

## פרטנר תקשורת בע"מ

אופק הדירוג: יציב	Aa2	אג"ח (סדרה א')
-------------------	-----	----------------

הדירוג ניתן לגיוס חוב באמצעות הנפקת אג"ח סדרה א' בסך של 2.0 מיליארד ש"ח. אג"ח סדרה א' צמודות למדד המחירים לצרכן נושאות ריבית בשיעור של 4.25% לשנה. אג"ח עומדות לפרעון ב-12 תשלומים שווים בין השנים 2009-2012.

הדירוג ניתן בכפוף לכך שיחס החוב נטו (חוב פיננסי בניכוי מזומנים) ל-Ebitda לאחר גיוס האג"ח וביצוע עסקת הרכישה העצמית לא יעלה על 2.0 והחוב הפיננסי נטו של החברה לא יעלה על 3.2 מיליארד ₪. במידה והחוב נטו יעלה על 3.2 מיליארד ₪ תבחן מידרוג מחדש את הדירוג.

## התפתחויות עסקיות מהותיות בשנת 2005

**פוטנציאל צמיחה מוגבל בשוק הרט"ן בישראל, מבוסס ברובו על הגדלת משך השימוש וגיוון שירותי המידע והתוכן.**

להערכת מידרוג שירותי הקול ימשיכו להוות מקור הכנסות עיקרי של חברות הרט"ן בישראל ובעולם. יחד עם זאת מעריכה מידרוג את פוטנציאל הצמיחה של חברות הרט"ן בישראל, בגין שירותים אלו כמוגבל, בעיקר נוכח שיעורי החדירה הגבוהים במיוחד, גם בהשוואה למדינות אחרות בעולם. להערכת מידרוג, מנועי הצמיחה העיקריים לשנים הבאות מבוססים על הגדלת משך השימוש (MOU), לצד הרחבת שירותי התוכן, המאופיינים ברמות מחירים גבוהות יחסית לשירותי הקול ובשיעורי רווחיות גבוהים יותר.

## השקת שירותי הדור השלישי בסוף שנת 2004 כמנוף צמיחה לפעילות החברה

בסוף שנת 2004 השיקה פרטנר רשת תקשורת חדשה, הפועלת בטכנולוגיית ה-UMTS, תומכת שירותי הדור השלישי. יתרונה הבולט של רשת זו הינה בהעברת שירותי נתונים ווידאו, בנוסף לשירותי קול בקצבים גבוהים. בהשקת הרשת החדשה הקדימה פרטנר את מתחרותיה טכנולוגית ושיווקית. נכון ליום 31.12.2005 לחברה כ- 103 אלף מנויי דור שלישי ונתח השוק שלה מוערך על ידה בכ- 32% מסך שוק הרט"ן בישראל. מידרוג מעריכה כי קצב החדירה של שירותי הדור השלישי הינו נמוך יחסית.

## שינויים רגולטוריים מהותיים בשוק הרט"ן בישראל

### 1. הפחתת תעריפים:

בעקבות הודעת משרד התקשורת על שורה של תיקונים אפשריים בתעריפי השיחות של שירותי הרט"ן מחודש יולי 2004 והתאמתן מחדש בדצמבר 2004, חויבו חברות הרט"ן בישראל לבצע הפחתה מדורגת של תעריפי השיחות, שהבולטת ביותר הינה הפחתה הדרגתית של תעריפי השלמת השיחה החל מיום 1.3.2005 מ- 0.45 ש"ח לדקת תנועה ל- 0.22 ש"ח לדקת תנועה החל מיום 1.3.2008. הפחתות אלה מגלמות פגיעה בהיקף ההכנסות של חברות הרט"ן, אשר כחלק מצעדיהן לצמצום הנוק, כבר העלו את תעריפי השיחות היוצאות. אמצעי התמודדות נוספים עם ההפחתות כוללים יישום תהליכי התייעלות והעלאת משך זמן שימוש תוך גיוון תיק השיחות, בשירותים בעלי ערך מוסף גבוה, כדוגמת שירותי התוכן ועוד. התוצאות הכספיות של החברה מגלמות חלק מן ההפחתה בתעריפים.

מחברת:

יהודית רוזנברג צירט

אנליסטית בכירה

[j.r.cirt@midroog.co.il](mailto:j.r.cirt@midroog.co.il)

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידים

ומוסדות פיננסיים

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## 2. חקיקה בנושא קרינה:

במהלך 2005 גבר הלחץ הציבורי על משרד התקשורת להגבלת יכולתן של חברות הרט"ן להצבת אנטנות סלולריות בפריסה ארצית. בהחלטה של המועצה הארצית לתכנון ובנייה מיום 3 בינואר 2006 נקבע כי על המבקש היתר לבניית אתרי בסיס להפקיד בידי הוועדה המקומית לתכנון ובנייה כתב שיפוי בשיעור 100% בגין תשלומי פיצויים, שהוועדה תחויב בהם בתביעות. נכון ליום 31.12.2005 חברות הרט"ן בישראל אינן מכלילות הפרשה בדוחות הכספיים בגין תביעות העלולות לנבוע מהשפעות אפשריות של אתרים אלו. בדצמבר 2005 התקבל בכנסת חוק הקרינה הבלתי מייננת התשס"ו-2005 שתחילת תוקפו לעניין הסדרת רישוי הקרינה נקבע לתאריך 1.1.2007. יישום החוק יצריך את חברות הרט"ן בהערכות מתאימה. להערכת מידרוג, חשיפה לתביעות מהותיות לאור האמור לעיל, עלולה לפגוע במדדי איכות האשראי של חברות הרט"ן ולפיכך גם בדירוג האשראי שלהן.

### שינויים במבנה הבעלות בפרטנר

באפריל 2005 הודיעה החברה על רכישה עצמית של 33.3 מיליון מניות מבעלי המניות הישראליים המייסדים, על בסיס הצעת מכר מפברואר 2005. נכון ליום ההצעה החזיקו בעלי המניות האמורים יחד כ- 22.5% מהון המניות של החברה ובעקבות המכירה ירד חלקם לכ- 5.4% בלבד. תמורת המניות שילמה החברה כ- 1,074 מיליון ש"ח וביטלה את המניות שנרכשו בעסקה.

נכון ליום פרסום דוח המעקב בעלת השליטה בחברה, חברת Hutchison Whampoa Limited ("האצ'יסון וומפואה"), מחזיקה בכ- 52% מהון המניות בחברה, באמצעות חברת הבת Hutchison Telecommunications International Limited ("האצ'יסון טלקום").

## התפתחות התוצאות הכספיות בשנת 2005

<u>פרטנר תקשורת - מדדים תפעוליים</u>					
<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	
97%	97%	98%	106%	112%	אומדן לשיעור חדירת הרט"ן בישראל
27%	29%	31%	32%	32%	אומדן נתח שוק של פרטנר
<b>1,458</b>	<b>1,837</b>	<b>2,103</b>	<b>2,340</b>	<b>2,529</b>	<b>סך מנויים</b>
				<b>103</b>	<b>מספר מנויי 3G (באלפים)</b>
					<b>ARPU - הכנסה חודשית ממוצעת למנוי (ש"ח)</b>
<b>157</b>	<b>171</b>	<b>171</b>	<b>170</b>	<b>156</b>	
5.8%	10.9%	13.6%	12.0%	13.6%	שיעור נטישה שנתי
318	280	277	286	294	שימוש חודשי ממוצע למנוי (בדקות) MOU
458	470	362	295	282	עלות הרכשת מנוי ממוצעת (בש"ח) SAC
1882	2035	2138	2243	2252	מספר תחנות בסיס 2G
703	726	729	723	714	מספר מיקרו אתרים מסך תחנות הבסיס
2,523	2,685	2,769	3,164	3,403	מספר מועסקים

מקור: דוחות ונתוני החברה.

## **התוצאות הכספיות בשנת 2005 הושפעו לרעה מהפחתת תעריפי שיחות יוצאות עליה החליט משרד התקשורת ותחילת החדרת טכנולוגיית הדור השלישי ללקוחות**

### **השפעה צולבת של גידול במספר מנויים ובמשך שימוש לעומת ירידה בתעריפי הקישוריות הביאה ליציבות בהיקף ההכנסות**

הכנסות החברה בשנת 2005 הסתכמו בכ- 5,123 מיליון ש"ח לעומת כ- 5,141 מיליון ש"ח בשנת 2004 וכ- 4,468 מיליון ש"ח בשנת 2003. כ- 82% מההכנסות בשנת 2005 הינן בגין שירותי קול, כ- 8% שירותי מידע ותוכן וכ- 10% בגין מכירות ציוד קצה.

בשנת 2005 גדל בסיס המנויים של החברה בכ- 189 אלף מנויים חדשים, זאת לעומת תוספת של כ- 237 אלף מנויים חדשים בשנת 2004. אף כי מדובר בגידול משמעותי של בסיס המנויים, לא בא הדבר לידי ביטוי בהכנסותיה משירותים, אשר שמרו על יציבות יחסית לשנה קודמת. מניתוח תמהיל ההכנסות עולה כי הכנסות משירותי קול וממכירת מכשירי קצה ירדו בעיקר נוכח הורדת התעריפים כאמור לעיל ואילו ההכנסות משירותי מידע ותוכן עלו. היציבות היחסית בהיקף ההכנסות בשנת 2005 לצד התייקרות בעלויות המכר באו לידי ביטוי בשחיקת הרווח הגולמי ושולי הרווח בהשוואה לשנת 2004. להלן ניתוח השינויים בתחומי הפעילות:

#### **1. שירותים:**

##### **יציבות בהכנסות משירותי קול בשנת 2005 לעומת עלייה בהיקף הכנסות משירותי מידע ותוכן**

יציבות יחסית בהכנסות החברה משירותי קול בשנת 2005 השוואה לשנת 2004, נובעת מהשפעות צולבות של עלייה במספר המנויים ובסך הדקות ברשת לצד שחיקה בתעריף הממוצע לדקה, שנבע מהירידה בתעריפי הקישוריות, החל מחודש מרץ 2005; מהעלייה בתחרותיות; ומן המשקל הגדל של מנויים עסקיים בתמהיל הלקוחות, המייצרים מספר דקות גבוה בתעריף נמוך משמעותית בהשוואה למנויים אחרים. ירידה בהיקף ההכנסות משירותים במהלך הרבעון הרביעי של 2005 בהשוואה לרבעון מקביל בשנת 2004 נבעה גם מהשפעות עונתיות אשר נבעו מעיתוי תקופת החגים (בשנת 2004 נחלקו בין רבעון שלישי ורביעי ובשנת 2005 ברבעון הרביעי בלבד).

השפעת השחיקה בתעריפי הקישוריות באה לידי ביטוי גם בתחום שירותי המידע והתוכן, בירידה בתעריפי הקישוריות של הודעות ה-SMS. כתוצאה מכך דיווחה החברה על ירידה בהיקף ההכנסות משירותי SMS, אם כי זו נוטלה באמצעות עלייה חדה יותר בהיקף ההכנסות משירותי מידע ותוכן שאינם SMS במהלך שנת 2005. נציין כי בשנת 2005 היוו הכנסות החברה משירותי SMS כ- 42% מסך הכנסות שירותי המידע והתוכן, זאת לעומת כ- 50% בשנת 2004.

##### **שחיקה ברווח הגולמי ובשיעור הרווח הגולמי כתוצאה מתחילת פעילות בטכנולוגיית הדור השלישי**

עלות המכר עלתה בשנת 2005 בעיקר כתוצאה מהעלייה בפחת ובהפחתות של יותר מ- 100 מיליון ש"ח בעקבות השקת רשת הדור השלישי בסוף שנת 2004, בצירוף עלויות רשת נוספות הקשורות לרשת הדור השלישי. נכון ליום 31.12.2005 לחברה כ- 103,000 מנויי דור שלישי. החברה מציינת כי העדר מגוון של מכשירי קצה אשר תומכים בטכנולוגיה זו מעכבת את קצב החדירה של טכנולוגיה זו ללקוחות.

## 2. ציוד:

### **שחיקה בהכנסות ממכירת ציוד כתוצאה מירידה בהכנסה הממוצעת למכירה וממספר מכירות ללקוחות חדשים ומשדרגים**

בשנת 2005 הסתכמו הכנסות החברה ממכירות מכשירי קצה בכ- 503 מיליון ש"ח לעומת כ- 525 מיליון ש"ח בשנת 2004, שהייתה שנת שיא במונחי הכנסות ממכירות מכשירי קצה. בשנת 2005 הסתכם ההפסד הגולמי של החברה בגין פעילות מכירת מכשירי הקצה בכ- 241 מיליון ש"ח לעומת כ- 205 מיליון ש"ח בשנת 2004. ברבעון הרביעי לשנת 2005 הושפעה הירידה בהיקף ההכנסות גם מירידה במספר המכירות ללקוחות חדשים ומשדרגים. ההפסד הגולמי בגין רבעון זה הסתכם בכ- 47 מיליון ש"ח לעומת כ- 70 מיליון ש"ח ברבעון המקביל אשתקד.

למרות עלייה בסבסוד של מכשירי קצה למנויים חדשים בשנת 2005, העלות הממוצעת לרכישת מנוי חדש ירדה בשנת 2005 לכ- 282 ש"ח מכ- 295 ש"ח למנוי בשנת 2004. הירידה נבעה בעיקרה מירידה במרכיבי סבסוד שאינם ציוד קצה, לרבות עמלות.

### **יציבות יחסית ברמת ה- EBITDA**

בשנת 2005 הסתכמה ה- EBITDA של החברה בכ- 1,569 מיליון ש"ח (כ- 31% מההכנסות) לעומת כ- 1,576 מיליון ש"ח (כ- 31% מההכנסות) בשנת 2004. היציבות בשיעור ה- EBITDA מההכנסות בשנת 2005 נבעה מירידה בהוצאות המכירה והשיווק ומיציבות בהוצאות ההנהלה והכלליות, אשר תרמו לצמצום השפעת הירידה בתעריפים כאמור לעיל.

### **עלייה חדה בהוצאות המימון כתוצאה מהוצאות חד פעמיות מפדיון אג"ח דולרית וחוב בנקאי והוצאות ריבית בגין אג"ח חדשה שהונפקה במרץ 2005**

הוצאות המימון נטו הסתכמו בשנת 2005 בכ- 345 מיליון ש"ח, לעומת כ- 261 מיליון ש"ח בשנת 2004. העלייה נבעה מהוצאה חד פעמית בסך של כ- 63 מיליון ש"ח בגין פדיון ב- 15 באוגוסט 2005 של אג"ח דולריות של החברה, בסך 175 מיליון דולר, שנשאו ריבית של 13%; מהוצאות ריבית בגין אג"ח האמורות שנפדו; הוצאות ריבית בגין אג"ח חדשות של החברה, הצמודות למדד המחירים; בגין הפחתה חד פעמית של הוצאות מימון הקשורות בחוב הבנקאי הקודם של החברה. ככלל פרעון אג"ח הדולריות ושינוי מבני של החוב למרות העלייה בסך החוב צפויה לצמצם את הוצאות המימון.

### **ירידה ברווח הנקי בעקבות השחיקה ברווח הגולמי והגידול בהוצאות המימון**

הרווח הנקי הסתכם בשנת 2005 בכ- 355 מיליון ש"ח, לעומת כ- 472 מיליון ש"ח בשנת 2004. הירידה נבעה בעיקר מהגידול בהוצאות המימון כאמור לעיל ומהשפעת הירידה בדמי הקישוריות ומעלייה בהוצאות הפחת ובהפחתות והוצאות רשת הדור השלישי של החברה.

### **שינוי מבנה החוב ארוך הטווח של החברה, כולל מעבר מחוב דולרי לחוב שקלי זול יותר**

במהלך שנת 2005 השלימה החברה מהלך לשינוי מבנה החוב ארוך הטווח שלה והחלפתו בחוב שקלי זול יותר, צמוד למדד המחירים לצרכן. המהלך כלל הנפקת אג"ח שקלית צמודת מדד בהיקף של כ- 2,000 מיליון ש"ח, אשר שימשה לפדיון מוקדם של אג"ח דולרית בסך של כ-175 מיליון דולר ולרכישה עצמית של מניות בעלות של כ-1,092 מיליון ש"ח. כמו כן חתמה החברה על הסכם מימון בנקאי חדש שהחליף הסכם ישן, הכולל מסגרות אשראי בסך כ- 2,530 מיליון ש"ח (550 מיליון דולר). בשנת 2005 הגדילה החברה את היקף ההלוואות הבנקאיות בכ- 359 מיליון ש"ח (כ- 78 מיליון דולר). לפרטים בנוגע למהלכים האמורים ראה נספח.

### **תזרים מזומנים חופשי חזק, יחסי כיסוי מהירים**

בשנת 2005 נרשמה יציבות יחסית בתזרים מפעילות (FFO) החזק של החברה, בהשוואה לשנת 2004. עלייה בהוצאות החזקת המלאי, כתוצאה מהצטיידות במכשירי קצה תומכי דור שלוש והקדמת תשלומים לספקים הביאה לשחיקה נקודתית ולא מייצגת בתזרים מפעילות שוטפת (CFO).

ההשקעה נטו בנכסים קבועים בשנת 2005 הסתכמה בכ- 486 מיליון ש"ח לעומת כ- 601 מיליון ש"ח בשנת 2004. החברה השלימה כמעט לגמרי את בניית הכיסוי ברשת הדור השלישי שלה ברבעון השלישי של שנת 2005 והגיעה ליותר מכ- 90% אוכלוסיה עם תום השנה.

התזרים מפעילות מימון בשנת 2005 מבוסס על שינויים במבנה החוב כאמור לעיל. בספטמבר 2005 אישרה אסיפת בעלי המניות של החברה חלוקת דיבידנד במזומן בסכום כולל של כ- 86.8 מיליון ש"ח למחזיקי מניות בתאריך 26.9.2005, מתוכם חולקו ליום המאזן כ- 42 מיליון והיתרה לאחר יום המאזן. בחודש אפריל 2006 הוחלט על חלוקת דיבידנד של 100 מיליון ש"ח בגין ריווחי שנת 2005. להערכת מידרוג, למרות השחיקה בתזרים מפעילות שוטפת שהציגה החברה, כאמור לעיל, היא מציגה יכולת גבוהה לייצור תזרים מזומנים חופשי חזק, אשר יאפשר לה לשרת את התחייבויותיה הפיננסיות. יחס ה- FFO לחוב עמד נכון ליום 31.12.2005 על כ- 47% לעומת כ- 67% ליום 31.12.2004 ויחס ה- FCF לחוב עמד על כ- 17% לעומת כ- 34% בהתאמה.

ענף הרט"ן בישראל הינו איתן ומציג מדדי ביצוע טובים יחסית לחו"ל; חסמי הכניסה לענף גבוהים נוכח הצורך בהשקעות כבדות בתשתיות ובהשגת רישיונות; בישראל פועלות שלוש מפעילות הרט"ן עיקריות המחזיקות נתחי שוק שאינם שונים באופן מהותי; רמת התחרות בענף גבוהה, אם כי שלוש המפעילות מציגות ביצועים פיננסיים טובים; שיעור החדירה בישראל, מהגבוהים בעולם, מגביל את יכולת המפעילות לצמוח על ידי הגדלת בסיס המנויים; החלטות רגולטוריות משפיעות באופן מהותי על מאפייני הסביבה העסקית; פרטנר נהנית ממעמד שוק חזק, ממובילות טכנולוגית וממותג סלולרי מוביל; מידרוג מעריכה כי איכות הניהול של החברה גבוהה במיוחד, לאור יישום קו אסטרטגי עקבי ומוכח; תחום ה-Voice יוסיף להוות את ליבת הפעילות בשנים הקרובות; השקת שירותים מתקדמים בטכנולוגיית 3G תורמת לבסיס ההכנסות הנוכחי, אם כי בשלב זה מוקדם להעריך את מידת ההצלחה המסחרית של שירותים אלו. לאורך שנים; שיתוף פעולה אסטרטגי עם חברת האצ"סון, חלוצה בתחום ה-3G ובעלת שליטה בחברה, תורם ליתרון תחרותי תפעולי וטכנולוגי; החברה, כשאר המפעילות הרט"ן בישראל, מתמודדת עם הפחתה הדרגתית בדמי הקישוריות באמצעות העלאת תעריפי השיחות היוצאות ויישום מהלך של התייעלות; שינוי מבנה החוב והזולתו תורמים לשיפור הרווח הנקי ולשיפור הגמישות הפיננסית. יחד עם זאת מהלך רכישת המניות העצמית פגע ביחסי איתנות הפיננסית של החברה. יכולת ייצור המזומנים הגבוהה תורמים ליחסי כיסוי מהירים; להערכת מידרוג התזרים מפעילות של החברה חזק ויציב ומהווה מקור מרכזי למימון השקעות ברכוש קבוע ולשירות התחייבויות הפיננסיות; לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, החלה בשנת 2005 בחלוקת דיבידנד לבעלי המניות.

## חוזקות/הזדמנויות

**ענף הסלולר בישראל מציג מדדי ביצוע טובים, מאופיין בחסמי כניסה גבוהים הנובעים מהצורך בהשקעות בקבלת רישיונות ובהקמת תשתית וכן משיעורי חדירה גבוהים**

ענף הרט"ן מאופיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית עקב הצורך בהשקעות ברישיונות ובתשתית. ריכוז גבוה של תושבים על פני שטח גיאוגרפי מצומצם יחסית, מצריך בישראל היקפי השקעות נמוכים יחסית לאירופה, בהקמה, בתחזוקה ובשדרוג של הרשת הסלולרית.

שוק הרט"ן בישראל מאופיין במדדי ביצוע טובים יחסית לעולם. כך, למשל, משך שימוש הממוצע למנוי (MOU) וממוצע הכנסות למנוי (ARPU) בישראל הם מהגבוהים בעולם. המדדים הטובים נובעים, בין השאר, משיעור חדירה גבוה, משיעור מנויי PrePaid נמוך (אם כי גדל), מקצב גידול אוכלוסין גבוה ומאוכלוסייה צעירה הנוטה לאמץ חידושים טכנולוגיים במהירות גבוהה. שיפור באיכות שירותי הקול, הוזלה משמעותית בעלויות השיחה ושילובם של שירותי ערך מוסף – כל אלה מעודדים נדידת שיחות ומנויים מתקשורת ניחת לתקשורת ניידת וכניסת מנויים חדשים. על אף היתרונות הבולטים לעיל, כניסת מתחרים חדשים איננה בעלת סבירות גבוהה בשל שיעור החדירה הגבוה, הרמה הטכנולוגית הגבוהה הקיימת היום בשוק וכאמור לעיל, גם נוכח ההשקעה הנדרשות בתשתית וברישיונות.

## מעמד שוק מוביל למותג Orange<sup>TM</sup>

החברה נהנית ממעמד שוק חזק כמפעילת הרט"ן השנייה בגודלה בישראל במונחי מספר מנויים, בעלת מותג מבוסס ומוכר, מובילה טכנולוגית עם חדירתה לתחום שירותי הדור השלישי, חתומה על הסכמי שיתוף פעולה עם מאות מפעילי רשתות GSM ברחבי העולם, הפרוסים על פני כ-152 מדינות.

## **איכות ניהול גבוהה במיוחד**

להערכת מידרוג, איכות הניהול של החברה גבוהה במיוחד. הניהול החברה מאופיין בקו אסטרטגי עקבי ומוכח שערכיו מחלחלים לכל עומק הארגון ומגובים במנגנוני התפעול והבקרה. מידרוג מעריכה כי השתייכות פרטנר לקבוצת האצ"סון, חלוצה בתחום ההקמה וההפעלה של רשתות תקשורת מתקדמות בעולם, מקנה לחברה יתרונות טכנולוגיים, תפעוליים וניהוליים.

## **שינוי מבנה החוב לטווח ארוך והוזלתו עשויים לתרום לשיפור הגמישות הפיננסית ולצמצום הוצאות המימון**

שינוי מבנה החוב והוזלתו עשויים לתרום לשיפור הרווח הנקי באמצעות ירידה בהוצאות המימון ולשיפור הגמישות הפיננסית. יחד עם זאת ניכרת פגיעה באיתנותה הפיננסית של החברה, כפי שהיא מתבטאת ביחס ההון העצמי למאזן, חוב ל- CAP ויחסי כיסוי תזרימיים כגון FFO לחוב. להערכת מידרוג לחברה יכולת טובה לייצר תזרים מפעילות חזק ויציב לשירות ההשקעות ברכוש קבוע והתחייבויותיה הפיננסיות.

## **סיכונים עסקיים ופיננסיים**

### **סביבה תפעולית רוויה ותחרותית במיוחד**

בשוק הרט"ן בישראל פועלות שלוש מפעילות עיקריות המחזיקות כל אחת בכשליש מהשוק. השוק מאופיין בהיקף חדירה גבוה במיוחד, המגביל את פוטנציאל הצמיחה בהכנסות באמצעות עלייה במספר המנויים. מצב זה, ביחד עם העוצמה הבולטת של כל אחת משלוש המפעילות: סלקום - בעלת איתנות פיננסית בולטת לטובה, פלאפון נוכח יתרונות הנובעים לה בשל היותה חברה בת בבעלות מלאה של בזק תקשורת בע"מ והחברה, בעלת מיצוב טכנולוגי ומיצוב שיווקי גבוהים, ממקדים את התחרות בניסיונות לשפר את ההכנסה מהמנויים הקיימים, ומחייבים השקעות מתמידות בהשכלה, בחדשנות טכנולוגית ובמיתוג. מידרוג מעריכה כי רמת התחרות השוררת בענף תיוותר גבוהה, ותוסיף להוות איום על הרווחיות. הקדמה בהשקעה של שירותים חדשניים או נגישות טובה יותר למקורות מימון של אחת החברות עלולות לפגוע במעמדן של האחרות בשוק. לאחר שביצעה את מרבית ההשקעות בהקמת רשת הדור השלישי, צופה החברה ירידה בהיקף ההשקעות ברכוש קבוע בשנים הקרובות. בהסתכלות לטווח ארוך יותר מתוכננות השקעות נוספות בחדשנות טכנולוגית.

### **פיקוח רגולטורי אינטנסיבי מגביר את אי הוודאות ואת הסיכון בענף**

שינויים רגולטוריים, כדוגמת הפחתות תעריפים או הנפקת רישיון למפעיל סלולרי נוסף, עלולים להביא לפגיעה מהותית בהכנסות החברות הקיימות. החל בתחילת מרץ 2005 נכנסה לתוקפה החלטת משרד התקשורת לבצע הפחתה משמעותית בתעריפי הקישוריות. ההשפעה השלילית של הפחתת התעריפים כבר החלה לתת אותותיה בתוצאות הכספיות של כל חברות הרט"ן בישראל.

### **תלות במחזוריות הכלכלית במשק הישראלי**

תלות בסביבה המאקרו כללית בישראל: הפעילות מתבססת על השוק המקומי בעיקר ולכן מדדי הביצוע תלויים בגורמים מקרו כלכליים, פוליטיים וביטחוניים.

### **תלות בספקים עיקריים**

תשתית רשת התקשורת הקיימת של פרטנר (GSM ו- GPRS) מבוססת על ציוד סטנדרטי של מספר מצומצם של ספקים, העיקרי שבהם הינה חברת אריקסון וחברות קשורות שלה וכן חברת נוקיה. רשת התקשורת החדשה של

החברה הפועלת בטכנולוגיית דור שלישי (UMTS) מוקמת ומתוחזקת על ידי נורטל. תקלות משמעותיות באספקת ציוד לרשת או במתן שירותי תמיכה ותחזוקה, עלולות להביא לפגיעה ביכולת התפעולית ובתוצאות העסקיות.

## **העדר מדיניות דיבידנד מוצהרת**

בגין שנת 2005 חולק דיבידנד כולל בסך של 187 מיליון ש"ח. לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת אולם בכוונתה להמשיך ולחלק דיבידנד לבעלי המניות.

## **חשיפה מטבעית**

שינויים בשע"ח של השקל מול הדולר חושפים את החברה לסיכונים מטבע. הכנסות החברה מתקבלות בש"ח, ואילו עלויות ההקמה, השידרוג וההפעלה של רשתות התקשורת, נקובים כולם בדולר. במסגרת אסטרטגיית גידור סיכונים מט"ח משתמשת החברה בכתביה ורכישה של אופציות על המט"ח. החברה אינה מחזיקה או מנפיקה נכסים נגזרים למטרות מסחר.

## **אופק הדירוג**

### **גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

- שינויים בתנאי הסביבה העסקית, לרבות שינויים רגולטוריים וטכנולוגיים, אשר עלולים לערער את מעמדה החזק של פרטנר בשוק התקשורת המקומי.
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית שתחליש את יכולת החברה לפרוע את התחייבויותיה הפיננסיות.
- השקעות כבדות בתחום איכות הסביבה, החמרה במגבלות הרגולטוריות בנוגע להקמת אתרים ותפעולם ותביעות משפטיות מהותיות בגין נזקים הנגזרים משימוש בתקשורת סלולרית.

## **אודות המנפיק**

פרטנר תקשורת בע"מ ("פרטנר" או "החברה") הינה ספקית שירותי תקשורת סלולרית ישראל, באמצעות רשת בטכנולוגיות UMTs/GPRS/GSM, תחת המותג הבינלאומי Orange<sup>TM</sup>. החברה החלה בפעילות מסחרית מלאה בינואר 1997 כספקית בשוק הרט"ן בישראל. נכון ליום 31.12.2005 לחברה כ- 2.5 מיליון מנויים. החברה פועלת בכפוף לרישיון שניתן לה ע"י משרד התקשורת להקמה והפעלה של רשת תקשורת ניידת בטכנולוגיית GSM. בסוף שנת 2004 הקדימה פרטנר את מתחרותיה טכנולוגית ושיווקית ע"י השקת שירותי תקשורת בטכנולוגיה מתקדמת של הדור השלישי ("3G"). הצמיחה של פרטנר, ביחד עם שיפור תפעולי ופיננסי מרשים, הביאו לשיפור בדירוגי האשראי המקומיים והבינלאומיים שלה. מניות פרטנר רשומות למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב ותעודות ה- ADS שלה נסחרות בנסד"ק ובבורסת לונדון.



**פרטנר: נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)**

2000	2001	2002	2003	2004	2005	רווח והפסד:
1,969	2,972	3,767	4,118	4,616	4,620	הכנסות משירותים
NA	NA	NA	NA	4,265	4,216	מזה הכנסות משירותי קול
NA	NA	NA	NA	351	404	מזה הכנסות משירותי מידע ותוכן
135	277	288	350	525	503	הכנסות ממכירת ציוד קצה
<b>2,104</b>	<b>3,249</b>	<b>4,055</b>	<b>4,468</b>	<b>5,141</b>	<b>5,123</b>	<b>סה"כ הכנסות נטו</b>
1,653	2,188	2,500	2,587	2,885	3,022	עלויות משירותים
508	532	570	550	730	744	עלויות מצידוד
<b>2,162</b>	<b>2,719</b>	<b>3,069</b>	<b>3,136</b>	<b>3,615</b>	<b>3,766</b>	<b>סה"כ הוצאות</b>
316	784	1,267	1,531	1,731	1,598	רווח גולמי משירותים
-373	-254	-282	-200	-205	-241	רווח (הפסד) גולמי מצידוד
<b>-58</b>	<b>530</b>	<b>985</b>	<b>1,331</b>	<b>1,526</b>	<b>1,357</b>	<b>רווח (הפסד) גולמי</b>
328	293	308	314	325	273	הוצאות מכירה ושיווק
155	134	144	162	181	181	הוצאות הנחלה וכלליות
-540	103	533	855	1,020	903	רווח (הפסד) תפעולי
<b>-59</b>	<b>656</b>	<b>1,052</b>	<b>1,380</b>	<b>1,576</b>	<b>1,569</b>	<b>EBITDA</b>
229	401	445	322	261	345	הוצאות מימון נטו
-769	-307	84	<b>530</b>	<b>759</b>	<b>558</b>	רווח לפני מס
0	0	0	-633	287	203	מס (הטבת מס)
<b>-769</b>	<b>-303</b>	<b>84</b>	<b>1,163</b>	<b>472</b>	<b>355</b>	<b>רווח (הפסד) נקי לתקופה</b>
-3%	16%	24%	30%	30%	26%	רווח גולמי %
16%	9%	8%	7%	6%	5%	הוצאות מכירה ושיווק %
7%	4%	4%	4%	4%	4%	הוצאות הנחלה וכלליות %
-3%	20%	26%	31%	31%	31%	% EBITDA
-37%	-9%	2%	26%	9%	7%	רווח נקי %
<b>31.12.00</b>	<b>31.12.01</b>	<b>31.12.02</b>	<b>31.12.03</b>	<b>31.12.04</b>	<b>31.12.05</b>	<b>מאזן:</b>
1	5	109	4	5	4	מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק
396	487	519	482	625	795	לקוחות
1,507	1,749	1,865	1,695	1,843	1,769	רכוש קבוע, נטו
1,290	1,113	1,221	1,287	1,326	1,321	רישיונות נטו
311	300	283	905	688	723	אחר
<b>3,505</b>	<b>3,654</b>	<b>3,996</b>	<b>4,372</b>	<b>4,486</b>	<b>4,612</b>	<b>סך המאזן</b>
0	484	0	120	0	90 (1)	חוב פיננסי ז"ק
2,809	2,591	3,297	2,454	1,939	2,688	חוב פיננסי ז"א
<b>2,809</b>	<b>3,075</b>	<b>3,297</b>	<b>2,573</b>	<b>1,939</b>	<b>2,778</b>	<b>סה"כ חוב פיננסי</b>
464	525	533	388	307	231	ספקים
<b>89</b>	<b>-194</b>	<b>-96</b>	<b>1,076</b>	<b>1,587</b>	<b>815</b>	<b>הון עצמי</b>
-2,166	-2,469	-2,385	-1,222	-751	-1,575	מתוכו: עודפים (גרעון) נצברים
2,318	2,298	2,293	2,303	2,362	2,401	מתוכו: קרנות הון
143	249	263	335	653	787	אחר
<b>3,505</b>	<b>3,654</b>	<b>3,996</b>	<b>4,372</b>	<b>4,486</b>	<b>4,612</b>	<b>סך מאזן</b>
<b>2,898</b>	<b>2,881</b>	<b>3,200</b>	<b>3,649</b>	<b>3,526</b>	<b>3,594</b>	<b>CAP</b>
3%	-5%	-2%	25%	35%	18%	הון עצמי לסך מאזן
97%	107%	103%	71%	55%	77%	חוב פיננסי ל- CAP
-47.83	4.68	3.13	1.86	1.23	1.77	חוב פיננסי ל- EBITDA
<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>תזרים:</b>
<b>-293</b>	<b>333</b>	<b>713</b>	<b>1,024</b>	<b>1,306</b>	<b>1,314</b>	<b>FFO</b>
432	538	516	537	558	684	מתוכו: פחת
-61	90	-31	7	-61	-350	WC
<b>-353</b>	<b>423</b>	<b>682</b>	<b>1,031</b>	<b>1,273</b>	<b>1,006</b>	<b>CFO</b>
-712	-601	-600	-350	-610	-499	Capex
749	211	130	-652	-598	-460	תזרים מפעילות מימון
						מתוכו:
					-1,092	רכישה עצמית של מניות החברה
684	0	0	0		1,136	תמורה מהנפקה של אג"ח (פרעון אג"ח) נטו
1,119	1,112	1,349	240		359	קבלת הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים ואחרים, נטו
-1,055	-901	-1,224	-896	-624	-857	פרעון הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים ואחרים, נטו
					-42	דיבידנד ששולם
<b>-1,066</b>	<b>-179</b>	<b>82</b>	<b>681</b>	<b>663</b>	<b>466</b>	<b>FCF</b>
<b>-414</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	שינויים במזומנים
-17%	13%	17%	23%	25%	20%	CFO להכנסות
-10%	11%	22%	40%	67%	47%	FFO לחוב פיננסי
-1.28	0.83	1.60	3.18	5.01	3.80	FFO להוצאות מימון
-0.26	1.64	2.36	4.29	6.05	4.54	EBITDA להוצאות מימון
-38%	-6%	3%	26%	34%	17%	FCF לחוב פיננסי

(1) חוב לז"ק כולל: חלויות שוטפות כ- 34 משי"ח, זכאים קשורים כ- 11 משי"ח ודיבידנד מוצע כ- 45 משי"ח.

## נספח א': שינוי מבנה החוב

תאריך	פעולה	תנאי פירעון	שיעבוד
מרץ 05	הנפקת אג"ח (סדרה א') בסך של 2 מיליארד ש"ח שהונפקו לפי ערכן הנקוב. התמורה בגין הגיוס הסתכמה בכ- 1,929 מיליון ש"ח (כ- 419 מיליון דולר), זאת בניכוי אג"ח בהיקף של כ- 36.5 מיליון ש"ח שנרכשו ע"י חברה בת בבעלות מלאה של החברה, עמלות והוצאות הנפקה. לחברה בת קיימת אופציה להנפיק חוב בתמורה לעוד 500 מיליון ש"ח באותם תנאים. אופציה זו לא דורגה.	בשניים עשר תשלומים רבעוניים בימים 30 ביוני ו- 31 במרץ בין השנים 2009-2012. אג"ח נושאות ריבית שנתית של צמוד למדד 4.25% שתשולם אחת לרבעון ביום האחרון לכל רבעון החל מיום 30 ביוני 2005.	לא מובטחת.
אפריל 05	חתימה על הסכם מימון בנקאי חדש בהיקף של 550 מיליון דולר (במקום הסכם קודם).	הסכם זה כולל אשראי לטווח ארוך בסך 450 מיליון דולר ואשראי מתגלגל לטווח קצר בסך 100 מיליון דולר. שניהם לפרק זמן של 6 שנים.	מסגרת האשראי מובטחת באמצעות שעבוד שוטף מדרגה ראשונה של נכסי פרטנר ושל נכסי חברת הבת שבבעלותה המלאה.
אפריל 05	רכישה עצמית ומחיקה של 33.3 מיליון מניות מבעלי מניות מייסדים ישראליים (כ- 17.1% מההון המונפק) בעלות של כ- 1,074 מיליון ש"ח.		
מאי 05	מימוש אופציה (1) להפחתת מסגרת האשראי לטווח ארוך ל- 150 מיליון דולר (זאת בנוסף למקדמה בסך 25 מיליון דולר שהועברה ממסגרת האשראי הקודמת); (2) לשינוי פרק הזמן של שתי מסגרות המימון עד ל- 1 בספטמבר 2009.		
אוגוסט 05	פדיון אג"ח דולריות מונפקות שלה בסך 175 מיליון דולר.	אג"ח נושאות ריבית שנתית של 13% ואשר מועד פירעון המקורי היה שנת 2010. עפ"י תנאי האג"ח מחיר הפדיון היה 106.5% מהקרן.	<u>מימון</u> : הפדיון מומן באמצעות מסגרת האשראי הבנקאי החדשה ובאמצעות תזרים המזומנים מפעילותה השוטפת.

מקור: דוחות החברה.

**הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים**

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ + הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ + הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע-הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) ( הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי + פחת + הפחתות + מסים נדחים + זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות + הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים + הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים ( GCF ) –דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי ( RCF ) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

## סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות 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, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש ורכויות 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CTP02050600F

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") 2006.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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.