



סקיילקס קורפוריישן בע"מ

מעקב | מאי 2014

1

מחבר:

אבי בן-נון, ראש צוות
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל וראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

סקיילקס קורפוריישן בע"מ

אופק דירוג: יציב	B3-Ca	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג דיפרנציאלי לאגרות החוב שהנפיקה סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס" או "החברה") כדלקמן: דירוג של B3 לסדרות ד' ו-ו' ודירוג Ca לסדרות ז', ח', ט', ו-1 תוך שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב.

סדרות האג"ח* המדורגות על ידי מידרוג :

דירוג	יתרת שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים 31.12.2013 במיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית נקובה	מועד הנפקה	מס סדרה	סדרה
B3	2014-2015	136	מדד	5.10%	10/2009	1115674	ד'
B3	2014-2020	62	מדד	4.25%	10/2010	1120815	ו'
Ca	2015-2021	166	שקלי	9.35%	04/2011	1123447	ז'
Ca	2015-2021	112	מדד	7.20%	04/2011	1123454	ח'
Ca	2015-2021	102	מדד	7.00%	04/2011	1123462	ט'
Ca	2014-2017	177	שקלי	7.00%	06/2009	1115195	1 (המרה)

* בנטרול רכישות עצמיות שנמחקו מהמסחר ואג"ח סדרה 1 שהוחזקה ע"י החברה האם ובמסגרת הסדר החוב בוטלה ונמחקה מהמסחר.

** לאחר תאריך המאזן נפרעה סדרה א' במלואה. יתרת האג"ח ליום 31.12.2013 הינה 52 מיליון ₪.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג הנוכחי משקף את הערכת מידרוג, כי לא חל שינוי פונדמנטלי באיכות האשראי של החברה, יחסית להערכתנו הקודמות וכי עדיין קיימת אי ודאות באשר ליכולת החברה לשרת באופן מלא את התחייבויותיה בטווח הזמן הבינוני, נוכח נזילות חלשה יחסית ביחס לצורכי שירות החוב 24 חודשים קדימה, גמישות פיננסית מוגבלת ותלות גבוהה במחיר מניית פרטנר, לצורך המשך שירות החוב.

אי ודאות זו גוזרת הסתברות גבוהה יחסית לכשל פירעון (PD), להערכתנו, בטווח הזמן הבינוני, מגבילה את דירוגי הסדרות השונות, וגוזרת הפסד צפוי משתנה לכל אחת מהסדרות, גם כתלות במבנה השעבודים. כאשר קיימת הסתברות מסוימת ולא מבוטלת לכשל פירעון, מתודולוגיית הדירוג משקפת את הערכת מידרוג לגבי גובה ההפסד הצפוי (EL) בכל אחת מסדרות האג"ח המדורגות, ומהערכת מידרוג את גובה ההפסד, בהינתן כשל (LGD) בכל אחת מהסדרות. הערכת גובה ההפסד בוצעה, תוך בחינת מבנה ההתחייבויות של החברה, היקף הנכסים הנזילים, התזרימים הצפויים בטווח הזמן הקצר והבינוני (בעיקר מפעילות סמסונג), מבנה הבטוחות ומידת הגמישות הפיננסית והיקף הנכסים החופשיים של החברה.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, ההפסד בהינתן אירוע כשל (LGD) לסדרות ד' ו-ו', צפוי לנוע בין 0% ל-10% מערך הפארי ולסדרות ז', ח', ט' ו-1 צפוי לנוע בין 30%-50% מערך הפארי. שיעור ההפסד נגזר בעיקר ממחיר מניית פרטנר ומאגר הנכסים הפנויים. נציין, כי, גובה ההפסד הצפוי עלול לחרוג במקרים מסוימים מהטווחים המצוינים כפונקציה של מחיר מניית פרטנר (משתנה אקראי), אולם טווחים אלה עדיין מייצגים חלק משמעותי מהתפלגות מחירי המניה.

ביום 28.01.2014 השלימה החברה הסדר חוב, כאשר עיקרי תנאיו נוגעים להקלה בלוח הסילוקין ודחיית עיקר תשלומי סדרות אג"ח (80% מערך) ז', ח', ט' ו-1 בשלוש שנים קדימה, תוך מתן פיצוי בשיעור הריבית וחיזוק מסוים של מבנה הבטוחות לסדרות אלו. אין בהסדר זה, להערכתנו, שינוי משמעותי באיכות האשראי של החברה, למרות הקלת נטל שירות החוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, וזאת גם נוכח תלות במאפיינים אקסוגניים - תלות גבוהה בשווייה של מניית פרטנר כמקור מרכזי לצורך שירות התחייבויותיה של החברה. בנוסף, נסמכת החברה על תזרימים עתידיים מפעילות היבוא של



מכשירי סמסונג כמקור נוסף לשירות החוב. נציין כי בחודש מרץ 2014 הוארך תוקף הסכם היבוא והשיווק של טלפונים סלולריים בין החברה לסמסונג וכן נקבע כי החברה תחדל מלשווק ציוד קצה למפעילות סלולאריות (אשר ירכשו ישירות מסמסונג) ותתרכז בשיווק ללקוחות קצה, מפיצים ורשתות קמעונאיות. משקל הכנסות החברה ממפעילות סלולאריות נמצא במגמת ירידה בשנים האחרונות, כאשר אלו היוו כ-59% ו-90% מהכנסות, בהתאמה, בשנים 2013 ו-2012 וצפויות לרדת מתחת ל-40% במהלך שנת 2014. לתיקון הסכם סמסונג צפויות שתי השלכות צולבות, להערכתנו:

1. שחיקה בהיקף מכירות המכשירים בטווח הזמן הקצר והבינוני. 2. שיפור בשיעורי הרווחיות, למרות שזו מוגבלת, נוכח תחרות גבוהה בשוק המקומי, הן מצד מותגים מתחרים והן מצד יבוא מקביל של מכשירי סמסונג.

מידרוג מעריכה את הסיכון הענפי של הפעילות כגבוה בשל תלות ביצרן בודד, שינויים טכנולוגיים תכופים בשוק זה, לצד העדפות צרכן משתנות בקצב מהיר. הסיכון הענפי ממותן בשל הצמיחה המהירה של שוק הסמארטפונים, הצפויה גם בשנים הקרובות וכן פיזור לקוחות הולך וגדל. תרחיש הבסיס לדירוג מתבסס על אומדן מקורות של 250 מיליון ש"ח בשנתיים הקרובות - יתרות נזילות ורווח תפעולי מפעילות סמסונג, לפני מכירת מניות פרטנר וללא הנחת דיבידנדים מפרטנר. יש לציין כי גובה היתרות הנזילות שיעמוד לשימוש החברה כנזכר לעיל כפוף להסכמת תאגיד בנקאי לשחרר פיקדונות המשועבדים לו (בהיקף של כ-117 מיליון ₪ ליום 31.12.13) אל מול שעבוד נכסים שוטפים אחרים (לקוחות ומלאי) בקשר עם פעילות הסחר. היקף השימושים נאמד על ידינו בכ-450 מיליון ₪ - תשלומי קרן, ריבית, הסדר מס ועלויות נלוות להסדר החוב. כפועל יוצא לחברה תלות גבוהה ביכולתה לממש מניות פרטנר כמקור מרכזי לשירות החוב, כאשר מחיר המניה וסחירותה אקסוגניים לחברה. נציין כי לחברה גמישות פיננסית נמוכה, נוכח מרכיב זניח של מניות חופשיות, כאמור והיא תלויה ביכולתה לשחרר מניות פרטנר משעבוד.

הצבת אופק הדירוג היציב נובעת מהערכתנו לכך שלא יחול שינוי משמעותי בהפסד הצפוי, יחסית לתרחיש הבסיס של מידרוג, גם נוכח אי הודאות המסוימת בדבר היקף השחיקה במכירות למפעילים הסלולריים על התזרים הצפוי ובמחיר המימוש של מניות פרטנר, בעת הצורך.

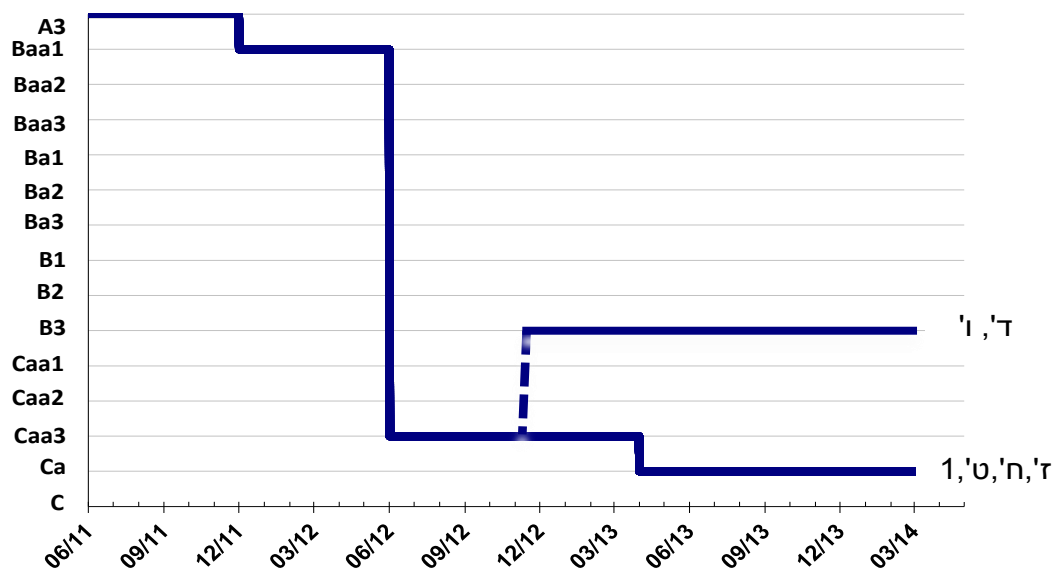
סקיילקס - נתונים פיננסיים עיקריים - במיליוני ₪

2009	2010	2011	2012	2013	
4418	3601	2805	1904	379	השקעה בחברות מוחזקות
3785	2871	3124	2536	957	חוב פיננסי (כולל הלוואת אדוונט)
177	298	583	49	122	יתרות מזומנים
1114	1217	581	(281)	(436)	הון עצמי
578	451	1216	1038	1221	הכנסות ממכירות ומתן שירותים
36	25	161	98	70	רווח תפעולי
(100)	(150)	(100)	--	--	דיבידנד ששולם לבעלי המניות

אודות החברה

סקיילקס הינה חברת אחזקות ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-12.56% בהון המניות של פרטנר, מפעילת תקשורת סלולרית מובילה בישראל. תחום פעילות עיקרי נוסף של סקיילקס כולל יבוא ומכירה של מכשירי קצה מתוצרת "סמסונג" ללקוחות בישראל. בעלת השליטה בסקיילקס היא סאני אלקטרוניקה בע"מ, המחזיקה בכ-75.3% מהון המניות של סקיילקס. בעל השליטה האפקטיבי בסקיילקס ובסאני הינו מר אילן בן-דב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [הגדרת כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידים - דוח מיוחד, פברואר 2009](#)
- [דירוג חוב בהינתן כשל פירעון - דוח מיוחד, נובמבר 2009](#)
- [סקיילקס- דוח מעקב, אפריל 2013](#)
- [סקיילקס- דוח מעקב, דצמבר 2012](#)

תאריך הדוח: 13.05.2014

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	מונחים פיננסיים עיקריים
	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 הוניות - 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

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 מאד 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
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

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 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. 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 (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.