

XFONE, Inc.

מעקב | אוקטובר 2009

1

מחבר:

זיו פרנקל, אנליסט

ziv@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

XFONE, Inc.

אופק דירוג: שלילי	Baa1	אג"ח (סדרה א')
-------------------	------	----------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אג"ח סדרה א' של חברת XFONE, Inc. ("אקספון", "החברה") מ-A3 ל-Baa1 והותרת הדירוג באופק דירוג שלילי. בחודש פברואר השנה הציבה מידרוג אופק שלילי לדירוג האג"ח עקב הקושי של החברה להציג צמיחה בפעילות הליבה שלה בארה"ב, קושי שלווה בהתחזקות המיתון בארה"ב, אשר הציב איום על עסקיה, בעיקר מול המגזר העסקי. כמו כן, לחברה חשיפה מטבעית בגין האג"ח צמוד המדד ביחס לדולר - מטבע הפעילות העיקרי שלה.

הורדת הדירוג נובעת ממגמה מתמשכת של ירידה בהכנסות החברה תוך שחיקה בתזרים התפעולי וביחסי הכיסוי, ובגילום פער ניכר בין רמת התזרים ויחס הכיסוי שנצפו במועד הדירוג הראשוני לבין אלו הנוכחיים. יחסי הכיסוי שהציגה החברה בארבעת הרבעונים האחרונים אינם תואמים את הדירוג הקודם, בהתחשב בגודל החברה ובענף הפעילות (מידרוג מצפה ליחסי כיסוי מהירים בענף התקשורת יחסית לענפים אחרים).

הותרת אופק הדירוג השלילי נובעת מרמת הנזילות הנמוכה יחסית של החברה להערכת מידרוג, נוכח תזרים חופשי חלש והיעדר מסגרות אשראי פנויות בהיקף משמעותי. הורדת הדירוג עלולה לקרות במידה בה החברה לא תציג שיפור של ממש בתזרים התפעולי, ביחסי הכיסוי וברמת הנזילות.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים ליום 30/6/09 (אלפי ₪)*	שנות פירעון האג"ח
א'	1112721	12/2007	8.00%	מדד	91,584	2008-2015

* היתרה בספרים למועד האמור בסך של כ-23,369 אלפי דולר תורגמה לפי שע"ח ליום 30/6/2009 של 3.919 ש"ח לדולר.

ההתפתחויות העיקריות במצבה העסקי והפיננסי של החברה¹

פרוייקט לבלנד מתקדם אך באופן איטי מהמתוכנן

החברה מתמקדת בפרוייקט ממשלתי של הנחת תשתית סיב-אופטי בעיר לבלנד שבמדינת טקסס, ארה"ב. הוצאות ה-CapEx של הפרוייקט ממומנות, Back-to-back, באמצעות הלוואה ממשלתית ייעודית, ללא זכות חזרה לחברה, בריבית מסובסדת לתקופה של 17 שנים. השלבים הראשונים של הפרוייקט של הנחת תשתית היסוד התארכו מעבר למצופה על ידי החברה. כתוצאה מכך החלה החברה לחבר מנויים רק במהלך הרבעון השלישי ולא בתחילת השנה כפי שתוכנן. היקף ההכנסות מהפרוייקט עדיין לא משמעותי. עד לסוף השנה הנוכחית צופה החברה השלמת חלק משמעותי מהפרוייקט. היקף החוב בגין הפרוייקט צפוי לגדול במידה משמעותית עד לתום השנה עם התקדמות הפרוייקט.

שחיקה ברווחיות ובתזרים התפעולי

במהלך החציון הראשון של שנת 2009 הציגה החברה גידול של כ-3% בהכנסות מול חציון מקביל בשנת 2008 עקב איחוד מלא של תוצאות פעילות NTS ברבעון הראשון של שנת 2009 מול איחוד חלקי (החל מסוף פברואר 2008) ברבעון המקביל. בפרפורמה המאחדת את תוצאות NTS לאורך כל הרבעון הראשון של שנת 2008, הציגה החברה קיטון של כ-17% בהכנסות. הירידה בהכנסות נובעת בעיקר מקיטון בהכנסות החברה בארה"ב, המהוות כ-70% מסך ההכנסות, עקב ירידה במכירות סטונאיות של דקות שיחה וכן המשך המגמה של נטישת לקוחות טלפוניה פרטיים. הפעילות

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום מעקב שנתי בפברואר 2009. דו"חות קודמים ניתן למצוא באתר מידרוג: www.midroog.co.il.



מידרוג

בארה"ב בתחום העסקי מציגה שיעורי צמיחה נמוכים. במקביל, כתוצאה מעלייה בשער החליפין של השקל מול הדולר והליש"ט במהלך החציון, הציגה הפעילות באנגליה ובישראל ירידה של 19% ו-12% בהתאמה. במטבעות המקור הציגה הפעילות באנגליה יציבות בהכנסות והפעילות בישראל הציגה גידול עקב התרחבות לתחומים חדשים (ISP ומפ"א). יש לציין כי הירידה בהכנסות המאוחדות מהווה המשך מגמה אשר אפיינה את הכנסות שנת 2008 (אשר הציגו קיטון של כ-10% לעומת שנת 2007 על בסיס פרופורמה).

הרווחיות הגולמית והתפעולית בארה"ב רשמה עלייה קלה במחצית הראשונה של שנת 2009 לעומת המחצית המקבילה, וזאת נוכח הירידה במכירות הסיטונאיות, המאפיינות ברווחיות נמוכה. הרווח התפעולי מארה"ב היווה כ-75% מהרווח התפעולי הכולל (בנטרול הפרשה חד פעמית בגין הפעילות בישראל). בתוך כך ניכר שיפור ברווחיות הגולמית והתפעולית ברבעון השני לעומת הרבעון הראשון של שנת 2009, הודות בעיקר להקטנת הוצאות המכירה, השיווק וההנהלה.

החברה הציגה ירידה חדה ברווחיות הגולמית של הפעילות בישראל ובאנגליה במחצית הראשונה של שנת 2009 לעומת המחצית המקבילה, זאת עקב עליית מחירי תעבורה ועקב גידול בפעילות בכרטיסי חיוג שהינה פעילות ברווחיות נמוכה. בהקשר זה יש לציין כי החברה רשמה במהלך החציון הראשון של שנת 2009 הפרשה של כ-506 אלפי \$ בגין פעילות הפסדית בכרטיסי חיוג בישראל. שיווק כרטיסי החיוג שגרמו להפסד הנידון הופסק.

אקספון (מאוחד): נתונים כספיים עיקריים (אלפי \$)				
2007 Proforma*	2008*	H1/2008*	H1/2009	
111,247	90,339	41,646	42,895	הכנסות
50,760	43,207	20,629	19,831	רווח גולמי
(15,360)	(12,422)	(6,139)	(5,442)	הוצאות מכירה ושיווק
(27,548)	(25,720)	(11,415)	(12,281)	הוצאות הנהלה וכלליות
7,804	5,004	3,042	2,084	רווח תפעולי
11,994	8,984	4,789	4,006	**EBITDA
(2,335)	(2,862)	(3,996)	(1,198)	הוצאות מימון, נטו
(2,857)	(190)	-	(506)	הפסדים Non-Recurring
3,857	2,269	(703)	336	רווח נקי
45.6%	47.8%	49.5%	46.2%	% רווח גולמי
7.0%	5.5%	7.3%	4.9%	% רווח תפעולי
10.8%	9.9%	11.5%	9.3%	EBITDA %
3.5%	2.5%	(1.7%)	0.8%	% רווח נקי
7,985	3,468	2,957	2,433	**FFO
69.3%	39.4%	45.1%	38.9%	חוב פיננסי ל-Cap**
46.7%	42.7%	40.4%	43.3%	הון עצמי למאזן
2.73	3.58	N/A	3.88	חוב פיננסי ל-EBITDA** (4 רבעונים אחרונים)
3.7	5.45	N/A	5.50	חוב פיננסי ל-FFO** (4 רבעונים אחרונים)
3.07	14.25	N/A	14.40	חוב פיננסי ל-EBITDA-CapEx** (4 רבעונים אחרונים)

* - שנת 2007 מוצגת בפרופורמה כאילו NTS נרכשה ביום ה-1/1/2007. שנת 2008 (וחציון ראשון שנת 2008) מוצגת ללא פרופורמה כאשר NTS מאוחדת בתוצאות רק ממועד הרכישה - סוף פברואר 2008.

** EBITDA - FFO מחושבים בניטרול הפסדים חד-פעמיים (Non Recurring); החוב הפיננסי מחושב בניטרול הלוואה ממשלתית ייעודית ומסובסדת שהועמדה לחברה בת במסגרת פרויקט סגור לפיתוח תשתית תקשורת בעיר לבלנד שבטקסס; CapEx מחושב בניטרול השקעות כנגד הפרויקט במימון הלוואה ממשלתית;

שחיקה בתזרים התפעולי וביחסי הכיסוי בארבעת הרבעונים האחרונים

במהלך ארבעת הרבעונים האחרונים שקדמו ליום ה-30/6/09 הציגה החברה EBITDA (לפני הוצאות חד פעמיות) בהיקף של כ-8.2 מיליון \$, זאת מול EBITDA של כ-10 מיליון \$ בשנת 2008 (וכ-12 מיליון \$ בשנים 2007 ו-2008 בפרופורמה המניחה רכישת NTS ביום ה-1/1/07).

כתוצאה מהירידה בתזרים המזומנים התפעולי הציגה החברה שחיקה ביחסי הכיסוי. מידרוג מצפה כי החברה תציג חיזוק של תזרים המזומנים התפעולי באופן שיתאם את תחזיות הפרופורמה שהוצגו ערב המיזוג עם NTS. היקף החוב הפיננסי (בנטרול הלוואה ממשלתית ייעודית שהועמדה לחברה בת במסגרת פרויקט סגור לפיתוח תשתית תקשורת בעיר לבלנד שבטקסס) ליום 30/6/2009 הסתכם בכ-31.8 מיליון \$, מכך כ-73% אג"ח. יתרת הלוואה הממשלתית ליום 30/6/2009 עומדת על כ-4 מיליון דולר והיא צפויה לגדול במהלך השנה. הלוואה הממשלתית עומדת לפירעון החל בשנת 2009 מתוך רווחים שיצברו בחברת הפרוייקט.

אקספון (מאוחד): נתונים מאזניים עיקריים (אלפי \$)					
31/12/06	31/12/07	31/12/07 Proforma*	31/12/08	30/6/09	
33,027	67,049	101,254	100,959	101,410	סך מאזן
1,218	5,836	10,563	3,078	3,496	מזומנים ושווי מזומנים
4,151	27,582	32,784	32,154	31,832	חוב פיננסי ללא הלוואה ממשלה**
			1,405	4,068	הלוואה ממשלתית ייעודית
19,472	25,708	47,311	43,159	43,907	סך הון עצמי
59.0%	38.3%	46.7%	42.7%	43.3%	הון עצמי למאזן

* - פרופורמה לשנת 2007 מוצגת כאילו NTS נרכשה ביום ה-1/1/2007.

** - החוב הפיננסי וה-Cap מחושבים בנטרול חוב לממשלת ארה"ב

רמת נזילות נותרה נמוכה

לחברה אין מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף מהותי. במהלך הרבעון השלישי של שנת 2009 החברה קיבלה מימון חיצוני להשקעות ברכוש קבוע ממוסד פיננסי זר. החברה בוחנת אפשרויות למימון נוסף. בהקשר זה יש לציין כי לחברה בניין בבעלותה בטקסס המשמש אותה כמטה ואינו משועבד נכון להיום.

להערכת מידרוג, התזרים החופשי הפרמננטי של החברה (FFO בניכוי השקעות ברכוש קבוע בהיקף של כ-2.5 מיליון דולר, בהתאם להערכת החברה) מכסה בקירוב את צורכי שירות האג"ח - מצב המצביע על נזילות נמוכה.

החברה מגדרת חלק מהשפעת שערי החליפין

כפי שצוין בדו"חות קודמים של מידרוג, החברה לא ביצעה גידור מלא לחשיפה המטבעית הכרוכה בחוב צמוד מדד כנגד פעילות שהינה דולרית ברובה. נכון להיום בוחנת החברה את צרכי הגידור לטווחי זמן קצרים.

חילופי הנהלה

במהלך חודש יולי 2009 התפטר מתפקידו מנכ"ל חברת הבת הישראלית של החברה מר רוני חליבה. יו"ר דירקטוריון החברה מר אברהם קינן ממלא תפקיד זה כעת. כמו כן, במהלך החודש מונה מר ניב קריקוב, במקביל לתפקידו הנוכחי כסמנכ"ל הכספים של החברה, לתפקיד של סגן נשיא בחברת הבת NTS.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את אופק הדירוג:

- הוכחת יכולת צמיחה מהותית ומתמשכת בפעילות הליבה תוך שיפור משמעותי ברמת הרווחיות
- שיפור משמעותי ביחס הכיסוי התזרימים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

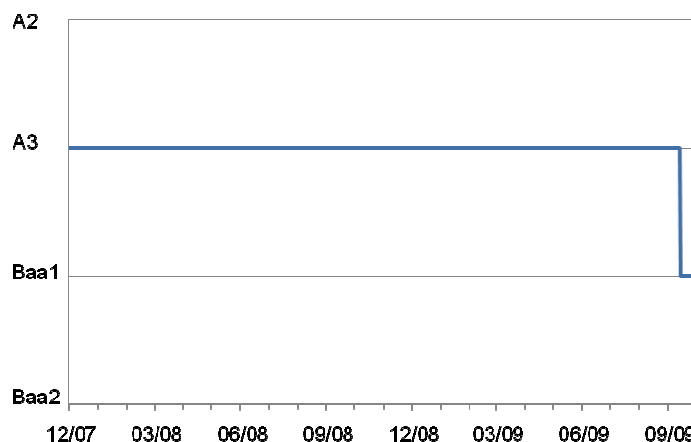
- אי שיפור יחסי הכיסוי
- היחלשות בהיקף התזרימים החופשי ו/או צמצום מסגרות אשראי מבנקים מול צרכי שירות החוב
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה אשר יש בה לאיים על היקפי הפעילות והרווחיות לאורך זמן

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 ממיסיסיפי ולואיזיאנה Xfone USA) ועוסקת במסחר סטונאי 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 במסגרתה פועלת החברה בפרויקט משותף עם ממשלת ארה"ב לרישות אזורים עירוניים שלמים בסיב אופטי.

מטה החברה ממקום בלאבאק, טקסס. המניות הרגילות של החברה נסחרות בבורסת ה- NYSE Amex האמריקאית וכן בבורסה לניירות ערך בת"א (במסגרת "רישום כפול"). האג"ח נסחר בבורסה לני"ע בת"א בלבד. בעלי השליטה העיקריים בחברה הינם השותפים המקימים מר גיא ניסנסון ומר אברהם קינן. בעלי מניות גדולים נוספים הינם ריצ'רד סקוט וקרן גגנון.

היסטוריית דירוג



מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאין 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 בציוד, 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)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	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.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	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 מאוד.
	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 שאלה 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.

דו"ח מספר: CIX100909000M

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.

8

מסמך זה, לרבות פיסקה 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.

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 אמיתותו 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 לנכונות או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למחצה הכספית 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 שירותי 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.