



סקיילקס קורפוריישן בע"מ

מעקב | דצמבר 2012

1

מחברים:

טל טוטנאור, אנליסט
talt@midroog.co.il

אבי בן-נון, אנליסט בכיר
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

סקיילקס קורפוריישן בע"מ

רשימת מעקב	B2-Caa3	דירוג סדרות
------------	---------	-------------

מידרוג מודיעה על שינוי הדירוג לאגרות החוב (סדרות א' עד ד', סדרות ו' עד ט' וסדרה 1) שהנפיקה סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס" או "החברה") מ-Caa3 למתווה דירוג דיפרנציאלי שבין Caa3 ל-B2, כמפורט מטה, תוך הותרת הדירוג ברשימת מעקב. יש לציין, כי הדירוג הנוכחי מניח את השלמת עסקת סבן במתווה שפורסם ביום 30.11.2012, וכי ביטול העסקה או שינוי מהותי בתנאיה ביחס למתווה שדווח, יוביל לשינוי הדירוג.

דירוג (ברשימת מעקב)	יתרת שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים 30.09.2012 במיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית נקובה	מועד הנפקה	מס סדרה	סדרה
B2	2013-2014	157	שקלי	7.0%	6/2009	1115187	א'
B2	2012-2013	160	שקלי	משתנה*	6/2009	1115203	ב'
B2	2012-2013	317	מדד	4.9%	6/2009	1115211	ג'
B3	2013-2015	298	מדד	5.1%	10/2009	1115674	ד'
B3	2013-2020	67	מדד	4.25%	10/2010	1120815	ו'
Caa3	2015-2018	171	שקלי	8.45%	4/2011	1123447	ז'
Caa3	2015-2018	117	מדד	5.25%	4/2011	1123454	ח'
Caa3	2015-2018	110	שקלי	משתנה**	4/2011	1123462	ט'
Caa3	2024	197	שקלי	4.0%	6/2009	1115195	1 (המרה)

* מרווח 3% מעל אג"ח ממשלתי 817

** מרווח 3.35% מעל אג"ח ממשל משנתה 05020

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג הנוכחי משקף את הערכת מידרוג, בתרחיש הבסיס שלנו, לגבי סבירות גבוהה להתקיימות עסקת סבן במתווה שפורסם ע"י החברה מיום 30.11.12, כפי שיפורט בהמשך, ואת השפעתה על גובה ההפסד הצפוי (EL) בכל אחת מסדרות האג"ח המדורגות. ההפסד הצפוי נגזר מהערכתנו לגבי הסתברות גבוהה יחסית לכשל פירעון (PD) של החברה בטווח הזמן הבינוני והערכת גובה ההפסד בהינתן כשל (LGD) בכל אחת מהסדרות, תוך בחינת מתווה עסקת סבן, מבנה ההתחייבויות של החברה, היקף התזרימים הצפויים (בעיקר מפרטנר, מפעילות סמסוג ומעסקת סבן) בטווח זמן זה, מבנה הבטוחות, מידת הגמישות הפיננסית והיקף הנכסים החופשיים של החברה. נציין כי בתסריט שבו לא מתקיימת עסקת סבן, אנו מעריכים שיעורי PD ו-LGD גבוהים יותר בכל אחת מהסדרות המדורגות ומכאן נגזר דירוג נמוך יותר. כנזכר לעיל, זהו אינו התרחיש הסביר, להערכתנו. נציין עוד כי, הדירוג הקודם גילם את הערכתנו כי הצעת הרכש בעסקת האצ'יטון הייתה מסוג Distressed Exchange Offer והיותה כשל פירעון (Default), בהתאם למתודולוגיה של מידרוג



ושיקפה הפסד צפוי אחיד לכל אחת מהסדרות, זאת בשונה ממצב שבו מתקיימת עסקת סבן, או מצב שבו לא מתקיימת העסקה.

להלן תיאור של מתווה עסקת סבן, לפי דיווחי החברה לבורסה מיום 30.11.12 - החברה התקשרה בעסקה עם קבוצת סבן לרכישת 30.73% ממניות פרטנר מידי סקיילקס והיא תיוותר עם 13.81% מהמניות, תוך שמירה על שליטה משותפת. בתמורה למניות פרטנר, סקיילקס תמחה לקבוצת סבן את הלוואת האצ'סון, בהיקף של 300 מיליון דולר, שאמורה להיות משולמת לפי לוח הסילוקין המקורי ביום 27.4.2014 ובנוסף - תקבל החברה 250 מיליון ₪ במזומן. כמו כן, סקיילקס תהיה זכאית לקבל את הדיבידנדים בגין המניות הנרכשות, בגובה של עד 115 מיליון ₪ ("התמורה הנדחית"), בגין רווחים צבורים, ככל שיהיו ליום ה-31.12.2012, בהיקף של לפחות 400 מיליון ₪. ככל שיתרת הרווחים הצבורים ליום ה-31.12.2012 תפחת מ-400 מיליון ₪ - היקף הדיבידנדים יופחת ביחס ישר.

כנזכר לעיל, בתרחיש הבסיס לדירוג, תושלם עסקת סבן במתווה דומה יחסית למתווה שפורסם. שירות החוב, בהינתן השלמת העסקה, מתבסס על אומדן מקורות בסך של כ-500 מיליון ₪ מדיבידנדים מפרטנר ומפעילות סמסונג עד לסוף 2014, קבלת מזומן בעסקת סבן בסך 250 מיליון ₪ ויתרות מזומנים בסך 170 מיליון ₪ ליום 30.9.2012. בנוסף, עד סוף מרץ 2014 צפויות להיפרע סדרות א'-ג' וישוחררו כ-18.9 מיליון מניות פרטנר המשועבדות להן. לאחר העברת מניות לקבוצת סבן בגין התמורה הנדחית, יותרו בידי החברה כ-16 מיליון מניות חופשיות משעבוד, בשווי שוק של כ-360 מיליון ₪ (לפי מחיר השוק ליום ה-17.12.12). היקף השימושים הנאמד על ידינו בשנים אלו כולל תשלום קרן חוב, ריביות ורכישות עצמיות בסך של כ-1.15 מיליארד ₪ בשנתיים הקרובות. להערכתנו, במתווה זה, לחברה יוסיפו להיות אתגרים מימוניים משמעותיים בדמות נזילות חלשה מאוד ותלות גבוהה במחיר מניית פרטנר, לצורך המשך שירות החוב. בתוך כך, יש לציין, כי אנו מעריכים אי ודאות גבוהה לגבי המשך האחזקה של החברה בזיכיון סמסונג, לאור החשש מאיבוד השליטה של סאני (שבשליטת אילן בן-דוב) בסקיילקס, נוכח מצבה הפיננסי הקשה של סאני. אובדן השליטה של מר בן-דוב בסקיילקס עלול להוביל לביטול זיכיון סמסונג לחברה ולירידה משמעותית בתזרים התפעולי.

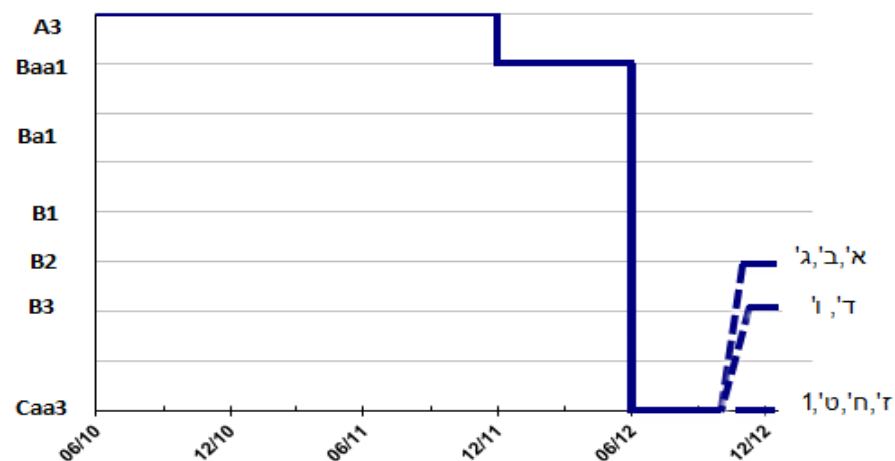
ה-LGD שחושב עבור כל סדרה מושפע, מלבד השעבודים הישירים לאג"ח, גם מהיקף נכסי החברה שאינם משועבדים, תחת הנחת חלוקה פארי-פאסו בין סדרות האג"ח, לפי חלקן בערך הנקוב, בניכוי חוב בנקאי מובטח.

הותרת הדירוג ברשימת מעקב עם השלכות שליליות נובעת מאי הוודאות לגבי קיום עסקת סבן והמתווה הסופי שלה וההשפעה השלילית על דירוג הסדרות במידה וזו לא תצא לפועל.

אודות החברה

סקיילקס הינה חברת אחזקות ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-44.54% בהון המניות של פרטנר, מפעילת תקשורת סלולרית מובילה בישראל. תחום פעילות עיקרי נוסף של סקיילקס כולל ייבוא ומכירה של מכשירי קצה מתוצרת "סמסונג" למפעילות סלולאריות בישראל. בעלת השליטה בסקיילקס היא סאני אלקטרוניקה בע"מ, המחזיקה בכ-78.71% מהון המניות של סקיילקס. בעל השליטה בסאני הינו מר אילן בן-דב, המחזיק בכ-73.14% מהון המניות של סאני.

היסטוריית דירוג



4

דוחות קשורים

- [הגדרת כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידים - דוח מיוחד, פברואר 2009](#)
- [דירוג חוב בהינתן כשל פירעון - דוח מיוחד, נובמבר 2009](#)
- [סקיילקס - דוח מידי, מאי 2012](#)
- [סקיילקס - דוח מעקב, דצמבר 2011](#)
- [סאני - דוח מעקב, דצמבר 2012](#)

תאריך הדוח: 19.12.2012

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	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	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 בצידוד, 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

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטת 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, וכאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטת 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 שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות 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 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") 2012.

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 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, התחיבו 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.