

# תדיראן הולדינגס בע"מ

מעקב | ינואר 2021

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים - מעריכת דירוג ראשית

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מעריכת דירוג משנית

[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

---

## תדיראן הולדינגס בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות החוב (סדרות 2 ו-3) שהנפיקה תדיראן הולדינגס בע"מ ("החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/01/2022	יציב	A1.il	2580066	2
30/06/2028	יציב	A1.il	2580132	3

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג אגרות החוב (סדרות 2 ו-3) נשען על מעמדה הבכיר של תדיראן בשוק מיזוג האוויר הביתי בישראל, המתבטא בנתח שוק גבוה ויציב, צמיחה מתמשכת בהכנסות ותזרימי מזומנים חזקים הנשענים על רווחיות גבוהה יחסית ויציבה. לחברה פרופיל פיננסי בולט לטובה יחסית לרמת הדירוג, עם חוב פיננסי נטו מותאם נמוך מאוד, מינוף מתון של המאזן ויחסי כיסוי מהירים. אלו מפצים במידה חלקית על ריכוזיות עסקית גבוהה, הנובעת מפעילות החברה בקו עסקים עיקרי יחיד והישענות על מותג עיקרי אחד, כפי שמתבטא גם בהיקף מכירות נמוך לרמת הדירוג, של כ- 952 מ' ש' ב-4 הרבעונים שעד 30.09.2020, מרביתן מכירות של מזגנים לפלח השוק הביתי. כמו כן, 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 2018 לתקופה של שלוש שנים (עד לאוגוסט 2021). להערכת מידרוג, לחברה תלות באיכות הייצור ובשרשרת האספקה של היצרן וכן תלות בתנאי הסחר שמעמיד היצרן לחברה, במידה המעלה את סיכון האשראי. להערכת מידרוג, בעלות על מותג מקומי, מפעל ייצור שברשות החברה, התקשרות עם ספק אלטרנטיבי, וכוח קניה חזק ממתנים במידה מסוימת חשיפה זו.

רווחיות החברה נבחנת ע"י מידרוג כשיעור הרווח התפעולי ביחס להכנסות, ובולטת לטובה ביחס לדירוג. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 נרשמה עליה ניכרת ברווחיות התפעולית לכ-14.6% לעומת כ-10.6% בתקופה המקבילה אשתקד, וזאת בין השאר בשל הגידול הניכר במכירות החברה בתקופה זו (כ-14% למול התקופה המקבילה אשתקד) ושיפור בתנאי הסחר, לרבות התחזקות השקל למול הדולר (כ-3.2% בין תקופות אלו). הרווחיות התפעולית (לפני הכנסות/ הוצאות אחרות) עמדה במוצע בשנים 2017-2019 על כ-11%, תוך יציבות יחסית גם בזכות מבנה הוצאות גמיש וצר, כשהיא נשענת בין השאר על כוח המותג "תדיראן". הרווחיות חשופה לתנודתיות מסוימת הנובעת מתנאי הסחר מול היצרן וכן משינויים בשע"ח שקל/דולר, המגודרים באופן חלקי ע"י החברה.

בהתאם לאסטרטגיית העסקית של החברה, היא בוחנת מעת לעת רכישות של חברות בתחומים סינרגטיים. ב-3 בינואר 2021 דיווחה החברה על השלמת עסקה לרכישת 75% ממניותיה של "אלירן סולאר", חברה פרטית הפועלת בתחום ייבוא, הפצה וסחר במוצרי אנרגיה פוטו-וולטאית (PV) בישראל. תמורת המניות הנרכשות שילמה החברה כ-45.27 מ' ש'. בנוסף, בהתאם להסכמת הצדדים ובהתאם להערכותיהם, עובר למועד ההשלמה, בוצעה התאמה לתמורה הבסיסית בגובה של כ-10 מ' ש', באמצעות התאמת ההון החוזר והחוב בחברה הנרכשת<sup>1</sup>. על פי נתונים שדיווחה החברה, "אלירן סולאר" הציגה צמיחה חדה בהכנסות וברווח בשנתיים האחרונות. בשל טרק רקורד מוגבל לגבי תוצאות החברה הנרכשת, שטרם אוחדה בדוחותיה של החברה, רכישתה לא גולמה בתרחיש הבסיס של מידרוג להלן, אם כי מידרוג מניחה תרומה חיובית להכנסות ולרווח של תדיראן בעקבות איחוד "אלירן סולאר". כמו כן, מידרוג טרם גילמה בדירוג את השפעתה על המיצוב העסקי של תדיראן ונדרשת לכך בחינה לאורך זמן. בראי תרומתה לפיזור קווי העסקים של החברה. לאור האסטרטגיית המתוארת, מידרוג מניחה אפשרות לעסקאות רכישה נוספות בטווח זמן הנראה לעין. מידרוג העניקה משקל בדירוג למדיניות הפיננסית השמרנית והזהירה של החברה כפי שהתבטאה עד כה.

<sup>1</sup> בהתאם להסכם הרכישה, ככל ויידרש, ההתאמה לתמורה תעודכן במועד אישור דוחותיה הכספיים המבוקרים של החברה הנרכשת ליום 31 בדצמבר 2020. בנוסף לתמורה, הוסכם לשלם למוכר תמורה מותנית במקרה שהחברה הנרכשת תעמוד ביעדים שהוסכמו בין הצדדים בכל אחת מהשנים 2021 ו-2022 בגובה של עד 7.36 מ' ש"ח בסך הכל.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2021-2022 (ללא פעילות "אלירן סולאר") מביא בחשבון סטגנציה/צמיחה מתונה במכירות המזגנים הביתיים בחברה בשנת 2021, ביחס לשנת 2020, והמשך צמיחה בשיעור של 2%-3% בשנת 2022. כמו כן אנו מניחים רווחיות גולמית בטווח של 26%-27%, אשר תושפע בטווח הזמן הקרוב מהתייקרות עלויות ההובלה והרכש, אשר יכול ותבטא בהעלאת מחירי המכירה, לצד תנאי שער נוחים שיתרמו לרווחיות. נציין כי ההנחה לגבי טווח הרווחיות הגולמית נתונה באי וודאות גבוהה יחסית להנחות אחרות, בשל השפעות שער החליפין, המהווה חשיפה אינהרנטית בענף הסחר. להערכת מידרוג, הרווח התפעולי של החברה צפוי לעמוד בטווח שבין 115-125 מ' ש לשנה בשנות התחזית 2021-2022, המהווים 12%-11% מסך המכירות הצפויות. כאמור, תרחיש הבסיס לעיל אינו כולל את איחוד פעילותה של "אלירן סולאר" שנרכשה על ידי החברה בתחילת שנת 2021, ובהתאם לנתונים שדיווחה החברה, הציגה מכירות של כ-159 מ' ש ב-9 החודשים הראשונים של שנת 2020 (כ-115 מ' ש בשנת 2019 כולה) ורווח תפעולי של כ-26 מ' ש בתקופה זו (כ-12.5 מ' ש בשנת 2019).

לחברה פרופיל פיננסי בולט לטובה לרמת הדירוג, במידה המפצה באופן חלקי על מגבלות הפרופיל העסקי, בזכות תזרים תפעולי חזק, צורכי השקעה מתונים ומדיניות חלוקת דיבידנדים מאוזנת. ליום 30.09.2020 לחברה חוב פיננסי ברוטו מותאם<sup>2</sup> של כ-332 מ' ש (כ-209 מ' ש ל-30.09.2019), ובניכוי יתרות נזילות בסך של כ-297 מ' ש לאותו מועד, עמד החוב המותאם נטו על כ-35 מ' ש (כ-148 מ' ש ל-30.09.2019). בעקבות הנפקת אגרות חוב (סדרה 3) ביוני 2020, חל גידול בחוב הפיננסי ברוטו מותאם של החברה, אולם תמורת ההנפקה, כמו גם תזרים חופשי משמעותי שהחברה ייצרה ברבעונים האחרונים עיבו במקביל את יתרת המזומנים. למרות השיפור החד ב-EBITDA בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, יחס חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA עלה במקצת בשנה האחרונה (2.2X ל-4 הרבעונים שעד 30.09.2020 לעומת 1.9X ל-4 הרבעונים שעד 30.09.2019), אולם יחס חוב פיננסי נטו (בניכוי מזומנים) מותאם ל-EBITDA הציג שיפור (0.2X ו-1.3X, לשתי התקופות, בהתאמה). אנו צופים ירידה הדרגתית בחוב הפיננסי ברוטו המותאם של החברה בשנים הקרובות, על בסיס התזרים החופשי החזוי ועודפי הנזילות שבקופת החברה, כך שיחס הכיסוי ברוטו יהיה נמוך מ-2.0X לאורך שנות התחזית יחס הכיסוי נטו יוותר נמוך מ-0.5X, וזאת גם בהתחשב במזומנים שיופנו לרכישת "אלירן סולאר" בתחילת שנת 2021.

יחס הון עצמי למאזן מותאם (כולל החזר למאזן של יתרת לקוחות שנוכו) ליום 30.09.2020 עמד על כ-38.0% בהשוואה לכ-41.3% ליום 30.09.2019. הירידה ביחס הון למאזן נבעה מגידול בנכסים בעקבות גיוס אג"ח סדרה 3. נזילות החברה בולטת לטובה ונשענת על יתרות נזילות גבוהות, גם בהתחשב בתשלום בגין רכישת "אלירן סולאר", וזאת ביחס לצורכי פרעון קרן חוב של כ-34 מ' ש בכל אחת מהשנים 2021 ו-2022 ובהתחשב גם בצורכי הון חוזר גבוהים ותגודתיים לאורך השנה. מידרוג מביאה בחשבון כי היתרות הנזילות של החברה עשויות לשמש בחלקן לביצוע רכישות נוספות בטווח התחזית, אם כי בתרחיש הבסיס של מידרוג לא הובאה בחשבון רכישה ספציפית.

## 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:

- ביצוע השקעות מהותיות שיעלו את פרופיל הסיכון של החברה תוך שחיקה משמעותית ביחסי כיסוי החוב של החברה
- פגיעה תדמיתית במותג "תדיראן"

<sup>2</sup> החל ממועד פרסום המתודולוגיה "התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים" מחודש מאי 2020, מידרוג מבצעת התאמת ניכיון לקוחות לדוחות הכספיים של החברה, במסגרתה אנו מוסיפים את יתרת ניכיון הלקוחות לסך הנכסים במאזן ולחוב הפיננסי ברוטו/נטו המותאם.

## תדיראן הולדינגס בע"מ - נתונים עיקריים במיליוני ₪

FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	9M 2019	9M 2020	
776	813	792	854	692	790	סך ההכנסות
90	94	88	92	73	116	רווח (הפסד) תפעולי [1]
11.6%	11.5%	11.1%	10.7%	10.6%	14.6%	רווח (הפסד) תפעולי [1] / סך הכנסות
38.3%	40.8%	45.4%	46.9%	41.3%	38.0%	הון עצמי / מאזן מותאם [2]
2.2	2.0	1.9	1.7	1.9	2.2	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA [3]
0.8	0.5	1.4	0.9	1.3	0.2	חוב פיננסי נטו מותאם ל-EBITDA [3]
89	75	73	88	64	102	FFO
8.0	7.0	8.7	8.3	8.6	11.6	רווח תפעולי / הוצע 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. החוב הפיננסי נטו מייצג את החוב הפיננסי ברוטו בניכוי היתרות הנזילות (מזומנים שווי מזומנים) לסוף התקופה.

יחסי הכיסוי מחושבים על פי נתוני 12 החודשים שמסתיימים בתקופה הרלבנטית.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## סיכון ענפי בינוני נוכח חסמי כניסה וביקושים צומחים בתחום מיזוג האוויר הביתי

מנועי הצמיחה של הביקוש למזגנים ביתיים בישראל הנם בלאי טבעי של מזגנים, גידול טבעי ועלייה ברמת החיים וכן מעבר למזגנים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר. בטווח הקצר, הביקוש מאופיין בתנודתיות נוכח השפעות אקלים המביאות להקדמה או לדחייה של רכישות מזגנים, אולם המזגן הביתי מאופיין ע"י מידרוג כמוצר בסיסי במידה רבה, עם ביקוש יציב לאורך זמן. שוק המזגנים למגזר הביתי בישראל מאופיין במספר מצומצם של שחקנים. חסמי הכניסה בענף המזגנים הביתיים מוערכים על-ידי מידרוג כבינוניים, וגבוהים בהשוואה לתחום מוצרי החשמל בכללותו, בשל חשיבות המותג, תקינה ייחודית וערוצי הפצה מקצועיים. המכירה וההתקנה של מזגנים בידי גורם מקצועי, תהליך המאופיין בעלות גבוהה יחסית למחיר המזגן, ובפולח המזגנים הגדולים, גם מורכבות טכנית, מבדל את ענף המזגנים ביחס לשאר מוצרי החשמל הלבנים. על פי הנתונים לשנת 2019, כ-70% מהיקף המכירות בענף המזגנים הביתיים בוצעו באמצעות ערוצים מקצועיים, ביחס לכ-29% ששווקו באמצעות חנויות ורשתות החשמל<sup>3</sup>. מאפיינים אלו דורשים ערוצי שיווק, הפצה ושירות מורכבים המקשים על כניסתם של שחקנים חדשים לענף. יחד עם זאת, לאורך השנים ניכרת ירידה במחירי המכירה של המזגנים הביתיים, ובעיקר בקטגוריית העיליים הקטנים שהיא הנפוצה בענף, בשל תחרות בין המותגים המובילים והרחבת השוק. ענף מיזוג האוויר מאופיין בעונתיות חזקה, כאשר עיקר המכירות נעשות במהלך חודשי הקיץ, מאפיין המעלה את פרופיל הסיכון הענפי נוכח החשיבות בניהול מוקפד של המלאי והמכירות לקראת עונת המכירות ובמהלכה. קשר עסקי יציב עם יצרן מזגנים מוביל מהווה חסם כניסה ומרכיב חשוב בהצלחה בענף, נוכח השלכותיו על תנאי הסחר, זמינות המלאי, ויכולת להגיב לשינויים בתקינה המקומית, מהווה גורם סיכון ייחודי בענף. המגמות המאפיינות את הענף בשנים האחרונות כוללות, בין היתר, היווצרות טכנולוגיות חדשות להתייעלות אנרגטית ומעבר לשימוש באנרגיה ירוקה.

## מעמד עסקי מבוסס בענף מיזוג האוויר הביתי, הנשען על מיתוג חזק ומערך מכירה, הפצה ושירות מבוסס, לצד ריכוזיות עסקית גבוהה המעיבה על הפרופיל העסקי

החברה הינה שחקן מרכזי בתחום המזגנים הביתיים בישראל כפי שבא לידי ביטוי בנתח שוק משמעותי של החברה לאורך זמן, העומד על כ-40% בענף מיזוג האוויר הביתי, כאשר המתחרה הבולטת של החברה הינה "אלקטרה מוצרי צריכה" ("אלקטרה") המחזיקה

<sup>3</sup> על פי נתוני החברה בדוחות הכספיים המפורסמים לציבור.

בנתח שוק בשיעור דומה. מידרוג מעריכה כי המותג "תדיראן", האחראי לעיקר מכירות החברה, הינו מותג חזק בשוק המזגנים הביתי, הנשען בין היתר, על ותק, 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").

חלק ניכר מהכנסות החברה, מקורן בשיווק ושירות מזגנים ביתיים בישראל תחת מותג עיקרי אחד, נתון המצביע על ריכוזיות עסקית גבוהה, המכבידה על הפרופיל העסקי של החברה. ריכוזיות זו מגבילה את היקף הפעילות והצמיחה, מעלה סיכון מוניטין וחושפת את החברה לסיכון טכנולוגי. בשנתיים החולפות החברה בחנה הרחבת שוקי הפעילות בתחום המזגנים התעשייתיים בישראל ובתחום המזגנים הבייתיים בחו"ל, באמצעות שתי רכישות שלא יצאו אל הפועל, ולאחרונה החברה דיווחה על רכישה בתחום הציוד וההתקנה של מערכות סולאריות. להערכתנו, בטווח הקצר, היקף הפעילויות שמחוץ לתחום המיזוג הביתי צפוי להיותר נמוך יחסית ביחס לסך הכנסות החברה.

לחברה הסכם רכש ואספקה המתחדש אחת לשלוש שנים, לרכישה של מזגנים ביתיים בישראל מבית יצרן המזגנים הסיני GREE אשר היה אחראי לכ-82% מסך רכש החברה בשנת 2019. לחברה מערכת יחסים וותיקה עם היצרן של מעל לעשור, התומכת בתנאי הסחר של החברה, וכמו כן מאפשרת לחברה להתאים מוצרים של היצרן בהתאם לדרישות השוק הישראלי. בד בבד, מידרוג מעריכה כי קיומו של ספק עיקרי יוצר תלות ומהווה גורם סיכון אשראי. מציאת ספק חלופי, במקרה של הפסקת ההתקשרות עם GREE, עלולה לפגוע להערכתנו בביצועי החברה, לפחות בטווח הקצר, במיוחד נוכח העונתיות הגבוהה המאפיינת את תחום מיזוג האוויר. בחודש אוקטובר 2018 הוארך חוזה האספקה עם GREE למשך 3 שנים (עד לאוגוסט 2021). במהלך שנת 2018 החברה דיווחה כי חתמה על התקשרות עם ספק נוסף לרכישת מוצרי מיזוג אוויר. עם זאת, להערכתנו, מהלך זה טרם תורגם לשינוי מהותי מבחינת ריכוזיות הרכש ותנאי הסחר של החברה ולהשפעה על רמת הסיכון העסקי שלה. לחברה מפעל בעפולה (בשטח של כ-18 אלף מ"ר) המשמש כאתר ייצור למערכות מיזוג אוויר ולפיתוח מוצרים חדשים, ויכולות הפיתוח והייצור מקנות לחברה גמישות מסוימת במקורות הייצור.

ערוצי ההפצה של החברה כוללים בעיקר מתקינים וסיטונאיים המתמחים בתחום מיזוג האוויר, וכן רשתות חשמל וחנויות עצמאיות. בשונה מהמתחרה העיקרית בענף (אלקטרה), המחזיקה גם ברשת חנויות חשמל בבעלותה, לחברה אין רצפת מכירה בבעלותה. להערכתנו, פעילותה של החברה בקרב ערוצי ההפצה האמורים, מפצה באופן חלקי על היעדר ערוץ מכירה ישיר, בפרט נוכח מאפייני המכירה של מזגנים ביתיים, אשר גם מקנה לחברה גמישות תפעולית טובה יותר בצד ההוצאות.

### **כניסתה של החברה לתחום האנרגיה הסולארית באמצעות עסקת הרכישה לאחרונה של "אלירן סולאר" טומנת בחובה פוטנציאל לפיזור קווי העסקים שלה**

ב-3 בינואר 2021 דיווחה החברה על השלמת עסקה לרכישת 75% ממניותיה של חברת "אלירן סולאר", חברה פרטית הפועלת בתחום ייבוא, הפצה וסחר מוצרי אנרגיה פוטו-וולטאיות (PV) בישראל. מכירות "אלירן סולאר" כוללות מספר סגמנטים עיקריים: פאנלים, ממירים ואופטימיזרים וקונסטרוקציה. לדברי החברה, ל"אלירן סולאר" אין תלות בלקוח עיקרי כלשהו. רוב המוצרים המשווקים על ידי "אלירן סולאר" נרכשים על ידה כמוצרים מוגמרים כגון הפאנלים המיובאים מסין (חברת Jinko) והממירים והאופטימיזרים הנרכשים מספק בישראל (חברת סולארדג), כאשר קיימת תלות בטווח הקצר בשני ספקים אלו.

מידרוג רואה כניסת החברה לתחום האנרגיה הסולארית, כבעלת פוטנציאל למתן בעתיד את הריכוזיות בקווי העסקים של החברה. זאת, לאור פוטנציאל הצמיחה הגלום בשוק זה על רקע שיעור שימוש נמוך יחסית באנרגיה מתחדשת בישראל. עם זאת, מדובר בשוק צעיר יחסית ודינאמי מאוד ואנו מניחים גם כי המגמות בשוק בטווח הארוך תהיינה כפופות להתפתחויות רגולטוריות עתידיות, כגון בנושא תעריפי החשמל בגין האנרגיה הסולארית המיוצרת, לנוכח השקעות כבדות בתחום זה, שעשויות להשפיע על כדאיות הכניסה של שחקנים שונים בשוק זה. לאור זאת, השפעת מהלך הרכישה על הפרופיל העסקי של תדיראן תיבחן על ידי מידרוג לאורך הזמן.

### קצב צמיחה גבוה יחסית לאורך השנים האחרונות תרם לרווחיות למרות שחיקה במחירי המכירה, ובטווח הקצר- בינוני אנו מניחים התמתנות בקצב הצמיחה; רווחיות חזקה יחסית ויציבה תוסיף לבסס את תזרימי המזומנים של החברה

בארבע השנים 2016-2019 רשמה החברה שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ-3.2% במכירות, אשר ביטא גידול מסוים בנתח השוק של החברה, לצד צמיחת שוק המזגנים בשיעור גבוה יחסית לגידול הטבעי במשק, בשל העלייה ברמת החיים ושימוש גובר במזגנים ברקע ההתחממות הגלובלית. לצד זאת, להערכת מידרוג, חלה ירידה במחירי המכירה של המזגנים בשל גידול השוק ותחרות גבוהה בעיקר בפלח שוק המזגנים העיליים הקטנים. הרווחיות הגולמית של החברה רשמה יציבות יחסית בשנים אלו, סביב ממוצע של כ-25% למרות השחיקה שחלה להערכתנו במחירי המכירה, בזכות שיפור בתנאי הסחר בחלק מהשנים. להערכת מידרוג, שנת 2020 צפויה להציג צמיחה של כ-15% במכירות המזגנים בחברה, שיעור גבוה וחריג, בהשפעות התפרצות מגיפת הקורונה. מידרוג מעריכה כי השהות הממושכת בבתיים בעקבות המגבלות שהוטלו על ידי הרשויות, ועקב כך גם בלאי גבוה של המוצר, הובילו לגידול בחדירה של מזגנים ביתיים, גידול מספר המזגנים למשק בית וכן הקדמת רכישה או החלפה של מזגנים. ברקע הגידול החד במכירות והתחזקות השקל מול הדולר (מטבע הרכש העיקרי של החברה), רשמה החברה עליה בשיעור הרווחיות הגולמית לכ-28.2% בתשעת החודשים הראשונים של 2020, לעומת כ-25.7% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2019. שיפור זה, בשילוב גם ירידה יחסית בהוצאות מכירה ושיווק, הובילו לעליה ניכרת ברווחיות התפעולית לכ-14.6% לעומת כ-10.6% בתקופה המקבילה אשתקד (לפני הכנסות/הוצאות אחרות). אולם, גם בנטרול השנה החולפת, שהינה חריגה לטובה, הרווחיות התפעולית של החברה הסתכמה בממוצע בשנים 2017-2019 בשיעור נאה של כ-11% שהינו בולט לחיוב לרמת הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2021-2022, המבוסס בשלב זה על פעילות תדיראן בלבד ללא נתוני "אליין סולאר", מניח את ההנחות העיקריות הבאות: מכירות החברה יסתכמו בטווח שבין 980-1,030 מ' ש' ויושפעו בעיקר מהערכתנו לסטגנציה עד גידול מתון של 2.0%-3.0% במכירות החברה בשנת 2021 לאור הגידול הניכר בשנת 2020 על רקע משבר הקורונה, והמשך צמיחה מתונה בשנת 2022. כמו כן, אנו מניחים רווחיות גולמית בטווח של 26%-27% בשנים הנ"ל, שתושפע בטווח הזמן הקרוב מהתייקרויות עלויות ההובלה והרכש, אשר יכול ותבטא בהעלאת מחירי המכירה, לצד תנאי ש"ח נוחים שיתרמו לרווחיות. נציין כי ההנחה לגבי טווח הרווחיות הגולמית נתונה באי וודאות גבוהה יחסית להנחות אחרות, בשל השפעות שער החליפין, המהווה חשיפה אינהרנטית בענף הסחר. להערכת מידרוג, הרווח התפעולי של החברה צפוי לעמוד בטווח שבין 115-125 מ' ש' לשנה בשנות התחזית 2021-2022 המהווים 12% - 11% מסך מכירות החברה.

### החברה צפויה להוסיף ולשמור על מינוף מתון מאוד, תוך קיטון החוב ברוטו, לצד גם ניתוב מזומנים לרכישות ומיזוגים

יחס הון עצמי למאזן מותאם (כולל החזר למאזן של יתרת ליקוחות שנוכו) נכון ליום 30.09.2020 עמד על כ-38.0% בהשוואה לכ-41.3% ליום 30.09.2019. השחיקה ביחס זה נבעה בעיקר מגיוס אגרות החוב (סדרה 3). יתרת חוב הליקוחות מהווה נכס מרכזי במאזן החברה, כאשר ימי אשראי הליקוחות במאזן עמדו בין 90 עד 100 יום<sup>4</sup> לאורך ארבעת הרבעונים שעד 30.09.2020. בתוספת סכום אשראי הליקוחות שנוכה (בשנים האחרונות, החברה נוהגת לבצע ניכיון של אשראי ליקוחות בטווח שבין 160 - 110 מ' ש'), ימי אשראי הליקוחות המתוקננים עמדו בין 140 ל-160. ימי הליקוחות הגבוהים נובעים בעיקר מפעילות הסיטונאית, ובפרט מול מתקיני המזגנים. להערכת מידרוג, האפשרות לנכות את חובות הליקוחות מקנה לחברה, בדומה לענף, גמישות פיננסית להארכת ימי אשראי הליקוחות. החברה נוהגת לבצע ביטוח אשראי ליקוחות בהיקפים משתנים ומצמצמת את סיכון האשראי. מלאי המזגנים מהווה נכס מהותי נוסף במאזן החברה, והוא גילם לאורך ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2020 טווח של 80-120 ימי מלאי<sup>5</sup>, כאשר הטווח העליון מייצג הצטיידות במלאי לרבעון 2 2020 לקראת חודשי הקיץ (יולי - אוגוסט).

מידרוג מעריכה כי שנת 2020 תסתיים עם EBITDA של כ-160 מ' ש' (כ-110 מ' ש' בשנת 2019) ואילו בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2021-2022 סכום ה-EBITDA צפוי לעמוד בטווח של 130-145 מ' ש' לשנה וסכום FFO יעמוד בטווח של 95-110 מ' ש' לשנה.

<sup>4</sup> מחושב על ידי מידרוג על בסיס יתרת הליקוחות לסוף הרבעון ביחס למכירות המצטברות בארבעת הרבעונים האחרונים.

<sup>5</sup> מחושב על ידי מידרוג לפי יתרת המלאי לסוף הרבעון ביחס לעלות המכר המצטברת בארבעת הרבעונים האחרונים.

יש להדגיש כי הנתונים לעיל אינם כוללים את נתוניה של "אלירן סולאר", אשר אנו מעריכים כי יתרמו במידה לא מבוטלת לרווחי החברה ותזרים המזומנים, אולם בשלב זה אנו מתקשים לבסס את היקף התרומה של החברה הנרכשת לאורך השנתיים הקרובות.

היקף ההשקעות השוטפות של החברה ברכוש קבוע ולא מוחשי הינו מתון יחסית ל-FFO, וצפוי להערכתנו לעמוד בטווח של כ-15 מ' לשנה בשנים 2021-2022, כולל פירעון בגין מרכיב התחייבות החכירה והשקעות בפרויקט התייעלות אנרגטית בבתי חולים. יצוין כי תדיראן, באמצעות חברה בת בבעלות מלאה, הינה הזכיינית לפרויקט התייעלות האנרגטית בבתי החולים הממשלתיים. בשנת 2019 החברה אמדה את היקף ההשקעה המצטבר הצפוי בפרויקט (הקמה ותחזוקה) בכ- 102 מ' ש, מכך הושקעו עד ל-31.12.2019 סך של כ-31 מ' ש. תרחיש הבסיס של מידרוג לא מניח תרומה מהותית מפרויקט בטווח זמן הקצר והבינוני.

להערכת מידרוג, בשנת 2020 צפויה החברה להציג תזרים מזומנים חופשי (FCF) חיובי בטווח של 100-120 מ' ש הודות לגידול החד ברווח התזרימי ובשינויים בהון החוזר הצפויים לנוע בטווח של 40-60 מ' ש ונתמכים בירידת מלאים ובהגדלת היקף הניכיון של אשראי לקוחות, ולסיים את השנה עם יתרות נזילות של 290-310 מ' ש. בשנת 2021, תזרים המזומנים החופשי של החברה (FCF) טרם שמתחשבים בתרומה של "אלירן סולאר" ולפני ההשקעה ברכישתה, צפוי לעמוד בטווח של 45-50 מ' ש וזאת בנטרול תנועות בהון החוזר. תזרים חופשי זה הינו לאחר הנחה בדבר חלוקת דיבידנד של 40-45 מ' ש. הנחה זו מתבססת על כך שהחברה תמשיך במדיניות חלוקה של 50% מהרווח הנקי. לפיכך, התזרים שיידרש לרכישת "אלירן סולאר" בשנת 2021 בהיקף של 45-60 מ' ש (כתלות בהתאמות והשקעות נוספות בחברה הנרכשת) אינו צפוי לנגוס במידה מהותית ביתרות הנזילות של החברה. לחברה לוח סילוקין נוח, במסגרתו היא פורעת כ-34 מ' ש בכל אחת מהשנים 2021 ו-2022, עד לפירעון המלא של אגרות חוב סדרה 2 בשנת 2022. בנוסף לכך, תרחיש הבסיס אינו מניח בשנות התחזית רכישת 25% המניות הנתרות בחברה הנרכשת על ידי תדיראן בהתאם לאופציית CALL שברשותה. אנו צופים ירידה הדרגתית בחוב הפיננסי ברוטו המותאם של החברה בשנים הקרובות, על בסיס התזרים החופשי החזוי ועודפי הנזילות שבקופת החברה, באופן שיחס הכיסוי חוב מותאם ברוטו ל-EBITDA יהיה נמוך מ-2.0X לאורך שנות התחזית ויחס הכיסוי נטו יוותר נמוך מ-0.5X, וזאת גם בהתחשב במזומנים שיופנו לרכישת "אלירן סולאר" בתחילת שנת 2021.

### לחברה כרית נזילות גבוהה שעשויה לתמוך בפעילויות מיזוגים ורכישות בעתיד

נזילות החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה נוכח יכולת ייצור מזומנים הנשענת על רווחיות טובה וצרכי השקעה נמוכים, ובאה לידי ביטוי ביכולת החברה לממן את צרכי ההון החוזר ואת פירעון התחייבויותיה השוטפות ממקורות עצמיים. יתרת המזומנים של החברה הסתכמו נכון ליום 30.09.2020 בכ-297 מ' ש. יתרות משמעותיות אלו נובעות מהנפקת האג"ח (סדרה 3) שביצעה החברה ביוני 2020 בסך 120 מ' ש. מדיניות ההשקעות של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כזהירה יחסית על פי הטרק רקורד בשנים האחרונות, כאשר תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תמשיך, בהתאם לאסטרטגיה העסקית שלה, לבחון השקעות נוספות בתחומים סינרגטיים. ככל שהחברה תבצע השקעות בהיקף מהותי, השפעתן של השקעות כאלו על הדירוג תיבחן בהתאם לפרופיל הסיכון ו/או הגידול ברמת המינוף. כמו כן, החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות של שתי סדרות האג"ח שהנפיקה במרווח גבוה יחסית.

### שיקולים נוספים לדירוג

מידרוג הקנתה שיקול נוסף לשלילה בדירוג נוכח מאפייני הריכוזיות העסקית בפעילות החברה, הכוללים את הישענותה על קו עסקים עיקרי אחד, מותג עיקרי אחד וספק עיקרי. כמו כן במסגרת השיקולים הנוספים הבאנו בחשבון כי לחברה תלות באיש מפתח, מנכ"ל החברה ובעל השליטה מר משה ממרוד. כל אלו להערכתנו אלו מכבידים על פרופיל הסיכון העסקי ומעלים את סיכון האשראי.

**מטריצת הדירוג**

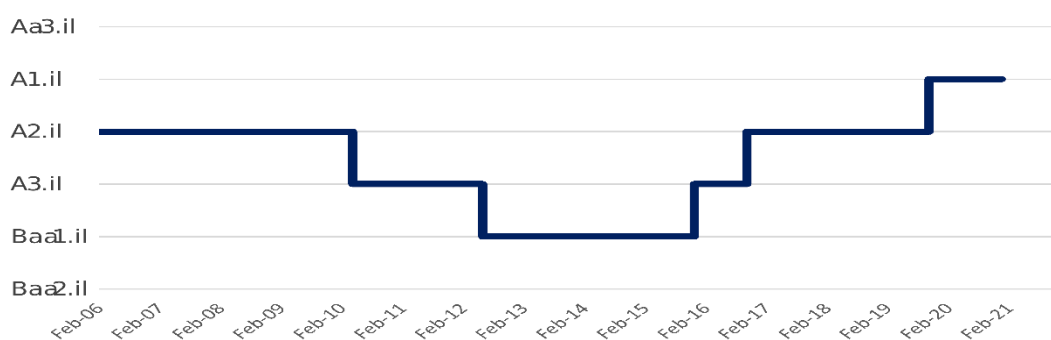
תחזית מידרוג		ליום 30.9.2020		מיליוני ש"ח	
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	1,000 מ' ש"ח	A.il	952 מ' ש"ח	הכנסות LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Aa.il	11%-12%	Aaa.il	14%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	40.0%	A.il	38.0%	הון עצמי / מאזן	חוב נטו מותאם / EBITDA LTM
Aaa.il	<1.0x	Aaa.il	0.2x		
A.il	95-110 מ' ש"ח	A.il	118.5 מ' ש"ח	LTM FFO	פרופיל פיננסי
Aaa.il	12x	Aaa.il	11.6x	רווח תפעולי / הוצאות ריבית LTM	מדיניות פיננסית
Aa.il	---	Aa.il	---		
Aa3.il					<b>דירוג נגזר</b>
A1.il					<b>דירוג בפועל</b>

[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 הולדינגס 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. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המשמש גם כמנכ"ל החברה ומחזיק כ-66.92% מהון המניות.

**היסטוריית דירוג**





**דוחות קשורים**[תדיראן הולדינגס בע"מ](#)[דירוג תאגידים לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)[התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)[טבלת זיקות והחזקות](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

19.01.2021	תאריך דוח הדירוג:
08.06.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.02.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תדיראן הולדינגס בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תדיראן הולדינגס 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 וכאלה 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>