

חברת פרטנר תקשורת בע"מ

5 באוגוסט, 2019

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'A+' ועדכון תחזית הדירוג לשלילית
בשל שחיקה בביצועים התפעוליים

אנליסט אשראי ראשי:

תום דר, 972-3-7539722 tom.dar@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

3	תמצית פעולת הדירוג
3	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
4	תחזית הדירוג
4	התרחיש השלילי
5	התרחיש החיובי
5	תיאור החברה
5	תרחיש הבסיס
5	נזילות
6	התניות פיננסיות
6	סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי
6	ניתוח שיקום חוב
6	שיקולים עיקריים
6	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
7	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
7	התאמות לדירוג

8.....מתודולוגיה ומאמרים קשורים

9.....רשימת דירוגים

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' ועדכון תחזית הדירוג לשלילית בשל שחיקה בביצועים התפעוליים

תמצית פעולת הדירוג

- עקב הימשכות התחרות האינטנסיבית בשוק התקשורת, נמשכה ב-2018 ההיחלשות בביצועים התפעוליים של חברת פרטנר תקשורת בע"מ ("פרטנר"), אשר השתקפה בין היתר בירידה ב-EBITDA.
- לנוכח הערכתנו כי תימשך התחרות האינטנסיבית בשוק התקשורת כולו, אנו צופים כי בשנים 2019-2020 תחול שחיקה נוספת בביצועים התפעוליים של החברה, אשר תביא לרווחיות מתואמת (שיעור EBITDA) נמוכה מ-20%.
- אנו סבורים כי ההשקעות המסיביות של החברה בפרויקט הסיבים האופטיים יובילו לתזרים מזומנים חופשי נמוך עד שלילי וישחקו את יתרות המזומנים של החברה, אך צפויות לתמוך בפרופיל העסקי שלה בטווח הארוך.
- אנו מעריכים כי תחול עלייה במינוף של החברה בשנים 2019-2020, אך הוא ימשיך להיות נמוך בהשוואה למתחרות.
- ב-5 באוגוסט, 2019, אשררנו את הדירוג 'ilA+' של חברת פרטנר תקשורת בע"מ, ועדכנו את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה. כמו כן, אשררנו את דירוג סדרות האג"ח של החברה, 'ilA+'.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הצפי להמשך שחיקה בביצועים התפעוליים של החברה, שתבוא לידי ביטוי בירידה ברווחיות התפעולית, כתוצאה מתנאי השוק התחרותיים בכל התחומים בהם פועלת החברה. כמו כן, התחזית השלילית משקפת את הערכתנו כי ההשקעות המרובות שתבצע החברה בשנים הקרובות עלולות לשחוק את יתרות המזומנים של החברה ולהוביל לתזרים מזומנים חופשי נמוך עד שלילי ב-12 החודשים הקרובים.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

עדכון תחזית הדירוג של פרטנר לשלילית משקף את הערכתנו כי ההרעה בביצועים התפעוליים שחלה ב-2018 תימשך גם בשנים 2019-2020. ההרעה בביצועים התפעוליים נובעת בעיקרה מתחרות מחירים אינטנסיבית בתחום הסלולר ומחוסר יכולתה של החברה לפצות על כך באופן מלא בהכנסות משירותי הטלוויזיה והאינטרנט, המושפעים גם הם מתחרות אגרסיבית. כמו כן, החל משנת 2018 החברה האיצה את השקעותיה, בעיקר בתחום הסיבים האופטיים והטלוויזיה. להערכתנו, היקף ההשקעות של פרטנר יעמוד על 600-650 מיליון ₪ לשנה בשנתיים הקרובות (לעומת כ-400 מיליון ₪ ב-2017), מרביתן בתחום האינטרנט והטלוויזיה.

תחזית הדירוג השלילית משקפת את העובדה שתזרים המזומנים השוטף של החברה מיועד כולו למימון השקעות אלו, כך שיתרות המזומנים של החברה קטנות, ותזרים המזומנים החופשי עלול, להערכתנו, להיות נמוך עד שלילי בשנים הקרובות.

עם זאת, יש לציין שמרבית ההשקעות הן במנועי צמיחה כגון פרויקט הסיבים האופטיים ובהגדלת החדירה של שירות הטלוויזיה וניתן להקטין או לפרוס אותן לאורך זמן במידת הצורך. אנו סבורים כי האצת ההשקעות מהותית על מנת לשמר את מעמדה של פרטנר כאחת משלוש חברות התקשורת המובילות בישראל וצפויה לתמוך בפרופיל העסקי שלה בטווח הארוך.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים כי בשנת 2019 תימשך התחרות האינטנסיבית בתחום הסלולר, והיא צפויה להביא לירידה של 5%-10% בהכנסות של פרטנר מתחום זה. אנו סבורים שירידה זו תמותן במידה מסוימת על ידי הגידול בפעילות הקווית. אנו מעריכים כי הירידה בהכנסות תימשך גם ב-2020, אם כי במידה מעט מתונה יותר, עם המשך חדירת שירותי הטלוויזיה והאינטרנט. אנו מעריכים כי כתוצאה מכך, הרווחיות התפעולית של החברה תישחק בשנים 2019-2020 כמתבטא בשיעור EBITDA מתואם נמוך מ-20% לעומת 23% ב-2018.

החברה פועלת לאורך השנים להקטנת רמות המינוף. בחמש שנים האחרונות הקטינה החברה את החוב המתואם שלה בכ-60% ובשנת 2018 הקטינה את החוב המתואם בכ-4% לכ-1.7 מיליארד ₪. יחד עם זאת, כתוצאה מהערכתנו לגידול בחוב וקיטון ביתרות המזומנים כתוצאה מגידול בהשקעות בד בבד עם שחיקה ברווחיות התפעולית, אנו צופים בהסתברות גבוהה עלייה במינוף החברה בשנים 2020-2021 כך שיחס החוב ל-EBITDA מתואם יעלה ל-3.0x-3.5x לעומת פחות מ-3.0x בשנים 2017-2018.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הצפי להמשך שחיקה בביצועים התפעוליים של החברה, שתבוא לידי ביטוי ברווחיות התפעולית, כתוצאה מתנאי השוק התחרותיים בכל התחומים בהם פועלת החברה. כמו כן, התחזית השלילית משקפת את הערכתנו כי ההשקעות המרובות שתבצע החברה בשנים הקרובות עלולות לשחוק את יתרות המזומנים של החברה ולהוביל לתזרים מזומנים חופשי נמוך עד שלילי ב-12 החודשים הקרובים.

התרחיש השלילי

נוריד את הדירוג אם שיעור ה-EBITDA המתואם של החברה יהיה נמוך מהותית מ-20% ותחול הרעה מתמדת בתזרים המזומנים שלה. תרחיש זה עשוי להתממש כתוצאה מהמשך שחיקה בתוצאות תחום הסלולר והאצת השקעות, אשר לא יקוזזו דיים על ידי גידול במגזרי הפעילות האחרים של החברה. יחס מתואם חוב ל-EBITDA הגבוה מ-4.0x או היחלשות בפרופיל הנזילות יובילו אף הם להורדת הדירוג. כמו כן, נשקול להוריד את הדירוג אם תחול היחלשות בפרופיל העסקי, אשר עשויה לבוא לידי ביטוי בעלייה בשיעור הנטישה או בשחיקה מהותית ברווחיות, או אם נעריך שמעמדה התחרותי של פרטנר ביחס למתחרות נשחק.

התרחיש החיובי

נעדכן את תחזית הדירוג ליציבה אם נבחין בהתייבשות הביצועים התפעוליים של החברה כולל התייבשות הרווחיות התפעולית שלה מעל 20% באופן בר-קיימא. נעשה זאת גם אם החברה תבצע את ההשקעות המתוכננות תוך שמירה על תזרים מזומנים חופשי חיובי בר-קיימא מבלי לפגוע במיצועה העסקי וביתרונה התחרותי, תוך שמירה על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3x-4x ועל רמת נזילות הולמת לפחות.

תיאור החברה

חברת פרטנר תקשורת בע"מ היא אחת משלוש חברות התקשורת הגדולות בישראל. החברה פועלת בשני תחומים עיקריים: תקשורת סלולרית ותקשורת קווית. תחום התקשורת הסלולרית מהווה את חלק הארי מסך הכנסות החברה וכולל את כל השירותים המסופקים ברשת הסלולרית: זמן אוויר, נדידה, שירותי תוכן ומכירה והחכרה של ציוד הקשור לתחום זה. תחום התקשורת הקווית כולל אספקת שירותי אינטרנט, שירותי תקשורת ללקוחות עסקיים, שירותי הטלוויזיה פרטנר TV, תקשורת בינלאומית ופתרונות קצה לרשתות. תחום זה כולל בתוכו מכירות של נתבי תקשורת בינלאומיים וטלפונים.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- ירידה של 3%-5% בהכנסות ב-2019 כתוצאה מקיטון בהכנסות מתחום הסלולר.
- המשך שחיקה ב-EBITDA לנוכח התחרות בשוק בכל מגזרי הפעילות של החברה וצפי לגידול בהוצאות התוכן והשיווק.
- השקעות הוניות בהיקף של כ-600-650 מיליון ₪ ב-2019-2020.
- תזרים מזומנים חופשי נמוך עד שלילי.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 3x-4x בשנים 2019-2020.
- יחס FFO on (funds from operations) לחוב מתואם של 20%-30% בשנים 2019-2020.

נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של פרטנר כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2019 יעלה על 1.2x. הערכה זו מתבססת על יתרת המזומנים הקיימת, על יכולת ייצור המזומנים של החברה ועל מדיניות נזילות פרואקטיבית המתבטאת בהנפקות אג"ח נדחות ובאופציות לאג"ח. העובדה שלחברה נגישות טובה למקורות מימון מגוונים בשוק ההון המקומי תורמת להערכת הנזילות הכוללת של החברה, אף כי בעתות משבר כולל בשוק, אין ודאות כי נגישות זו תישמר. נדגיש כי הערכתנו מתבססת על ההנחה כי החברה לא תחלק דיבידנד בטווח הקצר-בינוני. יחד עם זאת, אף כי היחס בין

חברת פרטנר תקשורת בע"מ

מקורות החברה לשימושים גבוה, אנו צופים כי הוא עלול להישחק ככל שתכנית ההשקעות של החברה תוביל לשחיקה בתזרימי המזומנים ובהיעדר מדיניות נזילות מוצהרת לגבי שמירה על יתרות מזומנים. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2019, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-600 מיליון ₪;
 - תזרים מזומנים שוטף של כ-500-560 מיליון ₪;
 - הנפקת חוב של כ-275 מיליון ₪ בדצמבר 2019.
- ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:
- תשלום חלויות חוב של כ-160 מיליון ₪;
 - השקעות הוניות לשימור הקיים בהיקף של כ-200 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

ההתניות הפיננסיות של החברה כוללות שמירה על יחס חוב נטו ל-EBITDA הנמוך מ-5x. נכון למועד הדוח, החברה עומדת בהתניה זו עם מרווח הולם.

סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו רואים את הסיכון הסביבתי כניטרלי לדירוג. פעילות החברה כפופה למגוון חוקים ותקנות ממשלתיים שעניינם הצבת מגבלות על פריסת רשת הסלולר עקב פליטה בלתי מייננת.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את דירוג סדרות האג"ח הלא מובטחות של פרטנר (סדרות ד', ו', ז'), 'ilA+', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרות אלה הוא '3'.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת לטווח של 50%-70% על אף המוצג במפל התשלומים, בשל הערכתנו כי במסלול ההתדרדרות החברה תחליף חוב לא מובטח בחוב מובטח או בכיר.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- מיתון במשק יביא לירידה בצריכה, לעלייה בשיעור הנטישה ולהתגברות התחרות במרבית תחומי הפעילות, אשר יפעילו לחץ שלילי על תזרים המזומנים והנזילות של החברה, כך שלא תוכל לעמוד בתשלומי שירות החוב שלה.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, בשל היותה בין מובילות השוק בתחום התקשורת בישראל, ותעבור ארגון מחדש.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- EBITDA בנקודת היציאה מכשל הפירעון: כ-265 מיליון ₪
 - מכפיל EBITDA ענפי: 6.0x
 - שווי כעסק חי (ברוטו) לפי מכפיל EBITDA: כ-1,590 מיליון ₪
 - עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-1,510 מיליון ₪
 - סך חוב לא מובטח: כ-1,465 מיליון ₪
 - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
 - דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 3
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוצ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוצ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

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: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות טלקומוניקציה](#), 22 ביוני, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 31 באוקטובר, 2018
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-5 באוגוסט, 2019)

חברת פרטנר תקשורת בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	
ilA+\Negative	
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ד',ו,ז	
ilA+	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ilA+\Negative	אוגוסט 05, 2019
ilA+\Stable	יולי 28, 2015
ilAA-\Stable	יוני 20, 2013
ilAA-\Negative	דצמבר 06, 2012
ilAA-\Watch Neg	ספטמבר 10, 2012
ilAA-\Negative	אוקטובר 19, 2010
ilAA-\Stable	אוקטובר 05, 2009
ilAA-	ספטמבר 17, 2009
ilAA-\Watch Dev	יולי 14, 2009
ilAA-\Watch Pos	מרץ 24, 2009
ilAA-\Stable	אוקטובר 28, 2008
ilAA-\Positive	ספטמבר 25, 2007
ilAA-\Stable	מרץ 20, 2007
ilAA-	יולי 28, 2004
ilA+	פברואר 16, 2004
ilA	אוגוסט 01, 2003
פרטים נוספים	
16:46 05/08/2019	זמן בו התרחש האירוע
16:46 05/08/2019	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

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, ההערות, 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") צדדים (הקשורים) 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 AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האמינות 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.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

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 מהחתימים 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.