



# תדיראן הולדינגס בע"מ

מעקב | דצמבר 2015

**אנשי קשר:**

יונתן אוחנה, עו"ד, אנליסט  
[yonatano@midroog.co.il](mailto:yonatano@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)



## תדיראן הולדינגס בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג איגרות החוב (סדרה 2) של תדיראן הולדינגס בע"מ ("תדיראן" או "החברה") לדירוג A3.il באופק יציב מדירוג Baa1.il באופק חיובי.

יתרת שנות פירעון האג"ח, ליום 30.09.2015	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2015 במיליוני ₪	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית נקובה ב-%	מועד ההנפקה המקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2022-2017	99.78	שקלי	4.40	יוני-14	2580066	2

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת בשיפור מהותי בפרמטרים הפיננסיים והתפעוליים של החברה בשל היציאה מתחום המוצרים הלבנים שהובילה להקטנת החוב הפיננסי ורמת המינוף ולשיפור בתזרימי המזומנים. זאת, לצד המשך ביסוס מעמדה המוביל של החברה בתחום מיזוג האוויר בשוק המקומי, הנשען על מותג חזק בבעלותה, כפי שבא לידי ביטוי בשימור נתח השוק המהותי של החברה, העומד על כ-40%.

מנגד, החברה מתאפיינת בריכוזיות עסקית גבוהה המהווה גורם סיכון עסקי ניכר. החברה נשענת על מגזר פעילות עיקרי יחיד, בשוק המאופיין בעונתיות חזקה ובתנודתיות מסוימת ברמת הביקושים, בין היתר, על רקע שינויים במזג האוויר. כמו כן, לחברה ספק עיקרי שאחראי על ייצור מרבית המזגנים שנמכרים על-ידה. לחברה מערכת יחסים טובה עם ספק המזגנים המרכזי תוך שהיא תלויה באיכות הייצור ושרשרת האספקה של יצרן זה ובתנאי הסחר מולו.

ענף המזגנים בישראל מאופיין להערכתנו ברמת סיכון בינונית, נמוכה מזו של ענף מוצרי החשמל כולו, נוכח חסמי כניסה גבוהים יותר, בשל ערוצי ההפצה הייחודיים לו, חשיבות המותג, רגישות גבוהה יותר לאיכות המוצר והשירות וצורך בקשר עסקי יציב עם ספק מזגנים. הענף מאופיין בתחרות גבוהה בין מעט שחקנים דומיננטיים, כאשר עוצמת המותג משפיעה לטובה על גמישות המחיר. הביקושים בענף מוערכים על-ידי מידרוג כיציבים יחסית לאורך זמן, ומבוססים על תחלופה "טבעית" של מזגנים (בלאי טבעי, מעבר למערכות מתקדמות יותר) ובנייה חדשה. בטווח הזמן הקצר, הביקושים מאופיינים בתנודתיות מסוימת נוכח השפעות האקלים המביאות להקדמה או דחייה של רכישות.

החברה הציגה תוצאות תפעוליות חזקות בתחום מיזוג האוויר בשנת 2015 אשר נתמכו במזג אוויר חם שהביא לגידול בביקושים. להערכתנו, לאורך זמן החברה צפויה לשמור על נתח השוק ולהציג צמיחה מתונה הנשענת על הגידול בשוק המזגנים בגין בנייה חדשה ומעבר לטכנולוגיות מתקדמות. בטווח הזמן הקצר תיתכן ירידה מסוימת בהכנסות בשל הקיץ החם של 2015 שהביא להערכתנו להקדמת רכישות.

רווחיות החברה הינה טובה יחסית לרמת הדירוג, אולם אנו מניחים כי היא עשויה לנוע על טווח רחב יחסית של 6.0%-9.0%, כתלות בין השאר בשערי החליפין, היקף המכירות ושינויים בתנאי הסחר מול יצרן המזגנים.

המיצוב הפיננסי של החברה טוב יחסית לרמת הדירוג, נוכח קיטון ניכר בחוב שנבע ממימוש פעילות שיווק מוצרי החשמל לצד צבירת רווחים שוטפים שעיבתה את ההון העצמי. יחס החוב לקאפ שופר מרמה של 65%-70% בסוף שנת 2014 לרמה של 42% ליום 30.9.2015. השיפור ברמת המינוף ובתזרימי המזומנים של החברה הובילו גם לשיפור ניכר ביחסי הכיסוי התזרימיים.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי התזרים מפעולות (FFO) ינוע בשנת 2016 סביב 40 מיליון ₪, המגלמים ירידה מסוימת בהכנסות לעומת שנת 2015, יציבות ברמת הרווחיות, קיטון בהוצאות המימון וצמצום ההפסדים מפעילות שיווק מוצרי החשמל. בטווח הזמן הבינוני, תרחיש הבסיס מעריך כי מקורות החברה מפעילות יוסיפו לצמוח על בסיס צמיחה

מתונה בהכנסות וצמצום מוחלט של ההפסדים בתחום פעילות החשמל. רמת החוב של החברה צפויה להיות יציבה ובטוח הזמן הקצר רמת המזומנים צפויה לגדול, על בסיס תחזית להמשך החזר הון חוזר ברבעון האחרון של 2015 והנפקת מניות רדומות של החברה שהושלמה לאחרונה והניבה לחברה כ-27.5 מיליון ₪, זאת עד לביצוע השקעה הונית ברכישת פעילות, בהתאם לאסטרטגיית החברה.

בהתאם לכך, אנו מעריכים כי החברה תשמור על יחס כסיוי חוב ברוטו ל-EBITDAR נמוך מ-3.0 ויחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFOR נמוך מ-4.5. יחס רווח תפעולי להוצאות המימון צפוי להשתפר אף הוא ולנוע סביב 5.0-6.0.

מנוע הצמיחה של החברה הינו תחום מערכות המיזוג המסחריות, שבו היא מחזיקה כיום נתח שוק נמוך ומהווה פעילות לא מהותית. לחברה אסטרטגיית צמיחה באמצעות השקעה בפעילויות בתחום ההתייעלות האנרגטית ואנו מעריכים כי החברה בוחנת השקעות שונות בתחומים משיקים. כאמור, מיצובה הפיננסי הנוכחי של החברה הינו טוב יחסית לרמת הדירוג הנוכחית, אולם הריכוזיות העסקית הגבוהה בה פועלת החברה מהווה גורם שלילי בסיכון האשראי. בניית זרוע פעילות נוספת בהיקף מהותי, תוך שמירה על רמת המינוף המתונה כיום, עשויה בעתיד להוביל לשיפור הדירוג.

הגמישות הפיננסית והנזילות של החברה הינן טובות: צפי לתזרים מזומנים חופשי בהיקף מהותי הנשען על השיפור ברווחיות החברה וקישון בצרכי ההון החוזר, כמו גם על צרכי השקעה נמוכים ומדיניות דיבידנד המגבילה את היקף החלוקה לעד 50% מהרווח הנקי ומסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף מהותי.

**תדיראן הולדינגס בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח:**

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014*	1-9/2014*	1-9/2015	
715	834	859	613	487	557	<b>הכנסות</b>
136	154	180	138	112	125	<b>רווח גולמי</b>
20	35	55	46	41	51	<b>רווח תפעולי מפעילות נמשכת לפני הכנסות אחרות</b>
(9)	9	36	21	20	39	<b>רווח נקי</b>
-	-	-	(20)	(14)	(7)	<b>הפסד מפעילות שהופסקה</b>
18.9%	18.4%	20.9%	22.5%	23.0%	22.4%	<b>% רווח גולמי*</b>
2.8%	4.2%	6.4%	7.5%	8.5%	9.2%	<b>% רווח תפעולי*</b>
285	279	278	211	265	103	<b>חוב פיננסי ברוטו</b>
96	105	118	128	135	165	<b>הון עצמי</b>
74.4%	72.5%	71.5%	65.5%	68.0%	42.3%	<b>חוב ל-Cap**</b>
29	46	63	49	44	54	<b>מפעילות EBITDA נמשכת***</b>
3	20	40	38	34	48	<b>FFO מפעילות נמשכת***</b>
(111)	7	12	113	44	87	<b>CFO</b>
181	181	176	217	192	141	<b>ימי לקוחות - מותאם ניכיון</b>
64	55	50	98	56	53	<b>ימי אשראי ספקים</b>
154	101	107	142	102	60	<b>ימי מלאי</b>
9.4	5.8	4.4	4.2	3.8	1.6	<b>חוב ל-EBITDAR</b>
68.2	13.4	6.9	5.5	5.0	2.0	<b>חוב ל-FFOR</b>

\* נתוני רווח והפסד לשנת 2014 ותשעת החודשים הראשונים של 2014 הוצגו מחדש בגין פעילות שיווק מוצרי החשמל "הלבנים" שהופסקה. הנתונים עבור השנים 2013-2011 מתייחסים הן לפעילות הנמשכת והן לפעילות שהופסקה; נתוני שנת 2015. \*\* יחס חוב ל-Cap כולל התאמות בגין חכירה, ראו: [התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דוח מתודולוגי, דצמבר 2015](#). \*\*\* החל משנת 2014 מוצג אומדן של מידרוג ל-EBITDA ו-FFO מפעילות נמשכת בלבד.

### מעמד מוביל בתחום מיזוג האוויר הביתי לצד ריכוזיות עסקית גבוהה

עיקר פעילות החברה (מעל 90% מההכנסות מפעילות נמשכת) הינה בשיווק מזגנים ביתיים (מערכות מיזוג בעלות תפוקות נמוכה ובינונית) תחת המותג "תדיראן", המיוצרים ברובם על-ידי יצרן המזגנים הסיני GREE Electric Appliances, Inc. ("GREE").

ענף המזגנים הביתיים מאופיין בביקושים יציבים יחסית לאורך זמן המבוססים בעיקר על בלאי טבעי של המזגנים המתקנים, מעבר למזגנים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר וכן על גידול במספר יחידות הדיור והצמיחה במספר משקי הבית. שיעור החדירה של מזגנים למשקי הבית הינו גבוה מאוד (כ- 86.6% נכון לשנת 2014<sup>1</sup>) אולם עדיין קיימת השפעה של גידול בחדירה לאור העלייה ברמת החיים.

בטווח הזמן הקצר, הביקושים מאופיינים בתנודתיות מסוימת נוכח השפעות האקלים המביאות להקדמה או דחייה של רכישות. הענף מאופיין בעונתיות גבוהה, כאשר עיקר הרכישות נעשות בחודשי הקיץ במהלך הרבעון השלישי. העונתיות מחזקת את התלות בספק המזגנים ומגבירה את הצורך בניהול מלאי ומכירות מוקפדים לקראת עונת המכירות. מנועי הצמיחה בענף נשענים על קצב הגידול בהתחלות הבנייה, מעבר למוצרים חדשים וחסכוניים באנרגיה (למשל, בטכנולוגיית Inverter) וחדשנות טכנולוגית, בין היתר, בתחום המערכות המסחריות וההתייעלות האנרגטית.

חסמי הכניסה לענף הינם בינוניים, וגבוהים בהשוואה ליתר ענפי הסחר בתחום החשמל בשל חשיבות מותג גבוהה, רגישות גבוהה יותר לאיכות המוצר והשירות והתקינה המקומית המהווה גורם סיכון ייחודי לענף, אולם גם חושפת את החברות בענף לסיכון מלאי בעת שינוי תקינה ומגבירה את התלות בספק המזגנים שנדרש לבצע התאמות בהתאם לתקינה. קשר עסקי יציב עם יצרן ומפתח של מזגנים מהווה אף הוא חסם כניסה משמעותי לענף ומהווה, להערכתנו, נדבך מרכזי בהצלחה בענף, הקשר מול יצרן המזגנים משפיע על תנאי הסחר, היעילות התפעולית, איכות ניהול המלאי והיקף המלאי שנדרשת החברה להחזיק במהלך השנה וכן באמצעות פיתוח מוצרים בהתאם לתקינה המקומית.

ענף המזגנים הביתיים מאופיין בריכוזיות גבוהה, כאשר שלוש החברות הגדולות בענף אחראיות למעל 90% מהמכירות. רמת התחרות בענף בינונית, ונוטה להחריף מעת לעת, כתלות, בין השאר, בתנאי הסחר. אנו מעריכים כי קיימים לחצי מחיר, אולם אלו אינם גבוהים, בשל חוזק המותגים, חדשנות טכנולוגית ותהליך מכירה והתקנה מורכב יותר מאשר בתחומים אחרים של מוצרים ביתיים ברי-קיימא.

תדיראן הינה שחקן מרכזי בתחום מיזוג האוויר בעלת מותג חזק בתחום המזגנים הביתיים ("תדיראן"), כפי שבא לידי ביטוי בנתח השוק של החברה שנמצא במגמת צמיחה רב-שנתית ועומד כיום על כ- 40%. עוצמת המותג נשענת על מערך שירות מבוסס ומוניטין חיובי בקרב מתקינים מקצועיים המהווים את ערוץ השיווק העיקרי בתחום מיזוג האוויר, עובדה המפצה את החברה על היעדר רצפת מכירה. לחברה פיזור לקוחות רחב יחסית.

לחברה מערכת יחסים טובה וארוכת טווח עם ספק המזגנים GREE, עמו חידשה החברה לאחרונה את ההתקשרות לתקופה של שלוש שנים, עד ליום 31.7.2018 (עם אופציה להארכת ההתקשרות בשלוש שנים נוספות), התומכת ביציבות תנאי הסחר ובהמשך הצמיחה באמצעות פיתוח מוצרים חדשים. מנגד, להערכתנו, התלות ב-GREE מהווה נדבך מרכזי בפרופיל הסיכון של החברה. הריכוזיות העסקית בחברה הינה גבוהה נוכח פעילות בסגמנט יחיד, כאשר יציבות הביקושים ומעמדה החזק של החברה בענף ממתנים סיכון זה.

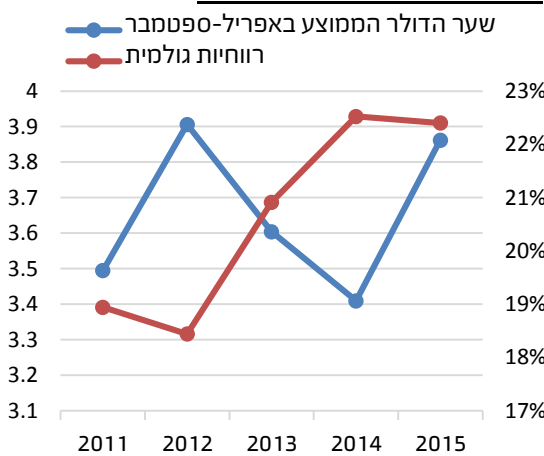
<sup>1</sup> הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, 13 באוקטובר 2015:

[http://www.cbs.gov.il/reader/newhodaot/hodaa\\_template.html?hodaa=201515267](http://www.cbs.gov.il/reader/newhodaot/hodaa_template.html?hodaa=201515267)

תרחיש הבסיס של מידרוג צופה המשך צמיחה מתונה בהכנסות החברה הנשענת על שימור נתח שוק לצד הגידול הטבעי במספר משקי הבית, תוספת מתונה של יחידות דיור חדשות וצפי להמשך הגידול בצריכה הפרטית במשק,<sup>2</sup> וזאת תוך תנודתיות מסוימות משנה לשנה, כתלות בהשפעות אקלימיות חד-פעמיות כגון קיץ חם במיוחד, ובמידה פחותה חורף קר במיוחד. בטווח הזמן הקצר, הביקושים עשויים לרדת נוכח האפשרות כי הוקדמו רכישות במהלך קיץ 2015 שהיה חם מהרגיל.

### רמת הרווחיות גבוהה יחסית אולם חשופה לעונתיות ולשערי החליפין

הקשר בין שער החליפין הממוצע בחודשים אפריל-ספטמבר לרווחיות הגולמית השנתית:



החל משנת 2013 החברה מציגה שיפור ברווחיות הגולמית בתחום מיזוג האוויר, המושפעות בעיקר משיפור תנאי הסחר מול ספק המזגנים GREE. שער החליפין שקל/דולר הינו פרמטר אקסוגני בעל מתאם שלילי בין פחות בשער החליפין של השקל ורווחיותה הגולמית של החברה, כאשר החל משנת 2013 לחברה מדיניות גידורים המצמצמת במידת מה את החשיפה לשע"ח. נוכח חידוש הסכם ההתקשרות עם GREE, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי הרווחיות הגולמית של החברה אינה צפויה להשתנות באופן מהותי, כאשר זו חשופה לשינויים בשער החליפין של הדולר, בעיקר בין אפריל לספטמבר, אז מתבצעים עיקר התשלומים בגין רכישת מלאי המזגנים לקראת חודשי הקיץ.

שיעור הרווחיות התפעולית בתחום מיזוג האוויר נמצא אף הוא במגמת שיפור החל משנת 2013, נוכח הגידול בהיקף המכירות וכן בשל מהלכי התייעלות בחברה אשר כללו, בין היתר, מעבר למשרדים מהרצליה פיתוח לאזור סגולה בפתח תקווה. רווחיותה התפעולית של החברה עשויה לנוע בטווח רחב יחסית של 6.0%-9.0% בכפוף לשיעור המכירות ושער החליפין, כאשר תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי הרווחיות התפעולית של החברה צפויה להישאר מעל 7.0% ולתמוך בגידול בתזרימי המזומנים של החברה. אנו מעריכים גם צמצום בהפסדים מפעילות מופסקת בתחום מוצרי החשמל במהלך שנת 2016.

### ירידה ברמת המינוף ושיפור יחסי הכיסוי מפצים על הריכוזיות העסקית

היציאה מתחום שיווק מוצרי החשמל הביאה לקיטון נטו בצרכי ההון החוזר בסך של 81 מיליון ₪ ו-44 מיליון ₪, בשנת 2014 ובתשעת החודשים הראשונים של שנת 2015, אשר שימשו להקטנת החוב הבנקאי. כך, במהלך השנתיים האחרונות פרעה החברה חוב בנקאי בסך 165 מיליון ₪, ונכון ליום 30.09.2015 חובה הפיננסי של החברה מסתכם בכ-103 מיליון ₪, וכולל 100 מיליון ₪ אגרות חוב שהונפקו במהלך שנת 2014. הקיטון המשמעותי ברמת המינוף בא לידי ביטוי ביחס חוב לקאפ, שעומד נכון ליום 30.09.2015 על כ-42.3%, לעומת 68.0% בתקופה המקבילה אשתקד. יצוין, כי במסגרת היציאה מתחום שיווק מוצרי החשמל ביצעה החברה הפחתת

<sup>2</sup> תחזית בנק ישראל צופה צמיחה בהיקף הצריכה הפרטית בשיעורים של 5.0% ו-4.2% בשנים 2015 ו-2016, בהתאמה. תחזית משרד האוצר צופה צמיחה בהיקף הצריכה הפרטית בשיעור 3.3% בשנת 2015 ובשנת 2016 גם-כן.



ערך מוניטין ומימוש של נכסים בלתי-מוחשיים כך שחלקו הארי של הון החברה הנוכחי הינו הון מוחשי, עובדה התורמת לאיתנותה.

החברה מנכה חלק משמעותי מיתרת הלקוחות שלה, פעולה אשר מקטינה את סך המאזן ומשפרת את יחסי המינוף. נכון ליום 30.09.2015 ימי הלקוחות בנטרול ניכיון הלקוחות עמדו על כ-141 (לעומת כ-93 מאזני) בהשוואה ל-192 בתקופה המקבילה אשתקד. ימי המלאי ירדו אף הם בשל הפסקת פעילות שיווק מוצרי החשמל ולאחר שהושפעו לרעה בשנתיים האחרונות מהחולשה במגזר מוצרי החשמל. נכון ליום 30.09.2015, החברה מציגה יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDAR ויחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFOR של 1.5 ו-2.0, בהתאמה, וזאת בהשוואה ליחסים של 3.8 ו-5.0 בתקופה המקבילה אשתקד (כאשר יחסים אלו אינם כוללים הפסדים בגין פעילות מופסקת).

להערכתנו, יחסי הכיסוי הנוכחיים עשויים להאט בשל ירידה מתונה בהיקף ההכנסות נוכח הקיץ החם של שנת 2015 שייתכן והביא, כאמור, להקדמת רכישות "על חשבון" שנת 2016. כך, יחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDAR ויחס כיסוי חוב פיננסי ל-FFOR צפויים לנוע סביב 2.5 ו-3.0, בהתאמה. יחסים אלו מבטאים שיפור משמעותי לעומת יחסי הכיסוי בשנים קודמות ואינם הולמים את הדירוג הנוכחי של החברה. במסגרת זאת, תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך גידול מסוים בחוב הפיננסי על רקע זכייתה של החברה במרכז להתייעלות אנרגטית של בתי החולים הממשלתיים.

#### **אסטרטגיית צמיחה בתחומים סינרגטיים יכול ותוביל להשקעות נוספות ולהגדלת חוב**

החברה מבצעת השקעות ריאליות בתחומים סינרגטיים, בדגש על תחום ההתייעלות האנרגטית. כך, במהלך שנת 2014 השקיעה החברה כ-7.2 מיליון ₪ בחברת עין ורד מערכות (enVerid Systems), המפתחת ומייצרת מערכות לטיפול באוויר ולחיסכון באנרגיה במערכות מיזוג אוויר מרכזיות. בשנת 2016, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החברה צפויה להשקיע מהונה העצמי סכום של כ-10-15 מיליון ₪ במסגרת הזכייה במרכז להתייעלות אנרגטית של בתי החולים הממשלתיים. אנו מעריכים כי החברה, בהתאם לאסטרטגייה העסקית שלה, בוחנת השקעות נוספות בתחומים סינרגטיים, מה שעשוי להוביל להגדלת רמת המינוף. בהקשר זה, יצוין כי ביוני 2015 הודיעה החברה על התקשרות במזכר הבנות לרכישת מלוא הון המניות המונפק של סופרגז חברת גז ישראלית להפצת גז בע"מ, אולם המגעים בין הצדדים לא התגבשו לכדי הסכם ומזכר הבנות האמור בוטל.

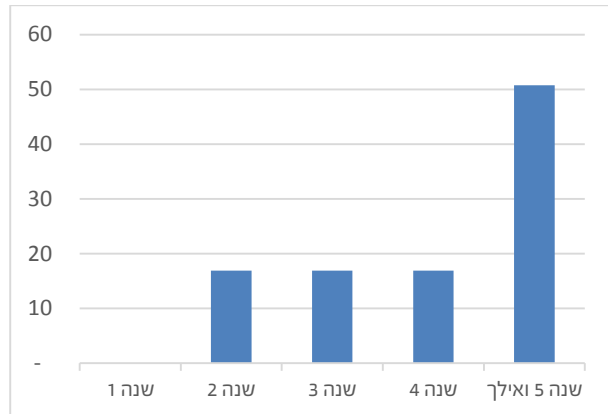
#### **נזילות גבוהה, נוכח תזרים מזומנים חופשי משמעותי, מסגרות אשראי פנויות ולוח סילוקין נח**

החברה הציגה בשנים 2014-2015 תזרים מזומנים חופשי גבוה שנבע מגידול במקורות החברה מפעילות, מימוש תחום מוצרי החשמל הלבנים וקיטון בצרכי ההון החוזר. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה צפויה להציג תזרים מזומנים חופשי בהיקף משמעותי גם בשנים 2016-2017, הנשען על המשך הקיטון בהפסדים בתחום שיווק מוצרי החשמל, ירידה בהוצאות המימון בשל הקיטון בחוב ונוכח צרכי השקעות שוטפים נמוכים יחסית בהיקף של כ-5.0 מיליון ₪ בשנה. במהלך שנת 2014 החברה שינתה את מדיניות הדיבידנד לחלוקה של עד 50% מהרווח הנקי, חלף מדיניות הדיבידנד הקודמת לפיה חילקה החברה קרוב ל-100% מהרווח הנקי השנתי. אנו מניחים כי החברה תתמיד במדיניות זו. לפיכך, אנו צופים כי לחברה ינבעו עודפי מזומנים שימשו כנזכר לעיל, להשקעות חדשות בעתיד הנראה לעין.

בהתאם למאפייני הפעילות של החברה כחברת סחר, נזילותה מושתתת על יכולתה לגלגל את מימון נכסיה השוטפים (בעיקר יתרת לקוחות ויתרת מלאי) באמצעות מימון בנקאי לז"ק. נכון ליום 30.9.2015 לחברה מסגרות אשראי פנויות בהיקף משמעותי של 370 מיליון ₪, כמחציתן חתומות, מתוכן ניצלה החברה כ-115 מיליון ₪ (כ-31%) בלבד בעיקר לצרכי אשראי דוקומנטרי, אשראי ספקים, וכן לטובת ערבויות.

נזילות החברה נשענת גם-כן על לוח סילוקין נח יחסית של אגרות החוב אותן תתחיל לפרוע בשנת 2017 (תשלום קרן שנתי של כ-16.6 מיליון ₪).

**תדיראן (מאוחד): לוח סילוקין בגין התחייבויות לזמן ארוך ליום 30.09.2015 במיליוני ₪:**



**אופק הדירוג**

**גורמים שיכולים להוביל לשיפור הדירוג:**

- הגדלת הפיזור העסקי של פעילות החברה וצמצום התלות הבלעדית בתחום המזגנים
- הורדה נוספת ביחסי הכיסוי ועיבוי ההון העצמי

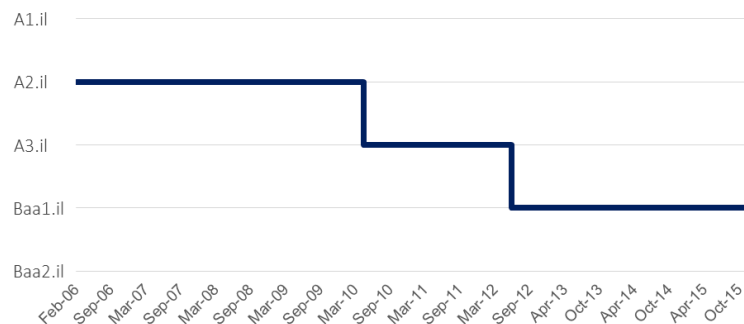
**גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:**

- שחיקה מהותית בנתחי השוק בתחום המזגנים
- ביצוע השקעות מהותיות המאופיינות ברמות סיכון גבוהות

**אודות החברה**

תדיראן הולדינגס בע"מ, באמצעות תאגידיה בבעלותה המלאה, עוסקת בעיקר בייבוא, ייצור, שיווק והפצת מזגני אוויר ומערכות מיזוג אוויר לשוק הביתי, המסחרי והתעשייתי, תחת המותגים Amcor, Toshiba, ו-Tadiran, וכן פועלת להרחבת פעילותה בתחום ההתייעלות האנרגטית ובתחומים משיקים ומשלימים לעסקי הליבה. כמו כן, לחברה פעילות בתחום יבוא ושיווק מוצרי חשמל תחת מותגים בבעלותה, כגון Amcor, Tadiran, ו-Crystal, כאשר החברה הודיעה על כוונתה לצאת מתחום פעילות זה והיא פועלת ליישום החלטה זו. החברה פועלת החל משנת 1989 וניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לני"ע בתל אביב החל משנת 1991. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד - מנכ"ל החברה, המחזיק כ-74% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה.

**היסטוריית דירוג**





## דוחות קשורים

[תדיראן הולדינגס בע"מ - מעקב, מאי 2015](#)

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים דוח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)

תאריך הדוח: 28.12.2015



## מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

## סולם דירוג התחייבויות

### סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים B.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטה 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 המדרגים C.il מציגים, על פי שיפוטה 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").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

#### אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בעבר. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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 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. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים ינקוט זהירות ראויה ויבצע את הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמין, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמין, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, גם אם נמסרה להם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות נזק או הפסד כאמור לעיל, לרבות אך לא רק, בגין: (א) כל אבדן רווחים בהווה או בעתיד; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מכך שהמכשיר הפיננסי הרלוונטי לא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה החוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה בשליטתם ובין אם לאו.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס Moody's (להלן: "מודייס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה, יש לפנות לעמודים הרלוונטיים באתר האינטרנט של מידרוג, שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.