

דלתא גליל תעשיות בע"מ¹

מעקב | אפריל 2020

אנשי קשר:

קובי רחמני

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

kobir@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

¹ מר שלמה שרף הוא דח"צ בדלתא גליל תעשיות בע"מ וכן דח"צ במידרוג בע"מ. אין למר שלמה שרף כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג בע"מ.

דלתא גליל תעשיות בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרות א', ב', ה' ו-ו) שהנפיקה דלתא גליל תעשיות בע"מ (להלן: "דלתא" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	6270144	A1.il	שלילי	31.08.2028
ב'	6270151	A1.il	שלילי	01.10.2024
ה'	6270136	A1.il	שלילי	31.12.2021
ו'	6270193	A1.il	שלילי	31.12.2026

שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת אופק שלילי לדירוג אגרות החוב נובעת מהערכת מידרוג כי האטת יחסי הכיסוי של החברה שהחלה בשנתיים האחרונות תשוקם באופן איטי בהשוואה להערכותינו הקודמות, בשל ההשלכות הריאליות של מגיפת וירוס קורונה, שאנו צופים כי יפגעו בהכנסות וברוח התפעולי של החברה בשנת 2020 במידה מהותית ויעכבו את ההטמעה המלאה של הרכישות האחרונות. מידרוג מניחה התאוששות הכנסות החברה בשנת 2021 ביחס לשנת 2020 ושיפור ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA לטווח של 3.0-3.5. הערכתנו לגבי השלכות משבר הקורונה על פעילות החברה נתונה במידה לא מבוטלת של אי ודאות בשל הימצאות הכלכלה באמצעו של המשבר, ובשל ההשפעות האקסוגניות הרבות הנלוות לו. כמו כן הערכתנו לגבי השיפור העתידי ביחסי הכיסוי, תלויה בין השאר במדיניות הפיננסית של החברה באשר לרכישות עתידיות, חלוקת דיבידנדים ומגמת החוב הפיננסי. במקביל אנו מעריכים כי החברה עלולה להתקרב לגבול אמות המידה הפיננסיות שהציבו לה המממנים, באופן שאינו הולם ומחליש את גמישותה הפיננסית. אופק הדירוג השלילי מביא איפוא בחשבון את העננות מעל תרחיש הבסיס של מידרוג, כפי שיתואר להלן.

לחברה פרופיל עסקי חזק נוכח היקף פעילות משמעותי, פיזור וגיוון של קווי עסקים על פני קטגוריות שונות בתחום ההלבשה, שווקים גיאוגרפיים וערוצי הפצה. החברה פועלת בענף ההלבשה העולמי המאופיין על ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני-גבוה המעיב על דירוג החברה, בשל תחרות גבוהה ולחצי מחירים נמשכים. חלק ניכר מפעילות החברה נובע מקטגוריות יציבות יחסית בענף ההלבשה, כגון הלבשה תחתונה, גרביים והלבשה בסיסית וכן החברה פועלת בתחום הצומח של הלבשת ספורט. בשנים האחרונות הציגה החברה צמיחה מתונה בפעילות האורגנית ועיקר הצמיחה התבססה על רכישת חברות שביצעה החברה. בשנת 2019 השלימה החברה את רכישת Bogart ("בוגרט"), שהינה אחת מיצרניות החזיות הגדולות בעולם. רכישת בוגרט הגדילה באופן משמעותי את פעילות הייצור של החברה וזאת לאחר שבשנים האחרונות התמקדה החברה בהגדלת הפעילות הקמעונאית והסיטונאית עם רכישת "Eminence" ופעילות הגיינס וההלבשה העליונה תחת המותגים "Seven for all mankind" ו-"Splendid".

התפשטותו של נגיף הקורונה החל בתחילת חודש מרץ 2020 הובילה לסגירה רוחבית של אתרי קמעונאות ברחבי העולם וצמצמה משמעותית את הפעילות הקמעונאית והסיטונאית של ענף ההלבשה העולמי, לרבות חלקים ניכרים בפעילותה של החברה. מידרוג בחנה מספר תרחישים של השפעות משבר הקורונה על פעילות החברה, כאשר תרחיש הבסיס של מידרוג מניח סגירת הפעילות הקמעונאית בחודשים אפריל ומאי וחזרה הדרגתית לשגרה מחודש יוני ועד לסוף שנת 2020. בתרחיש זה, צפויה להערכתנו ירידה של בין 15% - 20% בהכנסות החברה בשנת 2020, בהשוואה לשנת 2019 וזאת בהתחשב באיחוד לראשונה של בוגרט החל ביולי 2019. מידרוג מעריכה כי יש בידי החברה כלים לצמצם במידה מסוימת את השפעות הירידה במכירות באמצעות התאמת עלויות משתנות וכן צמצום עלויות קבועות. בהתחשב בכך, הערכת מידרוג היא כי בשנת 2020 צפויה ירידה משמעותית ברווחיות החברה, כאשר הרווח התפעולי (לפני הכ/הוצ' אחרות) צפוי להסתכם בטווח שבין 0 - 50 מ' דולר והחברה צפויה לרשום הפסד נקי בשנה זו. מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי בשנת 2021 תחול התאוששות בהכנסות החברה ביחס לשנת 2020 וכן שיפור הרווח התפעולי (לפני הכ/הוצ')

אחרות) לטווח שבין 90 - 100 מ' דולר. הנחתנו לעיל מביאה בחשבון הטמעה מלאה של פעילות בוגרט בשנת 2021 ותרומה גבוהה יותר של רכישה זו לרווחי החברה.

למרות שחיקה צפויה במקורות מפעולות, מידרוג מניחה תזרים חופשי FCF שלילי מתון יחסית לחברה בשנת 2020 בזכות צמצום הדיבידנדים, ההשקעות הוניות והרכישות חדשות, וכן נוכח עונתיות המכירות בחציון השני של השנה ובמיוחד ברבעון הרביעי. לפיכך איננו מניחים גידול מהותי בחוב הפיננסי של החברה בשנה הקרובה, בהתחשב כי החברה עשויה לנצל מסגרות אשראי על מנת לעבות את היתרות הנזילות (קרי שלא צפוי גידול מהותי גם בחוב הפיננסי נטו). מידרוג לא מעריכה חלוקת דיבידנד בשנת 2020 (מעבר לחלוקה שבוצעה ברבעון הראשון בגין שנת 2019).

החוב הפיננסי של החברה עלה בשנים האחרונות בעיקר נוכח השקעות ברכישת חברות. יחס הון עצמי לסך מאזן ליום 31.12.2019 עמד על כ- 32% (כ-38% בנטרול IFRS 16), ותרחיש הבסיס של מידרוג מעריך שחיקה ביחס הון למאזן בשנת 2020 לטווח של 30%-31%. להערכתנו, יחסי הכיסוי חוב ברוטו מותאם ל- EBITDA וחוב ברוטו מותאם ל- FFO יהיו ארוכים בשנת 2020 ויעמדו על כ-6 וכ-8, בהתאמה. בשנת 2021 אנחנו מניחים כי יחס חוב ברוטו מותאם ל- EBITDA ישתפר לטווח שבין 3.0 - 3.5 ויחס חוב ברוטו מותאם ל- FFO בטווח שבין 3.5 - 4.0, בהתאמה. יחס EBIT למחזור הממוצע של החברה בשנת 2020 יעמוד על כ-2.5 בשנת 2021. השיפור שמידרוג צופה ביחסי הכיסוי בשנת 2021 הינו נוכח תרחיש הבסיס להתאוששות חזרה בהכנסות כפי שתואר לעיל, וכן בהנחה כי החברה תמנע מגידול נוסף בחוב הפיננסי.

נזילות החברה סבירה ונתמכת ביתרות נזילות בהיקף של 108 מ' דולר ליום 31.12.2019 וכן במסגרות אשראי פנויות מחייבות בסך של כ-155 מ' דולר לאותו מועד. מנגד, לחברה עומדות חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות לז"א בסך כ-57 מ' דולר מדי שנה בשנים 2020 ו-2021 (מסך כ-41 מ' דולר לשנה חלויות שוטפות של אג"ח). גמישותה הפיננסית של החברה מוערכת על ידינו כסבירה, לאחר שנשחקה עם העלייה ברמת המינוף. מידרוג סבורה כי חל צמצום במרווח למול אמת מידה פיננסית של יחס חוב נטו לקאפ, כך שזה לא יעלה על 60% מעל שני רבעונים ברציפות. החברה עומדת ביחס זה נכון ל-31.12.2019. מידרוג אינה צופה הפרה של היחס זה בשנה הקרובה, אולם מציינת כי ברבעונים מסוימים המרווח למול היחס עלול להיות פחות ממספק.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- חריגה מיחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA מעל ל-3.5 לאורך זמן
- מיזוגים ורכישות שיש בהן להעלות את רמת הסיכון העסקי ו/או את מינוף החברה

דלתא גליל תעשיות בע"מ (דוחות מאוחדים) - נתונים עיקריים, במיליוני דולר

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	[1] FY 2019	
1,080	1,179	1,368	1,498	1,690	הכנסות
6.6%	6.8%	6.4%	5.6%	5.8%	שיעור רווח תפעולי
44.8%	42.8%	44.2%	38.8%	31.9%	הון עצמי לסך למאזן
2.6	2.5	2.2	3.5	3.6	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA
70	73	84	86	154	מקורות מפעילות (FFO)
4.3	4.6	4.6	3.9	2.7	EBIT למימון ברוטו

[1] נתוני 2019 כוללים את השפעות תקן IFRS 16

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף תחרותי המאופיין בשיעורי רווחיות נמוכים; משבר וירוס קורונה צפוי לפגוע בהכנסות הענף נוכח עצירה נרחבת של הפעילות הקמעונאית ברחבי העולם

ענף ההלבשה העולמי (Global Apparel) כולל חברות הפועלות בתחומי העיצוב, הייצור, השיווק וההפצה של מוצרי הלבשה מגוונים, בדרך כלל בשיילוב אמצעי ייצור על פני מספר 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 בינוני-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 וגוזרת לחברות הפועלות בו שיעורי רווחיות נמוכים יחסית. מידרוג מעריכה כי חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך בענף אינה מאוזנת ומוטה לטובת הרשתות הקמעונאיות הגדולות בענף, וכן חברות אופנה בינלאומיות בעלות המותגים, ולרעת קבלניות המשנה ויצרניות הלבשה. החדירה הגבוהה של מכירות און-ליין לענף ההלבשה, בעוצמה גבוהה יחסית לענפי צריכה אחרים, מעצימה את הלחצים התחרותיים. למרות שהיקף פעילות האון-ליין עדיין אינו גבוה, הוא צומח במהירות. החברות בענף חשופות לשינויים אקסוגניים בשערי החליפין נוכח השוני בין מטבע הייצור למטבע המכירה לצרכן הסופי.

מגיפת וירוס קורונה אשר פקדה את העולם בתחילת חודש מרץ 2020 הובילה לפגיעה משמעותית בענף ההלבשה, נוכח הנחיות לסגירה זמנית של עיקר הפעילות הקמעונאית בחלקים נרחבים ברחבי העולם. בשלב זה קיימת אי וודאות באשר למועד ולאופן החזרה לפעילות סדירה של הכלכלות במדינות שונות בעולם, ובפרט הפעילות הקמעונאית. כמו כן הערכתנו כי המצוקה הכלכלית של משקי בית רבים בעקבות שחרור עובדים לחל"ת ואי הוודאות לגבי העתיד הכלכלי, לפחות בטווח הקצר, ישפיעו לשלילה על הוצאות משקי הבית ולשינוי סדרי העדיפויות ביחס להוצאות לא הכרחיות. בתוך כך אנו סבורים כי קטגוריות בסיסיות כגון הלבשה תחתונה, גרביים והלבשה בסיסית חשופות במידה מתונה לצמצום הצריכה, בהשוואה לקטגוריות גבוהות יותר כגון ספורט, אופנה וגי'נסים. משך הפגיעה בענף היא כמשך המשבר ועוצמתו בטריטוריות שונות בעולם, וכן באסטרטגיית היציאה מהמשבר בכל מדינה ומדינה, שיכול ותכלול המשך מגבלות על תנועה והתאספות למשך זמן.

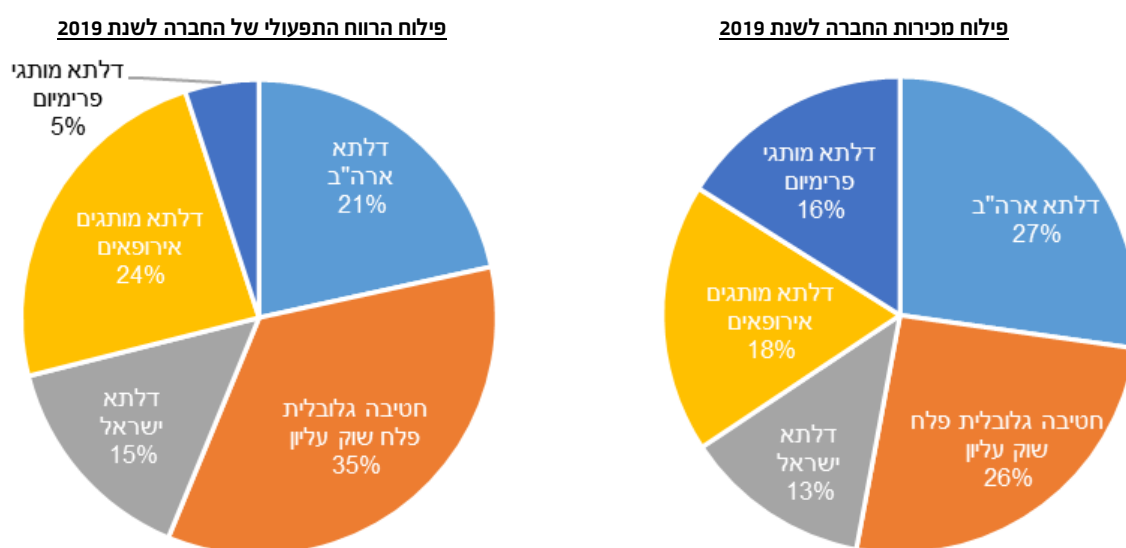
מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין אשר כוללת הטלת מכסים הדדית בין המדינות משפיעה גם היא לשלילה על ענף ההלבשה. חלק מהותי מפעילות הייצור בענף ההלבשה העולמי מתקיימת כיום בסין, ואנו מעריכים כי החרפה של מלחמת סחר תוביל להסטה של חלק מפעילות הייצור מחוץ לגבולות סין. הסטה זו ככול ותתרחש, צפויה להשית עלויות נוספות על חברות הפועלות בסין וללחוץ כלפי מטה את רווחיותן.

מיצוב עסקי גבוה המושפע לחיוב מהיקף פעילות רחב, גיוון פעילויות על פני קטגוריות הלבשה ופיזור גיאוגרפי רחב

עם היקף פעילות רחב ומשמעותי המתבטא במכירות שנתיות של כ- 1.7 מיליארד דולר בשנת 2019, מידרוג מעריכה כי דלתא נהנית ממיצוב עסקי גבוה המושפע לחיוב גם מפיזור פעילויות על פני קטגוריות פעילות מגוונות של ענף ההלבשה, וכן פיזור גיאוגרפי של המכירות על פני מספר יבשות ומדינות. דלתא אחזת בפעילויות מהותיות לכל אורך שרשרת הערך בענף ההלבשה, הכוללות פיתוח, ייצור, מכירה סיטונאית ומכירה קמעונאית לצרכן הסופי. פעילותה בארה"ב היוותה בשנת 2019 כ- 50% מסך המכירות של החברה, כאשר יתר המכירות נחלקו בין אירופה (30%), ישראל (13%) ואחרים. לחברה מפעלים במזרח הרחוק, אירופה והמזרח התיכון המעסיקים כ- 17 אלף עובדים. לחברה פעילות קמעונאית ענפה הכוללת כ- 415 חנויות פיסיקות הפזורות בעיקר בקניונים ומרכזים מסחריים וכן פעילות און-ליין צומחת. הפעילות הסיטונאית של החברה ממוקדת בעיקר באירופה וארה"ב ומספקת את מוצרי החברה לאלפי נק' מכירה.

בשנת 2019 השלימה החברה את רכישת קבוצת Bogart ("בוגרט"), שהינה יצרנית העוסקת בפיתוח ובשיווק של מוצרי הלבשה תחתונה ובעיקר חזיות ובגדי ים עבור מותגים פרטיים. בוגרט הינה אחת מיצרניות החזיות הגדולות בעולם, עם מחזור מכירות של כ- 200 מ' דולר בשנה. בין לקוחותיה העיקריים נמנים Adore Me, La Senza, Hanesbrands, Victoria's Secret ועוד, אשר ברובם נמנים עם לקוחות החברה. מניות בוגרט נרכשו בעלות סמלית של 1 דולר נוכח מצבה הפיננסי של בוגרט, והחברה קיבלה על עצמה את

התחייבויותיה של בוגרט, כך שסך סכום הרכישה הכולל היה כ- 106 מ' דולר. רכישת בוגרט הגדילה באופן משמעותי את פעילות הייצור של החברה, וזאת לאחר שבשנים האחרונות התמקדו רכישות החברה בהגדלת הפעילות הקמעונאית והסיטונאית, עם רכישת "Eminence" בשנת 2018 ופעילות הג'ינס וההלבשה העליונה תחת המותגים "Seven for all mankind" ו- "Splendid" בשנת 2016. פעילות בוגרט סינרגטית עם פעילות החברה בתחום ההלבשה התחתונה, תוך שהיא מחזקת את מעמד התחרותי מול חלק מלקוחותיה הגדולים ו- Victoria's Secret ("ויקטוריה סיקרטי") בפרט. נציין כי רכישת בוגרט צפויה להגדיל משמעותית את היקף הפעילות מול ויקטוריה סיקרטי, כאשר בשלב זה מידרוג רואה בכך כגורם סיכון אשראי, בפרט לאחר שבשנה החולפת נרכשה האחרונה ע"י קרן השקעות פרטית "Sycamore Partners" המחזיקה בפורטפוליו שלה מספר חברות בתחום האופנה והקמעונאות.



לחברה חשיפה למספר חברות אופנה גדולות המהוות נתח משמעותי ממכירותיה

לדלתא פעילות ענפה של פיתוח ייצור ורכישה של מוצרים מקבילי משנה לטובת מותגים פרטיים (Private Label) שבעלות מותגים עולמיים מובילים וכן עבור רשתות קמעונאיות גדולות בארה"ב ואירופה תחת הסגמנטים דלתא ארה"ב וחטיבה גלובלית פלח שוק עליון. בתחומי פעילות אלו לחברה מספר לקוחות גדולים, ביניהם ויקטוריה סיקרט, וולמארט ונייקי, האחראים על חלק ניכר מסך המכירות של החברה. להערכת מידרוג, פעילותה של החברה כסיטונאית וקבלנית משנה עבור לקוחות גדולים מגבירה את לחצי המחיר ופוגמת במעמדה התחרותי, תוך שהחברה נדרשת כל העת לייעל את מערכי הייצור ואת שרשרת האספקה. מידרוג מעריכה כי הגידול בפעילות החברה לרבות רכישת בוגרט תורם למיצובה העסקי של דלתא כספק אסטרטגי לחלק מלקוחות החברה ועשוי להוות הזדמנות לחברה נוכח המשבר הפוקד בימים אלו את ענף ההלבשה העולמית. מידרוג מעריכה כי הפעילות מול רשת וולמארט נתונה ללחצי מחיר מתמשכים המשפיעים לשלילה על הרווחיות. בהתאם להערכות החברה, היקף הפעילות מול קמעונאית זו צפוי לרדת בטווח הזמן הקצר עד הבינוני. פעילות החברה מול ויקטוריה סיקרטי ונייקי מבודלת יותר, בשל ערך מוסף גבוה יותר, ולכן פחות רגישה ללחצי מחיר. הקשרים ארוכי השנים של החברה עם לקוחותיה המרכזיים והגדלת מגוון קטגוריות המוצרים מול ויקטוריה סיקרט, וולמארט ונייקי מהווים גורם הממתן במעט את סיכון הריכוזיות.

משבר וירוס קורונה צפוי לפגוע בהכנסות וברווחיות בשנת 2020, אולם הערכתנו הינה להתאוששות במהלך שנת 2021, בהתחשב באי הוודאות לגבי משך המשבר והשלכותיו

דלתא סיימה את שנת 2019 עם צמיחה של כ-12.8% בהכנסות, ובנטרול השפעות איחוד לראשונה של בוגרט (2019) והשפעת הקצה של איחוד Eminence (2018). הסתכמה הצמיחה האורגנית בכ-2%. הרווח התפעולי האורגני של החברה נשחק בשנת 2019 בכ-1% וזאת נוכח השחיקה ברווחיות דלתא ארה"ב ודלתא מותגי פרימיום, אשר קוזזה חלקית ע"י שיפור ברווח התפעולי של חטיבה גלובלית פלח שוק עליון ודלתא ישראל.

התפשטות של נגיף קורונה הובילה לסגירה רוחבית של אתרי קמעונאות ברחבי העולם וצמצום משמעותית את הפעילות הקמעונאית והסיטונאית של החברה, כמו גם את פעילותה היצרנית של בוגרט במהלך הרבעון הראשון של השנה. מידרוג בחנה מספר תרחישים של השפעות משבר הקורונה, ביניהם סגירת הפעילות הקמעונאית בחודשים אפריל ומאי וחזרה הדרגתית לשגרה מחודש יוני ועד לסוף שנת 2020. מידרוג מעריכה כי בשנת 2020 נוכח משבר הקורונה צפויה פגיעה בטווח שבין 20% - 25% במכירות החברה, וזאת בהשוואה למכירות החברה בשנת 2019 בנטרול בוגרט. ההנבה המלאה של פעילות בוגרט בשנת 2020 צפויה למתן את הירידה בהכנסות לטווח שבין 15% - 20%. בתוך כך מידרוג הניחה כי הפגיעה בפעילות דלתא ארה"ב תהיה מתונה יותר נוכח המאפיינים של נקודות המכירה שם, הכוללות בעיקר קמעונאיות מזון וכן נוכח מוצרים המוטלים להלבשה בסיסית וזולה יחסית ועונתיות נמוכה. הנחות מידרוג לעיל לגבי משך משבר הקורונה והחזרה לשגרה נתונות באי וודאות, נוכח זאת שהכלכלה העולמית מצויה באמצעו של המשבר וכן נוכח ההשפעות השונות במדינות שונות.

הערכתנו כי ביכולת החברה לצמצם במידה מסוימת את ההשפעה של ירידת המכירות בשנת 2020 על הרווח ועל תזרימי המזומנים, נוכח מרכיב מהותי של עלויות משתנות וכן צמצום מסוים בעלויות הקבועות. הערכת מידרוג היא כי בשנת 2020 צפויה ירידה משמעותית ברווחיות החברה, והרווח התפעולי לפני הכנסות/הוצאות אחרות צפוי להסתכם בטווח שבין 0 - 50 מ' דולר. מידרוג מניחה כי בשנת 2021 תחול התאוששות בהכנסות החברה ביחס לשנת 2020 וכן שיפור הרווח התפעולי (לפני הכ"ה/הוצ' אחרות) לטווח שבין 90 - 100 מ' דולר בעיקר בשל הנחתנו לחזרה לפעילות מלאה וגידול במכירות לעומת שנת 2020. כמו כן הנחתנו לעיל מביאה בחשבון הטמעה מלאה של פעילות בוגרט בשנת 2021 ותרומה גבוהה יותר של רכישה זו לרווחי החברה. ככל שהמשבר הכלכלי ייתן אותותיו במידה חמורה יותר בשנת 2021, הערכתנו היא כי מגזרי דלתא מותגי פרימיום (כ-16% מסך המכירות בשנת 2019), הכולל מכירה של ג'ינסים ומוצרי אופנה ממותגים וכן חטיבה גלובלית פלח עליון (כ-26% מהמכירות - המגלמים השפעה חלקית של עסקת בוגרט), חשופים במידה רבה יותר להתאוששות ביחס לשנת 2020.

השיפור ביחסי הכיסוי לאחר שורת הרכישות של השנים האחרונות יהיה איטי מהצפוי

החברה רשמה גידול בחוב הפיננסי ברוטו בשנתיים האחרונות, בעיקר נוכח רכישות שביצעה, שכללו את פעילות הג'ינס וההלבשה העליונה תחת המותגים "Seven for all mankind" ו-"Splendid" תמורת כ-118 מ' דולר (2017), "Eminence" תמורת כ-144 מ' דולר (2018) וכן רכישת בוגרט בסך של כ-106 מ' דולר (2019). חוב ברוטו מותאם נכון ליום 31.12.2019 הסתכם בכ-670 מ' דולר (כ-440 מ' דולר ללא התחייבויות חכירה) וזאת בהשוואה לכ-400 מ' דולר ו-265 מ' דולר בשנים 2018 ו-2017, בהתאמה.

יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA עמד על כ-3.6 וכ-3.5 בשנים 2019 ו-2018, בהתאמה, לעומת יחס כיסוי של 2.0-2.5 בשנים שלפני כן (בתוך כך יש לציין כי השפעת תקן 16 על יחס הכיסוי לעיל בשנת 2019 הייתה מתונה). נוסף לכך שבוגרט אוחדה רק במחצית השנייה של שנת 2019, ולכן פעילותה לא גולמה באופן מלא בשנה שחלפה, יחס הכיסוי לסוף שנת 2019 מגלם גם רווחיות נמוכה של בוגרט על רקע קשיים פיננסיים ותפעוליים. יחד עם זאת, היכולת להשיב את פעילותה של בוגרט חזרה למסלול עלולה להימשך יותר מהמתוכנן, בצל המשבר הכלכלי הנוכחי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לעמוד בטווח של 100-150 מ' דולר בשנת 2020, כאשר המקורות מפעולות (FFO) יסתכמו בטווח שבין 70-120 מ' דולר. בשנת 2021 מידרוג מניחה EBITDA ו-FFO בטווח שבין 180 - 200 מ' דולר ו-130 - 150 מ' דולר, בהתאמה. מידרוג הניחה כי ההשקעות ההוניות השוטפות של החברה יעמדו בטווח שבין 20 - 30 מ' דולר לשנה וכן תשלום בגין חכירה תפעולית בסך 58 מ' דולר, וזאת לפי הערכות

החברה כי תפעל לצמצום ההשקעות ההוניות. מידרוג לא מניחה חלוקת דיבידנד בשנת 2020 (מעבר לסכום שהוכרז וחולק ברבעון הראשון). הנחות אלו גוזרות תזרים חופשי (FCF) של 15 עד 15- (מינוס) מ' דולר בשנה הנוכחית. יחסי הכיסוי חוב ברוטו מותאם ל- EBITDA וחוב ברוטו מותאם ל- FFO יהיו ארוכים בשנת 2020 ויעמדו על כ-6 ו- כ-8 בהתאמה. בשנת 2021 אנחנו מניחים כי יחס חוב ברוטו מותאם ל- EBITDA ישתפר לטווח שבין 3.0 - 3.5 ויחס חוב ברוטו מותאם ל- FFO בטווח שבין 3.5 - 4.0, בהתאמה. יחס EBIT להוצאות מימון ברוטו צפוי להיות שלילי עד אפסי 2020 וכ- 2.5 בשנת 2021. השיפור שאנו צופים ביחסי הכיסוי בשנת 2021 הינו נוכח תרחיש הבסיס שתואר לעיל, וכן בהנחה כי החברה תמנע גידול נוסף בחוב הפיננסי. יחס ההון לסך מאזן ליום 31.12.2019 עמד על כ- 32% (38% בנטרול השפעת תקן IFRS 16) וזאת בהשוואה לכ- 39% ו- 44% בשנים 2018 ו- 2017, בהתאמה.

נזילות החברה סבירה ונתמכת ביתרות מזומנים ומסגרת חתומות בהיקף משמעותי; הגמישות הפיננסית של החברה הצטמצמה בשנים האחרונות נוכח עליה ברמת המינוף וקירבה לאמות המידה הפיננסיות של החברה

בהתחשב בכך כי אנו צופים תזרים חופשי (FCF) אפסי בשנת 2020, הנזילות לשנה הקרובה נשענת על יתרות המזומנים שבקופת החברה וכן מסגרות האשראי החתומות שבידה. נכון ליום 31.12.2019, לחברה יתרות נזילות של כ- 108 מ' דולר (כמחצית מכך בקופת החברה ויתר המזומנים בחברות בנות שבשליטתה המלאה) וכן מסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות בהיקף של כ- 155 מ' דולר. בנוסף לחברה מסגרות אשראי פנויות לא חתומות בהיקף של כ- 80 מ' דולר. מנגד, לחברה עומדות חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות לז"א בסך כ- 57 מ' דולר מדי שנה בשנים 2020 ו- 2021 (מכך כ- 41 מ' דולר לשנה חלויות שוטפות של אג"ח). גמישותה הפיננסית של החברה מוערכת על ידינו כסבירה, לאחר שנשחקה עם העלייה ברמת המינוף. כמו כן מידרוג סבורה כי חל צמצום במרווח למול אמת מידה פיננסית של יחס חוב ברוטו לקאפ הקיימת למול מחזיקי האג"ח והלוואה בנקאית, כך שזה לא יעלה על 60% מעל שני רבעונים ברציפות. החברה עומדת ביחס זה במרווח מספק נכון ל-31.12.2019. מידרוג אינה צופה הפרה של אמת המידה הפיננסית, אולם מציינת כי ברבעונים מסוימים המרווח למול היחס עלול להיות פחות ממספק.

מטריצת הדירוג

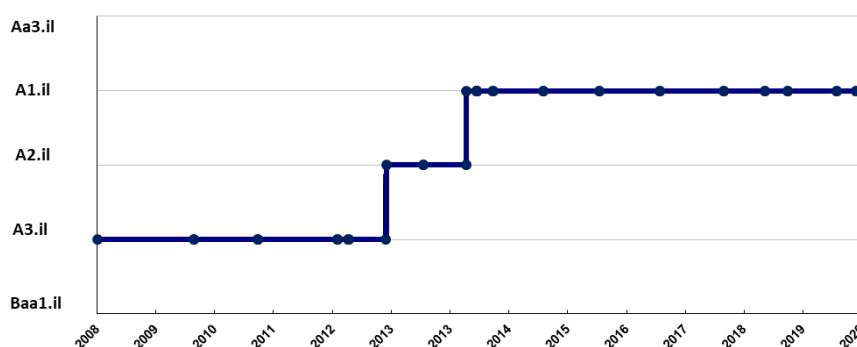
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה [2]	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aa.il	6,000 - 5,800 מ' ש	Aa.il	5,915 מ' ש	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
A.il	5.0%	A.il	5.8%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	32%	A.il	31.9%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
A.il	3.0X- 3.5X	A.il	3.5X	חוב / EBITDA	
Aaa.il	510 - 480 מ' ש	Aaa.il	539 מ' ש	FFO	
Baa.il	2.5X	Baa.il	2.6 X	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	
A.il		A.il		מדיניות פיננסית	
A1.il					דירוג נגזר
A1.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.
 [2] החברה מדווחת בדולר, הסכומים בטבלה הומרו לש"ח לפי שער דולר של 3.5. נתוני המדידה בתחזית הם בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, כאשר ניתן משקל יתר לתרחיש הבסיס של מידרוג לגבי שנת 2021.

אודות החברה

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה, גרביים, הלבשת ילדים, הלבשת פנאי והלבשת Active Wear וכן ג'ינסים ופריטי הלבשה עליונה. החברה מוכרת את מוצריה תחת מותגים בזיכיון ומותגים בבעלות וכחלק מפעילות Private Label. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל, בגרמניה, בשווייץ, בצרפת, בארה"ב ובסין, בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר בקבלנות משנה ובמפעליה של הקבוצה במזרח התיכון, מזרח אירופה, מרכז אמריקה ובמזרח הרחוק. בעל השליטה בחברה הינו מר אייזיק דבח, המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה. מר דבח מחזיק כ-48.89% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה וזאת מבלי להתחשב בהחזקת Sterling Macro בשיעור של 4.95% - קרן המנהלת ע"י מר דבח. בעל עניין נוסף הינו מר נעם לאוטמן המחזיק כ-9.97% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דלתא גליל תעשיות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

07.04.2020

תאריך דוח הדירוג:

18.12.2019

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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>