

# תדיראן גרופ בע"מ

מעקב | ינואר 2025

## אנשי קשר:

גל עילם

אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[Gal.e@midroog.co.il](mailto:Gal.e@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראשת תחום מימון תאגידים  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

## תדיראן גרופ בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרות

מידרוג מורידה את דירוג המנפיק ואת דירוג אגרות החוב (סדרות 3 ו-4) שהנפיקה תדיראן גרופ בע"מ (להלן: "החברה") מ-Aa3.il ל-A1.il ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/06/2028	יציב	A1.il	2580132	3
30/06/2034	יציב	A1.il	1208784	4

## שיקולים עיקריים לדירוג

- הורדת הדירוג משקפת אי-עמידה בפרופיל הפיננסי התואם את רמת הדירוג בקבוצת ה-Aa. היחלשות הרווחיות של החברה, הובילה לשחיקת בסיס ה-EBITDA. זאת, בשילוב עם עלייה ברמות החוב בשנים האחרונות בעקבות מיזוגים ורכישות הביאו את החברה להציג שחיקה ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA וביחס כיסוי הרווח התפעולי להוצאות המימון, שאינם עולים בקנה אחד עם רמת הדירוג הקודמת. השחיקה ברווחיות במהלך השנתיים האחרונות מיוחסת לשני מגזרי החברה. במגזר מוצרי הצריכה, החברה נפגעה מבעיות בשרשרת האספקה ועלויות לוגיסטיקה כבדות בעיקר בחציון הראשון של שנת 2023. במגזר האנרגיה, רשמה החברה ירידה בביצועי VP SOLAR כתוצאה משילוב של מספר גורמים: ירידה במחירי החשמל, עלייה בשיעור הריבית, שינוי בשיטת התמריצים לשוק הביתי באיטליה, וכן ירידת מחירי הפאנלים הסולאריים, שהשפיעה לשלילה על מכירות תדיראן סולאר ו-VP SOLAR. בשני המגזרים נרשמה בנוסף פגיעה נוכח מלחמת "חרבות ברזל". להערכתנו רמת התחרות במגזרי הפעילות השונים של החברה הינה גבוהה דבר הפוגע אף הוא בשולי הרווח.
- מידרוג ממשיכה לאפיין את הסיכון בענף מיזוג האוויר בישראל כמתון, וזאת לאור יציבות במאפיינים הפונדמנטליים של הענף, לצד סביבת ביקושים יציבה, חסמי כניסה בינוניים ורמת תחרות גבוהה בשל בידול נמוך. ענף האנרגיה מאופיין ע"י מידרוג אף הוא בסיכון מתון. הענף מתאפיין בחשיפה משמעותית לרגולציה ולמחירי השוק במדינות שבהן פועלת החברה. בתחום המערכות הסולאריות באיטליה קיימת חשיפה לאסדרה, כאשר לאחרונה עודכנו הסובסידיות ותוכניות התמריצים במדינה. בנוסף, תנודות ריבית, שערי חליפין ומחירי החשמל עשויות להשפיע לרעה על שיעורי הרווחיות של החברות הפועלות בענף.
- מיצובה העסקי של החברה בולט לטובה נוכח מעמדה בשוק מיזוג האוויר הביתי בישראל תוך אחזקה בנתחי שוק גבוהים ויציבים. החברה הגדילה את תחומי הפעילות עם רכישת חברות מתחום האנרגיה בהן תדיראן סולאר, תדיראן פתרונות אנרגיה, VP SOLAR, תדיראן ערבה ו-EFS התורמות לפיזור העסקי בקטגוריות הפעילות ובטריטוריות שונות.
- בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2025 הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. עלייה בכמות המזגנים הנמכרת בעקבות עדכון תמהיל המזגנים הנמכרים על ידי החברה תוך מתן מענה למזגנים הזולים יותר לעומת מזגני פרימיום ו-MID TIER והרחבת הפעילות בתחום המסחרי-תעשייתי בשוק המקומי; 2. עלייה ברווחיות התפעולית של מגזר מוצרי הצריכה לכ-8.5%-7.5% (למול צפי של כ-7.5% לשנת 2024) כתוצאה משיפור בעלויות הרכש וההובלה; 3. צמיחה של כ-23% בהכנסות מגזר האנרגיה המתחדשת (לאחר שחיקה של כ-11% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024) כתוצאה משיפור

בפעילות מגזר האנרגיה בחו"ל; 4. לאחר שנה במסגרתה הציגה החברה שחיקה בפעילות מגזר האנרגיה בחו"ל עם שינוי מודל התמריצים אנו מניחים כי התאמות שהחברה עשתה בקשר עם המודל העסקי והתמקדות בשוק המסחרי-תעשייתי (C&I) יניבו גידול בהכנסות; 5. עלייה ברווחיות התפעולית של מזג האנרגיה המתחדשת לכ-6.0%-7.0% (צפי של כ-5% בשנת 2024) בעקבות שינוי במערך המכירות של VP SOLAR, וכן משילוב מלא של EFS.

- לאור האמור לעיל, הכנסות החברה צפויות לנוע בטווח של כ-2.05-2.25 מיליארד \$ בשנת 2025 ושיעורי הרווחיות התפעולית המצרפיים של החברה צפויים לנוע בטווח שבין 7.0% ל-8.0% בשנת 2025. נציין כי, שערי החליפין הינם בעלי השפעה על הרווחיות הגולמית של החברה. עם זאת לאור התנודתיות לא הנחנו שינוי למול שערי החליפין שמאפיינים את סביבת הפעילות של החברה בחודשים האחרונים.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לעיל, היקף ה-EBITDA (ללא הפחתות נכסים בלתי מוחשיים ו/או מוניטין ברווח לפני מס) והמקורות מפעולות (FFO) צפויים להסתכם בשנת 2025 בכ- 190-230 מיליון \$ ובכ-130-160 מיליון \$, בהתאמה. זאת, לעומת כ- 175 מיליון \$ וכ- 117 מיליון \$ בהתאמה, ב-12 חודשים שהסתיימו ביום 30.09.24. מידרוג צופה ירידה מסוימת ברמות החוב אשר יובילו ליחס כיסוי חוב מותאם<sup>1</sup> ל-EBITDA סביב 3.8 בשנת 2024 ובטווח של 3.0-4.0 בשנת 2025.
- נזילות החברה סבירה לרמת הדירוג. נכון ליום 30.09.2024 לחברה יתרות מזומנים בהיקף של כ-32 מיליון \$. לחברה יתרת מסגרות אשראי פנויות ולא מחייבות הנאמדות לסך של כ- 520 מיליון \$ נכון ליום 30.09.2024. מנגד, לחברה חלויות חוב לזמן ארוך של כ-36 מ' \$ בשנת 2025 וכ-142 מ' \$ בשנת 2026. לחברה רמת מינוף טובה ביחס לדירוג. החברה עומדת במרווח סביר מאמות המידה הפיננסיות שהעמידו לה המממנים.

<sup>1</sup> חוב פיננסי ברוטו מותאם הנו החוב הפיננסי ברוטו של החברה בתוספת התחייבויות בגין חכירה, יתרת לקוחות שנוכו במאזן נכון לסוף התקופה, התחייבויות בגין אופציית מכר לזכויות שאינן מקנות שליטה, תמורה מותנית ובניכוי פיקדון משועבד.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו כי החברה תשמור על מעמד עסקי יציב בטווח אופק הדירוג לצד שמירה על יחסים פיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג.

## גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA מעל תרחיש הבסיס של מידרוג לאורך זמן
- שיפור ברווחיות לרמות רווחיות מעל תרחיש הבסיס של מידרוג לאורך זמן
- הגדלת הכרית ההונית של החברה בצורה משמעותית

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת דירוג:

- שחיקה לאורך זמן בשיעורי הרווחיות
- עלייה ביחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ברוטו ל-EBITDA מעל 4.0 לאורך זמן

## תדיראן גרופ בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	9M 2023	9M 2024	
854	990	1,448	2,282	1,955	1,494	1,416	סך ההכנסות
10.7%	14.4%	12.6%	9.3%	5.6%	5.7%	6.3%	רווח (הפסד) תפעולי [1] / סך הכנסות
46.9%	42.0%	41.6%	23.5%	31.6%	28.4%	29.7%	הון עצמי / מאזן מותאם [2]
1.7 X	1.9 X	1.4 X	3.0 X	3.8 X	4.3 X	4.0 X	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA [3] [4]
9.8 X	14.9 X	22.8 X	3.1 X	6.3 X	1.9 X	11.4 X	רווח תפעולי / הוצ מימון נטו [5]

[1] לפני הכנסות/הוצאות אחרות, מחושבים על פי נתוני 12 החודשים שמסתיימים בתקופה הרלוונטית. [2] מאזן מותאם: כולל יתרת לקוחות שנוכו במאזן נכון לסוף התקופה. [3] חוב פיננסי ברוטו/נטו מותאם: כולל התחייבויות חכירה, יתרת לקוחות שנוכו במאזן נכון לסוף התקופה, התחייבויות בגין אופציית מכר לזכויות שאינן מקנות שליטה, תמורה מותנית ובניכוי פיקדון משועבד. יחסי הכיסוי מחושבים על פי נתוני 12 החודשים שמסתיימים בתקופה הרלוונטית. [4] EBITDA ללא הפחתות נכסים בלתי מוחשיים ו/או מוניטין ברווח לפני מס. [5] הוצאות המימון החל משנת 2022 כוללות הוצאות שערך התחייבות בגין אופציית מכר.

## תדיראן גרופ בע"מ - הכנסות ורווח תפעולי לפי מגזרי פעילות, במיליוני ₪

FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	9M 2023	9M 2024	
837	976	1,010	1,000	887	723	725	מגזר מוצרי צריכה
86	133	135	87	64	48	58	
-	14	438	1,281	1,067	771	690	מגזר אנרגיה
-	8	51	126	46	37	36	

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

**סיכון ענפי מתון ענף מוצרי הצריכה מאופיין ברמת תחרות גבוהה, ענף האנרגיה המתחדשת מציג התמתנות לאחר שנתיים חזקות**

החברה פועלת בשני מגזרים עיקריים, מגזר מוצרי הצריכה ומגזר האנרגיה. במסגרת פעילות החברה במגזר מוצרי הצריכה, החברה פועלת בייבוא, ייצור ושיווק מזגנים ומערכות מיזוג אוויר. ענף מיזוג האוויר בישראל הינו ענף מקומי ריכוזי הנשלט ע"י מספר מצומצם של שחקנים החולשים יחדיו על נתח שוק של כ-90%. הסיכון הענפי מוערך ע"י מידרוג כמתון, מחד בעקבות רמת תחרות גבוהה, אך מנגד, חסמי הכניסה לענף הינם בינוניים ונובעים מהחשיבות למותג, לקשרים עסקיים חזקים עם יצרני המזגנים, ביסוס ערוצי מכירה ושירות וכן גישה למקורות מימון בשל צרכי הון חוזר משמעותיים. בטווח הקצר, הביקוש למזגן הביתי נתון להשפעת שינויים במזג אוויר ועונתיות, העשויים לסייע בהקדמה או דחייה של רכישות מצד צרכנים, כאשר עיקר המכירות נעשות במהלך חודשי האביב והקיץ - מאפיין אשר מעלה את רמת הסיכון הענפי נוכח חשיבות לניהול מוקפד של המלאי וזמינות שלו. כמו כן ענף מיזוג האוויר מושפע בעיקר משדרוגים. המזגן הביתי מאופיין ע"י מידרוג כמוצר בסיסי למדי הנמצא בשימוש יומיומי, עם ביקוש יציב לאורך זמן, בעיקר לאור מזג האוויר החם הקיים בישראל. מנועי הצמיחה העיקריים של הביקוש למזגן הביתי כוללים: בלאי טבעי, גידול במשקי הבית ועלייה ברמת החיים, וכן מעבר למזגנים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר. החברות בענף מושפעות מגורמים מאקרו-כלכליים שונים המאפיינים את הכלכלה העולמית, כגון מחירי חומרי גלם המשמשים לייצור מזגנים, מחירי הובלה, שערי חליפין (בעיקר הדולר), שינויים בצריכה הפרטית של מוצרים בני קיימא וחוקי המס. לחברות בענף תלות גבוהה בספקים, בדר"כ אחד או שניים, אשר משפיעים במידה רבה על תנאי הסחר וזמינות המלאי, וכפועל יוצא מכך משפיעים על יכולתן של החברות להתחרות באופן יעיל ולהגיב למגמות השונות מצד הביקוש בשוק המקומי. בשנת 2023 חלו שינויים רגולטוריים בתחום מוצרי הצריכה החשמליים לרבות הפחתת מכסים ורפורמה בייבוא בתחום האנרגיה. במסגרת הרפורמה, יידרשו יבואנים ויצרנים לעמוד בתקינה האירופאית ליעילות אנרגטית. התקנות קובעות מעבר הדרגתי לשימוש במזגנים בעלי דירוג אנרגטי גבוה והפסקת השימוש במזגנים בעלי דירוג נמוך.

בנוסף לפעילותה בתחום מיזוג האוויר, החברה פועלת גם בענף האנרגיה, המאופיין ע"י מידרוג בסיכון מתון. פעילות זו כוללת יבוא, הפצה וסחר של מוצרים בתחום האנרגיה הפוטו-וולטאית בעיקר במערכות לגגות של מבני מגורים ומבנים מסחריים (בישראל, באמצעות תדיראן סולאר ובאיטליה, באמצעות VP Solar), בתחום מערכות אל-פסק (UPS) וכן בתחום מערכות אגירת אנרגיה ובטעינת כלי-רכב חשמליים בישראל (באמצעות תדיראן פתרונות אנרגיה). בנוסף, החברה עוסקת (באמצעות תדיראן אלומיניום) בסחר אלומיניום וייצור פרופילי אלומיניום. כמו כן, החברה פועלת בתכנון וביצוע של פרויקטי חיפוי מבנים מסוגים שונים באמצעות חברת הבת 'תדיראן ערבה' וכן בפיתוח, ייצור, התקנה ומכירה של מוצרים למיגון אש פסיבי, ניהול עשן ומוצרים נלווים למובלי אוויר באמצעות 'אי.אפ.אס הנדסה בע"מ' שנקנתה ברבעון השלישי של שנת 2024. להערכת מידרוג, חסמי הכניסה לענף כיום הינם נמוכים-בינוניים ועשויים להשפיע על מבנה התחרות בענף בטווח הקצר- בינוני. הענף חשוף למאפייני ענף הסחר בדומה לענף ייבוא המזגנים. ענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות מוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון מתון, הנובע בעיקר לאור חשיפה גבוהה לרגולציה במקטע הייצור, למחירי החשמל במדינות בהן פועלת החברה, ולעלויות המימון. ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול משמעותי ועקבי בקיבולת ההספק המותקן ובהיקף ההשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיית PV (פוטו-וולטאית). מגמה זו מלווה בירידה בעלויות ההקמה, לרבות עלויות המוצרים עצמם, בין היתר מהתקדמות טכנולוגית. בד בבד, כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית.

בחודש יוני 2023, הודיע משרד האנרגיה האיטלקי על יעד חדש - ייצור 65% מהחשמל במדינה מאנרגיות מתחדשות עד שנת 2030, בהשוואה ליעד הקודם שעמד על 55%. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות באירופה ובישראל בשנים הקרובות. הפוטנציאל לצמיחה של הענף הינו גבוה וזאת לאור היעדים שהציבו הממשלות השונות בכל

<sup>2</sup> לפי נתונים פומביים.

הנוגע למעבר לייצור חשמל באמצעות אנרגיה מתחדשת, אולם זה עודנו מוגבל נוכח חסמים מבניים הקיימים כיום בשוק, וכן צורך בפיתוח ויישום טכנולוגיות אגירת אנרגיה.

בשנים 2023-2024 חלה התמתנות מסוימת בשוק האנרגיה המתחדשת, לאחר שנת 2022, שנחשבה לשנת שיא, בעיקר בעקבות מלחמת רוסיה-אוקראינה שיצרה חשש משיבושים וצמצום באספקת האנרגיה למדינות אירופה. ההאטה בשוק באירופה ובעיקר באיטליה נבעה ממספר גורמים מרכזיים, בהם האטה בלחימה בין רוסיה לאוקראינה שהובילה לירידה במחירי החשמל, עלייה בסביבת הריבית, וכן עודף במלאי פאנלים סולאריים שהביאה לירידה משמעותית במחירי הפאנלים.

### **מעמד מוביל בשוק מיזוג האוויר ורכישות שמרחיבות את הפיזור הסקטוריאלי תורמות לחיזוק המיצוב העסקי של החברה**

פרופיל הסיכון העסקי של החברה נתמך ממעמד תחרותי מוביל בשוק מיזוג האוויר הביתי בישראל, הבא לידי ביטוי במותג מוביל ונתח שוק משמעותי העומד על כ- 40% במונחים כספיים נכון לשנת 2023<sup>3</sup>.

החברה מאגדת מספר מותגים במגוון רמות תמחור, המאפשרים לה לפנות לקהלים שונים בשוק המזגנים. המותג המרכזי של החברה, "תדיראן", האחראי לעיקר המכירות, הינו מותג חזק בשוק המזגנים הביתי, אשר נשען בין היתר, על וותק רב שנים, מערך שירות מבוסס, ומוניטין חיובי בקרב מתקינים מקצועיים. בסגמנט המחיר הנמוך, החברה פועלת באמצעות המותגים "אמקור" ו"ספרה". כמו כן, לחברה פעילות נלווית בתחום השירות ובשיווק מערכות מיזוג מסחריות וסמי-מסחריות (VRF) תחת המותגים "Toshiba" ו-"TADIRAN", וכן פעילות של מכירת מוצרי חשמל. לחברה יכולות פיתוח עצמאיות של מערכות מיזוג אוויר במפעל בעפולה המקנות לה יתרון תחרותי יחסי. ערוצי ההפצה של החברה כוללים בעיקר מתקינים וסיטונאיים המתמחים בתחום מיזוג האוויר, וכן רשתות חשמל וחניית עצמאיות.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024 הציגה החברה גידול של כ-0.3% במכירות מגזר מוצרי הצריכה לעומת התקופה המקבילה אשתקד, וזאת לאחר ירידה של כ-11% במכירות בשנת 2023 למול שנת 2022 בעיקר לאור שיבושים בשרשרת האספקה ועלויות הובלה חריגות.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה במגזר מוצרי הצריכה בשנת 2024 צפויות לנוע סביב 900 מיליון ₪ (עלייה של כ- 2% למול שנת 2023). בשנת 2025 הכנסות החברה ממגזר מוצרי הצריכה צפויות להיאמד לכ-1,000-950 מיליון ₪ וזאת בהתאם להערכתנו לעלייה בכמויות המזגנים הנמכרים של כ- 9% נוכח הרחבת תמהיל המזגנים העיליים במחירים הנמוכים. בו החברה לא הייתה פעילה באופן משמעותי בעבר, גידול במספר משקי הבית ועלייה בהתחלות בנייה.

במסגרת מגזר האנרגיה המתחדשת, לתדיראן סל רחב של מוצרים ושירותים המספקים מענה כולל לצורכי הלקוחות. החברה נהנית מפיזור רחב בשוק המקומי, בין היתר באמצעות One Stop Shops למכירת Kit (מערכות פאנליים סולאריים מותאמים אישית).

ברבעון השלישי של שנת 2023, רכשה החברה את 'תדיראן ערבה', המתמחה בחיפויי מבנים מסוגים שונים. הרכישה משקפת את אסטרטגיית החברה להיכנס לפרויקטי BIPV (טכנולוגיה שמשלבת מערכות פוטו-וולטאיות בתוך מרכיבי המבנה עצמו). בנוסף, ברבעון השלישי של שנת 2024, הרחיבה תדיראן את פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת באמצעות רכישת EFS. חברה זו עוסקת בפיתוח, ייצור, התקנה ומכירה של מוצרים למיגון אש פסיבי, ניהול עשן ופתרונות נלווים למובילי אוויר.

הכנסות מגזר האנרגיה בתשעת החודשים הראשונים בשנת 2024 רשמו ירידה של כ-11% למול התקופה המקבילה אשתקד. הירידה בהכנסות נובעת משילוב של מספר גורמים, ובהם ירידה במחירי החשמל, לצד סביבת ריבית גבוהה, שינוי בשיטת התמריצים לשוק הביתי באיטליה, וכן ירידת מחירי המכירה של הפאנלים הסולאריים, שהשפיעה לשלילה על תוצאות VP SOLAR ותדיראן סולאר.

<sup>3</sup> דוח כספי של החברה לשנת 2023.

להערכת מידרוג, בשנת 2024 צפוי מגזר האנרגיה להציג הכנסות סביב 985 מיליון ₪, שחיקה של כ-6% למול שנת 2023. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2025 הכנסות מגזר האנרגיה יעמדו על כ-1.15-1.25 מיליארד ₪ (צמיחה של כ-23% למול שנת 2024). הכנסות החברה במגזר האנרגיה צפויות לעלות בעיקר נוכח: 1. עלייה בהיקף פעילות VP SOLAR אשר נובעת משינוי מערך המכירות של החברה והתמקדות במגזר המסחרי-תעשייתי (C&I), הזוכה כיום לתמריצים מוגברים מצד ממשלת איטליה; 2. גידול במכירות מערכות סולאריות בישראל לאור ירידה בעצמות הלחימה בגזרות השונות; 3. איחוד מלא של תוצאות חברת EFS; 4. גידול בהיקף פעילות מפעל האלומיניום של החברה בציפורית; 5. גידול בפעילות תדיראן ערבה.

לאור האמור לעיל, הכנסות החברה במאוחד צפויות לנוע בטווח של כ-2.05-2.25 מיליארד ₪ בשנת 2025 (כ-1.9 מיליארד ₪ בשנת 2024).

הרווחיות התפעולית של החברה במאוחד נאמדת לכ-6.7% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024 (כ-8.6% במוצע בשנים 2021-2023). במהלך השנתיים האחרונות החברה רשמה שחיקה ברווחיות הן במגזר מוצרי הצריכה והן במגזר האנרגיה המתחדשת. השחיקה ברווחיות מגזר מוצרי הצריכה (רווחיות תפעולית של כ-8.0% לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024) נובעת מפחות השקל למול הדולר, בעיות בשרשרת האספקה, עלויות לוגיסטיקה כבדות בעיקר בחציון הראשון של שנת 2023 וכן מלחמת "חרבות ברזל", כשהרווחיות המאפיינת את המגזר בשנים 2021-2023 מסתכמת בכ-10%. במגזר האנרגיה ירידה במחירי החשמל, סביבת ריבית גבוהה, שינוי שיטת התמריצים באיטליה, ירידה במחירי הפנאלים הסולאריים ומלחמת "חרבות ברזל" שהשפיעה בעיקר על פעילות תדיראן סולאר הביאו לשחיקה בתוצאות המגזר כך שהרווחיות התפעולית ירדה לכ-5.3% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024 למול רווחיות תפעולית ממוצעת של כ-8% בשנים 2021-2023.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2025 הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. עלייה ברווחיות התפעולית של מגזר מוצרי הצריכה לכ-7.5%-8.5% (למול הערכותינו לרווחיות תפעולית של כ-7.5% בשנת 2024) כתוצאה משיפור בעלויות האחסנה, ההובלה והרכש; 2. עלייה ברווחיות התפעולית של מגזר האנרגיה המתחדשת לכ-7.0%-6.0% (למול הערכותינו לרווחיות תפעולית של כ-5% בשנת 2024) בין היתר, בזכות שינוי במערך המכירות של VP SOLAR והתקמדות במכירות לסגמנט המסחרי-תעשייתי (C&I), וכן שילוב מלא של EFS.

בהתאם לכך, תרחיש הבסיס של מידרוג צופה כי שיעורי הרווחיות התפעולית במאוחד צפויים לנוע בטווח שבין 7.0% ל-8.0% בשנת 2025, מול הערכותינו לשיעורי רווחיות של כ-7.0% בשנת 2024 (כ-5.6% בשנת 2023).

ההנחה לגבי טווח הרווחיות התפעולית נתונה באי וודאות גבוהה יחסית להנחות אחרות, בשל השפעות שער החליפין והשפעות עולמיות על מחירי זמני ההובלות, המהוות חשיפה אינהרנטית בענפי הפעילות של החברה.

### החברה מציגה שחיקה ביחסי הכיסוי. צפי לשיפור בשנות התחזית

אנו מניחים כי בשנת 2024 החברה תציג רווח תפעולי לפני פחת והפחתות<sup>4</sup> (EBITDA) סביב 170 מיליון ₪, בדומה לשנת 2023. בשנת 2025, אנו צופים עלייה בבסיס ה-EBITDA לכ-190-230 מיליון ₪. המקורות מפעולות (FFO) צפויים להסתכם בכ-130-160 מיליון ₪ בשנות התחזית.

להערכת מידרוג, בשנת 2025, החברה צפויה לייצר תזרים מזומנים חופשי חיובי מתון, עד 20 מיליון ₪, וזאת בעיקר בשל הנחה של הון חוזר שלילי בסך של כ-30 מיליון ₪ (בדומה לשנת 2024), בשילוב עם שיפור בפעילות השוטפת של החברה וצמצום בהשקעות ההוניות לכ-50 מיליון ₪ (כולל תשלום בגין רכישת זכויות מיעוט בסך 18 מיליון ₪), שכן בשלב זה לא מתוכננות רכישות חברות חדשות במהלך תקופה זו. תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2025, כולל תשלום דיבידנד בהיקף של כ-40-50 מיליון ₪, בהתאם למדיניות החברה לחלוקה של 50% מהרווח הנקי.

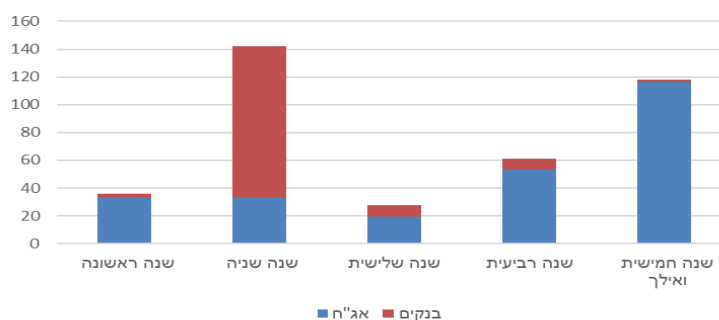
החוב הפיננסי המתואם ברוטו של החברה נכון ליום 30.09.2024 הסתכם לכ-700 מיליון ש"ח בהשוואה לכ-610 מיליון ש"ח ביום 31.12.2023. היקף החוב המתואם כולל בתוכו גם התחייבות בגין אופציית מכר למיעוט וניכיון לקוחות שעומדים על כ-112 מיליון ₪ וכ-120 מיליון ₪ ליום 30.09.2024, בהתאמה. בשנת 2025, מידרוג צופה כי החוב ינוע בטווח של כ-570-600 מיליון ₪. אלו יובילו להציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDA בטווח של 3.0-4.0 בשנות התחזית (הטווח העליון בשנת 2024 והטווח התחתון בשנת 2025). כמו כן החברה צפויה להציג יחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו בטווח בין 4.0-5.0 בשנות התחזית (ללא הוצאות / הכנסות מימון בגין שערור התחייבויות אופציית מכר ותמורה מותנית).

הכרית ההונית של החברה נאמדת לכ-549 מיליון ₪ ליום 30.09.2024. יחס הון עצמי למאזן מותאם (כולל החזר למאזן של יתרת לקוחות שנוכו) ליום 30.09.2024 עמד על כ-31.7% בהשוואה לכ-33.6% ליום 31.12.2023. אנו מניחים בשנות התחזית כי יחס הון למאזן ינוע סביב בטווח 34%-31%. החברה בוחנת עיבוי הכרית ההונית ושינוי במדיניות הדיבידנד, צעדים שייבחנו על ידינו עם יישומם בפועל.

### גמישות פיננסית סבירה ביחס לדירוג

נכון ליום 30.09.2024, לחברה יתרות נזילות של כ-32 מיליון ₪. לחברה מסגרות אשראי פנויות ולא מחייבות בהיקף של כ-520 מיליון ₪, וזאת לצד חלויות שוטפות בגין התחייבות זמן ארוך של כ-36 מיליון ₪ בשנת 2025 וכ-142 מיליון ₪ בשנת 2026. החברה שומרת על מרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות שנקבעו בקשר עם הגורמים המסמנים. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של עד 50% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות בחברה.

### תרשים 1: תדיראן גרופ - לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 30.09.2024, מיליוני ₪



<sup>4</sup> ללא הפחתות נכסים בלתי מוחשיים ו/או מוניטין ברווח לפני מס.



## שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

להערכת מידרוג, חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה בינונית, מחד פעילות ייצור המזגנים ו/או יבוא מזגנים בעלות השפעות שליליות על הסביבה, ומאידך פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת תורמת לחיוב לסביבה ומפחיתה סכונים סביבתיים בסביבת גולציה תומכת בהתייעלות אנרגטית, ושמירה על איכות הסביבה. בבחינת סיכוני ממשל תאגידי אנו מעריכים כי לחברה חשיפה נמוכה. שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה לכן, בשלב זה איננו לוקחים כשיקול נוסף לדירוג את השפעת ה-ESG על פרופיל האשראי של החברה.

## מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.9.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	2.05-2.25 מיליארד ₪	A.il	1,876 מיליארד ₪	היקף הכנסות LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
A.il	7.0%-8.0%	A.il	6.34%	שיעור רווח תפעולי (לפני הכנסות) (הוצאות אחרות) LTM	רווחיות
A.il	31%-34%	A.il	31.7%	הון עצמי מתואם / מאזן	פרופיל פיננסי
A.il	3.0-4.0	A.il	4.0	חוב ברוטו מותאם [2] / EBITDA [3]	
A.il	4.0-5.0	A.il	11.4	רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו LTM [4]	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A1.il					דירוג נגזר
A1.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

[2] כולל התחייבויות חכירה, יתרת לקוחות שנוכו במאזן נכון לסוף התקופה, התחייבויות בגין אופציית מכר לזכויות שאינן מקנות שליטה, תמורה מותנית ובניכוי פיקדון משועבד

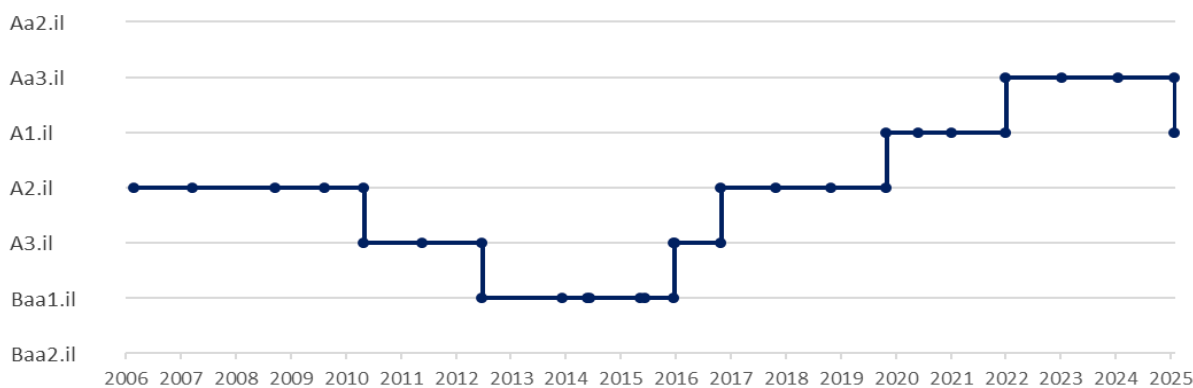
[3] ללא הפחתות נכסים בלתי מוחשיים ו/או מוניטין ברווח לפני מס.

[4] כולל הוצאות שערך התחייבות בגין אופציית מכר.

## אודות החברה

תדיראן גרופ בע"מ פועלת בשני תחומי פעילות עיקריים, תחום פעילות מוצרי הצריכה ותחום פעילות האנרגיה. במסגרת תחום פעילות מוצרי הצריכה, עוסקת החברה בייבוא, שיווק, הפצה ומכירה של מזגני אוויר ומערכות מיזוג אוויר לשוק הביתי, המסחרי והתעשייתי, בעיקר תחת המותגים "תדיראן" ("Tadiran"), "אמקור" ("Amcor"), "טושיבה" ("Toshiba") ו-"ספרה" ("Sfera"), ובייצור, ייבוא ושיווק של משאבות חום ובטיפול אוויר לשוק הביתי. בנוסף, עוסקת החברה במסגרת תחום פעילות זה בייצור תעשייתי של מערכות מיזוג אוויר, פיתוח ובמתן שירותי אחריות ותחזוקה למוצרים אלו. עוד במסגרת תחום פעילות זה, עוסקת החברה בייבוא, שיווק והפצה של מוצרי חשמל לבנים לשימוש ביתי תחת המותגים "אמקור" ו-"קריסטל" ומתן שירותי אחריות ותחזוקה למוצרים אלו. במסגרת תחום פעילות האנרגיה, החברה עוסקת בייבוא, הפצה וסחר של מוצרים בתחום האנרגיה הפוטו-וולטאית - בישראל, באמצעות תדיראן סולאר בע"מ ובאיטליה, באמצעות VP Solar, וכן בתחום מערכות אל-פסק (UPS) ובתחום מערכות אגירת אנרגיה ובטעינת כלי-רכב חשמליים בישראל, באמצעות תדיראן פתרונות אנרגיה בע"מ. בנוסף, החברה עוסקת (באמצעות תדיראן אלומיניום) בסחר אלומיניום ובייצור פרופילי אלומיניום. החל מהרבעון השני לשנת 2024, נכללת במגזר זה גם פעילות בתחום התכנון והביצוע של פרויקטים של חיפוי מבנים מסוגים שונים המבוצעת באמצעות תדיראן ערבה והחל מחודש יולי 2024, החברה כוללת במגזר זה גם את פעילות חברת אי.אפ.אס הנדסה הפועלת בתחום של פתרונות מיגון אש ומוצרים נלווים. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המשמש גם כדירקטור ומנכ"ל החברה ומחזיק בכ-64.40% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה.

## היסטוריית הדירוג



## דוחות קשורים

[תדיראן גרופ בע"מ](#)

[דירוג תאגידי לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**מידע כללי**

30.01.2025	תאריך דוח הדירוג:
25.01.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.02.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תדיראן גרופ בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תדיראן גרופ בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

**מידע מן המנפיק**

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או

שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>