



# סקיילקס קורפוריישן בע"מ

דוח מעקב | דצמבר 2011

1

## מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט  
[guyd@midroog.co.il](mailto:guyd@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## סקיילקס קורפוריישן בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa1	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מרשימת מעקב של אגרות החוב (סדרות א' עד ד', סדרות ו' עד ט' וסדרה 1) שהנפיקה סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס" או "החברה") והורדת דירוג אגרות החוב מ-A3 ל-Baa1 באופק דירוג שלילי.

### להלן פירוט הסדרות המדורגות במחזור:

סדרה	מס סדרה	מועד הנפקה	ריבית נקובה	הצמדה	יתרת ערך נקוב, במיליוני ש"ח *30.11.2011	יתרה בספרים 30.9.2011 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון הקרן
א'	1115187	6/2009	7.0%	שקלי	264	316	2011-2014
ב'	1115203	6/2009	משתנה**	שקלי	268	267	2011-2013
ג'	1115211	6/2009	4.9%	מדד	507	535	2011-2013
ד'	1115674	10/2009	5.1%	מדד	278	292	2012-2015
ו'	1120815	10/2010	4.25%	מדד	71	70	2012-2020
ז'	1123447	4/2011	7.7%	שקלי	168	165	2015-2018
ח'	1123454	4/2011	4.5%	מדד	112	111	2015-2018
ט'	1123642	4/2011	משתנה***	שקלי	110	101	2015-2018
1 (המרה)	1115195	6/2009	4.0%	שקלי	205	164	2024

\* עד למועד זה ביצעה סקיילקס פיננסים שותפות כללית שהשותפים בה הינם החברה וחברה בת של סקיילקס רכישה עצמית של כ-2.1 מיליון ש"ח ערך נקוב אגרות חוב (סדרה ז'), כ-1.9 מיליון ש"ח ערך נקוב אג"ח (סדרה ח'), כ-8.8 מיליון ש"ח ערך נקוב (סדרה ט') ו-27 מיליון ש"ח ערך נקוב מאגרות חוב סדרה 1. הערך הנקוב שנרכש לא נמחק מהמסחר ומוחק על ידי השותפות \*\* מרווח 3% מעל אג"ח ממשלתי "817" \*\*\* מרווח 2.6% מעל אג"ח "ממשל משתנה 05020"

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הורדת דירוג אגרות החוב של סקיילקס נובעת בעיקר מהחלשות במיצובה העסקי והפיננסי של אחזקת הליבה, פרטנר חברה לתקשורת בע"מ ("פרטנר" - כ-44.5%), שדירוגה (Aa3) הוצב לאחרונה באופק שלילי נוכח החרפת הסיכונים בסביבתה העסקית והתמודדות לא מספקת עם השינויים במצב השוק. רוחחיה של פרטנר נחלשו ביחס לעבר זאת בעקבות התחרות החרפה בשוק הסלולארי שהחלה במחצית הראשונה של שנת 2011 וצפויה להחריף בשנים הקרובות עם כניסתם של מתחרים חדשים. השחיקה במיצוב פרטנר חלחלה ופגעה ביכולת שירות החוב של סקיילקס במונחי יחסי כיסוי יחסי מינוף. השיפור החד בפעילות ייבוא ושיוק טלפונים סלולאריים ומכשירי קצה מתוצרת סמסונג ("פעילות סמסונג") היווה גורם ממתן. יש לציין כי פעילות סמסונג מוערכת על ידינו בפרופיל סיכון גבוה ויכולת השבת הכנסות חלשה בהשוואה לפרטנר נוכח התחום המאופיין בחדשנות טכנולוגית גבוהה, תחרות חריפה בין יצרנים בעולם ושינוי טעמים מהירים.

הורדת הדירוג משקפת גם היחלשות בגמישות הפיננסית נוכח הירידה החדה בשווי מניות פרטנר והתנדטיות החרפה בשווקי ההון המהווה עבור החברה אתגר במיחזור החוב הפיננסי. בהקשר זה ניתן משקל גם להיחלשות של חברה קשורה לסקיילקס, טאו תשואות בע"מ.

הדירוג נתמך בהחזקת שליטה בנכס בסיס בעל מעמד משמעותי בשוק הסלולר בישראל, בעל פוטנציאל השבת הכנסות גבוה ושיעורי רווחיות גבוהים, הנשענים על ביקושים חזקים ובסיס לקוחות רחב. אנו מעריכים כי ביכולתה של



פרטנר לבצע שינוי אסטרטגי ותפעולי אשר ימתן את השפעות הרגולציה והתחרות. כמו כן, נתמך הדירוג בנזילות המוערכת כטובה וכוללת יתרות נזילות פנויות והיקף מניות חופשיות משמעותי. עומס הפירעונות של החברה גדל במידה חדה בשנת 2014.

הצבת האופק השלילי לדירוג סקיילקס נותנת ביטוי לכך שהשיפור בפרטנר תלוי במידה רבה בהצלחת הנהלת פרטנר וכן בתנאי השוק מצד מתחרים קיימים וחדשים. נוכח השינויים המהירים בשוק, קיימת בעינינו אי-ודאות בנושא זה. עם זאת, ההסתברות להורדת דירוג לסקיילקס אינה גבוהה מאוד והיא תחול במידה ופרטנר תסטה משמעותית מהתחזיות.

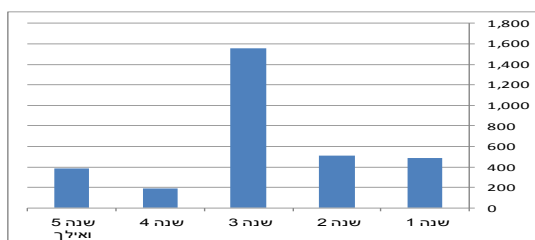
כאמור, נרשמה עלייה ביחס המינוף של סקיילקס על רקע הירידה החדה במחיר המניה של פרטנר במהלך 12 החודשים האחרונים. היחס בין החוב הפיננסי נטו ליום 30.9.2011 לבין שווי האחזקה בפרטנר עומד על כ-110% (כ-57% לחודש מרץ 2011 מועד המעקב האחרון וכ-78% בחודש מרץ 2010 מועד הדירוג הראשוני) וזאת מבלי להתחשב בשווי פעילות סמסונג. לאור השיפור בפעילות זו אנו מייחסים לה לראשונה שווי במדידת יחס המינוף. כך, בהתחשב גם בערכה של פעילות סמסונג על פי אומדן שמרני של מידרוג לצרכי דירוג האשראי, יחס המינוף על בסיס שווי השוק האחרון של פרטנר הינו כ-91%. למרות זאת, הדירוג הנוכחי מניח כי רמת המינוף של סקיילקס לאורך זמן תהיה בשיעור נמוך מזה הנוכחי בהתחשב באפשרות כי הצלחת תוכנית ההתייעלות של פרטנר תשקם את שווי פרטנר ואת רמת המינוף של סקיילקס. הרווח הנקי של פרטנר בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 וברבעון השלישי של שנת 2011 הסתכם בכ-631 מיליון ₪ ובכ-172 מיליון ₪, בהתאמה. אומדן תזרים הדיבידנדים של סקיילקס מפרטנר בשנת 2011 כולה מסתכם בכ-322 מיליון ₪. בתחזיות מעריכה סקיילקס רווח נקי של 800 מיליון ₪ לפרטנר בכל אחת מהשנים 2012 ו-2013 וחלוקת דיבידנד בשיעור של 100%, כך שחלקה של סקיילקס הינו כ-360 מיליון ₪ לשנה. מידרוג בחנה תחזית זו תחת הנחות רגישות שונות ומחמירות יותר ביחס לרווח הנקי של פרטנר ולשיעור חלוקת הדיבידנד.

### פעילות מכירת מכשירי קצה

כאמור לעיל בשנת 2011 נרשם שיפור חד בפעילות החברה בתחום השיווק של מכשירי קצה מתוצרת סמסונג. בשנים האחרונות עמד נתח השוק של החברה על 25%-35% מכמות המכשירים שנמכרו בישראל. עם השקתם של מכשירי קצה חכמים מדגמי "גלקסי S" ברבעון השלישי של שנת 2010, עלה נתח השוק של סמסונג בישראל באופן משמעותי. כמו כן מחיר המכירה של המכשירים החדשים גבוה משמעותית ביחס לדור הקודם. כתוצאה מכך, מכירות החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2011 הסתכמו ב-936 מיליון ₪, עלייה של כ-224% מול תקופה מקבילה אשתקד. הרווח התפעולי מפעילות זו הסתכם לסך של 143 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 בהשוואה לכ-24 מיליון ₪ בתקופה המקבילה וכ-61 מיליון ₪ בכל שנת 2010. כאמור לעיל, אנו איננו מניחים יציבות בתזרים מפעילות זו במשך זמן ארוך.

### נזילות ביחס לצרכי שירות החוב

סקיילקס: לוח סילוקין קרן חוב ז"א 30.9.11, מיליוני ש"ח \*



\* אג"ח בלבד - ליום 30.9.11 לחברה אין חוב בנקאי

צורכי שירות החוב של החברה (קרן וריבית) לארבעת הרבעונים הקרובים החל מ-30.9.2011 מסתכמים לכ-633 מיליון ש"ח (כ-144 מיליון ש"ח ריבית והיתרה קרן). קצב דומה של פירעון קרן נשמר גם בארבעת הרבעונים שאחרי כן. בשנת 2014 גדל עומס הפירעונות במידה ניכרת נוכח פירעון בתשלום אחד באפריל 2014 של קרן אג"ח ה' בסך של כ-1.1 מיליארד ש"ח.



יתרות הנזילות בקופת החברה ליום 30.9.2011 הסתכמו לסך של כ-452 מיליון ש"ח (מכך כ-334 מיליון ש"ח מזומנים ושווי מזומנים והיתר תיק ני"ע ונגזרים פיננסיים נטו) יתרות אלו הן בין השאר פועל יוצא של גיוס אג"ח באפריל 2011 בתמורה נטו בסך של כ-388 מיליון ש"ח ותזרים שנבע מפעילות סמסונג.

הערכת הנזילות מסתמכת על המשך קבלת דיבידנדים מפרטנר ותזרים תפעולי משמעותי גם מפעילות סמסונג. נכון ליום 30.9.2011 לחברה מסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בסך של כ-185 מיליון ש"ח העומדות כנגד פעילות סמסונג. בנוסף, ליום 30.9.2011 מחזיקה סקיילקס כ-25.5 מיליון מניות פרטנר (כ-16.4% מהון המניות של פרטנר) חופשיות משעבוד ששוויין לפי שווי השוק האחרון הינו כ-900 מיליון ש"ח. גורם זה מהווה להערכתנו חיזוק משמעותי לגמישותה הפיננסית של החברה. כמו כן בשנים 2012-2013 (עד תום רבעון ראשון 2014) צפויות להשתחרר מניות משועבדות כתוצאה מפירעון מלא של סדרות א', ב' ו-ג' בהיקף של כ-18.9 מיליון מניות.

אומדן המקורות לעיל אינו מביא בחשבון השלמת עסקה להכנסת משקיע (20%) בפעילות סמסונג בתמורה לתשלום לחברה בסך של כ-200 מיליון ש"ח, ככול שזו תושלם.

**סקיילקס (סולו), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח**

FY 2009	FY 2010	Q1-Q3 11	
33	226	334	<b>מזומנים, שווי מזומנים ודיבידנד לקבל</b>
144	72	99	<b>פיקדונות ונכסים פיננסיים בשווי הוגן</b>
4,418	3,601	3,403	<b>השקעה בחברות מאוחדות</b>
1,114	1,217	1,071	<b>הון עצמי</b>
3,785	2,871	3,152	<b>חוב פיננסי</b>
578	451	936	<b>הכנסות</b>
34	24	124	<b>רווח תפעולי</b>
(82)	159	208	<b>הוצאות (הכנסות) מימון, נטו</b>
41	347	27	<b>חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות</b>
183	271	(53)	<b>רווח (הפסד) לתקופה<sup>1</sup></b>
135	557	227	<b>דיבידנד שוטף שהתקבל מפרטנר</b>
237	452	305	<b>FFO</b>
-	626	-	<b>דיבידנד מיוחד מפרטנר</b>
(100)	(150)	(100)	<b>דיבידנד ששולם לבעלי מניות החברה</b>

<sup>1</sup> כולל רווח נטו מפעילויות מופסקות בשנים 2010-2009. ברבעון שלישי 2011 כולל הפחתת מוניטין בסך של 125 מיליון ש"ח בגין השקעה בפרטנר.

**גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:**

- ירידת רמת המינוף ושיפור ביכולת שירות החוב והתחזקות המוחזקת העיקרית פרטנר
- הרחבה ופיזור תיק ההחזקות תוך ירידת התלות בהחזקה בפרטנר כמקור תזרימי ונכסי עיקרי

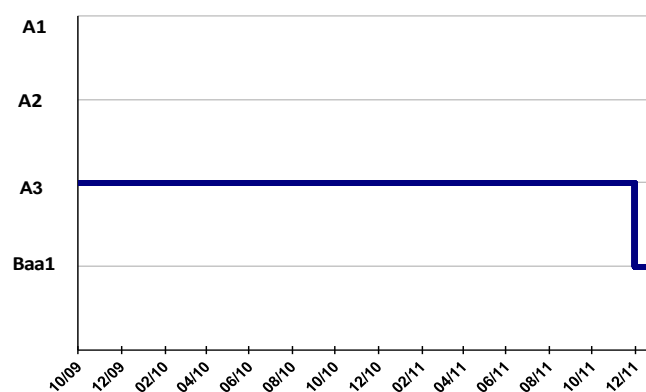
**גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:**

- 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 שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-44.5% 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-78.71% מהון המניות של סקיילקס. סקיילקס וסאני מחזיקות ביחד כ-46% 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-78.94% מהון המניות של סאני.

**היסטוריית דירוג**



**דוחות קשורים**

- [סאני אלקטרוניקה - מעקב \(דצמבר 2012\)](#)
- [פרטנר דוח מעקב \(נובמבר 2011\)](#)
- [סקיילקס רשימת מעקב - \(אוגוסט 2011\)](#)
- [סקיילקס - דוח פעולת דירוג \(מרס 2011\)](#)

	<b>מונחים פיננסיים עיקריים</b>
	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
	<b>נכסים</b> Assets
	<b>חוב פיננסי</b> Debt
	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	
סך נכסי החברה במאזן.	
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	
* 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 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 מאד.	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](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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

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

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

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

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