

סקיילקס קורפוריישן בע"מ

פעולת דירוג | ספטמבר 2010

1

מחברת:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

סקיילקס קורפוריישן בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מאשרת דירוג A3 באופק דירוג יציב לאגרות החוב במחזור שהנפיקה סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס" או "החברה"). בנוסף, מאשרת מידרוג דירוג A3 באופק דירוג יציב לאגרות חוב בסדרה חדשה (סדרה ו') שתנפיק החברה במסגרת הצעת רכש חליפין למחזיקי אגרות חוב (סדרה ג') בתמורה לאגרות חוב (סדרה ו'). בכוננת החברה להציע למחזיקי אגרות חוב (סדרה ג') החלפה של עד 500 מיליון ש"ח ערך נקוב באגרות חוב (סדרה ו') בהיקף של עד 540 מיליון ש"ח ערך נקוב. הצעת רכש החליפין תהיה כרוכה בתוספת חוב פיננסי עד לסך של כ-40 מיליון ש"ח נוכח יחס ההחלפה. אגרות החוב (סדרה ו') יהיו צמודות מדד (קרן וריבית) ויעמדו לפירעון (קרן) בשבעה עשר תשלומים חצי שנתיים בלתי שווים כדלקמן: (א) ששה עשר תשלומים חצי שנתיים שווים בשיעור 4.0% מקרן אגרות החוב החל בינואר 2012 ועד יולי 2019; (ב) תשלום קרן אחרון בשיעור 36.0% מקרן אגרות החוב שישולם בינואר 2020. היתרה הבלתי מסולקת של אגרות החוב תישא ריבית שנתית אשר תשולם החל מינואר 2011 ועד ינואר 2020.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16/9/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, 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.

להלן סדרות אגרות החוב במחזור לגביהן חל הדירוג¹:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ע.ג. במיליוני ש"ח	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	תקופת פרעון הקרן
א'	1115187	9/09	346.6	7.0%	לא צמוד	9/2011-3/2014
ב'	1115203	9/09	350.6	משתנה	לא צמוד	6/2011-12/2013
ג'	1115211	9/09	709.3	4.9%	מדד	6/2011-12/2013
ד'	1115674	10/09	280.8	5.1%	מדד	10/2012-10/2015
1 (המרה)	1115195	9/09	205.3	4.0%	לא צמוד	6/2024

שיקולים עיקריים לדירוג

נקודת המוצא לדירוג אגרות החוב של סקיילקס הינה דירוג אגרות החוב של פרטנר (Aa3 באופק דירוג יציב), אחזקתה העיקרית. הפער בין הדירוגים מבטא את תוספת סיכון האשראי של סקיילקס הנובעת מנידחות החוב ביחס לשירות ההתחייבויות בפרטנר ומהישענות יכולת שירות החוב של החברה על מניות פרטנר והדיבידנדים הנובעים מהם כנכס עיקרי. מתודולוגיה זו מבוססת על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת החזקות המחזיקה שליטה בחברה תפעולית.

פרטנר מאופיינת במעמד עסקי חזק ויציב המתבסס על נתח שוק דומיננטי בענף, מותג חזק ובסיס לקוחות פרטיים רחב ומפוזר. מאפיינים אלו תורמים ליכולת ייצור תזרימי מזומנים חזקה ובולטת לטובה. מאפייני התחרות בענף הסולולר תורמים אף הם לחוסנה העסקי של פרטנר, אם כי במידה נמוכה מבעבר, נוכח התממשות האיום המרכזי בענף להערכתנו, שהינו התערבות רגולטורית. החלטת משרד התקשורת להפחית באופן חד את תעריפי הקישוריות החל מחודש ינואר 2011 מהווה אתגר מהותי עבור פרטנר, שפרסמה לאחרונה כי היא צופה שיישום ההחלטה, ככל שתבוצע, תוביל לירידה חודשית בטווח של 20-30 מיליון ש"ח ברווח הנקי, זאת טרם לנקיטת פעולות לפיצוי כנגד הירידה

¹ לחברה אגרות חוב (סדרה ה') שמקורן בהלוואה דולרית לז"א מבעלת השליטה הקודמת בפרטנר לשם מימון רכישת השליטה בפרטנר. בחודש מרץ 2010 נרשמו אגרות החוב למסחר ברצף המוסדי. אגרות חוב (סדרה ה') אינן מדורגות על ידי מידרוג. אגרות החוב (סדרה ה') עומדות לפירעון בתשלום אחד בחודש אפריל 2014 ונושאות ריבית דולרית בשיעור שנתי של 2.027%.



מידרוג

בהכנסות וברווחים כתוצאה מהפחתת דמי הקישוריות. אנו מעריכים כי הפגיעה הנובעת מירידת הקישוריות תקוזז בחלקה נוכח מנועי הצמיחה של פרטנר ונוכח יכולת להציג התייעלות בהוצאות, אם כי בפני החברה אתגרים ניהוליים ועסקיים ביישום בהתוויית ההתייעלות ויישומה. הפחתת הקישוריות הינה חלק ממהלך נרחב של משרד התקשורת להרחיב את התחרות בענף הסלולר באמצעות הכנסת מתחרים חדשים. להערכתנו מידת ההשפעה של הגברת התחרות על נתח השוק של פרטנר ורווחיותה תקבל ביטוי בטווח הזמן הארוך והיא נתונה באי וודאות. התפתחויות אלו כמו גם העלייה ברמת המינוף של פרטנר הובילו אותנו להוריד את דירוג אגרות החוב של פרטנר בחודש אוגוסט 2010 מ-Aa2 ל-Aa3 תוך שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב. יש לציין כי בקביעת הדירוג הראשוני של סקיילקס נלקח בחשבון אופק הדירוג השלילי של פרטנר לרבות היחלשות ביכולתה לחלק דיבידנדים והשפעה זו על מחיר מניות פרטנר. איתנותה הפיננסית של פרטנר גבוהה ומתבטאת ביחסי כיסוי חוב מהירים, גם בהינתן ירידה בתזרים התפעולי כתוצאה מהפחתת הקישוריות. יחד עם זאת, התזרים החופשי לאחר השקעות שוטפות ודיבידנדים נמוך ויכולת שירות החוב נסמכת במידה רבה על מסגרות אשראי גבוהות וגמישות פיננסית טובה, הנגזרת ממאפייני פעילותה, ומאפשרת למחזר את החוב הפיננסי.

החוזקות העיקריות התומכות בדירוג של סקיילקס כוללות: חוזק תזרימי המזומנים של פרטנר והנהוג שלה לחלק את מרבית הרווח הנקי כדיבידנד לבעלי המניות, שליטה גבוהה בפרטנר ברמה האסטרטגית והניהולית ונזילות וגמישות פיננסית טובות.

הסיכונים העיקריים שנלקחו בחשבון בשיקולי הדירוג של סקיילקס כוללים: נדחות שירות החוב בחברה ביחס לשירות החוב בפרטנר, הישענות על הדיבידנדים ו/או על מניות פרטנר כמקור עיקרי לשירות החוב ועומס פירעונות גבוה יחסית בשנים 2011-2014 שחלקו צפוי להיות ממומן במחזור חוב ו/או במימוש מניות פרטנר. החברה חשופה להרעה במצבה העסקי והפיננסי של פרטנר שעלולה לפגוע הן בתזרים הדיבידנדים השוטף מפרטנר והן בגמישות הפיננסית לממש או לשעבד מניות פרטנר.

הדירוג מסתמך על שמירה של יחסים פיננסיים לאורך חיי אגרות החוב כדלקמן, כאשר בכל הקשור לפרטנר, תפעל החברה כבעלת השליטה בפרטנר בכפוף לכל דין: (1) יחס החוב הפיננסי נטו של פרטנר ל-EBITDA של פרטנר לא יעלה על 2.5; (2) היחס בין סך החוב הפיננסי של פרטנר בתוספת המנה המתקבלת מחלוקת סך החוב הפיננסי של החברה בשיעור החזקתה בפרטנר לבין ה-EBITDA של פרטנר לא יעלה על 6.0. החל משנת 2011 - לא יעלה על 5.0; (3) היחס בין מכפלת שיעור הבעלות של החברה בפרטנר ברווח הנקי של פרטנר בארבעת הרבעונים האחרונים לבין סך כל החלויות (קרן, ריבית והפרשי הצמדה בגין, בניכוי יתרות המזומנים של החברה והסכום הצפוי להתקבל כדיבידנד בגין הפחתת הון הצפויה (לאחר אישור בית משפט), בגין החוב הפיננסי של החברה בארבעת הרבעונים הבאים (יחס כיסוי DSCR בחברה) לא יפחת מ-1.15 עד שנת 2010 והחל משנת 2011 לא יפחת מ-1.3. בשנת 2013 היחס יחושב ללא קרן הלוואת המוכר (אג"ח ה'). החברה עומדת כיום ביחסים הנדרשים במידה הולמת. להערכתנו, סקיילקס צפויה לעמוד באמות המידה הללו בטווח הזמן הבינוני גם בהינתן שחיקה בתזרים התפעולי וברווח הנקי של פרטנר בעקבות הפחתת דמי הקישוריות.

יחס החוב הפיננסי נטו בסקיילקס לשווי אחזקתה בפרטנר לפי שווי השוק הנוכחי עומד סביב 62% ואינו צפוי להשתנות במידה מהותית בעקבות תוספת החוב הכרוכה עסקת ההחלפה. זהו יחס סביר התואם את רמת הדירוג. סקיילקס צמצמה את החוב הפיננסי במהלך המחצית הראשונה של שנת 2010, לאחר שפרעה מתמורת החלוקה המיוחדת של פרטנר את מלוא המימון הבנקאי קצר הטווח ששימש בעסקת רכישת השליטה. סך החוב הפיננסי של החברה סולו ליום 30/6/2010 הסתכם בכ-2.92 מיליארד ש"ח לעומת כ-3.75 מיליארד ש"ח ליום 31/12/2009 מייד לאחר העסקה.



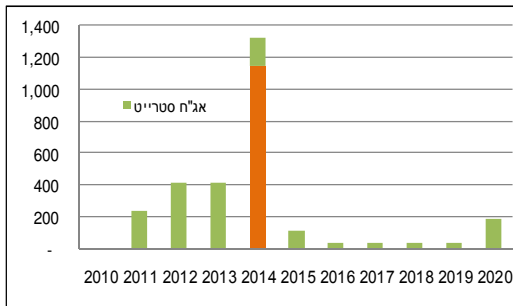
מידרוג

לחברה רמת נזילות וגמישות פיננסיות טובות יחסית בהתחשב ביתרות הנזילות בקופת החברה ליום 30/6/2010, הכוללות כ-98 מיליון ש"ח מזומנים וכ-76 מיליון ש"ח שווי תיק ני"ע נזיל, מפוזר וסולידי יחסית וכן בהתחשב בהיקף מניות פרטנר החופשיות (כ-24.9 מיליון מניות פרטנר חופשיות משעבוד בשווי שוק של כ-1.6 מיליארד ש"ח נכון למועד דוח זה). עסקת החלפת אגרות החוב צפויה להגדיל את מספר המניות המשועבד לטובת מחזיקי אגרות החוב בהיקף של כ-2.5 מיליון מניות.

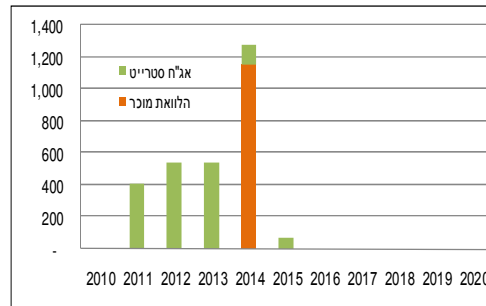
עסקת החלפת אגרות החוב מאריכה את פרעון אגרות החוב בהשוואה לתחזית בדירוג הראשוני בסמוך להשלמת עסקת רכישת השליטה בפרטנר: מחד גיסא, עומס הפירעונות בשנים 2011-2013 צפוי לקטון במידה משמעותית ולשפר את נזילות החברה. מאידך גיסא, היקף מהותי של פירעונות אג"ח נדחה לאחר פרעון הלוואת המוכר (אג"ח ה') בתשלום אחד בחודש אפריל 2014, שינוי המהווה גורם סיכון בהינתן צורכי המימון הגבוהים של הלוואת המוכר. יחד עם זאת, השיפור בגמישות הפיננסית של החברה מאז עסקת רכישת השליטה מממן סיכון זה. אנו סבורים כי שינוי זה אין בו להשפיע במידה מהותית על דירוג אגרות החוב. דירוג אגרות החוב ייבחן בין השאר על רקע רמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה.

להלן לוח הסילוקין לשירות קרן החוב הפיננסי לפני ואחרי עסקת ההחלפה:

לאחר ההחלפה:



לפני ההחלפה:



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- ירידה משמעותית ביחס המינוף תוך שיפור ביחסי הכיסוי
- הרחבה ופיזור תיק ההחזקות תוך ירידת התלות בהחזקה בפרטנר כמקור תזרימי ונכסי עיקרי

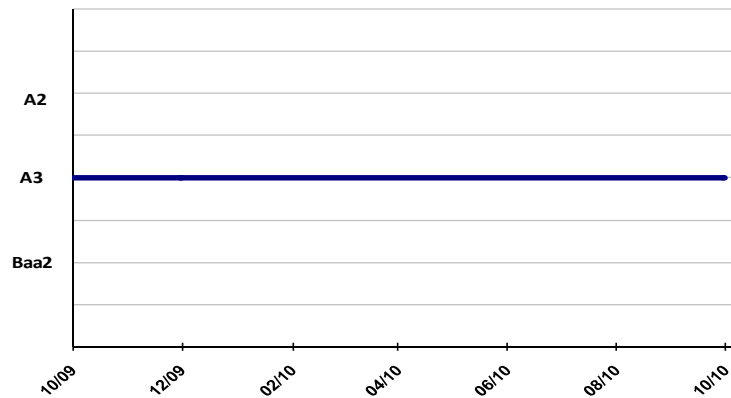
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- החלשות מיצובה העסקי והפיננסי של פרטנר באופן שיפגע באופן מהותי ביכולתה להעלות דיבידנד לבעלי המניות, לרבות הורדת דירוג האשראי של פרטנר
- ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה
- חלוקת דיבידנד שתחליש את נזילות החברה ואיתנותה הפיננסית

אודות החברה

סקיילקס הינה חברת אחזקות ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-44.8% בהון המניות של פרטנר, מפעילת תקשורת סלולרית מובילה בישראל. ברבעון הרביעי של 2009 השלימה סקיילקס את רכישת השליטה בפרטנר. בעלת השליטה בסקיילקס היא סאני אלקטרוניקה בע"מ המחזיקה בכ-82.3% מהון המניות של סקיילקס. סקיילקס וסאני מחזיקות ביחד כ-46.1% מהון המניות של פרטנר. תחומי פעילות פחות מהותיים בפעילותה כוללים ניהול הנכסים הפיננסיים ואיתור הזדמנויות עסקיות וכן ייבוא ומכירה של מכשירי קצה למפעילות סלולריות בישראל. בעל השליטה בסאני הינו מר אילן בן דב המחזיק באמצעות חברות פרטיות בשליטתו כ-66.8% מהון המניות של סאני.

היסטוריית דירוג



רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

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

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



סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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") 2010.

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

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

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

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

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