

סאני אלקטרוניקה בע"מ

דוח מעקב שנתי | מרץ 2011

1

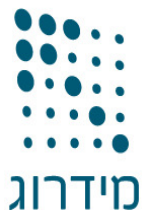
מחבר:

אבי בן-נון, אנליסט
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

פבל יופה, ראש צוות
pavel@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



סאני אלקטרוניקה בע"מ

אופק דירוג: חיובי	Baa2	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa2 לאגרות חוב (סדרות א-ג), שהנפיקה סאני אלקטרוניקה בע"מ ("סאני" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי.

להלן פירוט הסדרות שבמחזור:

שנות פירעון הקרן	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב, במיליוני ₪	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרה
1/2012-1/2016	מדד	5.3%	160.0	1/2010	5550090	א'
1/2012-1/2016	לא צמוד	7.5%	40.0	1/2010	5550108	ב'
1/2012-1/2016	לא צמוד	משתנה	120.0	1/2010	5550116	ג'

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בשליטה באחזקה העיקרית של החברה (סקיילקס - 78.8%), ובשרשור בפרטנר - בעלת מיצוב עסקי ופיננסי גבוהים בשוק הסלולר ויכולת ייצור מזומנים חזקה ויציבה. בנוסף, הדירוג נתמך במינוף פיננסי נמוך יחסית, אשר, להערכת מידרוג, גם במצב של לחצים אקסוגניים, יוותר יחסית נמוך וביחס כיסוי שוטף התואם את רמת הדירוג. הסיכונים העסקיים של החברה הינם ריכוזיות גבוהה של תיק האחזקות וחשיפה לענף התקשורת, אשר על אף היותו בעל סיכון נמוך יחסית, מאופיין במידה מסוימת של אי ודאות, נוכח רגולציה אינטנסיבית להגברת התחרות והקטנת חסמי הכניסה, אשר עלולה להשפיע לרעה על יכולתה של פרטנר לחלק דיבידנד ועל שוויה; נזילות נמוכה של סאני ותלות בדיבידנדים שוטפים מסקיילקס, אשר צפויה להתמודד עם אמורטיזציה גבוהה יחסית של החוב בטווח הזמן הבינוני.

הצבת אופק הדירוג החיובי נובעת משיפור במינוף הפיננסי, נוכח הקיטון בהיקף החוב ומשקפת גם את הגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה, נוכח היקף מהותי של מניות סקיילקס פנויות משעבוד, אשר מהוות כרית ביטחון לשירות החוב בסאני ויכולות להוות מקור אלטרנטיבי לשירות החוב, אם בדרך של מימוש המניות, או מינופן.

סאני (סולו), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2008	31.12.2009	30.09.2009	30.09.2010	
843	1,075	1,060	1,168	סך הנכסים במאזן
805	1,033	1,017	1,125	שווי מאזני השקעות בחברות כלולות
14	19	18	21	נכסים פיננסיים זמינים למכירה
0.3	0.8	0.4	0.1	מזומנים ושווי מזומנים
376	579	576	784	הון עצמי
454	391	471	360	חוב פיננסי
60	(15)	(14)	(26)	רווח (הפסד) תפעולי
(15)	(16)	(9)	(22)	הוצאות מימון
92	144	165	198	רווח נקי המיוחס לבעלי מניות החברה
246	91	0	154*	דיבידנד מחברות מוחזקות

* כולל חלקה של החברה (20 מ' ₪) בדיבידנד מיוחד בסך 1.4 מיליארד ₪, שחילקה פרטנר.

מתודולוגיה לדירוג

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על מתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת אחזקות. נקודת המוצא לדירוג האג"ח של סאני, הינה דירוג האג"ח של סקוילקס (A3). הדירוג מניח, כי סאני לא צפויה לבצע השקעות חדשות בטווח הזמן הבינוני. הפער בין דירוג האג"ח של סאני לזה של סקוילקס נובע מתוספת סיכון האשראי בגין נידחות החוב בסאני לעומת סקוילקס, תוך התחשבות ביחסי הכיסוי התזרימיים וה-LTV של סאני.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

אחזקת שליטה בסקוילקס ובשרשור פרטנר - בעלת מיצוב עסקי ופיננסי גבוהים

החברה פועלת בענף התקשורת ובעיקר בסגמנט הסלולר באמצעות אחזקת שליטה בחברת סקוילקס (78.8%) - בעלת השליטה (44.6%) בחברת פרטנר תקשורת בע"מ (Aa3) ויובאנית ומשווקת מכשירי "סמסונג". בנוסף, מחזיקה החברה ישירות בכ- 1.4% מהון המניות של פרטנר. פרטנר מאופיינת במעמד עסקי חזק ויציב בשוק הסלולר, במותג חזק, המתבטא בנתח שוק משמעותי בשנים האחרונות וברוחיות גבוהה. פרטנר פועלת להתרחב לתחומים נוספים בענף התקשורת ובהם - הפעלת שירותי תקשורת בינלאומיים ופנים ארציים ואספקת שירותי ISP באמצעות 012 סמייל אותה רכשה.

יש לציין, כי ענף התקשורת עומד בפני שינויים מבניים, שצפויים בעקבות פרסום קרוב של מסקנות ועדת חייק.

ריכוזיות תיק האחזקות נותרה גבוהה, תוך חשיפה לענף התקשורת המאופיין ברגולציה תומכת תחרות

תיק האחזקות של החברה מאופיין בריכוזיות גבוהה וחשוף לענף התקשורת ולתמורות החלות בו. ענף התקשורת מאופיין בסיכון עסקי נמוך, יחסית לממוצע הכלל משקי, כאשר הסיכון העיקרי נובע מרגולציה רחבה, המעודדת תחרות - ובפרט בתחום הסלולר - הפחתה מהותית בדמי הקישוריות, מתן רישיונות למפעילים נוספים ווירטואליים ומסקנות ועדת חייק, כאמור, שצפויות לכלול מיסוד שוק סיטונאי בתחום הנייח, ביטול הפרדה מבנית בבזק ועוד. ההתפתחויות הרגולטוריות יכולות ליצור שחיקה מסוימת בנתח השוק של פרטנר ובתזרים המזומנים שלה וכפועל יוצא לפגוע בהיקפי הדיבידנדים ובשווי של פרטנר וסקוילקס. פרטנר יכולה לפצות חלקית על ההתערבות החיצונית הצפויה ע"י המשך החדרת והרחבת שירותי ערך מוסף והתייעלות תפעולית. יש לציין, כי פרטנר, בשרשור, הינה המקור התזרימי העיקרי של החברה.

מינוף פיננסי נמוך

החוב הפיננסי נטו של החברה קטן במהלך התקופה הנסקרת ועמד על 335 מ' ש' ליום ה-30.9.2010 (לעומת חוב פיננסי נטו של 453 מ' ש' בתקופה המקבילה אשתקד), נוכח דיבידנדים בהיקף משמעותי (153.6 מ' ש'), שהתקבלו מחברות מוחזקות (כולל חלקה של סאני בדיבידנד מיוחד בסך 1.4 מיליארד ש' מפרטנר). סך שווי האחזקות של החברה עמד על 1,678 מ' ש' לחודש מרץ 2011. יחס החוב הפיננסי נטו ליום 30/9/2010 לשווי האחזקות הינו נמוך ועמד על כ- 19.9% אל מול 25.4% בתקופה המקבילה אשתקד. במטרה להחליק את סיכון השוק, הנובע מתנדטיות מחיר השוק של המוחזקות, נבחנה רמת המינוף גם על פני ממוצע 12 חודשים אחרונים ועמדה על 19.1%.

בבחינת רמת המינוף במצב של לחצים אקסוגניים, תוך ניכוי מקדם רגישות (לפי המתודולוגיה של מודיסי - 25%) משווי האחזקות, יחס המינוף נותר נמוך וגדל ל-26.4%. יש לציין, כי בבחינת יחס המינוף הכולל של סאני וסקיילקס המינוף גדל משמעותית, לרמה של 62.8%, בשל המינוף הגבוה יחסית בסקיילקס. יש לציין, כי יחס זה ירד משמעותית לאחר 30 בספטמבר 2010 עם קבלת הדיבידנדים מפרטנר.

יחס הכיסוי השוטף הינו מספק, צפוי לחץ תזרימי בטווח הזמן הבינוני, נוכח הצפי לעלייה בעומס הפירעונות בסקיילקס

התזרים השוטף של סאני נסמך לחלוטין על חלוקת דיבידנד מסקיילקס ומפרטנר. יחס הכיסוי השוטף בין הדיבידנדים השוטפים, שמקבלת סאני מהחברות המוחזקות, להוצאות המימון והתפעול השוטפות, בניכוי דמי ניהול, נע בטווח שבין 2.5 ל-3.0 בשנתיים האחרונות.

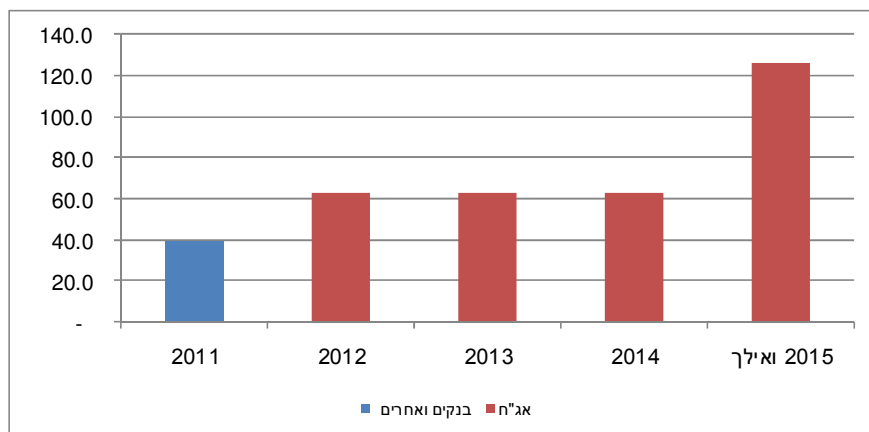
מידרוג מעריכה, כי בשל עומס הפירעונות בסקיילקס, יחס הכיסוי צפוי להיות נמוך מ-2.0 בשנתיים הקרובות. העלייה בעומס הפירעונות בסקיילקס, שצפויה החל מהשנים 2012-2013, תחייב את סקיילקס לבצע פריסה מחדש של החוב. להערכת מידרוג, ההיקף המשמעותי של מניות פרטנר החופשיות משעבוד, יקל על סקיילקס בהשגת מקורות מימון - מניות חופשיות משעבוד (מניות פרטנר), בהיקף של 24.5 מיליון מניות ובשווי של 1,635 מ' ש', לעומת יתרת חוב של כ- 2.9 מיליארד ש' בסקיילקס.

בנוסף, סקיילקס עומדת בקובננטים במרווח מספק, כאשר, להערכת מידרוג, גם במקרה של הרעה בתוצאות של פרטנר תעמוד בהם בטווח הזמן הבינוני.

רמת נזילות נמוכה המקוזזת ע"י גמישות פיננסית גבוהה

החברה אינה נוטה להחזיק יתרות מזומן. שירות החוב נסמך בעיקר על דיבידנדים מפרטנר בשרשור. החברה נהנית מגמישות פיננסית גבוהה, נוכח היקף מהותי של מניות סקיילקס חופשיות משעבוד והיקף נמוך יותר בפרטנר, יחסית ליתרת החוב. היקף המניות של סקיילקס, החופשיות משעבוד, עומד על כ-15.8 מיליון מניות, בשווי שוק של 1,044 מ' ש"ח. בנוסף, שווי השוק של מניות פרטנר, שמחזיקה החברה ישירות, נאמד בכ-158 מ' ש'. החברה התחייבה לא לחלק דיבידנד לבעלי המניות עד לשנת 2014, או עד אשר ירד החוב נטו לסך של 250 מ' ש', או פחות (ובלבד שלאחר החלוקה - סכום החוב נטו של החברה (סולו) לא יעלה על 250 מ' ש') - המוקדם מביניהם.

סאני אלקטרוניקה (סולו): לוח סילוקין לפירעון החוב הפיננסי ליום ה-30.9.2010, במיליוני ש"ח



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ברמת הנזילות
- הרחבת תיק האחזקות והקטנת הריכוזיות ע"י פיזור

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

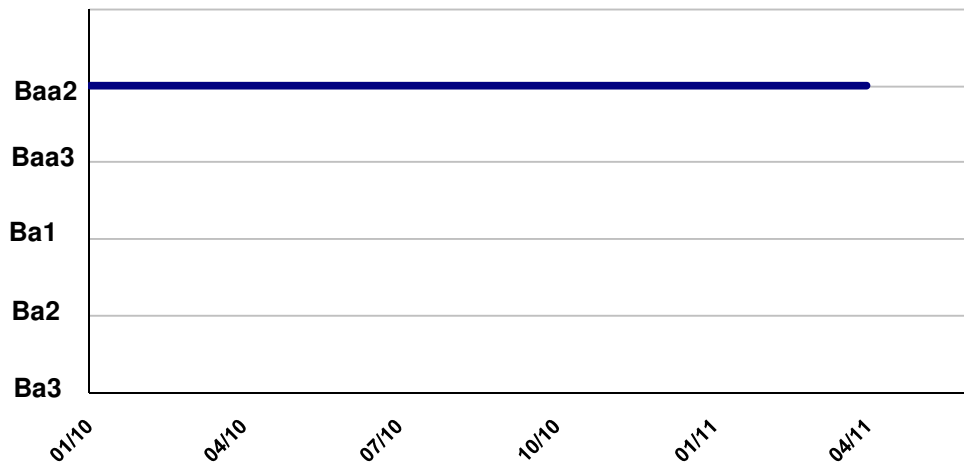
- הורדת דירוג החוב של סקיילקס
- היחלשות יכולתה של סקיילקס לחלק דיבידנדים לחברה
- עלייה בחוב הפיננסי וברמת המינוף, כפי שנמדדת ביחס חוב פיננסי נטו לשווי אחזקות, מעל שיעור של 30%
- פגיעה בגמישות הפיננסית, כפי שמתבטאת ביחס שבין מניות סקיילקס החופשיות לבין החוב הפיננסי

5

אודות החברה

סאני הינה חברת אחזקות, הנשלטת בידי מר אילן בן דב (שיעור אחזקה משוקלל של 78.77%). אחזקתה העיקרית היא כ-78.8% מהון המניות של סקיילקס. בנוסף מחזיקה החברה כ-1.4% מהון המניות של פרטנר תקשורת בע"מ. נכסים נוספים, בהיקף מהותי פחות, כוללים אחזקה בתפוז אנשים בע"מ (58.6%) ונדל"ן המושכר לחברות בקבוצה. בחודש אוגוסט 2008 מכרה סאני לסקיילקס את הפעילות הסלולארית של לקוחות הקצה והמפעילים הסלולאריים, 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-44.6% מהון המניות של פרטנר. עלות העסקה מומנה ברובה בחוב פיננסי, לרבות אגרות חוב שגייסה סקיילקס ושדורגו על ידי מידרוג בדירוג A3.

היסטוריית דירוג



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 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 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 הונית - 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 שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 לפדיין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיין 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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר: CHS060311000M

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") 2010.

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 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, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס (Moody's להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.