

פרטנר תקשורת בע"מ

27 ביולי, 2017

אנליסטית אשראי ראשית:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

גיל אברהמי, 972-3-7539719 gil.avrahami@spglobal.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

תרחיש הבסיס

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

פרטנר תקשורת בע"מ

ilA+/Stable

אשרור דירוג המנפיק

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עסקי	פרופיל פיננסי
- חשיפה מתמשכת לשינויים החלים בשוק התקשורת וביניהם שינויי רגולציה ותחרות מוגברת. - שמירה על מעמד מוביל בשוק הסלולר. - רווחיות תפעולית במגמת ירידה מתמשכת. - הגדלת תמהיל הפעילות במגוון תחומי התקשורת.	- פרופיל פיננסי איתן לאורך זמן ורמות מינוף נמוכות. - ירידה בתזרים המזומנים החופשי (לאחר השקעות ודיבידנד). - נזילות "הולמת" כהגדרתנו.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי פרטנר תשמור על מדיניות פיננסית התומכת ברמת המינוף וביחסי כסוי החוב ההולמים את הדירוג. אנו מעריכים כי החברה תשמור על רמת נזילות התואמת את הדירוג תוך יצירת תזרימי מזומנים מספקים אך בהיקף נמוך ממה שהורגלנו עד כה. כמו כן, אנו מעריכים שפרטנר תשמור על איזון בין רמת הנזילות שלה לבין צרכי ההשקעה. אנו רואים יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3.0x-4.0x ויחס EBITDA להכנסות של 20%-30% כהולמים את רמת הדירוג הנוכחית.

התרחיש השלילי

פעולת דירוג שלילית תיתכן אם פרופיל הנזילות או הפרופיל העסקי של פרטנר ייחלש, בין היתר כתוצאה מהרעה משמעותית במדדים התפעוליים של החברה והתגברות התנודתיות בשוק התקשורת. כמו כן, נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול התדרדרות בביצועיה התפעוליים של החברה כך שרמת הרווחיות תרד אל מתחת ל-20%, והחברה לא תבצע פעולות אקטיביות להורדת המינוף כך שהיחס המתואם חוב ל-EBITDA יעלה על 4.0x.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית תיתכן אם פרטנר תשמור על מדיניות פיננסית שמרנית לאורך זמן תוך התייצבות השוק, שיפור במיצובה הפיננסי ועלייה ברווחיות התפעולית. כמו כן, נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג לאורך זמן יחס מתואם חוב ל-EBITDA שאינו עולה על 3.0x ויחס EBITDA להכנסות העולה על 30%.

תרחיש הבסיס

יחסים עיקריים*			הנחות עיקריות	
2018E	2017E	2016A	- המשך שחיקה בהכנסות, בעיקר בהכנסות משירותים סלולריים, המתקזז חלקית מול הכנסות ראשונות מפעילות הטלוויזיה. - שחיקה ברווחיות התפעולית לכ-20% כתוצאה מגידול בהוצאות פעילות הטלוויזיה שהתקזז חלקית מול קיטון מסוים בהוצאות בעקבות הסכם שיתוף הרשתות. - השקעות הוניות גבוהות יותר בשנים 2017-2018 בהשוואה ל-2016. - המשך שחיקה מתונה ב-ARPU (הכנסה ממוצעת למשתמש)	
20%-22%	20%-22%	21%		שיעור EBITDA
33%-27%	31%-25%	23%		חוב / **FFO
3.1X-2.5X	3.2X-2.8X	3.4X		חוב/EBITDA
* A-בפועל. E-צפוי.				
funds from operations -FFO**				

הפרופיל העסקי

שחיקה ברווחיות התפעולית בשל תחרות אינטנסיבית וכניסה לתחום הטלוויזיה; שמירה על מעמד תחרותי בשוק

הפרופיל העסקי של החברה נתמך על ידי הגורמים הבאים:

- היכרות טובה של החברה עם שוק התקשורת.
- מעמד מוביל בשוק לאורך שנים.
- תמהיל פעילות מגוון.

מאידך, הפרופיל העסקי מוגבל, לדעתנו, על ידי הגורמים הבאים:

- חשיפה למאפייני שוק התקשורת הכוללים רגולציה מוגברת, תחרות אינטנסיבית ברוב תחומי הפעילות ואי יציבות מתמשכת.
- שחיקה מתמשכת ברווחיות התפעולית של החברה, אשר צפויה לגדול במידת מה עם הערכתנו לגידול בהוצאות תוכן בשנים הראשונות של פעילות החברה בתחום הטלוויזיה.
- שחיקה מתמשכת ב-ARPU (הכנסה ממוצעת למשתמש) ושיעורי נטישה גבוהים אך במגמת ירידה.

הפרופיל הפיננסי

יחסי כיסוי טובים; ירידה מתמשכת בחוב הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מבוסס, לדעתנו, על גורמי התמיכה הבאים:

- ירידה מתמשכת בחוב הפיננסי.
- יחסי כיסוי ומינוף טובים ביחס לקבוצת השוואה.
- נזילות "הולמת" לנוכח יתרת המזומנים בקופה והיקף ייצור תזרימי המזומנים.
- נגישות טובה למקורות אשראי (לראיה, החברה ביצעה בהצלחה לאחרונה הנפקת חוב והנפקת הון).

גורמי תמיכה אלו מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי הגורמים הבאים:

- קיטון בייצור תזרימי מזומנים חופשיים.

- קיטון מתמשך בבסיס ה-EBITDA כתוצאה מהמשך תחרות המחירים בשוק וכניסת החברה לתחום פעילות חדש (טלוויזיה) אשר צפוי להשפיע לשלילה על בסיס ה-EBITDA של החברה לפחות בשנתיים הראשונות לנוכח השקעות תוכן צפויות גבוהות.

אנו רואים את כניסת החברה לשוק הטלוויזיה כגורם חיובי לפעילותה בטווח הארוך אשר מרחיב את הפורטפוליו של החברה ואת בסיס הלקוחות שלה בשל האפשרות להציע חבילות טריפל וקוואד. יחד עם זאת, הכניסה לפעילות הטלוויזיה תצריך השקעות רבות, על ממירים, תשתית והוצאות שיווק ומכירה ועל תוכן. החברה אמנם ביצעה את מרבית עבודות התשתית כבר ב-2016, אך אנו מעריכים כי לחברה צפויות השקעות נוספות וכי ההשקעות בתוכן הן הכרחיות לפעילות בתחום הטלוויזיה, וכרוכות בעלויות גבוהות שהגמישות לצמצומן מוגבלת.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים גידול מתון בלקוחות חדשים בשל פעילות החברה בתחום הטלוויזיה ב-2017 ושיפור נוסף בשנים לאחר מכן. כמו כן, אנו מניחים השפעה שלילית של הכניסה לפעילות הטלוויזיה על ה-EBITDA של החברה לפחות בשנים 2018-2017.

Table 1.

Partner Communications Co. Ltd. – Financial Summary**Industry Sector: Diversified Telecom**

	--Fiscal year ended Dec. 31--				
(Mil. NIS)	2016	2015	2014	2013	2012
Revenues	3,544	4,111	4,400	4,519	5,572
EBITDA	751	994	1,276	1,268	1,740
Funds from operations (FFO)	569	744	998	989	1,320
Operating income	(27)	55	417	398	824
Cash flow from operations	1,073	1,002	1,059	1,590	1,764
Capital expenditures	196	359	432	482	500
Free operating cash flow	877	643	627	1,108	1,264
Discretionary cash flow	877	643	627	1,108	1,097
Debt	2,517	3,418	3,961	4,511	5,316
Equity	1,111	1,020	1,039	840	704
Debt and equity	3,628	4,438	5,000	5,351	6,020
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	(13.8)	(6.6)	(2.6)	(18.9)	(20.4)
EBITDA margin (%)	21.2	24.2	29.0	28.1	31.2
EBITDA interest coverage (x)	4.9	4.9	6.2	4.9	6.2
Debt/EBITDA (x)	3.4	3.4	3.1	3.6	3.1
FFO/debt (%)	22.6	21.8	25.2	21.9	24.8
Cash flow from operations/debt (%)	42.6	29.3	26.7	35.2	33.2
Free operating cash flow/debt (%)	34.8	18.8	15.8	24.6	23.8
Discretionary cash flow/debt (%)	34.8	18.8	15.8	24.6	20.6
Debt/debt and equity (%)	69.4	77.0	79.2	84.3	88.3

נזילות: הולמת

אנו מעריכים את נזילותה של חברת פרטנר בע"מ כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים ב-12 החודשים שהתחילו ביולי 2017 יעלה על 1.2x. הערכה זאת מתבססת בעיקר על יתרת המזומנים הקיימת, על יכולת ייצור מזומנים טובה ועל מדיניות נזילות פרואקטיבית. העובדה שלחברה נגישות טובה למקורות מימון מגוונים בשוק ההון המקומי (לראיה, הנפקת ההון והנפקת האג"ח האחרונות שביצעה החברה) תורמת להערכת הנזילות הכוללת של החברה.

לפי תרחיש הבסיס שלנו, המקורות והשימושים ברמת ודאות גבוהה של החברה, ל-12 החודשים שהתחילו ב-1 ביולי, 2017, הם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
- יתרת מזומן בהיקף של כ-0.8 מיליארד ₪ (לאחר הנפקת הון שבוצעה בסך של 0.2 מיליארד ₪). - הנפקת חוב (בוצע) בסך של כ-0.3 מיליארד ₪. - תזרים מפעילות שוטפת בסך של כ-0.7 מיליארד ₪.	- חלויות חוב של כ-0.7 מיליארד ₪. - השקעות שנתיות בנכסים (CAPEX) בסך של כ-0.3 מיליארד ₪.

יצוין כי לחברה מספר התניות בגין הלוואות. להבנתנו, החברה עומדת בהן עם מרווח מספק נכון ליום 30 במרץ, 2017.

התאמות לדירוג

פיזור ענפי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של פרטנר תקשורת בע"מ לשנת 2016 הן כדלהלן:

- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- היוון חוזי חכירה לטווח ארוך והוספתם לחוב המדווח; ותוספות ל-EBITDA ול-FFO (funds from operations) המביאות בחשבון את תשלומי השכירות השנתיים ואת מרכיבי הריבית והפחת הנגזרים מזרמי תשלומי השכירות העתידיים שהונו לחוב הפיננסי.
- התאמות פנסיה לחוב הפיננסי.
- התאמות לחוב הפיננסי בגין תביעות משפטיות.
- התאמות לחוב הפיננסי בגין ניכיון לקוחות בסך של 72 מיליון ₪.

Table 2.

Reconciliation Of Partner Communications Co. Ltd. Reported Amounts With S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. NIS)

--Fiscal year ended Dec. 31, 2016--

Partner Communications Co. Ltd. reported amounts						
	Debt	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	2,694.0	788.0	193.0	105.0	788.0	945.0
S&P Global Ratings adjustments						
Interest expense (reported)	--	--	--	--	(105.0)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	1.0	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	(27.0)	--
Trade receivables securitizations	72.0	--	--	5.9	(5.9)	93.0
Operating leases	495.7	180.0	42.5	42.5	137.5	137.5
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	29.3	--	--	1.2	(2.1)	2.9
Surplus cash	(876.0)	--	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	45.0	--	--	45.0	--
Asset retirement obligations	26.3	--	--	--	(0.3)	0.8
Non-operating income (expense)	--	--	4.0	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(106.0)
Debt - Litigation	76.0	--	--	--	--	--
EBITDA - Other income/(expense)	--	(217.0)	(217.0)	--	(217.0)	--
EBITDA - Other	--	(45.0)	(45.0)	--	(45.0)	--
Total adjustments	(176.8)	(37.0)	(215.5)	49.6	(218.8)	128.1
S&P Global Ratings adjusted amounts						
	Debt	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	2,517.2	751.0	(22.5)	154.6	569.2	1,073.1

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות טלקומוניקציה](#), 22 ביוני, 2014
- [סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P](#), מעלות, 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [ארכיון מתודולוגיה: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 1 ביוני, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר](#), 7 באפריל, 2017
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 26 ביוני, 2017
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016

פרטים כלליים (נכון ל-27 ביולי, 2017)

חברת פרטנר תקשורת בע"מ

דירוג(י) המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך

ilA+/Stable

דירוג(י) הנפקה

חוב בכיר בלתי מובטח

סדרה ג',ד',ה',ו

ilA+

היסטוריית דירוג המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך

יולי 28, 2015

יוני 20, 2013

דצמבר 06, 2012

ספטמבר 10, 2012

אוקטובר 19, 2010

אוקטובר 05, 2009

ספטמבר 17, 2009

יולי 14, 2009

מרץ 24, 2009

אוקטובר 28, 2008

ספטמבר 25, 2007

מרץ 20, 2007

יולי 28, 2004

פברואר 16, 2004

אוגוסט 01, 2003

ilA+/Stable

ilAA-/Stable

ilAA-/Negative

ilAA-/Watch Neg

ilAA-/Negative

ilAA-/Stable

ilAA-

ilAA-/Watch Dev

ilAA-/Watch Pos

ilAA-/Stable

ilAA-/Positive

ilAA-/Stable

ilAA-

ilA+

ilA

פרטים נוספים

זמן בו התרחש האירוע

זמן בו נודע לראשונה על האירוע

יזם הדירוג

16:52 27/07/2017

16:52 27/07/2017

החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג. S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו, S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחדיו, S&P") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס S&P.AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.