

XFONE, Inc.

מעקב שנתי ו פברואר 2009

1

מחבר:

זיו פרנקל, אנליסט
ziv@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיון, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

XFONE, Inc.

אופק דירוג: שלילי	A3	אג"ח (סדרה א')
-------------------	----	----------------

מידרוג מודיעה על הצבת אופק שלילי לדירוג A3 לאג"ח (סדרה א') שהנפיקה XFONE, Inc ("אקספון", "החברה"). הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מהעלייה ברמת הסיכון בסביבה העסקית בה פועלת החברה, הנובעת מהתחזקות המיתון בארה"ב, והאיום שהוא מציב על עסקיה בעיקר מול המגזר העסקי. הפעילות בארה"ב הינה פעילות הליבה של החברה. מחד גיסא, החברה מציגה יציבות יחסית בתוצאות הכספיות ועמידה ביחסי הכיסוי שנצפו, וזאת חרף תהליך מיזוג פעילות מורכב שליווה אותה בשנה החולפת מאז רכישת חברת הנת (NTS Communications Inc. ("NTS")); מאידך גיסא, החברה מתקשה להציג צמיחה בפעילות הליבה. כמו כן, לחברה חשיפה מטבעית בגין האג"ח צמוד המדד ביחס לדולר - מטבע הפעילות העיקרי שלה. בין הגורמים העלולים להוביל להורדת הדירוג: היעדר צמיחה בהיקף הפעילות, שחיקה תוך הרעה בתזרימי המזומנים החופשיים וביחסי הכיסוי; הרעה במצב הנזילות והגמישות הפיננסית, לרבות שינויים בתנאי מסגרות האשראי. החברה טרם קיבלה החלטה על ביצוע הגידור, ובמידרוג יתחשבו בהחלטתה בנושא זה, ברבעונים הקרובים, כאחד השיקולים בבחינת הדירוג. דירוג החברה נתמך בשיפור מעמדה העסקי בעקבות רכישת NTS, באסטרטגיה ממוקדת רווחיות וביחסי כיסוי חוב סבירים למאפייני פעילותה.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

מספר ני"ע	סדרת אג"ח	מועד הנפקה	שיעור ריבית שנתי	ערך נקוב (אלפי ש"ח)	הצמדה	יתרה בספרים ליום 30/9/2008 (אלפי ש"ח)*	שנות פירעון
1112721	א'	12/2007	8.00%	87,834	מדד	105,983	2008-2015

* היתרה בספרים למועד האמור בסך של כ-30,980 אלפי דולר תורגמה לפי שע"ח ליום 30/9/2008 של 3.421 ש"ח לדולר.

התפתחויות עסקיות עיקריות¹

השלמת רכישת NTS הובילה להתרחבות משמעותית בפעילות החברה בארה"ב

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2008 השלימה החברה את רכישת חברת הנת (Lubbock). טקסס, בתמורה לכ-42 מיליון דולר (כ-151 מיליון ₪ על בסיס שע"ח של יום ה-26/02/08 - יום השלמת הרכישה). כ-6.5 מיליון דולר שולמו באמצעות עסקת החלפת מניות עם בעלי המניות של NTS, ושארית הסכום (כ-35.5 מיליון דולר) שולמה במזומן. לצורך מימון העסקה הנפיקה החברה אג"ח מדורג בסך כ-100 מיליון ₪ (כ-26 מיליון דולר עפ"י שע"ח של יום ההנפקה - 13/12/2007). לצורך קבלת הדירוג התחייבה החברה להנפיק הון מניות בסך של כ-20 מיליון דולר, מהם כ-6.5 מיליון דולר הונפקו, כאמור, לבעלי המניות לשעבר של NTS כחלק מעסקת החלפת מניות וכ-13.5 מיליון דולר נוספים הונפקו למספר גופים מוסדיים גדולים בישראל ובח"ל. רכישת NTS הרחיבה במידה משמעותית את היקף הפעילות של אקספון בארה"ב. עד למיזוג הפעילות, התמקדה אקספון ארה"ב במתן שירותי תקשורת בפס רחב (אינטרנט מהיר, שיחות ושירותי VPN) בעיקר למגזר העסקי במדינות מיסיסיפי ולואיזיאנה. NTS פועלת בתחומים דומים בשמונה ערים באזור טקסס. הכנסות אקספון במאוחד בשנת 2007 - ערב רכישת NTS, עמדו על כ-44 מיליון דולר ואילו ההכנסות לתקופה 1-9/2008, הכוללות את פעילות NTS החל במרץ 2008, עומדות על קצב שנתי של כ-90 מיליון דולר - הגידול נובע מאיחוד פעילות NTS.

¹ התפתחויות עיקריות שחלו מאז דו"ח הדירוג הראשוני בדצמבר 2007. ראה דו"ח הדירוג באתר מידרוג <http://www.midroog.co.il>



עלייה מהותית בהיקף השקעות ברכוש קבוע בשנת 2008 בעיקר לצורך פיתוח ה-FTTP המהווה מנוע צמיחה

רכישת NTS פתחה בפני אקספון את פעילות ה-FTTP (Fiber To The Premise - סיב-אופטי לנקודה). FTTP הינה טכנולוגיה לאספקת שירותי תקשורת על גבי סיב אופטי המגיע עד לבית הלקוח, זאת בשונה מהרשתות האופטיות הקיימות המובילות את שירותי התקשורת עד למייל האחרון - שם הן מתחברות לרשת הנחשבת של חברת התקשורת הארצית, גורם המגביל את היקף קיבולת המידע. לסיבים אלו רוחב פס גדול הרבה יותר משל רשתות התקשורת הישנות המאפשר העברת סל שירותי תקשורת רחב הכולל אינטרנט, טלפוניה ושירותי וידאו וטלוויזיה במהירויות גבוהות וביכולות טכנולוגיות מתקדמות (אינטרנט במהירות 100 MB, טלוויזיה ברזולוציית Hi-Definition וכד'). לדברי החברה, עלות האחזקה של הסיבים האופטיים בטכנולוגיית ה-FTTP הינה נמוכה יותר. יש לציין כי טכנולוגיה זו אינה נפוצה בעולם ובארצ"ב, והיא מצויה במגמת גידול. השחקנית המובילה בטכנולוגיה זו בארצ"ב הינה Verizon, אשר השיקה אותה לראשונה ברמה מסחרית בשנת 2004. לצורך אספקת השירות נדרשות השקעות רחבות בפרשת רשת סיבים אופטיים עד לנקודת הקצה. עד כה התמקדה NTS בעיר לאבוק בטקסס המונה כ-213 אלף תושבים, ורישתה חלקים ניכרים באזור העסקי של העיר. להערכת החברה, NTS מחזיקה נתח שוק מהותי באספקת שירותי תקשורת למנויים עסקיים בעיר.

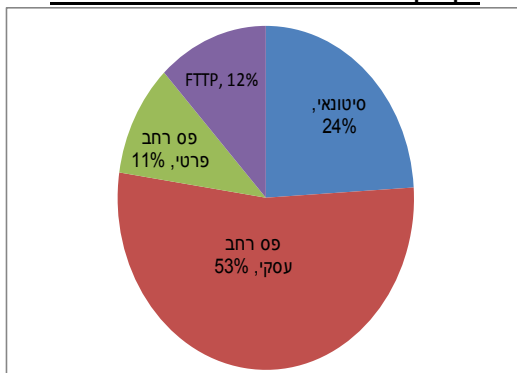
להערכת החברה, ההכנסות ממגזר ה-FTTP מהוות כיום כ-12% מסך ההכנסות של החברה בארצ"ב. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 רשמה החברה השקעות ברכוש קבוע בסך של כ-6.5 מיליון דולר, מרביתן בגין השלמת פריסת הסיבים בלאבוק והשלמת שני השלבים הראשונים של פרויקט לבלנד (Levelland). פרויקט זה מיועד לרשת את העיר הטקסנית בסיבים אופטיים. עלות הפרויקט נאמדת בכ-15 מיליון דולר, מכך כ-2.5 מיליון דולר השקעה של NTS והיתרה במימון הלוואה שתועמד על ידי הקרן הפדרלית Rural Utilities Service. לצורך הפרויקט הקימה NTS חברת בת בבעלות מלאה שאחראית לביצוע הפרויקט וקבלת ההלוואות כנגד הוצאות. עד כה הושלמו השלב הראשון והשני של הפרויקט שכלל מתיחת סיב אופטי באורך כ-50 ק"מ בין לאבוק ל- לבלנד. במהלך 2009 צפויה החברה להתחיל לחבר בהדרגה את העיר לרשת הסיבים האופטיים. להערכת החברה, היקף ההשקעות ברכוש קבוע בשנת 2009 במימון עצמי יצטמצם במידה משמעותית.

פעילות הליבה מתקשה להציג צמיחה

הכנסות הפעילות בארצ"ב, המהוות כ-70% מההכנסות במאוחד, רשמו ירידה של כ-6% בתשעת החודשים הראשונים בשנת 2008 (פרופורמה). הירידה נובעת בעיקר מירידה בהכנסות ממכירה סטונאית של דקות שיחה. הירידה נבעה מירידה בתעריפים ומהפסקת התקשרות עם לקוח Wholesale. הכנסות אלו מאופיינות ברווחיות נמוכה מאד. פעילות הפס הרחב - המהווה כיום כ-64% מסך ההכנסות, רשמה אף היא ירידה - בעיקר במגזר הפרטי, אולם גם במגזר העסקי. יש להדגיש כי בעוד שהמגזר הפרטי אינו מהווה פלח שוק אסטרטגי עבור החברה, ומאופיין מזה זמן בשיעורי נטישה גבוהים בשל שינויים טכנולוגיים המסיטים משתמשים ביתיים לחבילות תקשורת משולבות כבלים ואינטרנט מהיר, הרי שפלח העסקים מהווה פלח שוק אסטרטגי עבור החברה. במקביל, נרשם גידול בהכנסות מגזר ה-FTTP, חלקו על חשבון ירידת ההכנסות מפס רחב. שינוי תמהיל ההכנסות הוביל לשיפור שיעור הרווח הגולמי ולשמירה על רמת הרווחיות התפעולית ושיעור ה-EBITDA להכנסות. ההנהלה מעריכה כי שיעור הרווחיות יעלה בשנת 2009 בשל חיסכון בהוצאות ומיצוי התייעלות ממיזוג הפעילות.

המשבר הכלכלי בארה"ב מהווה אתגר משמעותי לצמיחת פעילותה של אקספון בארה"ב

אקספון בארה"ב: התפלגות הכנסות דצמבר 2008



להערכת מידרוג, לפעילות בארה"ב רגישות גבוהה יחסית למשבר הפיננסי הנוכחי, זאת עקב שיעור הפעילות הגבוה מול המגזר העסקי. להערכת מידרוג, המיתון בארה"ב עלול להוביל לשחיקת מחירים בתחום התקשורת. הורדה שכזו, אם תתרחש, תפגע באקספון אשר סובלת מחסרון לגודל לעומת המתחרות. בנוסף, המשבר הכלכלי בארה"ב עלול לחשוף את החברה לפיגורי תשלום ולפשיטות רגל של עסקים. נציין כי עיקר הלקוחות הינם עסקים קטנים ובינוניים, בפיזור גבוה.

אקספון 18 החלה לפעול לקראת סוף שנת 2008 כמפ"א וכספק שירותי אינטרנט

לקראת סוף שנת 2008, במסגרת החלטת יישום המלצות וועדת גרונאו בדבר מדיניות וכללי התחרות בשוק התקשורת הישראלי, החלה חברת הבת אקספון 18 לפעול כמפ"א ישראלי, במסגרת ניסוי שיווקי, ולספק טלפוניה באמצעות חכירת התשתית של בזק, זאת בדומה לחברות נוספות אשר החלו לפעול בתחום זה בשנה האחרונה ולהציב תחרות לפעילות של בזק על גבי אותה התשתית, וכן להציב תחרות להוט אשר מפעילה שירותי טלפוניה על תשתית משלה. יש לציין שתצורת הפעילות הזו, הן כגורם מתחרה לדואופול הטלפוניה הנייחת, והן כמודל חדש של ספק שירותי טלפוניה (אשר אינו מצריך השקעה בתשתית עצמאית מלאה), הינה עדיין בראשיתה. לאקספון ניסיון כמתחרה קטנה בשוק של גדולים, הן בישראל - בפעילותה בתחום השיחות הבינ"ל, והן בארה"ב בפעילותה כ-CLEC². אי לכך, רואה מידרוג בניסיון המצטבר של אקספון בשוק זה גורם אשר עשוי לסייע לה להתחרות בשוק חדש יחסית בישראל. בנוסף, החלה החברה לפעול בחודשים האחרונים של שנת 2008 כספק שירותי אינטרנט (ISP). התחום בארץ הינו תחרותי ובוגר, ונשלט על ידי מספר תאגידי תקשורת. לדברי החברה, אסטרטגיית החדירה של החברה בישראל לתחום האינטרנט המהיר תושבת על אותם עקרונות המנחים אותה בפעילותה הקיימת: פנייה למגזרים רגישי מחיר, דגש על הוגנות ושקיפות מחירים והצעת חבילות גמישות מותאמות לקהלי היעד.

התפתחויות פיננסיות עיקריות

ירידה בהכנסות תוך שיפור הרווחיות. הוצאות המימון הובילו להפסד נקי בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008
בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 רשמה החברה במאוחד הפסד נקי של כ-245 אלף דולר לעומת הפסד נקי של כ-1.3 מיליון דולר בשנת 2007 כולה (בפועל). ההפסד בשנת 2007 נגרם בעיקר בשל הפרשה חד פעמית להפסד בגין תביעה³. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 נבע ההפסד מגידול חד בהוצאות המימון נוכח העלייה בחוב הפיננסי בשל גיוס האג"ח בחודש דצמבר 2007 ובשל התחזקות השקל (מטבע הגיוס) מול הדולר (מטבע הפעילות העיקרי ומטבע הדיווח).

² Competitive Local Exchange Carrier

³ במהלך מרץ 2008 הכריע בית משפט אנגלי בתביעה שהגישה בשנת 2005 MCI WorldCom Limited (הפועלת כיום כ- Verizon UK Limited) כנגד Swiftnet Limited, חברת בת של אקספון באנגליה, עקב אי הסכמה לגבי תשלומים בגין שירותי טלקומוניקציה שסיפקה התובעת לנתבעת. ביהמ"ש קבע כי Swiftnet תפצה את התובעת בסכום של כ-1.3 מיליון פאונד בתוספת ריבית והוצאות משפטיות. הסכום הוצג במלואו כהוצאה חד פעמית בדו"חות הכספיים ברבעון הרביעי של שנת 2007.

ניתוח התוצאות התפעוליות ייערך להלן על בסיס התוצאות פרפורמה⁴:

הרווח התפעולי, הסתכם בתשעת החודשים הראשונים של 2008 בכ- 6.0 מיליון דולר (כ-8.0 מיליון דולר בגילום שנת פשוט) לעומת כ- 7.8 מיליון דולר בשנת 2007 כולה (לפני הוצאה חד פעמית בגין תביעה בסך של כ-2.8 מיליון דולר), והיווה כ-7.8% וכ-7.0% מסך ההכנסות בשתי התקופות הנסקרות, בהתאמה. ה-EBITDA לתשעת החודשים הראשונים של 2008 הסתכם בכ-9.4 מיליון דולר (כ-12.5 מיליון דולר בגילום שנת פשוט) לעומת כ-12 מיליון דולר לשנת 2007. שיעור ה-EBITDA להכנסות עמד על כ-12.1% וכ-10.8%, בהתאמה. השמירה על רמת הרווחיות (כאמור לפני הוצאה חד פעמית) חרף הקיטון בהכנסות, נבעה משינוי תמהיל ההכנסות בארה"ב תוך ירידה במגזר הכנסות בעל רווחיות נמוכה מאוד, שינוי שהתבטא בעליית הרווח הגולמי, וכן בשל שיפור הרווחיות הגולמית וירידה חדה בהוצאות השיווק והמטה באנגליה, אשר קיזזו בחלקן את העלייה היחסית בהוצאות המטה בחברות הפועלות בארה"ב.

אקספון (מאוחד) - תמצית דוח רווח והפסד, באלפי דולר

2006 בפועל	2007 בפועל	1-9/08 בפועל	2007 פרפורמה	1-9/08 פרפורמה	
37,914	44,724	67,609	111,247	77,702	הכנסות
21,969	19,626	34,536	60,487	40,436	עלות המכר
15,945	25,098	33,072	50,760	37,265	רווח גולמי
4,983	10,934	9,565	15,408	10,271	הוצאות מכירה ושיווק
9,927	12,336	18,507	27,548	20,965	הוצאות הנהלה וכלליות
1,035	1,827	5,001	7,804	6,029	רווח תפעולי לפני הפסד ח"פ
0	2,857	190	2,857	190	הפסדים חד פעמיים
1,035	(1,029)	4,811	4,947	5,840	רווח תפעולי לאחר הפסד ח"פ
(541)	(516)	(5,031)	(2,335)	(5,006)	הוצאות מימון
87	133	0	614	0	הכנסה אחרת נטו
82	(298)	(195)	(298)	(195)	זכויות מיעוט
663	(1,710)	(415)	2,928	639	רווח לפני מס
2	(426)	(171)	(630)	621	הפרשה למס (הטבת מס)
661	(1,284)	(245)	3,559	18	רווח (הפסד) נקי
2,127	3,039	8,005	11,994	9,384	EBITDA
42.1%	56.1%	48.9%	45.6%	48.0%	רווח גולמי %
13.1%	24.4%	14.1%	13.9%	13.2%	הוצאות מכירה ושיווק %
26.2%	27.6%	27.4%	24.8%	27.0%	הוצאות הנהלה וכלליות %
2.7%	4.1%	7.4%	7.0%	7.8%	רווח תפעולי (לפני ח"פ) %
5.6%	6.8%	11.8%	10.8%	12.1%	% EBITDA

החברה הציגה ירידה של כ-7% בהכנסות (על בסיס נתוני הפרפורמה לתשעה חודשים ראשונים של שנת 2008 בגילום שנת פשוט לעומת שנת 2007 פרפורמה). השפעת שער החליפין אופיינה בשתי מגמות הפוכות, אשר היו קרובות לקזז זו את זו: מצד אחד, התחזקות השקל מול הדולר (כ-14.4%) בתשעת החודשים הראשונים של 2008 לעומת ממוצע 2007, הובילה לגידול ההכנסות מישראל במונחים דולריים. מצד שני, החלשות הליש"ט מול הדולר (כ-3%) בין התקופות, השפיעה בכיוון ההפוך על ההכנסות מבריטניה, שחלקן בהכנסות גבוה יותר מהכנסות ישראל. יש לציין כי במהלך הרבעון הרביעי נחלש הליש"ט בכ-20% לעומת הדולר.

להלן המגמות העיקריות שאפיינו את ההכנסות והרווחיות במגזרי הפעילות השונים: בארה"ב - ירידה של כ-6% בהכנסות (על בסיס פרפורמה) מהגורמים שהוסברו לעיל; באנגליה - ירידה חדה בנפח הפעילות כתוצאה משחיקת תעריפים. לצד זאת הרווחיות הגולמית נשמרה בשל ירידה מקבילה בעלות המכר. כאמור, התייעלות ניכרת בהוצאות המטה הובילה לשיפור חד ברווח התפעולי ובשיעורו מההכנסות; בישראל - נרשמה עליית הכנסות בשקלים, בעיקר

⁴ עסקת NTS הושלמה ב-26/2/2008 ו-NTS אוחדה לראשונה במרץ 2008. בכדי לשקף את תוצאת הפעילות המאוחדת בתקופות הנסקרות, נעשה הניתוח על בסיס תוצאות הפרפורמה לתקופה ינואר-ספטמבר 2008 ולשנת 2007. נתוני הפרפורמה ערוכים כאילו NTS אוחדה החל ב-1/1/2007, וכי החברה גייסה את ההון והחוב לצורך ביום 1/1/2007. נתוני הפרפורמה לשנת 2007 נלקחו מהדוחות הכספיים לאותה שנה. נתוני הפרפורמה לתקופה 1-9/2008 התקבלו מהחברה.

בשל פרויקט ייחודי בטלויזיה בתחום התוכן השייוקי. בנטרול מרכיב זה לא נרשמה צמיחה. ברווחיות ניכרת ירידה בשל גידול בהוצאות הנהלה וכלליות. שער החליפין השפיע לרעה גם הוא על הרווחיות בדולרים.

אקספון תוצאות מגזרים, פרופורמה, באלפי דולר

ינואר-ספטמבר 2008 (בגילום שנתי פשוט)				לתקופה ינואר-דצמבר 2007 (ארה"ב - פרופורמה)				
ארה"ב	אנגליה	ישראל	במאחד	ארה"ב	אנגליה	ישראל	במאחד	
74,306	19,663	9,633	103,602	78,814	24,264	8,169	111,247	הכנסות
32,225	11,733	5,730	49,687	32,048	13,567	5,145	50,760	רווח גולמי
5,769	2,884	1,286	9,939	5,897	1,010	2,181	9,088	רווח תפעולי מגזרים
			2,153				1,283	הוצאות מטה
			7,786				7,804	סך רווח תפעולי לפני הפסד ח"פ
43.4%	59.7%	59.5%	48.0%	40.7%	55.9%	63.0%	45.6%	רווח גולמי %
7.8%	14.7%	13.4%	9.6%	7.5%	4.2%	26.7%	8.2%	רווח תפעולי %
72%	19%	9%	100%	71%	22%	7%	100%	התפלגות הכנסות
58%	29%	13%	100%	65%	11%	24%	100%	התפלגות רווח תפעולי

גידול חד בהוצאות המימון בגין גיוס האג"ח והשפעה שלילית של המדד והתחזקות השקל

הוצאות המימון הסתכמו בתשעת החודשים הראשונים של השנה בכ-5.0 מיליון דולר, ונבעו ברובן מאג"ח שקלי צמוד מדד שגייסה החברה בחודש דצמבר 2007. הוצאות המימון כוללות כ-2.0 מיליון דולר הפרשי שער חליפין וכ-1.0 מיליון דולר הפרשי הצמדה. יתר ההוצאות הינן ריבית על האג"ח, המשולמות אחת לחצי שנה. הפרשי השער הגבוהים נבעו מהתחזקות השקל מול הדולר בשיעור של כ-10.2% בין מועד גיוס האג"ח לבין 30/9/2008. במהלך הרבעון הרביעי של 2008 נחלש השקל מול הדולר בשיעור של כ-9.5%, כך שבסך הכול בתקופה ינואר-דצמבר 2008 רשם ירידה של כ-1.7%. היחלשות השקל בשני הרבעונים האחרונים של השנה צפויה לצמצם את הוצאות המימון ברבעון הרביעי. החברה הצהירה במועד הגיוס כי בכוונתה לגדר את האג"ח כנגד תנודתיות שער החליפין. הגידור לא בוצע בשל סיבות שונות, לרבות הצפייה למימוש עסקת רכישת השליטה בתדיראן טלקום בחודשים מרץ-מאי 2008, אשר לו יצאה אל הפועל, הייתה מצמצמת את החשיפה המטבעית. החברה טרם קיבלה החלטה עקרונית לגבי גידור האג"ח. להערכת מידרוג, אי גידור האג"ח מציב לחברה חשיפה מטבעית מהותית בשל אופי פעילותה המוטת לדולר.

נזילות וגמישות פיננסית נמוכות - יכולת הפירעון נסמכת על תזרימי המזומנים השוטפים

בארה"ב החברה מנצלת את מלוא מסגרות האשראי שהועמדו לה שם. בישראל קיימת מסגרת אשראי בלתי מנוצלת בהיקף לא מהותי. החברה מאופיינת בצורכי הון חוזר נמוכים יחסית, והנהלת החברה מעריכה כי היקף ההשקעות ברכוש קבוע יקטן במידה ניכרת בשנת 2009. להערכת מידרוג יחס התזרים החופשי (EBITDA-CAPEX) לשירות החוב (קרן אג"ח + ריבית על סך החוב) בשנת 2009 עומד על כ-1.3. יש לציין כי יחס זה אינו מביא בחשבון השקעות ברכישות ומיזוגים אותם הרבתה החברה לבצע בשנים האחרונות.

איתנות פיננסית בינונית כפי שמתבטאת ביחסי הכיסוי והמינוף

יתרת החוב הפיננסי המאוחד ליום 30/9/2008 מסתכמת בכ-40.6 מיליון דולר, הכוללים כ-31 מיליון דולר אג"ח (סדרה א), מכך כ-4 מיליון דולר חלויות שוטפות ששולמו ב-1 לדצמבר 2008, והיתר לזמן ארוך. שאר החוב כולל בעיקר אשראי ז"ק (כ-5.3 מיליון דולר) והלוואות ז"א (כ-4 מיליון דולר) - בעיקר מבנקים בארה"ב. בהתחשב בגודלה של החברה ובמאפייני פעילותה, יחסי האיתנות והכיסוי מצביעים על איתנות פיננסית בינונית. יחסי הכיסוי סבירים יחסית לענף. בבחינת יחסי המינוף יש לציין כי במאזן החברה מרכיב גבוה של רכוש בלתי מוחשי (כ-30 מיליון דולר המהווים כ-29% מסך הנכסים במאזן ליום 30/9/2008), כמחציתו נרשם בעקבות רכישת NTS והיתר נובע מרכישות ומיזוגים קודמים. יחס ההון העצמי למאזן הושפע לטובה מגיוס ההון שבצעה החברה במקביל לגיוס החוב.



מרכיב הרווחים השוטפים בהון העצמי הינו נמוך יחסית (כ-800 אלף דולר מסך של כ-41.5 מיליון דולר הון עצמי ליום 30/9/2008).

להלן נתונים על החוב, יחסי המינוף ויחסי הכיסוי ליום 30/9/2008 (יחסי הכיסוי מתבססים על תוצאות 1-9/2008 פרפורמה בגילום שנתי פשוט):

<u>ליום 30/9/2008</u>	
<u>באלפי דולר</u>	
9,357	חוב ז"ק וחלויות שוטפות
4,186	הלוואות מבנקים לז"א
27,054	אג"ח ז"א
40,598	סך חוב פיננסי
41,537	הון עצמי
87,607	קאפ
105,583	סך נכסים במאזן
12,512	EBITDA P*
7,521	FFO P*
46.3%	חוב / קאפ
39.3%	הון עצמי / סך נכסים במאזן
3.24	חוב / EBITDA
5.40	חוב / FFO

* פרפורמה בגילום שנתי פשוט ראה גם הערה 4 לעיל.

אקספון: מאזן מאוחד (בפועל), באלפי דולר

<u>31/12/2006</u>	<u>31/12/2007</u>	<u>30/09/2008</u>	
1,218	5,836	4,873	מזומנים ושווי מזומנים
	25,562		תמורת הנפקה שטרם נוצלה
7,585	5,886	9,424	לקוחות חייבים
1,489	3,985	9,694	הוצאות מראש וחייבים אחרים
10,291	41,269	23,991	סך נכסים שוטפים
1,208	2,083	2,141	השקעות ז"א
4,466	5,748	49,268	רכוש קבוע, נטו
17,061	17,949	30,184	רכוש שאינו מוחשי
33,027	67,049	105,583	סך נכסים
1,963	1,094	5,341	אשראי מתאגידים בנקאיים
0	3,268	3,926	חלויות על אג"ח
6,710	8,287	9,199	ספקים ונותני שירותים
2,547	5,412	8,576	זכאים ויתרות זכות ז"ק
11,221	18,062	27,041	סך התחייבויות שוטפות
1,938	1,014	4,177	הלוואות ז"א
	22,084	27,054	אג"ח
396	182	5,587	התחייבויות אחרות לז"א
		188	זכויות המיעוט
19,472	25,708	41,537	הון עצמי
33,027	67,049	105,583	סך התחייבויות והון עצמי

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הוכחת יכולת צמיחה מהותית ומתמשכת בפעילות הליבה תוך שיפור משמעותי ברמת הרווחיות ושמירה על יחסי כיסוי התואמים את ענף הפעילות.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

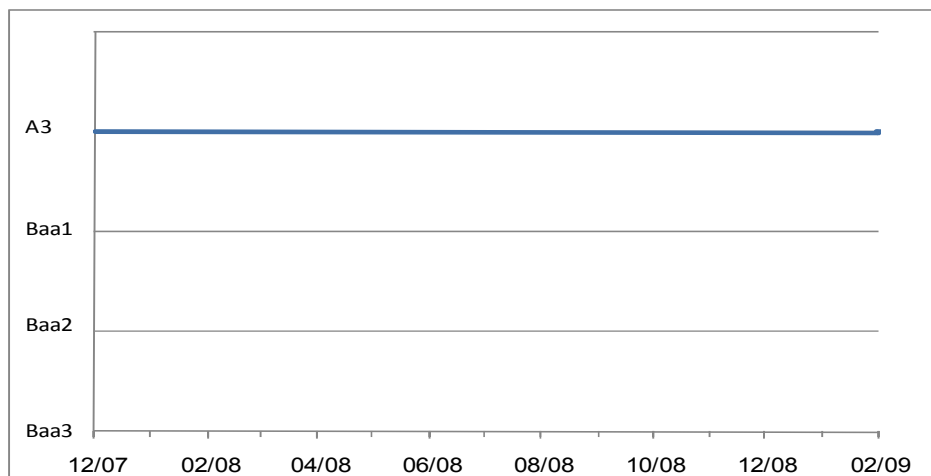
- היחלשות ביחסי כיסוי החוב, כדוגמת עלייה ביחס כיסוי החוב ל-EBITDA אל מעל לטווח של 3.0-3.5 שנים ועלייה ביחס כיסוי החוב ל-FFO אל מעל לטווח של 6.0-6.5 שנים.
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה אשר יש בה לאיים על היקפי הפעילות והרווחיות לאורך זמן.
- הרעה ברמת הנזילות, לרבות היחלשות תזרימי המזומנים החופשיים ו/או צמצום מסגרות אשראי מבנקים.

אודות החברה

אקספון מחזיקה בשלוש חברות בת עיקריות: אקספון 018 (בבעלות של 69%) הפועלת בישראל בתחום הטלפוניה המקומית ובינ"ל (לרבות כרטיסי חיוג) והאינטרנט; Swiftnet הפועלת באנגליה (יחד עם חברות אחיות) ומפעילה שירותי טלפוניה (לרבות כרטיסי חיוג) ואינטרנט ו-NTS הפועלת בארה"ב (לרבות באמצעות חברות בת ויחד עם חברת האחות ממסיסיפי Xfone USA) ועוסקת במסחר סיטונאי בדקות שיחה, באספקת שירותי אינטרנט וטלפוניה למגזר העסקי והפרטי, וכן בפעילות "סיב-אופטי למשתמש" היוצרת תשתית סיב אופטי רציפה בין ספקי התוכן (טלפוניה, אינטרנט ווידאו) למשתמש.

מטה החברה ממקום בלובוק, טקסס. המניות הרגילות של החברה נסחרות בבורסת ה-NYSE Alternext האמריקאית (לשעבר AMEX) וכן בבורסה לניירות ערך בת"א (במסגרת "רישום כפול"). האג"ח נסחר בבורסה לני"ע בת"א בלבד.

היסטוריית דירוג



רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
דרגת השקעה ספקולטיבית	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליו היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

ד"ח מספר: CSX010209000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

11

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמינותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.