

# דלתא גליל תעשיות בע"מ<sup>1</sup>

מעקב | פברואר 2025

## אנשי קשר:

חיריעני, רו"ח  
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[Hriany@midroog.co.il](mailto:Hriany@midroog.co.il)

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

<sup>1</sup> מר שלמה שרף מכהן כדח"צ בדלתא גליל תעשיות בע"מ וכן מכהן כדח"צ במידרוג בע"מ. אין למר שרף כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על-ידי מידרוג בע"מ.

## דלתא גליל תעשיות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il למנפיק ולאגרות חוב (סדרות א' ו-ו') שהנפיקה דלתא גליל תעשיות בע"מ (להלן "החברה").  
אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.08.2028	יציב	Aa3.il	6270144	א'
31.12.2026	יציב	Aa3.il	6270193	ו'

### שיקולים עיקריים לדירוג

- שנת 2024 התאפיינה בהתאוששות מאקרו-כלכלית קלה, אשר נתמכת בעיקרה משיפור בשיעורי התעסוקה, עליות בשכר הריאלי, התמתנות האינפלציה בעוד שהריביות הריאליות נשמרות גבוהות, בו בזמן שהסביבה הגאופוליטית נותרת לא יציבה. בעוד שמספר מדינות בעולם נוקטות בצעדים להגבלת יבוא, כשהגבלות אלה גוררות עלייה במחירי הייבוא ובהוצאות הייצור ומורידות את רמת החיים של צרכנים, ההקלה בסביבה האינפלציונית והגידול בשיעורי התעסוקה והשכר הריאלי, תורמים ומעודדים לצריכה פרטית. האמור תרם לעלייה במכירות החברה, שהסתכמו בתשעת החודשים הראשונים של 2024 בכ-1,446 מ' דולר לעומת כ-1,349 מ' דולר בתקופה המקבילה אשתקד.
- החברה פועלת בענף ההלבשה העולמי, המאופיין על ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה המעיב על דירוג החברה, בשל תחרות גבוהה ולחצי מחירים נמשכים, חשיפה בינונית למחזורית הכלכלית, עונתיות וחשיפה למחירי הכותנה. Moody's אשררה אופק יציב לענף במאי 2024<sup>2</sup>, בזכות שיפור ברווחים ו-EBIT המתואם בין היתר בשל שיעורי אבטלה נמוכים, עלייה בשכר הריאלי וירידה בשיעורי האינפלציה אשר צפויים להשפיע לטובה על היקפי הצריכה הפרטית. פרמטר נוסף שמודיס מציינת הנו ייצוב רמות המלאי בשנת 2024, וזאת לאחר שבשנת 2023 רמות המלאים היו גבוהות. על אף המשתנים החיוביים, Moody's מדווחת כי עלויות המחייבה מעיבות על ההכנסה הפנויה של צרכנים, ורבים נשענים על אשראי על מנת לממן את הוצאותיהם.
- דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי חזק, המתאפיין בהיקף פעילות משמעותי, לקוחות מובילים בתעשייה במגוון פלחי שוק מבוזרים, פיזור שווקים גיאוגרפיים, ערוצי הפצה מגוונים, פיזור מותגים וקשרים עסקיים חזקים עם מרבית לקוחותיה העיקריים לאורך שנים. החברה מרחיבה ומחזקת את בסיס המותגים שברשותה באמצעות רכישות אסטרטגיות ויצירת קשרים עסקיים חדשים דרך הסכמי זיכיון. בשנת 2024, רכשה החברה את המותג Passionata המתמחה בהלבשה תחתונה לנשים, מותג זה עתיד לסייע לחברה להתרחב לשווקים חדשים ולהתבסס בקיימים, ולהגדיל את בסיס המוצרים של החברה. כמו כן, החברה החלה השנה לשווק מוצרים תחת שלושה הסכמי זיכיון חדשים, Florence By Mills, Polo Bath & Body ו-Ralph Lauren ו-Lauren וכן החלה בפעילות קמעונאית תחת זיכיון חדש של המותגים Victoria's Secret ו-Bath & Body works בישראל. נוכחות מותגים אלו צפויה לתרום רבות להיקף פעילות החברה. בין לקוחותיה הגדולים של החברה, נמנים

<sup>2</sup> [Retail and Apparel – "Outlook is stable as cautious consumers contend with higher prices" by Moody's](#)

Walmart ו-NIKE, SKIMS, המובילים בקטגוריה שלהם, כאשר הקשר עם לקוחות אלו הינו חזק וארוך טווח. יכולת החברה לנהל קשרים עם מותגים מסדר גודל זה לאורך שנים מחזק להערכתנו את הפרופיל העסקי שלה.

- בתשעת החודשים הראשונים של השנה רשמה דלתא צמיחה בהכנסות של כ-7.2% לעומת תקופה מקבילה אשתקד, בין היתר נוכח צמיחה בהכנסות Splendid ו-Schiser במגזר מותגים, יחד עם צמיחה אורגנית לצד כניסת מותגים חדשים במגזר דלתא ישראל. נציין כי שנת 2023 הושפעה מתוצאות חלשות בעיקר נוכח ירידה בפעילות החברה והצטברות מלאים אצל לקוחות הקצה. אנו מעריכים כי החברה תסיים את שנת 2024 עם הכנסות בהיקף של כ-2,050-1,950 מ' דולר (גידול של כ-8% ביחס לשנת 2023). מגזרי הפעילות דלתא ישראל ומותגים פרטיים (Private Label) הינם המגזרים בעלי הצמיחה המשמעותית ביותר בהיקפי ההכנסות, בעוד ש"אחרים" אשר כולל בתוכו את Bare Necessities ממשיך להעיב על תוצאות החברה.
- החברה רשמה שיפור ברווחיות הגולמית בתשעת הרבעונים הראשונים של שנת 2024 נוכח ירידה ברמות המלאים וקיטון ברכש מקבלני משנה, ויחד עם שיפור בתמהיל הלקוחות ועלייה ביעילות התפעולית ובניצולת של מפעלי החברה תרמו לעלייה בשיעור הרווחיות התפעולית לכ-8.2% (לעומת 6.8% בתקופה המקבילה אשתקד). הרווחיות נתמכת בעיקר במגזר מותגים פרטיים (14.6%) וכן בשיפור תמהיל מוצרים וגידול בביקושים שהוביל להפחתת הנחות בדלתא ישראל (16.6%). אנו מעריכים כי שיעור הרווחיות התפעולית יסתכם בשנים 2024-2025 בטווח של 8.0%-9.0% (לעומת כ-8.9% בממוצע בשנים 2021-2023).
- תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2025 מניח, בין היתר: 1. שמירה על רמות מלאי סבירות אצל לקוחות החברה באופן הצפוי לתמוך בביקושים וברווחיות החברה. 2. גידול של כ-3.0%-5.0% במכירות החברה ביחס לשנת 2024, בעיקר מהמשך צמיחה של פעילויות חדשות במגזר מותגים (Polo Ralph Lauren, Florance by Mills, ועוד), פתיחת חנויות חדשות, רישיונות להפצת מותגים חדשים, צמיחה אורגנית בעיקר בפעילות Schiesser ובדלתא ישראל, ו-Seven for all mankind, לצד גידול במכירות ללקוחות הגדולים (Nike ו-Skims), ומנגד שחיקה בהיקפי המכירות באונליין תחת "אחרים". 3. שיעור הרווחיות התפעולית של החברה צפוי להסתכם בטווח של כ-8.0%-9.0%. 4. הוצאות מימון נטו של כ-45-40 מ' דולר בשנה. 5. השקעות הוניות בהיקף של כ-140-130 מ' דולר, בין היתר לצורך המשך פיתוח מרכז לוגיסטי רובוטי מתקדם בישראל ובאר"ב, המשך פתיחת חנויות של המותגים החדשים בישראל ושל Schiesser בגרמניה וכן לצורך הטמעת מערכות ERP בחברה ובחברות הבנות. 6. חלוקת דיבידנד של כ-30% מהרווח הנקי.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ההכנסות של החברה בשנת 2025 צפויים להסתכם בהיקף של 2,000-2,100 מ' דולר, שכולט לחיוב לרמת הדירוג. אנו מעריכים צמיחה מתונה מזו שהוצגה בשנת 2024 עם סיום הטמעת המותגים החדשים. להערכת מידרוג, שיעור הרווחיות התפעולית בשנת 2025 צפוי להיות סביב 8.0%-9.0% כאשר מחד הרווחיות נתמכת בשיפור בתמהיל הלקוחות ושיפור בתהליכי הייצור שהחברה ביצעה בשנים האחרונות, לרבות הרחבת והעברת מפעלים, ומאידך המשך הפסד תפעולי בפעילות האונליין של החברה תחת "אחרים".
- להערכת מידרוג, היקף ה-EBITDA צפוי להסתכם בטווח של 260-290 מ' דולר בכל אחת מהשנים 2024-2025. יחס הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA צפוי להיות בשנים 2024-2025 בטווח של 1.7-2.2 (לעומת 2.0 ב-12 החודשים האחרונים ליום 30.09.2024). יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון (LTM) ל-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2024 נאמד בכ-4.3 לעומת 3.8 בתקופה המקבילה אשתקד, לאור עלייה מסוימת ברווחיות התפעולית וללא שינוי מהותי בהוצאות מימון נטו בתקופה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי להישמר גם בשנת 2025 ולהסתכם בטווח של 4.0-4.5.
- המדיניות הפיננסית של החברה הולמת לרמת הדירוג. מדיניותה הפיננסית של החברה הוכחה לאורך זמן כיציבה ושמרנית, עמידה טובה בתחזיות ושקיפות גבוהה בהתנהלותה, והיא הפגינה בעבר יכולת במיזוג והטמעה של חברות חדשות, שימור

פרמטרים פיננסיים חיוביים ועמידות בפני משברים פיננסיים. מידרוג רואה במאפיינים אלו כמאפיינים חיוביים התורמים לרמת הדירוג.

- נזילותה של החברה טובה ונתמכת ביתרות נזילות של כ-108 מ' דולר ליום 30.9.2024 וכן במסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות בהיקף של כ-287 מ' דולר לאותו מועד. החברה עומדת במרחק מספק באמות מידה פיננסיות למול המממנים השונים.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג ליציבות בגורמי המפתח בדירוג בהתאם לתרחיש הבסיס תוך שמירה על הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן

#### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה בשיעורי הרווחיות של החברה לאורך זמן
- מיזוגים ורכישות שיש בהן להעלות את רמת הסיכון העסקי ו/או את מינוף החברה

#### דלתא גליל תעשיות בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני דולר \*

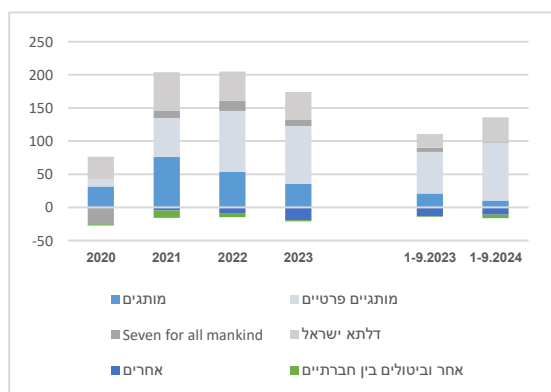
FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	1-9/2023	1-9/2024	
1,446	1,951	2,032	1,858	1,349	1,446	סך הכנסות
4.2%	9.7%	9.0%	7.8%	6.8%	8.2%	שיעור רווח תפעולי
4.6	1.9	2.3	2.3	2.3	2.0	חוב פיננסי מותאם ברוטו / EBITDA (LTM)**
1.6	*** 5.0	4.9	3.8	3.1	3.8	רווח תפעולי להוצאות מימון נטו
28.2%	36.6%	38.4%	43.0%	41.5%	41.9%	הון עצמי/ סך מאזן

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה

\*\* חוב פיננסי מותאם כולל, בין היתר, התחייבות בגין חכירה וחוב בגין רכישת מכונות.

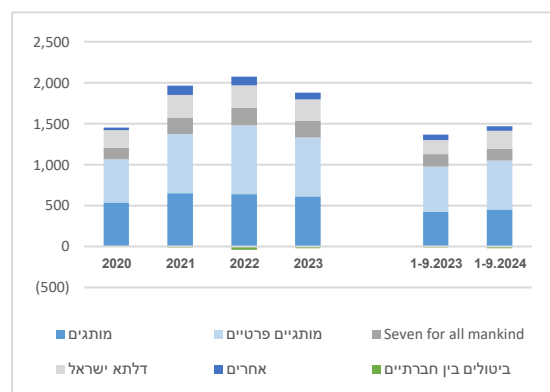
\*\*\* הוצאות המימון בשנת 2021 כוללות הפסד חד פעמי בסך של כ-5 מ' דולר בגין פדיון מוקדם של אג"ח.

תרשים 2: התפתחות הרווח התפעולי לפי מגזרי פעילות, במיליוני דולר



מקור: דוחות החברה ליום 30.09.2024 עיבוד: מידרוג

תרשים 1: התפתחות הכנסות לפי מגזרי פעילות, במיליוני דולר



מקור: דוחות החברה ליום 30.09.2024 עיבוד: מידרוג

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

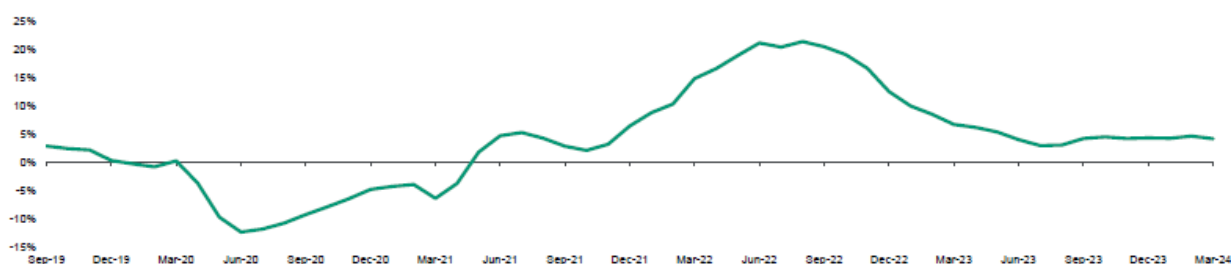
## סביבת פעילות המתאפיינת בסיכון עסקי גבוה ותחרותיות גבוהה; תחזית יציבה לענף

הסיכונים האינהרנטיים להם חשופה החברה בענף ההלבשה כוללים: חסמי כניסה נמוכים יחסית ומספר גבוה של מתחרים חזקים ואיכותיים, תלות בקבלני משנה, חשיפה למחירי הסחורות ושכר עבודה והשפעתם על הרווחיות. בין המגמות העיקריות בשנים האחרונות בענף ניתן לציין מעבר לרכישות דרך האון-ליין על חשבון חלק מהחנויות הפיזיות, מעבר לייצור חכם, המתבסס על פיתוח בדים ומוצרים חדשים ומתוחכמים, והעברת ייצור לקבלני משנה בטורקיה, מצרים ובמזרח הרחוק (סין, אינדונזיה, תאילנד, סרי לנקה, הודו, בנגלדש ועוד). לצד התייקרות עלות השכר במדינות אלו וניהול רמות המלאי ושרשראות האספקה.

ענף ההלבשה העולמי (Global Apparel) כולל חברות הפועלות בתחומי העיצוב, הייצור, השיווק וההפצה של מוצרי הלבשה מגוונים, בדרך כלל בשילוב אמצעי ייצור במספר מדינות ברחבי העולם. הענף כולל יצרניות הלבשה בקבלנות משנה, חברות הפצה ושיווק, תאגידי אופנה המחזיקים במותגי אופנה ורשתות קמעונאיות, כאשר מרבית השחקניות פועלות ביותר מסגמנט יחיד. להערכת מידרוג, ענף ההלבשה העולמי מאופיין בסיכון עסקי גבוה, כתלות במאפייני המוצרים הסופיים ובסגמנט הפעילות לאורך שרשרת הערך הענפית. הענף חשוף להערכתנו במידה בינונית למחזוריות הכלכלית, בהתאם לקטגוריית המוצרים והביקוש. התחרות בענף גבוהה ומשליכה לשלילה על גמישות המחיר של המתחרות בו. מידרוג מעריכה כי חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך בענף אינה מאוזנת ומוטה לטובת הרשתות הקמעונאיות הגדולות בענף, וכן לטובת חברות אופנה בינלאומיות בעלות המותגים, ולרעת קבלניות המשנה ויצרניות ההלבשה. החדירה הגבוהה של מכירות האון-ליין לענף ההלבשה, בעוצמה גבוהה יחסית לענפי צריכה אחרים, מעצימה את הלחצים התחרותיים.

במאי 2024, Moody's אשררה תחזית יציבה לענף, כאשר תוצאות החברות בענף לשנת 2023 היו גבוהות מהאומדנים, בעיקר לאור איזון רמות המלאי והכנסות גבוהות מהצפוי בתקופות החגים. תחזית Moody's לשנת 2024<sup>3</sup> הינה צמיחה מתונה של בין 1%-3% בהכנסות וברווח התפעולי (ללא פעילות אונליין), כאשר הענף עדיין נמצא בתהליכי התאוששות משנים 2022-2023.

תרשים 3: שינוי ברמות המלאי בארה"ב 2019-2023



מקור: Federal Reserve Bank of St. Louis; עיבוד: Moody's

להערכת מודי's, הסיכונים בענף כוללים בין היתר, רמות ריבית גבוהות בטווח הבינוני, אינפלציה מתמשכת וחשש מהחמרה בסביבה הגאופוליטית. סיכונים אלו עלולים ליצור מצוקה בקרב צרכנים ובכך להשפיע על הצריכה הפרטית.

יצוין כי עיקר הכנסות דלתא נובע מקטגוריית הלבשה תחתונה, גרביים, פיג'מות והלבשת נוחות ופנאי, שהן בעלות ביקושים יציבים יחסית, וצומחות בקצב גבוה יותר מהמוצע הענפי, אם כי נמצאות בקטגוריה תחרותית מאוד. מוצרי החברה מאופיינים כמוצרים רב-עונתיים אשר חשופים פחות לשינויים אופנתיים ו/או לתנודות בכלכלה העולמית.

<sup>3</sup> מקור: "Retail & Apparel – Global", Moody's, מאי 2024.

אחד מהמאפיינים הבולטים בענף ההלבשה הינו מגמת ההתרחבות והצמיחה של חברות על-ידי יצירת סינרגיה באמצעות מיזוגים ורכישות. כמו כן, יש לציין כי בין הסיכונים המאפיינים את ענף ההלבשה מצויים מכסים ומיסים שונים, משך זמן ממושך יחסית של התאמת עלויות, גיוון בייצור ושינויים בשערי חליפין.

### **לחברה מעמד עסקי בולט לחיוב הנתמך בפיזור וגיוון עסקי, כפי שמקבלת ביטוי גם עם רכישות מותגים נוספים בשנים האחרונות**

דלתא מחזיקה בפעילויות מהותיות לכל אורך שרשרת הערך בענף ההלבשה, הכוללות פיתוח, עיצוב, ייצור, שיווק, מכירה סיטונאית ומכירה קמעונאית לצרכן הסופי. לחברה מעמד דומיננטי בתחום ההלבשה התחתונה בעולם, עם יכולת חדשנות טכנולוגית מוכחת, המקנות לחברה יתרונות יחסיים בקטגוריות המרכזיות של פעילותה, ובפרט בתחומים רווחיים יחסית כגון חזיות, פיג'מות, מוצרי נוחות וגרבי ספורט. היכולות של החברה בתחום הלבשת הפנאי והלבשת הספורט מהווים להערכתנו גורם חיובי ההולם את מאפייני הביקוש של ענף ההלבשה. לחברה מגוון של ערוצי הפצה, הכוללים בעיקר הפצה סיטונאית, אולם גם פעילות קמעונאית ענפה הכוללת כ-430 חנויות פיזיות הפזורות בעיקר בקניונים ומרכזים מסחריים וכן פלטפורמות דיגיטליות צומחות.

מידרוג מעריכה כי דלתא נהנית מפיזור פעילויות על פני קטגוריות פעילות מגוונות של ענף ההלבשה, וכן פיזור גיאוגרפי של ההכנסות על פני מספר יבשות ומדינות. פעילותה בארה"ב היוותה ב-9 החודשים הראשונים בשנת 2024 כ-52% מסך ההכנסות של החברה, כאשר יתר ההכנסות נחלקו בין אירופה (27%), ישראל (15%) ואחרים. לחברה מפעלים במזרח הרחוק, אירופה ובמזרח התיכון והיא מייצרת גם במפעלי קבלני משנה. לחברה 4 מגזרי פעילות כפי שמדווחת בדוחות הכספיים: תחום פעילות מותגים, תחום פעילות מותגים פרטיים (Private Label), תחום פעילות 7 for all mankind ודלתא ישראל. בנוסף, ישנן פעילויות המדווחות תחת "אחרים".

**תחום פעילות המותגים** - המותג המרכזי של תחום פעילות זה הינה המותג Schiesser שנרכש בשנת 2012 שמוכר בעיקר בגרמניה. כמו כן, בשנים האחרונות החברה ביצעה מספר רכישות אסטרטגיות שתרמו למיצובה העסקי והגדלת היקף הפעילות, האחרונה ביניהן היא רכישת Passionata בשנת 2024. נכון לשנת 2023, בתחום פעילות זה כ-83% ממכירות החברה הן של מוצרים הנרכשים מקבלני משנה במזרח הרחוק, מזרח אירופה וצפון אמריקה.<sup>4</sup> החברה מפעילה 125 חנויות (שמתוכן כ-100 של המותג Schiesser). מעבר למותגים בבעלותה, החברה חתמה על הסכמי זכיינות גלובליים עם מותגים מובילים, ביניהם adidas, Polo Ralph Lauren, קולומביה, טומי הילפיגר, קלווין קליין ועוד. המוצרים הנמכרים במסגרת הסכמי הזיכיון כוללים בעיקר פריטי הלבשה תחתונה, גרביים, הלבשת ילדים, הלבשת פנוי-Activewear, הסכמי הרישיון הם בדרך כלל לתקופה של 3 עד 4 שנים. ב-9 החודשים הראשונים של 2024 הכנסות של מגזר זה הסתכמו ב-451 מ' דולר, לעומת 424 מ' דולר אשתקד. הגידול (כ-6.5%) נבע בעיקר מגידול במכירות המותג Splendid בארה"ב ללקוחות סיטונאיים וממכירות המותג Schiesser ללקוחות קמעונאיים בגרמניה.

להערכת מידרוג, ההכנסות במגזר זה צפויות לגדול בשנת 2025 בכ-8%-10% בשל כניסת מותגים חדשים וצמיחה אורגנית מתונה במותגי החברה במגזר זה.

בנוסף לפעילות ייצור ומכירת מותגי החברה עצמה, החברה גם מפתחת, מעצבת, מייצרת ורוכשת מקבלני משנה מוצרים עבור **מותגים פרטיים (Private Label)** של מותגים עולמיים מובילים בארה"ב ואירופה. לחברה מספר לקוחות גדולים, ביניהם Nike, Skims (מדורגת A1 באופק שלילי ע"י מודי'ס), Walmart (מדורגת Aa2 באופק יציב ע"י מודי'ס), Target, Victoria's secret, Amazon, Primark ו-Calvin Klein. לחברה פיזור לקוחות רחב ביותר כך שאין לקוח המהווה מעל 10% מסך המכירות. נציין כי לדלתא מספר מפעלים ברחבי העולם אשר מקנים לה יתרון תחרותי למול לקוחותיה, בדגש על מוצרים בעלי ערך מוסף אשר מיוצרים בהתאמה לצרכיהם הייחודיים של לקוחות מסוימים, וכן בדגש על יעילות בנייהול שרשרת האספקה (just in time). בשנת 2023, כ-63% מהמכירות הן של מוצרים המיוצרים במפעלי החברה כמו: סין, מיאנמר, תאילנד, ווייטנאם, מצרים ותורכיה. החברה חותרת לבסס יתרונות תחרותיים

<sup>4</sup> על בסיס דוח תקופתי של חברת דלתא גליל תעשיות בע"מ ליום 31.12.2023.

דרך השקעות מהותיות בפיתוח ועיצוב ושיפור מתמיד של היכולות התפעוליות, בד בבד עם יישום מספר תוכניות רה-ארגון, הכוללות סגירת מפעלים לא רווחיים ופתיחת מפעלים חדשים. ב-9 החודשים הראשונים של 2024 הכנסות של מגזר זה הסתכמו ב-597 מ' דולר, לעומת 551 מ' דולר בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול (של כ-8.3%) נבע בגידול במכירות ללקוחות בארה"ב ואירופה, ובפרט גידול במכירות ללקוחותיה הגדולים של החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ההכנסות במגזר זה צפויות לגדול בשנת 2025 בכ-3.5%-4.0%, בעיקר מצמיחה אורגנית מלקוחות קיימים.

**תחום פעילות Seven for all mankind** כולל את מותג הג'ינס Seven בתחום הלבשה בקטגוריית ה-Premium Denim לנשים, גברים וילדים, וקטגוריית Ready-To-Wear. מוצרי תחום פעילות זה מיוצרים על ידי מספר קבילני משנה באיטליה, טורקיה, תוניסיה ובמזרח הרחוק. נכון למועד הדוחות הכספיים לשנת 2023, הקבוצה מוכרת את מוצריה באמצעות 82 חנויות אשר מופעלות בצפון אמריקה, אירופה, ברזיל, מקסיקו ואונליין. ב-9 החודשים הראשונים של 2024 הכנסות מגזר זה הסתכמו ב-144 מ' דולר, לעומת 151 מ' דולר אשתקד. הירידה (של כ-4.3%) במכירות נבעה בעיקר עקב קיטון במכירות ללקוחות קמעונאיים עקב העלאת מחירים חזרה למחירי פרמיום וצמצום הנחות. כמו כן, החברה ביצעה מהלכי רה-ארגון ואיחוד מטות אירופה וארה"ב, במטרה לשפר את תוצאות הפעילות. להערכת מידרוג, היקף ההכנסות מפעילות זו צפויה לצמוח במידה מתונה בשנת 2025.

בישראל החברה מרכזת את פעילותה באמצעות חברת דלתא ישראל מותגים בע"מ ("להלן: "דלתא ישראל"), חברה ציבורית שמוחזקת כ-80% על-ידי החברה. נכון למועד הדוחות הכספיים לשנת 2023, החברה מפעילה בישראל 210 חנויות. ב-9 החודשים הראשונים של 2024 הכנסות המגזר הסתכמו בכ-219 מ' דולר, לעומת 173 מ' דולר אשתקד. הגידול המשמעותי (של כ-26.6%) נבע בעיקרו מגידול במכירות בחנויות זהות ובאונליין, וכן מפתיחת החנויות של המותגים החדשים ("BBW" Bath & Body Works ו-"Victoria's Secret" ("VS") אשר החלו לפעול במהלך שנת 2024. החברה צפויה להמשיך להשקיע בפיתוח מגזר זה, בין היתר בפתיחת חנויות נוספות, אותם תממן ממקורותיה העצמאיים. בהתאם, להערכת מידרוג, ההכנסות במגזר זה צפויות לגדול בשנת 2025, בכ-5%-6% בין היתר, בשל כניסת מותגים חדשים, פתיחת חנויות חדשות של המותגים VS ו-BBW וצמיחה אורגנית מתונה במותגי החברה הקיימים.

**פעילות אחרים** כוללת את פעילויות האונליין של Bare Necessities ("BN") שנרכשה בשנת 2020 ו-Organic Basics. ב-9 החודשים הראשונים של 2024 הסתכמו ההכנסות של פעילות "אחרים" בכ-57 מ' דולר, לעומת כ-65 מ' דולר בתקופה המקבילה אשתקד. הקיטון נבע מירידה במכירות BN בעיקר עקב רה-ארגון המתמקד בצמצום המותגים אשר אינם בבעלות החברה, שקוזז בחלקו ע"י עלייה במכירות של Organic Basics עקב ההשקה הגלובלית של המותג ברבעון השלישי לשנת 2024. החברה ממשיכה לפעול לשיפור התוצאות במגזר זה.

בהתאם לאמור לעיל, הקבוצה רשמה ב-9 החודשים הראשונים של 2024 הכנסות במאוחד של כ-1,446 מ' דולר, לעומת כ-1,349 מ' דולר בתקופה המקבילה בשנת 2023 (גידול של כ-7%). בשנת 2025 אנו מעריכים צמיחה מתונה מזו שהוצגה בשנת 2024 עם סיום הטמעת המותגים החדשים. ע"פ תרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה צפויות להסתכם בכ-2,100-2,000 מ' דולר בשנה במהלך 2024-2025, היקף בולט לחיוב לרמת הדירוג.

#### **רווחיות תפעולית גבוהה הצפויה להישמר בשנות התחזית תומכת בדירוג**

דלתא הציגה ב-9 החודשים הראשונים של 2024 שיעור רווחיות תפעולית של כ-8.2% (לעומת כ-8.9% בממוצע בשנים 2021-2023). שיעור זה נתמך, בין היתר, ברווחיות גבוהה במגזר מותגים פרטיים (14.6%) הנובעת בעיקרה ממוצרי גרביים והלבשה תחתונה בארה"ב ובאירופה ומפעולות החברה לצמצום עלויות ייצור באמצעות רה-ארגון במפעלים השונים, וכן בשיפור תמהיל מוצרים וגידול בביקושים שהוביל להפחתת הנחות ושיפור הרווחיות התפעולית בדלתא ישראל (16.6%), לצד שחיקה ברווחיות מגזר מותגים (2.3%), בין היתר כתוצאה מתשלומי תמלוגים מינימאליים למותגים לצד היקף מכירות נמוך במוותגים החדשים. מגזר Seven for all mankind הציג רווחיות נמוכה (1.3%) בתקופה זו נוכח ירידה במכירות ללקוחות קמעונאיים, כתוצאה משינוי אסטרטגי הכולל מעבר למחירי פרמיום,

כאשר פעילות "אחרים" ממשיכה להיות הפסדית ולהעיב על הרווחיות התפעולית. בתוך כך, החברה ממשיכה להשקיע בפעולות רה-ארגון של חלק מהמותגים שבבעלותה, לצד סגירת מפעלים שאינם רווחיים ופתיחת מפעלים חדשים באזורים בהם צפויות עלויות הייצור לרדת לצורך שיפור הרווחיות.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל מספר הנחות, ביניהן: 1. שיפור הרווחיות התפעולית במגזר המותגים לטווח של כ-5.5%-6%, בין היתר כתוצאה מעלייה בהיקפי המכירות ממותגים חדשים באופן שימתן את השפעת התמלוגים המינימאליים על שיעור הרווחיות במגזר, וקיטון בעלויות הובלה; 2. שמירה על שיעור הרווחיות במגזר מותגים פרטיים באזור הרמה הנוכחית (כ-14.6% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024); 3. שיפור ברווחיות התפעולית במגזר Seven for all mankind לכ-4%-4.5%, בין היתר נוכח המשך פעולות רה-ארגון ע"י החברה, הכוללות איחוד מטות ארה"ב ואירופה, תמחור מחדש למחירי פרימיום המאופיינים בשיעורי רווחיות שולית גבוהים, והוספת קטגוריות בגדים חדשות במגזר; 4. רווחיות דלתא ישראל צפויה להתמתן מעט ביחס לשנת 2024 שהתאפיינה להערכתנו באנומליה מסויימת, ואנו מעריכים כי תסתכם בטווח של כ-14%-15% (לעומת 16.6% בתשעת החודשים הראשונים של 2024). 5. אנו מעריכים המשך הפסד תפעולי מפעילות האנליין ("אחרים").

בהתאם לאמור, ובין היתר בהנחה כי לקוחות החברה ישמרו על רמות מלאים דומות ביחס לשנת 2024, על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווחיות התפעולית (לפני הכנסות/הוצאות אחרות) של החברה צפוי לעמוד בשנים 2024-2025 על טווח של 8.0%-9.0%, לעומת 8.9% בממוצע בשנים 2021-2023. יצוין, כי רווחיות החברה חשופה לתנודתיות כתוצאה משינויים בשע"ח שקל/יורו, המגודרים באופן חלקי ע"י החברה.

### הפרופיל הפיננסי נתמך בשמירה על יחסי כסוי מהירים לאורך זמן

בשנים האחרונות החברה הציגה שיפור עקבי בפרופיל הפיננסי שלה, שבא לידי ביטוי בין היתר גם בהקטנת חוב. ליום 30.09.2024 החוב פיננסי ברוטו מותאם הסתכם ב- 534.5 מ' דולר למול כ- 564.2 מ' דולר ליום 31.12.2023. להערכת מידרוג, בשנות התחזית, היקף החוב הפיננסי המותאם צפוי להמשיך ולהסתכם בטווח של 500-550 מ' דולר, כאשר מקורות מפעולות (FFO) יסתכמו בטווח שבין 190-210 מ' דולר בשנה בשנים 2024-2025 (לעומת כ-147 מ' דולר בשנת 2023). להערכת מידרוג, בשנת 2025, תזרים המזומנים החופשי השנתי (FCF) צפוי להיות שלילי ולהיות בטווח של (-65)-(-60) מ' דולר, בין היתר בשל שינויים שליליים בהון החוזר שנובעים בעיקר לאור עלייה בהיקפי פעילות וחלוקת דיבידנד בסך של כ-45-50 מ' דולר, השקעות הוניות בהיקף של 120-140 מ' דולר שנובעות בעיקר מפתיחת חנויות חדשות, השקעות במחסנים לוגיסטיים, והטמעת מערכות ERP בחברה ובחברות הבנות. להערכת מידרוג, יתרות המזומנים של החברה עשויים לשמש בחלקם למיזוגים ורכישות בטווח הבינוני.

להערכת מידרוג, היקף ה-EBITDA צפוי להסתכם בטווח של 260-290 מ' דולר בכל אחת מהשנים 2024-2025 בהשוואה לכ-268 מ' דולר ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2024 ולכ-240 מ' דולר בשנת 2023. היקף זה נגזר מצפי מידרוג להוצאות מימון בהיקף של כ-40-45 מ' דולר בשנה והוצאות מס של כ-35-30 מ' דולר בשנה. יחס הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA צפוי להיות בשנים 2024-2025 בטווח 1.7-2.2 (לעומת 2.0 ב-12 החודשים האחרונים ליום 30.09.2024). יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון ליום 30.09.2024 נאמד בכ-4.3 לאור עלייה מסוימת ברווחיות התפעולית וללא שינוי מהותי בהוצאות מימון נטו בתקופה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי להישמר בשנת 2025 ולהסתכם בטווח של 4.0-4.5. הכרית ההונית של החברה נאמדת בכ-798 מיליון דולר ליום 30.09.2024. אנו צופים כי יחול שיפור מתון ביחס ההון העצמי למאזן והוא יעמוד להערכתנו בטווח של 45%-42% בשנות התחזית, לעומת כ-41.9% ב-30.09.2024.



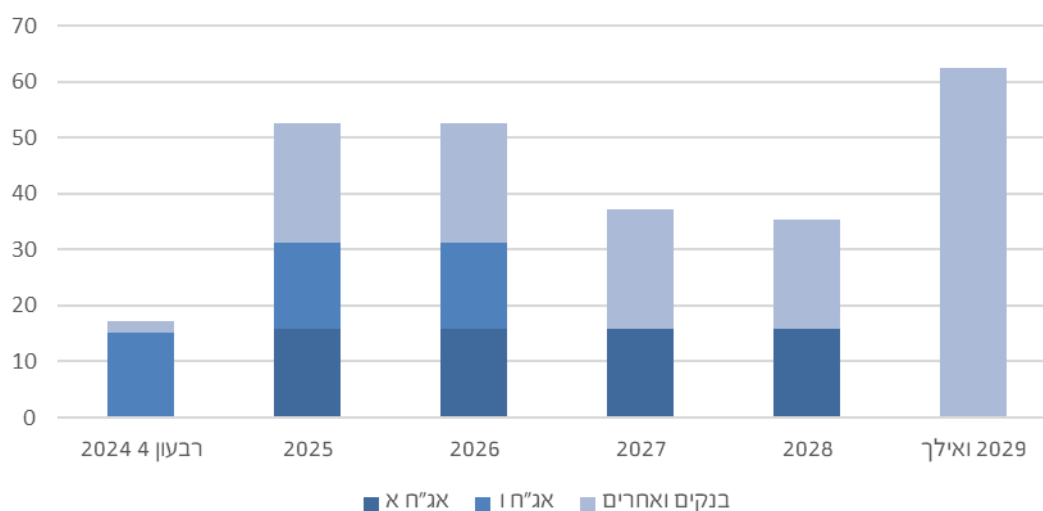
## נזילות החברה נתמכת ביתרות מזומנים מספקות ובמסגרות אשראי בנקאיות חתומות בהיקף משמעותי; מדיניות פיננסית הולמת המאזנת להערכתנו בין האינטרסים של בעלי ההון והחוב בחברה

נזילותה של החברה נתמכת ביתרות נזילות של כ-108 מ' דולר ליום 30.9.2024 וכן במסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות בהיקף של כ-287 מ' דולר לאותו מועד. מידרוג מניחה כי לאורך זמן חלק מהמזומנים בקופתה של החברה עשויים לשמש למיזוגים ורכישות בטווח הבינוני עד ארוך. מנגד, לחברה עומדות חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות בנקאיות לז"א בסך של כ-53 מ' דולר בכל אחת מהשנים 2025-2026.

להערכת מידרוג, החברה עומדת במרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות מול מחזיקי האג"ח והגופים המממנים.

מדיניותה הפיננסית של החברה הוכחה לאורך זמן כיציבה ושמרנית, עמידה טובה בתחזיות ושקיפות גבוהה בהתנהלותה, והיא הפגינה בעבר יכולת במיזוג והטמעה של חברות חדשות, שימור פרמטרים פיננסיים חיוביים, ועמידות בפני משברים פיננסיים. מידרוג רואה במאפיינים אלו כמאפיינים חיוביים התורמים לדירוג החברה. התיאבון העסקי של החברה למיזוגים הינו בינוני וכולל מספר מיזוגים בהיקפים מתונים שהחברה ביצעה בשנים האחרונות. מיזוגים אלה פועלים ליצור סינרגיה בתחומי הפעילות של החברה ואלו מומנו באמצעות גידול בחוב ומקורותיה השוטפים. מידרוג תוסיף ותבחן בעת הצורך מיזוגים ורכישות בהיקפים גבוהים יותר ואת השפעתם על סיכון האשראי של החברה.

תרשים 4: לוח סילוקין אג"ח ובנקים ליום 30.09.2024, במיליוני דולר



## שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Aa3.il גבוה בנוש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A1.il לאור נוכח מעמדה העסקי של החברה, היקף הכנסותיה המשמעותי והדומיננטיות שלה, זאת מעבר למשקלם היחסי במטריצת הדירוג. חוזק עסקי זה תורם ליציבות הכנסותיה לאורך זמן ומקנה נראות גבוהה לתזרימי המזומנים, ובכך תורם להערכתנו להפחתת סיכון האשראי.

## שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות (שיקולי ESG). לדלתא חשיפה בינונית לסיכוני סביבה - כיצרנית החברה חשופה לסיכוני פליטות פחמן, סיכוני שינויי אקלים לאור שימוש בכותנה כחומר גלם עיקרי אשר רגיש לשינויי אקלים, סיכוני זיהום ופסולת וכדומה. החברה פועלת ע"פי הרגולציה הנדרשת. לחברה חשיפה בינונית לשיקולים חברתיים - החברה חשופה לטרנדים בענף ההלבשה, חשופה לסיכוני בטיחות של עובדי הייצור, בין היתר של עובדים וזכויותיהם ותנאי העבודה שלהם במדינות עולם שלישי וכדומה. החברה שמה דגש על מדיניות ESG ומפרסמת דוחות בנושא מדי שנה. שיקולי ממשל תאגידי אינם נושאים השפעה מהותית על החברה.

### מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>	ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aa.il	7,200-7,600 מש"ח <sup>[3]</sup>	Aa.il	7,265 מש"ח <sup>[2]</sup>	היקף הכנסות LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	Aa.il	---	מעמד עסקי	
Aa.il	8.0%-9.0%	Aa.il	8.8%	שיעור רווח תפעולי LTM	רווחיות
Aa.il	42%-45%	Aa.il	41.9%	הון עצמי / מאזן	
Aa.il	1.7-2.2	Aa.il	2.0	חוב / LTM EBITDA	פרופיל פיננסי
A.il	4.0-4.5	A.il	4.3	רווח תפעולי / הוצאות מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A1.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>Aa3.il</b>					<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.

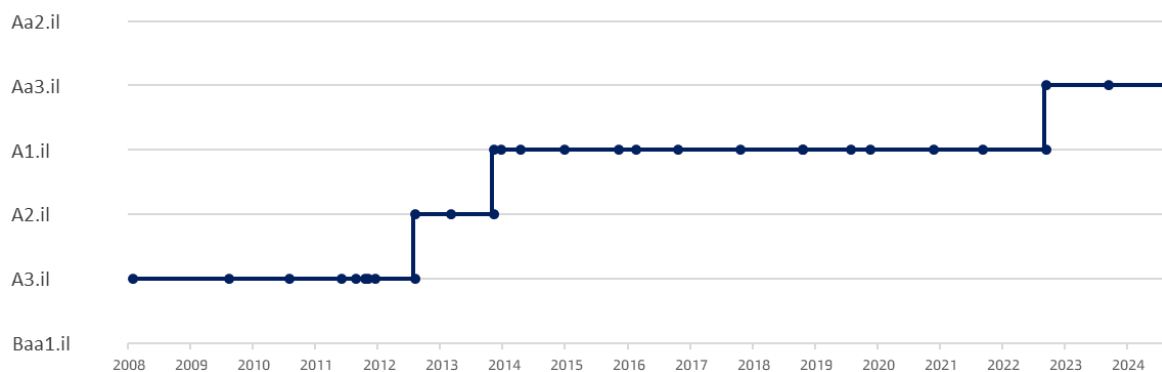
[2] החברה מדווחת בדולר, הסכומים בטבלה הומרו לשי"ח לפי שער דולר-שקל של כ- 3.72 ב-30.09.2024.

[3] החברה מדווחת בדולר, הסכומים בטבלה הומרו לשי"ח לפי שער דולר-שקל ממוצע של 3.7.

### אודות החברה

דלתא עוסקת בפיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה, הלבשת פנאי, הלבשת Active Wear וכן פריטי הלבשה עליונה. החברה מוכרת את מוצריה תחת מותגים משלה ותחת מוצרי Private Label. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל, גרמניה, שווייץ, צרפת, ארה"ב, סין והונג קונג, בעוד שייצור המוצרים נעשה בקבלנות משנה ובמפעליה של הקבוצה במזרח התיכון, אירופה ובמזרח הרחוק. בעל השליטה בחברה הינו מר אייזיק דבח, המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה ודירקטור. מר דבח מחזיק (במישרין ובעקיפין) כ-49.2% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה. מר נעם לאוטמן, יו"ר הדירקטוריון, הינו בעל עניין בחברה המחזיק בכ-9.76% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

- [דלתא גליל תעשיות בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג תאגידי לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)
- [התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)
- [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](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

## מידע כללי

03.02.2025	תאריך דוח הדירוג:
31.01.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
17.06.2008	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
דלתא גליל תעשיות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דלתא גליל תעשיות 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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).