

# תדיראן גרופ בע"מ

מעקב | ינואר 2024

## אנשי קשר:

רועי שבד, רו"ח  
אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[roy.s@midroog.co.il](mailto:roy.s@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל  
ראשת תחום מימון תאגידיים  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

## תדיראן גרופ בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות החוב (סדרה 3) שהנפיקה תדיראן גרופ בע"מ ("החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/06/2028	שלילי	Aa3.il	2580132	3

### שיקולים עיקריים לדירוג

- שינוי אופק הדירוג לשלילי נובע מהיחלשות ברווחיות החברה, במגזר מוצרי הצריכה ובמגזר האנרגיה תוך אי עמידה בתרחיש הבסיס של מידרוג בקשר עם שחיקה בשיעורי הרווחיות וקטון בהיקפי התזרים החזוי. בד בבד הרכישות והמיזוגים שביצעה החברה לוו בגידול בחוב אשר יחדיו עם השחיקה ב-EBITDA הביאה את החברה להציג שחיקה ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA וביחס הכיסוי של הרווח התפעולי להוצאות מימון. לאורך זמן החברה צפויה לשקם הרווחיות ואת יחסי הכיסוי ואנו נבחן האם ביכולתה של החברה להציג יחסי כיסוי בטווח התואם את הדירוג הנוכחי.
- הרווחיות התפעולית והיקף ה-EBITDA שהחברה צפויה להציג בשנת 2023 נמוכים מהערכותינו הקודמות ונובעים מחולשה במגזר מוצרי הצריכה והאנרגיה. במגזר מוצרי הצריכה ניתן להצביע על מלאי מזגנים יקר שהיה בידי החברה במחצית הראשונה של השנה וזאת עקב בעיות בשרשרת האספקה. במגזר האנרגיה הציגה החברה גידול בפעילות אגירה האנרגיה ומנגד ירידה בפעילות הסולאר בישראל ובאיטליה. ירידת מחירי החשמל באיטליה, עלייה בעלויות המימון ושינוי שיטת התמריצים השפיעו לשלילה על הנתונים הפיננסיים של SOLAR VP. בישראל, רשמה תדיראן סולאר קיטון במכירות.
- מיצובה העסקי של החברה בולט לטובה נוכח מעמדה בשוק מיזוג האוויר הביתי בישראל תוך אחזקה בנתחי שוק גבוהים ויציבים. החברה הגדילה את פיזור הלקוחות עם רכישת חברות מתחום האנרגיה בהן תדיראן סולאר, תדיראן פתרונות אנרגיה בע"מ ו-VP Solar התורמות לפיזור העסקי.
- 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. ענף האנרגיה בעל חשיפה גבוהה לאסדרה במקטע הייצור וחשיפה למחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה. תחום המערכות הסולריות באיטליה חשוף אף הוא לאסדרה ולאחרונה עודכנו שם הסובסידיות ותוכניות התמריצים. תנודות בשערי החליפין עלולות אף הן להשפיע לשלילה על שיעורי הרווחיות של השחקניות בענף.
- בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2023, החברה הציגה רווחיות תפעולית (לפני הכנסות הוצאות אחרות) של כ-5.7% (כ-10.4% תקופה מקבילה אשתקד) ורשמה EBITDA LTM של כ-162 מיליון ש"ח לעומת כ-260 מיליון ש"ח לשנים עשר החודשים שהסתיימו ב-30.09.2022. בד בבד רכישות הובילו לגידול בחוב הפיננסי ברוטו<sup>2</sup> אשר נאמד על כ-728 מיליון ש"ח נכון ליום 30.09.2023. לפיכך יחס כיסוי חוב ל-EBITDA של החברה נשחק ונאמד על כ-4.5 נכון ליום 30.09.2023.

<sup>2</sup> חוב פיננסי ברוטו מותאם הנו החוב הפיננסי ברוטו של החברה בתוספת התחייבויות בגין חכירה, תמורה מותנית וניכיון לקוחות

- בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2024 הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. עלייה להיקפי מכירת מזגנים בכמות דומה לשנת 2022 לאחר ירידה בשנת 2023; 2. עלייה ברווחיות התפעולית של מגזר מוצרי הצריכה לכ-8%-9% (למול הערכותינו לשיעורי רווחיות של כ-6%-7% הצפויים לשנת 2023); 3. צמיחה של כ-15% בהכנסות מגזר האנרגיה המתחדשת לאחר ירידה דומה שצפויה להרשם להערכתנו בשנת 2023; 4. רווחיות תפעולית סביב 6.5% במגזר האנרגיה בשנת 2024 לאחר השחיקה שצפויה להערכתנו בשנת 2023; 5. סביבת ריביות שעודנה גבוהה; 6. חלוקה של מחצית הרווח הנקי כדיבידנדים לבעלי המניות בהתאם למדיניות של החברה.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעורי הרווחיות התפעולית המצרפיים של החברה צפויים לנוע בטווח שבין 7% ל-8% בשנת 2024, מול הערכותינו לשיעורי רווחיות של כ-5.3%-5.7% בשנת 2023 (כ-9.4% בשנת 2022). השיפור למול שנת 2023 צפוי נוכח השיפור בתנאי הסחר ובשיעור הוצאות מכירה ושיווק.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לעיל, היקף ה-EBITDA והמקורות מפעולות (FFO) צפויים להיאמד לסך של כ-200 מיליון עד 220 מיליון ש"ח וכ-140-170 מיליון ש"ח בהתאמה בשנת 2024. בשנות התחזית, מידרוג צופה ירידה מסויימת ברמות החוב ואלו יובילו להציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDA סביב 4 בשנת 2023 וכ-2.5-3 בשנת 2024.
- נכון ליום 30.09.2023 לחברה יתרות מזומנים בהיקף של כ-32 מיליון ש"ח. מנגד, לחברה חלויות חוב לזמן ארוך של כ-35 מ' ש"ח בשנת 2024 וכ-30 מ' ש"ח בשנת 2025. החברה עומדת במרווח סביר מאמות המידה הפיננסיות שהעמידו לה המממנים. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של עד 50% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות בחברה.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נובע מהשחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה. מידרוג מעריכה כי דירוג החברה עלול להיפגע ככל שהחברה לא תציג שיפור ברווחיותה ושיקומם של יחסי הכיסוי. לטווח התואם את יחסי הכיסוי המאפיינים את הדירוג הנוכחי. המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות. בשל חוסר הוודאות למשך המלחמה ולהשלכותיה על המשק הישראלי מידרוג תמשיך לעקוב אחר השלכות אלו.

#### גורמים אשר יכולים להוביל לייצוב האופק:

- שיפור ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA לטווח של 2-3 לאורך זמן
- שיפור ביחס הכיסוי רווח התפעולי להוצאות המימון

#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת דירוג:

- עלייה ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA מעל ל-3.5 לאורך זמן
- שחיקה לאורך זמן בשיעורי הרווחיות

#### תדיראן גרופ בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	9M 2022	9M 2023	
813	792	854	990	1,448	2,282	1,789	1,494	סך ההכנסות
11.5%	11.1%	10.7%	14.4%	12.6%	9.3%	10.3%	5.7%	רווח (הפסד) תפעולי [1] / סך ההכנסות
40.8%	45.4%	46.9%	42.0%	41.6%	23.5%	22.1%	28.4%	הון עצמי / מאזן מותאם [2]
2.0 X	1.9 X	1.7 X	1.9 X	1.4 X	3.0 X	3.2 X	4.5 X	חוב פיננסי ברטו מותאם ל-EBITDA [3]
7.2 X	12.6 X	9.8 X	14.9 X	22.8 X	3.1 X	13.2 X	1.9 X	רווח תפעולי / הוצ מימון נטו [3] [4]

[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 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. [4] הוצאות המימון בשנת 2022 וב-1 LTM 9/2023 כוללות הוצאות בגין שערור התחייבות בגין אופציה למיעוט נטו בסך 54 מיליון ש"ח ו-40 מיליון ש"ח, בהתאמה.

### תדיראן גרופ בע"מ - הכנסות ורווח תפעולי לפי מגזרי פעילות, במיליון ש"ח

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	9M 2022	9M 2023	
782	743	796	976	1,010	1,000	827	723	מגזר מוצרי צריכה - הכנסות
-	-	-	14	438	1,280	961	768	מגזר אנרגיה - הכנסות
96	82	84	133	135	87	86	48	מגזר מוצרי צריכה - רווח תפעולי
-	-	-	8	51	126	99	37	מגזר אנרגיה - רווח תפעולי

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

#### סיכון ענפי בינוני נוכח חסמי כניסה גבוהים ומנגד רמת תחרות גבוהה

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 כבינוני, 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 צמיחה 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. שנת 2022 אופיינה בעליית מחירי הייבוא בשוק המזגנים עקב בעיות בשרשרת האספקה העולמית, שהובילו לעליות מחירים כלליות בעולם, ובפרט עליות במחירי השילוח. במהלך החציון הראשון של שנת 2023 חלה ירידת מחירים מסוימת, בין היתר עקב התמתנות מגמות המחירים שתוארו לעיל, וכן עקב ייצור עודפי מלאים שיוצרו בסין.

בנוסף לפעילות מיזוג האוויר, החברה פועלת בענף האנרגיה בתחום ייבוא והפצה בשוק המקומי וכן בשוק באיטליה (באמצעות חברת VP Solar), של מערכות לגנות 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 ולמחירי החשמל במדינות בהן פועלת החברה, ולעלויות המימון. כמו כן, ניכר כי הרגולטורים (בארץ ובחלק מן השווקים בעולם) מקדמים מעבר לאסדרה חדשה המעודדת תחרות גבוהה יותר. ענף האנרגיות המתחדשות חווה

<sup>3</sup> לפי נתונים פומביים

בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאפיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. בד בבד, כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. בחודש אוקטובר 2020 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 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 אגירת אנרגיה. שנת 2022 הייתה שנת שיא בשוק האנרגיה המתחדשת, על רקע מלחמת רוסיה - אוקראינה שהיוותה חשש לשיבושים וצמצומים באספקת האנרגיה למדינות אירופה. בשנת 2023 חלה התמתנות מסוימת בשוק, ככל הנראה עקב התמתנות הלחימה בין רוסיה לאוקראינה. פעילות החברה באיטליה בשוק האנרגיה המתחדשת מתמקדת בייבוא והפצה של מערכות סולאריות באירופה. בשנים 2021-2022 חל גידול משמעותי בעליית מחירי החשמל באירופה בכלל ובאיטליה בפרט, אשר הוביל לגידול בביקושים למערכות סולאריות. בנוסף, כתוצאה מעליית מחירי החשמל בשנים אלו, ממשלת איטליה העלתה את יעד ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת, ופרסמה תוכניות תמריצים לעידוד השקעות ושימוש במערכות סולאריות בדמות סובסידיות משמעותיות והטבות מס. בתחילת 2023 ממשלת איטליה שינתה את הסובסידיות והטבות המס בהשוואה לאלו שנתנו בשנת 2022. עם זאת, הביקושים למערכות סולאריות יוותרו יציבים, שכן ייצור חשמל באנרגיה מתחדשת עדיין מהווה חלק מתוכנית אסטרטגית של ממשלת איטליה והאיחוד האירופי.

### נתחי שוק גבוהים בשוק מיזוג האויר, יחד עם פיזור סקטוריאלי וטריטוריאלי תורמים לחיזוק המיצוב העסקי של החברה

פרופיל הסיכון העסקי של החברה נתמך ממעמד תחרותי מוביל בשוק מיזוג האויר הביתי בישראל, הבא לידי ביטוי במוטג מוביל ונתח שוק משמעותי העומד על כ-40% לאורך זמן (להערכת החברה<sup>4</sup>).

מידרוג מעריכה כי המוטג "תדיראן", האחראי לעיקר מכירות החברה, הינו מוטג חזק בשוק המזגנים הביתי, הנשען בין היתר, על וותק, מערך שירות מבוסס, ומוניטין חיובי בקרב מתקינים מקצועיים. לתדיראן פעילות גם בשוק המזגנים בסגנונט המחיר הנמוך, תחת המותגים "אמקור" ו-"ספקטרה". לחברה פעילות נלווית בתחום השירות וכן שיווק מערכות מיזוג מסחריות וסמי-מסחריות (מערכות VRF תחת המוטג "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 האויר, וכן רשתות חשמל וחנויות עצמאיות.

בשנים 2019-2022 רשמה החברה שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ-6% במכירות מגזר מוצרי הצריכה, אשר בא לידי ביטוי בגידול מסוים בנתח השוק של החברה, לצד צמיחת שוק המזגנים בשיעור גבוה יחסית לגידול הטבעי במשק וזאת על רקע העלייה ברמת החיים ושימוש גובר במזגנים. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2023 רשמה החברה ירידה של כ-12.6% (בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2022) בהכנסות במגזר זה כתוצאה מירידה במספר המזגנים הנמכרים אשר עיקרה התרחשה במחצית השנה הראשונה (ירידה של כ-22%), שכן ברבעון השלישי של שנת 2023 מכירות החברה היו גבוהות בהשוואה לרבעון השלישי של שנת 2022 (גידול של כ-5.2%) וזאת לאור סיום מימוש מלאי יקר. בהתאם לכך, מידרוג צופה כי החברה תסיים את שנת 2023 עם מכירות של כ-870-900 מיליון ₪ במגזר מוצרי הצריכה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה במגזר מוצרי הצריכה צפויות להיאמד לכ-1,100-980 מיליון ₪ בשנת 2024 וזאת בהתאם להערכתנו לעלייה בכמויות המזגנים הנמכרים.

הכנסות מגזר האנרגיה בתשעת החודשים הראשונים בשנת 2023 עמדו על כ-768 מיליון ₪ לעומת 961 מיליון ₪ בתקופה מקבילה אשתקד. הירידה בהכנסות נובעת ממס סיבות: (1) שינוי בשיטת התמריצים באיטליה (2) מירידה במחירי החשמל אשר הפחית את הביקוש למערכות סולאריות (3) מירידה במחירי הפאנלים הסולאריים ועומסים על רשת החשמל שפגעו בתוצאות תדיראן סולאר. להערכתנו, בשנת 2023 צפוי מגזר האנרגיה להציג הכנסות של כ-1.08 מיליארד ₪. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2024

<sup>4</sup> על פי הדוח התקופתי של החברה לשנת 2022

הכנסות מגזר האנרגיה יעמדו על כ-1.3-1.2 מיליארד ₪. להערכתנו, הכנסות החברה במגזר זה צפויות לעלות בעיקר נוכח גידול בקצב מכירות הפאנלים, המשיך מסירות מערכות אנרגיה בדומה להיקפי המסירה בשנת 2023 וכן עלייה בפעילות באיטליה עקב אישור התמריצים החדשים.

בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2023, החברה הציגה רווחיות תפעולית (לפני הכנסות הוצאות אחרות) של כ-5.7% (כ-10.4% תקופה מקבילה אשתקד) ורשמה EBITDA LTM של כ-162 מיליון ₪ לעומת כ-260 מיליון ₪ לשנים עשר החודשים שהסתיימו ב-30.09.2022.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2024 הונחו מספר הנחות מרכזיות ובהן: 1. עלייה להיקפי מכירת מזגנים בכמות דומה לשנת 2022 לאחר ירידה בשנת 2023; 2. עלייה ברווחיות התפעולית של מגזר מוצרי הצריכה לכ-8%-9% (למול הערכותינו לשיעורי רווחיות של כ-6%-7% הצפויים לשנת 2023); 3. צמיחה של כ-15% בהכנסות מגזר האנרגיה המתחדשת לאחר ירידה דומה שצפויה להרשם להערכתנו בשנת 2023 (וזאת בהתאם לחוזים למסירת מערכות לאגירת אנרגיה של תדיראן פתרונות אנרגיה מול סולגריין ואנגרייקס ועלייה בהכנסות Vp Solar עקב תמריצים חדשים שנכנסו לתוקף שיפצו במידה מסוימת על הירידה בשנת 2023); 4. רווחיות תפעולית סביב 6.5% במגזר האנרגיה בשנת 2024 לאחר השחיקה שצפויה להערכתנו בשנת 2023; 5. סביבת ריביות שעודנה גבוהה; 6. חלוקה של מחצית הרווח הנקי כדיבידנדים לבעלי המניות בהתאם למדיניות של החברה. בהתאם לכך, תרחיש הבסיס של מידרוג צופה כי שיעורי הרווחיות התפעולית במאוחד צפויים לנוע בטווח שבין 7% ל-8% בשנת 2024 אל מול כ-5.4% הצפוי להערכתנו בשנת 2023 וכ-9.4% בשנת 2022. השיפור למול שנת 2023 צפוי נוכח מלאים זולים יותר, שיפור בתנאי הסחר ובשיעור הוצאות המכירה ושיווק. 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.

#### שחיקה ביחסי הכיסוי בשנת 2023. שיפור צפוי בשנות התחזית

אנו מניחים כי בשנת 2023 החברה תציג רווח תפעולי לפני פחת (EBITDA) סביב 155 מיליון ₪ (כ-255 מיליון ₪ ב-בשנת 2022) בשנת 2024, אנו צופים עלייה בבסיס ה-EBITDA לכ-220-200 מיליון ₪. להערכתנו הוצאות המימון ברוטו (ללא הוצאות מימון בגין שערור התחייבויות אופציית מכר ותמורה מותנית) צפויות להישאר בהיקפים דומים בשנת 2024 בדומה לשנת 2023 ויעמדו על כ-35-30 מיליון ₪ בשנה והמקורות מפעולות (FFO) צפויים לעמוד על סביב 110 מיליון ₪ בשנת 2023 ועל כ-170-140 מיליון בשנת 2024.

להערכת מידרוג החברה צפויה להציג תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בשנת 2023 של כ-25-20 מיליון ₪, המושפע בעיקר מהשקעות הוניות (כולל תשלומי קרן בגין חכירה) בסך של כ-90-100 מיליון ₪ (המורכבות מ-64 מיליון ש"ח בגין תמורה מותנית, 22 מיליון ₪ בגין רכישת יתרת המניות בתדיראן פתרונות אנרגיה, 27 מיליון ₪ שהושקעו במפעל האלומיניום החדש והשקעות הוניות שוטפות סביב 40 מיליון ₪ ומנגד תקבול של 62 מיליון ₪ בגין מכירת אסקוטק) וחלוקת דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ-50 מיליון ₪.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2024 לוקח בחשבון היקף השקעות הוניות שוטף (הכולל תשלומי קרן בגין חכירה) של כ-45-35 מיליון ₪ בהתאם לנתונים ההיסטוריים ותשלום דיבידנד של כ-70 מיליון ₪. בהתאם לכך החברה צפויה להציג FCF חיובי של כ-25-30 מיליון ₪ בשנת 2024. איננו מעריכים בשנות התחזית הנחות לגבי ההון החוזר.

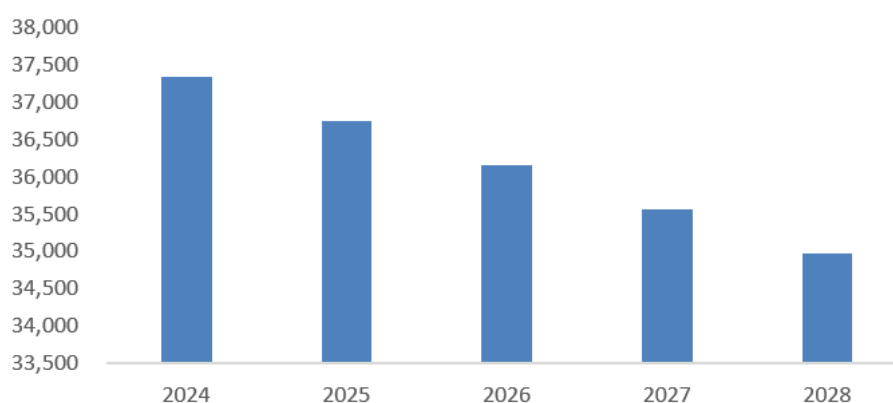
החוב הפיננסי המתואם ברוטו של החברה נכון ליום 30.09.2023 הסתכם לכ-730 מיליון ש"ח בהשוואה לכ-770 מיליון ש"ח ביום 30.9.2022. היקף החוב המתואם כולל בתוכו גם התחייבות בגין אופציית מכר למיעוט שעומדת על כ-163 מיליון ₪ ליום 30.9.2023. בשנות התחזית מידרוג צופה ירידה מסוימת ברמות החוב כך שינוע סביב 600 מיליון ₪ בשנת 2023 וכ-550-600 מיליון ₪ בשנת 2024. אלו יובילו להציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDA סביב 4 בשנת 2023 וכ-3-2.5 בשנת 2024 (4.3 נכון ליום ה-30.09.2023). כמו כן החברה צפויה להציג בשנת 2024 יחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו בטווח בין 5.0-4.0.

יחס הון עצמי למאזן מותאם (כולל החזר למאזן של יתרת לקוחות שנוכו) ליום 30.09.2023 עמד על כ-28.4% בהשוואה לכ-23.5% ליום 31.12.2022. אנו מניחים בשנות התחזית כי יחס הון למאזן ינוע סביב 30%.

### גמישות פיננסית סבירה ביחס לדירוג

נכון ליום 30.09.2023, לחברה יתרות נזילות של כ-32 מיליון ₪, לעומת יתרות של כ-121 מיליון ₪ ב-31.12.2022. לחברה מסגרות אשראי לא מחייבות ופנויות בהיקף של כ-608 מיליון ₪, וזאת לצד חלויות שוטפות בגין התחייבות זמן ארוך של כ-35 מיליון ₪. נכון ליום 30.09.2023, 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 לאגרות החוב ליום 30.09.2023, אלפי ₪



### 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		ליום 30.9.2023			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	2.1-2.2 מיליארד ₪	A.il	1.987 מיליארד ₪	היקף הכנסות LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
A.il	8%-7%	A.il	5.73%	שיעור רווח תפעולי(לפני הכנסות(הוצאות) אחרות) LTM	רווחיות
A.il	31%-29%	A.il	28.4%	הון עצמי מתואם / מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	2.5-3	A.il	4.5	חוב ברוטו מותאם / EBITDA	
A.il	4-5	Baa.il	1.9	רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו LTM	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A1.il					דירוג נגזר
Aa3.il					דירוג בפועל

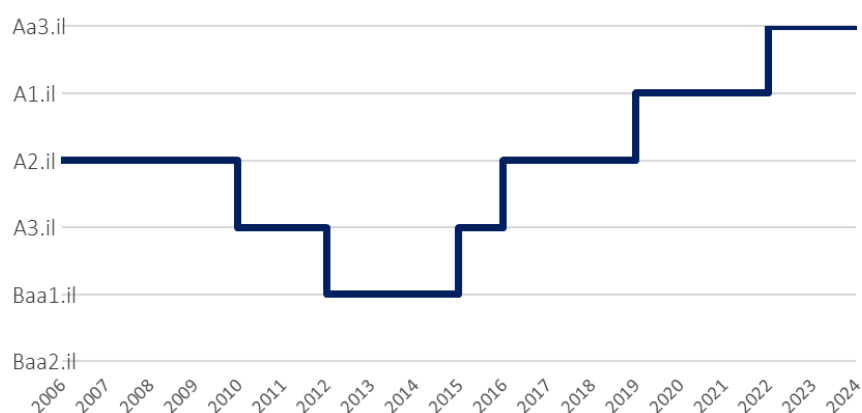
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

## אודות החברה

תדיראן גרופ בע"מ פועלת בשני תחומי פעילות עיקריים, תחום פעילות מוצרי צריכה ותחום פעילות האנרגיה. במסגרת תחום פעילות מוצרי הצריכה, החברה עוסקת, באמצעות תדיראן מוצרי צריכה וטכנולוגיה בע"מ, בייבוא, שיווק, הפצה ומכירה של מזגני אוויר ומערכות מיזוג אוויר וטיפול באוויר לשוק הביתי, המסחרי והתעשייתי, בעיקר תחת המותגים "תדיראן" ("Tadiran"), "אמקור" ("Amcor"), "Toshiba" ו-"ספקטרה" ("Spectra"), ובייצור, ייבוא ושיווק של משאבות חום. וכן, עוסקת בייבוא, שיווק והפצה של מוצרי חשמל לבנים לשימוש ביתי תחת המותגים "אמקור" ו-"קריסטל". 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. כן, עוסקת החברה במסגרת תחום פעילות זה, באמצעות תדיראן אלומיניום בע"מ, בסחר אלומיניום והקימה מפעל לייצור פרופילי אלומיניום, בין היתר, לשימוש כקונסטרוקציה למערכות אנרגיה סולארית. בנוסף, לחברה פעילות נוספת בתחום התכנון והביצוע של פרויקטים של חיפויי מבנים מסוגים שונים (ובכלל זאת - חיפויי אלומיניום, קירות מסך וכיו"ב), המבוצעת באמצעות תדיראן ערבה בע"מ. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המשמש גם כדירקטור ומנכ"ל החברה ומחזיק בכ-64.15% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה



## 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](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 25.01.2024

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 18.01.2023

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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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 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 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>