

## חברת פרטנר תקשורת בע"מ

אנליסט אשראי ראשי:

Osnat Jaeger, London, 00-44-207-176-7066; osnat\_jaeger@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

Patrice Cochelin, Paris, 00-33-1-4420-7325, patrice\_cochelin@standardandpoors.com

### תוכן עניינים

חוזקות וחולשות

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית דירוג

נתונים פיננסיים התאמות והשוואות

Standard & Poor's Maalot

רחוב אבא הלל סילבר 12

רמת גן, 52506

טל: 03-7539700

פקס: 03-7539710

[www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il)

# חברת פרטנר תקשורת בע"מ

דירוג המנפיק
iIAA-/Negative

## חוזקות וחולשות

### חוזקות:

- מעמדה התחרותי הגבוה של פרטנר בשוק התקשורת הסלולארית בישראל.
- מינוף עצמאי נמוך ויכולת ייצור תזרימי מזומנים מהותיים.
- רווחיות גבוהה ופוטנציאל להתייעלות תפעולית.
- פוטנציאל לצמיחה מאינטרנט סלולארי ומהתחום הקווי.

### חולשות:

- חשיפה למבנה בעלות מורכב וממונף.
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית.
- צפי להתגברות התחרות בענף.
- לחצים רגולטוריים עזים.

## שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג חברת התקשורת הישראלית, חברת פרטנר תקשורת בע"מ, נתמך ע"י מעמדה התחרותי הגבוה של פרטנר כאחת משלוש חברות התקשורת הסלולארית המובילות בישראל, כמשתקף בנתח שוק גבוה ויציב של כ- 32% במהלך השנים האחרונות ו- ARPU (average revenue per user) גבוה בהשוואה למתחרות; מינוף עצמאי נמוך ויכולת ייצור תזרימי מזומנים שוטפים מהותיים; רווחיות גבוהה כמו גם הערכתנו לקיומו של מרווח לשיפור מבנה ההוצאות התפעולי; ופוטנציאל לצמיחה בהכנסות מערך מוסף וכן גידול בנתח השוק בתקשורת קווית באמצעות '012 Smile' (סמייל). גורמים חיוביים אלה ממותנים ע"י: חשיפתה של פרטנר למבנה בעלות ממונף, הכולל שתי חברות החזקה, המסתמכות על פעילותה של פרטנר לצורך שירות החוב שלהן; מדיניות אגרסיבית לתגמול בעלי מניות, המשתקפת במדיניות דיבידנד מינימאלית של 80% מהרווח הנקי וגמישות מוגבלת, להערכתנו, להקטנה משמעותית בהיקף הדיבידנדים; סיכונים הנובעים מהצפי להתגברות התחרות בענף, בדגש על שוק התקשורת הסלולארית, אשר להערכתנו ישפיעו במידה מהותית על ביצועיה התפעוליים של פרטנר; והתערבות רגולטורית פעילה בשוק התקשורת הישראלי.

רווחיותה של פרטנר במהלך המחצית הראשונה של 2011 שיקפה מגמת ירידה, עם שיעור EBITDA להכנסות מתואם של כ- 34%, כתוצאה משילוב של מרווחים נמוכים יותר בסמייל (בהשוואה לפעילותה של פרטנר), היקף גבוה מאד של הכנסות ממכירת ציוד קצה (המאופיינות ברווחיות נמוכה ביחס להכנסות משירותים) והכנסות קוליות נמוכות יותר. בהתבסס על נסיונינו משווקים אחרים אנו מצפים שהשילוב של הירידה בדמי הקישוריות והכניסה של מתחרות חדשות החל מהמחצית השנייה של 2011 יוביל לגידול בלחץ על מחירי ההכנסות הקוליות.

בהינתן הצפי לצמיחה מתונה מאד בלקוחות בשוק וציפיותינו ללחץ ניכר על המחירים החל מ-2012, אנו מעריכים כי המיקוד של פרטנר בטווח הבינוני יהיה על שיפור מבנה ההוצאות שלה והגדלת נתח השוק שלה בתחום הקווי באמצעות VOB (voice over broadband). אנו מעריכים כי על אף שקיים מרווח להתייעלות תפעולית בפרטנר (בהינתן הוצאות תפעוליות גבוהות ביחס למתחרות), קיצוץ מהותי בהוצאות בתפעוליות (למעט דמי קישוריות) עשוי להיות מאתגר, מכיוון שאנו מצפים לגידול בהוצאות שימור לקוחות והוצאות גבוהות יותר על פרסום כתוצאה מהתגברות התחרות על בסיס הלקוחות הקיים. אנו מעריכים כי השילוב של לחץ על תוצאות השורה העליונה ומרווח מוגבל לקיצוץ בהוצאות התפעוליות יוביל ל- EBITDA להכנסות בטווח של 33%-35% תחת תסריט הבסיס שלנו.

תסריט הבסיס שלנו מוביל לירידה של כ- 2% ב- EBITDA המתואם ל- 2011 בהשוואה ל- 2010 (כולל התאמה לשנה מלאה של תוצאות סמייל), ולירידה פוטנציאלית נוספת של כ- 9% במהלך 2012. תסריט הבסיס שלנו ל- 2012 מניח כי נתח השוק של פרטנר ירד לכיוון 30% וכי הוצאות שימור לקוחות (אשר ישתקפו בין היתר בירידה ברווחיות ממכירת ציוד קצה) יעלו מהותית. באותו זמן, אנו מניחים גידול בהכנסות משירותי ערך מוסף, אשר יונע, בין היתר, מגידול משמעותי במכירת Smartphone במהלך 2011. השילוב של גידול בהיקפי החוב בשנתיים האחרונות ואתגרים תפעוליים עלול להוביל, להערכתנו, למינוף שאינו תואם לדירוג הנוכחי, תוך שאנו לוקחים בחשבון את מבנה הבעלות הממונף.

אנו מעריכים כי הסיכונים בשוק הסלולרי הישראלי גדלו בתקופה האחרונה, אם כי רק במידה מתונה עבור שלושת המפעילות העיקריות בענף. זאת בעיקר בשל: היותו שוק רווי עם היקף חדירה של 125%, דבר המקשה על מפעילות חדשות לרכוש נתח שוק; שיעור נטישה נמוך ביחס לשווקים אירופיים; והעובדה כי מדובר בשוק שרובו post-paid. בעת הנוכחית אנחנו מניחים שנתחי השוק של המתחרות החדשות יעלו בהדרגה ויותר נמוכים יחסית למפעילות הוותיקות. זאת בשל מצבו הרווי של השוק והערכתנו אודות יכולתן של המפעילות הוותיקות לשמר את מרבית בסיס הלקוחות שלהן. יחד עם זאת, במידה ונראה את השוק מתפתח לשוק של 5 שחקניות אנו עשויים להעריך מחדש את הסיכון הענפי עבור כל מפעילות הסלולר המדורגות.

פרופיל הסיכון הפיננסי של פרטנר נתמך ע"י יכולת ייצור תזרימי מזומנים חזקה ומינוף עצמאי נמוך יחסית, אם כי במגמת עלייה.

אנו מצפים כי ה- CAPEX בשנת 2011 יהיה גבוה מ- 2010 בשל השקעות הכרוכות בהכנת רשת הסלולר ל- LTE ואיחוד פעילויות סמייל. כמו כן, אנו מצפים לגידול עיתי בצרכי ההון החוזר עקב גידול במכירת מכשירי ציוד קצה, דבר אשר יוביל לתזרימי מזומנים חופשיים (FOCF: free operating cash flow) של כ- 700-800 מיליון ש"ח.

יחס החוב המתואם ל- EBITDA ל- 12 החודשים המסתיימים ב- 30 ביוני 2011 עלה לכ- 2.5x, ואנו מעריכים כי הוא יעלה לכ- 2.6x בתום 2011 (לאחר ירידה בצרכי ההון החוזר אך גידול בדיבידנדים). כולל איחוד נתוני חברות ההחזקה, סקייילקס קורפוריישן (ilA-/Stable) וסאני, עמד היחס על כ- 3.0x.

## נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של פרטנר כמספקת בהתאם למתודולוגיה שלנו. אנו מעריכים שהיחס בין מקורות לצרכי נזילות ל-12 החודשים הקרובים עומד על מעל ל-1.2x, ומשאיר מרווח מהותי לתוצאות נמוכות מהצפוי. זאת גם מכיוון שתשלומי הדיבידנדים יותאמו כלפי מטה במידה ותהיה פגיעה בתוצאות (בהתאמה לרווח הנקי).

תחת תסריט הבסיס שלנו אנחנו חוזים את מקורות הנזילות הבאים נכון ל-31 בדצמבר 2010:

- יתרות מזומן במאזן של 321 מליון ש"ח.
  - הרחבת אג"ח שבוצעה לאחרונה בהיקף של כ-680 מליון ש"ח והלוואות בנקאיות חדשות של 400 מליון ש"ח.
  - קווי אשראי חתומים פנויים בהיקף של כ-700 מליון ש"ח.
  - FFO (funds from operations) של מעט מעל ל-1.8 מיליארד ש"ח ב-2011 וכמעט 1.7 מיליארד ש"ח ב-2012.
- אנחנו חוזים את השימושים הבאים נכון ל-31 בדצמבר 2010:
- פירעונות חוב של כ-575 מליון ש"ח ב-2011 וכ-380 מליון ש"ח ב-2012.
  - צרכי הון חוזר של כ-700 מליון ש"ח במהלך השנים 2011-2012.
  - CAPEX שנתי של מעט מתחת ל-550 מליון ש"ח.
  - תשלומי מזומן של 650 מליון ש"ח עבור רכישת סמייל.
  - תשלומי דיבידנד כוללים של כ-1.6 מיליארד ש"ח בשנים 2011-2012.

כמו כן אנחנו מעריכים את מעמדה של פרטנר בשוק האשראי המקומי ויחסיה עם הבנקים כטובים, דבר התורם להערכת הנזילות כמספקת.

אנו מצפים מפרטנר לשמור על נזילות מספקת לרבות מזומנים, קווי אשראי מחייבים ותזרימי מזומנים חופשיים מספיקים על מנת לכסות את צרכי החוב והדיבידנדים במהלך 12-18 החודשים הבאים. נזילות שאינה מספקת בהתאם למתודולוגייה שלנו עשויה להוביל ללחץ כלפי מטה על הדירוג.

## תחזית דירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את דעתנו כי הדירוג עשוי לרדת במהלך ה-18-24 חודשים הקרובים בשל המרווח המצומצם יחסית בדירוג הנוכחי וציפיותינו לעלייה במינוף בטווח הבינוני.

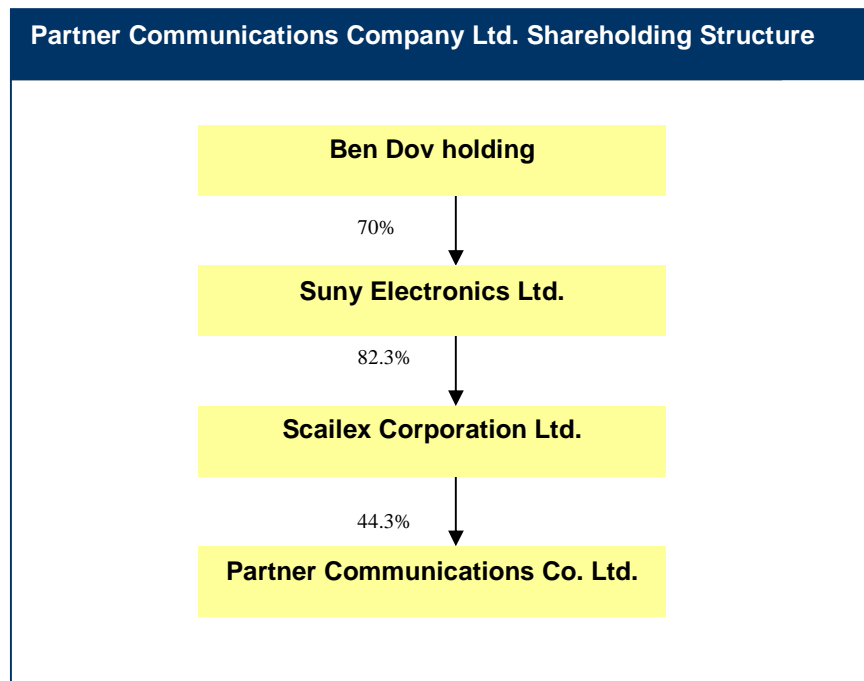
הורדת הדירוג אינה צפויה בטרם שנת 2012, וזאת בשל ציפיותנו כי מרבית הלחצים התפעוליים יחלו ב-2012.

הורדת הדירוג צפויה במידה וביצועים תפעוליים חלשים יובילו ליחס חוב מתואם ל-EBITDA עצמאי של כ-3.0x ו/או יחס הגבוה מ-3.5x כולל איחוד מלא של הבעלות. לחץ על הדירוג עשוי להתעורר גם במידה ונזילותה של החברה לא תוערך כמספקת בהתאם להגדרות המתודולוגיה שלנו.

הדירוג עשוי להתייבב, עם זאת, במידה ופרטנר תצליח להתמודד ביעילות עם הלחצים התפעוליים באמצעות שיפור מהותי במבנה ההוצאות שלה או באמצעות הורדת חוב ע"י קיצוץ מהותי בהיקף הדיבידנדים השוטפים – דבר אשר יוביל לשמירה בטווח הארוך על מינוף מתואם של 2.5x על בסיס עצמאי וכ- 3.0x כולל איחוד הבעלות.

## מתודולוגיית דירוג

החזקת השליטה בפרטנר (44.3%) נרכשה ע"י סקיילקס קורפוריישן באוקטובר 2009 באמצעות רכישה ממונפת (LBO).



שתי חברות ההחזקה (סקיילקס וסאני) נסמכות בעיקר על דיבידנדים מפרטנר על מנת לשרת את צרכי החוב המהותיים שלהן. על כן, אנו מעריכים שפרופיל הסיכון הפיננסי של פרטנר מושפע לשלילה מגמישות נמוכה לחתוך באופן מהותי ועקבי בתשלומי דיבידנדים, דבר המוביל לתזרים נקי (לאחר דיבידנדים) מינימאלי. בשל כך אנחנו מצפים כי פרטנר תשמור על מזומן ומקורות נזילות מספקים 18 חודשים קדימה, תוך התחשבות בצפי לתזרימי מזומנים נמוכים לאחר דיבידנדים.

כחלק מבחינת איכות האשראי של פרטנר אנו מנתחים את המדדים הפיננסיים המלאים של הקבוצה ע"י הכללת החוב והתזרים של סאני וסקיילקס, ובכך משקפים במידת מה את עומס החוב של הבעלות על פרטנר. אנו מצפים עפ"י בחינה זאת שהיחסים המתואמים ברמת הקבוצה יגיעו לכ- 3.3x עד תום 2012 וכי החוב המתואם ל- FFO יהיה בטווח של 20%-25%.

## נתונים פיננסיים, התאמות והשוואות

אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים של פרטנר בחישוב היחסים הפיננסיים. ההתאמות העיקריות שאנו מבצעים נכון ל- 31 לדצמבר 2010 כוללות:

- התאמה לחוב בגין התחייבויות חכירה תפעולית של כ- 1.1 מיליארד ש"ח.
- התאמה לחוב בגין פקטורינג של לקוחות בהיקף של 145 מליון ש"ח.
- התאמה לחוב בגין הפרשה לפירוק וסילוק אתרים של 17 מליון ש"ח.
- קיזוז מהחוב של המזומנים במאזן, אשר אנו מחשיבים אותם כעודפי מזומנים.
- נטרול הכנסות אחרות של 64 מליון ש"ח מה- EBITDA.

Table 1

Partner Communications Co. Ltd. -- Peer Comparison				
Industry Sector: Wireless Communications				
	Partner Communications Co. Ltd.	Cellcom Israel Ltd.	Bezeq - Israel Telecommunication Corp. Ltd.	Polkomtel S.A.
Rating as of Sep. 21, 2011	ilAA-/Negative/--	ilAA-/Negative/--	ilAA+/Negative/--	BB+/Watch Neg/B
	--Fiscal year ended Dec. 31, 2010--			
<b>(Mil. NIS)</b>				
Revenues	6,674.0	6,728.0	11,987.0	9,202.7
EBITDA	2,568.9	2,762.0	5,003.5	3,577.8
Operating income	1,876.9	2,037.0	3,559.5	1,881.7
Interest Expense	257.0	379.0	421.5	261.7
Net income from cont. oper.	1,243.0	1,291.0	2,443.0	1,342.0
Funds from operations (FFO)	2,136.1	2,160.5	4,138.5	3,246.2
Cash flow from operations	1,983.1	2,346.5	3,614.5	3,284.9
Capital expenditures	678.5	1,199.4	1,797.3	1,196.6
Free operating cash flow	1,304.6	1,147.1	1,817.2	2,088.3
Discretionary cash flow	95.6	(171.9)	(1,915.8)	1,358.4
Cash and short-term investments	0.0	84.0	372.0	35.0
Debt	4,739.8	4,558.8	6,851.6	3,818.0
Equity	626.0	341.0	5,370.0	4,459.1
<b>Adjusted ratios</b>				
Annual revenue growth (%)	9.8	3.8	4.1	(1.3)
EBITDA margin (%)	38.5	41.1	41.7	38.8
EBITDA interest coverage (x)	10.0	7.3	11.9	14.0
Return on capital (%)	35.2	44.7	31.5	22.2
FFO/debt (%)	45.1	47.4	60.4	84.8
Cash flow from operations/debt (%)	41.8	51.5	52.8	85.8
Free operating cash flow/debt (%)	27.5	25.2	26.5	51.5
Discretionary cash flow/debt (%)	2.0	(3.8)	(28.0)	32.4
Discretionary cash flow/EBITDA (%)	3.7	(6.2)	(38.3)	34.6
Debt/EBITDA (x)	1.8	1.7	1.4	1.1
Total debt/debt plus equity (%)	88.3	93.0	56.1	46.1

**Table 2**

Partner Communications Co. Ltd. -- Financial Summary  
 Industry Sector: Wireless Communications

	--Fiscal year ended Dec. 31--				
	2010	2009	2008	2007	2006
<b>(Mil. NIS)</b>					
Revenues	6,674.0	6,079.0	6,302.0	6,113.6	5,606.7
EBITDA	2,568.9	2,290.9	2,287.1	2,068.7	1,903.9
Operating income	1,876.9	1,691.9	1,815.1	1,451.6	1,262.0
Interest Expense	257.0	257.3	283.8	179.4	181.3
Net income from continuing operations	1,243.0	1,141.0	1,198.0	939.8	681.3
Funds from operations (FFO)	2,136.1	1,974.2	1,818.2	1,768.7	1,559.3
Cash flow from operations	1,983.1	1,820.2	1,684.7	1,582.6	1,338.3
Capital expenditures	678.5	1,032.0	776.7	760.0	481.7
Free operating cash flow	1,304.6	788.2	908.0	822.6	856.6
Dividends paid	1,209.0	986.0	930.0	624.0	352.4
Discretionary cash flow	95.6	(197.8)	(22.0)	198.6	504.2
Cash and short-term investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Debt	4,739.8	3,360.1	3,275.6	2,827.6	3,014.4
Preferred stock	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity	626.0	1,962.0	1,732.0	1,621.4	1,254.5
<b>Adjusted ratios</b>					
Annual revenue growth (%)	9.8	(3.5)	3.1	9.0	9.4
EBITDA margin (%)	38.5	37.7	36.3	33.8	34.0
EBITDA interest coverage (x)	10.0	8.9	8.1	11.5	10.5
EBIT interest coverage (x)	7.3	6.6	6.4	8.1	6.8
Return on capital (%)	35.2	32.8	38.5	33.4	28.9
FFO/debt (%)	45.1	58.8	55.5	62.6	51.7
Cash flow from operations/debt (%)	41.8	54.2	51.4	56.0	44.4
Free operating cash flow/debt (%)	27.5	23.5	27.7	29.1	28.4
Discretionary cash flow/debt (%)	2.0	(5.9)	(0.7)	7.0	16.7
Discretionary cash flow/EBITDA (%)	3.7	(8.6)	(1.0)	9.6	26.5
Debt/EBITDA (x)	1.8	1.5	1.4	1.4	1.6
Debt/debt and equity (%)	88.3	63.1	65.4	63.6	70.6

**Table 3**

**Reconciliation Of Partner Communications Co. Ltd. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. NIS)**  
**Fiscal year ended Dec. 31, 2010**

<b>Partner Communications Co. Ltd. reported amounts</b>					
	<b>Debt</b>	<b>EBITDA</b>	<b>Interest expense</b>	<b>Cash flow from operations</b>	<b>Cash flow from operations</b>
Reported	3,716.0	2,545.0	182.0	1,958.0	1,958.0
<b>Standard &amp; Poor's adjustments</b>					
Trade receivables sold or securitized	145.0	--	9.1	(21.0)	--
Operating leases	1,105.5	64.9	64.9	165.1	165.1
Postretirement benefit obligations	37.0	--	1.0	(6.0)	(6.0)
Surplus cash and near cash investments	(321.0)	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	23.0	--	--	--
Asset retirement obligations	17.3	--	--	--	--
Reclassification of nonoperating income (expenses)	--	--	--	--	--
Reclassification of interest, dividend, and tax cash flows	--	--	--	(113.0)	(113.0)
Reclassification of working-capital cash flow changes	--	--	--	--	186.0
Debt - Accrued interest not included in reported debt	18.0	--	--	--	--
Debt - Litigation	22.0	--	--	--	--
EBITDA - Other	--	(64.0)	--	--	--
D&A - Impairment charges/(reversals)	--	--	--	--	--
Working capital - Other	--	--	--	54.0	--
FFO - Other	--	--	--	(54.0)	(54.0)
Total adjustments	1,023.8	23.9	75.0	25.1	178.1
<b>Standard &amp; Poor's adjusted amounts</b>					
	<b>Debt</b>	<b>EBITDA</b>	<b>Interest expense</b>	<b>Cash flow from operations</b>	<b>Funds from operations</b>
Adjusted	4,739.8	2,568.9	257.0	1,983.1	2,136.1



**Ratings Details (As Of September 22, 2011)****Issuer Credit Rating (Partner Communications Co. Ltd.)****ilAA-/Negative****Issue Ratings:**

Series A	ilAA-
Series B	ilAA-
Series C	ilAA-
Series D	ilAA-
Series E	ilAA-

**Ratings History**

19-October-2010	ilAA-/Negative
5-October-2009	ilAA-/Stable
17-September-2009	ilAA-/Watch Neg

**Debt Maturities (Mil. NIS)**

As Of Dec. 31, 2010:

2011:	575
2012:	383
2013:	495
2014:	195
Thereafter:	2,068

**Primary Credit Analyst:**

Osnat Jaeger, London, 00-44-207-176-7066; osnat\_jaeger@standardandpoors.com

**Secondary Credit Analyst:**

Patrice Cochelin, Paris, 00-33-1-4420-7325, patrice\_cochelin@standardandpoors.com

דירוגי S&P Maalot מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל S&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות ל S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.