



# דלתא גליל תעשיות בע"מ

מעקב | מרץ 2016

1

## אנשי קשר:

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[niri@midroog.co.il](mailto:niri@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

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

## דלתא גליל תעשיות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A1.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרות א, ב, כ, ה) במחזור שהנפיקה דלתא גליל תעשיות בע"מ ("דלתא" או "החברה").

להלן אגרות החוב במחזור שהנפיקה החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.8.2028	יציב	A1.il	6270144	א'
30.9.2024	יציב	A1.il	6270151	ב'
19.7.2016	יציב	A1.il	6270110	כ'
31.12.2021	יציב	A1.il	6270136	ה'

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בהיקף פעילות משמעותי המתבסס על פיזור וגיוון של קווי עסקים בין קטגוריות שונות בתחום ההלבשה, בין שווקים גיאוגרפיים ובין ערוצי הפצה שונים. לחברה יכולות גבוהות בפיתוח ועיצוב מוצרים בתחום הטקסטיל ומערך ייצור גלובלי, הכולל פעילות של קבלנות משנה ופעילות ייצור עצמית, התורמים ליתרונותיה התחרותיים ולגמישותה התפעולית. החברה הציגה צמיחה אורגנית לאורך השנים האחרונות המתבססת על כניסה לקטגוריות חדשות (כדוגמת Active Wear), הגדלת סל המותגים ובעלות המותגים בזיכיון וצמיחה במכירות חנויות זהות.

מעמדה של דלתא כקבלן משנה עבור רשתות שיווק גדולות בארה"ב ועבור מותגים בינלאומיים, גוזר עבורה גמישות מחיר נמוכה יחסית, ובשילוב החשיפה למחירי הסחורות, מוסיף להערכתנו להוות גורם סיכון בפעילותה. לצד זאת, היקף משמעותי מפעילות החברה (כ-53% מהמכירות) נובע ממותגים בבעלות או בזכיינות, מכירות המאופיינות ביציבות וביעור רווחיות גבוהים, כאשר החברה חותרת להגדיל נתח זה באמצעות מיזוגים ורכישות. סיכון ענף ההלבשה מהווה גורם שלילי בדירוג ומוערך על ידינו כבינוני. הערכתנו לסיכון הענפי נגזרת מצמיחה מתונה בענף, תחרות גבוהה הפוגעת ברווחיות, חשיפה בינונית למחזוריות הכלכלית, עונתיות וחשיפה למחירי הכותנה. אנו מעריכים כי החברה תצמח בשיעור מתון בלבד בשנה הקרובה, כאשר מנועי הצמיחה שהוזכרו לעיל יוסיפו לתרום להכנסות אולם, בטווח הקצר, שינויים אסטרטגיים בפעילות הלקוח המהותי Wal-Mart יקזזו חלק מצמיחה זו.

הדירוג נתמך בהערכתנו לרמת הניהול העסקי והפיננסי הגבוהה בדלתא, עמידת החברה בתחזיות לאורך השנים, ניהול פיננסי שמרני, ניטור ובקרה ברמה גבוהה וניסיון מוכח בהטמעה מוצלחת של פעילויות נרכשות. גורמים אלו ממתנים את הסיכון הנובע מאסטרטגיית הרכישות של החברה.

הדירוג מושפע לשלילה מחשיפה ללקוחות מהותיים הנובעת בעיקר מהפעילות מול Wal-Mart ו-NIKE ונגזרת מגודלם של לקוחות אלו אל מול היקף הפעילות של החברה. להערכתנו, הקשרים ארוכי השנים של החברה עם לקוחותיה המרכזיים והגדלת מגוון קטגוריות המוצר מול Wal-Mart ו-NIKE מהווים גורם הממתן במעט את סיכון הרכיזיות. רווחיות החברה הינה סבירה ביחס לדירוג. להערכתנו, צפויה הרווחיות התפעולית של החברה לנוע בין 6%-7% בטווח הזמן הקצר והבינוני נוכח הנחת יציבות במחירי הכותנה (על בסיס מחירי חוזים עתידיים), השפעה חיובית של איחוד הפעילויות החדשות וצעדי התייעלות שונים, אל מול השפעה שלילית של גידול צפוי בעלויות השכר והשכירות. התחרות הגבוהה וגמישות המחיר הנמוכה בענף לצד חשיפה לשערי מט"ח עלולים להעיב על הרווחיות.

לחברה פרופיל פיננסי חזק המתבטא ברמת מינוף מתונה לצד תזרים מזומנים מפעולות חזק ויציב. יחס החוב ל- CAP של החברה ליום 31.12.2015 עמד על כ-44% ואינו צפוי לגדול להערכתנו נוכח הצפי לתזרים מזומנים חופשי חיובי מתון.



אנו מעריכים בתרחיש הבסיסי כי התזרים התפעולי (EBITDA) והמקורות מפעולות (FFO) של החברה צפויים לעמוד בטווח של 85-95 מיליון דולר ו- 55-65 מיליון דולר, בהתאמה. יחסי הכיסוי חוב פיננסי ברוטו מתואם ל- EBITDAR<sup>1</sup> וחוב פיננסי ברוטו מתואם ל- FFOR<sup>1</sup> צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של 2.5-3 ו- 3.5-4.5, בהתאמה, בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחס ה-EBIT להוצאות מימון ברוטו צפוי להוסיף ולנוע בטווח שבין 4.0-5.0 (ממוצע תלת שנתי). יחס מהיר התורם גם הוא לגמישותה הפיננסית של החברה. אנו מעריכים עלייה ברמת ההשקעות ברכוש קבוע בטווח הקצר והבינוני לצורך הרחבת תשתיות הייצור, אולם להערכתנו החברה צפויה להמשיך ולייצר תזרים מזומנים חופשי חיובי, זאת גם לאחר חלוקת דיבידנד או רכישה עצמית של מניות<sup>2</sup>, בהתאם להנחתנו להמשיך חלוקה שמרנית.

רמת הנזילות של החברה גבוהה ומתבססת על היקף גבוה של יתרות נזילות, תזרים חופשי חיובי מתון וצורכי פרעון מתונים. גמישותה הפיננסית של החברה נתמכת במסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף משמעותי, רמת מינוף מתונה ומרווח גבוהה מאמות המידה הפיננסיות. אנו מניחים ייעוד היתרות הנזילות בטווח הנראה לעין למימון רכישה משמעותית בהתאם לאסטרטגיית החברה. מידרוג תיבחן השקעות מהותיות של החברה בהיבט של סיכון עסקי ופיננסי. אופק הדירוג היציב נתמך בהערכתנו ליציבות ברמת הרווחיות תוך שמירה על יחסי כיסוי בטווח ההולם את רמת הדירוג.

#### דלתא גליל (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	
679	818	975	1,032	1,080	הכנסות
9.5%	20.5%	19.2%	5.9%	4.7%	% שינוי במכירות
37	48	67	71	72	רווח תפעולי
5.4%	5.9%	6.9%	6.9%	6.6%	% רווח תפעולי
28	57	43	47	44	רווח נקי
49	63	86	89	92	EBITDA
40	45	63	67	70	FFO
66	48	99	167	168	יתרות נזילות
130	150	169	261	275	חוב פיננסי ברוטו מותאם <sup>1</sup>
38.1%	35.5%	34.8%	44.6%	44.0%	חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-Cap
2.6	2.3	1.9	2.8	2.9	חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-EBITDAR
3.2	3.2	2.6	3.8	3.8	חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-FFOR
4.7	4.9	5.3	4.7	4.4	EBIT למימון ברוטו

<sup>1</sup> חוב פיננסי ברוטו מתואם - חוב פיננסי בערך פנים בתוספת מכשיר פיננסי נגזר ופיקדון שהופקד כבטוחה בגין הנגזר כאמור, התחייבות בגין רכישת רכבים, התחייבות בגין רכישת מכונות, התחייבות מותנית ביצוע בגין רכישת פעילות, התחייבות לתשלומי חכירה מימונית מינימליים והיוון תשלומים עתידיים של חכירות תפעוליות מסוימות (לפי מתודולוגית מדרוג).

<sup>2</sup> בפברואר 2016, אישר דירקטוריון החברה תוכנית לרכישה עצמית של מניות החברה. העלות הכוללת של המניות שתירכשנה במסגרת תוכנית הרכישה הינה בסך מצטבר של עד 7.5 מיליון דולר ארה"ב

**דלתא גליל (מאוחד) - נתונים עיקריים על מגזרי פעילות, במיליוני דולר**

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	הכנסות
312	340	403	449	491	<b>דלתא ארה"ב</b>
276	292	275	267	288	<b>חטיבה גלובלית פלח שוק עליון</b>
91	90	111	127	126	<b>דלתא ישראל</b>
0	99	194	202	185	<b>שיסר</b>

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	רווחי (הפסדי) המגזר, נטו*
2	12	26	27	30	<b>דלתא ארה"ב</b>
28	22	25	21	26	<b>חטיבה גלובלית פלח שוק עליון</b>
13	6	8	8	7	<b>דלתא ישראל</b>
0	12	15	18	14	<b>שיסר</b>

\*רווח (הפסד) תפעולי לפני סעיפים חד פעמיים

**סיכון ענפי בינוני נוכח לחצי מחיר לצד חשיפה למחירי הכותנה**

החברה פועלת בענף ההלבשה העולמי כסיטונאית וכקמעונאית. מוצרי החברה כוללים פריטי הלבשה תחתונה, הלבשת פנאי, הלבשת שינה, פריטי "Active Wear" וגרביים. הביקושים בענף חשופים להערכתנו במידה בינונית למחזוריות הכלכלית ומושפעים מגורמי מאקרו המשפיעים על היקף הצריכה הפרטית. פעילותה של דלתא בקטגוריות בסיסיות יחסית של ענף ההלבשה מהווה גורם ממתן בפני תנודתיות ביקושים הנובעת ממחזוריות כלכלית.

לחצי המחיר על יצרניות ההלבשה גבוהים באופן אינהרנטי, בין השאר נוכח בידול נמוך בחלק מהקטגוריות, לחצי מחירים מצד הקמעונאיות, נאמנות לקוחות שאינה גבוהה, צמיחה במכירות המקוונות - כל אלו יוצרים סביבה עסקית תחרותית מאוד. מחירי הכותנה הנמוכים יחסית מהווים גורם משפיע על מחירי המכירה הסיטונאיים. בתחום הסיטונאי פועלת החברה כקבלנית משנה של לקוחות גדולים ומהותיים בעלי כוח מיקוח חזק אשר נוכח בידול מוצרים נמוך בחלק מהקטגוריות מפעילים לחצי מחיר תמידיים המגבירים את התחרות בין השחקניות בענף. בנוסף חשוף הענף לתחרות מצד אינטגרציה לאחור כאשר במקרים מסוימים הלקוחות "עוקפים" את השחקניות בענף ופועלים ישירות מול מפעלי הייצור.

ענף ההלבשה חשוף לשינויים בטעמי צרכנים כדוגמת מגמות ה-"Fast Fashion" וה-"Value Fashion", ומגמת הגידול במכירות האינטרנטיות, המחייבים את השחקניות בענף להתאים את המודל העסקי שלהן. שינויים אלו פגעו בבידול המוצרים בענף והביאו להתגברות התחרות ולירידה במחירים. חשיפת החברה לשינויים אלו מתמתנת נוכח מיקוד הפעילות במוצרי הלבשה בסיסיים יחסית החשופים פחות לשינויי הטעמים.

לפי תחזיות מודיס (מדצמבר 2015) בשנת 2016 צפויות חברות ההלבשה האמריקאיות הפועלות בשווקים הבינלאומיים להציג צמיחה שבין 3%-5% ברווח התפעולי לאחר צמיחה של 4.6% ו-10.4% בשנים 2014 ו-2013, בהתאמה. עיקר הצמיחה צפויה לנבוע משווקים מתפתחים נוכח צפי לצמיחה מתונה בפרמטרים מאקרו כלכליים בארה"ב ובאירופה ונוכח דולר חזק השוחק את ההכנסות ופוגע בהיקף ההוצאה של תיירים על ביגוד.

הענף הינו בעל רגישות למחירי הכותנה, המהווים מרכיב מהותי בייצור מוצרי ההלבשה. מחירי הכותנה נשמרו בשנת 2015 ברמה הנמוכה שנצפתה בסוף שנת 2014 והיוו גורם חיובי ברווחיות החברות בענף. חשיפת הענף לתנודתיות שערי החליפין באה לידי ביטוי בהשפעת היחלשות האירו מול הדולר בשנה האחרונה אשר פגעה ברווחיות החברות בענף.



הענף חשוף לשינויים רגולטוריים ובעיקר לשינויים בהסכמי סחר חופשי המשפיעים על מיסוי סחורות. בחודש באוקטובר 2015 הכריזו שרי המסחר של 12 המדינות החברות בברית ה-TPP (Trans-Pacific Partnership) כי הגיעו להסכם במסגרתו יבוטלו או יוקטנו מכסים על יבוא מוצרי טקסטיל והלבשה בין המדינות החברות. ההסכם נחתם בחודש בפברואר 2016 וצפוי להוות גורם חיובי לפעילות החברות בענף הלבשה נוכח הצפי לקיטון בעלויות.

### **פיזור עסקי רחב הנפגע מצד חשיפה ללקוחות מהותיים**

המיצוב העסקי של החברה מתבסס על היקף פעילות גבוה יחסית, עם הכנסות של כ-1.08 מיליארד דולר בשנת 2015, ועל פיזור הפעילות על פני מספר יבשות, קווי מוצרים וערוצי שיווק.

הכנסות החברה ורווחיה נובעים בעיקר ממכירות סיטונאיות למגוון לקוחות גדולים של מותגים בבעלותה, מותגים בזיכיון ופעילות Private Label. על לקוחות החברה בפעילות הסיטונאית נמנות רשתות חנויות כלבו גדולות ומותגי הלבשה בינלאומיים הפועלים במספר יבשות וגוזרים לחברה פיזור גיאוגרפי רחב.

מעל מחצית מהכנסות החברה נובעות ממכירות מותגים בבעלות או בזכיינות, אולם החברה נעדרת מותג מהותי חזק בבעלות בפעילותה בארה"ב (אשר תרמה כ-57% מסך ההכנסות בשנת 2015). לחברה אסטרטגיה ארוכת טווח להרחיב את השיווק של מוצרים ממותגים ככלל ושל מותגים בבעלותה בפרט, על מנת ליצור בידול ויתרונות יחסיים. בשנת 2015 רכשה דלתא מחברת Loomwork Apparel Inc את פעילותה בתחום עיצוב, יבוא ושיווק מוצרי הלבשה ממותגים, כולל הלבשת שינה, הלבשת פנאי הלבשה תחתונה ואביזרים נלווים בתמורה לכ-38 מיליון דולר. המותג העיקרי בפעילות הנרכשת הוא P.J. Salvage הנמכר בעיקר לרשתות בפלח שוק עליון בארה"ב. בנוסף צפויה החברה להשיק בשנת 2016 מוצרים תחת המותגים Columbia ו-Juicy Couture ולהרחיב את פעילותה תחת המותגים Lacoste ו-Marc O'Polo. מיצובה העסקי של החברה נפגע מהיותה סיטונאית הפועלת מול לקוחות גדולים, בעיקר חברות ענק גלובליות, שהחברה מהווה עבורן קבלנית משנה בפיתוח מוצרים לפי צרכי הלקוח, בייצור יעיל של מוצרים (לרוב באמצעות קבלני משנה משלה), ובניהול שרשרת אספקה ומלאי.

בשנים האחרונות פעלה החברה באופן עקבי לשיפור יכולות הייצור וההפצה ולהערכתנו, ביססה מעמד חזק בקרב הלקוחות העיקריים. בשנת 2015 המשיכה החברה לפעול לשיפור מערך הייצור ושרשרת האספקה הגלובלית שלה על ידי רכישת חלק השותף במפעל הגרביים בטורקיה והשקעה במפעל חדש הנבנה בווייטנאם. להערכת החברה צפוי המפעל החדש להתחיל לפעול בחציון השני של שנת 2016, ולהערכתנו יהווה שיפור במעמדה התחרותי של החברה ובפיזור התפעולי שלה.

החברה משקיעה משאבים במחלקות עיצוב ופיתוח, ומוצריה מאופיינים בחדשנות טכנולוגיות היוצרת יתרון תחרותי ומאפשרת לה לפעול מול לקוחות גדולים בקטגוריות צומחות בעלות ורווחיות גבוהה.

לדלתא חשיפה מהותית לשני לקוחות גדולים (NIKE ו-Wal-Mart), אשר משפיעה לשלילה על פרופיל סיכון האשראי שלה. בשנת 2014 החלה החברה למכור ל-Wal-Mart מוצרים בתחום ה-Active Wear תחת שם המותג Avia. מכירות אלו היוו מנוע צמיחה משמעותי בשנים האחרונות. רשת Wal-Mart הציגה פגיעה בתוצאות בשנה החולפת ועל כן הכריזה על כוונתה לצמצם את שטחי המדף לצורך הרחבת המעברים בחנויות הרשת. להערכתנו, הקשרים ארוכי השנים של החברה עם לקוחותיה המרכזיים והגדלת מגוון קטגוריות המוצר מול Wal-Mart ו-NIKE מהווים גורם הממתן במעט את סיכון הריכוזיות.

להערכתנו יישום התוכנית האסטרטגית החדשה של Wal-Mart מגדיל את הסיכון לשינויים בהיקף הביקושים מהלקוח ועשוי להקטין את היקף המכירות ל-Wal-Mart בטווח הזמן הקצר והבינוני כפי שאכן קרה לאחר יישום תוכנית דומות



בעבר. תחת תרחיש הבסיס אנו מניחים כי בטווח הקצר תפגע צמיחת מגזר "דלתא ארה"ב" מתוכנית הצמצום של Wal-Mart, אולם היא תמותן נוכח הערכתנו לצמיחת המכירות תחת המותג Avia, השפעת קצה של איחוד פעילות P.J. Salvage, ותחילת פעילות זיכיונות חדשים והרחבת זיכיונות קיימים (Columbia ו-Lacoste). תרחיש הבסיס שלנו מניח כי בטווח התחזית תחול צמיחה מתונה במכירות ל-NIKE נוכח כניסה לקטגוריות חדשות (כדוגמת מוצרי בייסיק ומוצרי אל-תפר) והשקת מוצרים חדשים בקטגוריות קיימות. להערכתנו הצמיחה הצפויה במכירות NIKE תתרום לתוצאות מגזר "חטיבה גלובלית פלח שוק עליון". בסך הכל, תרחיש הבסיס מניח שיעור צמיחה מתון בהכנסות בשיעור של כ-1% (במונחי מטבע מקור) בטווח הזמן הקצר והבינוני. צמיחה זו מתבססת על ההערכות המתוארות לעיל ועל תחזיות צמיחה מתונות לכלכלות העיקריות בהן פועלת החברה.

### **הגדלת הפעילות הממותגת והמשך צעדי התייעלות צפויים לפצות על לחצי המחיר ולהותיר את הרווחיות ברמתה הנוכחית**

החברה הציגה בשנת 2015 שחיקה של הרווחיות התפעולית לכ-6.6% (אל מול ממוצע של כ-6.9% בשנתיים האחרונות) הנובעת בעיקר משחיקת שע"ח של האירו (המטבע העיקרי בו מתבצעות מכירות חטיבת שיסר) אל מול הדולר. הפגיעה ברווחיות התפעולית התמתנה נוכח השפעת התחזקות הדולר אל מול המטבעות העיקריים בהם נקובות עלויות הייצור והרכש של החברה, איחוד פעילות P.J Salvage ואיחוד פעילות המפעל בטורקיה.

בתחום הסיטונאי המהווה את עיקר מכירות החברה, נתונה דלתא ללחצי מחירים תמידיים הנובעים מהמגמות הענפיות שהוזכרו לעיל ומגמישות מחיר נמוכה יחסית. למרות זאת, להערכתנו, פעילות החברה בקטגוריות צומחות (כגון ה-Active Wear), סל מוצרים המאופיין בחדשנות טכנולוגית, התייעלות בייצור, ואסטרטגיית החברה להגדלת נתח הפעילות הממותגת ממתנות במעט את הסיכון הענפי ותורמות לרווחיות.

"חטיבה גלובלית פלח שוק עליון" (כ-27% מהמכירות בשנת 2015) מאופיינת לאורך זמן ברווחיות גבוהה יחסית הנובעת מהאיכות הגבוהה והחדשנות הטכנולוגית של המוצרים במגזר זה. רכישת חלק השותף במפעל בטורקיה וצעדי התייעלות המבוצעים בפעילות הייצור במצריים צפויים לתרום לרווחיות. מגזר "שיסר" מאופיין אף הוא ברווחיות טובה יחסית הנובעת מעוצמת המותג, מייצור עצמי יעיל בצ'כיה ובסלובקיה, ומפעילות החברה בעיקר בפורמט של חנויות מפעל התואם מגמות צרכניות נוכחיות ומתאפיין בעלויות נמוכות יותר.

אנו מניחים בתרחיש הבסיס כי הרווחיות התפעולית של החברה תנוע בין 7%-6% בטווח הזמן הקצר והבינוני נוכח יציבות במחירי הכותנה (על בסיס מחירי חוזים עתידיים), ההשפעה החיובית של איחוד הפעילויות החדשות, התייעלות בפעילות הייצור במצריים ושיפור בדלתא ארה"ב עקב סגירת הפעילות הקמעונאית של המותג Little Miss Matched, אל מול ההשפעה השלילית של גידול צפוי בעלויות השכר והשכירות. לחצי מחיר וחשיפה מטבעית יוסיפו להוות גורמי תנדודות ברווחיות החברה.

### **רמת המינוף צפויה להיוותר מתונה ותזרימי מזומנים חזקים יוסיפו לתמוך ביחסי כיסוי מהירים**

רמת המינוף של החברה, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס חוב ל-CAP, העומד נכון ליום 31.12.2015 על כ-44%, בולטת לטובה ביחס לדירוג. אנו צופים שיפור ביחס החוב ל-CAP לרמה הנמוכה מ-40% שכן אנו מעריכים תזרים חופשי מתון, כמתואר להלן, שיופנה לפרעון חוב וזאת לצד השימוש ביתרות המזומנים, אם כי אנו מניחים שיתרות המזומנים תישמרנה בהיקף מהותי.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי ה-EBITDA של החברה צפויה לנוע סביב 85-95 מיליון דולר וכי המקורות מפעולות (FFO) יסתכמו בכ-65-55 מיליון דולר בטווח הזמן הקצר והבינוני. תזרימים אלו יתמכו ביחסי כיסוי אשר צפויים לנוע סביב

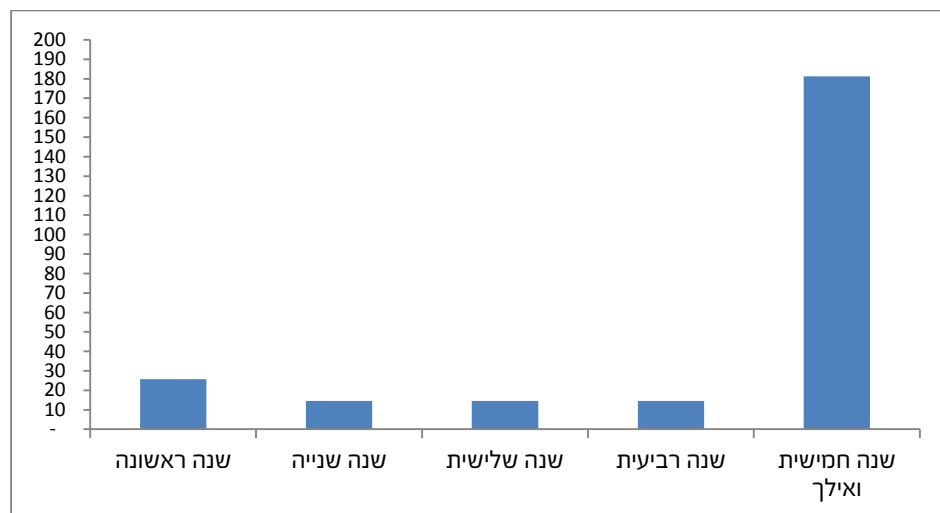


חוב פיננסי ברוטו מתואם ל- EBITDAR וחוב פיננסי ברוטו מתואם ל- FFOR של 2.5-3 ו- 3.5-4.5, בהתאמה, בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחסי הכיסוי תואמים את הדירוג, זאת לצד היציבות והנראות הגבוהות של תזרימי המזומנים. יחס ה-EBIT להוצאות מימון ברוטו של החברה צפוי להערכתנו להישמר בטווח של 4.0-5.0, בהתאם למוצק תלת שנותי.

#### **נזילות וגמישות פיננסית גבוהות צפויות לתמוך במיזוגים ורכישות עתידיים**

לחברה נזילות גבוהה, הנתמכת ביתרות נזילות משמעותיות העומדות, ליום ה-31.12.2015 על כ- 168 מיליון דולר. אנו מעריכים כי החברה תבצע השקעות הוניות גבוהות (CAPEX) בתשתית ייצור ומכירה בשנה הקרובה, יחסית למוצק התלת שנותי, בדגש על השקעות במפעל החדש בוויטנאם. תרחיש הבסיס שלנו מניח CAPEX בטווח של 35-40 מיליון דולר בשנת 2016. היקף ה-CAPEX צפוי לרדת לסכום של כ- 25 מיליון דולר בשנת 2017 נוכח סיום ההשקעה במפעל בוויטנאם ובמשרדים החדשים בקיסריה. להערכתנו החברה תחלק דיבידנד או תרכוש את מניותיה בהיקף של כ- 15-14 מיליון דולר בשנה וזאת ברמה דומה להיקף הדיבידנד השנתי שחולק בשנתיים האחרונות. על בסיס הנחות אלו, אנו מעריכים תזרים מזומנים חופשי חיובי מתון, במידה שתאפשר, כנזכר לעיל, ירידה מסויימת ברמת החוב, גם מתוך יתרות המזומנים, וכתלות גם בצרכי הרכישות והמיזוגים, בהתאם למדיניות החברה. לחברה גמישות פיננסית גבוהה והיא נשענת על יכולת ייצור מזומנים טובה, צרכי פרעון מתונים, מסגרות אשראי חתומות ובלתי-מנוצלות בהיקף משמעותי, רמת מינוף מתונה, ומרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות.

#### **דלתא: לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 31.12.2015, במיליוני דולר**



**גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור הדירוג:**

- שיפור בתמהיל ההכנסות בדגש על הגדלת תמהיל הפעילות הרווחית והיציבה
- יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDAR מתחת ל-2.0x לאורך זמן

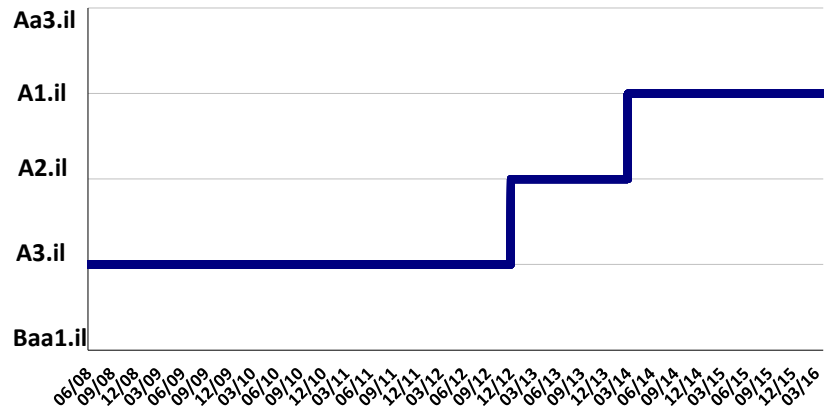
**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-4.0x EBITDAR
- מיזוגים ורכישות שיש בהן להעלות את רמת הסיכון העסקי ו/או את מינוף החברה

**אודות החברה**

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה, גרביים, הלבשת ילדים, הלבשת פנאי והלבשת Active Wear. על לקוחותיה של הקבוצה נמנות בין השאר רשתות קמעונאיות מובילות כמו Victoria's Secret, Walmart, Target ועוד ומותגים מובילים כמו Nike, Calvin Klein, Tommy Hilfiger ועוד. החברה מוכרת את מוצריה תחת מותגים בזיכיון (כגון Avia, Tommy Hilfiger, Lacoste) ומותגים בבעלות (P.J. Salvage, Karen Neuburger ועוד) וכחלק מפעילות Private Label בישראל פועלת החברה בתחום הקמעונאי תחת רשת חנויות "דלתא" המוכרת מותגים בבעלות (כדוגמת המותג דלתא) ובזיכיון (כגון Disney, Nike ו-Keds) וכן בתחום הסיטונאי. במערב אירופה (בעיקר בגרמניה) מוכרת החברה באמצעות שיסר, את מוצריה תחת מותגים בבעלות (כדוגמת המותג שיסר) ובזיכיון (Lacoste, Marc O'Polo ועוד). שיסר פועלת בתחום הקמעונאי דרך רשת חנויות שיסר וכן בתחום הסיטונאי. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל, בגרמניה ובארצות הברית, בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר בקבלנות משנה ובמפעליה של הקבוצה במזרח התיכון, מזרח אירופה ובמזרח הרחוק. בעל השליטה בחברה הינו מר אייזיק דבח, המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה. מר דבח מחזיק כ-53.8% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה וזאת בהתחשב בהחזקת Sterling Macro בשיעור של 5.3% - קרן המנוהלת ע"י מר דבח. בעל עניין נוסף הינו מר נעם לאוטמן המחזיק כ-10% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.





**דוחות קשורים**

[דלתא גליל תעשיות בע"מ - פעולת דירוג, מאי 2015](#)

[דירוג חברות תעשייה יצרנית - דוח מתודולוגי, דצמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

31.03.2016	תאריך דוח הדירוג:
18.05.2015	תאריך דוח קודם:
17.06.2008	תאריך מתן דירוג ראשוני:
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.

מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aaa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	A.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.	Baa.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.	Ba.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.	B.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.	Caa.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.	Ca.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.	C.il

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").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, 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 וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.**

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 בכלל. 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 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.

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 וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל 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 הדיון 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי 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 אמינים, 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 אמינים, 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.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

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

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.