



בית המשפט המחוזי מרכז-לוד

פר"ק 57997-07-26 חברת פרטנר תקשורת בע"מ נ' רשם החברות. ואח'

לפני כב' השופטת הלית סילש

העתק החלטת בית משפט מיום ו' אב תשפ"ו 20 יולי 2026

מתירה פרסום כדין.

העתק הבקשה וההחלטה יומצאו לידי הנושים המהותיים - תשובתם של אלו תוגש בתוך 14 יום ממועד ההמצאה.

רשמתי בפני את הצהרת המבקשת לפיה אין לה נושים מובטחים.

כן יועבר לתשובת הממונה על הליכי חדלות הפירעון, רשות המיסים, הרשות לניירות ערך, ורשמת החברות וזאת בתוך 20 יום ממועד ההמצאה. לצורך החלטתי זו הפגרה במניין.

בחלוף המועדים להגשת התשובות, ובכפוף להן, תוגש על ידי המבקשת בקשה למתן החלטה משלימה.



**** בכל מקרה, הנוסח המחייב הוא זה שבהחלטה החתומה על ידי השופט

הודעה לנושי חברת פרטנר תקשורת בע"מ

(**"החברה"**)

ניתנת בזאת הודעה בהתאם להוראות חוק החברות, התשנ"ט-1999 (**"חוק החברות"**), ותקנות החברות (אישור חלוקה), תשס"א-2001, כי ביום 20 ביולי 2026 הגישה חברת פרטנר תקשורת בע"מ, ח.צ. 520044314 (להלן: **"החברה"**), בקשה לבית המשפט המחוזי מרכז-לוד (להלן: **"בית המשפט"**), במסגרתה מבקשת החברה את אישור בית המשפט לביצוע חלוקה לפי סעיף 303(א) לחוק החברות, שאינה מקיימת את מבחן הרווח (כהגדרת מונח זה בחוק החברות), אך המקיימת את מבחן יכולת הפירעון (להלן: **"הבקשה"**).

נושי החברה רשאים לפנות לבית המשפט ולהתנגד לבקשה בתוך שלושים (30) ימים ממועד הגשת הבקשה או תוך מועד מאוחר יותר כפי שיקבע בית המשפט.

כפוף לאישור בית המשפט, החלוקה המבוקשת תבוצע בדרך של חלוקת דיבידנד במזומן לבעלי מניות החברה בסך של 500 מיליון ש"ח, מעבר לרווחי החברה כמשמעות בסעיף 302 לחוק החברות, והכל כמפורט בבקשה. על פי דוחותיה הכספיים המאוחדים והסקורים ליום 31 במרס 2026, הונה העצמי של החברה הינו כ- 1,934 מיליון ש"ח.

נושי החברה רשאים לעיין בנוסח המלא של הבקשה, וכן לצלמה על חשבון הנושה, במשרדה הרשום של החברה, מרחוב עמל 8 ראש העין, 4809229 בימים א'-ה', לאחר תיאום מראש בטלפון: 054-7814455, בשעות העבודה המקובלות. כמו כן, נושי החברה רשאים לקבל מידע בקשר להליכים וההחלטות שהתקבלו בבית המשפט, לרבות מידע אודות המועד האחרון להגשת ההתנגדויות לבקשה לאישור חלוקה אם קבע בית המשפט מועד מאוחר מ-30 ימים מיום הגשת הבקשה. לקבלת מידע כאמור, ניתן לפנות לעו"ד רועי רייס ו/או עו"ד עינב לוי ממשרד גולדפרב גרוס זליגמן ושות', בטלפון: 03-6074510.

בכבוד רב,
חברת פרטנר תקשורת בע"מ

תאריך : 20.07.2026

פרופסור צבי וינר

חוות דעת כלכלית בנושא עמידת חברת פרטנר תקשורת בע"מ במבחן יכולת
הפירעון בקשר עם חלוקת דיבידנד שלא מקיימת את מבחן הרווח

תוכן עניינים

3	א. מטרת חוות הדעת
3	ב. פרטי השכלתי וניסיוני
4	ג. הצהרת נותן חוות הדעת
5	ד. מקורות מידע
6	ה. שוק התקשורת בישראל והסביבה העסקית
11	ו. תיאור החברה
16	ז. ניתוח דוחות כספיים
20	ח. דוח דירוג מאי 2026
21	ט. בחינת יכולת פירעון
21	כללי
22	תרחיש בסיס
27	תרחיש פסימי
31	תרחיש קיצוני
35	דיון בגורמי הסיכון
36	אישושים חיצוניים
38	כריות ביטחון
39	י. מסקנות
40	נספח א' – פרטי נסיונו והשכלתו של פרופ' צבי וינר

לכבוד :
חברת פרטנר תקשורת בע"מ
שלום רב,

הנדון: בחינת יכולת פירעון לצורך חלוקת דיבידנד שאינה עומדת במבחן הרווח

א. מטרת חוות הדעת

1. ביום 10 במרץ 2026, החליט דירקטוריון חברת פרטנר תקשורת בע"מ (להלן: "פרטנר" או "החברה") לבחון אפשרות לחלוקת דיבידנד בסך של 500 מיליון ש"ח שאינה מקיימת את מבחן הרווח כמשמעו בסעיף 302 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות" ו"החלוקה המבוקשת"). בתוך כך, התבקשתי על ידי החברה לחוות את דעתי המקצועית בשאלת עמידתה במבחן יכולת הפירעון כמשמעו בסעיף 302 לחוק החברות, קרי האם קיים חשש סביר שהחלוקה המבוקשת תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן (להלן: "מבחן יכולת הפירעון").
2. לאחר שבחנתי את מצבה הפיננסי של החברה, מצאתי שלא קיים חשש סביר לאי עמידה במבחן יכולת הפירעון כפי שאפרט להלן במסמך זה.

ב. פרטי השכלתי וניסיוני

3. אני פרופ' מן המניין בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית. תחומי התמחותי הם מימון, השקעות, ניהול סיכונים, אופציות והנדסה פיננסית. אני בעל תואר דוקטור למתמטיקה ממכון ויצמן, פוסט-דוקטורט בתחום המימון באוניברסיטת פנסילבניה (Wharton) המובילה בעולם בתחום זה; תואר Financial Risk Manager מארגון GARP (Global Association of Risk Professionals) ותואר Financial Risk Manager מארגון PRMIA (Professional Risk Managers' International Association).
4. אני בעל ניסיון של כמעט שלושה עשורים בהוראה ומחקר בתחום ההשקעות, וניסיון מעשי בהשקעות וליווי חברות הזנק רבות במשך יותר מ-10 שנים.
5. בעבר כיהנתי כדיקן בית הספר למנהל עסקים ושימשתי במהלך עשור כראש התמחות המימון וכן כמנהל האקדמי של תכנית Executive MBA במימון ובנקאות באוניברסיטה העברית בירושלים. אני מלמד קורסים בישראל ובעולם בתחומים פיננסיים שונים, כגון: השקעות וניירות ערך, אגרות חוב, הנדסה פיננסית וניהול סיכונים.
6. שימשתי בעבר וואו משמש בהווה כיועץ למוסדות ותאגידים רבים בארץ ובחו"ל, ביניהם בנק ישראל, משרד האוצר, רשות ניירות ערך, הבורסה לניירות ערך בתל אביב, חמשת הבנקים הגדולים בישראל, מספר חברות ביטוח מובילות וכן תאגידים נוספים רבים.

7. פרסמתי (ביחד עם ליאון סנדלר) ספר "מכשירים פיננסיים וניהול סיכונים", בהוצאת גלובס, וכן פרסמתי מחקרים רבים בכתבי עת מקצועיים מובילים בעולם.
8. ביצעתי פרויקטים של מחקר וייעוץ בקשר לניהול סיכונים והקצאת הון בדגש על סיכוני שוק ואשראי וכן בנושאי רגולציה ודרישות הון, לרבות עבור הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר. מספר מחקרים שלי בתחומים אלו פורסמו בכתבי עת מדעיים והוצגו בכנסים בינלאומיים.
9. שימשתי כיועץ וליוויתי דירקטוריונים רבים בהחלטות בנושאי מיזוגים ורכישות, תשלומי דיבידנד והחלטות אסטרטגיות נוספות בחברות ציבוריות.
10. אני המייסד והבעלים (עם שותף) של חברת אסכולה יעוץ כלכלי ומימוני בע"מ, העוסקת בייעוץ פיננסי בתחומים של הערכות שווי, ניהול סיכונים, ועוד. כמו כן, אני אחד משלושת השותפים בחברת מרווח הוגן בע"מ, שעיקר תפקידה שערך חוב בלתי סחיר עבור המשקיעים המוסדיים בישראל, בהתאם למכרז של משרד האוצר.
11. במשך כ-10 שנים כיהנתי כיו"ר Education and Standards Committee של PRMIA – ועדה זו אחראית על מבחן בינלאומי להסמכה בתחום של ניהול סיכונים.
12. לפירוט נוסף ר' נספח א'.

ג. הצהרת נותן חוות הדעת

13. חוות דעת זו ניתנת בכתב ועשויה לבוא במקום עדות בפני בית המשפט הנכבד. אני מצהיר כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר בבית המשפט, דין חוות דעת דעתי כשהיא חתומה על ידי, כדין עדות שנתתי בבית המשפט הנכבד.
14. חוות הדעת מבוססת על מסכת עובדות ומידע שנמסרו לי על ידי החברה ו/או מי מטעמה, וכן על פרסומים לציבור.
15. הריני לאשר, כדלקמן:
 - 15.1. אין לי כל קשר או תלות בחברת פרטנר, בבעלי העניין בה או בנושאי המשרה שלה, במישרין או בעקיפין.
 - 15.2. שכר טרחתי בגין הכנת חוות דעת זו קבוע מראש, כפי שסוכם ביני ובין החברה. שכר טרחה זה איננו תלוי בתוצאות חוות דעתי או בתוצאות ההליכים המשפטיים במסגרתם מוגשת חוות דעת זו.
 - 15.3. לא ניתן לי כתב שיפוי ביחס לחוות דעתי זו.
16. חוות דעת זו מיועדת לפרטנר בלבד, ואין לעשות בה כל שימוש אחר או להסתמך עליה ללא הסכמתי לכך. עם זאת, פרטנר רשאית למסור את חוות הדעת ליועציה המשפטיים, לרשות ני"ע ולמי שזכאי על פי חוק לעיין בחוות הדעת; להגיש לבית המשפט בהליכים הנוגעים לאמור בחוות דעתי זו; וכן לפרסם את חוות הדעת (כולה או חלקה) באתר המגנ"א של רשות ניירות ערך ובאתר הבורסה לניירות ערך בתל אביב. כמו כן, פרטנר רשאית להציג את חוות הדעת גם בשיחות ובמפגשים עם בעלי החוב של החברה.

ד. מקורות מידע

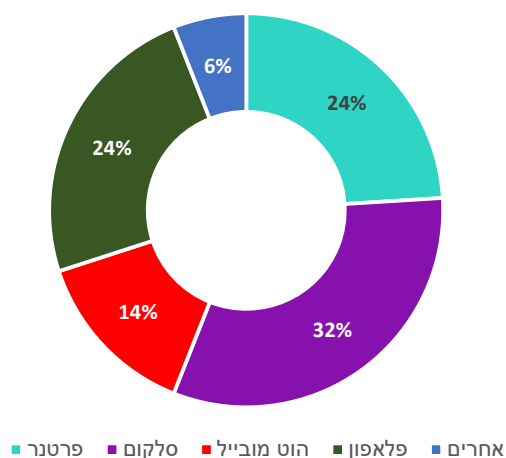
17. להלן מקורות המידע ששימשו בהכנת חוות דעתי:
- 17.1. דוחות שנתיים של החברה 2021-2025 ;
 - 17.2. תקציב רב שנתי של החברה עד 2030 ;
 - 17.3. דוחות ניהוליים פנימיים של החברה ;
 - 17.4. הבהרות וחומרים נוספים של פרטנר שהועברו על ידי החברה לבקשתנו ;
 - 17.5. שיחות שקיימתי עם הנהלת פרטנר ;
 - 17.6. מידע שקיבלתי מהנהלת פרטנר בנושא הסיכונים ודרכי ההתמודדות איתם ;
 - 17.7. דוחות דירוג של סטנדרט & פורס מעלות בע"מ ("מעלות" או "S&P") ;
 - 17.8. דיווחים מידיים של חברות ציבוריות ממערכת "מאיה" ;
 - 17.9. נתוני מניות ומדדים של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ;
 - 17.10. נתונים מאתר איגוד האינטרנט הישראלי ;
 - 17.11. סקירות אנליסטים לחברת פרטנר ולענף התקשורת בישראל.

ה. שוק התקשורת בישראל והסביבה העסקית

תקשורת סלולרית

18. תחום הסלולר בישראל כולל מגוון רחב של שירותי תקשורת הניתנים ללקוחות פרטיים ועסקיים, ובראשם שיחות קוליות, הודעות טקסט, גלישה באינטרנט והעברת נתונים. בנוסף, כולל השוק שירותי נדידה בינלאומיים, פעילות סיטונאית בין מפעילים, וכן מכירה והשכרה של מכשירים וציוד קצה נלווה. ענף התקשורת הסלולרית בישראל מהווה שוק רחב הכולל כ-11 מיליון מנויים סלולריים. מנויים אלו מתחלקים בין חברות תקשורת גדולות - פרטנר, סלקום, הוט מובייל ופלאפון - וכן מספר מפעילים קטנים ומפעילים וירטואליים. נכון לסוף שנת 2025 מנויי הסלולר בישראל התחלקו באופן הבא בין חברות הסלולר:¹

התפלגות לקוחות הסלולר בישראל

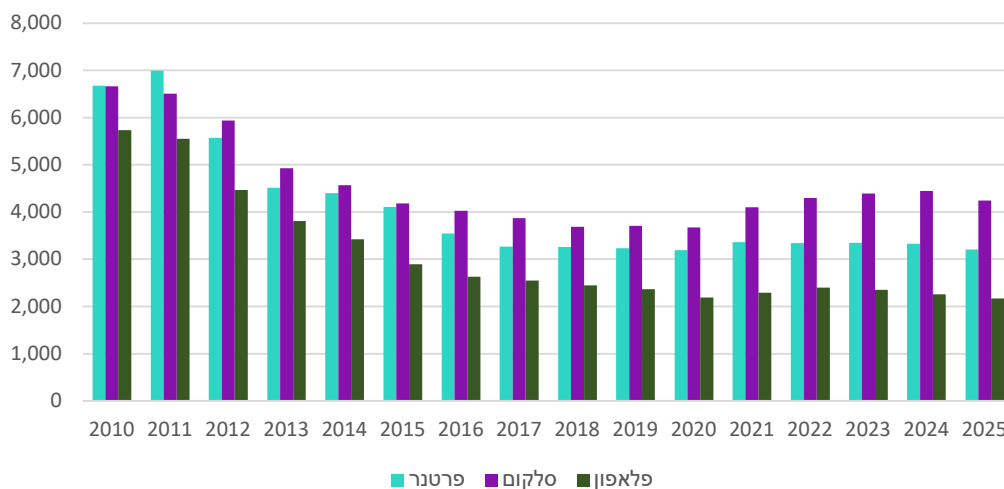


19. השוק מאוסדר על ידי משרד התקשורת, אשר מקצה תדרים לחברות באמצעות רישיונות ומכרזים. החברות מפעילות רשתות סלולריות מתקדמות (דור 4 ו-5), כאשר הענף נמצא בתהליך מתמשך של הרחבת תשתיות דור 5.

¹ מקור: הערכות החברה, פרק א' בדוח הכספי לשנת 2025.

20. עד לשנת 2010, פעילות בשוק הסלולר הותנתה בהחזקת רשיון ותשתית עצמאית. רפורמות שהחלו בשנת 2010 אפשרו כניסת מפעילים וירטואליים, הקלו על ניווד לקוחות והורידו חסמי מעבר בין החברות. מהלכים אלו הובילו לעלייה חדה ברמת התחרות בענף, לירידת מחירים ולהתרחבות מספר השחקנים וכן לשחיקה משמעותית בהכנסות וברווחיות חברות הסלולר הוותיקות בשנים שלאחר הרפורמות. להלן תרשים המתאר את הכנסות חברות התקשורת הוותיקות בשנים 2010-2025:²

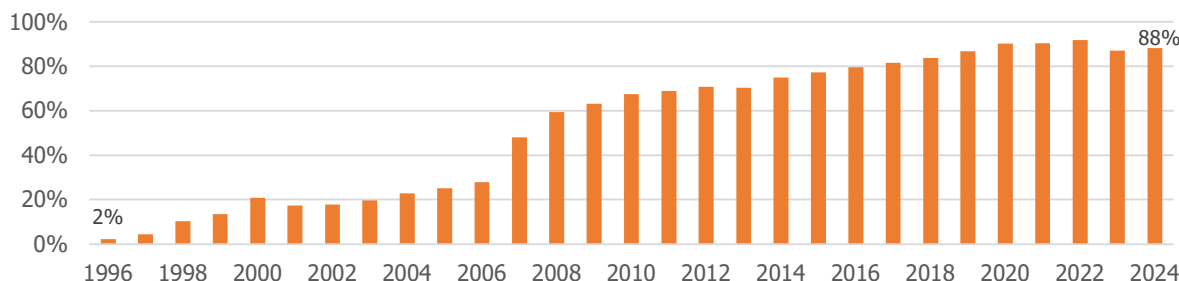
הכנסות חברות הסלולר 2010-2025



תקשורת ניידת בישראל

21. תחום התקשורת הניידת בישראל כולל שירותי טלפוניה ניידת, שירותי אינטרנט ושירותי טלוויזיה רב-ערוצית המסופקים על גבי תשתיות קוויות, ובראשן כבלים וסיבים אופטיים. לצד שירותי הליבה התחום כולל שירותי תמסורת והעברת נתונים למגזר העסקי וכן שירותי תקשורת בינלאומית ופעילות סיטונאית בין מפעילים. בנוסף, כולל התחום שירותי טלוויזיה מבוססי אינטרנט (OTT) וכן מכירה והשכרה של ציוד קצה נלווה. בפעילות הטלפוניה הניידת, בזק הינה השחקן הדומיננטי, ופעילות קבוצות התקשורת האחרות בתחום מצומצמת משמעותית ביחס אליה. בתחום האינטרנט קיימת רמת תחרות גבוהה, הנתמכת בביקוש גובר לשירותי נתונים ובהתפתחות תשתיות מתקדמות. השימוש באינטרנט במדינת ישראל החל בשנות ה-90 ונמצא מאז במגמת עלייה מתמשכת. להלן תרשים המציג את עליית השימוש באינטרנט לאורך השנים:³

שימוש באינטרנט בישראל באחוזים 1996-2024

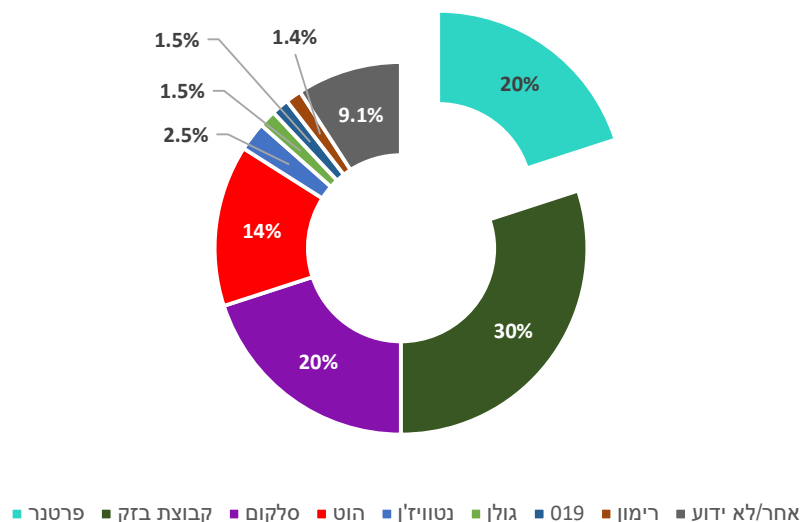


² מקורות: דוחות כספיים שנתיים. יצויין כי נתוני סלקום כוללים את חברת הבת גולן טלקום החל ממועד הרכישה במהלך 2020.

³ מקור: Internet users for Israel, אתר הפדרל ריזרב, על פי נתוני הבנק העולמי

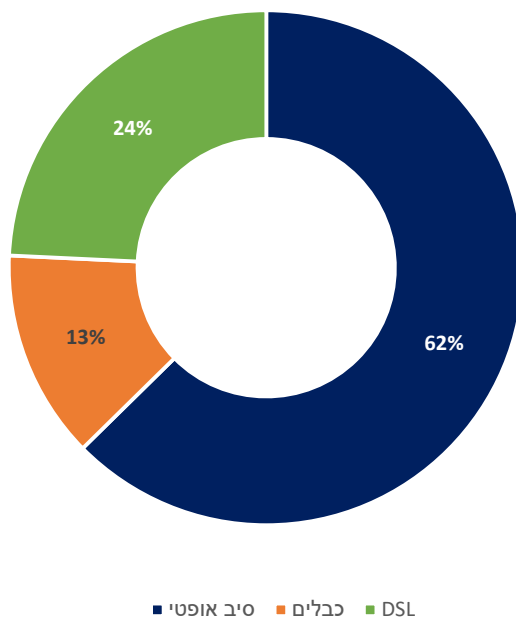
22. שוק האינטרנט בישראל מתאפיין בתחרות משמעותית בין החברות, בין היתר כתוצאה מאסדרה רגולטורית המעודדת תחרות. החברות המרכזיות הפועלות בתחום כוללות את בזק, הוט, פרטנר, וסלקום לצד שחקנים קטנים נוספים. להלן תרשים המציג את התפלגות השימוש באינטרנט בישראל לפי חברות נכון לסוף 2024:⁴

התפלגות השימוש באינטרנט, לפי חברות



23. הגישה לאינטרנט בישראל התבססה בתחילה על תשתיות מבוססות קווי טלפון (DSL) ובהמשך התרחבה גם לתשתיות כבלים. החל משנת 2017 החלה חדירה של תשתיות סיבים אופטיים לתחום האינטרנט בישראל, תחילה עלי ידי פרטנר ובהמשך גם על ידי בזק, IBC וסלקום. התרשים שלהלן מציג את חלוקת הלוקוחות בישראל לפי סוג טכנולוגיה נכון לסוף 2024:⁵

התפלגות השימוש באינטרנט, לפי סוג טכנולוגיה



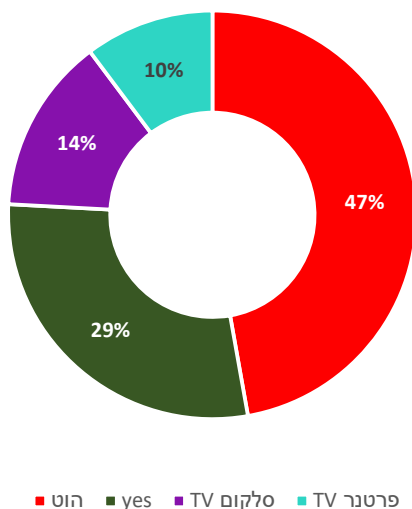
⁴ מקור: מדד האינטרנט הישראלי, אתר איגוד האינטרנט הישראלי

⁵ מקור: עיבוד על פי נתוני OECD

טלוויזיה בישראל

24. בעבר שוק הטלוויזיה הרב-ערוצית בישראל נשלט על ידי שתי חברות עיקריות: הוט שסיפקה שירות על גבי תשתית כבלים, ו-yes (בבעלות בזק) שסיפקה שירות על גבי תשתית לוויין. בשנים האחרונות חל מעבר הדרגתי לשירותי טלוויזיה מבוססי אינטרנט, עם כניסת שחקנים חדשים, ובהם פרטנר וסלקום, וכן עם התאמת פעילויות הוט ו-yes למודל זה באמצעות שירותים אינטרנטיים NextTV ו-StingTV, בהתאמה. בנוסף, כניסת שירותי סטרימינג בינלאומיים, בעיקר לצד השירותים המקומיים, משפיעה על הרגלי הצריכה של הלקוחות. נכון לסוף שנת 2025 לקוחות הטלוויזיה הרב ערוצית בישראל התפלגו בין השירותים הקיימים בשוק באופן הבא:⁶

התפלגות לקוחות הטלוויזיה בישראל, לפי חברות



שחקנים מרכזיים בשוק התקשורת בישראל

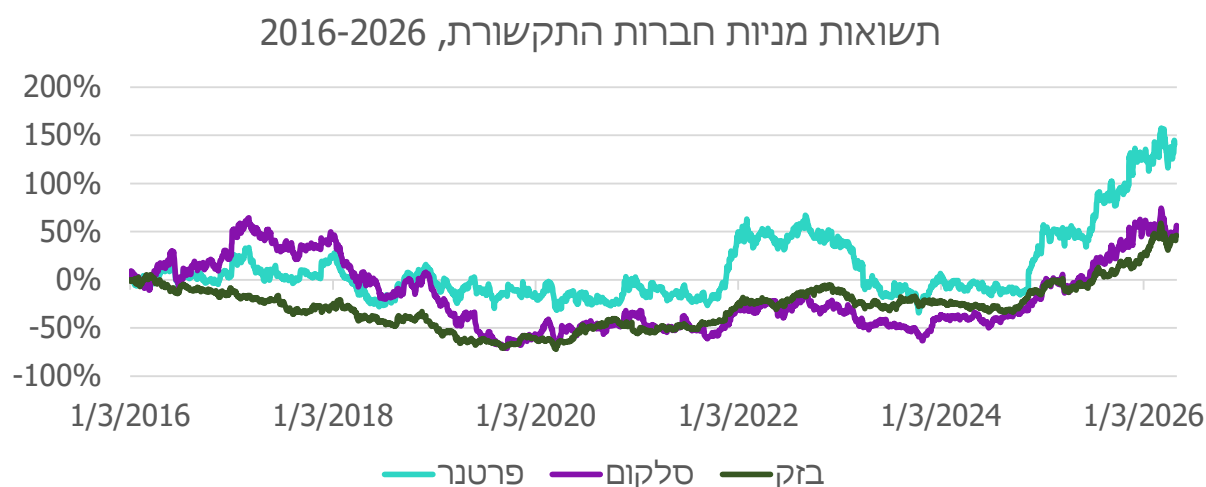
25. השחקנים המרכזיים בשוק התקשורת בישראל הם קבוצות התקשורת: פרטנר, בזק, סלקום והוט. קבוצות אלו פועלות לאורך שרשרת הערך של שירותי התקשורת, הן במגזר הסלולר והן במגזר הנייח (לרבות שירותי טלוויזיה), באמצעות פעילות ישירה ו/או באמצעות חברות בנות. שלוש מהחברות כאמור הינן חברות ציבוריות, בעוד הוט הינה חברה פרטית. לצד קבוצות התקשורת פועלים שחקנים נוספים, המתמקדים בחלקים מסוימים של שרשרת הערך עם נתח שוק מוגבל יחסית.

⁶ מקור: עיבוד על פי דוחות כספיים. יצויין כי נתוני הוט הלקוחים מתוך דוחות חברת האם כוללים את כל לקוחות מגזר נייח.

26. הטבלה להלן מתארת נתונים מרכזיים מחברות התקשורת הציבוריות בישראל:⁷

שוק ליום 31.12.2025	פרטנר	סלקום	בזק
7.2 מיליארד ש"ח	6.6 מיליארד ש"ח	22.9 מיליארד ש"ח	
תנודתיות מניות 3 שנים אחרונות	37%	36%	25%
תשואת מניה ב- 2025	69%	87%	45%
הון עצמי למאזן 31.12.2025	50%	44%	19%
דירוג	ilAA- (stable)	ilAA- (stable)	ilAA (stable)
רווח נקי ב- 2025	304 מיליון ש"ח	546 מיליון ש"ח	1,417 מיליון ש"ח
דיבידנד ב- 2025	250 מיליון ש"ח ⁸	200 מיליון ש"ח	975 מיליון ש"ח

27. התרשים שלהלן מתאר את התשואה המצטברת של מניות של חברות התקשורת הציבוריות בשנים 2016-
2026:⁹



⁷ מקורות: דיווחים ומידע מאתר הבורסה

⁸ יצוין כי במהלך המחצית הראשונה של 2026 החברה חילקה דיבידנד בסך של 465 מיליון ש"ח מתוך רווחים הראויים לחלוקה על בסיס דוחות 2025.

⁹ מקור: עיבוד על נתוני הבורסה

ו. תיאור החברה

כללי

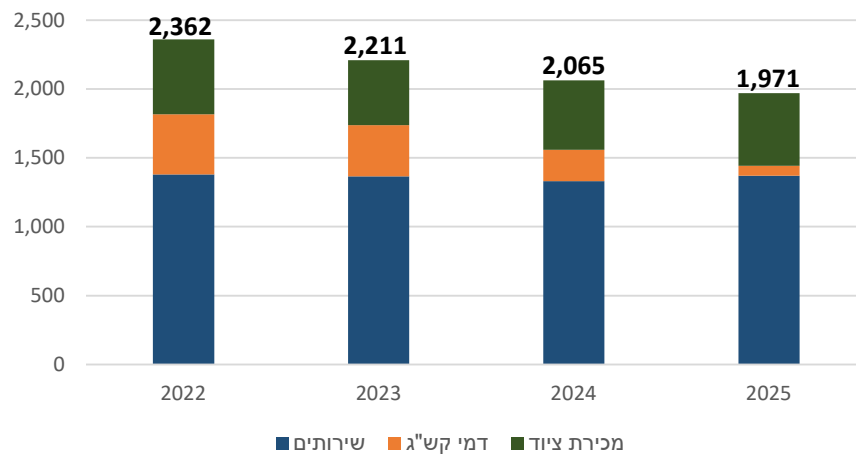
28. פרטנר היא אחת מחברות התקשורת הגדולות בישראל. החברה הוקמה בשנת 1997 כחברת תקשורת סלולרית ושיווקה את שירותיה תחת המותג "Orange". החל משנת 2016 פועלת החברה תחת המותג "פרטנר". החברה הינה חברה ציבורית אשר הונפקה בשנת 1999 בבורסות ניו יורק ותל-אביב, ומשנת 2023 נסחרת בבורסה בתל-אביב בלבד. בעלת השליטה בחברה היא אמפיסה אחזקות שותפות מוגבלת המחזיקה למועד חוות דעת זאת בכ-21.28% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה.
29. שווי השוק של החברה בסוף 2025 עמד על כ-7.2 מיליארד ש"ח לאחר שעלה בשנה זו בכ-69%. ביום 9.6.2026 שווי השוק של החברה עומד על כ-7.7 מיליארד ש"ח. לחברה שתי סדרות אג"ח סחיר בבורסה בתל-אביב: סדרה ז' וסדרה ח'. לסדרות אג"ח אלה נקבעו קובננטים שהחברה מחויבת לעמוד בהם: יחס החוב נטו ל-EBITDA מתואם לא יעלה על 5 במשך שני רבעונים רצופים (נכון לסוף 2025 עמד יחס זה על 0.1), וההון העצמי לא יפחת מ-700 מיליון ש"ח ביחס לסדרה ח' ומ-600 מיליון ש"ח ביחס לסדרה ז' (נכון לסוף שנת 2025 עמד ההון העצמי על 2,322 מיליון ש"ח). בנוסף, נקבעו מגבלות על חלוקת דיבידנד לפיהן ההון העצמי, בניכוי סכום החלוקה, לא יפחת מסכום הנע בין 750 ל-850 מיליון ש"ח. באשר לדירוג אגרות החוב, שטרי הנאמנות קובעים מנגנון לפיו הורדת דירוג בשתי דרגות או יותר, ביחס לדירוג במועד ההנפקה (iIA+) תביא לעלייה של 0.5% בשיעור הריבית השנתית, ולעלייה נוספת של 0.25% בגין כל ירידה נוספת של דרגה אחת בדירוג, עד לתוספת ריבית מרבית של 1%.
30. לחברה שני מגזרי פעילות: תקשורת סלולרית ותקשורת ניידת.

תקשורת סלולרית

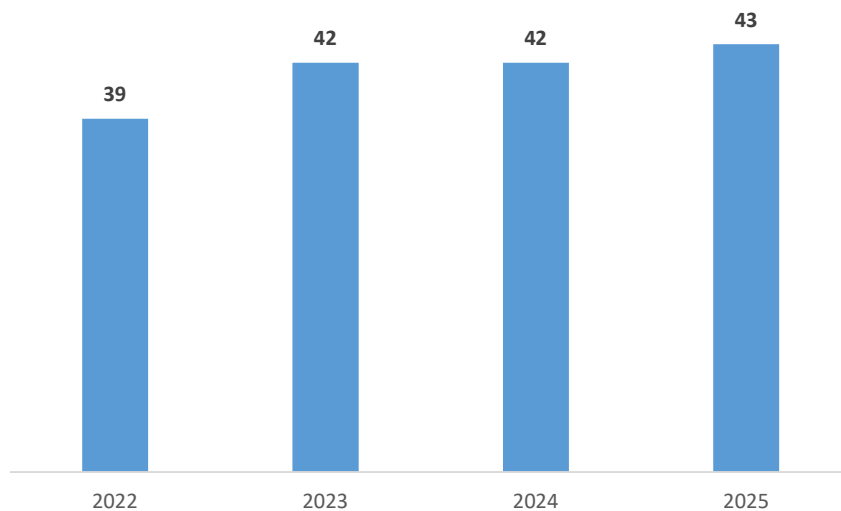
31. במגזר הסלולר החברה מספקת ללקוחותיה שירותי תקשורת סלולרית בישראל ושירותים נלווים, שירותי ערך מוסף ושירותי נדידה בחו"ל. שירותי הנדידה מתבצעים באמצעות רשתות זרות עמן התקשרה החברה בהסכמים, כאשר נכון לסוף שנת 2025 לחברה הסכמים עם 585 מפעילים ב-188 מדינות. בנוסף, החברה מוכרת ומשכירה ציוד קצה ואביזרים נלווים, באמצעות ערוצי מכירה פיזיים ודיגיטליים.
32. שוק הסלולר בישראל מתאפיין ברמת תחרות גבוהה ובניידות משמעותית בין החברות. בשנת 2025 נרשמו כ-1.6 מיליון ניידים בין מפעילים, לעומת כ-1.5 וכ-1.4 מיליון בשנים 2024 ו-2023, בהתאמה. שיעור הנטישה של החברה מצוי במגמת ירידה ועמד על כ-19% בשנת 2025, לעומת כ-20% וכ-24% בשנים 2024 ו-2023, בהתאמה.
33. נכון לסוף שנת 2025 לחברה כ-2,678 אלפי מנויי סלולר, המהווים להערכת החברה כ-24% מסך המנויים בשוק הסלולר, מתוכם כ-839 אלף מנויי דור 5. הכנסות החברה מתחום הסלולר הסתכמו בכ-2.0 מיליארד ש"ח בשנת 2025, ירידה של כ-5% לעומת השנה הקודמת שנבעה בעיקר מהפחתת תעריפי קישור גומלין. ההכנסה החודשית הממוצעת למנוי סלולר (ARPU), בניכוי דמי קישור גומלין, עמדה על כ-43 ש"ח, עליה של כ-2% לעומת השנה הקודמת.
34. התרשים שלהלן מתאר את הכנסות החברה מתחום הסלולר בשנים 2022-2025 בחלוקה להכנסות משירותים, (לא כולל דמי קישור גומלין),¹⁰ הכנסות מדמי קישור גומלין והכנסות ממכירת ציוד ואחרות (מיליוני ש"ח):

¹⁰ דמי קישור גומלין (קש"ג) הם תשלומים בין מפעילי תקשורת בגין השלמת שיחות בין רשתות. בהתאם לתיקון התקנות משנת 2022 ולמתווה המעבר למשטר Keep & Bill, החל מיום 15 ביוני 2025 דמי הקישור-גומלין בגין שיחות קוליות מאופסים, ולכן אינם

הכנסות מגזר סלולר, 2022-2025 (מיליוני ש"ח)



35. התרשים שלהלן מתאר את ה-ARPU של החברה מתחום הסלולר בשנים 2022-2025 (ש"ח לחודש, בניכוי דמי קישור גומלין):

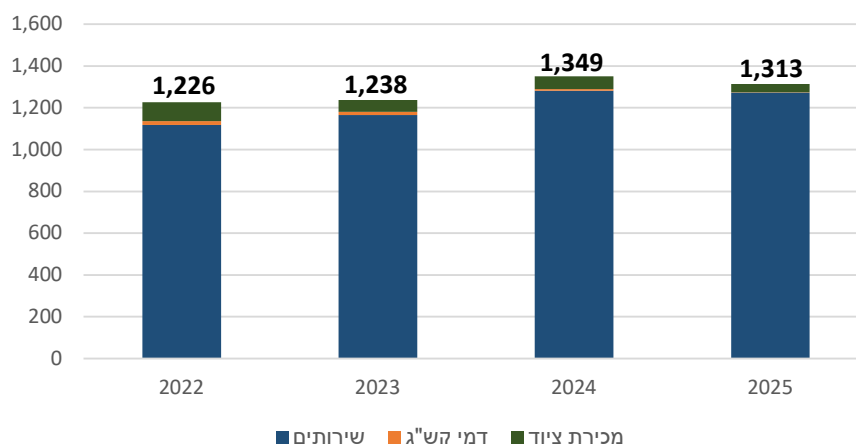


נכללים בהכנסות ממועד זה ואילך. לפיכך, חלק מהנתונים בעבודה מוצגים, לפי העניין, בנטרול קש"ג לצורך השוואתיות ויישור לתחזיות.

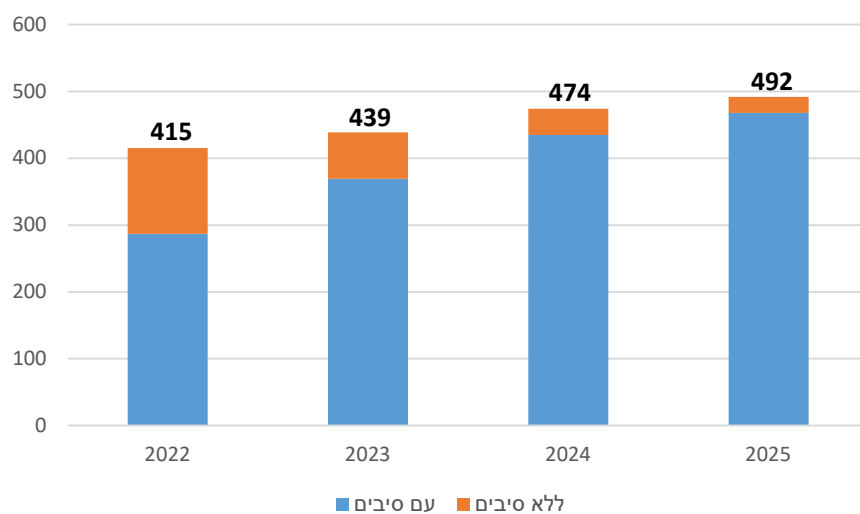
תקשורת ניידת

36. במגזר הנייד החברה מספקת ללקוחותיה שירותי אינטרנט, טלוויזיה (באמצעות פרטנר TV), פתרונות תקשורת לעסקים, שירותי שיחות בינלאומיות, שירותי תמסורת למפעילי תקשורת בינלאומיים ושירותי חשמל. בנוסף, תחום פעילות זה כולל מכירות והשכרה של ציוד קצה וכן ציוד לצרכי פרויקטים בתחום האינטגרציה. בנוסף, החברה פועלת בתחום תשתיות הסיבים האופטיים, לרבות התקשרויות עם מפעילי תקשורת בינלאומיים ולקוחות עסקיים ישראלים ובינלאומיים גדולים בהסכמי שכירות והסכמי זכויות שימוש של סיבים אופטיים. הסכמים אלה כוללים התחייבות מצד החברה לתחזוקה ולתפעול התשתית.
37. לחברה תשתית סיבים אופטיים בהיקף משמעותי המאפשרת חיבור של למעלה ממיליון משקי בית, עם חדירה (take-up) של כ-284 אלף לקוחות בסוף שנת 2025.
38. החברה פועלת בתחום תשתיות הסיבים תוך שילוב בין פריסה עצמאית, הסכמי IRU ושימוש בשוק הסיטונאי, במטרה למקסם גמישות עסקית ויעילות כלכלית ולהרחיב את פריסת הרשת.
39. נכון לסוף שנת 2025, לחברה כ-468 אלף מנויי אינטרנט סיבים, עליה של כ-8% לעומת השנה הקודמת. ההכנסה החודשית הממוצעת למנוי אינטרנט (ARPU) עמדה על כ-94 ש"ח, עליה של כ-4% לעומת השנה הקודמת. מספר מנויי הטלוויזיה של פרטנר עמד בסוף שנת 2025 על כ-202 אלף, ירידה של כ-0.5% ביחס לשנת 2024.
40. התרשים שלהלן מציג את הכנסות החברה מתחום התקשורת הניידת בשנים 2022-2025, בחלוקה להכנסות משירותים (לא כולל דמי קישור גומלין), הכנסות מדמי קישור גומלין והכנסות ממכירת ציוד ואחרות (מיליוני ש"ח):

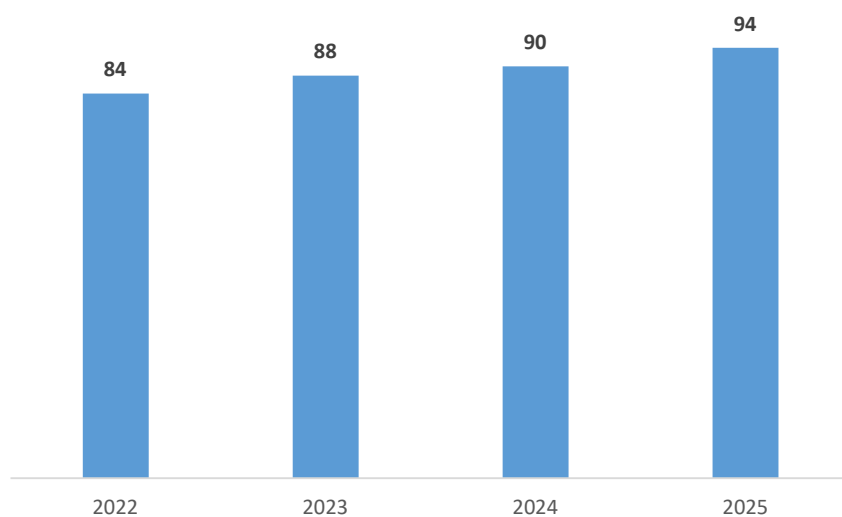
הכנסות מגזר נייד, 2022-2025 (מיליוני ש"ח)



41. התרשים שלהלן מתאר את מצבת מנויי האינטרנט, בחלוקה למנויים עם סיבים ולמנויים ללא סיבים, בשנים 2022-2025 (אלפים):



42. התרשים שלהלן מתאר את ה-ARPU של החברה מתחום האינטרנט בשנים 2022-2025 (ש"ח לחודש):



43. בשני העשורים האחרונים פרטנר התמודדה עם מספר זעזועים הקשורים לתחום פעילותה וזעזועים שפקדו את כלל הכלכלה הישראלית:

43.1. **רפורמה** – הרפורמה בשוק הסלולר, אשר נכנסה לתוקף החל משנת 2010, הובילה לשחיקה משמעותית בהכנסות וברווחיות חברות הסלולר בישראל, ובהן פרטנר. עם זאת, החברה התאימה את מודל הפעילות שלה לסביבה החדשה, ובשנים האחרונות ניכרת עלייה בהכנסותיה (בנטרול השפעות הפחתת דמי קישור גומליו, אשר משפיעות באופן דומה על ההכנסות וההוצאות, ואינן משקפות שינוי כלכלי מהותי), לצד שיפור ברווחיות. מגמה זו נתמכה, בין היתר, במהלכי התייעלות מתמשכים, בשינוי בתמהיל הפעילות ובירידה בשיעור הנטישה.

43.2. **קורונה** – התפרצות נגיף הקורונה פגעה בעיקר בהכנסות החברה משירותי נדידה, על רקע הירידה החדה בטיסות לחו"ל. לצד זאת, המשבר האיץ את התלות בתשתיות תקשורת, שינה דפוסי שימוש וחידד את חשיבות הרציפות התפעולית של חברות התקשורת.¹¹ מניתוח הדוחות הכספיים עולה כי הפגיעה בהכנסות החברה הייתה זמנית ולא הותירה השפעה שלילית מתמשכת על תוצאותיה, באופן המלמד על יכולת הסתגלות והתמודדות טובה עם זעזוע חיצוני משמעותי.

43.3. **חרבות ברזל** – החל מיום 7.10.2023 מצויה מדינת ישראל במלחמת חרבות ברזל, המהווה זעזוע ביטחוני ומאקרו כלכלי משמעותי בעל השלכות רחבות על הפעילות המשקית. המלחמה השפיעה גם על הרציפות התפעולית, העסקת עובדים וצרכי החירום במשק, וחידדה את הקריטיות של תשתיות התקשורת. השפעת המלחמה על פרטנר מוגבלת יחסית, ומתבטאת בעיקר בירידה בהכנסות משירותי נדידה בשל הפגיעה בתיירות היוצאת. גם בתקופה זו המשיכה החברה לספק שירותים חיוניים ולשמר רציפות תפעולית, באופן התומך במסקנה כי ביכולתה להתמודד גם עם זעזועים חיצוניים חריגים.

¹¹ דוח שנתי של פרטנר 2022, עמ' 19

ז. ניתוח דוחות כספיים

רווח והפסד

44. להלן טבלה המסכמת את עיקר התוצאות הכספיות בשנים 2022-2025:

2025	2024	2023	2022	במיליוני ש"ח
3,200	3,324	3,347	3,463	הכנסות
3,129	3,093	2,969	3,023	הכנסות ללא דמי קש"ג
1,218	1,176	1,039	736	EBITDA
38%	35%	31%	21%	שיעור EBITDA ¹²
304	277	164	(100) ¹³	רווח נקי
10%	8%	5%	-3%	שיעור רווח נקי
998	971	951	931	תזרים מזומנים שוטף
(454)	(527)	(656)	(684)	השקעות CAPEX
386	285	143	137	תזרים מזומנים חופשי

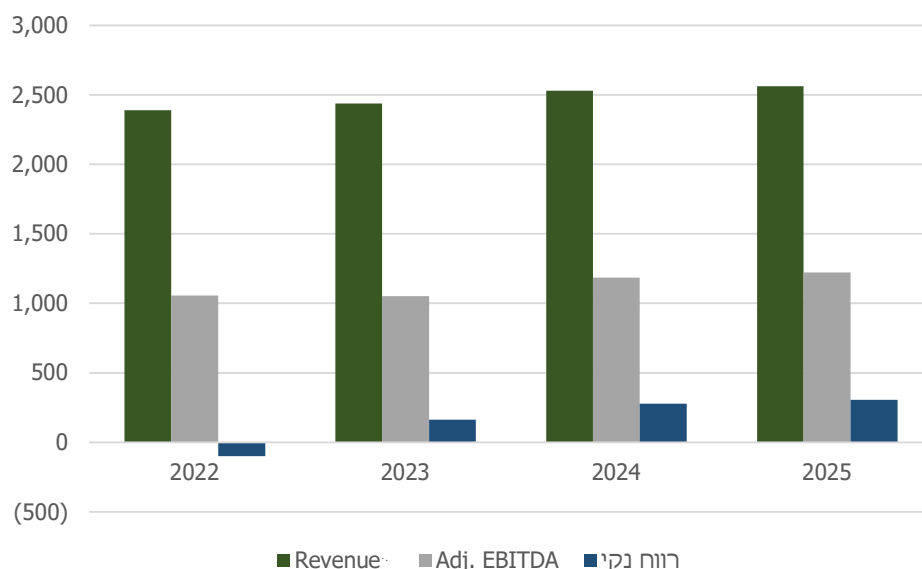
45. **הכנסות** – בשנת 2025 הסתכמו הכנסות החברה בכ-3.2 מיליארד ₪ וירדו בכ-4% לעומת השנה הקודמת, בהמשך למגמה דומה בשנים האחרונות. ירידה זו נבעה בעיקר מהפחתה הדרגתית של תעריפי דמי קישוריות גומלין (קש"ג), בהתאם להחלטת משרד התקשורת משנת 2022; תהליך זה הושלם ביוני 2025. לקיטון האמור בהכנסות הייתה השפעה מקבילה בצד ההוצאות, ולכן לא הייתה לו השפעה מהותית על הרווחיות. בנטרול השפעת דמי קש"ג, ניכרת דווקא עליה בהכנסות החברה בעיקר על רקע צמיחה עקבית בהכנסות מתחומי הפעילות המרכזיים – חבילות סלולר, שירותי אינטרנט ושירותי דאטה לעסקים, וזאת חרף פגיעה בהכנסות משירותי נדידה על רקע מלחמת "חרבות ברזל".

46. **EBITDA** – בשנת 2025 הסתכם ה-EBITDA בכ-1.2 מיליארד ש"ח, עלה ב-4% לעומת השנה הקודמת והיווה כ-38% מסך ההכנסות. השיפור ב-EBITDA נבע משיפור תפעולי מתמשך, לצד גידול בהכנסות כמוסבר לעיל.

¹² כולל הכנסות והוצאות הנובעות מדמי קש"ג. שיעורי ה-EBITDA בניכוי הכנסות והוצאות הנובעות מדמי קש"ג: 2022 – 25%; 2023 – 35%; 2024 – 38%; 2025 – 39%.

¹³ בשנת 2022 רשמה החברה הפסד נקי בסך של כ-100 מיליון ש"ח, לעומת רווח בשנה הקודמת. ההפסד נבע בעיקר מרישום ירידת ערך במגזר התקשורת הנייחת (בעיקר בגין מוניטין), בסכום מהותי. ירידת הערך נבעה מעדכון הנחות כלכליות, ובכלל זה עלייה בשיעור ההיוון וירידה בתזרימי המזומנים החזויים של המגזר. מדובר באירוע חד-פעמי שאינו משקף את ביצועי הפעילות השוטפת של החברה.

47. התרשים שלהלן מתאר את התפתחות ההכנסות (ללא דמי קש"ג), ה-EBITDA מתואם והרווח הנקי של החברה בשנים 2022-2025 (מיליוני ש"ח):



48. **תזרים מזומנים** – תזרים המזומנים החופשי של החברה הושפע מסיומו של מחזור ("סייקל") השקעות משמעותי, אשר התבטא בירידה בהיקף ה-CAPEX ובשיפור מקביל בתזרים החופשי בארבע השנים האחרונות. בהתאם לתכנון של החברה, רמת ההשקעות של החברה לא צפויה לעלות בטווח הנראה לעין, ובהתאם התזרים מפעילות שוטפת חזוי לעלות לאורך זמן על צורכי ההשקעה ושירות החוב.

מאזן

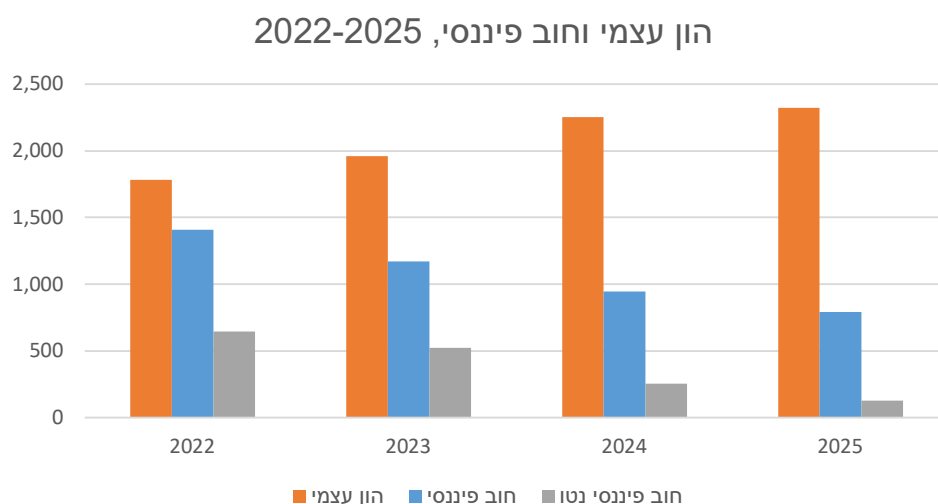
49. להלן טבלה המסכמת את עיקר הנתונים ההוניים עבור השנים 2022-2025 (סוף תקופה):

2025	2024	2023	2022	במיליוני ש"ח
4,613	4,820	4,832	4,967	נכסים
2,291	2,569	2,871	3,185	התחייבויות
2,322	2,251	1,960	1,782	הון עצמי חשבונאי
7,205	4,452	3,349	4,747	הון עצמי כלכלי (שווי שוק)
790	946	1,171	1,409	חוב פיננסי
128	254	523	647	חוב פיננסי נטו

50. בשנים האחרונות ניכרת ירידה בהיקף החוב הפיננסי של החברה, המשקפת מדיניות ניהול הון שמרנית ופירעון התחייבויות קיימות בהתאם למועדי הפירעון. בתקופה זו, בהיעדר צורך מימוני, החברה לא גייסה חוב חדש. בהתאם לכך, ובמקביל לשיפור בתזרים ובפרופיל הפיננסי, חודשה חלוקת הדיבידנד החל משנת 2025.

51. אחד הגורמים המשפיעים על הנתונים המאזניים היא מדיניות החזקת המזומנים של החברה. לחברה מדיניות נזילות שמרנית, במסגרתה נשמרת כרית מזומנים בסך של 150 מיליון ש"ח לצרכי תפעול, בתוספת כיסוי מלא של חלויות החוב הפיננסי ב-12 החודשים העוקבים.

52. התרשים שלהלן מתאר את ההון העצמי, החוב הפיננסי והחוב הפיננסי נטו בשנים 2022-2025 (מיליוני ש"ח, סוף תקופה):



יחסים פיננסיים

53. להלן טבלה המראה השוואה של יחסים פיננסיים עם חברות השוואה ישראליות ובינלאומיות (2025, סוף תקופה):

חברה	הון עצמי למאזן	Debt/EBITDA	FOCF/Debt
פרטנר	50%	0.7	67.0%
סלקום	43%	2.3	18.5%
בזק	19%	2.2	17.9%
AT&T	30.6%	2.5	14.1%
T Mobile	27%	1.6	19.5%
Verison	24.8%	2.2	15.3%
Vodafone	26.6%	2.5	10.6%
Orange SA	28.5%	1.8	12.4%
Telefónica	19.4%	2.8	7.7%

54. יחס המינוף (יחס הון עצמי למאזן) של פרטנר עמד בסוף שנת 2025 על כ-50%, והמשיך מגמת ירידה מתמשכת בשנים האחרונות, לאחר שעמד על כ-53% בסוף שנת 2024, כ-59% בסוף שנת 2023 וכ-64% בסוף שנת 2022.

¹⁴ יצויין כי חברות ההשוואה הבינלאומיות הן חברות גדולות בהרבה מפרטנר וכמו כן פועלות בשוק אחר עם סיכונים שונים שאינם דומים למצב הכלכלי בישראל. משכך אני סבור כי החברות הישראליות הן קבוצת ההשוואה הרלוונטית ביותר. מכל מקום ולמעלה מן הצורך, ביצעתי השוואה עם חברות בינלאומיות וניתן לראות כי מצבה של פרטנר טוב גם בהשוואה אליהן. כמו כן, יש להעיר כי תקני הדיווח באירופה מעט שונים מישראל וארה"ב ולכן ההשוואה עם חברות אירופאיות אינה מדויקת בחלק מהפרמטרים שנבחנו בטבלה.

רמה זו בולטת לחיוב הן ביחס לחברות ההשוואה המקומיות והן ביחס לחלק ניכר מחברות ההשוואה הבינלאומיות.

55. כפי שיפורט להלן, שני יחסי כיסוי מרכזיים המשמשים להערכת פרופיל סיכון האשראי של החברה הם יחס חוב ל-EBITDA ויחס תזרים מזומנים חופשי לחוב. בחינת יחסים אלה מול חברות השוואה ישראליות ובינלאומיות מאפשרת להעריך את מיקומה היחסי של פרטנר בענף.

56. יחס חוב ל-EBITDA של החברה השתפר מ-0.9 בסוף שנת 2024 ל-0.7 בסוף שנת 2025. רמה זו משקפת מינוף מתון, והיא עדיפה באופן משמעותי ביחס לחברות ההשוואה המקומיות, סלקום (כ-2.3) ובזק (כ-2.2), וכן טובה משמעותית גם ביחס לחברות ההשוואה הבינלאומיות הכלולות בטבלה, אשר מציגות יחס הנע בין כ-1.6 לכ-2.8.

57. יחס תזרים מזומנים חופשי לחוב של החברה השתפר מ-42% בסוף שנת 2024 ל-67% בסוף שנת 2025. יחס זה מצביע על רמת כיסוי חוב גבוהה ובולט לחיוב מול חברות ההשוואה המקומיות, סלקום (כ-18.5%) ובזק (כ-17.9%), ואף גבוה משמעותית מהיחסים המוצגים ביחס לחברות ההשוואה הבינלאומיות, אשר נעים בטווח של כ-7.7% עד כ-19.5%.

58. מן הנתונים המצוינים לעיל עולה כי פרטנר מציגה יחסים פיננסיים חזקים ביחס לחברות ההשוואה המקומיות, ובחלק מהמדדים אף עדיפים באופן מובהק גם ביחס לחברות ההשוואה הבינלאומיות. בפרט, החברה בולטת ברמת מינוף נמוכה וביחס כיסוי חוב גבוה, באופן המשקף פרופיל פיננסי שמרני וגמישות פיננסית גבוהה. בהתאם לתחזיות החברה, יחסים אלה אינם צפויים להיחלש באופן מהותי, וגם לאחר החלוקה המבוקשת צפויה פרטנר להוסיף ולהציג רמות מקובלות ואף חזקות ביחס לענף, הן בישראל והן בהשוואה בינלאומית.

ח. דוח דירוג מאי 2026

59. במאי 2026 אשררה סוכנות הדירוג S&P מעלות דירוג ilAA באופן יציב לחברה ולסדרות האג"ח שלה.

תרחיש הבסיס אשר שימש לדירוג לקח בחשבון את החלוקה המבוקשת.

60. לפי הגדרת מעלות דירוג זה מעיד: ¹⁵

iAAA	An obligation rated 'iAAA' has the highest rating assigned on S&P Global Ratings' Maalot national scale. The obligor's capacity to meet its financial commitments on the obligation relative to other Israeli obligors is very strong.
iAA	An obligation rated 'iAA' differs from the highest-rated debt only to a small degree. The obligor's capacity to meet its financial commitments on the obligation relative to other Israeli obligors is strong.

כלומר, מדובר בקבוצת הדירוג השנייה בגובהה, אשר לפי S&P מצויה סמוך מאוד לקבוצת הדירוג הגבוהה ביותר. דירוג זה משקף מחויבות חזקה של החברה לעמידה בהתחייבויותיה הפיננסיות, ביחס למנפיקים אחרים בשוק הישראלי.

61. הדוח מתייחס ליחסי הכיסוי הנוכחיים של החברה ומצביע על הגבול לאחריו S&P תשקול הורדת דירוג:

נשקול הורדת דירוג אם החברה תציג לאורך זמן יחס מתואם חוב ל-EBITDA הגבוה מ-2x או יחס מתואם תזרים מזומנים חופשי לחוב הנמוך מ-15%.

להלן מתודולוגיית הדירוג של S&P מינואר 2024 לקביעת רמת הסיכון הפיננסי (הטורים המוקפים הם הרלוונטיים ביותר עבור פרטנר כפי שמשקף בדוחות הדירוג): ¹⁶

	--Supplementary coverage ratios--				--Supplementary payback ratios--		
	--Core ratios--		ratios--				
	FFO/debt (%)	Debt/EBITDA (x)	FFO/cash interest (x)	EBITDA/interest (x)	CFI/debt (%)	FOCF/debt (%)	DCF/debt (%)
Minimal	60+	Less than 1.5	More than 13	More than 15	More than 50	40+	25+
Modest	45-60	1.5-2	9-13	10-15	35-50	25-40	15-25
Intermediate	30-45	2-3	6-9	6-10	25-35	15-25	10-15
Significant	20-30	3-4	4-6	3-6	15-25	10-15	5-10
Aggressive	12-20	4-5	2-4	2-3	10-15	5-10	2-5
Highly leveraged	Less than 12	Greater than 5	Less than 2	Less than 2	Less than 10	Less than 5	Less than 2

62. גם חברות התקשורת הציבוריות המרכזיות בישראל מדורגות בקבוצת דירוג זו, כאשר סלקום מדורגת ברמה

זוהי לזו של פרטנר, בעוד בזק מדורגת בנוטצ' אחד מעליה (iAA). בהתאם לכך, דירוגה של פרטנר תואם את רמות הדירוג של חברות השוואה בענף.

¹⁵ סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Rating, 16 בדצמבר 2025

¹⁶ מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר 2024
20

ט. בחינת יכולת פירעון

כללי

63. סעיף 303 לחוק החברות קובע כי "בית המשפט רשאי, לבקשת חברה, לאשר לה לקיים חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח, ובלבד ששוכנע שמתקיים מבחן יכולת הפירעון". כלומר חברה רשאית לבצע חלוקה שאינה מקיימת את מבחן הרווח הקבוע בסעיף 302(א) לחוק, בכפוף לאישור בית המשפט ובהתאם לסעיף 303 לחוק, ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן ("מבחן יכולת הפירעון").
64. לצורך כך, בחנתי את עמידת החברה במבחן יכולת הפירעון בקשר עם החלוקה המבוקשת, כפי שיתואר להלן.
65. הבחינה בוצעה תחת שלושה תרחישים שונים :
- 65.1. **תרחיש בסיס** – תרחיש המתבסס על תקציב החברה ל-5 השנים הקרובות (2026-2030), "התקופה הנבחנת".
- 65.2. **תרחיש פסימי** – תרחיש המניח ירידה בהכנסות החברה, לעומת תרחיש הבסיס, שהסתברותה נמוכה.
- 65.3. **תרחיש קיצוני** – תרחיש המניח פגיעה משמעותית בהכנסות החברה, לעומת תרחיש הבסיס, שהסתברותה נמוכה מאוד.
- עבור כל אחד מהתרחישים בחנתי את עמידת החברה במבחן יכולת הפירעון, וכן את יכולתה להמשיך בפעילותה השוטפת, גם לאחר החלוקה המבוקשת. בחינה זו בוצעה גם בשים לב לפרמטרים שציינה סוכנות הדירוג מעלות S&P כמפורט לעיל בסעיף 61.
66. הבחינה אינה כוללת חלוקות דיבידנד שוטפות עתידיות, ככל שתהיינה, מעבר לחלוקה המבוקשת נשוא חוות דעת זו. זאת, מאחר שכל חלוקת דיבידנד עתידית תהא כפופה לבחינה נפרדת של עמידת החברה במבחן יכולת הפירעון.
67. יובהר כי אף שהתקופה הנבחנת הינה לשנים 2026-2030, בחינת יכולת הפירעון לא הוגבלה לתקופה זו בלבד. לצורך המשך הבחינה שימשה שנת 2030 כשנה פרמנטית, ובהתאם נבחנה יכולת החברה לעמוד במלוא חלויות החוב שלה – הקיימות והחדשות – עד לתום תקופת פירעון, בכל אחד מהתרחישים.
68. במסגרת הבדיקה, בחנתי את גורמי הסיכון העיקריים העלולים להשפיע על מצב החברה, וכן את דרכי ההתמודדות עימם. בכלל זה, בחנתי האם לחברה קיימות תכניות פעולה מתאימות להתמודדות עם סיכונים אלו, תוך עמידה במבחן יכולת הפירעון והמשך פעילותה השוטפת ומתן שירות ללקוחותיה.
69. בנוסף, הסתמכתי גם על מקורות מידע חיצוניים לחברה, ובכלל זה :
- 69.1. דוחות דירוג אשראי של החברה.
- 69.2. סקירות אנליסטים בשוק ההון הישראלי.
- 69.3. תשואות האג"ח של החברה.
- 69.4. השוואות לחברות דומות (peers).
- 69.5. כמו כן, בחנתי את יכולת החברה להתמודד עם מצבי לחץ תזרימיים באמצעות גיוס אשראי (גמישות מימונית), כריות ביטחון ומדיניות נזילות.
70. בהערכת יכולת החברה לגייס חוב הבאתי בחשבון כי פרטנר היא חברה גדולה, בעלת שווי שוק מהותי, דירוג אשראי גבוה, רמת מינוף מתונה ויכולת גבוהה לייצר מזומנים מפעילות שוטפת. מכלול נתונים זה תומך, להערכת, ביכולתה לבצע גיוסי חוב בהיקפים משמעותיים ובתנאי מימון סבירים, ככל שיידרש.

71. קיבלתי מהחברה תקציב רב שנתי מפורט עד לשנת 2030, הנשען על הביצועים בפועל, על ידע מצטבר ועל הנחות עבודה באשר להתפתחות השוק ולתוכניותיה בשנים הקרובות. מצאתי כי התקציב הרב שנתי הוא סביר, ונשען על הנחות עבודה סבירות ועקביות עם מגמות השוק והפעילות ומשכך, הסתמכתי על תקציב זה עבור תרחיש הבסיס בבחינת מבחן יכולת הפירעון, בכפוף להתאמות מסוימות שביצעתי. להלן עיקרי ההנחות בתקציב הרב שנתי:

71.1. **תקשורת סלולרית** – הנחה של שמירה על נתח שוק של 24% במונחי מנויים, שיפור זוחל בסביבת המחירים, התאוששות בפעילות ה-roaming עם דעיכת השפעות המלחמה והעמקת חדירת פתרונות ה-eSIM.

71.2. **אינטרנט** – הנחה של גיוסים גבוהים בטווח הקצר על רקע שיפור באטרקטיביות הבנדל עם השקת הטלויזיה החדשה, והאטה בקצב צמיחת ה-ARPU על רקע התגברות התחרות.

71.3. **טלויזיה** – הנחה של צמיחה, בקצב הולך ופוחת, במצבת המנויים וירידה ב-ARPU על רקע התחרות הגוברת בשוק (בעיקר במודל הבנדלינג).

71.4. **הכנסות נוספות** – הנחה של צמיחה בשירותי דאטה לעסקים ובמכירות ציוד קצה.

71.5. **הוצאות שכר ונלוות** – הנחה של זחילת שכר בהתאם להסכמי השכר הקיימים, בקיזוז קיטון בהוצאות הנובע מירידה במספר המשרות, כתוצאה מהתייעלות תפעולית וארגונית לאורך שנות התוכנית.

71.6. **הוצאות הפעלה וכלליות** – ההוצאות התפעוליות הותאמו להיקף הפעילות ולמאפייניה, תוך הבאה בחשבון של גורמי עלות מרכזיים, לרבות השפעות מדד, מחירי התשומות והסביבה הרגולטורית לאורך התקופה הנבחנת.

71.7. **IRU** – הונח כי החברה תשלים את הפעלת כל הקווים (168 אלף) שבמסגרת הסכם ה-IRU עם בזק.

71.8. **CAPEX** – מסגרת ההשקעות הונחה ברמה התומכת בשמירה על מעמדה העסקי והתחרותי של החברה, בשים לב להשלמת סייקל השקעות מהותי בשנת 2022.

72. במסגרת בחינת התרחישים, הנחתי רכישה פוטנציאלית של פעילות או חברה בשנת 2027 בהיקף של 250 מיליון ש"ח. הנחה זו משקפת גישה שמרנית, הבוחנת את יכולת החברה להמשיך ולנצל הזדמנויות עסקיות גם לאחר ביצוע החלוקה המבוקשת. בנוסף, במסגרת תרחיש זה, הנחתי כי לרכישה תהיה תרומה חיובית להכנסות ולרווחיות החברה לאורך התקופה.

73. לצורך בחינת השפעת החלוקה המבוקשת, מוצג תחילה להלן תרחיש הבסיס של החברה כנקודת מוצא, ולאחר מכן נבחן תרחיש הבסיס כשהוא כולל את החלוקה המבוקשת ואת ההתאמות הנלוות לה.

74. תרחיש הבסיס של החברה, המשמש כנקודת המוצא לניתוח, אינו כולל את חלוקת הדיבידנד המבוקשת ואינו כולל את הסכום לרכישה המצוינת בסעיף 72. תרחיש זה כולל גיוס חוב בסך 200 מיליון ש"ח בהתאם למדיניות הנזילות (ר' סעיף 51).¹⁷ להלן טבלה המציגה את עיקר תוצאות תרחיש הבסיס :

מיליוני ש"ח	2026	2027	2028	2029	2030
הכנסות	3,256	3,496	3,617	3,629	3,667
EBITDA	1,316	1,449	1,487	1,494	1,500
EBITDA %	40%	41%	41%	41%	41%
רווח נקי	366	452	485	518	544
% רווח נקי	11%	13%	13%	14%	15%
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת	975	1,057	1,195	1,262	1,252
CAPEX	(477)	(476)	(483)	(474)	(466)
תזרים מזומנים חופשי	347	425	555	629	624
רכישת חברה/פעילות	-	-	-	-	-
שירות חוב	(238)	(372)	(87)	(85)	(167)
הנפקת אג"ח/קבלת הלוואה	200	-	-	-	-
דיבידנד	(465)	-	-	-	-
מזומן לסוף תקופה	518	580	1,060	1,630	2,127
חוב פיננסי לסוף תקופה	784	444	375	305	150
חוב פיננסי נטו לסוף תקופה	266	(136)	(685)	(1,325)	(1,977)
הון עצמי לסוף תקופה	2,226	2,685	3,176	3,700	4,251
Debt/EBITDA ¹⁸	0.7	0.3	N/A	N/A	N/A
FOCF/Debt ¹⁸	54%	129%	N/A	N/A	N/A

¹⁷ לחלופין, החברה עשויה להעמיד לטובתה מסגרות אשראי מחייבות, חלף גיוס חוב, בסכום האמור של 200 מיליון ש"ח.

¹⁸ יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA ו-חוב לתזרים מזומנים חופשי מחושבים בהתאם למודל של S&P Maalot. הסימון N/A, משמעו Not Applicable, וזאת כאשר החוב הפיננסי נטו של החברה שלילי (יתרת המזומנים ושווי המזומנים גבוהה מהחוב הפיננסי).

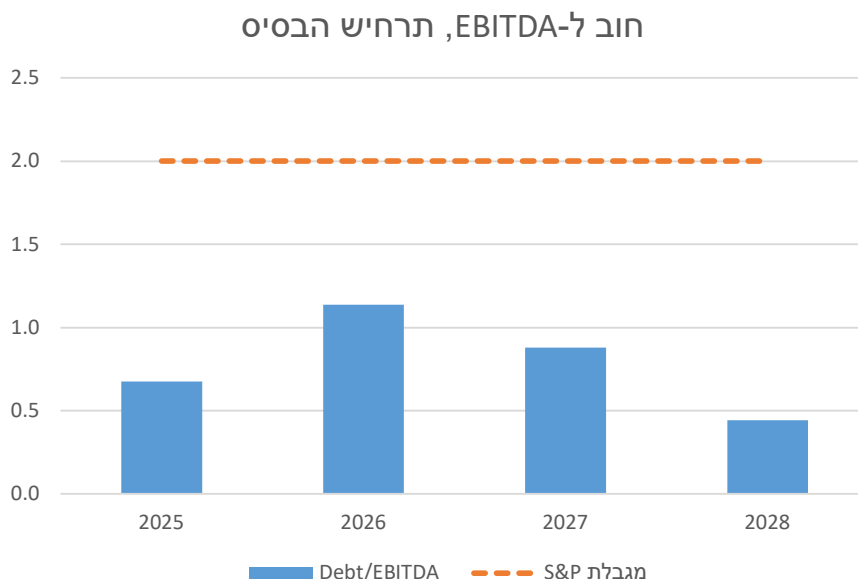
75. על בסיס התרחיש לעיל, נבחן התרחיש הכולל את החלוקה המבוקשת בסך של 500 מיליון ש"ח וגיוס אג"ח בסך של 750 מיליון ש"ח, שניהם בשנת 2026. גיוס האג"ח נדרש הן לצורך מימון החלוקה המבוקשת והן לשם שמירה על כרית הנזילות של החברה כמתואר לעיל בסעיף 51. תנאי החוב שהונחו הם ריבית בשיעור של 5%-6% (מטעמי שמרנות הונח שיעור של 6%), תקופת גרייס של 4 שנים, ולאחריה פירעון הקרן ב-4 תשלומים שנתיים שווים (החל משנת 2030). יובהר כי לוח הסילוקין של גיוס החוב האמור הובא בחשבון במלואו במסגרת בחינת יכולת הפירעון, לרבות חלויותיו לאחר שנת 2030. להלן טבלה המציגה את עיקר תוצאות חלופה זו, הכוללת גם את הרכישה המצוינת בסעיף 72:

מיליוני ש"ח	2026	2027	2028	2029	2030
הכנסות	3,256	3,549	3,722	3,734	3,772
EBITDA	1,316	1,470	1,529	1,536	1,542
<i>EBITDA %</i>	40%	41%	41%	41%	41%
רווח נקי	348	443	492	524	554
<i>% רווח נקי</i>	11%	12%	13%	14%	15%
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת	975	1,073	1,227	1,294	1,284
CAPEX	(477)	(476)	(483)	(474)	(466)
תזרים מזומנים חופשי	347	441	587	661	656
רכישת חברה/פעילות	-	(250)	-	-	-
שירות חוב	(254)	(405)	(120)	(118)	(333)
הנפקת אג"ח/קבלת הלוואה	750	-	-	-	-
דיבידנד	(965)	-	-	-	-
מזומן לסוף תקופה	551	347	825	1,395	1,758
חוב פיננסי לסוף תקופה	1,334	994	925	855	563
חוב פיננסי נטו לסוף תקופה	783	647	100	(540)	(1,195)
הון עצמי לסוף תקופה	1,714	2,163	2,661	3,192	3,752
Debt/EBITDA¹⁸	1.1	0.9	0.4	N/A	N/A
FOCF/Debt¹⁸	32%	43%	108%	N/A	N/A

76. בתרחיש הבסיס, הכולל את החלוקה המבוקשת ורכישת פעילות או חברה, ההכנסות מצויות במגמת עלייה מתונה לאורך התקופה הנבחנת ומגיעות לכ-3.8 מיליארד ש"ח ב-2030. שיעור ה-EBITDA נותר יציב לאורך התקופה, סביב כ-41% מההכנסות, באופן המשקף המשך רווחיות תפעולית משמעותית. יתרת המזומנים קטנה בשנים 2026-2027, בעיקר על רקע ביצוע החלוקה המבוקשת ו"ההפרשה" לרכישת פעילות או חברה,

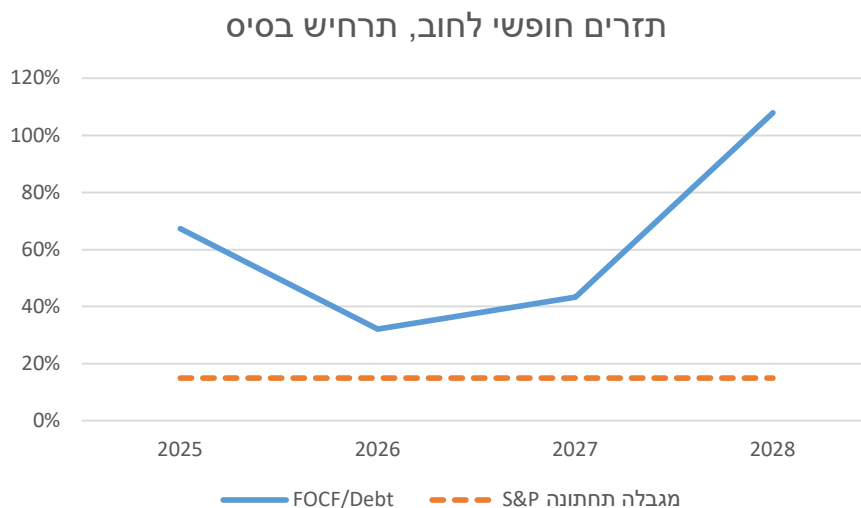
אך שבה ועולה בהמשך התקופה. התפתחות זו נגזרת מן העובדה שהתזרים מפעילות שוטפת צפוי לעלות באופן עקבי על צורכי ההשקעה ושירות החוב, וכן ממדיניות הנזילות השמרנית של החברה. בתרחיש זה החברה צפויה לעמוד ביחסים הפיננסיים הנדרשים, כמפורט להלן.

77. התרשים שלהלן מתאר את יחס החוב ל-EBITDA (על פי המתודולוגיה של S&P) לשנים 2025-2028 בתרחיש הבסיס:



תחת תרחיש הבסיס, יחס חוב ל-EBITDA ע"ב מודל ההערכה של S&P Maalot עומד על 1.1 בשנת 2026 ומצוי בקטגוריית סיכון אשראי "מזערי" (Minimal),¹⁹ המשקפת יכולת גבוהה מאוד של החברה לעמוד במחויבויותיה הפיננסיות בהשוואה לחייבים ישראלים אחרים. יחס זה רק הולך ומשתפר בשנים העוקבות.

78. התרשים שלהלן מתאר את יחס תזרים המזומנים החופשי לחוב (על פי המתודולוגיה של S&P) לשנים 2025-2028 בתרחיש הבסיס:



¹⁹ ר' טבלה לעיל בסעיף 61

תחת תרחיש הבסיס, יחס חוב ל-FOCF ע"ב מודל ההערכה של S&P Maalot עומד על 32% בשנת 2026 ומצוי בקטגוריית סיכון אשראי "מתון" (Modest),²⁰ המשקפת יכולת גבוהה של החברה לעמוד במחויבויותיה הפיננסיות בהשוואה לחייבים ישראלים אחרים. יחס זה רק הולך ומשתפר בשנים העוקבות.

79. בתרחיש הבסיס החברה צפויה להמשיך ולעמוד בכל הקובנטים החלים עליה מכוח התחייבויותיה הפיננסיות הקיימות. נוסף על כך, יחסי הכיסוי החזויים בתרחיש זה הולמים, להערכתנו, את רמת הדירוג הנוכחית של החברה - ilAA, ואינם מצביעים על חשש להיחלשות מהותית בפרופיל האשראי שלה.

80. מן הניתוח לעיל עולה כי בתרחיש זה מצבה הפיננסי של פרטנר נותר ברמת סיכון נמוכה, הן על פי היחסים הפיננסיים החזויים והן בשים לב לאמות המידה של S&P Maalot. בנוסף, ובהמשך לאמור בסעיף 66, בחינת יכולת הפירעון בתרחיש זה בוצעה גם ביחס לשנים שלאחר 2030, עד לתום תקופת חלויות החוב הקיימות והחדשות, וממצאיה מצביעים כי גם ביחס לחלויות החוב שלאחר התקופה הנבחנת המוצגת בטבלה נשמרת לחברה יכולת פירעון מספקת. בהתאם, לא קיים חשש סביר כי החלוקה המבוקשת תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בפירעון חבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן.

²⁰ ר'י טבלה לעיל בסעיף 61

תרחיש פסימי

81. התרחיש הפסימי מניח ירידה בהכנסות החברה לאורך התקופה הנבחנת לעומת תרחיש הבסיס, עד לפגיעה של כ-450 מיליון ש"ח בשנת 2030. ירידה זו בהכנסות מגיעה ישירות לתזרים (למעט מגן מס וירידה בהיקף ההון החוזר בשיעור הירידה). ירידה זו עשויה לנבוע, בין היתר, מהתממשותם של אירועי מאקרו שליליים, מהחרפה בסביבה התחרותית או מהתממשותם של גורמי סיכון עסקיים אחרים. אף שמדובר בתרחיש שהסתברותו אינה גבוהה, הוא משקף, על בסיס שיחות שקיימתי עם הנהלת החברה, התממשות אפשרית של סיכונים עסקיים הקיימים בפעילותה, כמפורט להלן בטבלה שבסעיף 100. לעניין מבחן יכולת הפירעון, פגיעה בהכנסות שקולה, מבחינה כלכלית, לעליה בלתי צפויה בהוצאות; הבחירה להציג את ההשפעה באמצעות ירידה בהכנסות בלבד נעשתה מטעמי נוחות והמחשה.

82. היקף הירידה בהכנסות נקבע על בסיס סטיית התקן של הכנסות החברה ב-11 השנים האחרונות, המשמשת מדד כמותי לתנודתיות ההיסטורית בהכנסות, ובהתאם לכך גם לחוסר הוודאות ביחס להכנסות העתידיות. מטעמי שמרנות, נתון זה עוגל כלפי מעלה לסך של 300 מיליון ש"ח. להלן הפער בהכנסות ביחס לתרחיש הבסיס:

2030	2029	2028	2027	2026	
1.5	1.5	1	1	0.5	מספר סטיות תקן
450	450	300	300	150	שינוי במיליוני ש"ח

83. בתרחיש הפסימי, ולשם שמירה על כרית הנזילות של החברה, הונח גיוס אג"ח נוסף בסך 150 מיליון ש"ח מעבר לגיוס בתרחיש הבסיס, בתנאים שתוארו לעיל בסעיף 75. הנחה זו מבוססת על כך שדירוג החוב של החברה אינו צפוי להשתנות גם בתרחיש זה, ובהסתברות גבוהה גם תנאי המימון לא צפויים להשתנות באופן מהותי. בנוסף, גם בתרחיש זה הונחה רכישת פעילות או חברה בשנת 2027 בתמורה ל-250 מיליון ש"ח, כמפורט לעיל. במקרה זה, הונח גיוס חוב נוסף בסך 150 מיליון ש"ח במהלך שנת 2027, באותם תנאים.²¹ יובהר כי לוחות הסילוקין של גיוסי החוב שנכללו בתרחיש הפסימי הובאו בחשבון במלואם במסגרת בחינת יכולת הפירעון, לרבות חלויות החוב שלאחר שנת 2030.

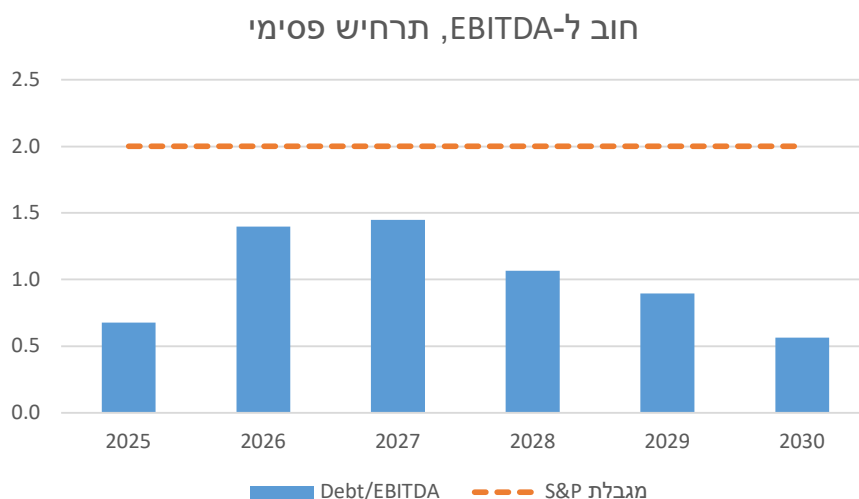
²¹ לחלופין, החברה עשויה להעמיד לטובתה מסגרות אשראי מחייבות, חלף גיוס חוב, בסכום האמור של 200 מיליון ש"ח.

84. הטבלה שלהלן מציגה את עיקר תוצאות התרחיש הפסימי :

2030	2029	2028	2027	2026	מיליוני ש"ח
3,322	3,284	3,422	3,249	3,106	הכנסות
1,092	1,086	1,229	1,170	1,166	EBITDA
33%	33%	36%	36%	38%	EBITDA %
195	164	247	201	229	רווח נקי
6%	5%	7%	6%	7%	% רווח נקי
964	975	1,014	860	869	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
(466)	(474)	(483)	(476)	(477)	CAPEX
337	341	374	228	241	תזרים מזומנים חופשי
-	-	-	(250)	-	רכישת חברה/פעילות
(388)	(136)	(138)	(418)	(259)	שירות חוב
-	-	-	150	900	הנפקת אג"ח/קבלת הלוואה
-	-	-	-	(965)	דיבידנד
744	775	554	310	591	מזומן לסוף תקופה
825	1,155	1,225	1,294	1,484	חוב פיננסי לסוף תקופה
81	380	671	984	893	חוב פיננסי נטו לסוף תקופה
2,427	2,226	2,056	1,802	1,595	הון עצמי לסוף תקופה
0.6	0.9	1.1	1.4	1.4	Debt/EBITDA ¹⁸
77%	48%	37%	19%	22%	FOCF/Debt ¹⁸

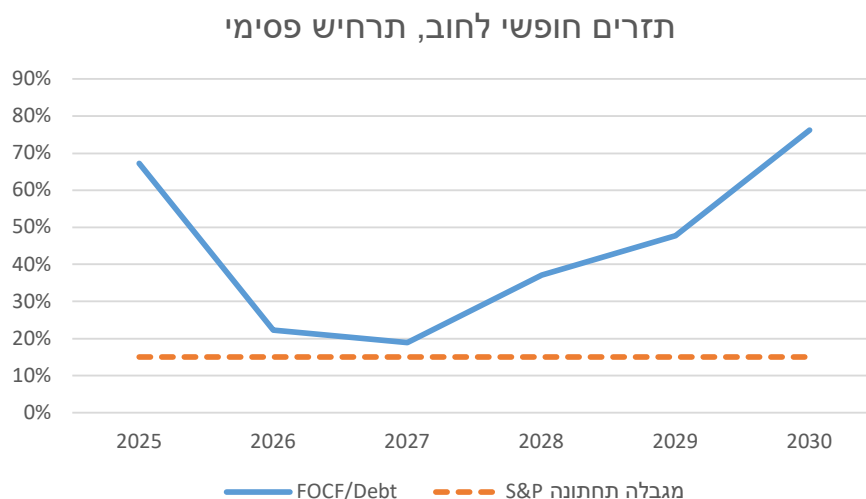
85. בתרחיש הפסימי ניכרת פגיעה משמעותית בהכנסות החברה לאורך התקופה הנבחנת, כך שאלה צפויות להסתכם בכ-3.3 מיליארד ש"ח בשנת 2030. במקביל, שיעור ה-EBITDA נשחק בהדרגה ועומד על כ-35% מההכנסות בשנת 2030, אך ממשיך לשקף רווחיות תפעולית חיובית ומשמעותית. יתרת המזומנים קטנה בשנים 2026-2027, בעיקר על רקע החלוקה המבוקשת, רכישת פעילות או חברה והצורך בשמירה על כרית נזילות. גם בתרחיש זה החברה צפויה להציג יחסי כיסוי ורמת מינוף ההולמים פרופיל אשראי ברמת סיכון נמוכה.

86. התרשים שלהלן מתאר את יחס החוב ל-EBITDA (על פי המתודולוגיה של S&P) לשנים 2025-2030 בתרחיש הפסימי:



תחת התרחיש הפסימי, יחס חוב ל-EBITDA על בסיס מודל ההערכה של S&P Maalot, עומד על 1.4 בשנת 2026 ומצוי בקטגוריית סיכון אשראי "מזערי" (Minimal),²² המשקפת יכולת גבוהה מאוד של החברה לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות בהשוואה לחייבים ישראלים אחרים. בשנת 2027 נרשמת עלייה מתונה ביחס זה, על רקע ההנחה בדבר רכישת פעילות/חברה, אך הוא מוסיף להימצא באותה קטגוריית סיכון. בשנים הבאות היחס שב ומשתפר.

87. התרשים שלהלן מתאר את יחס תזרים המזומנים החופשי לחוב (על פי המתודולוגיה של S&P) לשנים 2025-2028 בתרחיש הפסימי:



²² ר' טבלה לעיל בסעיף 61

תחת התרחיש הפסימי, יחס חוב ל-FOCF על בסיס מודל ההערכה של S&P Maalot, עומד על 22% בשנת 2026 ומצוי בקטגוריית סיכון אשראי "בינוני" (Intermediate),²³ המשקפת יכולת סבירה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות בהשוואה לחייבים ישראלים אחרים. בשנים הבאות יחס זה משתפר בהדרגה, ובפרט החל משנת 2028.

88. גם בתרחיש הפסימי החברה צפויה להמשיך ולעמוד בכל הקובננטים החלים עליה מכח התחייבויותיה הפיננסיות הקיימות. נוסף על כך, יחסי הכיסוי החזויים בתרחיש זה מוסיפים להיות הולמים את רמת הדירוג הנוכחית של החברה, ואינם מצביעים על חשש להיחלשות מהותית בפרופיל האשראי שלה.

89. מן הניתוח לעיל עולה כי גם בתרחיש הפסימי מצבה הפיננסי של פרטנר נותר ברמת סיכון נמוכה, הן על פי היחסים הפיננסיים החזויים והן בשים לב לאמות המידה של S&P Maalot. בנוסף, ובהמשך לאמור בסעיף 66, הבחינה בוצעה גם ביחס לשנים שלאחר 2030, עד לתום תקופת חלויות החוב הקיימות והחדשות, וממצאיה מצביעים כי גם ביחס לחלויות החוב שלאחר התקופה הנבחנת המוצגת בטבלה נשמרת לחברה יכולת פירעון מספקת. בהתאם, לא קיים חשש סביר כי החלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בפירעון חבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן.

²³ ר' טבלה לעיל בסעיף 61

תרחיש קיצוני

90. התרחיש הקיצוני מניח ירידה משמעותית נוספת בהכנסות לאורך התקופה נבחנת, עד לפגיעה של כ-600 מיליון ש"ח בשנת 2030. ירידה זו בהכנסות מגיעה ישירות לתזרים (למעט מגן מס וירידה בהיקף ההון החוזר בשיעור הירידה). ירידה זו עשויה לנבוע, בין היתר, מהתממשותם של אירועי מאקרו שליליים, מהחרפה ניכרת בסביבה התחרותית או מהתממשותם של גורמי סיכון עסקיים אחרים. מדובר בתרחיש שהסתברותו נמוכה ביותר, המשקף התממשות אפשרית של סיכונים מהותיים, לרבות התממשות של מספר סיכונים יחד, כמפורט להלן בטבלה שבסעיף 100. לעניין מבחן יכולת הפירעון, פגיעה בהכנסות שקולה, מבחינה כלכלית, לעלייה בלתי צפויה בהוצאות; הבחירה להציג את ההשפעה באמצעות ירידה בהכנסות בלבד נעשתה מטעמי נוחות והמחשה.

91. בהמשך למתודולוגיה המתוארת בסעיף 82, היקף הירידה בהכנסות בתרחיש זה נקבע תוך החמרה ביחס לתרחיש הפסימי, כך שהפגיעה הועמדה על 600 מיליון ש"ח בשנים 2028 עד 2030, לעומת תרחיש הבסיס. להלן הפער בהכנסות ביחס לתרחיש הבסיס:

2030	2029	2028	2027	2026	
2	2	2	1.5	0.5	מספר סטיות תקן
600	600	600	450	150	שינוי במיליוני ש"ח

92. בתרחיש הקיצוני, ולשם שמירה על כרית הנזילות של החברה, הונח גיוס אג"ח נוסף, מעבר לגיוס שנכלל בתרחיש הבסיס, בסך של 150 מיליון ש"ח בשנת 2026 (הנחה זו אינה משקפת צורך מימוני מיידי הנובע מהירידה בהכנסות בשנת 2026, אלא נועדה לשמר יתרת מזומנים בהתאם למדיניות החברה). בנוסף, הונח כי בשנת 2027 תבוצע רכישת פעילות או חברה בתמורה ל-250 מיליון ש"ח²⁴, אשר בתרחיש זה תמומן באמצעות גיוס חוב נוסף בסך 250 מיליון ש"ח. נוסף על כך, הונחו גיוסי חוב נוספים בסך מצטבר של 250 מיליון ש"ח בשנים 2029–2030, לצורך שמירה על כרית הנזילות של החברה. הנחות אלה מבוססות על כך שגם בתרחיש זה דירוג החוב של החברה אינו צפוי להשתנות באופן מהותי, ולפיכך, בהסתברות גבוהה, גם תנאי המימון צפויים להיות דומים לאלה שתוארו לעיל בסעיף 75. יובהר כי לוחות הסילוקין של גיוסי החוב שנכללו בתרחיש הקיצוני הובאו בחשבון במלואם במסגרת בחינת יכולת הפירעון, לרבות חלויות החוב שלאחר שנת 2030.

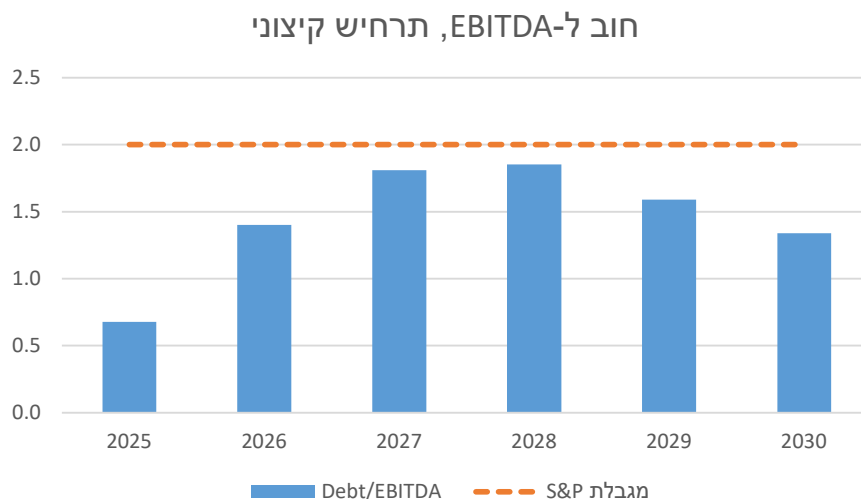
²⁴ יובהר כי בפועל, פגיעה מהותית בתזרים עשויה להביא את החברה להימנע מהשקעה מסוג זה. עם זאת, לצורך בחינה שמרנית ומחמירה, הנחתנו גם בתרחיש הקיצוני רכישת פעילות/חברה, וזאת כדי להמחיש כי אף בהנחה תיאורטית זו החברה עומדת ביכולת המימון הנדרשת.

93. הטבלה שלהלן מציגה את עיקר תוצאות התרחיש הקיצוני :

2030	2029	2028	2027	2026	מיליוני ש"ח
3,172	3,134	3,122	3,099	3,106	הכנסות
942	936	929	1,020	1,166	EBITDA
30%	30%	30%	33%	38%	EBITDA %
65	40	11	83	229	רווח נקי
2%	1%	0%	3%	7%	% רווח נקי
858	868	801	753	869	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
(466)	(474)	(483)	(476)	(477)	CAPEX
230	235	161	122	241	תזרים מזומנים חופשי
-	-	-	(250)	-	רכישת חברה/פעילות
(406)	(147)	(144)	(421)	(259)	שירות חוב
100	150	-	250	900	הנפקת אג"ח/קבלת הלוואה
-	-	-	-	(965)	דיבידנד
510	572	323	300	591	מזומן לסוף תקופה
1,175	1,405	1,325	1,394	1,484	חוב פיננסי לסוף תקופה
665	833	1,002	1,094	893	חוב פיננסי נטו לסוף תקופה
1,821	1,749	1,702	1,685	1,595	הון עצמי לסוף תקופה
1.3	1.6	1.8	1.8	1.4	Debt/EBITDA ¹⁸
27%	23%	15%	11%	22%	FOCF/Debt ¹⁸

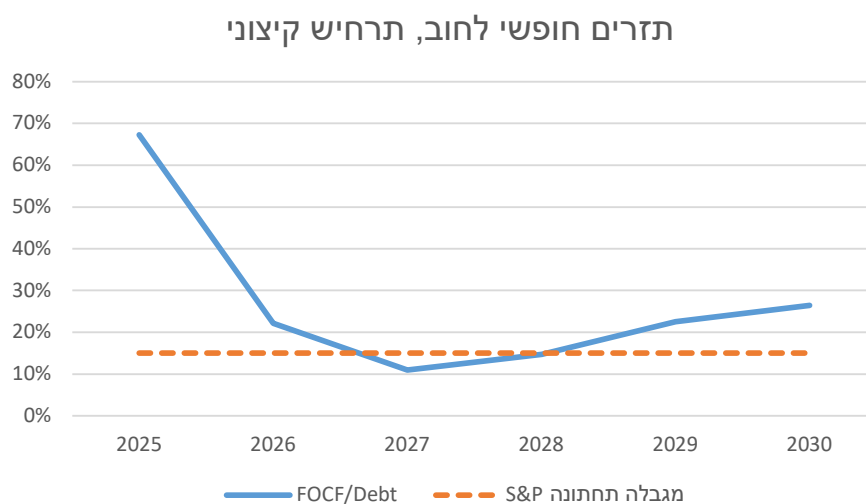
94. בתרחיש הקיצוני צפויה פגיעה ניכרת בהכנסות החברה לאורך התקופה הנבחנת, כך שאלה צפויות להסתכם בכ- 3.2 מיליארד ש"ח בשנת 2030. במקביל, שיעור ה-EBITDA נשחק בהדרגה ועומד על כ-30% מההכנסות בשנת 2030, אך נותר ברמה המשקפת רווחיות תפעולית מהותית. יתרת המזומנים קטנה בשנים 2026-2027, בעיקר על רקע החלוקה המבוקשת, רכישת פעילות/חברה והצורך בגיוסי חוב נוספים לשם שמירה על כרית הנזילות. עם זאת, בהמשך התקופה יתרת המזומנים נתמכת בתזרים מפעילות שוטפת העולה על צורכי ההשקעה ושירות החוב, וכן במדיניות הנזילות של החברה. בנסיבות אלה, גם בתרחיש זה החברה צפויה להציג יחסי כיסוי ורמת מינוף התומכים בשמירה על כושר פירעון מלא ועל יכולת לעמוד בהתחייבויותיה גם בתנאי לחץ קיצוני.

95. התרשים שלהלן מתאר את יחס החוב ל-EBITDA (על פי המתודולוגיה של S&P) לשנים 2025-2030 בתרחיש הקיצוני:



תחת התרחיש הקיצוני, יחס חוב ל-EBITDA, על בסיס מודל ההערכה של S&P Maalot, עומד על 1.4 בשנת 2026 ומצוי בקטגוריית סיכון אשראי "מזערי" (Minimal),²⁵ המשקפת יכולת גבוהה מאוד של החברה לעמוד במחויבויותיה הפיננסיות בהשוואה לחייבים ישראלים אחרים. בשנים 2027-2028 נרשמת עלייה ביחס זה, והוא עובר לקטגוריית סיכון אשראי "מתון" (Modest), אשר אף היא משקפת יכולת גבוהה לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות. בשנים שלאחר מכן היחס שוב ומשתפר.

96. התרשים שלהלן מתאר את יחס תזרים המזומנים החופשי לחוב (על פי המתודולוגיה של S&P) לשנים 2025-2030 בתרחיש הקיצוני:



תחת התרחיש הקיצוני, יחס חוב ל-FOCF, על בסיס מודל ההערכה של S&P Maalot עומד על 22% בשנת 2026 ומצוי בקטגוריית סיכון אשראי "בינוני" (Intermediate),²⁶ המשקפת יכולת סבירה של החברה לעמוד במחויבויותיה הפיננסיות בהשוואה לחייבים ישראלים אחרים. בשנת 2027 נרשמת היחלשות נוספת ביחס זה, והוא עובר לקטגוריית סיכון אשראי "משמעותי" (Significant), אשר אף היא משקפת יכולת סבירה לעמוד בהתחייבויות פיננסיות, אך כזו אשר עלולה, אם תימשך לאורך זמן, להכביד על פרופיל האשראי. עם זאת, כעולה מתוצאות התרחיש, החברה אינה צפויה להיוותר בקטגוריה זו לאורך זמן, ובהמשך התקופה הנבחנת היחס שב ומשתפר. בנסיבות אלה, אף בתרחיש קיצוני זה, אין אינדיקציה מהותית לפגיעה בדירוג החוב של החברה.

97. גם בתרחיש הקיצוני החברה צפויה להמשיך ולעמוד בכל הקובנטים החלים עליה מכוח התחייבויותיה הפיננסיות הקיימות.

98. מן הניתוח לעיל עולה כי גם בתרחיש הקיצוני, אף שחלה הרעה זמנית בחלק מן היחסים הפיננסיים, החברה שומרת על כושר פירעון מלא ועל יכולת לעמוד בהתחייבויותיה. היחסים החזויים מצביעים על היחלשות מסוימת בטווח הקצר, אך לא על פגיעה מתמשכת, ובטווח הארוך ניכרת חזרה הדרגתית לרמת סיכון נמוכה יותר. בנוסף, ובהמשך לאמור בסעיף 66, הבחינה בוצעה גם ביחס לשנים שלאחר 2030, עד לתום תקופת חלויות החוב הקיימות והחדשות, וממצאיה מצביעים כי גם ביחס לחלויות החוב שלאחר התקופה הנבחנת המוצגת בטבלה נשמרת לחברה יכולת פירעון מספקת. בהתאם, גם בתרחיש קיצוני זה לא קיים חשש סביר כי החלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בפירעון חבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן.

²⁶ ר'י טבלה לעיל בסעיף 61

דיון בגורמי הסיכון ודרכי ההתמודדות איתם

99. כאמור, בחינת יכולת הפירעון בתרחישים שונים העלתה כי החברה עומדת היטב במבחן יכולת הפירעון. עם זאת, לצורך בחינה מלאה של מצבה, מצאתי לנכון לבחון גם את הסיכונים המרכזיים העומדים בפני החברה ואת דרכי ההתמודדות שנקבעו ביחס אליהם. לצורך כך קיימתי שיחות עם גורמים בחברה ועיינתי במסמכים שנמסרו לי, המתארים את מנגנוני ההתמודדות עם הסיכונים העיקריים.
100. הטבלה שלהלן מרכזת את הסיכונים המרכזיים ואת דרכי ההתמודדות עמם, כפי שנמסרו לי על ידי החברה:

הסיכון	מידת ההשפעה על עסקי החברה	מיטיגציה
סכסוך אזורי ואי יציבות פוליטית או כלכלית	גדולה	תוכנית BCP ומערך DR מגובה ושריד; מעקב יישום תכנית להפחתת סיכונים למערכות קריטיות; גמישות ארגונית - מוכנות לעבודה מרחוק, יכולת מכירה מקוונת, מוכנות להגדלת מלאים; כרית מזומנים.
שרשרת אספקה	בינונית	פיזור ספקים והפחתת תלות בספק יחיד; יתירות תשתיתית ושליטה בציוד ובמערכות קריטיות; מלאי חלפים ומקורות אספקה חלופיים.
סייבר ואבטחת מידע	גדולה	מערך סייבר רב-שכבתי לניטור, מניעה, תגובה והתאוששות; בקורות שוטפות, מבדקי חדירה ותרגול מוכנות תקופתי; עמידה בתקנים; דרישות רגולטוריות; ביטוח סייבר.
תקלה או כשל במערכות הליבה	גדולה	תוכניות BCP ו-DR למערכות ליבה קריטיות; ניטור ושליטה רציפים באמצעות מרכז בקרה 24/7; היערכות סדורה להתאוששות ולהשבת שירותים בעת תקלה.
סיום מוקדם של הסכם שיתוף הרשת עם הוט מובייל ²⁷	גדולה	תקופת היערכות ארוכה עד למועד סיום ההסכם; בחינת חלופות תפעוליות ורגולטוריות להבטחת רציפות שירות; מסגרת עקרונית לשיתוף אתרים ונדידה הדדית בתקופת המעבר.
תדרים משותפים ²⁸	בינונית	הקצאת תדרים חלופיים; שימוש בתדרים שאינם משותפים; תוספת אתרים וטכנולוגיות; תיאום שוטף לצמצום הפרעות הדדיות.

²⁷ לפרטנר רישיון כללי למתן שירותי רדיוטלפון נייד, המאפשר לה להפעיל רשת סלולר עצמאית. בפועל, פעילות הרדיו הסלולרית של פרטנר מבוצעת באמצעות רשת משותפת עם הוט מובייל, המוחזקת ומנוהלת על ידי חברת PHI Networks Ltd. מודל זה מבוסס על שיתוף תשתיות רדיו בין שתי החברות, באופן המאפשר להן ליהנות מיעילות תפעולית וחיסכון בהוצאות ההקמה, התחזוקה והתפעול של הרשת. בהתאם להסכמות בין הצדדים, עלויות ההקמה, התחזוקה והתפעול של הרשת המשותפת מתחלקות ביניהן לפי המנגנונים הקבועים בהסכם.

²⁸ באפריל 2023 התקבל בחברה מכתב ממשרד התקשורת בנוגע למגבלות אפשריות על השימוש בחלק מפסי התדרים בתחומי 2,600 ר' 3,500 מגהרץ, על רקע הקצאה מקבילה אפשרית למפעילים פלסטיניים. נכון למועד זה, לא נמסרו לוחות זמנים ליישום, וחלק מהיבטי היישום טרם הוגדרו. להערכת החברה, יישום מלא של האמור עשוי להשפיע על איכות השירות בתדר 2,600 באזורים מסוימים, בעיקר ביישובי אי"ש ובסמוך לקו הירוק, וכן עלול ליצור נחיתות ביצועית נקודתית ביחס למתחרים. בשלב זה, היקף ההשפעה בפסי תדר נוספים ובאזורים נוספים אינו ברור.

הסיכון	מידת ההשפעה על עסקי החברה	מיטיגציה
תלות ברישיונות	גדולה	חטיבת רגולציה ייעודית מקיימת קשר שוטף עם הגורמים המפקחים, מלווה את יישום הוראות הרגולציה והרישיון ומבצעת מעקב שוטף אחר דרישות דיווח וחדוש רישיונות.
שינויים טכנולוגיים ותלות בטכנולוגיה	גדולה	פיזור תחומי פעילות; בחינה שוטפת של שינויים טכנולוגיים והעדפות לקוחות; פורום חוצה חטיבות לפיתוח והתאמת מוצרים ושירותים.

101. הערכת גורמי הסיכון בחברה מבוססת על מתודולוגיות מקצועיות ומקובלות לניהול סיכונים. עוצמת החשיפה נגזרת מהערכת הנהלת החברה בנוגע להשפעות הכספיות, המשפטיות, התפעוליות והפגיעה במוניטין, כאשר לצורך קביעת מידת ההשפעה הכספית הפוטנציאלית על עסקי החברה נבחנים תרחישי קיצון, אשר מטבעם ההסתברות להתממשותם נמוכה.

102. מידת ההשפעה הכספית על עסקי החברה נקבעת בהתאם לרמות הבאות:

102.1. השפעה קטנה - השפעה העשויה להגיע בתרחיש קיצון לכדי פגיעה של עד 70 מיליוני ש"ח ב-EBITDA (או פגיעה אחרת בעלת השפעה זהה);

102.2. השפעה בינונית - השפעה העשויה בתרחיש קיצון להגיע לכדי פגיעה של 70 עד 110 מיליוני ש"ח ב-EBITDA (או פגיעה אחרת בעלת השפעה זהה);

102.3. השפעה גדולה - השפעה העשויה להגיע בתרחיש קיצון לכדי פגיעה של למעלה מ-110 מיליוני ש"ח ב-EBITDA (או פגיעה אחרת בעלת השפעה זהה).

103. מן המידע שהוצג לי עולה כי לחברה קיימים מנגנונים ותוכניות פעולה להתמודדות עם הסיכונים המרכזיים העשויים להשפיע על פעילותה, בהתאם לפרקטיקות מקובלות של ניהול סיכונים. להערכתך, תרחישי הרגישות והקיצון שנבחנו במסגרת חוות דעתי נותנים ביטוי הולם להתממשותם האפשרית של חלק מסיכונים אלה, ובכלל זה גם להתממשות משולבת של מספר סיכונים בדרגות חומרה שונות.

אישושים חיצוניים

104. למעלה מן הצורך, ולשם בחינת סבירות מסקנותיי גם ביחס לאינדיקציות חיצוניות, עיינתי בדוחות דירוג ובחומרים פומביים נוספים הנוגעים מצבה של פרטנר, ובפרט בכאלה שניתנו לאחר חלוקת דיבידנד שבוצעה במרץ 2026 ובהתייחס לחלוקה המבוקשת נשוא חוות דעת זו.

105. במסגרת זו עיינתי, בין היתר, בדוחות הדירוג של S&P Maalot, ובפרט בדוח מחודש מאי 2026, במסגרתו אושרר דירוגה של פרטנר על ilAA באופק יציב. כפי שפורט לעיל, דירוג זה משקף, לפי סולם הדירוג של מעלות, רמת סיכון אשראי נמוכה ויכולת גבוהה מאוד לעמוד בהתחייבויותיה הכספיות. עוד עולה מן הדוח כי תרחיש הבסיס של חברת הדירוג הביא בחשבון את החלוקה הנבחנת, מבלי שהדבר הוביל לשינוי בדירוג או באופק.

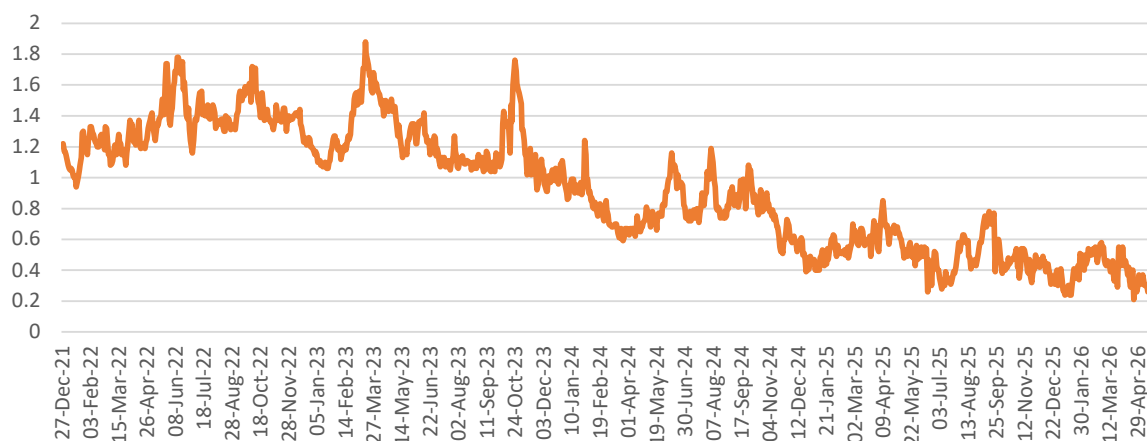
106. בנוסף, עיינתי גם בסקירות אנליסטים שפורסמו בשוק ההון הישראלי (לאומי, IBI, לידר, פועלים ופסגות). סקירות אלה אינן מהוות בסיס עצמאי למסקנות חוות דעתי, ואיני מייחס להן משקל דומה לזה של דוחות

הדירוג, אולם מצאתי כי גם בהן לא עלתה אינדיקציה חיצונית לקיומו של חשש סביר לפגיעה ביכולת הפירעון של החברה עקב החלוקה המבוקשת.

107. למעלה מן הצורך, בחנתי גם אינדיקציות שוק נוספות ביחס להודעת החברה על כוונתה לבחון אפשרות לבצע חלוקת דיבידנד שאינה מקיימת את מבחן הרווח בסך של עד 500 מיליון ש"ח בכפוף לאישור בית המשפט. בתוך כך, בחנתי את תגובת מניית פרטנר במועד פרסום הדוח השנתי ביום 10.3.2026, במסגרתו וגם בדיווח מיידי נפרד נמסר גם על כוונת החברה לבחון אפשרות לחלוקת דיבידנד כאמור. באותו יום, עלתה מניית פרטנר ב-2%. עם זאת, בשים לב לכך שהדוח השנתי כלל מידע מהותי נוסף, איני מייחס לנתון זה משקל עצמאי של ממש. לכל היותר, ניתן לומר כי לא ניכרה תגובת שוק שלילית חריגה למידע בדבר החלוקה.

108. אשר לתשואות האג"ח של החברה, בחנתי גם אותן כאינדיקציה מסוימת לתפיסת סיכון האשראי של החברה בשוק. מן הנתונים שבחנתי עולה כי תשואות אגרות החוב של פרטנר משקפות רמת סיכון נמוכה יחסית. כך, לדוגמה, תשואת אג"ח סדרה ח' של החברה ב-3 השנים האחרונות נעה בטווח של כ-2.9%-5.8%, וגם בתקופה שלאחר ההכרזה על החלוקה לא נרשמה עלייה חריגה בתשואות. להלן תרשים של מרווח תשואות האג"ח (מעל ריבית חסרת סיכון) בשנים 2021-2026:

מרווח אג"ח סדרה ח' 2021-2026 (אחוזים)



109. בחינת מצב החברה מול חברות השוואה בישראל ובחו"ל (כפי שניתן לראות לעיל בפרק המתאר את שוק התקשורת ובניתוח היחסים הפיננסיים) מעלה כי היחסים הפיננסיים שלה מצויים בתחום שנחשב שמרני מחברות ההשוואה ומשכך יכולה לעמוד בזעזועים בלי להיפגע באופן משמעותי.

כריות ביטחון

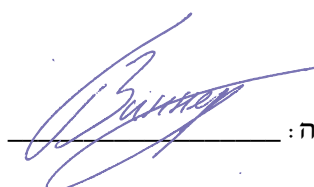
110. לחברה מספר כריות ביטחון העשויות לסייע לה בהתמודדות עם זעזועים או עם פגיעה בתזרים המזומנים, והן מהוות נדבך נוסף התומך ביכולת הפירעון שלה.
111. כרית ביטחון אחת היא כרית המזומנים שעליה עמדתי לעיל בסעיף 51. שמירה על יתרת מזומנים מספקת מאפשרת לחברה לעמוד בהתחייבויותיה גם במקרה של פגיעה זמנית בתזרים.
112. כרית ביטחון נוספת היא האפשרות למכור את אתרי הסלולר שבבעלות החברה בדרך של מכירה וקבלת תמורה מיידי, לצד המשך השימוש בהם באמצעות חכירה לטווח ארוך. אפשרות זו עשויה לספק מקור נזילות משמעותי בעת הצורך.
113. התקציב הרב שנתי של החברה כולל השקעות הוניות מהותיות. אף שמדובר בהשקעות חשובות להמשך פעילותה, בעת משבר ניתן, ככל שיידרש, לדחות חלק מהן באופן זמני, ובכך לשמר מזומנים.
114. בנוסף, קיימת אפשרות לבצע עסקאות פקטורינג ביחס לתשלומים צפויים מלקוחות, ובמקרים מתאימים גם ביחס לתשלומים לספקים, ובכך להקדים תזרימי מזומנים בתמורה לעלות מימונית מוגבלת יחסית.
115. לצד זאת, בהתאם להערכות החברה כפי שנמסרו לי, שהינן סבירות בעיני, לחברה קיימת גם גמישות מימונית בגיוס חוב חיצוני:
- 115.1. כפי שנמסר לי, החברה מקיימת שיח שוטף עם גורמים במערכת הבנקאית ועם גופים מוסדיים ביחס לאפשרויות מימון. על בסיס שיח זה נמסר לי כי, נכון למועד בדיקתי ובהתחשב במצבה הפיננסי של החברה כיום, קיימת לה אפשרות לגייס חוב בהיקף של כ-2.5 מיליארד ש"ח, ובתנאים הנחזים כנוחים יחסית.
- 115.2. לחברה עומדת האפשרות לפעול להעמדת קווי אשראי מגופים פיננסיים, אם וככל שתמצא לנכון לעשות כן. אפשרות זו מהווה נדבך נוסף בגמישותה המימונית וביכולתה להתמודד עם צרכי נזילות נקודתיים.
- 115.3. בנוסף, לחברה קיים תשקיף מדף המאפשר גיוס אגרות חוב נוספות. מבירורים שנערכו על ידי החברה עולה כי, נכון למועד בדיקתי ובהתחשב במצבה הנוכחי, גיוס כאמור עשוי להתבצע בתנאים הנחזים כנוחים יחסית.
- 115.4. משכך, גם האינדיקציות החיצוניות שנבחנו, למעלה מן הצורך, אינן מצביעות על חשש סביר לפגיעה ביכולת הפירעון של החברה עקב החלוקה המבוקשת.
116. אף שהחברה אינה צופה, נכון למועד בדיקתי, לפעול לגיוס הון באמצעות הנפקת מניות, גם אפשרות זו עומדת לרשותה אם וככל שתידרש לכך.
117. בהתאם לתרחישים שבחנתי, איני צופה צורך במימוש כריות הביטחון האמורות, גם במקרה של פגיעה בתזרים. עם זאת, עצם קיומן מחזק את המסקנה כי אין חשש סביר לאי עמידה בהתחייבויות החברה בהגיע מועד קיומן.

י. מסקנות

118. לאחר בחינת מצבה הפיננסי של פרטנר, תחזיותיה הכספיות, מבנה ההון שלה, רמת הנזילות, יחסי הכיסוי, אמות המידה שנקבעו על ידי S&P Maalot וכן עמידותה תחת תרחיש בסיס, תרחיש פסימי ותרחיש קיצוני – מסקנתי היא כי לא קיים חשש סביר שהחלוקה המבוקשת תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבוינותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן.
119. בחינת איתנותה הפיננסית של פרטנר בוצעה הן על בסיס התקציב הרב שנתי של החברה והן תחת תרחיש לחץ מחמירים, ובכלל זה תרחיש פסימי בהסתברות נמוכה ותרחיש קיצוני בהסתברות נמוכה ביותר. גם תחת תרחישים אלה החברה ממשיכה להציג כושר פירעון, נזילות מספקת ויכולת שירות חוב הולמת.
120. בתרחיש הבסיס, הכולל את החלוקה המבוקשת ואת ההתאמות המימוניות הנלוות לה, החברה מוסיפה להציג פרופיל פיננסי חזק, המאופיין במינוף מתון, ביחסי כיסוי טובים, ברווחיות תפעולית גבוהה ובתזרים מזומנים שוטף העולה לאורך זמן על צורכי ההשקעה ושירות החוב.
121. גם בתרחיש הפסימי, הכולל פגיעה מהותית בהכנסות, החברה צפויה להמשיך ולעמוד בכל הקובננטים החלים עליה מכוח התחייבויותיה הפיננסיות הקיימות. להערכתי, יחסי הכיסוי החזויים בתרחיש זה מוסיפים להלוו את רמת הדירוג הנוכחית של החברה, ובהסתברות גבוהה דירוג החוב שלה יישמר גם בתרחיש זה.
122. אף בתרחיש הקיצוני, אשר נבנה בגישה מחמירה במיוחד וכולל הנחות שאינן משקפות בהכרח את אופן פעולת החברה בפועל בתנאי לחץ, לא עולה חשש סביר לפגיעה ביכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה. גם בתרחיש זה החברה נותרת סולבנטית, שומרת על כושר שירות חוב מספק וממשיכה לעמוד בקובננטים הקיימים.
123. כמפורט לעיל, אף שהתקופה הנבחנת המוצגת בטבלאות הינה השנים 2026–2030, בחינת יכולת הפירעון בכל אחד מן התרחישים לא הוגבלה לתקופה זו בלבד. לצורך המשך הבחינה שימשה שנת 2030 כשנה פרמנטית, ובהתאם נבחנה יכולת החברה לעמוד במלוא חלויות החוב שלה הקיימות והחדשות עד לתום תקופת פירעון. ממצאי הבחינה מצביעים כי גם ביחס לחלויות החוב שלאחר שנת 2030 נשמרת לחברה יכולת פירעון מספקת.
124. בחינת אינדיקציות חיצוניות – ובכלל זה דוחות הדירוג, סקירות אנליסטים ואיתותי שוק ההון – תומכת אף היא במסקנה כי החלוקה המבוקשת אינה נתפסת כמהלך המסכן את יציבותה הפיננסית של החברה.
125. להערכתי, לחברה כריות ביטחון נוספות העשויות לסייע לה בהתמודדות עם זעזועים או פגיעה בתזרים המזומנים, ואשר מחזקות את יכולת הפירעון שלה, ובהן מדיניות נזילות שמרנית, האפשרות למימוש נכסים, גמישות מסוימת בדחייה זמנית של חלק מההשקעות ההוניות, האפשרות לבצע עסקאות פקטורינג ביחס לתשלומים צפויים מלקוחות וביחס לתשלומים לספקים, גמישות מימונית בגיוס חוב חיצוני והאפשרות לגיוס הון באמצעות הנפקת מניות.
126. מכלול השיקולים שנבחנו בחוות דעת זו, ובהם הפרופיל הפיננסי החזק של החברה, מדיניות הנזילות השמרנית, הגמישות המימונית, העמידה בקובננטים, יכולת ייצור המזומנים הגבוהה ועמידות החברה גם תחת תרחישי לחץ מחמירים, תומך במסקנה כי החלוקה המבוקשת אינה יוצרת חשש סביר לפגיעה ביכולת הפירעון של החברה.

בכבוד רב,

צבי וינר

חתימה: 

נספח א' - פרטי ניסיונו והשכלתו של פרופסור צבי וינר

פרטי התקשרות: רח' משכן שילה 8 ירושלים, 9371904.

אני פרופסור מן המניין בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית. בשנים 2016-2020 כיהנתי כדיקן בית הספר למנהל עסקים ושימשתי במהלך עשור כראש התמחות המימון וכן כמנהל האקדמי של תכנית Executive MBA במימון ובנקאות באוניברסיטה העברית בירושלים.

סיימתי את לימודי הדוקטורט במתמטיקה במכון ויצמן למדע ואת עבודת הפוסט-דוקטורט עשיתי באוניברסיטת פנסילבניה (Wharton) בתום הפוסט-דוקטורט עבדתי במחלקת אגרות החוב בבנק השקעות Lehman Brothers, בניו יורק.

אני נמנה עם 25 המייסדים של ארגון Professional Risk Managers International Association (PRMIA) ומכהן כדירקטור של PRMIA בישראל. ארגון PRMIA הוא ארגון בינלאומי מקצועי של מנהלי סיכון, עם עשרות אלפי חברים ממדינות רבות בעולם. במשך כ-10 שנים כיהנתי כיו"ר של ה- Education and Standards Committee PRMIA. ועדה זו אחראית על מבחן בינלאומי להסמכה בתחום של ניהול סיכונים (PRM).

מחקרים רבים שכתבתי התפרסמו בעיתונות המקצועית (Journal of Finance, Journal of Risk and Uncertainty, Journal of Banking and Finance, Review of Financial Studies, Financial Management, Journal of Derivatives, Journal of Computational Finance ועוד). בניהם מאמרים בתחום של פיתוח מודלים פיננסיים.

כמו כן, רבים ממחקרי הוצגו בכנסים בינלאומיים מובילים. חיברתי וערכתי ספרים מקצועיים באקדמיה ובפרקטיקה כאחד, כגון: "מכשירים פיננסיים וניהול סיכונים" אשר פורסם על ידי גלובס ו-"Bridging the GAAP, Recent Advances in Finance and Accounting" וגם "Contingent Claims Analysis in Corporate Finance" ב-4 כרכים אשר פורסמו על ידי World Scientific.

שימשתי במשך מספר שנים כחבר בוועדת ההשקעות בבנק ישראל (רזרבות מט"ח), בנוסף ייעצתי למשרד האוצר, רשות ניירות ערך, ומשרד הביטחון. להלן מדגם מהעבודות אשר בוצעו על ידי, העוסקים בתחומים פיננסיים מגוונים:

- ייעוץ לרשות ניירות ערך על אופן הפיקוח וניהול סיכונים פיננסיים
- ייעוץ למוסדות פיננסיים בנושאים של פיתוח ותיקוף מודלים מימוניים
- חוות דעת מומחה לבחינת כושר הפירעון לאחר חלוקת דיבידנד
- חוות דעת מומחה כחלק מהצעת רכש
- ליווי ועדות בלתי תלויות לבחינת עסקאות רכישה ומיזוג
- עבודות כלכליות לצרכי דוחות כספיים
- פיתוח מודל VaR עבור פיקוח על הבנקים בבנק ישראל
- ייעוץ בניהול סיכונים לבנק ישראל (תיק רזרבות מט"ח)
- פיתוח מערכת לניהול סיכונים
- פיתוח בנצי'מרק לניהול החוב של מדינת ישראל במט"ח למשרד האוצר
- הערכות שווי של מוצרים פיננסיים ואופציות גלומות
- פיתוח אלגוריתם לחישוב עקום הריביות מנתוני שוק (עקום spot ו-forward)
- ייעוץ לפיקוח על הביטוח על Solvency II
- תמחור וגידור של עסקאות פיננסיות למשקיעים שונים
- הערכת שווי של נכסים מורכבים, לרבות חבילות אופציות לעובדים
- ניתוח הסתברות לפשיטת רגל בניירות ערך מובנים לחברת דירוג
- חוות דעת מקצועיות לבתי משפט ולרגולטורים
- הערכות שווי של חוב לא סחיר עבור משקיעים מוסדיים בישראל

תחומי ההוראה שלי כוללים בין היתר: השקעות וניירות ערך, ניהול קרן השקעות, ניהול סיכונים, אופציות, אגרות חוב, הנדסה פיננסית ומודלים פיננסיים.

בנוסף לאוניברסיטה העברית, לימדתי במסגרות שונות לרבות אוניברסיטאות אחרות בישראל ובחו"ל, חברות פרטיות וממשלתיות.

כמו-כן, הנני גם חבר בפורום שווי הוגן. מידע נוסף אודות פעילותי האקדמית ניתן למצוא באתר האינטרנט בכתובת: <http://pluto.mscc.huji.ac.il/~mswiener/>.

ACADEMIC PUBLICATIONS

Crouhy M., D. Galai, A. Ravon, Z. Wiener, Trading ESG vs. Trading E, S, and G Separately: An Exploratory Research, *The Quarterly Journal of Finance*, 15:2 (2025).

Galai D., Z. Wiener, Modern Corporate Finance (MCF) and the Rise of the Contingent Claims Analysis (CCA) Era, *The Quarterly Journal of Finance*, 15:2 (2025).

Gabbi G., D. Galai, Z. Wiener, Introduction to the Special Issue: Transforming the Future of Finance and Risk Management, *The Quarterly Journal of Finance*, 15:2 (2025).

Ben-Rubi S., Y. Mugerma, Z. Wiener, Regulating Cash Holdings: Assessing Lost Returns in Mutual Funds, *Finance Research Letters*, 62, (2024).

Hilscher J., A. Raviv, Z. Wiener, Dynamic Volatility Regulation of Financial Institutions, *Finance Research Letters*, 61 (2024).

Mugerma Y., N. Steinberg, Z. Wiener, The Exclamation Mark of Cain: Risk Salience and Mutual Fund Flows, *Journal of Banking and Finance*, 134, (2022).

Gabbi G., D. Galai, Z. Wiener, Knowns and Unknowns. Risk Management in a Context of Increasing Uncertainty, *The Quarterly Journal of Finance*, 12:1, (2022).

Crouhy M., D. Galai, Z. Wiener, The Impact of Fintechs on Financial Intermediation, *Journal of FinTech*, 1:1 (2021), 1-52.

Abudy M., Y. Mugerma, Z. Wiener, Stock Markets and Female Participation in the Labor Force, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 74, 2021.

Mugerma Y., O. Yidov, Z. Wiener, By the Light of Day: The Effect of the Switch to Winter Time on Stock Markets, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 65, (2020).

Hecht Y., Y. Mugerma, Z. Wiener. On the Failure of Mutual Fund Industry Regulation, *Emerging Markets Review*, 38, (2019), 51-72.

Sade O., R. Stein, Z. Wiener, Israeli Treasury Auction Reform, *Israel Economic Review*, 16:1, (2018), 41-63.

Galai D., Z. Wiener, Dividend Policy Relevance in a Levered Firm - The Binomial Case, *Economics Letters*, 172, (2018), 78-80.

Galai D., Z. Wiener, Special Issue on Risk Management, *Quarterly Journal of Finance*, 8:4, (2018), 1-4.

Afik Z., G. Jacoby, Z. Wiener, Duration and Globalization, *The Journal of Fixed Income*, 28:2, (2018), 31-43.

Kremer I., Z. Wiener, E. Winter, Flow Auctions, *International Journal of Game Theory*, 46:3 (2017), 655-665.

Mugerma Y., M. Ofir, Z. Wiener, How Homeowners Choose Between Fixed and Adjustable Rate Mortgages? *Quarterly Journal of Finance*, 6:3 (2016).

Cserna B., A. Levy, Z. Wiener, Counterparty Risk in Exchange-Traded Notes (ETNs), *Journal of Fixed Income*, 23:1 (2013), 76-101.

Levy H., Z. Wiener, Prospect Theory and Utility Theory: Temporary versus Permanent Attitude Toward Risk, *Journal of Economics and Business*, 68 (2013), 1-23.

Galai D., Z. Wiener, Credit Risk Spreads in Local and Foreign Currencies, *Journal of Money, Credit and Banking*, 44:5 (2012), 883-901.

Wiener Z., The value of Value-at-Risk: A theoretical approach to the pricing and performance of risk measurement systems, *Journal of Economics and Business*, 64 (2012), 199-213.

Goldstein M., P. Irvine, E. Kandel, Z. Wiener, Brokerage Commissions and Institutional Trading Patterns, *The Review of Financial Studies*, 22:12 (2009), 5175-5212.

Wiener Z., Solvency II and the Solvency Capital Requirements for Insurance Firms in Israel, *Israel Economic Review*, 5:2 (2008), 33-53.

Galai D., Z. Wiener, Stakeholders and the Composition of the Voting Rights of the Board of Directors, *Journal of Corporate Finance*, 14:2 (2008), 107-117.

Cvitanic J., Z. Wiener, F. Zapatero, Analytic Pricing of Executive Stock Options, *The Review of Financial Studies*, 21:2 (2008), 683-724. Reprinted in "Recent Developments in the Economics of Executive Compensation", ed. Robert W. Kolb, Edward Elgar Publishing, 2015.

Galai D., A. Raviv, Z. Wiener, Liquidation Triggers and The Valuation of Equity and Debt, *Journal of Banking and Finance*, 36:12 (2007), 3604-3620.

Fooladi I., G. Jacoby, G. Roberts, and Z. Wiener, The Domestic Elasticity of Default-Free Foreign Bonds, *Journal of Applied Finance*, 16:2 (2006), 174-182.

Wiener Z., H. Pompushko, The Estimation of Nominal and Real Yield Curves from Government Bonds, *The Journal of Risk Finance*, 7:5 (2006), 488-502.

Leippold M., Z. Wiener, Efficient Calibration of Trinomial Trees for One-Factor Short Rate Models, *Review of Derivatives Research*, 7 (2004), 213-239.

O'Neill B., D. Samet, Z. Wiener, E. Winter, Bargaining with an Agenda, *Games and Economic Behavior*, 48 (2004), 139-153.

Galai D., Z. Wiener, Government Support of Investment Projects in the Private Sector: A Micro-Economic Approach, *Financial Management*, 32:3 (2003), 33-50.

Elashvili Y., M. Sokoler, Z. Wiener, D. Yariv, Integrating Pension Funds into the capital Market: A Proposal to Guarantee Returns Using Market Instruments, *The Economic Quarterly* (in Hebrew), 50:1 (2003), 162-189.

Benninga S., T. Bjork, Z. Wiener, On the Use of Numeraires in Option Pricing, *Journal of Derivatives*, 10:2 (2002), 43-58.

Wiener Z, S. Benninga, A. Protopapadakis, Limiting Differences Between Forward and Futures Prices in a Lucas Consumption Model, *International Financial Markets, Institutions and Money*, 10:2 (2000), 151-161.

Benninga S., Z. Wiener, Investigation of Cheapest to Deliver on Treasury Bond Contracts, *Journal of Computational Finance*, 2:3 (1999), 39-55.

Schreiber B., Z. Wiener, D. Zaken, The Implementation of Value-at-Risk (VaR) in Israel's Banking System, *Banking Review*, 7 (1999), 61-87.

Wiener Z., Comment on Non-Linear Value-at-Risk, *European Finance Review*, 2 (1999), 189-193.

Wiener Z., Y. Yomdin, From formal numerical solutions of elliptic PDE's to the true ones, *Mathematics of Computations*, 69:229 (1999), 197-235.

Levy H., Z. Wiener, Stochastic Dominance and Prospect Dominance with Subjective Weighting Functions, *Journal of Risk and Uncertainty*, 16:2 (1998), 147-163.

Wiener Z., An Interesting Formula of Matrix Exponent, *Linear Algebra and its Applications*, 257 (1997), 307-310.

Bergman Y., B. Grundy, Z. Wiener, Generalized Theory of Rational Option Pricing, *The Journal of Finance*, 51:5 (1996), 1573-1610 (leading article).

Wiener Z., Instability of Non-Isolated Equilibria, in *Analytical, Numerical and Experimental Methods in Mechanics*, (eds. B. Ye. Pobedrya, V. V. Kozlov), Moscow University Publishing House, 1995, 32-37.

Wiener Z., Instability with Two Zero Frequencies, *Journal of Differential Equations*, 103:1 (1993), 58-68.

Wiener Z., Instability of a Non-Isolated Equilibrium, *Archive for Rational Mechanics and Analysis*, 116 (1991), 301-305.

Wiener Z., Degenerate Cases of Unstable Equilibrium with Two Zero Frequencies, *Mathematical Methods in Mechanics*, MGU, (1990), 19-22.

Wiener Z., Stability of Equilibrium of a Mechanical System with Nonrestraining Constraints, *Vestnik MGU, Mathematics and Mechanics*, 4 (1989), 54-57.

Wiener Z., Asymptotic Motions of Mechanical Systems with Non-Holonomic Constraints, *Applied Mathematics and Mechanics*, 53:4 (1989), 424-429.

Wiener Z., Mechanism of Instability of an Equilibrium of Natural Systems, *Functional Analysis and Applications*, 23:1 (1989), 55-57.

BOOKS, BOOK CHAPTERS AND EDUCATIONAL PAPERS

Gershon D., A. Lipton, M. Rosenbaum and Z. Wiener (editors), "Options – 45 Years since the publication of the Black-Scholes-Merton Model", World Scientific Publishing, Singapore, 2023, 556 pages.

Crouhy M., D. Galai and Z. Wiener, *The Impact of Fintechs on Financial Intermediation: A Functional Approach*, FaIR (Finance and Insurance Reloaded) an Institut Louis Bachelier interdisciplinary program, Paris, 2021, 66-71.

Crouhy M., Galai D. and Z. Wiener (editors), "Contingent Claims Analysis in Corporate Finance", 4 volumes, World Scientific Publishing, Singapore, 2019.

Ofir M. and Z. Wiener, Individuals Investment in Financial Structured Products from Rational and Behavioral Choice Perspectives, chapter 2 in *Behavioral Finance: Where do Investors Biases Come From?*, editor I. Venezia, 2016.

Mugerman Y., M. Ofir, Z. Wiener, Heuristics and Biases in the Israeli Mortgage Market, chapter 10 in *Behavioral Finance: Where do Investors Biases Come From?*, editor I. Venezia, 2016.

Wiener Z., Passive Investing Gains Popularity in Israel, STOX Pulse, vol. 3, issue 2, 2014, 8-10 – invited article.

Galai D., Z. Wiener, Globalization and Risk Management of Foreign Currency Exposures, Intelligent Risk, 2012, 2:2, 9-11.

Venezia I. and Z. Wiener “Bridging the GAAP: Advances in Finance and Accounting”, World Scientific Publishing, Singapore, 2012.

Galai D., E. Sulganik, Z. Wiener, Investments in Real Assets and Earnings management in Banks, in “Bridging the GAAP: Advances in Finance and Accounting”, World Scientific Publishing, editors: I. Venezia and Z. Wiener, 2012.

Galai D., Y. Landskroner, A. Raviv, Z. Wiener, A Balance Sheet Approach for Sovereign Debt, in “Bridging the GAAP: Advances in Finance and Accounting”, World Scientific Publishing, editors: I. Venezia and Z. Wiener, 2012.

Wiener Z., ESO valuation methods, in “Share Based Employee Compensation”, editor S. Lavee, Ronen publishing, 2010, 193-225, in Hebrew.

Schreiber B., Z. Wiener, D. Zaken, Market Risk Measurement by Value-at-Risk (VaR) in “Israel’s Banking System, Research in Banking”, Bank of Israel, 2010, editors A. Barnea, D. Geva, and S. Perl, 199-231, in Hebrew.

Wiener Z., Sandler L., “Financial Instruments and Risk Management”, Globes publishing house, 2009, 418 p, in Hebrew. Second edition 2010. Third edition 2014.

Wiener Z., Preface to Volume I-Finance Theory, Financial Instruments, Markets, in “The Professional Risk Managers' Handbook”, eds. C Alexander, and E. Sheedy), 2004, 1-5.

Wiener Z., Introduction to VaR (Value-at-Risk), in “Risk Management and Regulation in Banking”, (eds. D. Galai, D. Ruthenberg, M. Sarnat, B. Schreiber), Kluwer Academic Publishers, Boston, 1999, 47-63.

Benninga S., Z. Wiener, Value-at-Risk (VaR), Mathematica in Education and Research, 7:4 (1998), 39-45. Reprinted in Financial Engineering Review, 1 (1), 2003, 18-24.

Benninga S., Z. Wiener, Binomial Term Structure Models, Mathematica in Education and Research, 7:3 (1998), 11-19.

Benninga S., Z. Wiener, Term Structure of Interest Rates, Mathematica in Education and Research, 7:2 (1998), 13-22.

Benninga S., Z. Wiener, Dynamic Hedging Strategies, Mathematica in Education and Research, 7:1 (1998), 12-16.

Benninga S., Z. Wiener, Binomial Option Pricing, the Black-Scholes Option Pricing Formula, and Exotic Options, Mathematica in Education and Research, 6:4 (1997), 11-14.

Benninga S., Z. Wiener, The Binomial Option Pricing Model, Mathematica in Education and Research, 6:3 (1997), 27-34.

Benninga S., Z. Wiener, Duration and the Cheapest to Deliver Problem for Treasury Bond Futures Contracts, Ch. 18, in “Financial Modeling”, ed. S. Benninga, MIT Press, 1997, 271-281.

RESEARCH GRANTS

Eshkol Grant	2025
The Aharon Barak Center for Interdisciplinary Legal Research	2025-2026
The Vicky and Joseph Safra Research Grant	2024-2025
The Israel Academy of Sciences (ISF)	2024-2026
Europlace Institute of Finance	2020
The Israel Academy of Sciences (ISF)	2015-2016
The Israel Academy of Sciences (ISF)	2016
Montreal Institute of Structured Finance and Derivative Instruments	2012-2015
The Israel Academy of Sciences (ISF)	2013-2014
Falk Institute Grant	2012-2013
Real Estate Center at IDC research grant	2011-2012
Israeli Securities Authority research grant	2008-2009
Forum Sapir research grant	2006-2007
Falk Institute Grant	2006
The Israel Academy of Sciences (ISF)	2005-2007
Caesarea Center research grant	2005
Aharon Meir Research Grant	2004
Neaman Grant	2001-2002
Koret Grant	2000-2001
Eshkol Grant	1998-1999
Eshkol Grant	1997-1998
Wolfram Research Grant	1997
Israel Foundation Trustees	1997-1998
The Israel Academy of Sciences (ISF)	1996-1998