



סקיילקס קורפוריישן בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2011

1

מחבר:

אבי בן-נון, אנליסט
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

פבל יופה, ראש צוות
pavel@midroog.co.il

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 יציב לגיוס חוב בסך של עד 400 מ' ש"ח. באמצעות הרחבת סדרה קיימת (סדרה ו') ו/או הנפקת סדרות חדשות (סדרות ז' ו/או ח'), של סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס" או "החברה"). בנוסף, חל הדירוג על כל אג"ח של החברה שבמחזור.

הדירוג מתבסס על התחייבות החברה, כי תמורת האג"ח תשמש לשירות, פירעון ו/או מחזור החוב (לרבות רכישות עצמיות על ידי החברה) ובלבד שהיקף החוב הפיננסי נטו אינו צפוי לגדול מעבר ליתרה נכון ליום ה-31.12.2010. החברה התחייבה לאמץ מדיניות השקעה שמרנית לניהול היתרות הכספיות, כאשר תמורת ההנפקה הנוכחית או יתרתה (לאחר שימוש בתמורה, כאמור לעיל) תושקע בפיקדונות ואג"ח בדירוג A3 אופק יציב לפחות.

מבנה ומועד ההנפקה טרם נקבעו. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי.

להלן פירוט הסדרות שבמחזור:

שנות פירעון הקרן	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב, במיליוני ש"ח	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרה
9/11-3/14	שקלי	7.00%	332.7	9/09	1115187	א'
6/11-12/13	שקלי	5.38%	348.5	9/09	1115203	ב'
6/11-12/13	מדד	4.90%	635.8	9/09	1115211	ג'
10/12-10/15	מדד	5.10%	280.8	10/09	1115674	ד'
1/12-1/20	מדד	4.25%	71.3	10/10	1120815	ו'
12/24	שקלי	4.00%	205.2	9/09	1115195	1 (המרה)

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בשליטה באחזקה העיקרית של החברה - פרטנר (כ-44.6%) - בעלת מיצוב עסקי ופיננסי גבוהים בשוק הסולולר ויכולת ייצור מזומנים חזקה ויציבה. בנוסף, הדירוג נתמך בשיפור במינוף פיננסי, בעיקר נוכח הקיטון בהיקף החוב בשנת 2010. המינוף של החברה סביר יחסית לרמת הדירוג. הסיכונים העסקיים של החברה הינם ריכוזיות גבוהה של תיק האחזקות וחשיפה לענף התקשורת, אשר על אף היותו בעל סיכון נמוך יחסית, מאופיין במידה מסוימת של אי ודאות, נוכח רגולציה אינטנסיבית להגברת התחרות והקטנת חסמי הכניסה, אשר עלולה להשפיע לרעה על יכולתה של פרטנר לחלק דיבידנד ועל שווייה; סקיילקס צפויה להתמודד עם עומס פירעונות גבוה יחסית בטווח הזמן הבינוני, כמו גם תלותה של סאני אלקטרוניקה ("סאני" או "חברה אם") - החברה האם, בדיבידנדים ממנה. הצבת אופק הדירוג היציב משקפת את הנזילות והגמישות הפיננסית הגבוהות של החברה, נוכח יתרות מזומנים גבוהות יחסית והיקף מהותי של מניות פרטנר פנויות משעבוד - המהוות כרית ביטחון ומקור אלטרנטיבי לשירות החוב בסקיילקס.

סקיילקס (סולו), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	
1,372	5,022	4,250	סך הנכסים במאזן
4	4,418	3,601	שווי מאזני השקעות בחברות כלולות
897	83	233	מזומנים ושווי מזומנים
52	94	65	נכסים פיננסיים זמינים למכירה
1,274	1,114	1,217	הון עצמי
0	3,763	2,874	חוב פיננסי
152	578	451	הכנסות
2	36	25	רווח (הפסד) תפעולי
174	82	*(159)	(הוצאות) הכנסות מימון, נטו
(100)	41	347	חלקה של החברה ברווחי מוחזקות
409	183	271	רווח נקי המיוחס לבעלי מניות החברה**
60	135	***1,180	דיבידנד מחברות מוחזקות

* עיקר החוב הפיננסי גויס במחצית השנייה של שנת 2009 ושימש לרכישת מניות פרטנר. במהלך 2010 החלה החברה לשלם בגינו הוצ' מימון.

** כולל רווח נטו מפעילויות מופסקות בשנים 2010-2009.

***כולל חלקה של החברה (626 מ' ₪) בדיבידנד מיוחד בסך 1,400 מיליון ₪, שחילקה פרטנר.

מתודולוגיה לדירוג

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על מתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת אחזקות. נקודת המוצא לדירוג האג"ח של סקיילקס, הינה דירוג האג"ח של פרטנר (Aa3). הפער בין דירוג האג"ח של סקיילקס לזה של פרטנר נובע מתוספת סיכון האשראי בגין נידחות החוב בסקיילקס לעומת פרטנר ומהישענות יכולת שירות החוב של החברה על מניות פרטנר והדיבידנדים הנובעים מהן, תוך התחשבות ביחסי הכיסוי התזרימיים וה-LTV של סקיילקס.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

אחזקת שליטה בפרטנר - בעלת מיצוב עסקי ופיננסי גבוהים

החברה פועלת בענף התקשורת ובעיקר בסגמנט הסלולר, באמצעות אחזקת שליטה בחברת פרטנר (כ-44.6%) - המדורגת Aa3 יציב. בנוסף, החברה הינה יבואנית ומשווקת מכשירי "סמסונג". פרטנר מאופיינת במעמד עסקי חזק ויציב בשוק הסלולר, במותג חזק, המתבטא בנתח שוק משמעותי בשנים האחרונות וברווחיות גבוהה. פרטנר פועלת להתרחב לתחומים נוספים בענף התקשורת ובהם - הפעלת שירותי תקשורת בינלאומיים ופנים ארציים ואספקת שירותי ISP באמצעות 012 סמייל, אותה רכשה במהלך חודש מרץ 2011. יש לציין, כי ענף התקשורת עומד בפני שינויים מבניים, שצפויים בעקבות פרסומן של מסקנות הביניים של ועדת חייק.

ריכוזיות תיק האחזקות נותרה גבוהה, תוך חשיפה לענף התקשורת המאופיין ברגולציה תומכת תחרות

תיק האחזקות של החברה מאופיין בריכוזיות גבוהה וחשוף לענף התקשורת ולתמורות החלות בו. ענף התקשורת מאופיין בסיכון עסקי נמוך, יחסית לממוצע הכלל משקי, כאשר הסיכון העיקרי נובע מרגולציה רחבה, המעודדת תחרות ובפרט בתחום הסלולר - הפחתה מהותית בדמי הקישוריות, מתן רישיונות למפעילים נוספים ווירטואליים ומסקנות ועדת חייק, כאמור, שבעיקרן מיסודו של שוק סיטונאי בתחום הנייח, ביטול הפרדה מבנית בבזק והוט ועוד.



ההתפתחויות הרגולטוריות יכולות ליצור שחיקה מסוימת בנתח השוק של פרטנר ובתזרים המזומנים שלה וכפועל יוצא לפגוע בהיקפי הדיבידנדים ובשווי של פרטנר. פרטנר יכולה לפצות חלקית על ההתערבות החיצונית הצפויה ע"י המשך החדרת והרחבת שירותי ערך מוסף והתייעלות תפעולית. יש לציין, כי פרטנר הינה המקור התזרימי העיקרי של החברה.

מינוף פיננסי סביר התואם את רמת הדירוג

החוב הפיננסי נטו של החברה קטן במהלך התקופה הנסקרת ועמד על 2,576 מ' ש' ליום ה-31.12.2010 (לעומת חוב פיננסי נטו של 3,586 מ' ש' בתקופה המקבילה אשתקד), נוכח דיבידנדים בהיקף משמעותי (1,180 מ' ש'), שהתקבלו מפרטנר (כולל חלקה של סקיילקס בדיבידנד מיוחד בסך 1,400 מיליון ש' מפרטנר) ובאמצעותם פרעה החברה את מלוא המימון הבנקאי, ששימש לעסקת רכישת השליטה.

סך שווי השוק של החזקת החברה בפרטנר עמד על 4,504 מ' ש' לחודש מרץ 2011. יחס החוב הפיננסי נטו ליום 31/12/2010 לשווי החזקות, כאמור, הינו סביר ועמד על כ-57.2% אל מול 78.5% בתקופה המקבילה אשתקד. רמת המינוף, אשר נבחנה על פי שווי שוק ממוצע של 12 החודשים האחרונים, עמדה על 53.6%. בבחינת רמת המינוף במצב של לחצים אקסוגניים, תוך ניכוי מקדם רגישות (לפי המתודולוגיה של מודיסי-25%) משווי ההחזקות, יחס המינוף גדל ל-71.4% ומגלם רמת מינוף גבוהה יחסית לדירוג. יש לציין, שבבחינת יחס המינוף, מידרוג לא לקחה בחשבון את פעילות החברה בשיווק מכשירי "סמסונג" המניבים תזרים ממוצע של 50 ש' בשנה.

יחס הכיסוי השוטף נמוך יחסית, צפוי לחץ תזרימי בטווח הזמן הבינוני, נוכח הצפי לעלייה בעומס הפירעונות

התזרים השוטף של סקיילקס נסמך בעיקרו על חלוקת דיבידנד מפרטנר וגם מתזרים הנובע מפעילותה של החברה כיבואנית ומשווקת מכשירי "סמסונג". יחס הכיסוי השוטף בין הדיבידנדים השוטפים, שמקבלת סקיילקס מהחברות המוחזקות, להוצאות המימון והתפעול השוטפות, בינכיו דמי ניהול, נע בטווח שבין 1.5 ל-2.7 בשנתיים האחרונות. העלייה בעומס הפירעונות בסקיילקס, שצפויה החל מהשנים 2013-2012, מחייבת את סקיילקס להקטין את עומס הפירעונות של החוב, תוך הארכת המוח"מ, כפי שהחברה מבקשת לבצע וכפי שלהערכת מידרוג תצטרך להמשיך ולעשות בטווח הזמן הבינוני. יש לציין, כי מידרוג מעריכה, כי ההיקף המשמעותי של מניות פרטנר החופשיות משעבוד, יקל על סקיילקס בהשגת מקורות מימון.

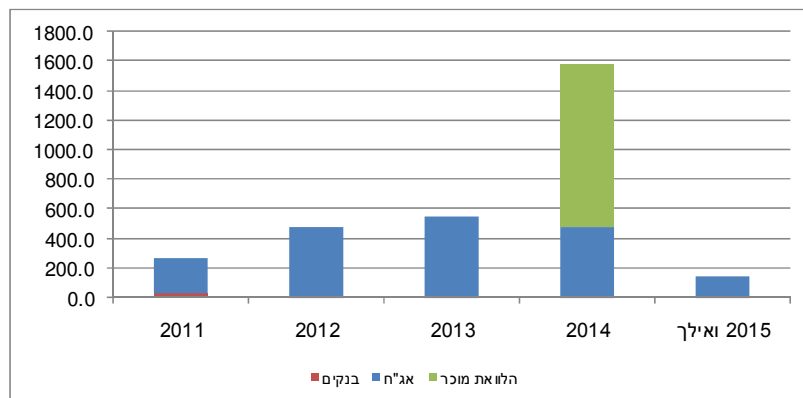
נזילות וגמישות פיננסית גבוהות

לחברה נזילות טובה יחסית, הנסמכת על יתרות מזומנים בסך 233 מ' ש' ותיק נ"ע בסך 65 מ' ש', נכון ליום ה-31.12.2010. החברה נהנית מגמישות פיננסית גבוהה, נוכח היקף מהותי של מניות פרטנר חופשיות משעבוד. היקף המניות של פרטנר, החופשיות משעבוד, עומד על כ-24.7 מיליון מניות, בשווי שוק של 1,632 מ' ש', נכון לאמצע מרץ 2011, לעומת יתרת חוב בסך 2,874 מ' ש'. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתומות בהיקף של עד 200 מ' ש', כנגד ההון החוזר של פעילות סמסונג.

סקיילקס עומדת בהתניות הדירוגיות במרווח מספק, כאשר, להערכת מידרוג, גם במקרה של הרעה בתוצאות של פרטנר, תעמוד בהם בטווח הזמן הבינוני.

יש לציין, כי להערכת מידרוג רמת הנזילות של החברה עשויה להישחק בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח הסרת מגבלת חלוקת הדיבידנד מסקיילקס לאחר פירעון הלוואה בנקאית (מגבלה שהייתה לחלוקה של עד 50 מ' ש') והתלות של סאני בחברה לצורך פירעון התחייבויותיה.

להלן לוח סילוקין (*), סולו, לפירעון החוב הפיננסי ליום ה-30.9.2010, של סקיילקס קורפוריישן, מיליוני ש"ח:



(* כאמור, הגיוס המתוכנן צפוי להקטין את עומס הפירעונות. עם זאת, מבנה ההנפקה טרם נקבע סופית.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

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

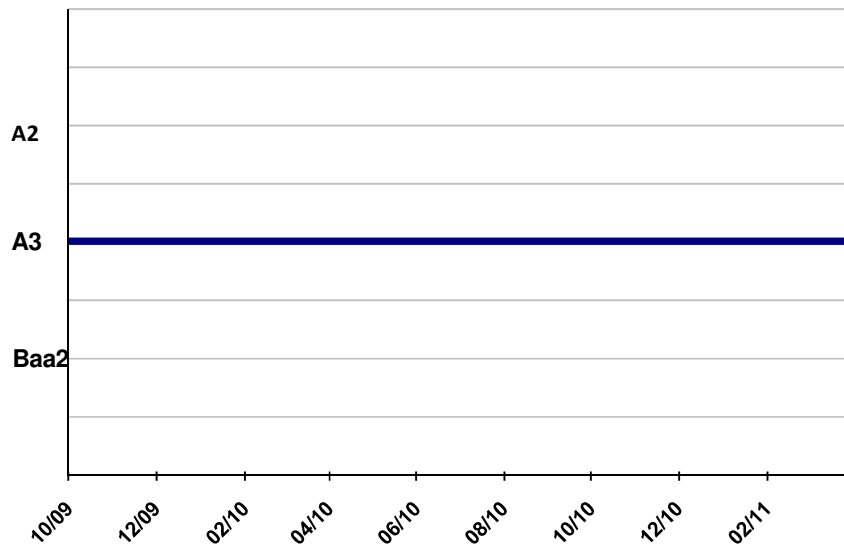
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- 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 שמניוטיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-44.6% 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-78.8% מהון המניות של סקיילקס. סקיילקס וסאני מחזיקות ביחד כ-46.0% מהון המניות של פרטנר. תחומי פעילות נוספים של החברה כוללים: ייבוא ומכירה של מכשירי קצה מתוצרת "סמסונג" למפעילות סלולאריות בישראל וכן ניהול הנכסים הפיננסיים ואיתור הזדמנויות עסקיות. בעל השליטה בסאני הינו מר אילן בן דב, המחזיק באמצעות חברות פרטיות בשליטתו החזקה אפקטיבית של כ-76.6% מהון המניות של סאני.

היסטוריית דירוג



מונחים פיננסיים עיקריים

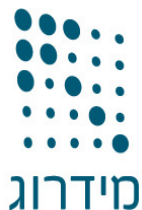
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי 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 חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה 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 בציוד, 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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים 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 לפדיין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיין 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.



דו"ח מספר: CHS060311400M

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") 2011.

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 צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר 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 (Moody's להלן: "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.