



סאני אלקטרוניקה בע"מ

דוח מעקב | דצמבר 2011

1

מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט
guyd@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

סאני אלקטרוניקה בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa2	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מרשימת מעקב ואישור מחדש של דירוג Baa2 לאיגרות חוב (סדרות א' עד ג') שהנפיקה סאני אלקטרוניקה בע"מ ("סאני" או "החברה") תוך שינוי אופק הדירוג מחיובי לשלילי.

להלן פרטי אגרות החוב המדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מס' סדרה	מועד הנפקה	ריבית נקובה	הצמדה	ערך נקוב 30.11.11 במיליוני ש"ח **	יתרה בספרים 30.9.11 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון הקרן
א'	5550090	1/2010	5.3%	מדד	152.7	161	2012-2016
ב'	5550108	1/2010	7.5%	שקלי	37	37	2012-2016
ג'	5550116	1/2010	משתנה*	שקלי	114.6	116	2012-2016

* מרווח של 4% מעל ריבית אג"ח ממשלתי 817.817 ** עד ליום 7.12.2011 ביצעה החברה רכישה עצמית של אג"ח בסך של כ-7.7 מיליון ש"ח ערך נקוב (סדרה א'), כ-3.2 מיליון ש"ח ערך נקוב (סדרה ב') וכ-5.7 מיליון ש"ח ערך נקוב (סדרה ג').

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

שינוי אופק הדירוג של סאני מחיובי לשלילי נובע בעיקר מהיחלשות דירוג האשראי של החברה הבת סקוילקס קורפוריישן בע"מ (שיעור החזקה של כ-78.7% - "סקוילקס") כפי שקיבל ביטוי בהורדת הדירוג של סקוילקס בחודש דצמבר 2011 מ-A3 ל-Baa1 באופק דירוג שלילי. דירוג סאני נשען על החזקת שליטה במניות סקוילקס ואחזקה נוספת במניות פרטנר (כ-1.4%). כמו כן לחברה אחזקה של כ-55.8% במניות תפוז אנשים. דירוג סאני מושפע מנחיתותו להתחייבות של סקוילקס. להערכתנו, היחלשות יכולת שירות החוב של סקוילקס פוגמת גם בסאני, בהיותה תלויה בעיקר בדיבידנדים מסקוילקס לשירות התחייבויותיה. יחס החוב הפיננסי נטו ליום 30.09.2011 לשווי החזקות לפי שווי השוק האחרון בסמוך למועד דוח זה הינו כ-51.6% (25.4% בחודש מרץ 2011 מועד דוח המעקב האחרון ו-21% במועד הדירוג הראשוני).

אופק הדירוג השלילי מבטא גם את היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה נוכח הירידה החדה בשווי מניות סקוילקס, בהיותה של סאני כפופה למנגנון "mark to market" לגבי בטוחות (מניות סקוילקס) שהעמידה לטובת מחזיקי אגרות החוב. במהלך הרבעון הרביעי של 2011 שעבדה החברה לטובת הנאמן למחזיקי אגרות החוב מזומנים על חשבון פירעון קרן אגרות החוב בחודש ינואר 2012, לצורך עמידה ביחס הבטוחות הנדרש (150%). בסמוך למועד דוח זה לסאני 5.0 מיליון מניות סקוילקס חופשיות משעבוד שערך לפי שווי השוק הינו כ-104 מיליון ש"ח. במהלך החודשים ספטמבר, אוקטובר ונובמבר 2011 מיחזרה החברה אשראי בנקאי וכן הגדילה אשראי מסוג און קול וזאת לצורך עיבוי הבטוחות למחזיקי האג"ח כאמור לעיל. מניות פרטנר המוחזקות על ידי החברה ושני נכסי נדל"ן שבבעלותה משועבדים לטובת אשראי זה, שלגבי גם קיים מנגנון של התאמת בטוחות.

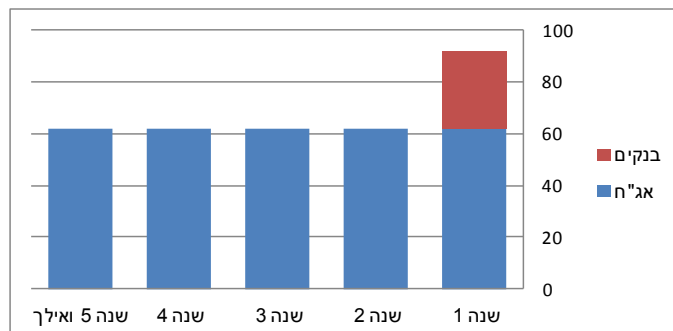
המזומנים המשועבדים לטובת מחזיקי האג"ח מכסים את מרבית צורכי שירות אגרות החוב של סאני (קרן וריבית) לשנת 2012, בסך של כ-80 מיליון ש"ח (מרביתו בחודש ינואר). בנוסף החברה נדרשת למחזר את האשראי הבנקאי העומד לפירעון בחלקו עד ינואר 2012 ובחלקו עד מאי 2012. צורכי שירות החוב של סאני (קרן וריבית - ללא אשראי און קול) עומדים על כ-80 מיליון ש"ח לשנה. לסקוילקס אין מדיניות דיבידנד אולם הנהלת סקוילקס מתכוונת לחלק סך של 50 מיליון ש"ח לשנה כדיבידנד לבעלי המניות בכפוף לכל המגבלות (מכך חלקה של סאני כ-39 מיליון ש"ח). חלקה של סאני כדיבידנד מפרטנר מוערך בטווח של 8-10 מיליון ש"ח לשנה. היחס הצפוי בין הכנסות סאני מדיבידנדים ודמי ניהול בניכוי הוצאות מטה לבין הוצאות הריבית לשנה הינו גבוה יחסית ועומד בטווח של 2-3. שירות האג"ח בחודש ינואר 2013 נסמך

בעיקר על צבירת מזומנים מהדיבידנדים מסקיילקס ומפרטנר במהלך 2012 ו/או מחזור חוב. בבחינת הדירוג ניתן משקל גם להיחלשותה של חברה קשורה לסאני, טאו תשואות בע"מ.

סאני (סולו), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2009	FY 2010	Q1-Q3 11	
10	13	63	מזומנים, השקעות לזמן קצר ודיבידנד לקבל
1,033	1,108	982	השקעה בחברות מאוחדות
579	775	720	הון עצמי
314	366	349	חוב פיננסי
(14)	(32)	0	רווח (הפסד) תפעולי
12	25	19	הוצאות מימון, נטו
175	282	(33)	חלק החברה (בהפסדי) ברווחי חברות מוחזקות
144	226	(52)	(הפסד) רווח לתקופה
88	¹ 154	86	דיבידנד שהתקבל מחברות מאוחדות

סאני: לוח סילוקין לפירעון התחייבויות ז"א ואון קול ליום 30.9.2011, במיליוני ₪ *



* לא כולל און קול בסך 15 מיליון ₪ שנלקח לאחר תאריך המאזן האחרון.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ברמת הנזילות
- הרחבת תיק האחזקות והקטנת הריכוזיות ע"י פיזור
- העלאת הדירוג של סקיילקס ושיפור ביכולתה לחלק דיבידנדים

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

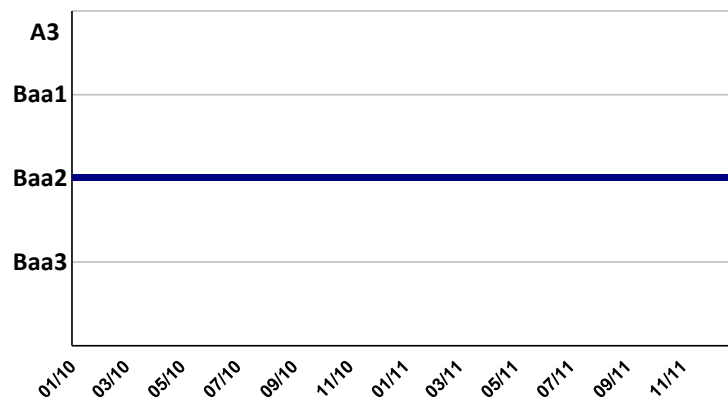
- היחלשות יכולתה של סקיילקס לחלק דיבידנדים לחברה
- פגיעה בגמישות הפיננסית, כפי שמתבטאת ביחס בין מניות סקיילקס החופשיות משעבוד לבין החוב הפיננסי

¹ כולל חלקה של החברה (20 מ' ₪) בדיבידנד מיוחד בסך 1,400 מיליון ₪, שחילקה פרטנר בשנת 2010.

אודות החברה

סאני הינה חברת אחזקות, הנשלטת בידי מר אילן בן-דב (שיעור אחזקה משוקלל של 78.94%). אחזקתה העיקרית היא כ-78.71% 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 (58.8%) 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.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [סקיילקס: דוח מעקב \(דצמבר 2011\)](#)
- [פרטנר: דוח מעקב \(נובמבר 2011\)](#)
- [סקיילקס וסאני אלקטרוניקה: רשימת מעקב \(אוגוסט 2011\)](#)
- [סקיילקס: דוח פעולת דירוג \(מרס 2011\)](#)

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 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 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 מאד.	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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CHS071211000M

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") 2011.

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 במישורין 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 שבכונתו 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 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.