבעון 1-3, 2023, כפי שתואר לעיל.
 2. שיפור הרווחיות בהתאם לביקושים – החברה מתכננת להמשיך ולהפעיל את פעילות הפנים ארצי בתקופות הפיק בהם הביקוש גבוה, במחיר ממוצע הדומה לשנת 2023.
 3. תעריף דלק – בהתאם לשיחות עם הנהלת החברה, התחזית למחירי הדלק ירדה (בכ-60 דולר לטון) לעומת שנת 2023, ומשפיעה על ההוצאות בפועל של החברה ועל התחזיות לשנים הבאות. עלות הדלק (דולר לטון) בשנת 2023 הייתה כ-960 דולר לטון בממוצע, ובשנת 2024 צפויה להיות כ-900 דולר לטון בממוצע.
- בהתאם לסיבות המפורטות לעיל, החלטנו לאמץ את תחזית החברה תוך ביצוע מספר התאמות. בשנת 2024, הנחנו ששיעור עלות המכר יעמוד על כ-80.6%. בהמשך שנות התחזית, הנחנו ירידה הדרגתית לשיעור של כ-80.2% בשנה הטרמינלית.

הוצאות תפעוליות (ללא פחת)

הוצאות תפעוליות מורכבות מהוצאות הנהלה וכלליות, שיווק ומכירה. הקצאת ההוצאות התפעוליות שאינן מיוחסות באופן ישיר לאחד ממגזרי התעופה והתיירות (כמו למשל עלות שכר עובדי מטה, הנהלה וכו'), בוצעה לכל אחד ממגזרי התעופה והתיירות על בסיס חלקו היחסי בהכנסות בשנות המודל. יצוין כי עלויות אלה כוללות גם תקורות.

בהתאם לנתונים ההיסטוריים של החברה, ותוך שקלול חזית שהתקבלה, הנחנו ששיעור עלות התפעול הראוי לשנות התחזית והשנה המייצגת יעמוד בממוצע על כ-7.4% מההכנסות, בהתאם להנחות החברה. שיעור זה לוקח בחשבון את שיעור עלות התפעול בשנים קודמות.

פרק ג – הערכת שווי

הנחות מרכזיות – מגזר תעופה ותיירות פנים ארצית

הוצאות חכירה

במסגרת פעילותה, חוברת החברה 4 מטוסים (נכון לתחילת 2023) בחכירה יבשה. חכירות אלו מהוות הוצאות תפעוליות בחברה. במסגרת העבודה, התקבלו הערכות החברה בנוגע לעלויות בגין מטוסים אלו, אשר כוללים את התשלומים המשולמים בפועל וכן את עלויות הרזרבות אשר יושקעו במטוסים במהלך השנים.

סך הוצאות החכירה יוחסו בין 2 המגזרים בהתאם להנחיית והערכת החברה, בהתבסס על תחזית ההכנסות הצפויות בשנת 2024 מכל מגזר, כאשר עבור מגזר זה יוחסו כ-5% מההוצאות האמורות.

EBITDA

לאור ההנחות הנ"ל, שיעור ה-EBITDA של מגזר פעילות זה, צפוי לעמוד על כ-5-7 אחוז במהלך שנות התחזית.

הון חוזר

הונח כי שיעור ההון החוזר של החברה בשנה המייצגת, יחזור ויתכנס לממוצע הון חוזר בשנים טרום קורונה (2018-2019, ושנת 2022, השנה שבה החברה חזרה לפעילות מלאה לאחר השפעות מגפת הקורונה. שיעור ההון החוזר במודל עומד על (13.4%).

השקעות הוניות (CAPEX)

הונחו השקעות מדי שנה התומכות באופק האינסופי של המודל, וזאת על בסיס נתונים מהחברה, ועל בסיס מיצוע של עלויות טיפולים תקופתיים.

פחת

תחשיב הוצאות הפחת חושב על ידינו בהתאם לנתונים שקיבלנו מהחברה אודות הוצאות הפחת בפועל בשנת 2023, והצפי לשנת 2024, ללא התחשבות בהוצאות פחת בגין IFRS 16.

מס

המס חושב על פי שיעור המס הסטטוטורי בישראל: 23%.

צמיחה פרמננטית

שיעור הצמיחה הפרמננטית שהונח הינו 2.4% כאשר התבססנו על הערכת החברה. שיעור צמיחה זה נמצא בטווח התחזיות המקובלות והצפויות בתחום התעופה.

שיעור הון

על בסיס מודל CAPM הונח שיעור הון נומינלי בסך של 13.3%. לפירוט ר' נספח שיעור ההון.

פרק ג – הערכת שווי

תחזית תזרים מזומנים – מגזר תעופה פנים ארצית

אלפי \$	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TY
הכנסות	16,080	16,402	16,730	17,132	17,543	17,964
אחוז שינוי ביחס לתקופה מקבילה	(0%)	2%	2%	2%	2%	2.4%
עלות המכר (בניטרול פחת והפחתות)	(12,970)	(13,180)	(13,444)	(13,723)	(14,062)	(14,399)
אחוז מההכנסות	81%	80%	80%	80%	80%	80%
רווח גולמי (בניטרול פחת והפחתות)	3,111	3,222	3,286	3,408	3,481	3,565
אחוז מההכנסות	19%	20%	20%	20%	20%	20%
הוצאות תפעול (בניטרול פחת והפחתות)	(1,236)	(1,251)	(1,260)	(1,273)	(1,286)	(1,281)
אחוז מההכנסות	8%	8%	8%	7%	7%	7%
הוצאות בגין חכירה ורזרבות	(916)	(916)	(916)	(916)	(916)	(916)
אחוז מההכנסות	6%	6%	5%	5%	5%	5%
סך הוצאות תפעול (בניטרול פחת והפחתות)	(2,153)	(2,168)	(2,176)	(2,189)	(2,202)	(2,197)
אחוז מההכנסות	13%	13%	13%	13%	13%	12%
רווח EBITDA	958	1,054	1,110	1,219	1,279	1,368
אחוז מההכנסות	5.96%	6.43%	6.64%	7.12%	7.29%	7.61%
פחת והפחתות	(633)	(633)	(633)	(633)	(633)	(446)
רווח תפעולי	325	422	478	586	646	922
אחוז מההכנסות	2.0%	2.6%	2.9%	3%	4%	5%
הכנסות (הוצאות) מס	(75)	(97)	(110)	(135)	(149)	(212)
שיעור מס	23%	23%	23%	23%	23%	23%
השקעות הוניות	(291)	(273)	(673)	(673)	(173)	(446)
אחוז מההכנסות	2%	2%	4%	4%	1%	2%
תזרים חיובי (שלילי) משינוי בהון החוזר	(425)	43	44	54	55	56
תזרים מזומנים	167	727	371	465	1,012	766
מחלק היוון	1.06	1.21	1.37	1.55	1.75	0.19
תזרים מזומנים מהוון	157	603	271	300	577	4,005

פרק ג – הערכת שווי

סיכום – מגזר תעופה ותיירות פנים ארצית

סיכום

הטבלה הבאה מציגה את תוצאות הערכת השווי של מגזר תעופה ותיירות פנים ארצית:

אלפי \$	תוצאות הערכת השווי
1,908	שווי פעילות שנובע משנות המודל
4,005	שווי פעילות שנובע מהשנה המייצגת
5,913	שווי פעילות

על בסיס תחזית תזרימי המזומנים המוצגת בעבודה זו, שווי פעילות מגזר תיירות נכנסת ליום 31.12.2023 הינו 5,913 אלפי דולר.

על פי מידע שקיבלנו מהלקוח, ואותו לא ביקרנו, הערך הפנקסני של הפעילות המוערכת למועד ביצוע הערכת השווי הינו כ- 6,402 אלפי דולר, לפיכך יש צורך בירידת ערך בגובה 489 אלפי דולר.

שינוי ביחס לתקופה קודמת

בשנה שעברה, שווי הפעילות של מגזר זה עמד על כ-5,302 אלפי דולר. עיקר העלייה בשווי הפעילות, בדומה למגזר הבינלאומי, נובעת מהירידה המשמעותית בשיעור ההיוון, בגובה של כ-1.5%, בעקבות ירידה בפרמיית השוק, וריבית החוב של החברה, אשר גוזרת שיעור היוון נמוך יותר. כמו כן, סיבה נוספת לעלייה בשווי הפעילות הינה השיפור הצפוי בשיעור ה-EBITDA, בעיקר לאור השיפור ברווחיות הגולמית הצפויה.

ניתוח רגישות

ביצענו ניתוח רגישות לשווי הפעילות בכפוף לצמיחה הפרמננטית ולשיעור ההיוון:

שיעור היוון משוקלל (WACC)					
14.9%	13.8%	13.3%	12.8%	12.3%	
4,871	5,336	5,576	5,838	6,124	1.4%
4,988	5,481	5,737	6,017	6,324	1.9%
5,114	5,639	5,913	6,214	6,545	2.4%
5,222	5,776	6,066	6,385	6,738	2.8%
5,368	5,961	6,274	6,620	7,004	3.3%

צמיחה
פרמננטית

נספחים

WACC



נספח א – שיעור היוון

מחיר ההון העצמי

הערות

- 1. תשואה נומינלית לפדיון הרב שנתי של אג"ח ממשלתי אמריקאי לתקופה של 15 שנים.
- 2. פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק הישראלי מתבססת על נתוני דמודרן (Damodaran) המעודכנים לשנת 2024. בתחשיב ה-WACC לא נלקחה פרמיית סיכון נוספת בגין מלחמת חרבות ברזל. השפעות המלחמה משוקפות בתחזיות.
- 3. בכדי לאמוד את הבטא, בחנו קבוצה של חברות ציבוריות דומות (ר' טבלה לעיל). מכיוון שלא קיימות חברות נסחרות הזהות לנשוא עבודה זו, בחרנו חברות הדומות בחלק ממאפייניהן לאלו של נשוא עבודה זו אולם שונות זו מזו וזאת בכדי ליצור תמהיל אשר יבטא באופן הטוב ביותר את המאפיינים הרלוונטיים. הבתא מחושבת על בסיס שבועי לתקופה של 5 שנים.
- 4. בהתאם לנתוני מחקר Duff and Phelps לשנת 2024, עבור חברות קטנות.

פרמטר	ערך	הערה
ריבית חסרת סיכון	4.0%	1
פרמיית השוק	5.6%	2
בטא ממונפת	1.33	3
פרמיית סיכון ספציפית	4.7%	4
מחיר ההון העצמי	16.2%	

חברה	בטא לא ממונפת	D/V
easyJet plc	1.62	4.2%
JetBlue Airways Corporation	0.99	29.1%
Alaska Air Group, Inc.	1.31	2.9%
SkyWest, Inc.	0.90	54.9%
El Al Israel Airlines Ltd.	0.27	84.3%
Finnair Oyj	1.11	7.9%
Air France-KLM SA	1.21	23.0%
Exchange Income Corporation	0.83	41.1%
International Consolidated Airlines Group S.A.	1.59	6.7%
Deutsche Lufthansa AG	0.97	37.8%
חציון	1.05	26.1%

נספח א – שיעור היוון

בטא ממונפת

פרמטר	ערך	הערה
בטא לא ממונפת	1.05	
D/E	35.3%	5
מס לטווח ארוך	23%	
בטא ממונפת	1.33	

סיכום ומסקנות

ה-WACC שנובע ממודל ה-CAPM הוא: 13.7%

פרמטר	ערך	הערה
מחיר ההון העצמי	16.2%	
מחיר החוב	6.5%	7
שיעור מס	23%	6
D/V	26.1%	5
WACC	13.3%	

הערות

5. יחס החוב להון עצמי חושב על בסיס חברות השוואה. השתמשנו ביחס החוב להון הממוצע של חברות השוואה בחמש השנים האחרונות. עקב תנודתיות במחירי המנייה של חברות התיירות בזמן מגפת הקורונה יחס החוב להון השתנה משמעותית. בהתאם להערכתנו, יחס זה איננו משקף את יחס החוב להון המייצג של חברות בתחום ולכן השתמשנו ביחס החוב להון הממוצע ההיסטורי.
6. מס חברות במדינת ישראל החל משנת 2018.
7. מחיר החוב של החברה נגזר מדירוג סינטי של החברה. הדירוג הסינטי שנגזר מהלוואות קיימות של החברה לבנקים הינו a2 בעבור מח"מ של 5 שנים (לאחר הורדה של דירוג 1, לאור העבודה שהלוואות אלו הינם בערבות המדינה), בהתאם למח"מ הלוואות שיש לחברה, מחיר החוב המתאים של החברה הוערך ב -6.5%. מתדולוגיה זו דומה למתודולוגיה בה נקטנו בשנים קודמות.



תודה רבה