



פרטנר תקשורת בע"מ

מעקב שנתי ודצמבר 2008

1

מחבר:

זיו פרנקל

ziv@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il



פרטנר תקשורת בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור דירוג Aa2 לחברת פרטנר תקשורת בע"מ ("פרטנר", "החברה"), ושינוי אופק הדירוג מאופק חיובי לאופק יציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

מועד הנפקה	מספר ני"ע	סוג ני"ע	סדרת אג"ח	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	הון רשום למסחר (מיליוני ₪)	יתרה ליום 30/09/08 (מיליוני ₪)	שנות פירעון האג"ח	פירעון קרן
03/2005	1092600	אג"ח מונפקת הרחבת סידרה ¹	א'	4.25%	מדד	2,000 500	2,176	2009-2012	רבעוני

הדירוג נתמך בגורמים הבאים:

היציבות היחסית של שוק התקשורת הישראלי והיציבות היחסית של החברה הבאה לידי ביטוי בנתח שוק ברור ועקבי, מיצוב גבוה, בסיס לקוחות יציב, יכולת ייצור תזרימי מזומנים גבוהה, שיפור ברווחיות ויחסי כיסוי מהירים התואמים לדירוג התחייבויות בקבוצת ה-Aa.

מנגד, מזהה מידרוג מדיניות דיבידנד מרחיבה, היוצרת פער ניכר בין יחסי הכיסוי התפעוליים ליחסי הכיסוי הנגזרים מהתזרים הנקי מפעילות (לאחר חלוקת דיבידנד); שחיקה ברווחיות לדקת שיחה (בעקבות ירידה בתעריפים, מגמה אשר בשלב הנוכחי מקוזזת באמצעות עליה בזמן שימוש² עליה שלהערכתנו תלך ותקטן בשנים הקרובות). בנוסף, מציינת מידרוג כי קיימת אפשרות לירידה במדדים פיננסיים ותפעוליים מסוימים עקב התחזיות להאטה בפעילות העסקית במשק וכן עקב כניסה משמעותית, אם תהיה כזו, של מפעילים סלולריים נוספים לשוק בשנת 2010.

מסיבות אלו משנה מידרוג את אופק הדירוג מאופק חיובי לאופק יציב. דירוג Aa2 ניתן בכפוף לכך שיחס החוב נטו (חוב פיננסי בניכוי מזומנים) ל-EBITDA לא יעלה על 2.0 והחוב הפיננסי נטו של החברה לא יעלה על 3.2 מיליארד ₪.

¹ יתרה זו הונפקה לחברה בת של פרטנר אשר רשאית למכור אותה לצד שלישי. עד שמכירה שכזו תתבצע, לא מוצגת יתרה זו במאזני החברה, וריבית והצמדה בגינה לא נגבית מפרטנר.

ענף התקשורת - תמצית סקירה ענפית

את שוק התקשורת הישראלי ניתן להפריד לשישה תחומים בולטים ועיקריים: טלפוניה פנים ארצית, טלפוניה אלחוטית סלולרית, שירותי שיחות בינלאומיות, שירותי אספקת נתונים ותוכן באינטרנט (ISP), שירותי תשתית לגלישה באינטרנט, שירותי טלוויזיה רב-ערוצים. בשנים האחרונות עבר הענף מספר תהליכים של קונסולידציה באמצעות רכישות ומיזוגים בין החברות וחתימה למצב בו פועלות בענף מספר מצומצם של חברות תקשורת המספקות סל של שירותים. נכון להיום מזהה מידרוג חמש קבוצות תקשורת עיקריות: בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("בזק"), הוט-מערכות תקשורת בע"מ ("הוט"), אידיבי חברה לאחזקות בע"מ ("אי.די.בי"), סמייל תקשורת בע"מ ("סמייל") ופרטנר. להלן פירוט המעורבות של כל אחת מהקבוצות בכל אחד מששת התחומים שהוזכרו למעלה (הפירוט לא כולל שחקנים קטנים ושחקני נישא):

שם הקבוצה	טלפוניה פנים ארצית נייחת	טלפוניה אלחוטית סלולרית	שירותי שיחות בינלאומיות	ISP	תשתית לאינטרנט	טלוויזיה רב-ערוצים
בזק	✓	✓	✓	✓	✓	✓
הוט ⁽¹⁾	✓					✓
אי.די.בי. ⁽¹⁾		✓	✓	✓		
סמייל	✓	(2)	✓	✓		
פרטנר	(3)	✓		(3)		(3)

מהלכים צפויים בענף בשנים הקרובות

- (1) במהלך השנה התגבשה עסקה, בעקבות הצעת נטוויז'ן לרכוש 15% ממניות הוט מידי בנק לאומי. יחד עם זאת, הממונה על ההגבלים העסקיים הכריז על עסקה זו "הסדר כובל" וכתוצאה מכך בוטלה העסקה.
 - (2) עפ"י דיווחיה האחרונים לבורסה, נמצאת חברת סמייל, מבחינה אסטרטגית, טכנולוגית ורגולטורית, חודשים ספורים עד שנה מכניסה לשוק הסלולרי כשחקן חדש.
 - (3) חברת פרטנר נכנסת בימים אלו לשווקי ה-ISP (כולל רשת WiFi מתקדמת), שוק הטלפוניה הפנים ארצית הנייחת (שתיה מבוססת על פס רחב - VoIP) ולתחום התוכן והמולטימדיה באמצעות האינטרנט.
- להערכת מידרוג, שוק התקשורת בכלל ושוק הטלפוניה הסלולרית בפרט, הינם שווקים בוגרים הפועלים תחת רגולציה וחשופים למחזוריות בשוק. בעבר, הצטייר השוק הסלולרי כשוק בעל רגישות נמוכה למשברים פיננסיים ומיתון. יחד עם זאת, להערכתנו, הימצאות השוק בשלבי חדירה וצמיחה ראשוניים פיצתה על השפעת משברים פיננסיים דרך הגברת ה-ARPU ומצבת הלקוחות. להערכת מידרוג יהיה שוק התקשורת במעגל הפגיעה השני או השלישי מהמשבר הנוכחי ויכול להיפגע ממעבר לקוחות לשימוש בטלפוניה נייחת (אלטרנטיבה זולה יותר) ומצמצום השימוש בשירותי ערך מוסף.

התפתחויות עסקיות עיקריות²

מדדים תפעוליים - פרטנר							
2003	2004	2005	2006	2007	Q1-Q3/07	Q1-Q3/08	
2,103	2,340	2,529	2,668	2,860	2,796	2,882	אלפי מנויים פעילים (סוף תקופה)
		4%	10%	22%	17%	31%	מזה: שיעור מנויי G3
31%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	נתח שוק מוערך (במספר מנויים)
14%	12%	14%	16%	15%	15%	17%	Rate Churn במונחים שנתיים
277	286	294	311	336	332	368	MOU ללקוח חודשי
171	170	156	158	158	158	160	ARPU חודשי (בש"ח)

החברה מציגה האטה בקצב גידול בסיס הלקוחות בהתאם למגמה ענפית; בסיס הלקוחות הושפע בצורה מועטה מפרפרות ניווד המספרים

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2008 הגדילה החברה את בסיס הלקוחות הפעילים שלה בכ-2.9%, לעומת גידול של 4.8% בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 וממוצע גידול בבסיס הלקוחות של כ-9.3% בשנים 2003 עד 2007. ההאטה בקצב הגידול בשנת 2008 תואמת את המגמה הענפית וכן את צפי החברה של גידול ברמה של 1%-2% בשנים הקרובות - בדומה לקצב הגידול באוכלוסיה בישראל. מגמות אלו נובעות ממיצוי של השוק ומעבר של הענף משלב של צמיחה מואצת לשלב הבגרות.

החברה שומרת באופן מסורתי על נתח שוק של כ-32%, זאת בהשוואה לנתח שוק של כ-35%-34% לחברת סלקום, כ-29%-28% לחברת פלאפון ועוד כ-5% לחברת מירס תקשורת בע"מ ("מירס"). בהקשר זה נציין כי החל משנת 2010 צפויים להיכנס שחקנים חדשים לשוק, אשר נערכים לפתיחת השוק לתחרות.

החברה הגדילה במהלך שלושת הרבעונים את מספר מנויי הדור השלישי בכ-42% כאשר מירב הגידול נובע מהגירה פנימית של לקוחות החברה. נכון ליום ה-30/09/08 מהווים מנויי הדור השלישי כ-31% מסך מנויי החברה, זאת לעומת 22% בסוף שנת 2007 ו-10% בסוף שנת 2006.

בחינה של ה-ARPU של החברה מראה כי הוא נשאר יציב בשנים האחרונות, זאת למרות עלייה משמעותית במספר מנויי הדור השלישי והשמת דגש על שירותי תוכן ושירותי ערך מוסף. ההכנסה למנוי מפעולות אלו קוזזה ע"י הירידה בהכנסה מדקות שיחה עקב רפורמות משרד התקשורת, ובראשן הקטנת דמי הקישוריות.

בחינה של שיעור הנטישה (Churn Rate) של לקוחות החברה מראה גידול חד ברבעון ראשון של השנה (20.4% במונחים שנתיים מול ממוצע של 14% בשנים 2003-2007) כתוצאה מרפורמת נייודות המספרים. יחד עם זאת, השיעור התמתן במהלך השנה כאשר ברבעון השלישי של 2008 הוא עמד על 15.6% - בדומה לשיעור הנטישה בשנים 2006-2007. בהתאם להערכות מידרוג בדו"ח המעקב הקודם, נייודות המספרים לא פגעה פגיעה חמורה בפרטנר ולא הפחיתה בצורה משמעותית את קצב גיוס הלקוחות החדשים.

² התפתחויות עיקריות שחלו מאז דו"ח המעקב האחרון שיצא בנובמבר 2007. להתפתחויות העיקריות טרם תקופה זו, ראה דוח דירוג ראשוני של החברה ודוחות מעקב.

³ במהלך השנה הציגה החברה בדו"חותיה גידול זניח ביתרת הלקוחות, זאת עקב קיטון רישומי שעשתה במהלך שנת 2008 בכמות הלקוחות הפעילים שלה, בעקבות הקשחת הפרמטרים המגדירים לקוח כ"פעיל". הנתון הרשום למעלה מבוסס על פרו-פורמה המניחה תרחיש בו קיטון זה נעשה ביום ה-31/12/07.

החברה פועלת להרחבת תחומי פעילותה - מחברת שירותים סלולריים לתאגיד שירותי תקשורת ומדיה

החברה מתכננת הרחבה של סל השירותים אותם היא מציעה, בדגש על ISP (אספקת שירותי אינטרנט), טלפוניה ניידת (המתבססת על תשתית של אחת מחברות התשתית הקיימות), מתן שירותי דוא"ל וכניסה לתחום המדיה והבידור במסגרת פורטל אינטרנטי ושירותי VoD (שירות זה עשוי להשתלב בהמשך ברפורמה המתוכננת של משרד התקשורת להעניק חבילת בסיס לכל האזרחים במחיר סימלי חד-פעמי). השקעות אלו אינן צפויות להכביד על ה-CapEx, אשר ממילא נמצא בהיקף נמוך יחסית בהשוואה היסטורית להיקפי ההשקעות ברכוש קבוע בחברה. יש לציין שלחברה יש יתרון מובנה בצעדים אלה הנובע מכך שאין לה חברות אחרות העוסקות בתחומים זהים (כמו במקרה של סלקום ונטוויזן או פלאפון וקבוצת בזק) ועל כן לא קיים חשש לקניבליזציה או צורך לקבלת אישורים מיוחדים מהרגולטורים השונים על הרכבת חבילות מוצרים ושירותים.

יתרון נוסף אותו מציעה החברה יהיה היותה, עם רגע השקת שירותי הטלפוניה הניידת, החברה היחידה שנותנת שירותי טלפוניה סלולרית וניידת באותו הזמן. יצירת ממשק בין שתי טכנולוגיות אלו עשויה להציע ערך מוסף לשירותי החברה שאף חברה אחרת לא מסוגלת לספק בשלב זה. בשלב זה מתכננת החברה לבצע התרחבות זו לא באמצעות מיזוגים ורכישות אלא באמצעות הקמת מערכים חדשים. עלות הקמה שכזו הינה נמוכה יחסית, איננה מצריכה גיוסים חריגים של חוב או הון ואפשרית על בסיס יתרת המזומנים וקווי האשראי הנוכחית.

האטה כלכלית במשק עלולה למתן את תוצאות שנת 2009

להערכת מידרוג, אי הוודאות הכלכלית במשק עשויה להשפיע על פעילות ענף התקשורת בכלל ועל פרטנר בפרט. מחד, ענף התקשורת נחשב לענף חסין מפני מיתון אשר לא נפגע ממשברים בעבר. בהקשר זה, יש לציין כי חברת Moody's סקרה במהלך נובמבר 2008 את ענף התקשורת הסלולרית במזרח אירופה, אסיה והמזרח (כולל חברת פרטנר אשר מדורגת על ידי בדירוג בינלאומי Baa3), נתנה לו אופק יציב, והצהירה על סבירות נמוכה לקריסות בענף. מאידך, לא ניתן להתעלם מהגורמים שתורמו לחוסן הענף במשברים קודמים - צמיחה מהירה, גידול מתמיד במספר דקות השיחה, מספר המנויים וה-ARPU אשר כיום עשויה נוכחותם להיות חלשה עקב המיצוי המורגש בענף. יש לציין שתחום אחד שבו צפויה פגיעה הוא תחום ה-Roaming - הכנסות משירותי תקשורת ניידת בינלאומית. תחום זה תלוי ישירות בקצב הנסיעה לחו"ל של ישראלים וכניסה לארץ של תיירים בעלי מכשירים הפועלים בטכנולוגיית GSM. להערכת מידרוג, תנועת אנשי עסקים ותיירות יוצאת ונכנסת צפויה להצטמצם בצורה חדה בתקופת הנוכחית וכתוצאה מכך תיפגע פעילות ה-Roaming.

נוהג של חלוקת מרבית הרווח כדיבידנד

מתחילת שנת 2008 ועד ליום ה-30/09/08 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-695 מיליון ₪, זאת בהמשך למדיניות חלוקה של כ-80% מהרווח הנקי כדיבידנד כל שנה.

החברה ביצעה פעולות יזומות להקטנת צרכי ההון החוזר ובראשן ניכוי שוברים

במהלך הרבעון הראשון של 2008 הציגה החברה תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת עקב היערכות לרפורמת ניוד המספרים. כתוצאה מהתזרים השלילי, ביצעה החברה מספר פעולות יזומות ברבעון השני, שמטרתן היא הקטנת הוולטיליות של ההון החוזר. העיקרית שבצעדים אלו היא פעולת ניכוי של חלק מאשראי הלקוחות לזמן קצר וארוך (הנובע מהנורמה בענף של מכירת מכשירים סלולריים ב-36-18 תשלומים) בתמורה לעמלה בחברת ניכוי שוברים.

כתוצאה מפעולות אלה עבר תזרים החברה לחיובי, היחס השוטף⁴ קטן והתקרב ל-1.0 יומי אשראי הלקוחות קטנו לכיוון יומי אשראי הספקים.

התפתחויות פיננסיות עיקריות

תמצית דו"ח רווח והפסד יחסי רווחיות במיליוני ₪ ובאחוזים							
2003	2004	2005	2006	2007	Q1-Q3/07	Q1-Q3/08	
4,468	5,141	5,123	5,607	6,114	4,486	4,768	הכנסות
3,136	3,615	3,766	3,897	4,103	3,011	3,090	עלות המכר
1,331	1,526	1,357	1,709	2,011	1,475	1,678	רווח גולמי
314	325	273	308	370	260	301	הוצאות מכירה ושיווק
162	181	181	183	236	158	181	הוצאות הנהלה וכלליות
1,380	1,576	1,569	1,850	2,015	1,513	1,698	EBITDA
855	1,019	903	1,218	1,405	1,058	1,196	רווח תפעולי
322	261	345	166	126	133	112	הוצאות מימון, נטו
1,163	472	355	682	940	638	787	רווח נקי
29.8%	29.7%	26.5%	30.5%	32.9%	32.9%	35.2%	% רווח גולמי
7.0%	6.3%	5.3%	5.5%	6.1%	5.8%	6.3%	% הוצאות מכירה ושיווק
3.6%	3.5%	3.5%	3.3%	3.9%	3.5%	3.8%	% הוצאות הנהלה וכלליות
19.1%	19.8%	17.6%	21.7%	23.0%	23.6%	25.1%	% רווח תפעולי
30.9%	30.7%	30.6%	33.0%	33.0%	33.7%	35.6%	EBITDA %
26.0%	9.2%	6.9%	12.2%	15.4%	14.2%	16.5%	% רווח נקי

6

המעבר לשירותי ערך מוסף תורם ליציבות ה-ARPU

ב-1 במרץ 2008 ירדו דמי קישור הגומלין בין הרשתות הסלולריות בכ-14%, כצעד אחרון במסגרת רפורמת משרד התקשורת, שנמשכה במשך כ-4 שנים. צעד זה מהווה גורם מרכזי בירידה של קרוב ל-8% בהכנסה של פרטנר מלקוח שיחה ממוצעת במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2008. במקביל לתהליך זה, גדל מספר דקות השיחה ללקוח בחודש בכ-9% (בהמשך למגמה רב שנתית ענפית) וכן גדל שיעור השימוש בשירותי ערך מוסף - מסרונים SMS ושירותי תוכן. כתוצאה ממגמות סותרות אלו, שמר ה-ARPU של פרטנר על יציבות במהלך שלושת הרבעונים האחרונים. נציין כי בשנת 2005 ירד ה-ARPU בכ-8% לעומת שנת 2004, כתוצאה מתחילת יישום רפורמת הורדת תעריפי דמי הקישוריות. להערכת מידרוג, המעבר לשירותי ערך מוסף תורם ליציבות ה-ARPU.

בעקבות גידול זה של 1% ב-ARPU וכן גידול של כ-4% ביתרה הממוצעת של לקוחות פעילים בשתי התקופות, הציגה החברה גידול של כ-210 מיליון ₪ (5%) בהכנסות מתחום השירותים בשלושת הרבעונים של שנת 2008 מול שלושת הרבעונים המקבילים של שנת 2007. כמחצית מהגידול הנ"ל נבעה מתחום ה-SMS והמידע, למרות שאלה מהווים רק 15% מתמהיל הכנסות השירותים של החברה.

⁴ אשראי לקוחות ונכסים שוטפים אחרים \ אשראי ספקים והתחייבויות שוטפות אחרות

למרות גידול בהוצאות התפעוליות הציגה החברה שיפור בשולי ה-EBITDA

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2008 הסתכמו הוצאות המכירה והשיווק בכ- 301 מיליון ש"ח, כ-6.3% מההכנסה בתקופה זאת לעומת הוצאות מכירה ושיווק בתקופה המקבילה בשנת 2007 שהיו כ-5.8% מההכנסות לאותה תקופה.

במהלך התקופה הציגה החברה הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-181 מיליון ש"ח כ-3.8% מההכנסה בתקופה זאת מול הוצאות הנהלה וכלליות שהיו כ-3.5% מהכנסות התקופה המקבילה בשנת 2007. העלייה נובעת מגידול של כ-106% בהפרשה לחובות מסופקים מיתרת החייבים במהלך התקופה.

יחד עם זאת, כתוצאה מהגידול בהכנסות, הציג ה-EBITDA של החברה גידול של כ-12% ומרווח של כ-36% על ההכנסות. מרווח זה הינו מרווח שיא שנתי לחברה ומשקף גידול הדרגתי ממרווח של 33.5% ברבעון ראשון שנת 2008 ל-38% ברבעון שלישי.

קיטון בהוצאות המימון כתוצאה מהחשיפה המט"חית וכתוצאה מניכוי שוברי כרטיסי אשראי

הוצאות המימון של החברה בשלושת הרבעונים של 2008 שיקפו קיטון בהוצאות עקב הכנסות מימון שנבעו מניכוי שוברי כרטיסי אשראי, וכן מרווח על הפער בשע"ח שקל-דולר. קיטון זה קוזז בחלקו כתוצאה מעליית המדד שיצרה הוצאות מימון.

גידול ב-FFO וב-CFO כתוצאה מהגידול ברווח הנקי וכן כתוצאה מפעולות מכוונות לצמצום ההון החוזר

התזרים התפעולי הפרמננטי (FFO) של החברה גדל במהלך שלושת הרבעונים של 2008 בכ-23% כתוצאה מהשיפור ב-EBITDA. התזרים הכולל מפעילות שוטפת (CFO) גדל ב-37% כאשר צרכי הון חוזר מהווים 3.6% מהכנסות החברה לעומת 3.3% בשנים 2007 ו-2006 ו-4.0% בשנת 2005).

שמירה על יחסי כיסוי מהירים

בחינה של יחסי כיסוי החוב של החברה לארבעת הרבעונים האחרונים מראה כי החברה ממשיכה להציג שיפור ביחסי הכיסוי הנגזרים מהתזרים התפעולי לחוב, בעיקר בשל שיפור ביחסי הרווחיות מול יציבות יחסית ברמת החוב.

יחסי כיסוי (ל-4 רבעונים אחרונים)							
2003	2004	2005	2006	2007	Q1-Q3/07	Q1-Q3/08	
2,573	1,939	2,723	2,329	2,101	2,111	2,201	חוב פיננסי
2,570	1,934	2,719	2,252	1,953	2,073	2,070	חוב פיננסי, נטו
1,380	1,576	1,569	1,850	2,015	1,976	2,199	EBITDA
1,700	1,030	1,038	1,305	1,543	1,414	1,746	FFO
472	664	540	443	532	388	354	CapEx כולל סיבים אופטיים, הרחבת ספקטרום וקוי יבשה
-	-	42	352	624	430	695	דיבידנד
1.86	1.23	1.74	1.26	1.04	1.07	1.00	חוב פיננסי ל-EBITDA
1.86	1.23	1.73	1.22	0.97	1.05	0.94	חוב פיננסי, נטו ל-EBITDA
2.83	2.12	2.65	1.66	1.42	1.88	1.64	חוב פיננסי ל-BITDA-CapEx
1.51	1.88	2.62	1.79	1.36	1.49	1.26	חוב פיננסי ל-FFO
1.91	4.62	5.05	2.42	2.08	2.24	1.77	חוב פיננסי ל-FFO-CapEx
1.91	4.62	5.47	3.83	5.42	5.00	6.17	חוב פיננסי ל-FFO-CapEx-Div

תזרים מזומנים חזק ויחסי כיסוי מהירים

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של 2008 קטן מאזן החברה בכ-4%, בין השאר כתוצאה מקיטון ביתרת הלקוחות החייבים, עקב ניכוי חובות אלה באמצעות חברה לניכוי שוברי כרטיסי אשראי. מנגד, מול קיטון זה רכשה החברה רכישה עצמית של מניות בתמורה לכ-351 מיליון ₪. והקטינה את הונה העצמי עקב חלוקת דיבידנד בגובה של כ-80% מרווחיה. כתוצאה מכך הרעה במידת מה את יחסי החוב ל-Cap שלה ואת יחס ההון העצמי לסך המאזן.

תמצית מאזן ויחסים מאזניים במיליוני ₪ ובאחוזים							
2003	2004	2005	2006	2007	Q1-Q3/07	Q1-Q3/08	
4	5	4	78	148	37	131	מזומנים ושווי מזומנים
539	695	892	1,030	1,194	1,187	1,161	לקוחות וחייבים אחרים (שוטף)
640	860	897	972	1,125	1,036	1,058	ספקים וזכאים אחרים
1,076	1,587	815	1,254	1,655	1,533	1,407	הון עצמי
4,372	4,486	4,612	4,701	5,031	4,824	4,833	סך מאזן
4,283	3,876	3,690	3,700	3,896	3,784	3,762	Cap
60%	50%	74%	63%	54%	56%	59%	חוב פיננסי ל-Cap
25%	35%	18%	27%	33%	32%	29%	הון עצמי למאזן
239%	122%	334%	186%	127%	138%	156%	חוב ל הון עצמי

החברה לא נוהגת לשמור על יתרות נזילות

החברה אינה נוהגת לשמור יתרות נזילות וכמו כן שומרת על מסגרת אשראי מתחדשת, נמוכה יחסית, העומדת על 75 מיליון \$. בהקשר זה יש לציין כי החברה מתחילה לפרוע את סדרת האג"ח הנוכחית בסוף הרבעון השני של 2009. מניתוח נזילות שערכה מידרוג עולה כי בשנת 2009 תוכל החברה להחזיר את שלושת פרעונות האג"ח על סמך תזרים המזומנים הקיים. באשר לשנים 2010-2011 יתכן ניצול קווי אשראי לצורך הפרעון כל זאת בכפוף לגמישות מדיניות הדיבידנד ותוכנית ההשקעות.

8

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- הרחבה משמעותית של סל השירותים בתחום התקשורת אותו מספקת החברה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- האטה ביחסי הכיסוי של החוב באופן שלא יתאם את הדירוג
- רגולציה אשר תחליש את מעמד החברה ותפגע בביצועיה הפיננסיים

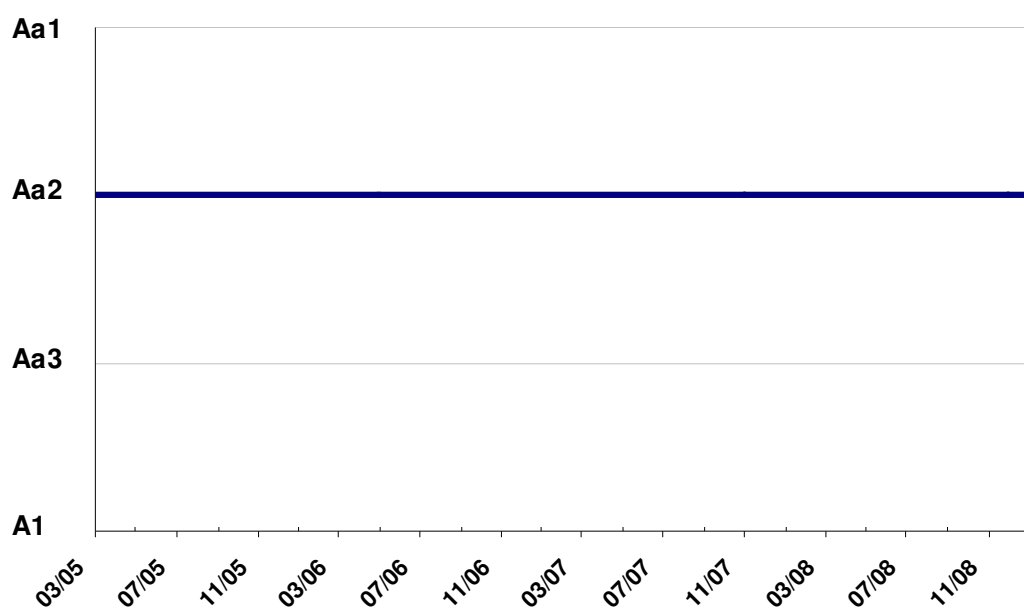
אודות החברה

פרטנר תקשורת בע"מ נוסדה בשנת 1997 והחל משנת 1999 פועלת כספקית שירותי תקשורת סלולרית בישראל, במסגרת רישיון ממשרד התקשורת להקמה והפעלה של רשת תקשורת ניידת בטכנולוגיית GSM. בחודש דצמבר 2001, בעקבות זכייתה במכרז על רצועות תדרי דור שני (1800MHz) ותדרי דור שלישי (UMTs 1900MHz), הוארך לה תוקף הרישיון עד שנת 2022. בסוף שנת 2004 השיקה פרטנר שירותי תקשורת בטכנולוגיה מתקדמת של הדור השלישי ("3G"). פרטנר, באמצעות שם המותג הבינלאומי Orange™, מספקת שירותים לכשליש ממנויי הטלפון



הסלולרי בישראל. בשוק התקשורת הסלולרית בישראל פועלות פרט לחברה עוד שתי ספקיות מרכזיות - סלקום ישראל בע"מ ופלאפון תקשורת בע"מ. בתקופת החדירה והצמיחה, הציגה פרטנר גידול מואץ במספר המנויים על אף היותה השחקנית השלישית שנכנסה לענף. הצמיחה של פרטנר, לצד שיפור תפעולי ופיננסי, הביאו לשיפור בדירוגי האשראי המקומיים והבינלאומיים שלה.

היסטוריית דירוגים



מושגי יסוד

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 לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת	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	השקעות ברוטו בציוד 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
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 דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	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 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.

ד"ח מספר: CIP101208000M

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") 2008.

12

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. 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.