



# סאני אלקטרוניקה בע"מ

דוח דירוג ראשוני | ינואר 2010

1

**מחברת:**

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## סאני אלקטרוניקה בע"מ

Baa2	דירוג סדרות א'-ג'
------	-------------------

הדירוג ניתן לאגרות חוב שבכוונת סאני אלקטרוניקה בע"מ ("סאני" או "החברה") לגייס בסך של עד 240 מיליון ש"ח ערך נקוב. אגרות החוב יונפקו בשלוש סדרות כדלקמן: סדרה א' - עד 80 מיליון ש"ח ערך נקוב, צמוד מדד, ריבית שקלית קבועה צמודת מדד, קרן האג"ח עומדת לפירעון בחמישה תשלומים שנתיים שווים החל בינואר 2012; סדרה ב' - עד 80 מיליון ש"ח ערך נקוב, ריבית שקלית קבועה, קרן האג"ח עומדת לפירעון בחמישה תשלומים שנתיים שווים החל בינואר 2012; סדרה ג' - עד 80 מיליון ש"ח ערך נקוב בריבית משתנה, קרן האג"ח עומדת לפירעון בחמישה תשלומים שנתיים שווים החל בינואר 2012. תמורת הגיוס מיועדת במלואה לפירעון חלק מהלוואה בנקאית.

להבטחת פירעון הקרן והריבית לבעלי אגרות החוב תעמיד החברה לטובת הנאמן למחזיקי אגרות החוב שעבוד קבוע ראשון בדרגה על מניות סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס") שערכן לפי שווי השוק במועד הסליקה הכספית של תמורת הנפקת אגרות החוב יהיה שווה ל-150% מהערך הנקוב של אגרות החוב.<sup>1</sup> מספר המניות המשועבדות לטובת מחזיקי אגרות החוב יותאם לשווי השוק של מניות סקיילקס לאורך חיי האג"ח, באופן שהיחס בין שווי הבטוחות לבין תורת הערך הנקוב של אגרות החוב במחזור לא יפחת מ-130% ולא יעלה על 170%.

החברה מתחייבת בפני מחזיקי האג"ח שלא לחלק דיבידנד לבעלי המניות עד לשנת 2014 או עד שהיקף החוב הכולל נטו של החברה (סולו) ירד לסך של 250 מיליון ש"ח או פחות (ובלבד שלאחר החלוקה כאמור סכום החוב נטו של החברה (סולו) לא יעלה על 250 מיליון ש"ח), כמוקדם מביניהם.

החברה מחזיקה בכ- 21.7 מיליון מניות של סקיילקס. לאחר שעבוד מניות סקיילקס לטובת מחזיקי אגרות החוב ולטובת תאגיד בנקאי יוותרו בידי החברה מניות חופשיות של סקיילקס בהיקף משמעותי. לפי מחיר המניה הנוכחי של סקיילקס, היקף זה צפוי לעמוד על כ-15 מיליון מניות.

*דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 14/1/2010. 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.*

### פרופיל החברה

סאני הינה חברת אחזקות הנשלטת בידי מר אילן בן דב (שיעור אחזקה משוקלל של 78.77%). אחזקתה העיקרית היא כ-78.03% מהון המניות של סקיילקס. בנוסף מחזיקה החברה כ-1.4% מהון המניות של פרטנר תקשורת בע"מ ("פרטנר"). נכסים נוספים בהיקף מהותי פחות כוללים אחזקה בתפוז אנשים בע"מ (59.13%) ונדל"ן המושכר לחברות בקבוצה. בחודש אוגוסט 2008 מכרה סאני לסקיילקס את הפעילות הסולולארית של לקוחות הקצה והמפעילים הסולולאריים, בתמורה לסך של כ- 243 מיליון ש"ח. תמורת המכירה שימשה את החברה לפירעון חלק מהחוב הבנקאי שנטלה עם רכישת השליטה בסקיילקס בחודש יוני 2008. בחודש אוקטובר 2009 השלימה סקיילקס את העסקה לרכישת גרעין השליטה בפרטנר וכיום היא מחזיקה כ-44.89% מהון המניות של פרטנר. עלות העסקה מומנה ברובה בחוב פיננסי, לרבות אגרות חוב שגייסה ושרווגו על ידי מידרוג בדירוג A3.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> תמורת הנפקת אגרות החוב (סדרות א', ב' ו-ג') תופקד בחשבון נאמנות בגין כל סדרה ולא תועבר לשימוש החברה עד לרישום המניות המשועבדות כבטוחה לאגרות החוב וזאת לא יאוחר מיום 15/3/2010. היה ועד למועד האמור לא תיצור החברה שעבוד על המניות לטובת מחזיקי אגרות החוב, יועמדו אגרות החוב לפירעון מידי.

<sup>2</sup> ראה דוח דירוג ראשוני מאוקטובר 2009 באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



בחודש אוקטובר 2009 התקשרה סאני בהסכם עם יורוקום תקשורת בע"מ ("יורוקום") לפיו תרכוש החברה מיורוקום מניות פרטנר המהוות כ-0.74% מהון המניות המונפק של פרטנר בתמורה למניות סקיילקס המהוות כ-4.46% מהון המניות המונפק של סקיילקס. בעקבות עסקה זו הגדילה החברה את אחזקתה בפרטנר לשיעור של 1.4% מהון המונפק של פרטנר כאמור לעיל. במסגרת אותה עסקה העניקה החברה ליורוקום אופציית PUT מכוחה תהיה יורוקום זכאית לחייב את החברה לרכוש ממנה את מניות סקיילקס שנמכרו במסגרת העסקה האמורה במחיר של 75.88 ש"ח למניה, ויורוקום העניקה לחברה אופציית CALL מכוחה תהיה החברה זכאית לחייב את יורוקום למכור לה את המניות האמורות של סקיילקס במחיר זהה. האופציות יעמדו בתוקף עד ליום 30/6/2010. עלות מימוש אופציית ה-CALL הינה כ-94 מיליון ש"ח. במקרה של מימוש אופציית ה-CALL, החברה צופה כי עלות הרכישה תמומן מדיבידנדים שיחולקו מסקיילקס בשנת 2010. מקורות אפשריים נוספים למימון ההשקעה כוללים מחזור חובות, הנפקת זכויות ו/או מכירת מניות סקיילקס.

יתרת החוב הפיננסי בחברה סולו ליום 30/9/2009 עמדה על כ-471 מיליון ש"ח שהינה הלוואה מתאגיד בנקאי העומדת לפירעון בסוף חודש יוני 2010. במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2009 הקטינה החברה את הלוואה בכ-77 מיליון ש"ח בעיקר באמצעות דיבידנדים שקיבלה מאחזקותיה בסקיילקס ובפרטנר, כך שיתרת הלוואה ליום 31/12/2009 הינה כ-392 מיליון ש"ח. כל מניות סקיילקס ופרטנר שמחזיקה החברה משועבדות כיום לטובת הלוואה הבנקאית. לחברה אין יתרות מזומנים.

בכוונת החברה להשתמש בתמורת גיוס אגרות החוב על מנת לפרוע באופן מיידי סכום זהה מההלוואה הבנקאית. החברה מצויה כיום במו"מ מול התאגיד הבנקאי לקביעת תנאי הפריסה מחדש של יתרת הלוואה הבנקאית. הקטנת הלוואה במתווה האמור לעיל תוביל לשחרור מרבית מניות סקיילקס המשועבדות כיום לטובת הלוואה. יתרת הלוואה שתיוותר לאחר הפירעון החלקי תעמוד לפירעון לתקופה של כשנתיים.

שירות החוב הפיננסי של סאני מתבסס בעיקר על דיבידנדים הצפויים להתקבל מסקיילקס, הנובעים מדיבידנדים מפרטנר בניכוי שירות התחייבויותיה הפיננסיות של סקיילקס לבנקים ולבעלי אגרות חוב בסקיילקס.

מכוח הסכמי המימון של סקיילקס עם בנקים ובעלי אגרות חוב, חלות על סקיילקס שורה של מגבלות, בכלל זה: (א) סקיילקס מוגבלת בהיקף החוב הפיננסי שהיא יכולה ליטול בתנאים מסוימים; (ב) על סקיילקס חלות הגבלות מהמערכת הבנקאית במימוש מניות פרטנר שאינן משועבדות לטובת הבנקים ובעלי האג"ח בסקיילקס; (ג) סקיילקס מנועה מחלוקת דיבידנדים בסכום של מעל ל-50 מיליון ש"ח החל בשנת 2010 ועד לפירעון מלא של הלוואות הבנקאיות. (ד) לאורך חיי אגרות החוב (עד דצמבר 2013), מנועה סקיילקס מלחלק דיבידנדים בהיקף העולה על הרווח הנקי בארבעת הרבעונים האחרונים; ו (ה) סקיילקס מנועה מלהפחית את שיעור החזקתה בפרטנר מתחת ל-40%.

החברה מעריכה כי עד לאמצע שנת 2010 תפרע סקיילקס את מרבית התחייבויותיה למערכת הבנקאית, בעיקר באמצעות דיבידנד מיוחד שהיא צופה שתחלק פרטנר, באופן שתפוג מגבלת הדיבידנדים מול הבנקים.

מקור נוסף פוטנציאלי לשירות החוב בסאני הינו מניות סקיילקס שאינן משועבדות לטובת הבנקים או בעלי האג"ח. היקף מניות סקיילקס שבידי סאני החופשיות משעבוד צפוי לעמוד על כ-15 מיליון מניות (על בסיס שווי השוק הנוכחי של מניית סקיילקס), אשר שווי השוק הנוכחי שלהן הינו כ-1.1 מיליארד ש"ח.



## מידרוג

סך שווי נכסיה של החברה לסוף שנת 2009 מסתכם בכ- 1.8 מיליארד ש"ח, מכך כ-1.58 מיליארד ש"ח שווי מניות סקייילקס (לפי שווי השוק ליום 13/1/2009) והיתר - בעיקר שווי האחזקה הישירה בפרטנר לפי שווי השוק לאותו מועד. יחס החוב הפיננסי של החברה (כ-392 מיליון ש"ח ליום 31/12/2009) לשווי הנכסי לפי שווי שוק כאמור לעיל הינו כ-21%. בניכוי מקדם רגישות בשיעור של 25% על שווי הנכסים האמור, יחס המינוף גדל לכ-29%.

יחס כיסוי התפעולי, המבטא את כושר החברה לכסות את הוצאות המימון באמצעות התזרימים השוטפים מהאחזקות בניכוי הוצאות התפעול השוטפות, נאמד בטווח שבין 1.0 ל-2.5 שנים. היקף הדיבידנדים מסקייילקס ומפרטנר נאמד בטווח שבין 55-100 מיליון ש"ח לשנה (הטווח הנמוך מתייחס למצב הנוכחי לפיו מוגבלת חלוקת הדיבידנד של סקייילקס ל-50 מיליון ש"ח לשנה עד לסילוק מלא של ההלוואות הבנקאיות). ההוצאות השוטפות לשנה נאמדות בכ-30 מיליון ש"ח וכוללות בעיקר דמי ניהול. היקף הוצאות המימון ביחס לחוב הנוכחי הינו כ-26 מיליון ש"ח לשנה. טווח יחס הכיסוי הינו סביר לרמת הדירוג.

### שיקולים עיקריים לדירוג

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת אחזקות. נקודת המוצא לדירוג האג"ח של סאני הינה דירוג האג"ח של סקייילקס (A3). כמו כן הדירוג מניח כי סאני אינה עתידה לבצע השקעות מהותיות חדשות בטווח הזמן הקרוב והבינוני, למעט מימוש האופציה לרכישת מניות סקייילקס כמתואר לעיל. הפער בין דירוג האג"ח של סקייילקס לבין דירוג אגרות החוב של סאני מבטא את תוספת סיכון האשראי הנובעת מנידחות החוב בסאני ביחס לשירות החוב בסקייילקס ומסיכונים פיננסיים נוספים.

#### הסיכונים הפיננסיים העיקריים בפעילות סאני:

- תלות במניות סקייילקס כמקור יחיד ובלעדי לשירות החוב - אם בדרך של דיבידנדים הנובעים מהן ואם בדרך של מימוש מניות;
- סיכון שוק - חשיפה לסיכון תנודתיות מחיר השוק של מניית סקייילקס;
- מגבלות על חלוקת דיבידנדים בסקייילקס;
- רמת נזילות נמוכה - לחברה אין כיום יתרות מזומן;
- רמת הוצאות ניהול גבוהות - משפיעות לשלילה על יחס הכיסוי התפעולי;

#### הדירוג נתמך בחוזקות הבאות של סאני:

- אחזקת שליטה בסקייילקס, ובשרשור גם בפרטנר, והיותה של פרטנר בעלת מיצוב עסקי ופיננסי גבוהים ויכולת ייצור מזומנים חזקה ויציבה;
- רמת מינוף נמוכה יחסית כפי שמתבטאת בהיקף החוב לשווי נכסים, בטווח של 25%-20%;
- גמישות פיננסית טובה הנשענת על היקף משמעותי, ביחס לחוב הפיננסי, של מניות סקייילקס חופשיות משעבוד;

**גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:**

- הסרת מגבלות באשר לחלוקת דיבידנד מסקיילקס לסאני, פרט למבחן הרווח הנקי בארבעת הרבעונים האחרונים, באופן שיתרום לשיפור מהותי ביחס הכיסוי התפעולי המייצג וברמת הנזילות

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- הורדת דירוג החוב של סקיילקס
- היחלשות יכולתה של סקיילקס לחלק דיבידנדים לחברה
- עלייה בחוב הפיננסי ועלייה ברמת המינוף, כפי שנמדדת ביחס חוב פיננסי נטו לשווי אחזקות, מעל שיעור של 25%
- פגיעה בגמישות הפיננסית כפי שתבטא ביחס בין מניות סקיילקס החופשיות לבין החוב הפיננסי

**רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:**

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

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

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.

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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 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 מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. 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.