



סקיילקס קורפוריישן בע"מ

מעקב | יוני 2012

מחבר:

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	Caa3	דירוג סדרות
------------	------	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרות א' עד ד', סדרות ו' עד ט' וסדרה 1) שהנפיקה סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס" או "החברה") מ-Baa1 ל-Caa3 והותרת הדירוג ברשימת מעקב עם השלכות שליליות.

הורדת דירוג אגרות החוב נובעת מהתקשרות החברה בעסקה עליה דיווחה ביום 5.6.2012, שתמציתה שילוב של מכירת השליטה בסקיילקס לקבוצת האצ"סון, מכירת פעילות סמסונג שבבעלות סקיילקס לחברה האם סאני אלקטרוניקה בע"מ ("סאני") וזאת תוך כדי דחיית מועד פירעון הלוואת האצ"סון בשלוש שנים והצעת רכש של לפחות 50% מאגרות החוב של סקיילקס לפי מחיר ממוצע של 69% ביחס לפארי ("עסקת האצ"סון").

הדירוג הנוכחי מגלם את הערכתנו כי הצעת הרכש הכרוכה בעסקת האצ"סון הינה מסוג Distressed Exchange Offer ומהווה בהתאם למתודולוגיה של מידרוג כשל פירעון (Default). אנו מאפיינים את הצעת הרכש כ-Distressed Exchange נוכח עמידתה בקריטריונים הבאים: יש בה משום גרימת הפסד כלכלי למחזיקי אגרות החוב והיא מוצעת בניסיון בהן קיים חשש ליכולת פירעון החוב אלמלא בוצעה. ראשית, הצעת הרכש מגלמת הפסד ממוצע של כ-15% למחזיקי אגרות החוב (בהנחת רכישה של מחצית מאגרות החוב במחזור). שנית, להערכתנו חלה עלייה משמעותית בסיכון האשראי של החברה נוכח היחלשות תוצאותיה העסקיות של פרטנר ואי-הוודאות הגבוהה השוררת בשוק הסלולר המקומי. להערכתנו, פוטנציאל הדיבידנדים מפרטנר בטווח הזמן הקצר והבינוני הופחת משמעותית נוכח החרפת תנאי התחרות בענף הסלולר הפוגעת בהכנסות וברווח הנקי של פרטנר. הירידה החדה בשווי השוק של פרטנר בחודשים האחרונים ועליית המינוף בסקיילקס כתוצאה מכך הרעה את הגמישות הפיננסית של החברה. בקופת החברה קיימות אמונים יתרות מזומנים בהיקף משמעותי וכן היא מחזיקה בתזרימים שוטפים הנובעים מפעילות סמסונג. ואולם, להערכתנו, יכולתה של סקיילקס לשמר את רמת הנזילות הקיימת ללא מכירת נכסים נחלשה במידה משמעותית. זאת ועוד, מצבה הפיננסי החלש של החברה האם סאני אלקטרוניקה בע"מ ("סאני" - B3 רשימת מעקב) הוביל לכך כי סאני עומדת בפני סיכון של העמדת התחייבויותיה לפירעון מיידי ולהחלפת השליטה בחברה. מצב זה הוביל לסיכון של העמדת הלוואת האצ"סון (הלוואת המוכר) בסך של כ-300 מיליון דולר לפירעון מיידי. לאור האמור לעיל, הערכתנו היא כי מצבה הפיננסי החלש של סקיילקס היווה זרז לעסקת האצ"סון ולהצעת הרכש הכרוכה בה. הותרת הדירוג ברשימת מעקב עם השלכות שליליות נובעת מאי הוודאות לגבי היקף ההפסד הצפוי שייגרז מהצעת הרכש.

להלן פירוט הסדרות המדורגות במחזור:

יטרת שנות פירעון הקרן	יטרת בספרים 31.3.2012 במיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית נקובה	מועד הנפקה	מס סדרה	סדרה
2012-2014	261	שקלי	7.0%	6/2009	1115187	א'
2012-2013	213	שקלי	משתנה*	6/2009	1115203	ב'
2012-2013	409	מדד	4.9%	6/2009	1115211	ג'
2012-2015	281	מדד	5.1%	10/2009	1115674	ד'
2012-2020	67	מדד	4.25%	10/2010	1120815	ו'
2015-2018	167	שקלי	7.7%	4/2011	1123447	ז'
2015-2018	113	מדד	4.5%	4/2011	1123454	ח'
2015-2018	111	שקלי	משתנה**	4/2011	1123642	ט'
2024	178	שקלי	4.0%	6/2009	1115195	ו (המרה)

* מרווח 3% מעל אג"ח ממשלתי "817" ** מרווח 2.6% מעל אג"ח "ממשל משתנה 05020"

אודות החברה

סקיילקס הינה חברת אחזקות ציבורית שמניויה 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. ברבעון הרביעי של 2009 השלימה סקיילקס את רכישת השליטה בפרטנר. בעלת השליטה בסקיילקס היא סאני אלקטרוניקה בע"מ המחזיקה בכ-78.71% מהון המניות של סקיילקס. תחום פעילות עיקרי נוסף של סקיילקס כולל ייבוא ומכירה של מכשירי קצה מתוצרת "סמסונג" למפעילות סלולאריות בישראל. בעל השליטה בסאני הינו מר אילן בן-דב, המחזיק באמצעות חברות פרטיות בשליטתו החזקה אפקטיבית של כ- 78.94% מהון המניות של סאני.

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, מאי 2012](#)

תאריך הדוח: 6.6.2012

	מונחים פיננסיים עיקריים
	הוצאות ריבית
	Interest
	הוצאות ריבית תזרימיות
	Cash Interest
	רווח תפעולי
	EBIT
	רווח תפעולי לפני הפחתות
	EBITA
	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
	EBITDA
	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה
	EBITDAR
	נכסים
	Assets
	חוב פיננסי
	Debt
	חוב פיננסי נטו
	Net Debt
	בסיס ההון
	Capitalization (CAP)
	השקעות הוניות
	Capital Expenditures (Capex)
	מקורות מפעילות *
	Funds From Operation (FFO)
	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *
	Cash Flow from Operation (CFO)
	תזרים מזומנים פנוי*
	Retained Cash Flow (RCF)
	תזרים מזומנים חופשי *
	Free Cash Flow (FCF)
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	
סך נכסי החברה במאזן.	
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	

* 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 המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדרגות 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 קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 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 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.