

תדיראן גרופ בע"מ

מעקב | ינואר 2023

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים - מעריכת דירוג ראשית

liatk@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

elad@seroussi@midroog.co.il

תדיראן גרופ בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות החוב (סדרה 3) שהנפיקה תדיראן גרופ 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
30/06/2028	יציב	Aa3.il	2580132	3

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג אגרות החוב נשען על המיצוב העסקי ומעמדה התחרותי של החברה בשוק מיזוג האוויר הביתי בישראל, נתחי שוק גבוהים ויציבים וצמיחה מתמשכת בהכנסות ותזרימי מוזמנים חזקים. במהלך השנתיים האחרונות עם רכישת תדיראן סולר, תדיראן פתרונות אנרגיה בע"מ (בשמה הקודם: אביאם מערכות בע"מ, להלן: "אביאם") ו-VP Solar הפועלת בתחום האנרגיה הפוטו-וולטאית באירופה הגדילה החברה את הפיזור העסקי, אשר נכון ליום 30.09.22 תחום האנרגיה מהווה כ-54% מההכנסות ומהתרומה לרווח התפעולי. בשנת 2022 התקשרה אביאם בהסכמים מהותיים לאספקת מערכות אגירת אנרגיה לחברות סולגרין בע"מ וחברת אנרג'יקס הקמה שותפות מוגבלת בעלות כוללת של עד כ-135 מ' דולר ועד כ-85 מ' דולר בהתאמה.

מידרוג ממשיכה לאפיין את הסיכון בענף מיזוג האוויר בישראל כמתון, וזאת לאור יציבות במאפיינים הפונדמנטליים של הענף, לצד סביבת ביקושים יציבה. ענף האנרגיה מאופיין ע"י מידרוג בסיכון בינוני וזאת לאור התגברות התחרות בשנים האחרונות ושיעורי חדירה נמוכים בשוק המקומי ובשוק האיטלקי. הענף חשוף למאפייני ענף הסחר בדומה לענף ייבוא המזגנים. הענף בעל חשיפה גבוהה לאסדרה במקטע הייצור וחשיפה למחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה. כמו כן, בשני הענפים לחברה תלות בספקים מהותיים.

הכנסות החברה ל-12 החודשים שנסתיימו ביום 30.09.2022 מסתכמות לכ-2.16 מיליארד ש"ח מול כ-1.48 מיליארד ש"ח בשנת 2021 כשעיקר הגידול הנו אנאורגני נוכח רכישת החברות בתחום האנרגיה בתרחיש הבסיס לשנת 2023 ההכנסות השנתיות של החברה צפויות להמשיך ולעלות ולהערכתנו יהיו בטווח של בין 2.2-2.5 מיליארד ש"ח תרחיש הבסיס של מידרוג מביא בחשבון צמיחה מתונה של 2%-3% במכירות המזגנים הביתיים בחברה בשנת 2023, ביחס לשנת 2022, בנוסף אנו מניחים גידול במחיר הממוצע למזגן הנובע משינוי בתמהיל המזגנים הנמכרים והגדלה הדרגתית במזגני אינוורטר ומיני מרכזי. בתחום האנרגיה אנו מניחים גידול בהכנסות בהיקף של בין 100-200 מ' ש"ח, נוכח עסקת אביאם אשר חלק מההכנסות בגינה יוכרו בשנה זו. כמו כן אנו מניחים רווחיות גולמית מצרפית בטווח בין 17.5%-18.5%, עם התחזקות תרומת מגזר האנרגיה המאופיין ברווחיות גולמית הנמוכה מזו של תחום המזגנים בשנת 2022 רווחיות המזגנים הביתיים הושפעה לשלילה מעליה בעלויות אחסנה ומהתייקרות בעלויות הרכש) לצד שחיקת הרווחיות להערכתנו במגזר האנרגיה (בעיקר בפעילות VP Solar לאור שינוי הטבות המס לצרכנים ובשינוי תמהיל המכירות באביאם המאופיין ברווחיות נמוכה יותר בפרויקטים של אגירת אנרגיה לעומת אספקת מערכות UPS) ותנאי ש"ח בדומה לשנת 2022. 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 200-220 מ' ש"ח לשנה בשנות התחזית 2022-2023, רווח תפעולי המהווה 8.5%-9.5 מסך המכירות.

ליום 30.09.2022 לחברה חוב פיננסי ברוטו מותאם² של כ-817 מ' ש"ח (כ-298 מ' ש"ח ל-30.09.2021), ובניכוי יתרות נזילות בסך של כ-93 מ' ש"ח לאותו מועד, עמד החוב המותאם נטו על כ-725 מ' ש"ח (כ-131 מ' ש"ח ביום-30.09.2021). בין היתר, בעקבות הנפקת אגרות חוב

² חוב פיננסי מותאם כולל את יתרת ניכיון הלקוחות, תמורה מותנית והתחייבויות בגין אופציית מכר לזכויות שאינן מקנות שליטה

סדרה 3, ובעקבות עלייה בצורכי ההון החוזר של החברה חל גידול בחוב הפיננסי ברוטו של החברה זאת בנוסף לגידול בחוב של כ- 210 מ' ש נוכח תמורה מותנית ואופציה לרכישת המיעוט ב- VP Solar. לאור אלו יחס חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA נשחק בשנה האחרונה (3.0X ל-4 הרבעונים שעד 30.09.2022 לעומת 1.5X ל-4 הרבעונים שעד 30.09.2021). 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 בטווח שבין 3.0X - 2.0X לאורך שנות התחזית.

מידורג צופה כי יחס כיסוי הריבית נטו, בתרחיש הבסיס, יעמוד בטווח של 9-8 (לעומת ממוצע תלת שנתי של 15.8 בשנים 2019-2021). יחס הון עצמי למאזן מותאם (כולל החזר למאזן של יתרת לקוחות שנוכו) ליום 30.09.2022 עמד על כ-22.1% בהשוואה לכ-37.7% ליום 30.09.2021. הירידה ביחס הון למאזן נבעה מגידול בנכסים בעקבות רכישת פעילות האנרגיה דרך אביאם ודרך VP Solar והעלייה ברמות החוב. נזילות החברה שענת על יתרות נזילות גבוהות, וזאת ביחס לצורכי פרעון קרן חוב של כ-34 מ' ש בכל אחת מהשנים 2023 ו-2024 ובהתחשב גם בצורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים לאורך השנה. הגמישות הפיננסית של החברה סבירה לדירוג. 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.

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 דירוג:

עלייה ביחסי המינוף ושחיקה ביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס

שחיקה לאורך זמן בשיעורי הרווחיות

תדיראן גרופ בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	9M 2021	9M 2022	
813	792	854	990	1,448	1,077	1,789	סך ההכנסות
11.5%	11.1%	10.7%	14.4%	12.6%	13.7%	10.3%	רווח (הפסד) תפעולי [1] / סך ההכנסות
40.8%	45.4%	46.9%	42.0%	41.6%	37.7%	22.1%	הון עצמי / מאזן מותאם [2]
2.0 X	1.9 X	1.7 X	1.9 X	1.3 X	1.5 X	3.1 X	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA [3]
7.2 X	12.6 X	9.8 X	14.9 X	22.8 X	12.9 X	11.4 X	רווח תפעולי / הוצ מימון נטו

[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, יתרת לקוחות שנוכו במאזן נכון לסוף התקופה התחייבויות בגין אופציית מכר לזכויות שאינן מקנות שליטה ותמורה מותנית. יחסי הכיסוי מחושבים על פי נתוני 12 החודשים שמסתיימים בתקופה הרלבנטית.

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

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	9M 2021	9M 2022	
782	743	796	976	1,010	791	827	מגזר מוצרי צריכה - הכנסות
-	-	-	14	438	285	961	מגזר אנרגיה - הכנסות
96	82	84	133	135	116	86	מגזר מוצרי צריכה - רווח תפעולי
-	-	-	8	51	35	99	מגזר אנרגיה - רווח תפעולי

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני נוכח חסמי כניסה וביקושים צומחים בתחום מיזוג האוויר הביתי. שוק הציוד הסולרי בארץ ובחו"ל נתמך ברגולציה וביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות

ענף מיזוג האוויר בישראל הינו ענף מקומי ריכוזי הנשלט ע"י מספר מצומצם של שחקנים החולשים יחדיו על נתח שוק של 90%. הסיכון הענפי מוערך ע"י מידרוג כבינוני מחד רמת תחרות גבוהה מנגד, 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. 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, בעיקר לאור מזג האוויר החם הקיים בישראל.

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. ענף מיזוג האוויר מושפע, בין היתר, מהיקף התחלות וסיומי הבניה בישראל. 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.

החברה פועלת בנוסף בענף האנרגיה בתחום ייבוא והפצה בשוק המקומי של מערכות לגגות מבני מגורים ומבנים מסחריים, המאופיין ע"י מידרוג בסיכון מתון. 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 בינוני, הנובע בעיקר לאור חשיפה גבוהה לאסדרה במקטע הייצור וחשיפה למחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה. כמו כן, ניכר כי הרגולטורים (בארץ ובחלק מן השווקים בעולם) מקדמים מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר. ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. בחודש אוקטובר 2020⁴ החליטה ממשלת ישראל להגדיל את יעד ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות ל-30% עד שנת 2030. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בישראל בשנים הקרובות. הפוטנציאל לצמיחה של הענף הינו גבוה וזאת לאור היעדים

³ לפי נתונים פומביים⁴ אנרגיה מתחדשת בישראל - רקע וסוגיות לדיון - 19.10.2020

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.

הגדלת הפיזור העסקי עם הכניסה לתחום האנרגיה המתחדשת. מותג מוביל ומעמד תחרותי גבוה בשוק מיזוג האוויר הביתי

פרופיל הסיכון העסקי של תדיראן נתמך ממעמד תחרותי מוביל בשוק מיזוג האוויר הביתי בישראל, הבא לידי ביטוי במותג מוביל ונתח שוק משמעותי העומד על כ- 40% לאורך זמן.

מידורג 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") וכן 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 וחנויות עצמאיות.

בשלוש השנים 2019-2021 רשמה החברה שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ-9% במכירות מזגז, אשר ביטא גידול מסוים בנתח השוק של החברה, לצד צמיחת שוק המזגנים בשיעור גבוה יחסית לגידול הטבעי במשק, על רקע העלייה ברמת החיים ושימוש גובר במזגנים. בתשעת החודשים הראשונים בשנת 2022 רשמה החברה גידול של כ-4.5% בהכנסות בעיקר נוכח עליית מחיר המכירה הממוצע במזגן וסטגנציה בכמויות הנמכרות. מידורג צופה כי הכנסות החברה במזגז מוצרי הצריכה בשנים 2022 ו-2023 יעמדו בטווח בין 980-1,110 מ' ש, בכל אחת משנות התחזית. ההנחות בבסיס תרחיש הבסיס לוקחות בחשבון צמיחה של 6% במכירות המזגנים בחברה בשנת 2023, ביחס לשנת 2022, בנוסף אנו מניחים גידול במחיר הממוצע למזגן הנובע משינוי בתמהיל המזגנים הנמכרים והגדלה הדרגתית במזגני אינוורטר ומיני מרכזי.

כחלק מאסטרטגיית החברה הרחיבה תדיראן, החל משנת 2021, את פעילותה בתחום האנרגיה. מידורג רואה בכניסה לפעילויות בתחום זה כגורם חיובי בדירוג, אשר תרם לעלייה משמעותית בהיקף הפעילות של החברה, לגיוון עסקי ופיזור גאוגרפי. מידורג צופה כי הכנסות המזגז יעמדו בשנים 2022-2023 בטווח בין 1,200-1,360 מ' ש, לעומת הכנסות של 438 מ' ש בשנת 2021. הגידול בהכנסות נובעה בעיקר מאיחוד לראשונה של VP Solar אשר, בתחזית מידורג לשנת 2022, תורמת הכנסות שנתיים בהיקף של בין 700-900 מ' ש (בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2022 תרמה כ-685 מ' ש). בשנת 2023 אנו מניחים גידול בהכנסות בהיקף של בין 200-100 מ' ש, בתרחיש הבסיס לשנת 2023, נוכח עסקת אביאם אשר חלק מההכנסות בגינה יוכרו בשנה זו. המיצוב העסקי מושפע לשלילה מתלות בספקים עיקריים הן במזגז מוצרי הצריכה והן במזגז האנרגיה, אשר נכון ליום ליום 30.09.2022 מהווים מעל 55% מסך רכישות החברה. סיכון זה מתמתן להערכתנו נוכח טרק רקורד בעבודה מול אותם הספקים.

הרווחיות הגולמית של החברה ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.9.2022 נשחקה למול השנים 2019-2021, לכ-19.4% מול ממוצע של כ-25.8% בעיקר נוכח עליה בעלויות אחסנה וכן מהתייקרות בעלויות הרכש וההובלה וממזג אוויר נוח יחסית בתקופת הקיץ בשנת 2022. בנוסף השנה הושפעה לשלילה מתנאי הסחר בשונה מתנאי סחר תומכים בחלק מהשנים. בנוסף תמהיל הפעילות הנוכחי בדגש על מחצית ממכירות החברה המופנה לתחום האנרגיה מאופיין ברווחיות גולמית נמוכה מזו של המזגנים הביתיים אשר אפיינה את החברה טרום מימוש אסטרטגיית הגדלת הפיזור העסקי. שחיקה זו, אשר חלקה מתקזזת למול ירידה יחסית בהוצאות מכירה ושיווק, הובילה לירידה ברווחיות התפעולית לכ-10.3% בתקופה 1-9/2022 לעומת כ-14% בתקופה המקבילה אשתקד (לפני הכנסות/הוצאות אחרות). אולם, גם בנטרול שנת 2021, שהינה חריגה לטובה, הרווחיות התפעולית של החברה הסתכמה בממוצע בשנים 2018-2020 בשיעור של כ-12% ואיננו מעריכים כי החברה תחזור לרמות רווחיות אלו בעיקר כאמור בהתבסס על תמהיל הפעילות.

בשנות התחזית אנו מניחים רווחיות גולמית מצרפית בטווח של 17.5%-18.5%, עם התחזקות תרומת מזגז האנרגיה המאופיין ברווחיות גולמית הנמוכה מזו של תחום המזגנים, אשר תושפע בטווח הזמן הקרוב במזגז המזגנים הביתיים מירידה מסוימת בעלויות ההובלה והרכש למול שנת 2022 (אשר אופיינה בעליה בעלויות אחסנה ומהתייקרות בעלויות הרכש) לצד שחיקת הרווחיות במזגז האנרגיה

(בעיקר בפעילות VP Solar לאור שינוי הטבות המס לצרכנים ובשינוי תמהיל המכירות באביאם המאופיין ברווחיות נמוכה יותר בפרויקטים של אגירת אנרגיה לעומת אספקת מערכות UPS ומערכות טעינה לרכב) ותנאי שע"ח בדומה לשנת 2022. 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 לנוע בטווח שבין 200-220 מ' ש לשנה בשנות התחזית 2022-2023, המהווים 8.5%-9.5% מסך המכירות.

היחלשות ושחיקה ביחסי הכיסוי, שיפור צפוי ביחס המינוף בשנות התחזית

יחס הון עצמי למאזן מותאם (כולל החזר למאזן של יתרת לקוחות שנוכו) ליום 30.09.2022 עמד על כ-22.1% בהשוואה לכ-37.7% ליום 30.09.2021. הירידה ביחס הון למאזן נבעה מגידול בנכסים בעקבות רכישת פעילות האנרגיה דרך אביאם ודרך VP Solar והעלייה ברמות החוב. לאורך זמן אנו מניחים כי סך של כ-170-190 מ' ש יופנה לעיבוי הכרית ההונית וכ-100 מ' ש יופנו לקיטון החוב הפיננסי, כתלות במימוש פרויקט ההתייעלות האנרגטית בבתי החולים הממשלתיים כך שאנו מניחים יחס הון למאזן בטווח שבין 28%-30% בתרחיש הבסיס לשנת 2023.

ליום 30.09.2022 לחברה חוב פיננסי ברוטו מותאם של כ-817 מ' ש (כ-298 מ' ש ל-30.09.2021), ובניכוי יתרות נזילות בסך של כ-93 מ' ש לאותו מועד, עמד החוב המותאם נטו על כ-725 מ' ש (כ-131 מ' ש ל-30.09.2021). בין היתר, בעקבות הנפקת אגרות חוב סדרה 3, ובעקבות עלייה בצרכי הון החוזר של החברה חל גידול בחוב הפיננסי ברוטו של החברה זאת בנוסף לגידול בחוב של כ-210 מ' ש נוכח תמורה מותנית ואופציה לרכישת המיעוט ב-VP Solar.

מידרוג מעריכה רווח תפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) של כ-250-270 מ' ש בתחזית לשנים 2022-2023 (210 מ' ש בשנת 2021) לשנה וסכום ה-FFO יעמוד בשנת 2023 בטווח של 180-200 מ' ש לשנה (בשנת 2022 ה-FFO מושפע לשלילה בכ-68 מ' ש בגין הוצאות מימון נטו הנובעות רובן משערוך התחייבויות בגין אופציית מכר לזכויות שאינן מקנות שליטה ב-VP Solar). היקף ההשקעות השוטפות של החברה ברכוש קבוע הינו נמוך ביחס ל-FFO, וצפוי להערכתנו לעמוד בטווח של כ-20-30 מ' ש לשנה. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2022 היקף ההשקעות ההוניות (הכולל תשלומי קרן בגין חכירה) של החברה הסתכם לכ-190 מ' ש כשהחלק העיקרי כ-160 מ' ש הנו נוכח עסקאות מיזוגים ורכישות. תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2023 לוקח בחשבון השקעות שוטפות ברכוש קבוע, פירעון בגין מרכיב התחייבות החכירה, מיזוגים ורכישות בהיקף של בין 40-35 מיליון ש, חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ-50 מיליון ש ותשלום תמורה מותנית בגובה 56 מ' ש. יצוין כי תדיראן, באמצעות חברה בת בבעלות מלאה, הינה הזכיינית לפרויקט ההתייעלות האנרגטית בבתי החולים הממשלתיים וכפוף להתקיימות תנאים מתלים כפי שנקבעו בבהסכם, בינואר 2023 עתידה החברה להשלים עסקה למכירת פעילות⁵ זו תמורת כ-67.5 מ'.

להערכת מידרוג, בשנת 2022 צפויה החברה להציג תזרים מזומנים חופשי (FCF) של כ-260 מ' ש בעיקר נוכח היקף השקעות בחברות וחלוקת דיבידנד הנאמדים לכ-190 מ' ש וכ-82 מ' ש בהתאמה. בשנת 2023 צפויה החברה להציג תזרים מזומנים חופשי (FCF) חיובי בטווח של 95-110 מ' ש הודות לגידול החד ברווח התזרימי. איננו צופים כי בשנה זו ירותק הון חוזר ולהערכתנו שינויים בהון החוזר יעמדו סביב האפס, לעומת גידול בהון החוזר בהיקף בין 100-120 מ' ש בשנת 2022. לחברה לוח סילוקין נוח, במסגרתו היא פורעת כ-34 מ' ש בכל אחת מהשנים 2022 ו-2023, 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 בטווח 2.0X - 3.0X לאורך שנות התחזית.

⁵ דיווח מידיי על אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים - מיום 15 בנובמבר 2022

גמישות פיננסית סבירה ביחס לדירוג

נכון ליום 30.09.2022, לחברה יתרות נזילות של כ-93 מ' ₪, לעומת יתרות של כ-129 מ' ₪ ב-31.12.2021. במסגרת תרחיש הבסיס הניחה מידרוג כי החברה תשמור על יתרות נזילות בטווח של 80-95 מ' ₪. לחברה מסגרות אשראי לא מחייבות ופנויות בהיקף של כ-336 מ' ₪, נכון ליום 30.09.2022. 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.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

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 רגולציה תומכת בהתייעלות אנרגטית, ושמירה על איכות הסביבה. בבחינת סיכונים 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		30.9.2022 ליום			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	2.3-2.5 מיליארד ₪	A.il	2.160 מיליארד ₪	היקף הכנסות (LTM)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Aa.il	9.5%-8.5%	Aa.il	10.3%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	30%-28%	A.il	22.1%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	2-3	Aa.il	1.5	חוב ברוטו מותאם / EBITDA	
Aaa.il	8-9	Aaa.il	11	רווח תפעולי / הוצאות ריבית נטו LTM	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
Aa3.il				דירוג נגזר	
Aa3.il				דירוג בפועל	

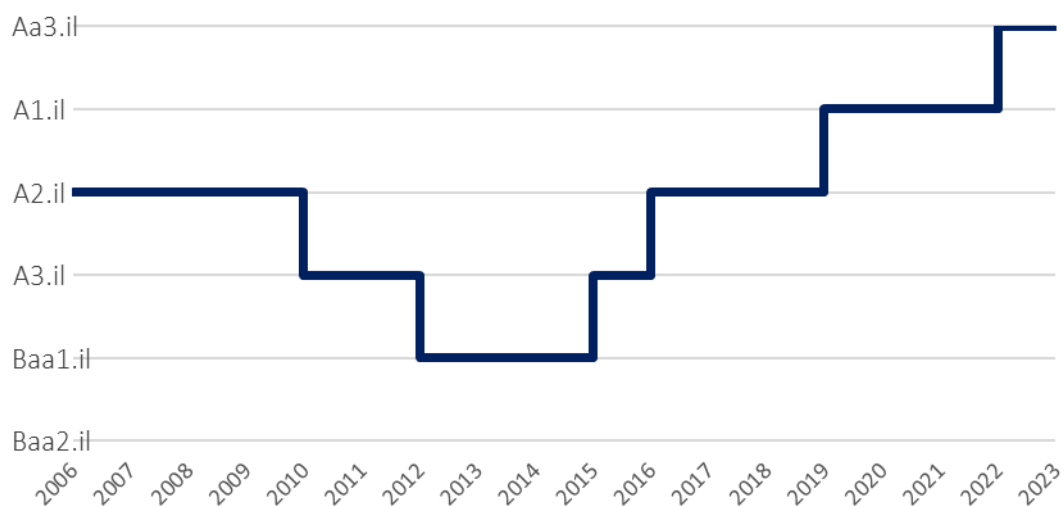
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

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 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 תחת קבוצת אביאם, ופעילות בתחום האנרגיה הפוטו-וולטאית באיטליה ובמדינות נוספות באירופה תחת VP Solar. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המשמש גם כמנכ"ל החברה ומחזיק כ-64.4%

מהון המניות.

היסטוריית הדירוג



דוחות קשורים

[תדיראן גרופ בע"מ](#)

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 18.01.2023

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 13.01.2022

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 28.02.2006

שם יוזם הדירוג: תדיראן גרופ בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: תדיראן גרופ בע"מ

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 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>