



NTS, Inc.
(Formerly Xfone, Inc.)
מעקב | אוגוסט 2012

1

מחבר:

טל טוטנאור, אנליסט
talt@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il



NTS, Inc.

דירוג סדרה	Ba1	אופק דירוג: יציב
------------	-----	------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב שהנפיקה NTS Inc. ("NTS" או "החברה") מ- Baa3 ל- Ba1 וייצוב אופק הדירוג משלילי ליציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ריבית נקובה	הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.3.12 (מיליוני ₪)*	שנות פירעון האג"ח
א'	1112721	12/2007	8.00%	מדד	56.7	2008-2015

*יתרת האג"ח הדולרית בספרי החברה תורגמה לש"ח לפי שע"ח ליום 31.3.12

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת בעיקר מהמשך תזרים חופשי (FCF) זניח שמייצרת החברה, אשר מקשה עליה לשרת את התחייבויותיה ממקורות הפעילות, והיא נסמכת בעיקר על מקורות חיצוניים לתשלום החוב. החברה מציגה ירידה בסך ההכנסות בשנתיים האחרונות, ועל אף שיפור בתזרים התפעולי EBITDA ובתזרים מפעילות FFO בשנת 2011 וכן ברבעון הראשון של 2012, התזרים לאחר שינויים בהון החוזר והשקעות הוניות נותר נמוך. עפ"י הערכות מידרוג, התזרים החופשי, לפחות בשנתיים הקרובות, יוסיף להיות שולי.

דירוג החברה מושפע לשלילה מפרופיל פיננסי חלש, יחסי כיסוי איטיים והיעדר גמישות פיננסית, לצד השקעות בהרחבת הפעילות בתחום שירותי תקשורת מבוססת תשתית סיבים אופטיים, אשר מצויה בעיצומה. הדירוג נתמך בשיפור קל ברווחיות החברה, בשיפור הנזילות נוכח הנפקת זכויות שבוצעה במחצית השנייה של 2011 ובפריסת לוח הסילוקין.

NTS – נתונים פיננסיים עיקריים (באלפי \$)

FY 2009	FY 2010	FY 2011	Q1/2011	Q1/2012	
61,410	58,944	57,658	14,257	14,924	סך הכנסות
2,069	2,128	3,241	759	1,130	רווח תפעולי
3.4%	3.6%	5.6%	5.3%	7.6%	רווח תפעולי %
¹ (22,159)	(4,473)	(1,167)	(634)	(339)	רווח (הפסד) נקי
5,864	6,582	8,592	1,928	2,664	EBITDA
9.5%	11.2%	14.9%	13.5%	17.9%	% EBITDA
4,053	3,394	4,751	1,633	1,892	FFO
3,342	2,378	2,472	899	623	CAPEX
4,207	6,724	13,822	1,831	2,687	RUS ² CAPEX
1,898	927	(59)	75	746	FCF
78,475	73,644	91,528	74,058	96,439	סך מאזן
21,683	22,506	27,667	21,955	27,369	הון עצמי
1,533	1,217	6,564	314	7,672	מזומנים ושוי מזומנים
5,311	9,492	21,380	10,675	24,885	חוב פיננסי RUS
28,221	25,933	27,700	26,678	28,331	חוב פיננסי NTS (ללא RUS)
5.74	5.38	5.71	4.84	4.99	חוב פיננסי ל EBITDA
8.3	10.4	10.3	9.8	14.1	חוב פיננסי ל FFO
27.6%	30.6%	30.2%	29.6%	28.4%	הון עצמי למאזן

פירוט גורמי מפתח בדירוג

סיכון עסקי גבוה עקב מעבר לטכנולוגיה חדשה

הנתח העיקרי של פעילות החברה (כ-70%) מגיע מפעילות התקשורת הקווית על גבי סיבי נחושת בבעלות צד שלישי ויתר ההכנסות משירותי הסיב האופטי (FTTP) שבבעלותה. החברה במגמה רב שנתית לשנות את תמהיל הפעילות, ומשקיעה את משאביה בפיתוח ה-FTTP על חשבון דעיכה בפעילות הקווית. כתוצאה מכך הכנסות החברה מהפעילות הקווית רשמו ירידה בשיעור של 8.6% בשנת 2011 ואילו ההכנסות מפעילות FTTP (לרבות פעילות הפרויקטים במימון הממשלה) עלו בשיעור של 29%. לפיכך, סך ההכנסות של החברה נמצא במגמת ירידה בשנים האחרונות. בשנים 2010 ו-2011 הציגה החברה ירידה בהכנסות בשיעור של 4%-2.2% בהתאמה. הרבעון הראשון של 2012 מציג שיפור של 4.7% בשורת ההכנסות לעומת הרבעון הראשון של 2011.

¹ כולל הפסד חד פעמי של \$21.4 מיליון מהפחתת מוניטין בגין רכישת פעילות בארה"ב.

² Rural Utilities Service – RUS. משרד החקלאות האמריקני, דרכו מקבלת החברה מימון לפרויקטים הממשלתיים. ההשקעות בפרויקטים אלו מתבצעות במקביל לקבלת ההלוואות ומענקים. בספרי החברה מוצגות ההשקעות בפרויקטים נטו, בניכוי המענקים.



מידרוג צופה התייצבות בהכנסות סביב \$60 מיליון עד 2014, כאשר הירידה בהכנסות מפעילות התקשורת הקווית (נון-פייבר) תפוצה על ידי עלייה בהכנסות בפעילות הפייבר. בנוסף, אנו צופים שהחברה תתקשה לצמוח בהכנסות במידה משמעותית עד לנקודה בה פעילות ה-FTTP תעלה על 50% מפעילות החברה.

פעילות החברה בתחום הפייבר מתמקדת היום בעיקר סביב שלושה פרויקטים שבהם זכתה מטעם משרד החקלאות האמריקני בשנת 2010 בהיקף של כ-\$100 מיליון, הנמצאים בשלבי ביצוע שונים. כ-45% מהסכום מקבלת החברה כמענקים והשאר בהלוואות ממשלה (בפריסה ארוכה וריבית אג"ח ממשלתית לתקופות זהות). ההלוואות הן במסגרת פרויקטים סגורים, ללא זכות חזרה לחברה (Non-Recourse) ועומדות כנגד שעבוד נכסי הפרויקטים.

בפרויקט הממשלתי הראשון "לבלנד", בהיקף של כ-\$12 מיליון, שבו הסתיימה הנחת התשתיות, החברה מוסיפה להרחיב את בסיס הלקוחות להם היא מספקת שירותי תקשורת בפס רחב. ההתקדמות בפרויקט זה עשויה להצביע על סיכויי ההצלחה של החברה בפרויקטים נוספים מתוכנית לרישות פריפריה בתשתית סיבים אופטיים של ממשל ארה"ב, בהם היא זכתה, אם כי רמת אי הוודאות נותרה, להערכת מידרוג, משמעותית.

רווחיות תפעולית נמוכה ורווח נקי שלילי

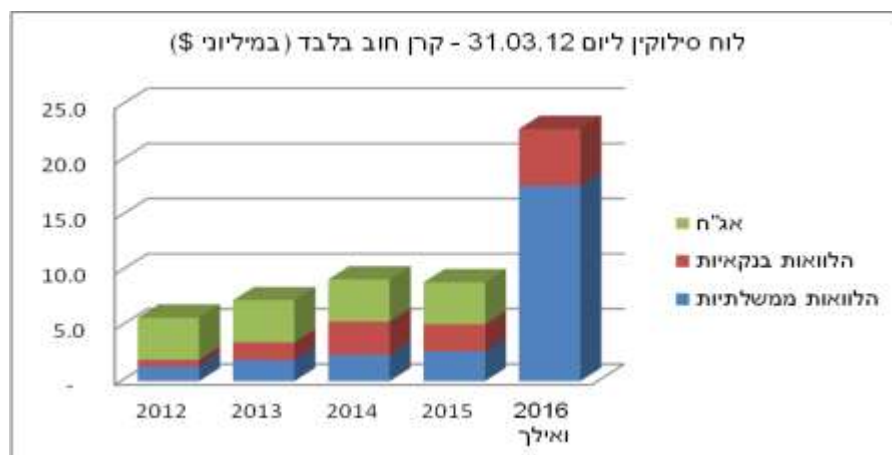
על אף רווחיות גולמית גבוהה (50.2% ממוצע בשלוש השנים האחרונות), החברה מציגה רווח תפעולי נמוך בשל הוצאות שיווק והנהלה גבוהות, העומדות בממוצע על 38.3% מההכנסה. יש לציין כי חלה מגמת שיפור ברבעונים האחרונים. אסטרטגיית הפעילות של החברה הובילה אותה להסיט משאבי שיווק ומכירה מתחום התקשורת הקווית לתחום התקשורת האופטית.

החברה טרם הצליחה לרשום רווח נקי חיובי במהלך שנה פיסקאלית אולם מצבה השתפר ב-2011 והיא סיימה את השנה בהפסד נקי של \$1.2 מיליון לעומת \$4.5 מיליון ב-2010. ההפסד הנקי נובע, בין השאר, מהימצאות החברה בשלב פעילות שעדיין סמוך למועד ההשקעות המהותיות וסובל מהוצאות פחת ומימון גבוהות, וללא צמיחה במידה שתפצה על כך. ההפסד המתמשך מהווה איום על החברה שכן הוא מחליש את גמישותה הפיננסית ופוגע ביכולתה להתמודד עם מצבי משבר.

תזרימים חלשים, יחסי כיסוי איטיים וגמישות פיננסית נמוכה

היקף החוב של החברה עומד על כ-\$54 מיליון, כאשר היקף החוב לפני שנה עמד על כ-\$38 מיליון. הגידול נובע ברובו מגידול בהלוואות שהתקבלו מממשלת ארה"ב בגין פרויקטים של פריסת תשתית אופטית במימונה. ההלוואות מממשלת ארה"ב מהוות כמחצית מהחוב, כרבע מהחוב הינו הלוואות בנקאיות, המגובות בנכסי החברה, פרט לפרויקטים, ועוד כרבע מהחוב נמצא באג"ח.

החברה מבצעת גידור חלקי של חשיפת המטבע לאג"ח השקלי, באמצעות גידור של התשלום השנתי (קרן וריבית) מספר חודשים מראש. יש לציין כי החברה לא ביצעה את גיוס האג"ח שתוכנן ל-2011.



יחסי הכיסוי של החברה איטיים שכן התזרים מפעילות שוטפת (FFO) מהווה 8% בלבד מסך ההכנסות, ו-9% מהחוב (כולל הלוואות RUS). התזרים החופשי (FCF) היה נמוך ואף שלילי בשנים האחרונות ואנו לא צופים בו שיפור משמעותי בטווח הזמן הבינוני. החברה שירתה את התחייבויותיה עד כה בעיקר באמצעות הזרמות הון חיצוניות ומחזור חוב. כך, הנפקת הזכויות ב-2011 הזרימה כ-6 מיליון לתוך החברה ומשפרת את הנזילות ביחס לפירעונות החוב עד לשנת 2013. להערכתנו, הזרמות נוספות יהיו נדרשות גם בטווח הבינוני.

החברה שומרת על יחס הון עצמי למאזן יציב סביב 30% בשלוש השנים האחרונות. ליום 31.3.12 לחברה מזומן בסך \$7.7 מיליון המהווה כ-14% מהחוב הפיננסי שלה. לחברה גמישות פיננסית חלשה, אין לה מסגרות אשראי פנויות ומרבית נכסיה משועבדים. יש לציין כי החברה שיטחה את לוח הסילוקין בשנה החולפת באמצעות מחזור הלוואת בולט ופריסתה לז"א. החברה צפויה להמשיך לפתח את הפרויקטים הממשלתיים בעזרת חוב ומענקים ממשלתיים. את ה-CAPEX לפעילות הלא ממשלתית תצטרך החברה לממן בעצמה בעזרת תזרימי החופשיים, שכאמור, היו חלשים מאד בשנים האחרונות.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור משמעותי בתזרים המזומנים ממקורות הפעילות, אשר ישתקף, בין היתר, בעודף תזרימי לאחר פירעון החוב

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- היחלשות משמעותית בהיקף התזרים החופשי

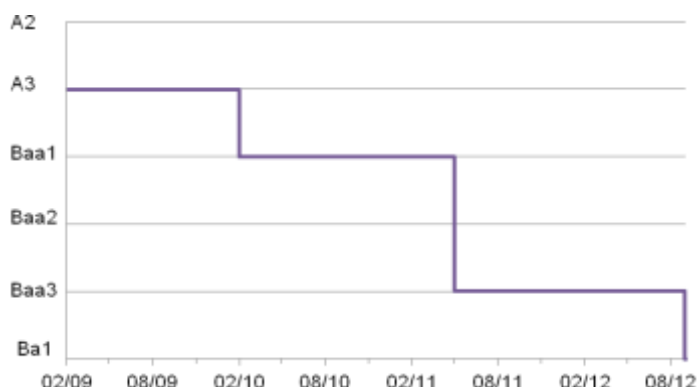
- אי שמירה על רמת נזילות מספקת מול צרכי שירות החוב, ולפחות מקורות לפירעון שנה קדימה
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה אשר יש בה לאיים על היקפי הפעילות והרווחיות לאורך זמן

אודות החברה

NTS הינה חברה אמריקאית, הפועלת בתחום אספקת שירותי תקשורת, הכוללים שירותי שיחות מקומיות, לאומיות, בינלאומיות, שירותי אינטרנט ושירותי וידאו בפס רחב בארה"ב. במהלך שנת 2010 מימשה החברה את פעילותה בישראל ובאנגליה. כיום מתמקדת החברה בשני תחומי פעילות עיקריים בארה"ב באמצעות החברות הבנות (NTS Communications, Xfone USA): (1) שירותי תקשורת (טלפוניה, אינטרנט וטלוויזיה) על גבי תשתית קיימת במספר מדינות בארה"ב. עד שנת 2010 נבעו תוצאות החברה בעיקר מפעילות זו. (2) פרויקטים להנחת תשתיות תקשורת באזורים לקויי תשתיות בארה"ב, בתמיכת הממשל האמריקאי ואספקת שירותי תקשורת באמצעותן.

משרדיה הרשומים של החברה ממוקמים בלאבאק, טקסס. המניות הרגילות של החברה נסחרות בבורסת ה-NYSE MKT האמריקאית וכן בבורסה לניירות ערך בת"א (במסגרת "רישום כפול"). האג"ח נסחר בבורסה לני"ע בת"א בלבד. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם Gagnon Securities LLC (Neil Gagnon), Richard L Scott, LLC, (Blair E. Sanford) Burlingame, Windcrest Partners, Leslie J. Schreyer, Manchester Management Company, (James H. Gellert) ומר גיא ניסנסון.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

דוח מעקב קודם – [דוח מעקב, מאי 2011](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 06.08.2012

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 פיננסי 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 פיננסי + 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 *
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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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

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 שאליה 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: CCN030712000M

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") 2012.

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.

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 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 (Moody's 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.