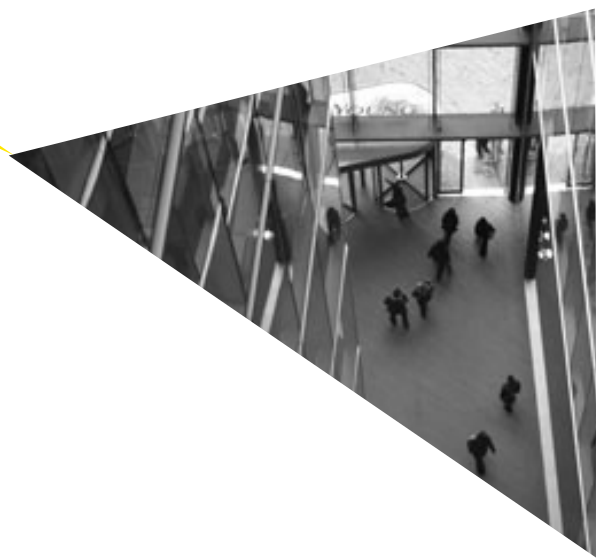


חברת פרטנר תקשורת בע"מ

**חוות דעת כלכלית בנושא בחינת כושר
פירעון ואיתנות פיננסית בקשר להפחתת
הון בחברה**

29 בדצמבר 2009



29 בדצמבר 2009

חוות דעת מומחה

- א. **שם המומחה** - ר"ח ירון הר צבי ת.ז. 024288086
ב. **מען מקום עבודתו** - ארנסט יאנג (ישראל) בע"מ
רח' עמינדב 3
תל-אביב

ג. **פרטי השכלתו וניסיונו**

ר"ח ירון הר צבי - הינו בוגר (B.A) בחשבונאות ומנהל עסקים במכללה למנהל לישראל. כמו כן הינו רואה חשבון מוסמך בישראל.

ירון הינו שותף בכיר וחבר באקזקיוטיבה בקוסט פורר גבאי את קסירר הנמנית עם הרשת הבינלאומית ארנסט אנד יאנג גלובל. הינו השותף המנהל של מחלקת ה- TAS (Transaction Advisory Leader), המחלקה הכלכלית של ארנסט אנד יאנג (ישראל) בע"מ, חבר בוועדה האזורית של מדינות אמריקה בתחום הייעוץ וכן חבר בוועדה הבינלאומית של ארנסט אנד יאנג בתחום הערכות השווי. עובד בארנסט אנד יאנג (ישראל) בע"מ מזה 12 שנים ובעל ניסיון של למעלה מ-15 שנים בתחום. במסגרת עבודתו מוביל פרויקטים מול חברות מהמובילות בארץ ובעולם, בתחומי פעילות וענפים שונים כגון: תקשורת, קמעונאות, טכנולוגיה, פיננסיים, נדל"ן ותעשייה. במהלך השנים, היה מעורב בייעוץ לביצוע עסקאות של מיזוגים ורכישות (M&A) ברחבי העולם, סיוע ללקוחות בביצוע בדיקות נאותות חשבונאיות וכלכליות, יעוץ וליווי תהליכי רה ארגון של עסקים, ביצוע הערכות שווי לצרכים עסקיים וחשבונאיים וליווי חברות ישראליות ובינלאומיות בהנפקות (IPO) בלונדון.

ד. **נושא חוות הדעת**

נתבקשנו על ידי חברת פרטנר תקשורת בע"מ (להלן: "פרטנר" או "החברה") לחוות את דעתנו המקצועית בנוגע להשלכותיה של הפחתת הון צפויה בסכום של כ-1.4 מיליארד ₪, שאיננה עומדת ב"מבחן הרווח" הקבוע בחוק החברות, תשנ"ט-1999 (חלוקה המכונה הפחתת הון) על איתנותה הפיננסית של החברה ועל כושר הפירעון שלה במובנו של סעיף 302 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 ("החוק"). דהיינו, האם קיים חשש סביר שהפחתת ההון הנ"ל תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בחביותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד פירעון ("מבחן כושר הפירעון").

אני נותן חוות דעת זו בהתאם להוראות סעיף 25 לפקודת הראיות (נוסח חדש), תשל"א - 1971, והנני מצהיר בזה כי ידוע לי היטב, שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר בשבועה, דין חוות דעת זו כדין עדות תחת אזהרה בבית המשפט.

ה. **בחוות דעתנו התייחסנו לנושאים הבאים:**

1. תאור החברה
2. תאור עסקת רכישת פרטנר על ידי סקוילקס והרקע לבקשה להפחתת ההון
3. ניתוח דוחות כספיים של החברה עובר למועד הפחתת ההון
4. ניתוח האיתנות הפיננסית של פרטנר בהשוואה לחברות בענף התקשורת
5. ניתוח השפעת הפחתת ההון על תזרימי המזומנים הצפויים של פרטנר ואיתנותה הפיננסית בעתיד, תוך ניתוח מפורט לגבי השנים 2010-2013
6. סיכום ומסקנות

1. עיקרי מסקנות חוות הדעת בתמצית הינם:

1. פרטנר הינה מפעילת התקשורת הסלולארית השנייה בגודלה מבין ארבע חברות הפועלות בענף הסלולר בישראל, בעלת מעל ל-3 מיליון מנויים נכון ליום 30 בספטמבר 2009 המהווים נתח שוק של כ-32%.
2. במהלך השנים, החברה הציגה יציבות פיננסית ואף צמיחה, כאשר הכנסות החברה עמדו על כ- 5.6 מיליארד ₪, 6.1 מיליארד ₪ ו-6.3 מיליארד ₪ בשנים 2006, 2007 ו-2008 בהתאמה, שיעור ה-EBITDA של החברה עמד על כ- 33% מההכנסות בשנים 2006 ו-2007 ועלה לכ-36% מהכנסות החברה בשנת 2008. הרווח הנקי של החברה עמד על כ-0.7 מיליארד ₪, 0.9 מיליארד ₪, ו-1.1 מיליארד ₪ בשנים 2006, 2007 ו-2008¹. בתשעת החודשים הראשונים של 2009, שמרה החברה על שיעורי רווחיות יציבים, לעומת התקופה המקבילה אשתקד.
3. בגין השנים 2006-2008 חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של 2.3 מיליארד ₪ (כוללת רכישה חוזרת של מניותיה בסך 0.35 מיליארד ₪). בשנת 2009 עד למועד חוות דעת זו הוכרז ו/או חולק דיבידנד בסך של כ-0.8 מיליארד ₪. החל משנת 2007 לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת של 80% מהרווח הנקי שלה.
4. ביום 28 באוקטובר 2009 בוצעה והושלמה רכישת כ- 51.22% מהון המניות המונפק והנפרע של פרטנר ע"י סקייילקס תמורת סך של 5.3 מיליארד ₪, המשקף שווי חברה של כ-10.3 מיליארד ₪.
5. בתאריך 7 בנובמבר 2009 פרסמה פרטנר שהיא בוחנת ביצוע הפחתת הון בסך של 1.4-1 מיליארד ₪. החברה גייסה עפ"י הודעתה לבורסה מיום 25 בנובמבר 2009, סכום של 448 מיליון ₪ בדרך של הנפקה פרטית של אגרות חוב (סדרה ב') צמודות העומדות לפירעון החל משנת 2013. פרטנר מתכננת להשתמש בסכום זה להחלפת חוב ו/או כתחליף להלוואות בנקאיות לצורך תשלום דיבידנד שינבע מהפחתת ההון המתוכננת.
6. בנוסף להנפקת אג"ח סדרה ב', חתמה פרטנר על הסכמי מימון למתן מסגרת אשראי נוספת בסך כולל של 1.5 מיליארד ₪ עם בנק לאומי, הפועלים והבינלאומי.
7. לצורך חוות דעתנו זו ובבחינת ניתוח יחסים פיננסיים הונחה הפחתת הון (אלא אם צוין אחרת) בסך של 1.4 מיליארד ₪.
8. מבחן יכולת הפירעון קובע שעל חברה להימנע מהפחתת הון כאשר זו מסכנת את יכולת הפירעון שלה, משמע קיים חשש סביר שהפחתת ההון תמנע מחברה לקיים את חביותיה הקיימות והצפויות בהגיע המועדים לקיומן. לפיכך יש לבחון את יכולת הפירעון של החברה בהתחשב בתזרים המזומנים הנוכחי והצפוי של החברה וכן את חוסנה הפיננסי של החברה בהיבט המאזני.
9. במסגרת חוות דעתנו בחנו חמישה יחסים פיננסיים, אשר מתבססים על נתונים מאזניים, על תוצאות החברה ועל נתוני שוק. היחסים שנבחרו, משקפים את החוסן הפיננסי של החברה מההיבט המאזני, וכן את כושר הפירעון העתידי והכל עובר למועד הפחתת ההון ולאחריה.
10. מניתוח היחסים הפיננסיים של החברה נכון ליום 30 בספטמבר 2009, עובר למועד הפחתת ההון, עולה כי לחברה יחסים פיננסיים המעידים על איתנות פיננסית גבוהה ועל כושר פירעון גבוה ביחס לחברות מתחרות בענף התקשורת בשוק המקומי והבינלאומי כאחד.
11. מניתוח דומה של יחסי האיתנות הפיננסית וכושר הפירעון של החברה לאחר הפחתת ההון, עולה כי החברה נמצאת בטווח מדגם החברות בענף בשוק המקומי והבינלאומי. נדגיש כי מהשוואת פרטנר לסלקום, שהינה

¹ לפי כללי US GAAP

בעלת מאפיינים דומים מאוד (הן בהיקף ובסוג הפעילות והן בתוצאות הכספיות), נראה כי לאחר הפחתת ההון, יחסי האיתנות הפיננסית ויחסי כושר הפירעון של פרטנר לא יהיו שונים באופן מהותי מאלו של סלקום (ראו פרק 4 להלן).

12. חשוב לציין כי על אף שהונה העצמי של החברה עמד ב-30 בספטמבר 2009 על כ-1.9 מיליארד ₪, שוויו הכלכלי של ההון העצמי, כפי שבא לידי ביטוי במסגרת עסקת סקיילקס, הינו כ-10.3 מיליארד ₪ ושווי השוק למועד חוות הדעת הינו כ-11 מיליארד ₪. הפער בין גובה ההון העצמי של החברה לבין שוויים אלו מבטא את השווי העודף של הנכסים המאזניים וכן את שווי המוניטין והנכסים הבלתי מוחשיים האחרים (קשרי לקוחות, זכות שימוש במוטג וכד'), אשר אינם רשומים במאזן החברה מפאת כללי הדיווח החשבונאי המקובלים, אשר אינם מתירים רישום נכסים אשר נוצרו באופן פנימי. שווי כלכלי עודף זה משקף את הערכות השוק הן לגבי שווי הנכסים התפעוליים של החברה מעבר לערכו בספרים והן לגבי יכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים עתידיים. הן שווי העסקה והן שווי השוק של החברה משקפים שווי פעילות (EV-Enterprise Value) גבוה באופן ניכר מסך החוב הפיננסי נטו של החברה לפני ואחרי ביצוע הפחתת ההון המוצעת ומעידים על סבירות כושר פירעון גבוהה.

13. בנוסף, בחנו את תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים של החברה תוך ביצוע ניתוח רגישות לפרמטרים התפעוליים וליכולת גיוס החוב העתידית של פרטנר. בחנו באופן פרטני את תזרימי המזומנים לשנים 2010-2013, וביצענו בדיקות סבירות לשנים שלאחר מכן (ראו פרק 5 להלן).

14. בבחינת תזרים המזומנים הצפוי, ותחת הנחה של שמירה על רמת חוב קבועה (גיוס חוב בגובה פירעון החוב השוטף) וכן תוך יישום מדיניות חלוקת דיבידנד בגובה 100% מהרווח הנקי, עולה כי חוזקה הפיננסי המאזני של החברה ויכולת שירות החוב בה לא צפויים להיפגע לאחר ביצוע הפחתת ההון (ראו פרק 5.1 להלן).

15. במסגרת ניתוח הרגישות, המשקף הרעה משמעותית בתוצאות העסקיות של החברה (ירידה בהכנסות החברה בטווח של 12% - 4%, וירידה חדה ברווח הנקי של החברה 33% - 11%), נראה כי גם בהנחה שלאורך התקופה (2010 - 2013) החברה לא תגייס מימון נוסף, התזרים החופשי של החברה (לפני חלוקת דיבידנד) צפוי להיות חיובי ולחברה לא צפוי להיות קושי בשירות חובותיה (ראו פרק 5.2 להלן).

16. יתר על כן במקרה של הרעה בתוצאות העסקיות של החברה, מצויים בידי החברה כלים שעשויים לשפר את תוצאות החברה ולא נלקחו בחשבון בתזרימים ובניתוחי הרגישות שנבדקו, כגון: (1) הפחתת ההשקעה השנתית ברכוש הקבוע (2) צמצום והתייעלות בהוצאות החברה.

17. בנוסף לניתוחים שבוצעו לעיל, נבחנו אינדיקציות חיצוניות חיוביות נוספות, הכוללות את: (א) שימור דירוג האשראי של אג"ח סדרה א' ע"י S&P מעלות (AA-), תוך שהונח מבנה הון עתידי עם מנוף גבוה יותר באופן משמעותי; (ב) גיוס אג"ח סדרה ב', בידיעה של המשקיעים כי צפויה הפחתת הון בהיקף של 1.4-1 מיליארד ₪ והסכמתם להפחתה זו, וזאת תוך ש-S&P מעלות דירגה את האג"ח בדירוג זהה לזה של סדרה א'; ו- (ג) גיוס 1.5 מיליארד ₪ מבנק לאומי, הפועלים והבינלאומי, וזאת תוך קבלת כתבי הסכמה מהבנקים לביצוע הפחתת הון בסכום של עד 1.4 מיליארד ₪ (ראו פרק 5.3 להלן).

מסקנה

מכל האמור לעיל ואשר יפורט בדו"ח להלן, מסקנתנו איפוא היא כי לא קיים חשש סביר, בהתחשב הן בתזרים המזומנים הנוכחי והצפוי והן בחוסנה הפיננסי של החברה בהיבט המאזני, שהפחתת ההון בסך של 1.4 מיליארד ₪, תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבוינותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד פירעון.

הכנת חוות הדעת התבססה על מקורות המידע הבאים:

- ▶ דו"ח כספי מבוקר של החברה ליום 31 בדצמבר 2008
- ▶ דו"חות תקופתיים סקורים של החברה ליום 31 במרץ 2009, 30 ביוני 2009 ו- 30 בספטמבר 2009
- ▶ דו"חות כספיים של חברות השוואה בענף התקשורת בישראל, ארה"ב ואירופה
- ▶ דו"חות אנליסטים בקשר לפרטנר
- ▶ דיווחים מידיים של חברת סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס") כפי שהתפרסמו באתר הבורסה
- ▶ דיווחים מידיים של פרטנר כפי שהתפרסמו באתר הבורסה
- ▶ דו"ח חברת דירוג S&P מעלות מיום 5 באוקטובר 2009 בקשר לדירוג אגרות החוב של פרטנר (סדרה א')
- ▶ הסכמי מסגרת אשראי והלוואות מבנק לאומי, הפועלים והבינלאומי וכתבי הסכמה להפחתת הון בסכום של עד 1.4 מיליארד ₪
- ▶ שיחות עם הנהלת החברה
- ▶ מידע ציבורי אחר

יודגש כי האחריות לגבי אמינות הדו"חות הכספיים, הנתונים וההערכות השונות שהוצגו בפנינו נתונה למוסרי המידע, ואין אנו יכולים לאשר את דייקנות, שלמות והגינות המידע שנמסר לנו. למטרת מסמך זה הנחנו שהמידע מדויק, שלם והוגן. אם יתברר אחרת עשויה חוות דעתנו להשתנות בהתאם.

חוות הדעת זו, כמו גם כל דיווח ומידע, בין בכתב ובין בעל פה, שנמסור בקשר לכך מיועדים לצרכים שהוגדרו בלבד ואין להפיץ את המסמכים שנכין או לצטטם, ואין לעשות בהם כל שימוש אחר, במלואם או בחלקם, מבלי לקבל את הסכמתנו לכך מראש ובכתב. מבלי לגרוע מהאמור לעיל, צד שלישי כלשהו, לא יהיה רשאי לעשות במסמכים כל שימוש, או להסתמך עליהם מבלי לקבל את אישורנו מראש ובכתב.

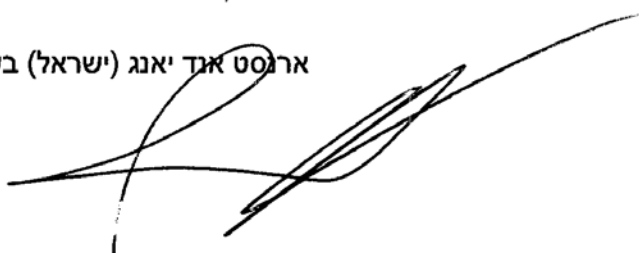
על אף האמור לעיל מוסכם כי תוכלו למסור את חוות דעתנו זו ליועציכם המשפטיים, לבתי המשפט הנוגעים בהליך בבסיס חוות דעת זו, לרשות לניירות ערך ולמי שזכאי על פי חוק בלבד לעיין בחוות הדעת.

אנו מאשרים בזה, כי אין לנו עניין אישי בפרטנר וכן כי אין לנו עניין אישי בחלוקה הנ"ל. לא מתקיימת בינינו ובין החברה ובין בעלי עניין בחברה תלות או זיקה כהגדרתם בסעיף 240(ב) לחוק החברות, התשנ"ט - 1999.

להלן יפורטו הממצאים והמסקנות ביתר פירוט בדו"ח המצורף שהינו חלק מחוות דעת זו.

בברכה,

ארוסט אנד יאנג (ישראל) בע"מ



קיצורים

סמייל 012 תקשורת בע"מ	012
אגרות חוב	אג"ח
בורסת ניירות הערך של תל אביב	בורסת ת"א
בזק תקשורת לישראל בע"מ	בזק
הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ	הבינלאומי
הוט מערכות תקשורת בע"מ	הוט
רכישת כ-51.22% מהון המניות המונפק והנפרע של פרטנר ע"י סקילקס	העסקה
Advent Investments Pte.LTD הסכם	הסכם אדוונט
בנק הפועלים בע"מ	הפועלים
בנק לאומי לישראל בע"מ	לאומי
מירס תקשורת בע"מ	מירס
סלקום ישראל בע"מ	סלקום
סקילקס קורפוריישן בע"מ	סקילקס
פלאפון תקשורת בע"מ	פלאפון
חברת פרטנר תקשורת בע"מ	פרטנר / החברה
רדיו טלפון נייד	רט"ן
הכנסה ממוצעת למשתמש	ARPU
רווח לפני הוצאות מימון, מסים, פחת והפחתות	EBITDA
שווי תפעולי	EV
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים	FFO
International Financial Reporting Standards	IFRS
רשת ביתית אלחוטית מתקדמת	ISP
ממוצע דקות שימוש	MOU
מפעיל רשת תקשורת וירטואלי	MVNO
רישום עלויות הרכשת לקוח	SARC
Generally Accepted Accounting Principles in the United States	US GAAP
טלפוניה ניידת מבוססת פס רחב	VOB

תוכן עניינים

7.....	תיאור החברה	1.
8.....	תאור העסקה, הרקע להפחתת ההון ופרטי מימון	2.
8.....	ניתוח הדוחות הכספיים של החברה עובר למועד הפחתת ההון	3.
8.....	ניתוח האיתנות הפיננסית של פרטנר בהשוואה לחברות בענף	4.
8.....	ניתוח תזרימי מזומנים ויחסים פיננסיים צפויים והשפעתם על האיתנות הפיננסית	5.
8.....	מסקנה	6.
8.....	נספחים	

1. תיאור החברה

פרטנר הינה מפעילת התקשורת הסלולארית השנייה בגודלה בישראל. תעודות ה- ADS של החברה נסחרות בנאסד"ק ומניותיה נסחרות בבורסת ת"א. החברה פועלת בשוק הישראלי תחת המותג ORANGE, ומציעה מגוון שירותים סלולאריים בטכנולוגיית GSM הכוללים שיחות מקומיות ובינלאומיות, שיווק ומכירת מכשירי קצה, שירותי מידע ותוכן, שירותים סלולאריים לדור השלישי, גלישה סלולארית, שירותי ISP, WI-FI, טלפוניה ניידת ועוד.

החברה הוקמה בשנת 1997 ומשרדיה נמצאים בראש העין. נכון לתאריך ה- 31 בדצמבר 2008 הועסקו בפרטנר 4,671 עובדים (על בסיס מספר משרות אקוויולנטי). נכון לתאריך ה- 30 בספטמבר 2009 לפרטנר כ-3 מיליון מנויים, המהווים נתח שוק של כ- 32%.

החזון של פרטנר הינו "להוביל את תחום התקשורת בישראל בגישה שיווקית אחרת, באיכות השירות ובחדשנות טכנולוגית לתועלתם של לקוחות החברה, בעלי מניותיה ועובדיה". כחלק מיישום חזונה השיקה פרטנר סל שירותים, הכולל שירותי: גישה לאינטרנט ושירותי מולטימדיה, VOB, תיבת דואר אלקטרוני, ISP, שירותי אינטרנט בידוריים ושירותים נוספים. פרטנר צופה כי תחומים אלו יהוו את מנועי הצמיחה העיקריים של החברה בשנים הקרובות.

פרטנר כפופה לחקיקה ייחודית בתחום התקשורת הדורשת רישיונות הפעלה: רישיון להפעלת שירותי רט"ן בשיטה התאית, רישיון להפעלת שירותי בזק פנים ארציים ורישיונות נוספים, המטילים מגבלות על פעילות החברה. החברה כפופה גם לתקנות מתחום הפיקוח על המחירים מאת שר התקשורת, לרבות ביחס לניידות המספרים, זמן יחידת החיוב ותעריפי קישוריות.

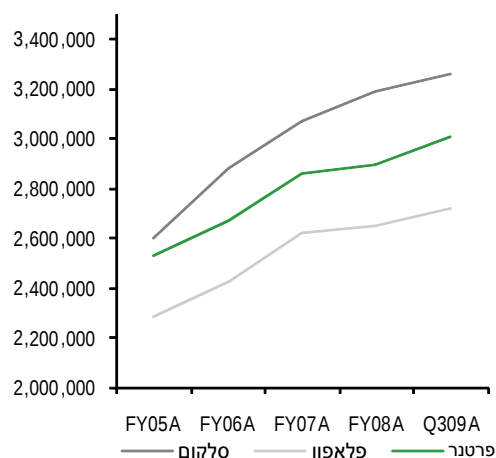
בהתאם למגמה בשנים האחרונות, הרגולציה הגוברת בשוק התקשורת בכלל ועבור המפעילים הסלולאריים בפרט, צפויה להמשיך וליצור הגבלות על תחומי הפעילות הקיימים והפוטנציאליים וכן להגביר את הלחץ על הורדת התעריפים לצרכנים.

התחרות בענף החריפה בשנים האחרונות, הן בשל רוויה בשיעורי החדירה וירידה בשיעורי הצמיחה לעומת שנים קודמות והן בעקבות שינויים רגולטורים כמתואר לעיל. התחרות מתבטאת בעיקר בשינויים טכנולוגיים, החדרת מוצרים ושירותים חדשים, פנייה לקהלים ספציפיים וכד'.

בתקופה האחרונה חלות וצפויות לחול תמורות בענף התקשורת בישראל בכלל ובתחום הסלולר בפרט, אשר צפויות להשפיע על נתחי השוק והתוצאות של החברות בענף. לדוגמא: (1) מכירת השליטה בפרטנר; (2) מכירת מירס; (3) מכירת השליטה בבזק; (4) מכירת פעילות 012; (5) כניסה צפויה של MVNO ועוד.

בשוק התקשורת הסלולארית בישראל פועלות נכון למועד זה ארבע חברות בעלות רישיון כללי לאספקת שירותי רט"ן. נתחי השוק נכון ליום 31 בדצמבר 2008: סלקום – 34.3%, פרטנר – 31.6%, פלאפון – 28.7% ומירס – 5.4%.

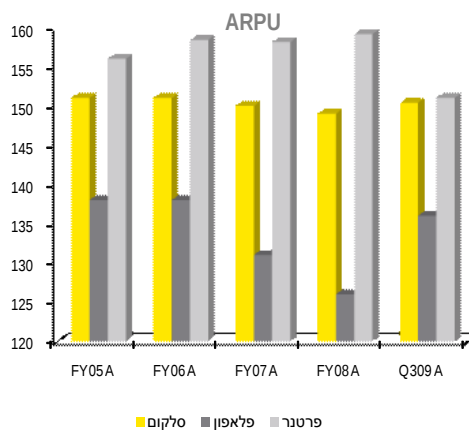
מספר המנויים של שלוש החברות הגדולות בענף התקשורת הסלולרית בישראל בשנים 2005-9/2009:



מקור: דוחות כספיים של שלוש החברות

שלוש החברות הגדילו את בסיס המנויים שלהן במהלך התקופה המוצגת במקביל לגידול בשוק הסלולר. סלקום מובילה במספר המנויים ואחריה נמצאת פרטנר. ניתן לראות כי הגידול במספר המנויים של פרטנר היה הגבוה ביותר בהשוואה למתחריה במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2009.

הגרפים להלן מתארים את נתוני ARPU ו-MOU של שלוש חברות הסלולר המובילות בישראל:



מקור: דוחות כספיים של החברות

מהנתונים לעיל עולה כי פרטנר מאופיינת ב-ARPU גבוה יותר ממתחורתיה בענף, וזאת בעיקר הודות לבסיס מנויים רחב של הדור שלישי והכנסות מ-Roaming. יש לציין כי בשלושת הרבעונים הראשונים של 2009 הפער בין פרטנר לסלקום הצטמצם, וזאת בעיקר בשל ירידת ה-ARPU בפרטנר. בנוסף גם נתוני ה-MOU של החברה גבוהים ממתחורתיה.

2. תאור העסקה, הרקע להפחתת ההון ופרטי מימון

ביום 28 באוקטובר 2009 בוצע והושלם הסכם לרכישת 78,940,104 מניות בנות 0.01 ₪ ע"נ כ"א של החברה, המהוות, נכון למועד הסכם אדוונט, כ- 51.22% מהון המניות המונפק והנפרע של פרטנר (שלא בדילול מלא ובהתעלם ממניות רדומות המוחזקות ע"י פרטנר), לפי שווי חברה כולל של כ- 10.3 מיליארד ש"ח, ע"י סקיילקס.

בתאריך 7 בנובמבר 2009 פרסמה פרטנר שהיא בוחנת ביצוע הפחתת הון בסך של 1-1.4 מיליארד ₪. לצורך החלפת חוב ו/או כתחליף להלוואות בנקאיות לתשלום הדיבידנד שינבע מהפחתת ההון המתוכננת, גייסה פרטנר עפ"י הודעתה לבורסה מיום 25 בנובמבר 2009, סכום של 448 מיליון ₪ בדרך של הנפקה פרטית של אג"ח (סדרה ב') לא מובטחות ולא המירות למניות החברה, עבור משקיעים מוסדיים בישראל. האג"ח תהיינה צמודות (קרן וריבית) לעלויות במדד המחירים לצרכן. קרן האג"ח תפרע בארבעה תשלומים שנתיים שווים, בין השנים 2013 ו-2016, ותישא ריבית שנתית בשיעור של 3.4%. שיעור הריבית אותו תישאנה יהיה גבוה ב-0.6% לשנה (סה"כ 4.0%), וזאת עד ליום פרסום תשקיף רישום למסחר או דוח הצעת מדף לפיו תירשמנה האג"ח למסחר בבורסה.

בנוסף להנפקת אג"ח סדרה ב', חתמה פרטנר על הסכמי מימון למתן מסגרת אשראי נוספת והלוואות בסך כולל של 1,500 מיליון ₪ עם בנק לאומי, הפועלים והבינלאומי לפי התנאים הבאים:

מטבע: מיליון ₪			
בנק	סכום	התניות פיננסיות	תקופה
לאומי	700	חוב פיננסי נטו / EBITDA > 4	3 שנים
הפועלים	500	חוב פיננסי נטו / EBITDA > 4	250 מיליון ₪ ל-3 שנים ו- 250 מיליון ₪ ל-5 שנים
הבינלאומי	300	(1) חוב פיננסי נטו / EBITDA > 4 (2) לא יהווה יותר מ-20% מחוב החברה לבנקים	4 שנים
סה"כ	1,500		

3. ניתוח הדוחות הכספיים של החברה עובר למועד הפחתת ההון

החל מה-1 בינואר 2009 אימצה פרטנר את תקינת הדיווח הפיננסי הבינלאומית, ה-IFRS.

3.1 דו"ח רווח והפסד

הנתונים לשנת 2007 אשר יוצגו להלן ערוכים לפי US GAAP, ומשנת 2008 ואילך לפי IFRS.

מטבע: מיליוני ₪								
לתשעה חודשים שנסתיימו ב-30 בספטמבר		לשנה שנסתיימה ב-31 בדצמבר		לתשעה חודשים שנסתיימו ב-30 בספטמבר		לשנה שנסתיימה ב-31 בדצמבר		
2009	2008	2008	2007	2009	2008	2008	2007	
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	4,501	4,749	6,302	6,114	הכנסות
38.4%	38.8%	38.6%	33.1%	1,728	1,841	2,434	2,022	רווח גולמי
28.2%	29.3%	29.0%	22.9%	1,269	1,393	1,826	1,399	רווח תפעולי
3.0%	3.1%	2.9%	2.1%	135	147	184	126	הוצאות מימון, נטו
18.8%	19.1%	19.0%	15.4%	847	908	1,198	940	רווח נקי
37.7%	36.7%	36.5%	33.0%	1,696	1,742	2,298	2,015	EBITDA

הכנסות

הכנסות החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2009 ירדו בכ-5% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

▶ הכנסות משירותים – המהוות כ-90% מסך ההכנסות, ירדו בתשעת החודשים הראשונים של 2009 בכ-2.7% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. בעיקר כתוצאה מ:

- הורדת יחידת החיוב מ-12 שניות לשניה אחת עפ"י הוראות משרד התקשורת החל מיום 1 בינואר 2009 וכתוצאה מכך חלה ירידה תעריף האפקטיבי;
- תנאי שוק תחרותיים המשפיעים על תעריפי השיחות היוצאות;
- ירידה בהכנסות משירותי נדידה (Roaming) כתוצאה מהמיתון הכלכלי בעולם

מנגד:

- גידול של כ-4.4% במספר המנויים לעומת 30 בספטמבר 2008;
- עלייה במשקלם של מנויי ה-Post-paid בתמהיל הלקוחות;
- צמיחה בהכנסות מנתונים ומשירותי תוכן ובהכנסות משירותים חוץ סלולאריים (השירותים הנייחים החדשים).

▶ הכנסות ממכירת ציוד קצה – הכנסות החברה ממכירת ציוד קצה ירדו בכ-23% לעומת 9 החודשים הראשונים של שנת 2008. ירידה זו נובעת מההיוון של מכירות המכשירים המסובסדים במסגרת אימוץ כללי דיווח ה-IFRS.

רווח גולמי

▶ רווח גולמי משירותים – הירידה ברווח הגולמי בתשעת החודשים הראשונים של 2009 לעומת התקופה המקבילה אשתקד נובעת מ:

- הוצאות שנוספו לחברה הקשורות לשירותים הנייחים החדשים;
- הוצאות פחת נוספות הנובעות מהיוון עלויות מכירת מכשירים מתחילת 2009;
- עלויות חד פעמיות נוספות כגון: מחיקת עלות ציוד רשת והפרשה חד פעמית בגין שימוש שנעשה בעבר ברצועת תדרים עם מפעיל סלולארי אחר על בסיס משותף.

▶ הרווח הגולמי ממכירות ציוד קצה לא מהוונות עלה כתוצאה מהיוון סבסוד מכשירים במסגרת ה-IFRS אשר עלותו הסתכמה בכ- 134 מיליון ₪.

▶ שיעור הרווח הגולמי מסך ההכנסות ירד בתשעת החודשים של 2009 בכ- 0.4% מההכנסות לעומת התקופה המקבילה אשתקד ובכ- 0.2% מההכנסות בהשוואה לשנת 2008.

הוצאות תפעול

שיעור הוצאות התפעול של החברה מההכנסות עלה בכ- 0.7% בתשעת החודשים הראשונים של 2009 לעומת התקופה המקבילה אשתקד ובכ- 0.6% לעומת שנת 2008. עליה זו משקפת (1) עלויות שיווק ומכירה נוספות המיוחסות למיזם ה-ISP וה-VOB; (2) עליה בהפרשה לחובות מסופקים הנובעת מגידול בהיקף עסקאות שלא באמצעות כרטיסי אשראי. עליה זו מותנה בחלקה ע"י היוון עמלות מכירה לפי כללי ה-IFRS.

רווח תפעולי

הרווח התפעולי בתשעת החודשים הראשונים של 2009 ירד בכ- 8.9% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. ירידה של כ- 124 מיליון ₪.

EBITDA

ה-EBITDA בתשעת החודשים הראשונים של 2009 עמד על כ- 1,696 מיליון ₪ לעומת 1,742 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה ב-EBITDA מיוחסת ברובה לעלויות ההקמה של מיזם ה-ISP והטלפוניה הנייחת וכן ירידה בהכנסות משירותים. לעומת הירידה ב-EBITDA חלה עליה בשיעור ה-EBITDA מהמחזור בין התקופות מ-36.7% בתשעת החודשים הראשונים של 2008 ל-37.7% בתשעת החודשים הראשונים של 2009.

הוצאות מימון

הוצאות המימון קטנו בתשעת החודשים הראשונים של 2009 בכ- 12 מיליון ₪ לעומת התקופה המקבילה אשתקד. לא היה שינוי מהותי בגובה ההוצאות בגלל השפעות מקזזות של: ירידה בהוצאות הצמדה למדד המחירים לצרכן והפסדים/רווחים המיוחסים לתנודתיות מטבע.

רווח נקי

הרווח הנקי בתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2009 עמד על 847 מיליון ₪, קיטון של 7% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, בה רשמה החברה רווח נקי בסך 908 מיליון ₪.

3.2 נתונים מאזניים

להלן עיקרי היתרות המאזניות של החברה ליום 31 בדצמבר 2007, 2008 וליום ה-30 בספטמבר 2009, לפי IFRS:

מטבע: מיליוני ₪		ליום 31 בדצמבר		ליום 30 בספטמבר
		2008	2007	2009
הון חוזר, נטו		560	683	739
רכוש קבוע		1,935	1,689	2,048
חוב פיננסי, נטו		1,997	1,935	2,063
הון עצמי		1,732	1,815	1,941

הון חוזר, נטו

שיעור ההון החוזר נטו מההכנסות הינו כ-11.2%, 8.9% ו-12.2% נכון ל-31 בדצמבר 2007, 2008 ו-30 בספטמבר 2009. ליום 30 בספטמבר 2009 עלתה יתרת ההון החוזר, נטו בהשוואה לסוף שנת 2008, עליה זו נובעת בעיקר מעליה במכירת מספר המכשירים וכן עליה במספר המכשירים שנמכרו שלא באמצעות עסקה מאובטחת נפרדת בכרטיס אשראי (על עסקאות מאובטחות מבצעת החברה פקטורינג).

הטבלה שלהלן מפרטת את ימי הספקים, הלקוחות והמלאי:

ממוצע לשנה שנסתיימה ב-30 בספטמבר 2009	ממוצע לשנת 2008	ממוצע לשנת 2007	
71	64	56	ימי ספקים
61	56	54	ימי לקוחות
13	12	12	ימי מלאי

*נתוני 2007 מבוססים על דוחות כספיים הערוכים בהתאם לכללי ה-US GAAP.

רכוש קבוע

Q3/2009	2008	2007	השקעות ברכוש קבוע
429	522	527	השקעה ברכוש קבוע
263	316	510	פחת לתקופה *
61%	61%	97%	שיעור פחת / השקעה

*נתוני 2007 מבוססים על נתוני רווח והפסד בהתאם לכללי דיווח חשבונאי לפי ה-US GAAP.

בעקבות המעבר לדיווח לפי IFRS בוצע שערך של הרכוש הקבוע ושינוי באורך החיים הכלכלי, כתוצאה מכך ירדו שיעורי הפחת וההפחתה של החברה.

חוב פיננסי נטו

מטבע: מיליון ₪	ליום 31 בדצמבר 2007	ליום 31 בדצמבר 2008	ליום 30 בספטמבר 2009
הרכב חוב פיננסי, נטו			
מזומנים ושווי מזומנים	148	184	33
אשראי זמן קצר וחלויות שוטפות של אשראי זמן ארוך	28	567	751
דיבידנד לשלם	-	-	230
אגרות חוב זמן ארוך	2,055	1,613	1,115
חוב פיננסי נטו	1,935	1,996	2,063

יתרת החוב הפיננסי נטו של החברה מורכבת בעיקר מאג"ח סדרה א' אשר הונפקו בשנת 2005. האג"ח משולמות ב-12 תשלומים רבעוניים שווים צמודים החל מיום 30 ביוני 2009. האג"ח נושאות ריבית שנתית של 4.25% צמודה למדד למחירים לצרכן, והמשתלמת באופן רבעוני החל מיום 30 ביוני 2005. נכון ליום 30 בספטמבר 2009 יתרת החוב הפיננסי מורכבת מ-10 תשלומים של אג"ח סדרה א'.

כמו-כן, כאמור בפרק 2 לחוות דעת זו, ב-25 לנובמבר 2009 גייסה החברה אג"ח סדרה ב' בסך כולל של 448 מיליון ₪ העומדים לפירעון החל משנת 2013.

הון עצמי

להלן מוצג מבנה ההון העצמי של החברה ליום 30 בספטמבר 2009:

מטבע: מיליון ₪	ליום 30 בספטמבר 2009
הון מניות	2
פרמיה על מניות	2,470
עודפים (גרעון)	(180)
מניות באוצר	(351)
סך הון עצמי	1,941

יתרת העודפים של החברה נמצאת בגרעון של כ- 180 מיליון ₪ ליום 30 בספטמבר 2009. החברה חילקה דיבידנד במהלך כל אחת מהשנים החל משנת 2005. החל משנת 2007 לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת של 80% מהרווח הנקי שלה.

לאחר תאריך המאזן הוכרז דיבידנד בסך של 300 מיליון ₪.

לאור העובדה שאין יתרת עודפים חשבונאיים ותחת הנחת חלוקת יתרת הרווחים הראויים לחלוקה, מבקשת החברה לבצע חלוקת דיבידנד (הפחתת הון) דרך פרמיה על מניות.

3.3 יחסים פיננסיים

להלן מוצגים יחסים פיננסיים עיקריים ליום 31 בדצמבר 2007, 2008 ונכון ליום 30 בספטמבר 2009:

יחסים פיננסיים - היסטוריים	2007	2008	Q3/2009
יחס חוב נטו ל(הון עצמי + חוב נטו)	52%	54%	52%
יחס חוב נטו להון עצמי	107%	115%	106%
יחס חוב נטו למאזן	38%	39%	39%
יחס מהיר	116%	78%	62%
יחס שוטף	127%	85%	69%

עולה כי מבחינת יחסי המינוף הפיננסי, החברה שומרת על יציבות לאורך השנים הנסקרות, ואילו מבחינת יחסי נזילות חלה הרעה משנת 2008 ואילך.

ההרעה ביחסי הנזילות בשנים 2008 - 2009, נובעת בעיקרה מתוספת מרכיב החלויות השוטפות בגין אג"ח (סדרה א'), אשר כללה 2 תשלומי קרן נכון ליום 31 בדצמבר 2008 ו-4 תשלומים נכון ליום 30 בספטמבר 2009.

4. ניתוח האיתנות הפיננסית של פרטנר בהשוואה לחברות בענף

על מנת לבחון את איתנותה הפיננסית של החברה כתוצאה מהפחתת הון עתידית, ביצענו מחקר השוואתי לחברות דומות בארץ ובעולם ביחס לפרמטרים המעידים על איתנות פיננסית. חברות ההשוואה שנבחנו הינן חברות ציבוריות בארץ ובעולם הפועלות בענף התקשורת. החברות במדגם מציעות מגוון רחב של שירותי תקשורת ביניהם: שירותי תקשורת סלולארית, שירותי תקשורת פנים ארציים, שירותי תקשורת בין-לאומיים, שירותי טלוויזיה רב ערוצית באמצעות לוויין, שירותי גישה לאינטרנט, שירותי מוקדים ללקוחות, אחזקה ופיתוח של תשתיות תקשורת, מתן שירותי תקשורת לספקי תקשורת אחרים, הפצת שידורי טלוויזיה ורדיו לציבור ועוד. החברות שנבחנו מייצגות שלושה אזורים גיאוגרפיים עיקריים: ישראל, ארה"ב ואירופה.

לצורך ההשוואה בין החברות השונות, נבחרו חמישה יחסים פיננסיים, אשר באמצעותם מקובל לבחון איתנות פיננסיות של חברות. את חמשת היחסים אלו, ניתן לחלק לשתי קבוצות עיקריות:

1. יחסים המבוססים על נתונים מאזנים/חשבונאיים – יחסים אלו הינם יחסים פיננסיים אשר מבטאים את יחס החוב מול ההון העצמי החשבונאי:

א. חוב נטו לסך מאזן

ב. חוב נטו להון עצמי

ג. חוב נטו להון עצמי+חוב נטו

2. יחסים בעלי אופי כלכלי, המבוססים על תוצאות פעילות ושווי שוק:

א. חוב נטו ל- EV – ה- EV משקף את השווי הכלכלי של הנכסים התפעוליים והפעילות של החברה, בהתבסס על שווי השוק. שווי כלכלי זה משקף את הערכות השוק הן לגבי שווי הנכסים התפעוליים של החברה מעבר לערכם בספרים והן לגבי יכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים עתידיים.

ב. חוב נטו ל- EBITDA – יחס זה הינו מעין יחס כיסוי חוב, ומשקף את יכולת החברה לפרוע את החוב ממקורות עצמיים. יודגש כי יחס זה משמש בד"כ תאגידים פיננסיים, בבואם לממן חוב לחברות, כהתניה פיננסית. ככל שיחס זה נמוך יותר, כושר הפירעון של החברה טוב יותר.

4.1 ישראל

בישראל פועלות מספר חברות ציבוריות בענף התקשורת כאשר העיקריות שביניהן הינן סלקום, בזק, הוט ו-012.

להלן מוצגים יחסים פיננסיים נבחרים המבוססים על הנתונים הפיננסיים נכון ליום 30 בספטמבר 2009, הנמצאים בנספח א' לחוות דעת זו, ואשר מעידים על איתנות הפיננסית של החברות:

מיליוני ₪	חוב נטו/מאזן	חוב נטו/הון עצמי	חוב נטו/הון עצמי + חוב נטו	חוב נטו/ EV	חוב נטו/ EBITDA*	דירוג מעלות
פרטנר	0.39	1.06	52%	16%	0.92	AA-
פרטנר פרפורמה**	0.65	6.40	86%	27%	1.55	***AA-
סלקום	0.52	8.56	90%	23%	1.32	AA
בזק	0.25	0.60	37%	15%	0.80	AA+
הוט	0.53	2.07	67%	50%	2.66	
012	0.02	0.04	4%	3%	0.12	
חציון****	0.39	1.33	52%	19%	1.06	
ממוצע****	0.33	2.82	50%	23%	1.23	

*12 חודשים אחרונים.

**נתוני פרטנר בהנחה של הפחתת הון בסך 1.4 מיליארד ₪.

***לפי דוח מה-5 באוקטובר 2009 אשר לוקח בחשבון הפחתת הון צפויה.

**** נתוני החציון והממוצע אינם כוללים את פרטנר

מהשוואת היחסים הפיננסיים בין חברת פרטנר לחברות תקשורת מקומיות אחרות עולה כי בשלושה מתוך חמשת היחסים הפיננסיים המעידים על איתנות פיננסית וכושר פירעון, יחסי פרטנר נמוכים מהממוצע הענפי, מה שמעיד על חוזקה הפיננסי ויכולות הפירעון של החברה בטרם הפחתת ההון. ובשני היחסים האחרים יחסי פרטנר לא שונים מהותית מהממוצע ובכל אופן נמצאים בטווח המדגם. מהשוואת הנתונים הענפיים לאלו של פרטנר בהנחה של הפחתת ההון עולה כי מרבית יחסי פרטנר יהיו מעל הממוצע הענפי, אך עדין בטווח היחסים הקיימים בענף כיום.

מבין חברות ההשוואה הישראליות שנבחנו, ראינו לנכון להדגיש את ההשוואה לסלקום, שהינה בעלת המאפיינים הדומים ביותר לחברה, הן מבחינת סוג והיקף הפעילות והן מבחינת התוצאות הכספיות.

סלקום הינה חברת תקשורת סלולרית ישראלית, שנוסדה בשנת 1994 כחברת הסלולר השנייה בישראל לאחר שבשנת 1986 נוסדה פלאפון תקשורת בע"מ שהייתה לספקית הראשונה של שירותי התקשורת הסלולרית בישראל. בשנת 2006 הונפקה לראשונה סלקום בבורסה לניירות ערך בניו יורק ובשנת 2007 בבורסת ת"א. כיום סלקום הינה חברת התקשורת הסלולרית הגדולה בישראל עם נתח שוק של כ-34%.

להלן טבלה המרכזת את הפרמטרים הפיננסיים העיקריים בחברות סלקום ופרטנר ליום 30 בספטמבר 2009:

מטבע: מיליון ₪							שם החברה
שווי שוק	EV	*הכנסות	EBITDA*	% EBITDA*	חוב פיננסי נטו	הון עצמי	
10,970	13,033	6,054	2,238	37%	2,063	1,941	פרטנר
9,570	13,033	6,054	2,238	37%	3,463	541	פרטנר פרופורמה**
11,087	14,418	6,416	2,516	39%	3,331	389	סלקום

*12 חודשים אחרונים.

**נתוני פרטנר בהנחה של הפחתת הון בסך 1.4 מיליארד ₪.

מנתוני הטבלה ניתן ללמוד על הדמיון בין החברות בכל הנוגע להכנסות ולרווחיות וכן כי סלקום ממונפת בשיעור גבוה לעומת פרטנר. לסלקום חוב פיננסי נטו בגובה 3,331 מיליוני ₪ בעוד שלפרטנר חוב פיננסי נטו בגובה 2,063 מיליוני ₪ בלבד. מהטבלה לעיל עולה באופן ברור כי בכל אחד מחמשת היחסים המעידים על איתנות פיננסית, יחסי פרטנר נמוכים באופן בולט מאלו של סלקום. יחס החוב הפיננסי נטו להון העצמי בתוספת החוב הפיננסי, עומד על כ-90% בסלקום בעוד שבפרטנר יחס זה עומד על כ-52% בלבד. יחס החוב הפיננסי נטו לשווי הפעילות עומד בסלקום על כ-23% בעוד שאותו היחס בפרטנר עומד על כ-16% בלבד.

מהשוואה של דירוגי החברות עולה שעל אף שיעורי המינוף הגבוהים בסלקום לעומת פרטנר, חברות הדירוג מדרגות את סלקום בדירוג גבוה יותר מפרטנר. ע"פ הדירוג של מעלות, האג"ח של סלקום מדורג AA, בעוד שהאג"ח של פרטנר מדורג AA-. עד לחודש מרץ 2009 הייתה סלקום מדורגת בדירוג AA- בדומה לפרטנר, אולם במרץ הודיעה מעלות כי היא מעלה את דירוג האשראי של סלקום ברמה אחת מ-AA ל-AA- וזאת לקראת גיוס אג"ח בהיקף של 300 מיליון ₪. העלאת הדירוג ל-AA נבעה בעיקר מהצפייה שסלקום תמשיך לייצר תזרימי מזומנים גבוהים ולשמור על רמת רווחיות תפעולית גבוהה יחסית בשנת 2009.

לסיכום, מההשוואה בין פרטנר לסלקום עולים מאפיינים די ברורים, מחד קיים דמיון רב בין שתי החברות בכל הקשור לתוצאות הפעילות (הכנסות, רווחיות) ומאידך קיים שוני רב בין שתי החברות במבנה ההון והיחסים הפיננסיים המעידים על איתנות, עוד עולה כי הבדל בולט זה לא בא לידי ביטוי בדירוג החברות, והראיה לכך היא שדירוג סלקום גבוה מזה של פרטנר. יתר על כן, מניתוח נתוני פרטנר בהנחה של הפחתת ההון, עולה כי יחסי איתנות פיננסית של פרטנר לא יהיו שונים באופן מהותי מיחסי האיתנות הפיננסית של סלקום, ואף דירוג האג"ח שלה לא צפוי לרדת כתוצאה מהפחתת ההון (ראה פרק 5.3 להלן).

חשוב לציין כי על אף שהונה העצמי של החברה עמד ב-30 בספטמבר 2009 על כ-1.9 מיליארד ₪, שוויו הכלכלי של ההון העצמי, כפי שבא לידי ביטוי במסגרת עסקת סקוילקס, הינו כ-10.3 מיליארד ₪ ושווי השוק למועד חוות הדעת הינו כ-11 מיליארד ₪. הפער בין גובה ההון העצמי של החברה לבין שוויים אלו מבטא את השווי העודף של הנכסים המאזניים וכן את שווי המוניטין והנכסים הבלתי מוחשיים האחרים (קשרי לקוחות, זכות שימוש במוטג וכד'), אשר אינם רשומים במאזן החברה מפאת כללי הדיווח החשבונאי המקובלים, אשר אינם מתירים רישום נכסים אשר נוצרו באופן פנימי. שווי כלכלי עודף זה משקף את הערכות השוק הן לגבי שווי הנכסים התפעוליים של החברה מעבר לערכו בספרים והן לגבי יכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים עתידיים. הן שווי העסקה והן שווי השוק של החברה משקפים שווי פעילות (EV-Enterprise Value) גבוה באופן ניכר מסך החוב הפיננסי נטו של החברה לפני ואחרי ביצוע הפחתת ההון המוצעת ומעידים על סבירות כושר פירעון גבוהה.

4.2 חברות השוואה בחו"ל

בארה"ב פועלות מספר חברות ציבוריות בענף התקשורת. לצורך המדגם נבחרו חברות בעלות מאפיינים ופעילות קרובים ככל שניתן לחברה. החברות שנבחנו הינן: AT&T Inc., Rogers Communications Inc., Qwest Communications Inc., Verizon Communications Inc., International Inc. (להלן: "Rogers", "AT&T", "Qwest", "Verizon").

להלן מוצגים יחסים פיננסיים נבחרים המבוססים על הנתונים הפיננסיים המוצגים בנספח ב' לחוות דעת זו ואשר מעידים על איתנותן הפיננסית של החברות:

שם החברה	חוב נטו / מאזן	חוב נטו / הון עצמי	חוב נטו / הון עצמי + חוב נטו	חוב נטו / EV	חוב נטו / EBITDA*	דירוג S&P	דירוג Moody's
פרטנר	0.39	1.06	52%	16%	0.92		Baa3***
פרטנר פרופורמה**	0.65	6.40	86%	27%	1.55		
AT&T	0.26	0.69	41%	28%	1.67	A	A2
Rogers	0.53	1.94	66%	32%	2.27	BBB	Baa2
Qwest	0.60	n/a	109%	65%	2.73	BB	Ba3
Verizon	0.27	0.72	42%	42%	1.85	A	A3
חציון ****	0.40	0.72	54%	37%	2.06		
מוצע ****	0.41	1.12	65%	42%	2.13		

*12 חודשים אחרונים.

**נתוני פרטנר בהנחה של הפחתת הון בסך 1.4 מיליארד ₪

***דירוג בינלאומי

**** נתוני החציון והמוצע אינם כוללים את פרטנר

החברות שנבחרו לצורך המדגם הפועלות באירופה בתחום התקשורת הינן החברות: Vodafone Group PLC, Telefonica S.A, KPN, Swisscom AG, Telecom Italia Spa, Deutsche Telekom AG.

להלן מוצגים יחסים פיננסיים נבחרים המבוססים על הנתונים הפיננסיים שנמצאים בנספח ג' לחוות דעת זו ואשר מעידים על איתנות הפיננסית של החברות:

שם החברה	חוב נטו / מאזן	חוב נטו / הון עצמי	חוב נטו / הון עצמי + חוב נטו	חוב נטו / EV	חוב נטו / EBITDA*	דירוג S&P	דירוג Moody's
פרטנר	0.39	1.06	52%	16%	0.92		Baa3***
פרטנר פרופורמה**	0.65	6.40	86%	27%	1.55		
Vodafone Group PLC	0.23	0.41	29%	33%	2.34	A-	Baa1
Deutsche Telekom AG	0.37	1.14	53%	54%	2.50	BB+	Baa1
KPN	0.48	4.01	80%	38%	2.28	BBB+	Baa2
Telecom Italia Spa	0.45	1.39	58%	64%	3.35	BBB	Baa2
Telefonica S.A	0.43	2.26	69%	34%	2.00	A-	Baa1
Swisscom AG	0.44	1.52	60%	33%	2.05	A	A2
חציון ****	0.44	1.46	59%	36%	2.31		
ממוצע ****	0.40	1.79	58%	43%	2.42		

* 12 חודשים אחרונים.

** נתוני פרטנר בהנחה של הפחתת הון בסך 1.4 מיליארד ₪

*** דירוג בינלאומי

**** נתוני החציון והממוצע אינם כוללים את פרטנר

מהשוואת הנתונים של חברת פרטנר הן לחברות המקומיות והן לחברות הבינלאומיות, עולה באופן ברור כי יחסי האיתנות הפיננסיים בפרטנר עובר למועד הפחתת ההון, נמוכים מהיחסים הפיננסיים של חברות התקשורת האחרות, דבר המעיד על חוזקה ואיתנותה הפיננסית של פרטנר כיום. מניתוח היחסים הפיננסיים תחת הנחת הפחתת ההון הצפויה בפרטנר בהיקף של 1.4 מיליארד ₪ עולה כי, יחסי המינוף ביחס לנתונים המאזניים חשבונאיים הינם בטווח הגבוה של המדגם ואילו היחסים הכלכליים, המשקפים את הערכות השוק ביחס יכולת כיסוי החוב (כושר פירעון) טובים יותר ביחס לחברות ההשוואה.

5. ניתוח תזרימי מזומנים ויחסים פיננסיים והשפעתם על האיתנות הפיננסית

מבחן יכולת הפירעון קובע שעל החברה להימנע מחלוקה (ובכלל זה הפחתת הון) כאשר קיים חשש סביר שזו תמנע את יכולת הפירעון שלה ביחס לחביות קיימות וצפויות. לפיכך, בבואנו לחוות את דעתנו על האיתנות הפיננסית של החברה בעקבות הפחתת הון, אנו נבחן את כושר ההחזר שלה בהתחשב בתזרימי המזומנים הצפוי בעתיד תוך ניתוח מפורט לשנים 2010-2013 ואת חוזקה הפיננסי של החברה בהיבט המאזני בשנים אלו:

5.1 ניתוח תזרימי המזומנים ויחסים פיננסיים הצפויים של פרטנר

תזרימי המזומנים הצפויים של פרטנר מבטאים המשך מהלך עסקים הנוכחי של החברה ומניחים גיוס חוב במקביל לפירעון חובות קיימים תוך שמירה על רמת מינוף יציבה של החברה. להלן מוצגות ההנחות העיקריות שבבסיס תזרימי המזומנים הצפויים של החברה:

הכנסות

- ההכנסות מזמן אוויר המבוססות על: (1) מספר המנויים הקיים והצפוי של החברה, כאשר מובא בחשבון שינוי בנתח השוק של פרטנר כתוצאה משינויים בשוק הסלולר (מכירת מירס וכניסת מפעיל MVNO) המשפיעים לרעה הכנסות החברה; (2) ARPU שהינו תוצאה של MOU, תעריפים וכן צריכת שירותים אחרים כגון שירותי תוכן.
- הכנסות אחרות מתייחסות להכנסות שנובעות מהתפתחויות בתחומים חדשים בענף, כגון: VOB, ISP ועוד.

הפרמטרים העיקריים ששימשו בתחזית תזרימי המזומנים הצפויים של פרטנר:

פרמטרים עיקריים	2010	2011	2012	2013
מספר מנויים לסוף שנה (באלפים)	3,056	3,006	3,023	3,039
נתח שוק	31.9%	31.0%	30.2%	29.7%
ARPU	145	141	139	140
MOU	372	391	410	429

- רווח גולמי – הרווח הגולמי של החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2009 עמד על כ-38.4% מסך הכנסותיה, וצפוי לרדת בהדרגה לכ-35.3%. ירידה אשר נובעת בין היתר מכך שבשנת 2013 עשויה פרטנר לשלם תמלוגים בגין השימוש במוטג ORANGE. לפי ההסכם הקיים, פטורה החברה מתשלומים בגין מוטג עד שנת 2013.

- הוצאות תפעול – הוצאות התפעול של החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2009 היוו כ-12.6% מסך ההכנסות. שיעור הוצאות התפעול צפוי לנוע בין 12.9% ל-12.2%, ולהישמר לאורך השנים הנבחנות. הוצאות התפעול של החברה מושפעות מהוצאות של החברה עקב מיזם ה-ISP ופרויקטים חדשים אחרים, השפעה זו ממונת בשנים הבאות ע"י שיפור תהליכים בחברה כפי שצפויים לנבוע בעקבות צעדי התייעלות שנוקטת החברה כבר בימים אלה.

- הוצאות מימון – הוצאות המימון מורכבות מהוצאות ריבית הנובעות מתנאי האג"ח הקיימות וכן אשראי מבנקים ואג"ח שצפויות להיות מונפקות לצורך החלפת חוב ו/או תשלום דיבידנד שינבע מהפחתת ההון המתוכננת.

- מסים על הכנסה – שיעורי המס מבוססים על שעורי מס סטטוטוריים בתוספת של כ-1%, המשקף שיעור מס אפקטיבי.

להלן תחזית הרווח וההפסד הצפוי לשנת 2010-2013:

לשנה שנסיימה ביום 31 בדצמבר					לשנה שנסיימה ביום 31 בדצמבר					מטבע: מיליון ₪
2013	2012	2011	2010	2009	2013	2012	2011	2010	2009	נתוני רווח והפסד
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	6,564	6,399	6,303	6,204	6,049	הכנסות
35.3%	37.2%	37.7%	37.6%	38.2%	2,319	2,379	2,379	2,334	2,311	רווח גולמי
25.1%	26.6%	27.1%	26.7%	27.8%	1,644	1,702	1,707	1,656	1,681	רווח תפעולי
3.8%	3.6%	4.4%	4.7%	2.7%	253	227	275	289	164	הוצאות מימון, נטו
21.2%	23.0%	22.7%	22.0%	25.1%	1,391	1,475	1,432	1,367	1,517	רווח לפני מס
22.4%	23.4%	24.4%	25.6%	25.4%	312	346	350	348	385	הוצאות מס
16.4%	17.6%	17.2%	16.4%	18.7%	1,079	1,129	1,082	1,019	1,132	רווח נקי
37.2%	38.2%	38.5%	38.6%	37.3%	2,442	2,443	2,429	2,393	2,259	EBITDA

השקעה ברכוש קבוע – הונחה השקעה שנתית ברכוש קבוע של כ-500 מיליון ₪.

חוב ומימון – הטבלה שלהלן מציגה את פירעון וגיוס החוב של החברה בשנות התחזית:

מטבע: מיליון ₪					תזרים מימון (מרכיבי קרן בלבד)
2013	2012	2011	2010	2009	
					אשראי בנקאי:
300	950	-	1,500	-	קבלה
(300)	(950)	-	-	-	פרעון
					אגרות חוב:
274	199	785	550	448	הנפקה/הרחבה
(274)	(199)	(785)	(766)	(559)	פרעון

בשנת 2010 הונח גיוס חוב בדרך של הרחבת סדרת האג"ח קיימת (סדרה ב') לפי התנאים שהוצגו בפרק 2 לחוות דעת זו. בשנים שלאחר מכן הונח גיוס חוב בדרך של סדרות אג"ח חדשות בתנאים דומים לאג"ח סדרה ב', בגובה פירעון האג"ח לאותה שנה.

בשנת 2012 נפרעת ההלוואה לבנק לאומי בסך 700 מיליון ₪ ו-250 מיליון ₪ לבנק הפועלים. הונח כי פרטנר תמחזר הלוואות אלה בתנאים דומים. באופן דומה הונח כי ההלוואה מהבנק הבינלאומי תמוחזר בשנת 2013. יודגש, כי הרעה אפשרית בתנאי הריבית של החוב הממוחזר (עד עליה של כ-5%), אינה משפיעה באופן מהותי של תוצאות ומסקנות חוות דעת זו.

תשלומי דיבידנד – הונח כי החל משנת 2010 פרטנר תחלק דיבידנד בגובה 100% מהרווח הנקי במהלך העסקים השוטף. 75% מהדיבידנד שהוכרז משולמים באותה שנה ו-25% מהדיבידנד שהוכרז משולמים בשנה שלאחר ההכרזה.

הפחתת הון – הונחה הפחתת הון בסך 1.4 מיליארד ₪.

להלן היחסים הפיננסיים הצפויים לפי בתחזית תזרימי המזומנים הצפויים של פרטנר:

לשנה שנסיימה ביום 31 בדצמבר					מטבע: מיליון ₪
2013	2012	2011	2010	2009	
3,696	3,713	3,715	3,712	2,317	חוב פיננסי נטו
463	426	389	352	1,715	הון עצמי
89%	90%	91%	91%	57%	חוב נטו / (הון עצמי + חוב נטו)
1.51	1.52	1.53	1.55	1.03	חוב נטו / EBITDA

בחינת היחסים הפיננסיים מעלה כי מחד, היחס – חוב נטו/(הון עצמי + החוב נטו) גבוה מהמינוף הממוצע של חברות דומות בישראל שהינו כ- 50% (ראה פרק 4) ומאידך שיעור זה דומה לסלקום שעומד על כ-90%.

בבחינת יחס החוב נטו ל- EBITDA של החברה ניתן לראות כי לאחר הפחתת ההון שיעור זה צפוי לנוע בין 1.55 ל- 1.51. שיעור זה נמוך משמעותית מההתניות הפיננסיות שהציבו שלושת הבנקים שאמורים להקצות לפרטנר את המימון לביצוע הפחתת ההון: הפועלים, לאומי והבינלאומי, במסגרת ההתניות הפיננסיות שנקבעו בהסכמי המימון בסך כולל של 1.5 מיליארד ש"ח, לפיהם נקבע כי יחס זה לא יעלה על 4. כמו כן יחס זה נמוך מההתניות הפיננסיות שנקבעו בהנפקת אג"ח סדרה ב': יחס חוב EBITDA פחות הוצאות הוניות לא יעלה על 6.5 יחס חוב ל- EBITDA לא יעלה על 4.

תחת ההנחה הסבירה שהחברה תוכל למחזר את החוב הקיים, עולה כי החברה תוכל לעמוד הן בהפחתת הון בסך של 1.4 מיליארד ש"ח תוך עמידה בחביוותיה הקיימות והצפויים ואף והן לחלק דיבידנד לאורך שנות התחזית השווה ל- 100% מהרווח הנקי של החברה.

להלן מוצג תזרים המזומנים החופשי של החברה לאחר החזר חוב ופעילויות מימון (כולל חלוקת דיבידנד):

ביום 31 בדצמבר לשנה שנסתיימה				מטבע: מיליון ₪
2013	2012	2011	2010	תזרים מזומנים כלכלי
1,079	1,129	1,082	1,019	רווח נקי
949	883	894	907	התאמות לפעילות שוטפת
(785)	(749)	(736)	(737)	תזרים מפעילות השקעה
1,243	1,263	1,240	1,189	תזרים מזומנים חופשי
22	22	22	22	תקבול ממימוש אופציות לעובדים
(110)	(101)	(120)	(123)	ריבית ששולמה
300	950	-	1,500	קבלת הלוואות לזמן ארוך
(300)	(950)	-	-	פירעון הלוואות לזמן ארוך
274	199	785	550	הנפקת אג"ח, נטו
(274)	(199)	(785)	(766)	תשלום קרן אג"ח
-	-	-	(1,400)	הפחתת הון
1,155	1,184	1,142	972	סך תזרים חופשי לאחר פעילות מימון לפני חלוקת דיבידנד
1,328	1,290	1,172	1,022	יתרת מזומנים לסוף תקופה לפני חלוקת דיבידנד
(1,092)	(1,117)	(1,066)	(992)	תשלום דיבידנד
236	173	106	30	יתרת מזומנים לסוף תקופה

מהניתוח המוצג לעיל עולה, כי החברה צפויה לעמוד במבחן כושר הפירעון, מבחינה תזרימית גם לאחר הפחתת הון של 1.4 מיליארד ש"ח וזאת אף בהנחת מדיניות דיבידנד של 100% מהרווח הנקי של החברה.

כמו כן, מבדיקה שביצענו נראה כי גם בשנים שלאחר 2013 לא צפויים שינויים מהותיים בתוצאות פעילות החברה.

סיכום

מהניתוח לעיל ניתן ללמוד כי חוזקה הפיננסי של החברה בהיבט המאזני ויכולת שירות החוב בה לא צפויים להיפגע בתרחיש זה. הדברים מקבלים כמובן משנה תוקף אם יתממש תרחיש אופטימי יותר.

5.2 ניתוח רגישות לתחזית

ביצענו ניתוח רגישות לתחזית שהוצגה בפרק 5.1, עבור פרמטרים תפעוליים עיקריים, שמשמעותו פגיעה משמעותית בתוצאות החברה לעומת תחזית תזרימי המזומנים הצפויים של פרטנר: (1) ירידה בנתח השוק של פרטנר לאורך כל שנות התחזית; (2) ירידה ב-MOU; (3) ירידה ב-ARPU; (4) עליה בהוצאות תפעול; וכן (5) הפחתת ההכנסות והעלויות המשתנות שינבעו מ-ISP בכ-50%.

להלן הפרמטרים העיקריים כפי שנלקחו בניתוח הרגישות שביצענו:

פרמטרים עיקריים	2010	2011	2012	2013
מספר מנויים לסוף שנה (באלפים)	3,008	2,908	2,872	2,833
נתח שוק	31.4%	30.2%	28.9%	27.9%
ARPU	144	138	136	134
MOU	369	381	395	402

נוסף על הרעה בתוצאות הפעילות של החברה לעומת התרחיש שהוצג בפרק 5.1, בחנו את תזרימי המזומנים במקרה קיצון בו החברה לא תוכל לגייס חוב בעתיד כלל ותידרש להחזיר את החוב מאמצעים עצמיים בלבד.

כמו-כן, לא נלקחה חלוקת דיבידנד כלשהי.

להלן מוצגים עיקרי נתוני רווח והפסד של החברה כפי שמתקבלים תחת ניתוח הרגישות שביצענו:

מטבע: מיליון ₪	לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר					לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר					נתוני רווח והפסד
	2013	2012	2011	2010	2009	2013	2012	2011	2010	2009	
הכנסות	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	5,745	5,776	5,850	5,955	6,049	
רווח נקי	12.5%	14.7%	15.2%	15.3%	18.7%	721	848	887	910	1,132	
EBITDA	31.0%	33.4%	35.0%	36.9%	37.3%	1,781	1,928	2,045	2,195	2,259	

בהשוואה לתחזית שהוצגה בפרק 5.1 עולה כי תוצאות ניתוח הרגישות מהוות ירידה בהכנסות החברה בטווח של 4% - 12% וכן ירידה ברווח הנקי בטווח של 11% - 33% בתקופה הנבחנת. הטבלה להלן מציגה את ההשוואה בין התחזית בפרק 5.1 לבין ניתוח הרגישות:

מטבע: מיליון ₪	לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר					נתוני רווח והפסד
	2013	2012	2011	2010	2009	
הכנסות	6,564	6,399	6,303	6,204	6,049	תחזית
ניתוח רגישות	5,745	5,776	5,850	5,955	6,049	
הפרש (באחוזים)	(12%)	(10%)	(7%)	(4%)	- %	
רווח נקי	1,079	1,129	1,082	1,019	1,132	תחזית
ניתוח רגישות	721	848	887	910	1,132	
הפרש (באחוזים)	(33%)	(25%)	(18%)	(11%)	- %	

להלן מוצג תזרים המזומנים החופשי של החברה לאחר החזר חוב ופעילויות מימון אחרות ולפני חלוקת דיבידנד כלשהו:

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר				מטבע: מיליון ₪
2013	2012	2011	2010	תזרים מזומנים כלכלי
721	848	887	910	רווח נקי
840	807	835	902	התאמות לפעילות שוטפת
(785)	(749)	(736)	(737)	תזרים מפעילות השקעה
776	906	986	1,075	תזרים מזומנים חופשי
(6)	(24)	(51)	(82)	פעילות מימון אחרת
(300)	(950)	-	1,500	קבלת/ (פירעון) הלוואות לזמן ארוך
(123)	(199)	(785)	(766)	הנפקה/(פירעון) קרן אג"ח
-	-	-	(1,400)	הפחתת הון
347	(267)	150	327	סך תזרים חופשי לאחר פעילות מימון ולפני חלוקת דיבידנד
377	30	297	375	יתרת מזומנים לסוף תקופה לפני חלוקת דיבידנד
-	-	-	(228)	תשלום דיבידנד
377	30	297	147	יתרת מזומנים לסוף תקופה

מניתוח הרגישות המוצג לעיל עולה, כי לחברה תזרים מזומנים חיובי לפני חלוקת דיבידנד ולאחר הפחתת הון של 1.4 מיליארד ₪, וזאת בנוסף ליתרת מזומנים של כ- 48 מיליון ₪ שצפויה להיות ליום 31 בדצמבר 2009. לכן, נראה כי נוסף על הפחתת הון של 1.4 מיליארד ₪ תוכל החברה להחליט על חלוקת דיבידנד לבעלי המניות מתוך רווחיה הראויים לחלוקה.

סיכום ניתוח הרגישות

מניתוח הרגישות המוצג לעיל ניתן ללמוד כי, בהינתן ש: (1) תהיה הרעה משמעותית בתוצאות החברה (ירידה חדה ברווח הנקי בטווח של 33% - 11%) (2) החברה תתקשה לגייס חוב ותידרש לפרוע את מלוא החוב מאמצעים עצמיים בלבד (3) בשנת 2010 החברה תבצע הפחתת הון של 1.4 מיליארד ₪, התזרים החופשי של החברה לאחר פעילויות מימון צפוי להיות חיובי ולחברה לא צפוי להיות קושי בשירות חובותיה.

יתר על כן, במקרה של הרעה בתוצאות החברה מצויים בידי פרטנר כלים העשויים לשפר את תוצאות החברה ולא הובאו בחשבון בניתוח הרגישות לעיל כגון: (1) הפחתת ההשקעה השנתית ברכוש הקבוע; (2) צמצום בהוצאות של החברה וכד'.

5.3 אינדיקציות נוספות

דירוג S&P מעלות

נכון ליום 5 באוקטובר 2009 אישרה S&P מעלות את הדירוג ilAA של אגרות החוב שבמחזור (סדרה א') של החברה ובאותה עת הוציאה את הדירוג מ-CreditWatch עם השלכות שליליות בו היה נמצא הדירוג החל מה-17 לספטמבר 2009.

עפ"י דוח זה, S&P מעלות בחנה מגוון תרחישים, לרבות תרחיש של הפחתת הון, ואת השלכותיהם על מבנה ההון של פרטנר. ע"פ S&P מעלות, תחזית הדירוג יציבה והיא מעריכה כי החברה תוכל לתמוך במבנה הון עתידי עם מינוף גבוה יותר באופן משמעותי, ועדין לשמור על פרופיל פיננסי מתאים לרמת הדירוג הנ"ל. להערכת S&P מעלות התרחיש הסביר ביותר הנו כי פרטנר תציג יחס חוב מותאם ל-EBITDA נמוך מ-3.5 וכן יחס FFO לחוב נמוך במעט מ-25%. עוד מעריכה S&P מעלות כי הנזילות הנוכחית של החברה טובה לנוכח יכולתה לייצר תזרימי מזומנים חופשיים גבוהים ויתרת מזומן של כ-167 מיליון ₪ בהשוואה לחוב לזמן קצר של 733 מיליון ₪ נכון ליום 30 ביוני, 2009. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הצפייה כי החברה תשמור על מבנה הון איתן, למרות שהמינוף צפוי לעלות בצורה משמעותית כתוצאה מהשינוי בבעלת השליטה.

נוסף על כך, ביום 25 בנובמבר 2009 גייסה פרטנר סכום של כ-448 מיליון ש"ח בדרך של הנפקה פרטית של אג"ח סדרה ב', תוך ידוע בעלי האג"ח כי ההנפקה היא לצורך החלפת חוב ו/או כתחליף להלוואות בנקאיות לתשלום הדיבידנד שינבע מהפחתת ההון המתוכננת בסכום של 1.4-1 מיליארד ₪ וקבלת הסכמתם להפחתה זו. אגרות החוב דורגו ב-ilAA בדירוג מקומי עם אופק יציב ע"י S&P מעלות, בדומה לדירוג אג"ח סדרה א'.

תחזיות אנליסטים

להלן מוצגים ממוצע תחזיות האנליסטים המסקרים את פרטנר בהשוואה לתחזית תזרימי המזומנים של פרטנר וניתוח הרגישות שבוצע לתחזית תזרימי מזומנים אלה:

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר					מטבע: מיליון ₪
2013	2012	2011	2010	2009	נתוני רווח והפסד
הכנסות					
6,564	6,399	6,303	6,204	6,049	תחזית תזרים מזומנים
6,147	6,224	6,525	6,417	6,222	ממוצע תחזיות אנליסטים
7%	3%	(3%)	(3%)	(3%)	הפרש (באחוזים)
5,745	5,776	5,850	5,955	6,049	תוצאות ניתוח הרגישות
6,147	6,224	6,525	6,417	6,222	ממוצע תחזיות אנליסטים
(7%)	(7%)	(10%)	(7%)	(3%)	הפרש (באחוזים)
EBITDA					
2,442	2,443	2,429	2,393	2,259	תחזית תזרים מזומנים
2,259	2,222	2,334	2,254	2,221	ממוצע תחזיות אנליסטים
8%	10%	4%	6%	2%	הפרש (באחוזים)
1,781	1,928	2,045	2,195	2,259	תוצאות ניתוח הרגישות
2,259	2,222	2,334	2,254	2,221	ממוצע תחזיות אנליסטים
(21%)	(13%)	(12%)	(3%)	2%	הפרש (באחוזים)

לסיכום נראה כי ממוצע תחזיות האנליסטים המסקרים את פרטנר בשנים 2010-2011 גבוה יותר מתחזית תזרימי מזומנים שהוצגה בפרק 5.1 ואילו בשנים 2012-2013 נמוך במעט מתחזית זו, אך גבוה באופן משמעותי מהתרחיש שנלקח לניתוח הרגישות כפי שהוצגו בחוות דעת זו.

הלוואות מבנקים

יודגש כי הבנקים לאומי, הפועלים והבינלאומי, הביעו את הסכמתם להפחתת הון בסכום של עד 1.4 מיליארד ₪. העמדת החוב ע"י הבנקים והסכמתם להפחתת ההון מהווה אינדיקציה חיובית.

6. מסקנה

מכל האמור לעיל ואשר פורט לעיל, מסקנתנו איפוא היא, כי לא קיים חשש סביר, בהתחשב הן בתזרים המזומנים הנוכחי והצפוי והן בחוסנה הפיננסי של החברה בהיבט המאזני, שהפחתת ההון בסך של 1.4 מיליארד ₪, תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבוייתיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד פרעון.

נספחים

1. נתונים השוואתיים של חברות בענף התקשורת בארץ ובעולם

א. להלן ריכוז הנתונים הפיננסיים של חברות תקשורת בישראל מתוך הדוחות הכספיים שפורסמו נכון ליום 30 בספטמבר 2009:

מליון ₪								
שם החברה	סימול	מטבע	שווי שוק	EBITDA*	% EBITDA*	חוב פיננסי נטו	הון עצמי	
פרטנר	PTNR	ש"ח	10,970	2,238	37%	2,063	1,941	
פרטנר פרופורמה**		ש"ח	9,570	2,238	37%	3,463	541	
סלקום	tase:cel	ש"ח	11,087	2,516	39%	3,331	389	
בזק	tase:bezq	ש"ח	21,495	4,618	37%	3,695	6,188	
הוט	tase:hot	ש"ח	2,776	1,054	34%	2,807	1,355	
012	smlc	ש"ח	1,003	267	23%	32	831	
חציון***			6,932	1,785	35%	3,069	1,093	
ממוצע***			9,090	2,114	33%	2,466	2,191	

* 12 חודשים אחרונים.

** נתונים פרטנר עם הפחתת הון של 1.4 מיליארד ₪.

*** נתוני החציון והממוצע אינם כוללים את פרטנר

ב. להלן ריכוז הנתונים הפיננסיים של חברות תקשורת בארה"ב מתוך הדוחות הכספיים שפורסמו נכון ליום 30 בספטמבר 2009:

מליון ₪								
שם החברה	סימול	מטבע	שווי שוק	EBITDA*	% EBITDA*	חוב פיננסי נטו	הון עצמי	
AT&T	t	דולר	175,430	41,272	33%	68,916	100,001	
Rogers	rci.b	דולר	18,311	3,875	33%	8,807	4,530	
Qwest	q	דולר	6,577	4,417	35%	12,061	(1,031)	
Verizon	vz	דולר	85,986	32,968	31%	61,127	84,582	
חציון**			52,149	18,693	33%	36,594	44,556	
ממוצע**			71,576	20,633	33%	37,728	47,021	

* 12 חודשים אחרונים.

** נתוני החציון והממוצע אינם כוללים את פרטנר

ג. להלן ריכוז הנתונים הפיננסיים של חברות תקשורת באירופה מתוך הדוחות הכספיים שפורסמו נכון ליום 30 בספטמבר 2009:

מליון ₪								
שם החברה	סימול	מטבע	שווי שוק	EBITDA*	% EBITDA*	חוב פיננסי נטו	הון עצמי	
Vodafone Group PLC	vod	אירו	73,738	15,255	36%	35,715	87,762	
Deutsche Telekom AG	db:dte	אירו	40,800	18,963	29%	47,387	41,589	
KPN	Euronext:kpn kon	אירו	18,940	5,166	37%	11,793	2,943	
Telecom Italia Spa	cm:tit	אירו	21,106	11,199	40%	37,479	26,989	
Telefonica S.A	tef	אירו	88,713	22,538	40%	45,099	19,920	
Swisscom AG	swx:scmm	אירו	19,813	4,754	39%	9,760	6,414	
חציון**			30,953	13,227	38%	36,597	23,455	
ממוצע**			43,852	12,979	37%	31,206	30,936	

* 12 חודשים אחרונים.

** נתוני החציון והממוצע אינם כוללים את פרטנר

2. נתוני החברה לפי תחזית תזרים המזומנים כפי שהוצגה בפרק 5

א. עיקרי מאזן לשנים שנסתיימו ביום 31 בדצמבר 2009-2013 לפי תחזית תזרימי מזומנים כפי שהוצגה בפרק 5.1:

מטבע: מיליון ₪					ליום 31 בדצמבר					ליום 31 בדצמבר				
נתוני מאזן					2013	2012	2011	2010	2009	2013	2012	2011	2010	2009
מזומנים ושווי מזומנים					236	173	106	30	50	4.1%	3.1%	1.9%	0.6%	1.0%
נכסים שוטפים אחרים					1,460	1,425	1,404	1,383	1,349	25.6%	25.5%	25.6%	25.9%	25.5%
סך נכסים לא שוטפים					4,008	3,993	3,965	3,928	3,899	70.3%	71.4%	72.4%	73.5%	73.6%
אשראי זמן קצר וחלויות														
שוטפות של אשראי זמן ארוך					274	268	198	773	754	4.8%	4.8%	3.6%	14.5%	14.2%
התחייבויות שוטפות אחרות					1,498	1,481	1,452	1,419	1,364	26.3%	26.5%	26.5%	26.6%	25.7%
אגרות חוב ואשראי זמן ארוך					3,388	3,335	3,353	2,715	1,385	59.4%	59.7%	61.2%	50.8%	26.1%
התחייבויות זמן ארוך אחרות					81	81	83	82	80	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
סך הון עצמי					463	426	389	352	1,715	8.1%	7.6%	7.1%	6.6%	32.4%
סך מאזן					5,704	5,591	5,475	5,341	5,298	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

ב. עיקרי מאזן לשנים שנסתיימו ביום 31 בדצמבר 2009-2013 לפי ניתוח הרגישות לתוצאות החברה כפי שהוצג בפרק 5.2:

מטבע: מיליון ₪					ליום 31 בדצמבר					ליום 31 בדצמבר				
נתוני מאזן					2013	2012	2011	2010	2009	2013	2012	2011	2010	2009
מזומנים ושווי מזומנים					377	30	297	147	48	6.7%	0.6%	5.4%	2.7%	0.9%
נכסים שוטפים אחרים					1,287	1,294	1,311	1,333	1,353	22.9%	24.5%	23.7%	24.7%	25.5%
סך נכסים לא שוטפים					3,951	3,950	3,933	3,911	3,900	70.4%	74.9%	71.0%	72.5%	73.6%
אשראי זמן קצר וחלויות														
שוטפות של אשראי זמן ארוך					123	120	198	773	754	2.2%	2.3%	3.6%	14.3%	14.2%
התחייבויות שוטפות אחרות					1,085	1,091	1,103	1,123	1,367	19.3%	20.7%	19.9%	20.8%	25.8%
אגרות חוב ואשראי זמן ארוך					498	912	1,971	2,151	1,385	8.9%	17.3%	35.6%	39.9%	26.1%
התחייבויות זמן ארוך אחרות					81	80	83	82	80	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
סך הון עצמי					3,828	3,071	2,186	1,262	1,715	68.2%	58.2%	39.4%	23.4%	32.4%
סך מאזן					5,615	5,274	5,541	5,391	5,301	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%