

תדיראן גרופ בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | ינואר 2022

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל
ראש תחום מימון תאגידים - מעריכת דירוג ראשית
liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן - מעריכת דירוג משנית
i.sigal@midroog.co.il

תדיראן גרופ בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרות 2 ו-3) שהנפיקה תדיראן גרופ בע"מ (להלן: "החברה") ל- Aa3.il מ- A1.il. אופק הדירוג יציב. כמו כן מידרוג קובעת דירוג Aa3.il באופק יציב, לאגרות חוב סדרה 3 שתנפיק תדיראן גרופ בע"מ בסך של עד 100 מיליון ₪ ערך נקוב בדרך של הרחבת סדרה. תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת בין השאר למימון הפעילות העסקית של החברה לרבות התרחבות באמצעות רכישות חדשות.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/01/2022	יציב	Aa3.il	2580066	2
30/06/2028	יציב	Aa3.il	2580132	3

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג מבטאת את השיפור המתמשך בתזרימי המזומנים שמייצרת החברה במגזר מוצרי הצריכה בזכות הגידול ברווחי החברה וזאת על בסיס ביקוש גדול למזגנים בישראל ורווחיות גבוהה. קיימת תלות בתחום מיזוג האוויר ופעילות החברה ריכוזית יחסית בתחום המזגנים הביתיים, אולם החברה החלה לפתח קו עסקים נוסף בתחום של ייבוא ושיווק מערכות לייצור חשמל באמצעות אנרגיה סולארית. אלו תרמו אף לשיפור במיצוב העסקי של החברה עם דריסת הרגל בתחום האנרגיה המתחדשת, אשר הביא לגידול בפיזור ובמגוון המוצרים של החברה.

מידרוג ממשיכה לאפיין את הסיכון בענף מיזוג האוויר בישראל כמתון, וזאת לאור יציבות במאפיינים הפונדמנטליים של הענף, לצד סביבת ביקושים יציבה. הסיכון הענפי בענף הציוד למערכות אנרגיה סולארית בישראל מאופיין ע"י מידרוג כמתון, כאשר חסמי הכניסה לענף זה מוערכים ע"י מידרוג כנמוכים-בינוניים ועשויים להשפיע על מבנה התחרות בענף בטווח הקצר- בינוני, ועל כן יש לבחון אותם לאורך זמן. כמו כן, בשני הענפים לחברה תלות בספקים מהותיים, כאשר להערכת החברה התלות בספקים בענף האנרגיה הינו בטווח הקצר בלבד.

המיצוב העסקי ומעמדה התחרותי של החברה בשוק מיזוג האוויר הביתי בישראל גבוה, ומתבטא בנתח שוק גבוה ויציב, צמיחה מתמשכת בהכנסות, ותזרימי מזומנים חזקים הנשענים על רווחיות גבוהה יחסית ויציבה. במהלך השנה האחרונה ביצעה החברה שתי רכישות משמעותיות, האחת, רכישת 75% ממניות אלירן סולאר מיום 13.12.2020 תמורת כ-45 מיליון ₪², והשנייה רכישת 60% ממניות VP SOLAR Srl תמורת 32 מיליון אירו ותמורת עתידיות מותנות ביצועים בסך 13 מיליון אירו, אשר פורסמה ביום 02.01.2022. רכישות אלו, בתוספת הנחתנו להמשך שיפור במגזר מוצרי הצריכה, צפויות לתרום לצמיחה משמעותית בהיקף ההכנסות השנתי הצפוי להיאמד לכדי 2.0-2.3 מיליארד ש"ח בשנת 2022 (לעומת כ-1.3 מיליארד ש"ח ב-4 הרבעונים שעד 30.09.2021), תוך גידול ה-EBITDA מכ-197 מיליון ₪ לכ-230-250 מיליון ₪. הרכישות האמורות לוו בגידול בחוב אם כי החברה עדיין שומרת על מינוף מתון ויחסי כיסוי מהירים במידה ההולמת את הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות (EBITDA) של כ-200 מיליון ₪ בשנת 2021, ואילו בשנת 2022 צפוי להציג שיפור משמעותי, וינוע בטווח שבין 230-250 מיליון ₪, כשהטווח העליון לוקח בחשבון את הנבת עסקת איטליה תוך שיפור

² ביום 12.01.2022 דווחה החברה על מימוש האופציה לרכישת 25% ממניות תדיראן סולאר בע"מ תמורת עד כ-90 מיליון ₪, עסקה שהשלמתה המתוכננת ביום 30.6.2022

מסוים בתוצאותיה של החברה האיטלקית בהתאם לשנים קודמות. סכום מקורות מפעולות (FFO) צפוי להסתכם בכ-150 מיליון ₪ לשנת 2021, ואילו בשנת 2022 צפוי לנוע בטווח שבין 180-200 מיליון ₪, וזאת בהשוואה ל-155 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים שעד 30.09.2021. בהתאם לכך, יחס חוב ברוטו מותאם³ ל-EBITDA צפוי לנוע סביב 2.0, וזאת בהשוואה ל-1.5 בארבעת הרבעונים שעד 30.09.2021.

נזילות החברה וגמישותה הפיננסית הינן גבוהות ונשענות על יכולת ייצור מזומנים טובה, ויתרות נזילות של כ-168 מיליון ₪ נכון ליום 30.09.2021 אשר עומדות למול צרכי הון חוזר שוטפים וחלויות שוטפות של חוב לז"א בסך של כ-51 מיליון ₪. כמו כן, בידי החברה מסגרות אשראי פנויות לא מחייבות בהיקף משמעותי של כ-300 מיליון ₪ נכון ל-30.09.2021. החברה עומדת במרווח גבוה מול אמות המידה הפיננסיות ליום ה-30.09.2021. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של עד כ-50% מהרווח הנקי, ורכישות ומיזוגים שקבלו ביטוי בשנה האחרונה. החברה בוחנת מעת לעת עסקאות מיזוגים ורכישות ואלו עשויות לצאת לפועל בטווח הבינוני. מידרוג מעריכה באופן חיובי את הניהול העסקי והפיננסי של החברה, אשר הוכח לאורך זמן כשמרני ויציב.

אופק הדירוג

אופק הדירוג יציב נוכח הערכתנו כי החברה תשמור על פרופיל עסקי גבוה ופרופיל פיננסי חזק, תוך שמירה על יציבות הרווחיות ומדיניות פיננסית שמרנית, לצד חלוקת דיבידנדים מאוזנת.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ביחסי המינוף ושחיקה ביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיסי
- שחיקה לאורך זמן בשיעורי הרווחיות

תדיראן גרופ בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	9M 2020	9M 2021	
776	813	792	854	990	790	1,077	סך ההכנסות
11.6%	11.5%	11.1%	10.7%	14.4%	14.6%	13.7%	רווח (הפסד) תפעולי [1] / סך ההכנסות
36.6%	40.8%	45.4%	46.9%	42.0%	38.0%	37.7%	הון עצמי / מאזן מותאם [2]
2.5x	2.0x	1.9x	1.7x	1.9x	2.2x	1.5x	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA [3]
8.0x	7.0x	8.7x	8.3x	11.9x	11.6x	12.3x	רווח תפעולי / הוצ מימון ברוטו

[1] לפני הכנסות/הוצאות אחרות. [2] מאזן מותאם: כולל יתרת לקוחות שנוכו במאזן נכון לסוף התקופה. [3] חוב פיננסי ברוטו/נטו מותאם: כולל התחייבויות לחכירה תפעולית (החל משנת 2019 כפי שרשומות במאזן החברה) ויתרת לקוחות שנוכו במאזן נכון לסוף התקופה. יחסי הכיסוי מחושבים על פי נתוני 12 החודשים מסמתיים בתקופה הרלבנטית. [התאמות ליחסים פיננסיים - דו"ח מתודולוגי מאי 2020](#)

³ חוב פיננסי ברוטו/נטו מותאם: כולל התחייבויות בגין חכירה תפעולית ויתרת לקוחות שנוכו במאזן נכון לסוף התקופה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

המאפיינים הפונדמנטליים של ענף מיזוג האוויר בישראל נותרו יציבים, כאשר הסביבה המאקרו כלכלית תומכת בביקושים יציבים ובצמיחתו של הענף בטווח הקצר - בינוני

ענף מיזוג האוויר בישראל הינו ענף מקומי הנשלט ע"י מספר מצומצם של שחקנים החולשים יחדיו על נתח שוק של 490%. הסיכון הענפי מוערך ע"י מידרוג כבינוני נוכח רמת תחרות גבוהה עקב שיעורי חדירה גבוהים ורמת בידול נמוכה, כאשר התחרות הינה על נתחי שוק קיימים. חסמי הכניסה לענף הינם בינוניים ונובעים מהחשיבות למותג, קשרים עסקיים חזקים עם יצרני המזגנים, ביסוס ערוצי מכירה ושירות וכן גישה למקורות מימון בשל צרכי הון חוזר משמעותיים. חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך הענפית הינה טובה, ומאפשרת לחברות להתמודד עם לחצי מחירים. בטווח הקצר, הביקוש למזגן הביתי נתון להשפעת שינויים במזג אוויר, העשויים לסייע בהקדמה או דחייה של רכישות מצד צרכנים. ואולם, המזגן הביתי מאופיין ע"י מידרוג כמוצר בסיסי למדי הנמצא בשימוש יומיומי, עם ביקוש יציב לאורך זמן. מנועי צמיחה העיקריים של הביקוש למזגן הביתי כוללים: בלאי טבעי, גידול במשקי הבית ועלייה ברמת החיים, וכן מעבר למזגנים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר. הענף חשוף לגורמים אקסוגניים כגון שינויים בשע"ח, שינויים טכנולוגיים ושינויים רגולטוריים, אשר עשויים להשפיע במידה רבה על הסביבה העסקית ועל רווחיות החברות הפועלות בענף בטווח הקצר. כמו כן, הענף מאופיין בעונתיות חזקה, כאשר עיקר המכירות נעשות במהלך חודשי האביב והקיץ - מאפיין אשר מעלה את רמת הסיכון הענפי נוכח חשיבות לניהול מוקפד של המלאי וזמינות שלו. 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. במהלך שנת 2020 חלה עלייה ניכרת בכמות המזגנים שנמכרו בשוק המקומי, אשר נבעה מההשקעה הממושכת בבתים בשל הסגרים בעקבות התפרצות מגפת הקורונה, יחד עם שינויים בתמהיל ההוצאה לצריכה פרטית של משקי הבית אשר היה מוטא לטובת מוצרי צריכה. בשנת 2021 חלה ירידה בהיקף המכירות לשוק המקומי, אשר מבטאת להערכתנו מיצוי של עודפי ביקוש בשנה שקדמה לה. נתוני המאקרו של המשק והעמידות היחסית שהפגין בפני משבר נגיף הקורונה המתמשך, לצד שינויים בטעמים והעדפות צרכנים בכל הנוגע לטיפול וטיהור של אוויר ומעבר למודל עבודה היברידי, ייתמכו להערכתנו בצמיחה מחודשת של הענף בטווח הקצר-בינוני. על פני זמן, אנו מניחים כי שיעור הצמיחה השנתי של הענף יהיה מתואם במידה רבה עם שיעור הצמיחה השנתי הממוצע של המשק.

ענף הציוד למערכות אנרגיה סולארית ביתיות צפוי להנות מקצב צמיחה מואץ לאור שיעורי חדירה נמוכים, לצד מדיניות רגולטורית התומכת במעבר לייצור חשמל באמצעות אנרגיה מתחדשת.

שרשרת הערך הענפית מורכבת ממספר חוליות אשר כוללות את יצרני הרכיבים השונים למערכות האנרגיה הסולארית, יבואנים ומפיצים מקומיים, מתקנים ונתוני השירות. המקטע בו פעולת החברה - יבוא והפצה בשוק המקומי של מערכות לגגות מבני מגורים ומבנים מסחריים, מאופיין ע"י מידרוג בסיכון מתון וזאת לאור תחרות נמוכה יחסית עקב מס' מצומצם של שחקנים ושיעורי חדירה נמוכים בשוק המקומי ובשוק האיטלקי אליו תכנס במהלך התקופה הקרובה, עם השלמת עסקת הרכישה של 60% ממניות VP SOLAR Srl. להערכת מידרוג, חסמי הכניסה לענף כיום הינם נמוכים-בינוניים ועשויים להשפיע על מבנה התחרות בענף בטווח הקצר - בינוני, ובשל כך, יש לבחון חסמים אלו לאורך זמן. הענף חשוף למאפייני ענף הסחר בדומה לענף יבוא המזגנים. פעילות החברה בענף הציוד לאנרגיה סולארית נתמכת בקשרים עסקיים חזקים עם חברי Jinko המדורגת כאחת מהיצרניות המובילות בעולם לציוד אנרגיה סולארית. הגידול המשמעותי שחל בשנים האחרונות בייצור החשמל באמצעות אנרגיה מתחדשת נובע, בין היתר, מהתפתחויות טכנולוגיות, גידול בהיקף ההשקעות בתחום ומהוזלת עלויות ייצור חשמל באמצעות אנרגיה מתחדשת ביחס למקורות אנרגיה אחרים. במדינת ישראל, כמו גם במדינות נוספות בעלות אקלים ים-תיכוני, מקור האנרגיה המתחדשת הזמין ביותר הינו אנרגיה סולארית, כאשר הטכנולוגיה הפוטו-וולטאית (PV) הינה הנפוצה כיום לייצור חשמל באמצעות מקור אנרגיה זה. האטרקטיביות של

⁴ לפי נתונים פומביים

ייצור חשמל באמצעות טכנולוגיה זו נובעת בין היתר מהוזלה משמעותית של מחירי הפאנלים הסולאריים, אשר רשמו ירידה ניכרת בין השנים 2018-2010, ואולם החל משנת 2020 חלה עלייה מחודשת במחירי הפאנלים וזאת כתוצאה מעלייה במחירי חו"ג המשמשים בייצור, ברקע משבר הקורונה המתמשך והשיבושים בשרשרת האספקה הגלובאלית. להערכת מידרוג, הפוטנציאל לצמיחה של הענף הינו גבוה וזאת לאור היעדים שהציבו הממשלות השונות בכל הנוגע למעבר לייצור חשמל באמצעות אנרגיה מתחדשת, אולם זה עודנו מוגבל נוכח חסמים מבניים הקיימים כיום בשוק, וכן צורך בפיתוח ויישום טכנולוגיות אגירה של אנרגיה.

מעמד עסקי ותחרותי מוביל בשוק המזגנים הביתיים, שיוסיף להוות את התרומה העיקרית להכנסות החברה ולרווחיה גם עם ביסוס החדירה לשוק הציוד הסולארי

החברה נהנית ממעמד עסקי ותחרותי מוביל בשוק מיזוג האוויר הביתי בישראל, הבא לידי ביטוי בנתח שוק משמעותי העומד על כ-40% לאורך זמן, והיקף הכנסות של כ-991 מיליון ₪ במגזר מוצרי הצריכה (המורכב בעיקר מחטיבת מיזוג האוויר) בארבעת הרבעונים האחרונים שהסתיימו ב-30.09.2021. מידרוג מעריכה כי המותג "תדיראן", האחראי לעיקר מכירות החברה, הינו מותג חזק בשוק המזגנים הביתי, הנשען בין היתר, על וותק, מערך שירות מבוסס, ומוניטין חיובי בקרב מתקינים מקצועיים. לתדיראן פעילות גם בשוק המזגנים בסגמנט המחיר הנמוך, תחת המותגים "אמקור" ו-"ספקטרה". לחברה פעילות נלווית בתחום השירות וכן שיווק מערכות מיזוג מסחריות וסמי-מסחריות (מערכות VRF תחת המותג "Toshiba" ו-"TADIRAN VRF"). לחברה יכולות פיתוח עצמאיות של מערכות מיזוג אוויר המקנים לה יתרון תחרותי יחסי המאפשר לה להגיב באופן יעיל ואפקטיבי למגמות השונות בשוק המזגנים. המתחרה העיקרית של החברה בתחום פעילות זה הינה "אלקטרה מוצרי צריכה בע"מ", אשר מחזיקה בנתח שוק דומה. לחברה מפעל בעפולה (בשטח של כ-18 אלף מ"ר) המשמש כאתר ייצור למערכות מיזוג אוויר ולפיתוח מוצרים חדשים, כאשר יכולות הפיתוח והייצור מקנות לחברה גמישות מסוימת במקורות הייצור. ערוצי ההפצה של החברה כוללים בעיקר מתקינים וסיטונאיים המתמחים בתחום מיזוג האוויר, וכן רשתות חשמל וחנותיות עצמאיות. לצד הפעילות הוותיקה של החברה בתחום מיזוג האוויר, החברה הרחיבה את פעילותה אל תחום האנרגיה המתחדשת, עם רכישת 5% ממניות חברת "אלירן סולאר בע"מ" (כיום: "תדיראן סולאר בע"מ") ו-100% ממניות חברת "אביאם מערכות בע"מ", העמיקה החברה את פעילותה בתחום הציוד לאנרגיה סולארית בישראל. החברה פועלת בשוק הסולארי תחת המותג "תדיראן סולאר" ונהנית גם כאן ממעמד עסקי ותחרותי מוביל, הנתמך בנתח שוק של כ-30%. יש לציין כי על אף הצעדים בהם נקטה החברה להגדלת הגיוון והפיזור העסקי, עדיין להערכתנו קיימת תלות בתחום מיזוג האוויר.

לחברה ספק עיקרי של מזגנים GREE Electric Appliances Inc. ("GREE", "היצרן") שהינו אחד היצרנים הגדולים בסין בתחום המזגנים הביתיים. לחברה מערכת יחסים ארוכת שנים עם היצרן, המגובה בהסכם אספקה מתגלגל, אשר הוארך בשנת 2020 לתקופה של שלוש שנים (עד לאוגוסט 2023). בנוסף, בתחום האנרגיה הסולארית, קיימים הסכמי רכש של מערכות סולאריות ורכיבים נלווים נוספים עם שני ספקים מובילים בתחומם: Jinko, וסולארדג'.

אנו מעריכים כי הדמיון במאפייני שרשרת הערך של פעילות החברה בשני מגזרי הפעילות - תחום מוצרי הצריכה והתחום הסולארי, תורם באופן חיובי לפעילותה. להערכת מידרוג, העמקת הפעילות בשוק האנרגיה הסולארית בישראל תוך ניצול יתרונות לגודל ומשאבים קיימים של הקבוצה, תורמים לירידה בריכוזיות העסקית שאפיינה את החברה לאורך השנים ויש בהם להפחית את סיכון האשראי.

⁵ בעקבות מימוש אופציה לרכישת 25%, שהשלמתה מתוכננת ליום 30.6.2022

⁶ לפי דוחות כספיים ליום 31/03/2021

רכישת החברה האיטלקית VP Solar Srl מחד תורמת לגיוון העסקי ולפיזור הגאוגרפי של החברה, מנגד היעדר טרק רקורד בשלב זה מקשה על יכולת הערכת נראות ההכנסות והתזרימים בגין רכישה זו

ב-2 בינואר 2022 דיווחה החברה על התקשורת בעסקה לרכישת 60% ממניותיה של חברת VP Solar Srl (להלן: "VP Solar"), חברה איטלקית פרטית העוסקת בייבוא, תכנון, הפצה וסחר של מוצרים להרכבת מערכות פוטו-וולטאיות (PV) באיטליה ובמדינות נוספות באירופה⁷. מכירות VP Solar כוללות מספר סגמנטים עיקריים: פאנלים, ממירים, אופטימיזרים וקונסטרוקציה. לדברי החברה, ל-VP Solar אין תלות בלקוח עיקרי כלשהו. רוב המוצרים המשווקים על ידי VP Solar נרכשים על ידיה כמוצרים מוגמרים מספקים אירופאים שונים. החברה הנרכשת מציגה מחזור הכנסות של כ-95 מיליון אירו לתקופה של 1-10/2021, וזאת בהשוואה ל-43.9 מיליון אירו ו-39.5 מיליון אירו בשנים 2020 ו-2019 בהתאמה. הגידול הניכר במחזורי הפעילות של החברה הינו לאור העובדה כי שוק הציוד לאנרגיה סולארית האיטלקי הינו צעיר יחסית ומאופיין בשיעורי חדירה נמוכים וזאת בדומה לשוק בישראל, כאשר היעדים שהציבה הממשלה האיטלקית בכל הנוגע לייצור חשמל באמצעות אנרגיה סולארית ומדיניות ממשלתית התומכת בהשגת היעדים, עשויה להביא לצמיחה מואצת של השוק האיטלקי בטווח הקצר-בינוני. מידרוג רואה ברכישת החברה גורם חיובי בדירוג, אשר צפוי לתרום לעלייה משמעותית בהיקף הפעילות של החברה, לגיוון עסקי ופיזור גאוגרפי.

הכניסה לתחום האנרגיה המתחדשת צפויה להביא לשחיקה מסוימת ברווחיות אשר עד כה נתמכה בגידול במכירות ובשקל חזק

רווחיות החברה נבחנת ע"י מידרוג כשיעור הרווח התפעולי ביחס להכנסות, וכוללת לטובה ביחס לדירוג. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 נרשמה רווחיות תפעולית של כ-13.7%⁸ (כ-12.1% בממוצע בשנים 2018-2020) תוך עלייה בשנת 2020 עם רוח גבית משערי החליפין ותמחיל המוצרים. הרווחיות חשופה לתנודתיות משינויים בשע"ח שקל/דולר, המגודרים באופן חלקי ע"י החברה. מגזר מוצרי הצריכה רשם הכנסות של כ-791 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2021, עם שיעור רווח מגזרי⁹ של כ-14.6%, וזאת בהשוואה להכנסות של כ-778 מיליון ₪ ושיעור רווח מגזרי של 13.7% בתקופה המקבילה אשתקד. על אף הירידה שנרשמה בכמות המזגנים שנמכרה בשנת 2021 לעומת 2020, לא חל שינוי בהיקף ההכנסות במגזר מוצרי הצריכה, וזאת לאור עלייה במחירי המכירה אשר נבעה מהתייקרות חו"ג ועלייה בעלויות הובלה, כאשר זו קיזזה את השפעת הירידה בכמויות. כמו כן, שינויים בתמחיל המוצרים לצד מטבע מקומי חזק, תרמו לעלייה ברווחיות הגולמית בין שתי התקופות.

מגזר האנרגיה המתחדשת אשר מוצג בדוחותיה הכספיים של החברה החל משנת 2021, רשם הכנסות של כ-285 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2021, עם שיעור רווח מגזרי של כ-12.3%. מגזר פעילות זה מאופיין בשולי רווח נמוכים יותר ביחס למגזר מוצרי הצריכה, כאשר פעילות זו מביאה לשחיקה מסוימת ברווחיות הגולמית והמצרפית, אולם מבנה עלויות תפעוליות צר של מגזר זה ממתן את ההשפעה השלילית על שיעור הרווח התפעולי המצרפי.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך EBITDA של כ-200 מיליון ₪ בשנת 2021, ואילו בשנת 2022 צפוי להציג שיפור משמעותי, וינוע בטווח שבין 230-250 מיליון ₪, כשהטווח העליון לוקח בחשבון את הנבט עסקת איטליה תוך שיפור מסוים בתוצאותיה של החברה האיטלקית בהתאם לשנים קודמות. תרחיש הבסיס נשען על ההנחות העיקריות הבאות: (1) עלייה בכמויות המזגנים שתמכור החברה המוערכת בכ-6.5% אשר נתמכת בהערכות לצמיחת התמ"ג בשנת 2022 (2) עלייה בבסיס העלויות נוכח עלייה במחירי חומרי הגלם ועלויות הובלה אשר חלקה הארי תשורשר לצרכן הסופי (3) צמיחה במגזר האנרגיה המתחדשת בהתאם לגידול הניכר הצפוי בשוק בטווח הקצר-בינוני (4) ירידה ברמת הרווחיות הגולמית לעומת ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2021 וזאת נוכח הנחתנו

⁷ עלות הרכישה הסתמכה בכ-32 מ' אירו, כאשר התשלום בסך האמור צפוי להתבצע בתוך כ-90 יום ממועד השלמת העסקה. בנוסף, הוסכם כי החברה תשלם למוכרת סכום של עד 13 מ' אירו נוספים כתלות בביצועי החברה לשנים 2022-2023, כפי שהוסכם בין הצדדים

⁸ לפני הכנסות/הוצאות אחרות

⁹ מהווה אומדן לרווח התפעולי של המגזר, לפי הערכות החברה

לעלייה כאמור בבסיס העלויות, והסטה לכיוון מרכיב האנרגיה המתחדשת עם רכישת הפעילות באיטליה, המאופיין ברווחיות גולמית נמוכה מזו המאפיינת את מגזר מוצרי הצריכה.

פרופיל פיננסי יציב הנתמך בתזרימי מזומנים יחסי כיסוי מהירים לדירוג

מלאי המזגנים מהווה את הנכס המהותי במאזן החברה, והוא גילם לאורך ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2021 טווח של 80-120 ימי מלאי¹⁰, כאשר הטווח העליון מייצג הצטיידות במלאי נוכח תמורות עולמיות בשרשרת האספקה ועלויות ההובלה, וכן משתנה בחדות לאורך הרבעונים בשל עונתיות. יתרת הלקוחות מהווה נכס מהותי נוסף, אולם בחלקו הגדול מנוכה מהמאזן באמצעות עסקאות ניכיון שהחברה מבצעת באופן שוטף. להערכת מידרוג, האפשרות לנכות את חובות הלקוחות מקנה לחברה, בדומה לענף, גמישות פיננסית להארכת ימי אשראי הלקוחות. החברה נוהגת לבצע ביטוח אשראי ללקוחות בהיקפים משתנים ובכך מצמצמת את סיכון האשראי.

החוב הפיננסי המותאם של החברה (לרבות חובות בגין ניכיון ללקוחות של כ-118 מ' ש"ח) עמד על כ-300 מיליון ש"ח ל-30.9.2021, ובניכוי יתרת המזומנים של החברה עמד על כ-130 מיליון ש"ח. הגידול הצפוי בחוב בשנות התחזית נאמד על ידי מידרוג בכ-200 מיליון ש"ח ומיוחס לגידול במיזוגים ורכישות (לרבות מימוש האופציה בגין תדיראן סולאר) וימומן מפעילות השוטפת של החברה ולרבות גיוס חוב לרבות גיוס האג"ח (סדרה ג') האמור. עלייה זו, על אף השיפור בבסיס ה-EBITDA, מביאה להאטה ביחסי הכיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם EBITDA של כ-2.0 בשנות התחזית חלף 1.5 נכון ל-30.9.2021, ויחס הון למאזן של 34% חלף 37.7% ליום 30.09.2021.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2022 לוקח בחשבון השקעות שוטפות ברכוש קבוע, מיזוגים ורכישות בהיקף של כ-165 מיליון ש"ח (בגין עסקת רכישה 60% מהחברה איטלקית וכן מימוש אופציה בגין תדיראן סולאר בסך של עד כ-90 מ' ש"ח, כאשר בשנת התחזית נלקח בחשבון תשלום ראשון של כ-45 מ' ש"ח לפי מתווה העסקה שפורסם), לצד חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ-90 מיליון ש"ח. שימושיים אלו ייתירו את החברה עם תזרימים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בשנת 2022 אשר ימומן ע"י יתרות הנזילות של החברה ועלייה בהיקף החוב. בנטרול עסקת איטליה התזרימים החופשי של החברה נאמד בכ-50-60 מיליון ש"ח ללא צרכי הון חוזר.

נזילות גבוהה למול צורכי פירעון החוב וגמישות פיננסית חזקה

נכון ליום 30.09.2021, לחברה יתרות נזילות גבוהות יחסית של 168 מיליון ש"ח. במסגרת תרחיש הבסיס הניחה מידרוג כי החברה תשמור על יתרות נזילות בטווח של 80-100 מיליון ש"ח. היתרות הנזילות של החברה עומדות במתאם ישיר עם צורכי ההון החוזר שלה, ונציין כי בשנה האחרונה רתקה החברה הון חוזר לטובת הגידול במלאי ליצירת יתרון תחרותי עם התמורות בשרשרת האספקה ועלייה בעלויות התובלה בשנה האחרונה. הנזילות נתמכת גם במסגרות אשראי לא מחייבות ופנויות בהיקף של 300 מיליון ש"ח, נכון ל-30.09.2021. למול זאת נצבת החברה בפני פירעונות קרן חוב של 51 מיליון ש"ח ו-34 מיליון ש"ח, בשנים 2022 ו-2023 בהתאמה (פרופורמה בהתחשב בגיוס המתוכנן). אנו מניחים שהמקורות מפעולות שמייצרת החברה יופנו להמשך חלוקת רווחים בהיקפים מתונים, בהתאם למדיניות החברה לאורך זמן. יחד עם זאת, החברה מייצרת כרית רווח גם לאחר החלוקה ולכן אנו מצפים כי יחס חוב ברוטו ל-EBITDA לאורך זמן לא יעלה על 2.0. החברה שומרת על מרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות שנקבעו בקשר עם הגורמים המממנים. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של עד 50% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות בחברה. ככל וייעשו מיזוגים ורכישות בטווח הבינוני אלו עלולים לפגוע בגמישותה הפיננסית של החברה נוכח מדיניות חלוקת הדיבידנדים האמורה. ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות של החברה הינם שמרניים.

¹⁰ מחושב על ידי מידרוג לפי יתרת המלאי לסוף הרבעון ביחס לעלות המכר המצטברת בארבעת הרבעונים האחרונים.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.9.2021		מיליוני ש"ח	
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	2.0-2.2 מיליארד ₪	A.il	1,276 מ' ₪	הכנסות LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Aa.il	11%-10%	Aa.il	13.7%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	34%	A.il	37.7%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	2.0	Aa.il	1.5	חוב ברוטו מותאם / LTM EBITDA	
Aa.il	180-200 מ' ₪	Aa.il	155 מ' ₪	LTM FFO	
Aaa.il	12.0	Aaa.il	12.3	רווח תפעולי / הוצאות ריבית LTM	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
Aa3.il					דירוג נגזר
Aa3.il					דירוג בפועל

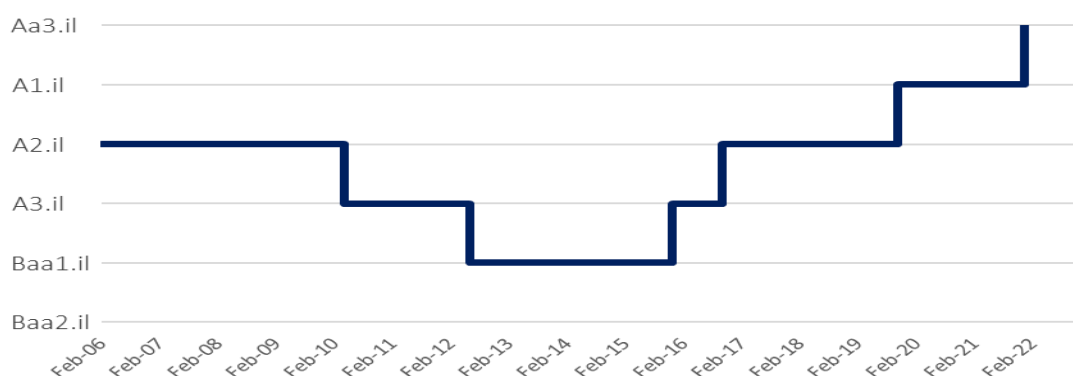
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

תדיראן גרופ בע"מ עוסקת בעיקר בייבוא, ייצור והפצה של מזגנים ביתיים תחת המותגים "תדיראן" "אמקור" ו"ספקטרה", לצד פעילות שיווק והפצה של מערכות מיזוג אוויר סמי-מסחריות בטכנולוגיית VRF תחת המותגים "Toshiba" ו-"TADIRAN VRF" וכן מערכות מיזוג אוויר מסחריות ותעשייתיות, ופועלת בתחומי ההתייעלות האנרגטית. בנוסף לפעילות בתחום מיזוג האוויר, החברה פועלת בתחום האנרגיה הסולארית, כאשר במסגרת פעילותה בתחום זה הקבוצה עוסקת באמצעות חברת הבת "תדיראן סולאר בע"מ (100%¹¹) בייבוא, תכנון, עיבוד, הפצה וסחר של מוצרים להרכבת מערכות פוטו-וולטאיות (PV) בישראל, וכן בתכנון, שיווק, התקנה ושרות של מערכות אל פסק (UPS), סוללות ואגירה. כמו כן, ב-02.01.2022 הודיעה החברה על התקשרות בעסקה לרכישה של 60% מהון המניות של החברה האיטלקית "VP Solar Srl" - חברה פרטית אשר התאגדה ורשומה באיטליה ועוסקת בשיווק והפצה של מערכות לאנרגיה סולארית ומוצרים נלווים נוספים באיטליה ובמדינות נוספות באירופה. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המשמש גם כמנכ"ל החברה ומחזיק כ-64.4% מהון המניות.

¹¹ בכפוף להשלמת עסקת מימוש האופציה לרכישת 25% ממניות תדיראן סולאר שדווחה ביום ה-12.01.2022

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[תדיראן גרופ בע"מ](#)

[דירוג תאגידיים לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

מידע כללי

13.01.2022	תאריך דוח הדירוג:
19.01.2021	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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 וככאלה 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 בייעוץ 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>