

Perion Network Ltd.

9 בפברואר, 2017

אנליסטית אשראי ראשית:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

מתן בנימין, 972-3-7539731 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

ניתוח התניות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

Perion Network Ltd.

ilA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עסקי	פרופיל פיננסי
<ul style="list-style-type: none"> • תלות גבוהה בלקוח עיקרי. • חשיפה לתחום החיפוש המאופיין ברמת סיכון גבוהה מאוד ובאי ודאות. חשיפה זו מתקזזת עם הגידול בתחום הפרסום הדיגיטלי. • ירידה ברמת הרווחיות התפעולית עם הגידול בפעילות הפרסום הדיגיטלי המאופיינת ברווחיות נמוכה בהשוואה לתחום החיפוש. • אי בהירות לגבי צעדי ההנהלה החדשה והאסטרטגיה לאורך זמן. 	<ul style="list-style-type: none"> • רמת מינוף נמוכה. • חוסר ודאות לגבי היקף התרומה של Undertone לאורך זמן. עם זאת, יש לציין כי היא אינה מהווה נטל פיננסי שוטף על החברה. • רמת מזילות הולמת. • קצב יציב של ייצור תזרימי מזומנים חופשיים. • היעדר מדיניות פיננסית מוצהרת בעיקר בנוגע לרכישות, אף כי החברה שומרת על יתרות מזומנים גבוהות לאורך זמן.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי פרופיל הסיכון העסקי של Perion Network Ltd. ("פריון"), הכולל את חברת Undertone, ייוותר יציב בטווח הבינוני, וכי לא תחול ירידה מהותית בפעילות החיפוש כך שפעילות זו תיוותר יציבה יחסית. תחזית הדירוג היציבה משקפת גם את הערכתנו שהחברה תציג ביצועים תפעוליים שיתמכו ביחס כיסוי מתואם של חוב ל-EBITDA נמוך מ-3.0x ובייצור תזרימי מזומנים חיובי מפעילות שוטפת.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נצפה כי החברה לא תעמוד ביחס הכיסוי המצוין לעיל או אם החברה תציג תזרימי מזומנים מפעילות שלילי לאורך זמן. אנו סבורים שהאמור יכול להיות תולדה של התדרדרות נוספת בתנאי השוק בתחום החיפוש, תרומה נמוכה מהמצופה מתחום הפרסום הדיגיטלי, אי חידוש של הסכם עם BING (או הרעה בתנאים הקיימים) או ביצוע רכישות ממונפות.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תחזק משמעותית את מעמדה העסקי ותשפר את רווחיותה. פעולת דירוג חיובית תיתכן גם אם החברה תשמור על יחס כיסוי מתואם של חוב ל-EBITDA נמוך מ-1.5x תוך הצגת יציבות בייצור תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת.

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

בתרחיש הבסיסי שלנו אנו מעריכים כי רמות החוב של פריון יוותרו יציבות בשנתיים הקרובות אך עדיין גבוהות משמעותית מרמת החוב בשנת 2014 (בעיקר כתוצאה מרכישת חברת Undertone בסוף שנת 2015). כמו כן, לפי תרחיש הבסיסי שלנו, אנו צופים שחיקה ברווחיות החברה על רקע הכניסה לתחום הפרסום הדיגיטלי אשר מאופיין ברווחיות נמוכה יחסית ושחיקה מתמשכת ברווחיות של תחום החיפוש. בהתאם לכך, תרחיש הבסיסי שלנו מניח רמות המינוף יציבות מכאן ואילך התואמות את רמת הדירוג הנוכחית.

יחסים עיקריים*			הנחות עיקריות
2017E	2016E	2015A	
16%-15%	17%-16%	26%	• גידול מתון ברמת ההכנסות בשנים 2017-2018 אשר ינבע ברובו מפעילות הפרסום שתקזז את הירידה הצפויה בפעילות החיפוש.
2.3X-2.0X	2.2X-2.0X	2.1X	• EBITDA מתואם של כ-45 מיליון דולר בטווח הבינוני החל משנת 2016.
35%-30%	35%-30%	37%	• השקעות הוניות בהיקף של כ-5 מיליון דולר בכל אחת מהשנים 2017 ו-2018.
A-בפועל. E-צפוי.			• קיטון במזומן בשנת 2016 בעיקר כתוצאה מתשלום בסך 22 מיליון דולר שבוצע באוגוסט 2016, בהתאם להסכם הרכישה. תשלום זה מחליף את התחייבות החברה בסך של 36 מיליון דולר לצורך רכישת Undertone, כך שהתחייבות זו נמחקת על בסיס התשלום במזומן.
<p>* יחסי המינוף והכיסוי כוללים התאמה בגין ליסינג תפעולי לטווח ארוך, המגדילה את החוב, ה-EBITDA והוצאות המימון לשנת 2015 ב-29 מיליון דולר, 4 מיליון דולר ו-1.5 מיליון דולר, בהתאמה, וכן נטרול תשלום מבוסס מניות מה-EBITDA בגובה של כ-7 מיליון דולר וקיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, בגובה 10 מיליון דולר, מהחוב הפיננסי המדווח. למעט גובה תשלום מבוסס מניות, איננו צופים שינוי מהותי בהתאמות אלו בשנים 2016 ו-2017.</p>			

הפרופיל העסקי

מיתון החשיפה לתחום החיפוש על ידי כניסה לשווקים נוספים, חשיפה מהותית ללקוח עיקרי

הפרופיל העסקי של החברה נתמך על ידי הגורמים הבאים:

- צמצום החשיפה לפעילות החיפוש והגדלת היקף ההכנסות הצפוי מפרסום דיגיטלי. בשנת 2015, כ-79% מהכנסות החברה נבעו מחיפוש, 11% מהכנסות מפרסום והיתרה ממכירת מוצרים. אנו מעריכים כי בשנת 2016, הכנסות החברה מפעילות החיפוש יהיו כ-51% מסך ההכנסות ואילו שיעור הכנסות החברה מפרסום יגדל לכ-41%. אנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות תשמור החברה על התפלגות הכנסות דומה.
- שמירה על מעמד בולט בתחום החיפוש עם נתח שוק של 17% ברבעון הראשון של 2016 (לפי החברה, IAC המובילה עם נתח שוק של 69% ואחריה Blucora (infospace) עם נתח שוק של 14%),

מאידך, הפרופיל העסקי מוגבל, לדעתנו, על ידי הגורמים הבאים:

- חשיפה לפעילות בתחום החיפוש (חלק משוק הפרסום הדיגיטלי) אשר מאופיינת בשינויים מהותיים ובתנודתיות מרובה. לנוכח העובדה שמרבית הכנסותיה של פריון מקורן בארה"ב, אנו מעריכים שכל עוד שוק החיפוש ה-non-mobile ישמור על נתח דומה משוק הפרסום הדיגיטלי בארה"ב, מנועי החיפוש יהיו מוטי נתח שוק וימשיכו להשתמש בשירותיהן של חברות מסוג פריון לצורך הגדלת נפח החיפוש שלהן. על אף האמור, חברות מסוגה של פריון חשופות לשינויים במדיניות של מנועי החיפוש ושל הדפדפנים.

- תלות גבוהה בלקוח עיקרי, ספקית החיפוש Bing (השייכת ל-Microsoft המדורגת על ידינו AAA/Stable). בשנת 2015, כ-80% מהכנסותיה של פריון נבעו מספקית החיפוש Bing. להערכתנו, החברה תמשיך להיות תלויה ב-Bing גם בשנתיים הקרובות, אולם במידה פחותה לנוכח הקיטון הצפוי בהיקף ההכנסות מחיפוש ויציבות יחסית בהכנסות מפרסום ומוצרים. נציין כי התקשרות החברה עם Bing מתבצעת בהתאם לחוזה אשר צפוי להסתיים בינואר 2018 ואין ערובה לחידושו. אנו סבורים שקיים סיכון מהותי לרמת ההכנסות אם תחליט Bing להפסיק את ההתקשרות עם פריון.
- ירידה ברמת הרווחיות התפעולית הכוללת כתוצאה מהגדלת נתח פעילות הפרסום הדיגיטלי המתאפיין ברווחיות נמוכה ביחס לתחום החיפוש. אנו מעריכים כי שיעור ה-EBITDA המתואם של פריון ירד מ-30% בשנת 2014 ל-16%-17% בשנתיים הקרובות.

הפרופיל הפיננסי

רמת מינוף הולמת את גבולות הדירוג והיעדר מדיניות פיננסית מוצהרת

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מבוסס, לדעתנו, על גורמי התמיכה הבאים:

- רמת מינוף נמוכה-בינונית ביחס לקבוצת השוואה כמתבטא בחוב ל-EBITDA נמוך מ-2.5x לאורך זמן. בשנת 2015 חלה עלייה ברמת המינוף לעומת 2014 כתוצאה מגידול בחוב בעקבות רכישת Undertone, אולם אנו מניחים כי לא יחול גידול נוסף ברמת החוב והחברה תשמור על רמת המינוף הנוכחית לאורך זמן.
- ייצור תזרימי מזומנים חופשיים חיוביים לאורך זמן לנוכח השקעות נמוכות בהון חוזר.
- גורמי תמיכה אלה מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי האילוצים הבאים:

- היעדר מדיניות פיננסית מובהקת, אף כי אנו סבורים שהמדיניות הפיננסית שתיושם לא תביא לחריגה מיחסי הכיסוי התואמים את הדירוג הנוכחי. אמנם בהתאם להצהרות ההנהלה, החברה תפנה את מקורותיה הפנימיים לצורך צמיחה ולא תבצע חלוקות דיבידנד או רכישות מהותיות, אולם קיימת אי ודאות לגבי שמירה על עקרונות אלה לנוכח החילופים בעמדת המנכ"ל וחוסר הוודאות בעת הנוכחית לגבי האסטרטגיה העתידית שתיישם החברה.

נזילות: הולמת

היקף מזומנים גבוה וייצור תזרימי מזומנים חיוביים לאורך זמן

רמת הנזילות של החברה היא הולמת, לפי הקריטריונים שלנו. אנו מעריכים כי היחס בין מקורות הנזילות לצורכי הנזילות של פריון יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 בינואר, 2017. הערכה זאת מתבססת על יתרות המזומנים הקיימות, על ניהול לוח הסילוקין ועל יכולת ייצור תזרים המזומנים השוטף.

להערכתנו, המקורות והשימושים העיקריים העומדים לרשות החברה בתקופה שמ-1 בינואר, 2017, ועד 31 בדצמבר, 2017, הם כדלקמן:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> • חלויות חוב ז"א של כ-19 מיליון דולר. • השקעות הוניות לשמירה על הקיים בהיקף של כ-5 מיליון דולר. 	<ul style="list-style-type: none"> • מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-32 מיליון דולר. • תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בהיקף של כ-30 מיליון דולר.

ניתוח התניות

נכון ל-30 בספטמבר, 2016, החברה שמרה על מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות להן היא מחויבת.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של Perion Network Ltd לשנת 2015:

- קיזוז עודפי מזומנים בסך של 10 מיליון דולר אשר מובטחים לצורך פירעון האג"ח, מהחוב הפיננסי המדווח.
- היוון חוזי ליסינג תפעולי לטווח ארוך והוספתם לחוב המדווח.
- נטרול ההשפעה של תשלום מבוסס מניות מה-EBITDA.

Reconciliation Of Shufersal Ltd Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. NIS)

--Fiscal year ended Dec. 31, 2015--

Perion Network Ltd. reported amounts							
	Debt	Revenues	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	99.0	221.0	38.3	(66.0)	2.6	38.3	17.6
Standard & Poor's adjustments							
Interest expense (reported)	--	--	--	--	--	(2.6)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	--	0.6	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	--	(9.7)	--
Operating leases	29.3	--	4.3	1.5	1.5	2.7	2.7
Surplus cash	(10.0)	--	--	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	--	7.4	--	--	7.4	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	0.6	--	--	--
Revenues - Other	--	(2.3)	(2.3)	(2.3)	--	(2.3)	--
EBITDA - Other	--	--	9.7	9.7	--	9.7	--
D&A - Other	--	--	--	6.6	--	--	--
Total adjustments	19.4	(2.3)	19.1	16.0	1.5	5.8	2.7
Standard & Poor's adjusted amounts							
	Debt	Revenues	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	118.4	218.7	57.4	(49.9)	4.2	44.1	20.3

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הטכנולוגיה, תוכנה ושירותים טכנולוגיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 1 ביוני, 2016
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 18 באוגוסט, 2016
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016

פרטים כלליים (נכון ל-9 בפברואר, 2017)

	Perion Network Ltd
	דירוג(י) המנפיק
ilA-/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	חוב בכיר בלתי מובטח
ilA-	סדרה יב
	היסטוריית דירוג המנפיק
	דירוג מקומי - טווח ארוך
ilA-/Stable	פברואר 02, 2016
ilA-/Watch Dev	דצמבר 02, 2015
ilA-/Stable	מרץ 03, 2014
	פרטים נוספים
13:03 09/02/2017	זמן בו התרחש האירוע
13:03 09/02/2017	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יוזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג. לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו, ה"S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחדיו, ה"צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס S&P AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבטובתה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.