



תדיראן הולדינגס בע"מ

פעולת דירוג | מאי 2014

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

איש קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

תדיראן הולדינגס בע"מ

אופק דירוג: חיובי	Baa1	דירוג סדרה
-------------------	------	------------

מידרוג מציבה דירוג Baa1 באופק חיובי לסדרת איגרות חוב¹ שמתכוונת להנפיק תדיראן הולדינגס בע"מ ("תדיראן" או "החברה"), בהיקף של עד 100 מיליון ש"ח ערך נקוב. תמורת ההנפקה תשמש למיחזור חוב קיים וכן לפעילות העסקית השוטפת של החברה ולהערכתנו, גם להשקעות ריאליות.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29.05.2014. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במעמדה החזק בענף המזגנים בישראל, המהווה את מגזר פעילותה העיקרי (כ-70% מהמכירות בשנת 2013) ונשען על מותג חזק בבעלות החברה. החברה השיגה נתחי שוק של מעל 30% בשלוש השנים האחרונות, כאשר בשנת 2013 הציגה החברה עלייה לנתחי שוק של בין 37%-39%. מנגד, החברה תלויה באופן מהותי במכירותיה במגזר זה, המאופיין בעונתיות חזקה ובתנודתיות ברמת הביקושים, בין היתר, על רקע שינויים במזג האוויר. החברה פועלת מול ספק מרכזי בתחום המזגנים, תוך שהיא תלויה באיכות הייצור ושרשרת האספקה של יצרן זה ובתנאי הסחר מולו.

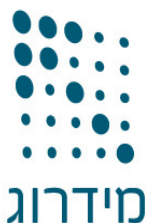
לחברה נתחי שוק משמעותיים, של כ-10%, גם בתחום מוצרי החשמל הלבנים והינה שחקנית משמעותית בענף, אך חלקה בשוק נמצא במגמת ירידה. תחום המוצרים הלבנים אינו תורם לרווחיות בשנים האחרונות. ענף מוצרי החשמל בישראל מאופיין, להערכתנו, בסיכון בינוני-גבוה. הדבר נובע בעיקר מרמת התחרות הגבוהה, המושפעת, בין היתר, מגידול בשטחי המסחר, מחסמי כניסה נמוכים ויבוא מקביל ומסטנדרטיזציה של המוצרים בפלח השוק המרכזי. חסמי הכניסה מושפעים, בין השאר, מנגישות לאשראי לצורך מימון הון חוזר וגמישות המחיר של היבואנים והמשווקים.

להערכתנו, פעילות החברה בענף בשנת 2014 תאופיין בהאטה בקצב המכירות, בעיקר במגזר הלבנים (כפי שניכר בתוצאות הרבעון הראשון של 2014), נוכח ירידה בביקושים למוצרים ברי קיימא וכן נוכח מיצוי ביקושים בתחום המקררים בעקבות מכרזי הגריטה בשנתיים האחרונות. במגזר המזגנים אנו מעריכים צמיחה מתונה של 2% וזאת בנטרול הכנסות שנבעו בשנת 2013 ממכרז גריטה. אנו לא מניחים תרומה תפעולית במגזר הלבנים ובמגזר המזגנים מעריכים שחיקה קלה ברווחיות בהשוואה לשנת 2013. יש לציין, כי רווחיות החברה חשופה במידה מהותית לתנודתיות בשער החליפין של הדולר. להערכתנו, החברה תציג בשנת 2014 EBITDA בטווח התחתון של תחזיותינו הקודמות, בין 50-55 מיליון ש"ח, לעומת כ-66 מיליון ש"ח בשנת 2013.

רמת המינוף של החברה הינה גבוהה יחסית, אך החברה הציגה שיפור מסוים באיתנות הפיננסית בשלושת הרבעונים האחרונים ועלייה לשיעור הון למאזן מעל ל-20%. איתנותה הפיננסית של החברה מושפעת, בין היתר, מחלוקת דיבידנדים שוטפת.

להערכתנו, החברה בוחנת ביצוע השקעות ריאליות בתחומים סינרגטיים, בהיקפים מהותיים יחסית. ביום 26.05.14 דיווחה החברה כי היא הגישה הצעה למכרז של משרד הבריאות, בקשר להתייעלות אנרגטית בבתי חולים בישראל, הכולל השקעות בהיקף שאינן צפויות לעלות על כ-100 מיליון ש"ח. חלקה של החברה בפרויקט צפוי להיות 50%, לאחר שחתמה על הסכם שיתוף פעולה עם חברה זרה המתמחה בתחום המכרז. השקעה שבוצעה לאחרונה, בהיקף פחות

¹ ביום 22 לאפריל 2014 אגרות החוב של החברה שהיו במחזור (סדרה 1) נפרעו במלואן.



מהותי, הינה בחברת עין ורד מערכות (enVerid Systems), המפתחת ומייצרת מערכות לחיסכון באנרגיה במערכות מיזוג אוויר מרכזיות, בהשקעה כוללת של כ-1.2 מיליון דולר. אנו נבחן את ההשפעה של השקעות עתידיות מהותיות על דירוג החברה, על פי רמת הסיכון של כל השקעה, בעת הרלוונטית. בנוסף, אנו מצפים לריסון בשיעור חלוקת הדיבידנד, ביחס לשנים האחרונות, נוכח גיוס החוב וכוונת החברה לביצוע השקעות חדשות ועל מנת לחזק את ההון העצמי. לאור זאת, אנו מתנים את העלאת הדירוג, בין השאר, בשיעור חלוקת דיבידנדים שלא יעלה על 50% מהרווח הנקי השנתי, כל עוד החברה ברמת המינוף הנוכחית.

הגמישות הפיננסית של החברה הינה במגמת שיפור, ולחברה מסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף מהותי. להערכתנו, גיוס האג"ח הנוכחי צפוי להביא להקטנה נוספת של ניצול מסגרות האשראי הבנקאיות, לטווח הזמן הקצר-בינוני.

אופק הדירוג החיובי, אשר הוצב בחודש דצמבר 2013, נתמך בהערכתנו להמשך השיפור באיתנות הפיננסית של החברה ושמירה על בסיס EBITDA גבוה, יחסית לשנים קודמות. יחד עם זאת, נשקול להוריד את אופק הדירוג ליציב במידה ובה תבצע החברה השקעות מהותיות שאנו נעריך כי הן בעלות סיכון גבוה יותר מזה של פעילות הליבה, הרעה ברווחיות מגזר החשמל או חלוקת דיבידנד נרחבת. שמירה על מעמד עסקי חזק בתחום המזגנים ועל רווחיות טובה, מיתון בשיעור חלוקת הדיבידנד, כמפורט לעיל, ושיפור של ממש באיתנות הפיננסית עשויים להוביל להעלאת הדירוג.

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

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	Q1 2013	Q1 2014	
729	715	834	859	184	164	הכנסות
26	20	35	55	7	6	רווח תפעולי
9	(9)	9	36	1	3	רווח נקי
111.5%	-1.9%	16.6%	2.9%	13.8%	-11.1%	% שינוי במכירות
21.1%	18.9%	18.4%	18.4%	18.8%	21.1%	% רווח גולמי
3.6%	2.8%	4.2%	6.4%	4.0%	3.9%	% רווח תפעולי
158	285	279	278	253	254	חוב פיננסי ברוטו
114	96	105	118	97	118	הון עצמי
57.4%	73.9%	72.0%	71.0%	71.5%	69.0%	חוב ל-Cap
35	29	46	66	10	8	EBITDA
16	3	20	49	5	5	FFO
36	(111)	7	20	49	48	CFO
174	181	181	191	214	220	ימי לקוחות - מותאם ניכיון
89	51	47	43	108	90	ימי אשראי ספקים
94	123	86	92	128	124	ימי מלאי
5.2	9.4	6.3	4.7	5.1	4.6	חוב ל-EBITDAR
10.5	40.5	13.5	6.4	10.0	6.0	חוב ל-FFOR

תדיראן הולדינגס - תוצאות מגזרים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	Q1 2013	Q1 2014	
הכנסות מחיצוניים						
431	459	539	606	107	118	שיווק וייצור מזגנים
299	257	295	252	77	46	שיווק וייצור מוצרי חשמל
רווח (הפסד) תפעולי לפני אחרות						
16.6	24.5	28.5	59.3	7.6	7.5	שיווק וייצור מזגנים
9.0	(4.9)	6.3	(4.3)	(0.3)	(1.1)	שיווק וייצור מוצרי חשמל
שיעור רווח (הפסד) תפעולי לפני אחרות						
4%	5%	5%	10%	7%	6%	שיווק וייצור מזגנים
3%	(2%)	2%	(2%)	(0%)	(2%)	שיווק וייצור מוצרי חשמל

אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- ייצוב הפעילות והרווחיות במגזר מוצרי החשמל הלבנים, תוך שמירה על נתחי שוק בענף המזגנים
- שיפור מהותי באיתנות הפיננסית של החברה
- שמירה על שיעור חלוקת דיבידנד עד 50% מהרווח הנקי, כל עוד לא חל שיפור מהותי ברמת המינוף
- שמירה לאורך זמן על יחס כיסוי חוב פיננסי ברטו ל-EBITDA מתחת ל-5.5x

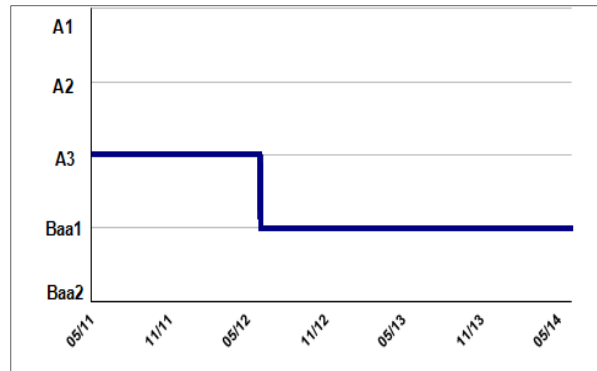
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה מהותית בנתחי השוק בתחומי הליבה
- ביצוע השקעות מהותיות המאופיינות ברמות סיכון גבוהות
- חלוקת דיבידנדים מהותית אשר תוביל לפגיעה בהון החברה

אודות החברה

תדיראן עוסקת בעיקר ביבוא, שיווק, הפצה ומכירה של מזגני אוויר תחת המותגים "Tadiran", "Amcor", "Toshiba" ו-"Carrier" וכן של מוצרי חשמל לשימוש ביתי תחת המותגים "Crystal", "Amcor", "Tadiran", "AEG", "Blomberg", "Amana", "Viking", "KitchenAid", ו-"Spectra". בנוסף, החל משנת 2012 החלה החברה ביבוא, שיווק והפצה של מוצרי חשמל "קטנים" לשימוש ביתי ובבניית תמהיל מוצרים "קטנים" רחב תחת המותגים קריסטל, אמקור, AEG, תדיראן וספקטרה. כמו כן, לחברת פעילות ייצור מצומצמת של מזגנים במפעל בעפולה. עיקרן המכריע של מכירות הקבוצה כיום הינן לשוק הישראלי.

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-74.4% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה.



דוחות קשורים

[תדיראן הולדינגס בע"מ - דוח מעקב, דצמבר 2013](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)

[מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים, נובמבר 2010](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 29.05.2014

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

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. 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 במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.