

**דלתא גליל תעשיות בע"מ**

A3	<b>יכולת פירעון כוללת (ISSUER)</b>
----	------------------------------------

**פרופיל החברה**

מחבר : פבל יופה  
אנליסט בכיר  
[pavel@midroog.co.il](mailto:pavel@midroog.co.il)

אנשי קשר :  
אביטל בר דיין  
סמנכ"ל  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מידרוג בע"מ  
מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל': 03-6844700  
פקס: 03-6855002  
[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

דלתא גליל תעשיות בע"מ (להלן: "החברה" או "דלתא"), חברה ציבורית<sup>1</sup>, העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות הבת, (להלן: "הקבוצה") בעיצוב, פיתוח, ייצור ושיווק הלבשה תחתונה. עיצוב ופיתוח מוצרים מתבצע בעיקר בישראל, ארה"ב ואנגליה, בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר במפעליה של הקבוצה במזרח התיכון, במזרח הרחוק וכן באמצעות קבלני משנה באותם מקומות. בשנת 2007 כ- 75% מהכנסותיה נבעו ממוצרים אשר יוצרו ע"י קבלני משנה. לקבוצה מספר אסטרטגיות עסקיות - מוצריה משווקים לרשתות קמעונאיות מובילות (דוגמת Marks & Spencer ו-Wal-Mart) כמותגי הבית של הרשתות; למשווקי מותגים מובילים (כגון: Calvin Klein, Nike, Hugo Boss ועוד); כמו כן, לקבוצה הסכמי זיכיונות לשימוש בסימנים מסחריים ומותג פרטי, "דלתא", המשווק בישראל ברשת שבבעלות החברה ובאמצעות רשתות קמעונאיות וחנויות פרטיות אחרות. הרשתות הקמעונאיות הינן, באופן מסורתי, הלוקו העיקרי של הקבוצה. כך במהלך שנת 2007, ההכנסות שנבעו מ-Marks & Spencer (בריטניה) ו-Wal-Mart (ארה"ב) הסתכמו בכ- 21% ו 23% מסך ההכנסות, בהתאמה. עקב השינויים בסביבה העסקית, המשך שחיקת המחירים והחרפת תנאי התחרות, החלה הקבוצה בשנת 2004, בביצוע פעולות ארגון מחדש: נסגרו מרכזים ומפעלים באירופה, אמריקה וסין והפעילויות הועבר למדינות בהן עלות הייצור נמוכה יותר, כגון: מצרים, תאילנד והודו. במהלך שנת 2007, המשיכה הקבוצה בפעולות רה ארגון, נמשך צמצום פעילות הייצור בישראל ובירדן והעברתה למצרים ולמזרח הרחוק. בסוף אפריל 2008 הועסקו ע"י החברה 9,200 עובדים: 46% במצריים, 16% בישראל והיתר בתאילנד, ירדן ומדינות נוספות.

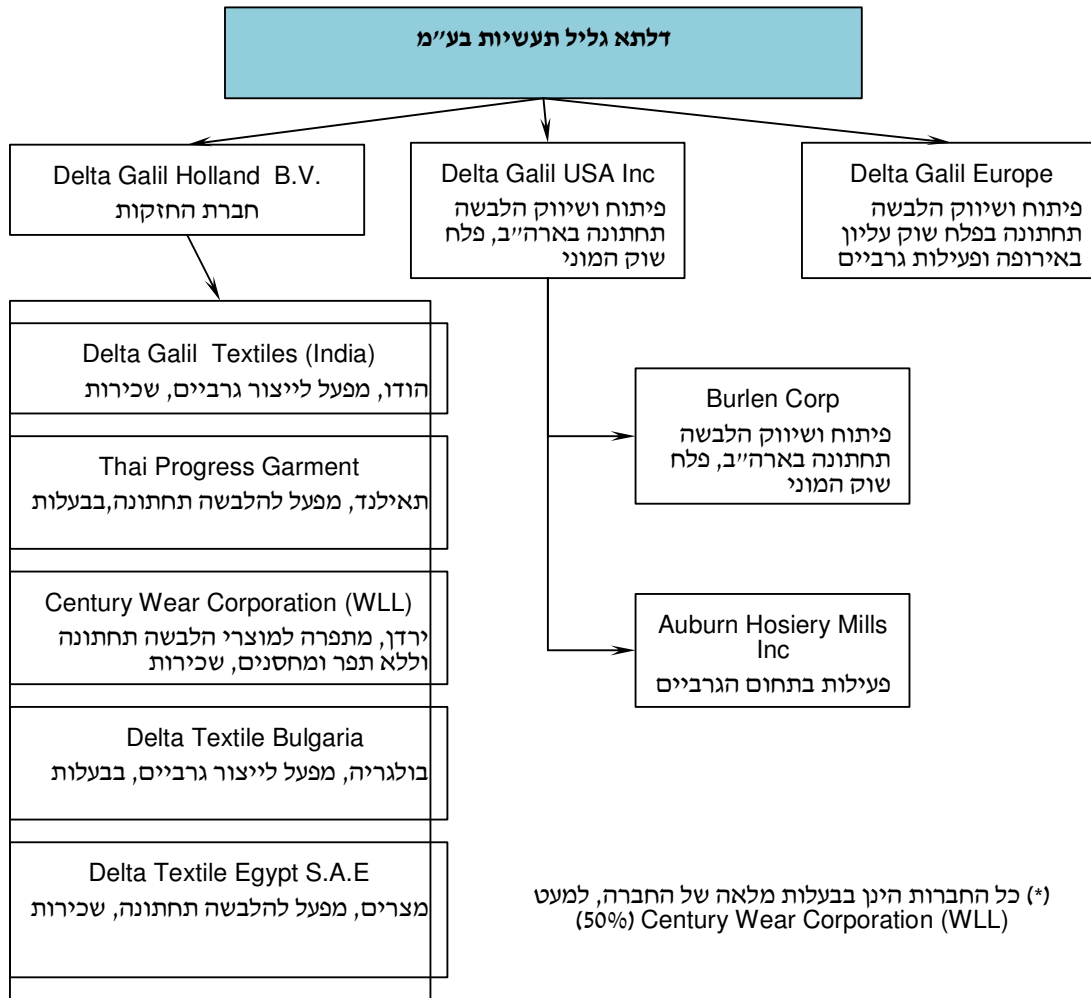
**נתונים כספיים עיקריים, מיליוני \$:**

שנת דיווח (1)	2004	2005	2006	2007
סה"כ הכנסות	654.3	684.5	706.7	647.4
רווח תפעולי (2)	22.6	-5.3	25.6	15.7
רווחיות תפעולית	3.5%	הפסד	3.6%	2.4%
רווח (הפסד) נקי	12.7	-36.3	3.1	-12.5
EBITDA	37.8	10.5	41.2	29.0
סך נכסים	534.5	476.6	452.0	450.0
מזה נכסים שוטפים (אחוז ממאזן)	321.7 (60%)	286.8 (60%)	267.7 (59%)	271.0 (60%)
חוב פיננסי	183.0	179.9	156.2	157.7
הון עצמי וזכויות מיעוט	224.8	187.2	189.7	176.4
שיעור המימון במקורות עצמיים	42%	39.3%	42.0%	39.2%

(1) החל משנת 2006 לפי IFRS  
(2) לפני הוצאות ארגון מחדש, הפחתת מוניטין ורכוש קבוע

<sup>1</sup> מניות החברה נסחרו עד מרס 2008 בבורסה לניירות ערך בת"א וב-NASDAQ והדוחות הכספיים עד 9/07 נערכו לפי US GAAP. במרס 2008 מחקה החברה את מניותיה ממסחר ב-NASDAQ, וחזרה למתכונת הדיווח לפי חוק ניירות ערך. החברה בחרה באימוץ מוקדם של התקינה הבינלאומית ודוחותיה הכספיים ל-31.12.07 ערוכים לראשונה לפי IFRS

דלתא גליל - מבנה הקבוצה

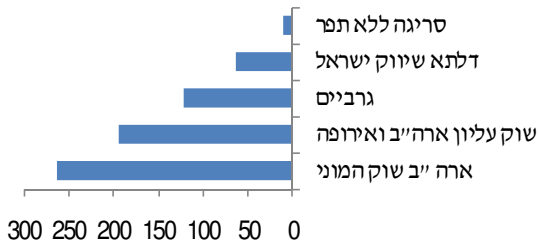


(\* כל החברות הינן בבעלות מלאה של החברה, למעט (50%) Century Wear Corporation (WLL)

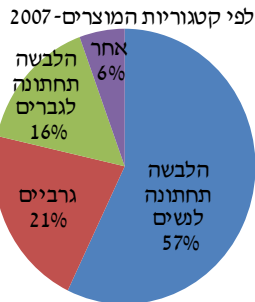
לחברה חמישה מגזרי פעילות עסקיים:

ארה"ב שוק המוני – עיצוב, פיתוח, שיווק של מוצרי הלבשה תחתונה לנשים, גברים וילדות, בעיקר עבור Wal-Mart ורשתות נוספות בארה"ב. לקוחות מהותיים נוספים של הקבוצה הינם J.C. Penney, Target ו-Kohl's. כ-95% מהמכירות הינן של המוצרים הנרכשים מקבלני משנה. להערכת החברה, מסתכם היקף שוק מוצרי הלבשה תחתונה במגזר פעילות זה (בלקוחות ובקטגוריות בהם פועלת החברה) בכ- 2.0 – 1.6 מיליארד דולר בשנה. לפי תוצאות שנת 2007 חלקה של החברה עומד על כ-10% עד 12%. הלבשה תחתונה בפלח שוק עליון ארה"ב ואירופה – עיצוב, פיתוח וייצור (כ-54% מהמכירות היו מוצרים שנרכשו מקבלני משנה) ושיווק מוצרי הלבשה תחתונה לנשים, גברים וילדים לרשתות קמעונאיות ומותגים מובילים בארה"ב ובאירופה. המוצרים מיוצרים ע"י החברה במצרים ותאילנד ובאמצעות קבלני משנה.

הכנסות המגזר, 2007, מיליוני \$



התפלגות ההכנסות



עיקר המכירות במגזר זה הן ללקוחות M&S. לקוחות מהותיים נוספים הינם Tommy Hilfiger ו-Hugo Boss. Hema באירופה ו-Victoria's Secret ו-Calvin Klein בארה"ב. חלקה של החברה, בלקוחות וקטגוריות בהם היא פעילה, עמד בשנת 2007 על כ- 10% עד 20%; פעילות גרביים – עיצוב, פיתוח, שיווק וייצור (כ- 14% ממכירות המגזר בייצור עצמי, היתר יוצר באמצעות קבלני משנה) גרביים לנשים, גברים וילדים לרשתות קמעונאיות ומותגים מובילים הפועלים באירופה וארה"ב. פעילות הייצור מתבצעת בעיקר בבולגריה ובהודו וכן ע"י קבלני משנה במזרח הרחוק. נתח החברה, בלקוחות וקטגוריות בהם היא פעילה עמד בשנת 2007 על כ- 20%- 10%. סריגה ללא תפר - עיצוב, פיתוח, ייצור (של כל המוצרים שנמכרו) ושיווק מוצרי הלבשה תחתונה ללא תפר, מחטבים ומוצרי ספורט. עיצוב, פיתוח וייצור המוצרים מתבצע בישראל. היקפי פעילות החברה זניחים לעומת השוק. דלתא שיווק בישראל – פיתוח ושיווק מוצרי הלבשה תחתונה לנשים, גברים וילדים הנרכשים מספקים מהמזרח הרחוק ומופצים באמצעות רשת החנויות של החברה בישראל ובמכירה סיטונאית לרשתות שיווק קמעונאיות אחרות. לחברה רשת חנויות "דלתא פלוס", הכוללת 91 חנויות (בשכירות), 67 מהן בבעלות והיתר מופעלות בזכיינות. בנוסף למותגי בית בבעלות הקבוצה, משווקת הקבוצה מספר מותגי בית בזכיינות. עפ"י נתוני הקבוצה, נתח השוק שלה בשוק ההלבשה התחתונה והגרביים בישראל נע בין 10% ל- 25%.

## בעלות וניהול

הקבוצה נשלטה ונוהלה ע"י מר דב לאוטמן, מייסדה, החל מהקמת חברת דלתא גליל בשנת 1975 ועד ליולי 2007. באוגוסט 2005, רכש מר אייזיק דבח<sup>2</sup> כ- 25% ממניות החברה<sup>3</sup>. עם המניות שנרכשו לפני כן, הגיע מר דבח להחזקה של 28.4% בהון ובזכויות ההצבעה. באותה השנה, מונה מר אייזיק דבח ליו"ר דירקטוריון. בחודש יולי 2007 הודיע מר דב לאוטמן על מכירת למעלה ממחצית מאחזקותיו במניות "דלתא" (כ- 13.5%) למר אייזיק דבח. ביום 11.05.08, פרסמה חבי' GMM Capital LLC, חברה בבעלותו של מר אייזיק דבח, הצעת רכש ל- 4.97% מההון המונפק והנפרע של החברה, לפי 21.32 ₪ למניה (כ- 24% מעל לשווי שוק של המניה בשלושה ימי מסחר שקדמו לפרסום). הצעת הרכש נענתה במלואה ביום 10 ביוני 2008.

שיעור החזקה לפני שנה %	שיעור החזקה ל- 16.06.08 (1) %	
28.57	47.39	דבח אייזיק (2)
24.78	11.45	לאוטמן דב
-	9.77	כלל החזו ביטוח (גמל, משתתפות ונוסטרו)
-	5.97	מיטב (גמל, ק. נאמ)
5.84	6.17	מנורה (גמל, משתתפות וק. נאמ)

(1) בזכויות ובהצבעה

(2) בהתחשב בהצעת הרכש שהושלמה

**ההנהלה הבכירה של החברה בעלת ותק וניסיון רב בניהול הקבוצה ובתחומי פעילותה**  
 רוב ההנהלה, אנשי המפתח והעובדים, עובדים בחברה ובחברות הבנות למעלה מעשור. חלק מהבכירים שהצטרפו לחברה לאחרונה בעלי ניסיון בענף.

להלן רשימת בעלי התפקידים העיקריים בדלתא גליל תעשיות:

<sup>2</sup> אייזיק דבח, תושב ארה"ב, נולד בישראל, פעיל שנים רבות בתחום הטקסטיל וההלבשה, ומחזיק בדלתא באמצעות חברת ההשקעות בשליטתו GMM Capital LLC.

<sup>3</sup> המניות נרכשו מחברת Sara Lee, חברת צריכה אמריקאית, ציבורית. העסקה בוצעה במחירי השוק.

תפקיד	שם	שנת לידה	ותק בחברה,	ניסיון רלוונטי קודם	השכלה
מנכ"ל	אבירם להב	1959	1997	בתפקיד נוכחי החל מ-11.06 2004-2006 מנהל חטיבת הלבשה תחתונה בארה"ב 1997 - 2004 סמנכ"ל כספים בחברה	תואר ראשון בחשבונאות מאוני' העברית (רו"ח) Harvard Business , AMP School
סמנכ"ל כספים	יוסי חגי'י	1968	1997	בתפקיד נוכחי החל מ-03.04 2004 – 1999 חשב ומזכיר	תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה מאוני' ת"א
סמנכ"ל שיווק ופיתוח אסטרטגי	אסתי מעוז	1947	1975	בתפקיד נוכחי החל מ-01.03 2002 – 1991 מנהלת דלתא ניו יורק	שווק – לימודי תעודה מאוני' חיפה
חשב ומזכיר	מיקי לקסר	1969	1999	בתפקיד נוכחי החל מ-03.04 2004 – 1999 סגן חשב	תואר ראשון בחשבונאות ומנהל עסקים ותואר שני מנהל עסקים ממכללה למנהל
מנהל תחום פעילות גרביים	גיל שמעון	1966	1992	בתפקיד נוכחי החל מ-02.07 2006-2007 סמנכ"ל תפעול ולוגיסטיקה בחטיבת גרביים	תואר ראשון במנהל עסקים, אוני' חיפה
מנהל תחום פעילות סריגה ללא תפר	מני אלון	1964	2007	2006 - 1999 מנהל פיתוח ופרויקטים בגיבור ספורט אקטיבוור 2001-2003 שימש כברוקר חדר עסקאות בבנק לאומי	מהנדס תעשייה וניהול, מכללת שנקר
מנהל תחום פעילות דלתא שיווק ישראל	יורם ויינברגר	1941	1994	בתפקיד נוכחי החל מ-04.01 2001 -1994 מנכ"ל רשת חנויות ולאחר מכן מנהל דלתא טקסטיל שיווק	תואר ראשון בכלכלה ותואר שני במנהל עסקים, אוני' עברית
מנהל חטיבת הלבשה תחתונה, פלח שוק עליון בארה"ב ואירופה	צביקה שמיר	1960	2008	2008-2005 משנה למנכ"ל בגיר גרופ, ממונה על תחום התפעול והפיתוח העסקי	תואר ראשון בניהול תעשייתי משנקר תואר שני במינהל ציבורי מאוני' ת"א
סמנכ"ל משאבי אנוש	מוטי פיירמן	1959	2008	2008 – 2006 סמנכ"ל משאבי אנוש בנילית 2006 – 1999 סמנכ"ל משאבי אנוש בשטראוס גלילות	תואר ראשון בפילוסופיה וגיאוגרפיה מאוני' ב"א בוגר תוכנית ניהולית במשאבי אנוש מהטכניון
מנהל חב' בת Burlen	Steve Klein	1959	2004	הצטרף לקבוצה עם רכישתה של Burlen ע"י דלתא בחמש השנים האחרונות מנהל את Burlen	תואר ראשון בכלכלה, Clark University
מבקר פנימי	אורן גרופי	1969	2004	בתפקיד נוכחי החל מ-03.07 2007 – 2004 מנהל מחלקת ביקורת פנים ויעוץ	תואר ראשון במנהל עסקים (חשבונאות ומימון) מכללה למינהל; תואר שני במשפטים LLM מאוני' בר-אילן

## לא נקבעה מדיניות דיבידנד

לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים. דירקטוריון החברה בוחן מעת לעת חלוקת דיבידנדים בהתאם לתוצאות העסקיות. לא חולק דיבידנד בשנים האחרונות.

## אסטרטגיה

### התמקדות בפיתוח המוצרים, צמצום ויעול מערך הייצור

תעשיית הלבוש כוללת שלושה סגמנטים עיקריים: מעצבים, יצרנים ומשווקים. המעצבים עוסקים בפיתוח מוצרים (החל מעיצוב, פיתוח ויצירת אב טיפוס) ושכירת שירותי יצרן לייצורם. היצרנים מתמקדים בייצור המוני לפי דוגמאות המעצבים ואילו הקמעונאים משווקים את המוצרים לצרכן הסופי. על החברות הפועלות בענף לקבל החלטה לגבי מיקומן בשרשרת הערך. בשל השינויים שחלו בעשור האחרון בענף והעברת הייצור המוני ממדינות עם שכר גבוה למדינות מתפתחות, בהן עלות עבודה נמוכה משמעותית, החליטה הקבוצה להתמקד בפיתוח המוצרים, תוך שמירה על כוח ייצור מינימאלי. החל משנת 2004 מבצעת החברה תהליך של צמצום מערך הייצור העצמי ומיקומו במדינות מתפתחות. כיום לחברה מפעלים בבעלות בישראל (בעיקר סריגה ללא תפר), בולגריה ותאילנד ומפעלים בשכירות במצרים, והודו. מכירות מוצרים קנויים, שיוצרו ע"י קבלני משנה, היוו בשנת 2007 כ-75% מסך מכירות החברה.

### באמצעות רכישות (אופקיות) של חברות ורכישת זכויות שימוש בסימנים רשומים מיישמת הקבוצה אסטרטגיית התרחבות מתונה

במקביל לשינויים במערך הייצור, מיישמת הקבוצה בשנים האחרונות אסטרטגיית התרחבות מתונה. מידרוג מבחינה בשני דפוסי פעילות: האחד הינו העברת פעילות מארץ המקור (ישראל) לשווקי היעד של הלקוחות - הוקמו מרכזי פיתוח מוצרים ושיווק בקרבת הלקוחות העיקריים של הקבוצה. במקביל, העמיקה הקבוצה את החדירה לשווקים קיימים, באמצעות רכישת חברות בתחום פעילותה (בארה"ב) והרחבת בסיס זכויות שימוש במוטגי בית (בארה"ב ואירופה). כך, בשנים 2000-1999 רכשה הקבוצה שתי חברות אמריקאיות, שעסקו בייצור ושיווק הלבשה תחתונה לנשים וילדות. החברות מוזגו לחברת בת בעלות מלאה (דלתא גליל ארה"ב) המרכזת את פעילות הקבוצה בארה"ב.

בשנים 2004 – 2003 נרכשו שתי חברות אמריקאיות נוספות. החברות עסקו בעיצוב ופיתוח גרביים (חברת Auburn) ועיצוב ופיתוח הלבשה תחתונה לנשים, עם היקף מכירות גבוה וקשרים עסקיים ארוכי טווח עם רשת Wal-Mart (חברת Burlen).

### שמירה וחיזוק מעמד של ספק משמעותי עבור לקוחות גדולים

בנוסף לבניית מערך ייצור יעיל, על חברות ההלבשה להיות משמעותיות/נחוצות עבור לקוחותיהן וזאת על מנת ליצור חסם לכניסת יצרנים אחרים, קטנים יותר הן מבחינת היקף הייצור והן מבחינת מספר קטגוריות מוצרים או איכותם. כמו כן, עשוי הדבר למנוע מהלקוח לעקוף את הקבוצה וליצור ישירות קשר עם היצרן. החברה משקיעה מאמצים רבים על מנת לשמור על מעמדה בקרב לקוחותיה הגדולים, ביניהם: שמירה על כושר ייצור עצמי על מנת להבטיח איכות המוצרים, השקעה בפיתוח המוצרים (יצירת ערך מוסף ללקוח) ושיפור הביצוע (על מנת לאפשר גמישות מרבית ללקוחותיה) ועוד.

### פיזור הפעילות במספר פלחי שוק עם התמקדות במדינות בעלות סיכון עסקי נמוך

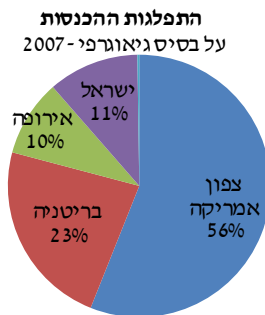
החברה פועלת במספר פלחי שוק, כגון: השוק ההמוני - רשתות דיסקאונט, פלח שוק ביניים - רשתות כלבו ורשתות אופנה ופלח שוק גבוה - רשתות אופנה יוקרתיות. פעילות במספר פלחים מקטינה את החשיפה למצב הכלכלי בשווקי היעד ומייצרת סינרגיה שבהעברת ידע שיווקי וטכנולוגי בתוך הקבוצה. בנוסף להחלטה לגבי הפעילות בפלחי השוק השונים, עומדות בפני החברות הפועלות בענף הלבשה, והלבשה תחתונה בפרט, מספר אסטרטגיות עסקיות: ייצור מוצרים עבור מותגים שבעלות ושליטה של החברה, ייצור מוצרים תחת מותגים שהושכרו או ייצור מותגי בית עבור אחרים. הקבוצה נוקטת בשלוש הפעילויות, אם כי עיקר הפעילות מתמקדת בייצור מותגי בית עבור רשתות קמעונאיות גדולות ומשווקי מותגים (Private Label) מובילים.

## שיקולים עיקריים לדירוג

הקבוצה פועלת במדינות בעלות סיכון עסקי נמוך, שווקי היעד העיקריים של הקבוצה הינם ארה"ב ואירופה; סיכון אשראי נמוך בתיק הלקוחות בשל האיתנות הפיננסית הטובה של הלקוחות העיקריים; מערכת יחסים ארוכת טווח עם הלקוחות; השימוש בקבלני משנה והשמירה על כושר ייצור עצמי מקנים לקבוצה גמישות תפעולית גבוהה; מעמד של ספק משמעותי בקרב הקמעונאים הגדולים ורשתות אופנה מובילות בשווקי היעד; פעילות במספר פלחי שוק וערוצי שיווק; מותג פרטי ורשת קמעונאית בארץ; גמישות תפעולית גבוהה; איתנות פיננסית סבירה, המתבטאת ברמת המינוף וביכולת לשרת את החוב הקיים; רוב החוב מממן נכסים שוטפים, באופן התואם את אופי פעילות החברה.

מנגד, הקבוצה חשופה לריכוזיות הלקוחות ולסיכונים עסקיים שלהם ונושאת בעלויות וביסכון העסקי של המלאי שמיוצר עבורם; מספר קטן של מותגים בבעלות (מותג פרטי מקומי בלבד) חושף את הקבוצה לתנודתיות ומקשה על יצירת רכישות חוזרות; רמת תחרות גבוהה מאוד- תחרות בין חברות יצרניות, שבדומה לחברה, התמקדו בפיתוח, תחרות מול קבלני משנה אשר עם רכישת ידע החלו להיכנס לתחום הפיתוח, לקוחות החברה מנסים ליצור שת"פ ישירות עם יצרני המוצרים ועוד; תחרות בין קמעונאים ועודף הייצור העולמי ממשיכים לייצר לחץ להורדת המחירים; שיעור הרווחיות ותזרים המזומנים ביחס למכירות נמוכים.

## חוזקות



\*\* צפון אמריקה – בעיקר ארה"ב

### **עיקר מכירות הקבוצה הן למדינות מפותחות, בעלות יציבות פוליטית וכלכלית גבוהה.**

שווקי היעד העיקריים של החברה (ארה"ב ואירופה) מאופיינים בסיכון עסקי נמוך. הכנסות ממכירת הלבשה תחתונה בלבד, ללא גרביים וסריגה ללא תפר, בשווקים אלה הסתכמו בשנים 2007 – 2006 בכ- 458 מיליון דולר ו- 529 מיליון דולר בהתאמה (כ- 70% מסך המכירות). המכירות בישראל (דלתא שיווק) הסתכמו בשנת 2007 בכ- 64 מיליון דולר, כ- 10% מסך הכנסות החברה בתקופה.

### **סיכון אשראי נמוך בתיק לקוחות**

לקבוצה שני לקוחות עיקריים Wal-Mart (דירוג מודיס Aa2) ו- Marks & Spencer (Baa2), אשר שיעור ההכנסות ממכירות אליהם מתוך סך ההכנסות בל אחת מהשנים 2007 – 2006 הסתכם בכ- 43.5%. יתרת חוב לקוחות אלו עמדה בסוף שנת 2007 על כ- 31 מיליון דולר, כ- 30% מסך חוב הלקוחות. שאר תיק הלקוחות, כ- 72 מיליון דולר, מורכב ממספר לקוחות רב יחסית. בשנים 2007 – 2006, ירדה יתרת ההפרשות לחומ"ס וההוצאות בגין חובות אבודים.

### **לחברה מערכת יחסים ארוכת שנים עם הלקוחות**

לקבוצה קשרים עסקיים של למעלה מ-40 שנה עם רשת Wal-Mart (בין היתר באמצעות חברת Burlen), שנרכשה בשנת 2004). בשנת 2007 הסתכמו המכירות לרשת בכ- 148 מיליון דולר, זאת לעומת כ-151 בשנים 2006 ו-2005; עם רשת Marks & Spencer עובדת הקבוצה כ- 25 שנה, מכירות לרשת בשנת 2007 עמדו על כ- 134 מיליון דולר, זאת לעומת 156 בשנת 2006 ו- 161 בשנת 2005. לקבוצה לקוחות מהותיים נוספים (רשתות קמעונאיות נוספות בארה"ב ומותגי אופנה מובילים באירופה), איתם קיימים קשרים עסקיים של למעלה מ- 5 שנים. כמענה להיעדר התחייבויות לרכישה מינימאלית והיעדר הסכמים בכתב ארוכי טווח, הקימה החברה קבוצות שיווק ומכירה, בהתאם למיקום הגיאוגרפי של הלקוחות העיקריים. אנשי פיתוח של החברה עובדים מול הלקוחות במטרה ללמוד ולספק את צרכיהם בצורה היעילה ביותר.

היכרות ויחסים ארוכי טווח עם הלקוחות הגדולים מהווה חסם מסוים למתחרים, בין היתר, בשל התחייבות של היצרן לעמוד בתהליך ההתאמה, הבוחן את כשירות המפעל לצרכי הלקוחות (דרישות האיכות וסטנדרטים נוספים, כגון: תנאי עבודה, לוחות זמנים ועוד, אותם קובעים הלקוחות).

**מעמד משמעותי בשוק הלבשה התחתונה בקרב הקמעונאים הגדולים ורשתות האופנה המובילות בשווקי היעד**  
החוזק התחרותי של הקבוצה ויכולת השבת הרווחים שלה מתבססים בעיקר על החשיבות/הרלוונטיות (גודלה האבסולוטי ומספר קטגוריות המוצרים שהיא מספקת ללקוח) שלה עבור הלקוחות. להערכת החברה, היא מהווה ספק משמעותי של הלבשה תחתונה לרשתות Wal-Mart ו- Marks & Spencer וכן עבור משווקי המותגים Hugo Boss (גרמניה) ו- Calvin Klein (ארה"ב).

היקף הפעילות מבטיח לחברה את כוחה מול קבלני משנה, את היכולת להשקיע בפיתוח ולתמוך בשיווק ומכאן לספק רמת מוצר ושירות גבוהות.

**על מנת לשמור על מעמדה בקרב הלקוחות הגדולים, התמקדה הקבוצה בפעילות עיצוב ופיתוח עם דגש לחדשנות**  
הקבוצה משקיעה משאבים רבים במחלקות העיצוב והפיתוח, שתפקידן לעקוב אחר התפתחויות בענף ולעצב קולקציות אופנתיות, להתאים את מוצרי הקבוצה לצווי האופנה וצורכי הלקוחות המשתנים. לחברה מספר צוותים שמורכבים ממעצבי אופנה וגרפיקה וטכנולוגים. צוותי העיצוב והפיתוח של החברה יושבים בישראל ובשווקי הלקוחות העיקריים בארה"ב ולונדון. בנוסף, מפעילה החברה מרכז לפיתוח בדים מיוחדים, המהווים ערך מוסף בפיתוח המוצרים. עלויות העיצוב והפיתוח הסתכמו בכל אחת מהשנים 2007 – 2006 בכ- 24 מיליון דולר.

**גמישות תפעולית גבוהה בשל הספקים הרבים המייצרים עבור החברה חומרי גלם ומוצרים מוגמרים. בנוסף, החברה שומרת על כושר ייצור עצמי**

כאמור, מרבית המוצרים הנמכרים ע"י קבוצה נרכשים מקבלני משנה. לקבוצה קשרים עם קבלני משנה בטורקיה, סרילנקה, פקיסטן ובולגריה לייצור גרביים, ובמצרים, ירדן והמזרח הרחוק לייצור הלבשה תחתונה. לקבוצה אין תלות מהותית בספקים השונים, וזאת בשל מספרם הרב והתחרות הקיימת ביניהם. תהליך החלפת ספק נמשך מספר חודשים וכולל איתורו ובדיקת עמידתו של הספק החדש בסטנדרטים של הקבוצה ושל הלקוחות. כושר הייצור במפעלי החברה במצריים, תאילנד, ירדן, בולגריה והודו יכול לספק כ- 30% - 25% מהיקף הפעילות הנוכחי של החברה.

#### **פיזור מכירות רחב בין פלחי השוק השונים**

הקבוצה פועלת במספר פלחי שוק, כגון: השוק ההמוני - רשתות דיסקאונט, פלח שוק ביניים - רשתות כלבו ורשתות אופנה, פלח שוק גבוה - רשתות אופנה יוקרתיות, ובכך מקטינה את חשיפתה להתפתחויות כלכליות שליליות בשווקי היעד.

#### **מותג פרטי ורשת החנויות בישראל מהווים עוגן חזק בפעילות הקבוצה**

הפעילות במגזר שיווק ישראל הינה היציבה ביותר ובעלת שיעורי הרווחיות והצמיחה הגבוהים ביותר, שבין מגזרי פעילות של הקבוצה. פעילות בתחום מפחיתה את התנודתיות בתוצאות הקבוצה ומבטיחה מכירות חוזרות. נכון לסוף 2007, לחברה רשת חנויות "דלתא פלוס", הכוללת 91 חנויות (בשכירות), 67 מהן בבעלות והיתר מופעלות בזכיינות. בנוסף, לקבוצה מותגי בית בבעלות ומספר מותגי בית בזכיינות, שמשווקים גם ברשתות קמעונאיות אחרות בישראל.

### **הקבוצה נהנית ממספר הסכמי סחר חופשי**

לקבוצה מפעל במצרים ומתפרות ומחסנים בירדן. הסכמי סחר חופשי בין ישראל לבין ארה"ב, קנדה, האיחוד האירופאי ואיגוד הסחר החופשי האירופאי, מאפשרים לחברה למכור את המוצרים המיוצרים בישראל, מצרים וירדן במדינות אלה כאשר הם פטורים ממכס ומכסות יבוא. ארה"ב הרחיבה את ההטבות תחת הסכם הסחר החופשי ארה"ב – ישראל, לטובין שעובדו באזור הסחר החופשי בירדן. הפעילות בירדן צפויה לעבור גם היא למצרים, בעיקר בעקבות הפסקת ייצור טקסטיל בישראל.

הסכם הסחר החופשי בין האיחוד האירופאי, ארה"ב ומצרים, מאפשר לחברה לנצל פטור ממיסים ומכסות על מוצרים המיוצרים על ידה במצרים ונמכרים במדינות אלו.

### **סיכונים עסקיים ופיננסיים**

**ענף הלבשה, ודלתא בתוכו, מצויים בתקופה של שינויים משמעותיים בסביבה העסקית. תהליך הגלובליזציה נמשך כל העת, מוביל להגברת התחרות ומהווה איום מתמיד ולשחיקה במחירי המכירה של מוצרי החברה**

החל מינואר 2005 הסירו 148 מדינות החברות בארגון הסחר העולמי חלק ממגבלות על ייבוא מוצרי טקסטיל. הסרת המכסות אפשרה לקמעונאים, חברות הלבשה ואחרים, לייבא כמויות בלתי מוגבלות של מוצרי טקסטיל והלבשה מסין, הודו ומדינות נוספות, בעלות הוצאות שכר וייצור נמוכות. כתוצאה מכך, מחירי הטקסטיל וההלבשה, כולל מוצרי החברה, ירדו באופן דרמטי. המשך ירידת המחירים חושפת את החברה לסיכון משמעותי – ירידת המחירים עלולה להיות מהירה יותר מיכולתה של החברה להתאים את מבנה העלויות, מערך הייצור ומרכיבים נוספים שבשרשרת הערך.

**חלק מהקמעונאים הגדולים החלו לעקוף את יצרני מותגי הבית ולהתקשר באופן ישיר עם היצרנים ולהזמין מוצרים משלהם**

על מנת להוזיל את עלויות המוצרים, מנסות הרשתות הקמעונאיות לעקוף את החברות המעצבות והמפתחות מותגי הלבשה תחתונה פרטיים ולהתקשר ישירות עם מפעלי ייצור. תופעה זו תרמה תרומה נוספת לשחיקת המחירים בכל העולם ובכל קטגוריות המוצרים, אם כי הינה רחבה יותר במוצרים לשוק ההמוני, שאינם ממותגים, בהם עיצוב, איכות וגורמים נוספים בעלי חשיבות, קטנה יותר. התרחבות התופעה ו/או קושי לשמור על רלוונטיות הקבוצה עבור הלקוחות, עלולים לפגוע בפעילות החברה.

**בשנים האחרונות עברו חברות יצרניות בענף הלבשה והחברה בפרט, מייצור לעיצוב, פיתוח ושיווק מוצרים, תוך שמירה על כוח ייצור מינימאלי, אם בכלל.**

המניע העיקרי לשינוי זה הוא מגמת מיזוגים ואיחודים בקרב המשווקים הקמעונאים, רמת התחרות הגבוהה ביניהם ועודף כושר הייצור בעלויות נמוכות הקיים בעולם. ככל שעולה גודלן של הרשתות הקמעונאיות, גדל כוח המיקוח שלהן מול הספקים, והרשתות תובעות רמת שירות גבוהה יותר והורדת המחירים, בדרך לשיפור היעילות. הלחץ להורדת המחירים, כתוצאה מהסרת מכסות יבוא מוצרי הטקסטיל, החריף את הצורך של החברה לצמצם עלויות.

**כמענה לשינויים מבניים בענף וצורך בצמצום עלויות הייצור, מבצעת החברה שינויים במערך הייצור. העלויות הנוספות שנובעות מהתאמת מערך הייצור אינן בעלות אופי חד - פעמי**

עלויות התאמת מערך הייצור וההשקעה השוטפת בפיתוח המוצרים, מהוות גורם נוסף לגידול בהוצאות. לדעת מידורג, תהליך התאמת מערך הייצור הינו תהליך מתמשך. העלייה ברמת החיים ועלויות הייצור במרכזי הייצור הוותיקים כמו הונג קונג ומזרח אירופה, מחייבת כבר היום התאמות נוספות במערך הייצור. בשיווי משקל, החברה תהיה אדישה בין לשאת בעלויות התאמת מערך הייצור והעברת ייצור מכלכלות מתפתחות בעלות עלויות ייצור גבוהות, לכלכלות עם עלויות ייצור נמוכות, לבין ייצור ו/או רכישת המוצרים במחירים גבוהים יותר. לפיכך, לאחר השלמת תהליך הרה ארגון, הוצאות ייצור ו/או רכישת מוצרים יוותרו גבוהות מבעבר.



### **גידול בהוצאות כתוצאה מריכוזיות הלקוחות**

העלייה בכוחם של הלקוחות מתבטאת, בין היתר, בהעברת עלות החזקת המלאי לספקים ובקיצור מחזור חיי המוצר - כתוצאה מתחרות בין המשווקים הקמעונאים על הלקוח הסופי, והרצון שלהם להקטין את היקפי מלאי סוף העונה וההפסד, בו כרוכות מכירות סוף עונה. שינויים אלו גורמים לייקור עלויות הייצור ושחיקת הרווחיות.

### **במהלך השנה האחרונה החלה התייקרות בעלות רכישת מוצרים מוגמרים ובעלויות הייצור העצמי**

פעילות הייצור מתבצעת במפעלים בבעלות החברה ובשכירות, שממוקמים בבולגריה, הודו, ישראל, מצרים ותאילנד. המוצרים המוגמרים נרכשים, בנוסף למדינות אלו, גם בטורקיה, סרילנקה, פקיסטן, ירדן ומדינות נוספות במזרח הרחוק. עלייה ברמת החיים, גידול בעלויות השכר ועלויות הנלוות לייצור במדינות אלו, הגדילו את עלות המוצרים, כאשר התחזקות המטבעות המקומיים מול הדולר האמריקאי (מטבע בו רוכשת החברה את המוצרים מהיצרנים השונים) הביאו לגידול בעלות המכר.

### **השימוש במיקור חוץ ופיזור מערך הייצור בין המדינות השונות, שהינם מרכיבי מפתח במאפייני התעשייה והקבוצה כיום, חושפים את הקבוצה לסיכונים חדשים**

השימוש ההולך וגדל במיקור חוץ (רכישת מוצרים מקבלני משנה) מקטין מחד את הסיכון שבמינוף התפעולי, ומאידך חושף את החברה לסיכונים מטבע, סיכונים פוליטיים, סיכונים אשראי, מקשה על ניהול ומעלה עלויות בקרה ובקרת איכות, עלויות שינוע (תוך חשיפה למחירי הדלקים) וכד'. ההתדרדרות ביחסי ישראל עם שכניה עלולה לשבש את הליכי הייצור ואת רכישות המוצרים ועלולה לפגוע בפעילות החברה. בתנאים אלה, איכות הניהול, תכנון, ארגון ויכולת חיזוי ותגובה מהירה, הינם גורמים קריטיים להצלחה.

### **הסכמי החברה עם לקוחותיה הינם לטווח קצר ואינם מכילים התחייבות להיקף רכישה מינימאלי**

מערכת היחסים עם הלקוח מוסדרת בד"כ ע"י הסכם מסגרת כללי בנוסח סטנדרטי, הנערך ע"י הלקוחות באופן חד צדדי. ההסכם כולל בד"כ הוראות כלליות לעניין יחסי הלקוח עם הקבוצה. תהליך עבודה עם הלקוח מתחיל בהכנת קולקציית מוצרים לעונה מסוימת – מספר חודשים לפני מועד האספקה וכולל גיבוש סל מוצרים בשיתוף עם הלקוח(נציגי החברה מציגים ללקוח רעיונות למוצרים והמוצרים שפיתחה הקבוצה ע"ס מגמות וטרנדים אופנתיים ומסחריים, שבכוונת החברה לייצר בעונה הקרובה. הלקוח בוחר את המוצרים הרצויים, תוך פירוט שינויים וההתאמות שיש לבצע באב טיפוס). בשלב שני מוכנת קולקציה פרטנית ללקוח ספציפי – תיק מוצר. עם השלמתו, מועבר תיק המוצר לייצור במפעלי הקבוצה או ע"י קבלני המשנה. שלב הייצור אורך כ- 21 – 10 שבועות בממוצע. ברוב המקרים, מעבירים הלקוחות לקבוצה תחזיות המכירות, את חלקה של הקבוצה בשטח המדפים (במקרים מסוימים) ונתונים נוספים, בהתאם אליהם גוזרת החברה את היקף הייצור. בהיעדר התחייבות לרכישת כמות המוצרים המינימאלית, הקבוצה מייצרת מוצרים למלאי, נושאת בעלויות ובסיכון בגינו, בין אם הסיכון נובע מהעדפת הלקוח את המתחרה ובין אם מייצור עודף או אי התממשות תחזיות הלקוח.

### **היעדר מותגי הקבוצה עצמה (למעט דלתא ישראל), חושף את הקבוצה לתנודתיות ומקשה על מכירות חוזרות**

חוזק המותג הינו קריטי להצלחה בשיווק לצרכן הסופי. מותג חזק פחות תנודתי ובעל אורך חיים ארוך יחסית ומבטיח מכירות חוזרות. למעט המותג "דלתא" בארץ, מייצרת החברה בעיקר מוצרים עבור מותגי בית של לקוחותיה. שיווק תחת מותגי בית, גם הוא מאפשר מכירות חוזרות, אם כי ברמת ודאות נמוכה יותר ורווחי פחות, במיוחד ב"שוק של קונים", כפי הוא היום ביחסים של יצרן - קמעונאי. לקבוצה מספר זכויות לשימוש במותגים פרטיים, אם כי היקף המכירות בהם נמוך יחסית ותקופות זיכיון קצרות יחסית (3 עד 5 שנים).

### **ריכוזיות הלקוחות גבוהה, כ- 43.5% מהכנסות החברה בשנים 2007 – 2006 נבעו משני לקוחות מרכזיים**

במהלך שנת 2007, ההכנסות שנבעו, בכל קטגוריות המוצרים, מ- Marks & Spencer (בריטניה) ו-Wal-Mart (ארה"ב) הסתכמו בכ- 21% ו 23%, בהתאמה. מכירות החברה תלויות, בין היתר, בנתח השוק של לקוחותיה. בשל מהותיות הלקוחות הגדולים לפעילות, הקבוצה חשופה לנתח השוק שלהם. פגיעה במעמד של הלקוחות בשוק הקמעונאי, שהפך לתחרותי מאוד בשנתיים האחרונות, עלולה לפגוע בתוצאות החברה.

## **אופק הדירוג**

### **גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

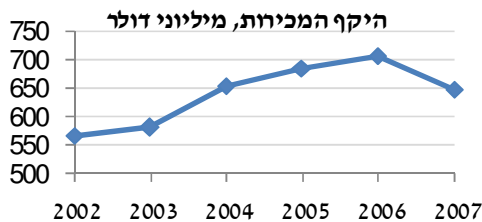
- מיתוג החברה ומוצריה, שישתקף בשיפור היכולת לייצר רכישות חוזרות, בהקטנת תנודתיות בפעילות ושיפור בשולי הרווח
- גידול בהיקף הפעילות שילווה בשיפור הרווחיות, תזרים המזומנים ויחסי כיסוי

### **גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

- שחיקת היקפי הפעילות ושולי הרווח תוך הרעה ביחסי הכיסוי (כגון: יחס חוב ל- EBITDA העולה על 5.5, ע"ב שנתי; ירידה ביחס הון חוזר ונכסים פיננסיים לחוב פיננסי מתחת ל- 1.15, ע"ב רבעוני וכו')
- היעדר שיפור ברווחיות
- אובדן מי מהלקוחות המהותיים עבור החברה

## **ניתוח פיננסי**

### **במהלך השנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה באופן משמעותי באמצעות רכישות**

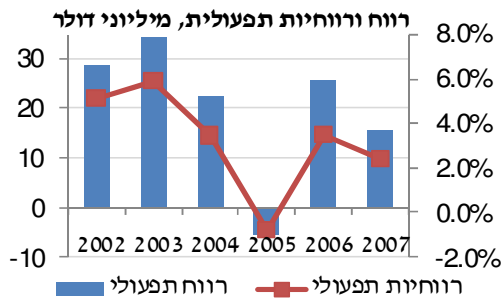


הגידול המשמעותי בפעילות החברה החל בסוף שנת 2004 עם רכישת חברת Burlen האמריקאית, יצרנית מוצרי הלבשה תחתונה לנשים, בעלת קשרים עסקיים של למעלה מ- 40 שנה עם רשת Wal-Mart וקמעונאים נוספים.

### **בשנת 2007 ירדו הכנסות הקבוצה בלמעלה מ- 8%, ירידה של כ- 59 מיליון דולר לעומת שנת 2006**

הסיבה העיקרית לקיטון במכירות היא הירידה, של כ- 64 מיליון דולר, בהיקף המכירות בתחום הלבשה תחתונה באירופה ובפלח שוק עליון בארה"ב. הקיטון במכירות נבע מקיטון יזום במכירות בקטגוריות מוצרים לא רווחיות בסך של כ- 32 מיליון דולר. בנוסף, קטנו המכירות עקב ירידה במכירות של לקוח בארה"ב וזאת עקב הצטיידות הלקוח במלאים עודפים, וכן כתוצאה של שחיקת מחירים מול לקוח מהותי באירופה. המכירות ל- M&S צפויות לרדת גם במהלך 2008. החברה אינה צופה ירידה משמעותית בפעילות מול לקוחות נוספים.

**התנודתיות ברווח התפעולי ממחישה את האתגר העומד בפני החברה - התאמה מהירה של מבנה העלויות לשינויים ברמת המחירים והיקפי הפעילות**



עד שנת 2004 נהנתה החברה מרווח תפעולי גבוה יחסית (אם כי שיעור הרווחיות נמוך), שמקורו בפריסת מערך ייצור יעילה שאפשרה ניצול הסכמי הסחר. ביטול מכסות יבוא בשנת 2005, הביא לשינוי בתוצאות העסקיות. על מנת לשמור על היקפי המכירות, ספגה החברה את הירידה המהותית במחירי המכירה וזה על רקע עליה בעלות המכר והוצאות מכירה ושיווק.

\* הרווח התפעולי אינו כולל הוצאות רה ארגון, שהסתכמו בשנים 2007 – 2005 בכ- 22 מיליון דולר (במצטבר) והפחתות רכוש קבוע כתוצאה מצמצום והעברת פעילות, בסך של 13 מיליון דולר, באותה התקופה

להלן נתוני דוח רווח והפסד, מאוחד, מיליוני דולר:

תקופת דיווח	2007	2006	2005	2004	Q1/08	Q1/07
סה"כ הכנסות	647.4	706.7	684.5	654.3	157.0	159.4
רווחיות גולמית	17.4%	18.4%	14.9%	18.5%	19.8%	16.9%
<b>רווח תפעולי (*)</b>	<b>15.6</b>	<b>25.6</b>	<b>-5.3</b>	<b>22.6</b>	<b>4.2</b>	<b>2.3</b>
רווחיות תפעולית	2.4%	3.6%	הפסד	3.5%	2.7%	1.5%
הוצאות רה ארגון	11.1	1.7	9.1	1.1	-	10.8
הפחתת רכוש קבוע ומוניטין			12.9			
הוצאות מימון	13.0	15.4	10.2	6.2	2.5	3.6
<b>רווח (הפסד) נקי</b>	<b>-12.5</b>	<b>3.1</b>	<b>-36.3</b>	<b>12.7</b>	<b>0.9</b>	<b>-13.5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>41.2</b>	<b>10.5</b>	<b>37.8</b>	<b>7.4</b>	<b>5.8</b>
EBITDA למכירות	4.5%	5.8%	1.5%	5.8%	4.5%	3.5%

(\*) לפני הוצ' ארגון מחדש והפחתות רכוש קבוע

**פעילות בשוק ההמוני בארה"ב מהווה מקור רווח עיקרי ויציב של החברה**

מיליוני \$	2007	2006	2005	2004
מכירות	262.7	269.7	267.9	186.3
רווח תפעולי	10.7	13.8	8.3	5.9
רווחיות	4.1%	5.1%	3.1%	3.2%

הפעילות כוללת בעיקר מכירת מוצרים קנויים מקבלני משנה (כ- 95% בשנת 2007). מאז רכישת חברת Burlen, חברה אמריקאית בעלת קשרים עסקיים עם Wal-Mart,

רושם המגזר יציבות בתוצאות. מכירות המגזר היוו כ- 40% ממכירות הקבוצה בשנת 2007, ומתוכן כ- 129.1 מיליון דולר לרשת Wal-Mart. במהלך הרבעון הראשון 2008, חלה ירידה מסוימת בהיקף המכירות במגזר (כ- 2%). הירידה במכירות וההתייקרות במחירי רכישת המוצרים, הביאה לשחיקת הרווחיות התפעולית, שהסתמכה בכ- 3.7%, לעומת 4.8% בתקופה המקבילה אשתקד.

**פלח השוק העליון בארה"ב ובאירופה, כ- 30% מסך המכירות בשנת 2007, הינו המקור העיקרי לתגודתיות בתוצאות התפעוליות של הקבוצה**

2007	2006	2005	2004	מיליוני \$
195	258.9	241.6	285.9	מכירות
(7.5)	9.0	(11.8)	6.8	רווח תפעולי
הפסד	3.5%	הפסד	2.4%	רווחיות

השינויים בסביבה העסקית, המינוף התפעולי ולחץ כבד להורדת המחירים מצד לקוח עיקרי (מכירות ל M&S עמדו בשנת 2007 על כ- 86 מיליון דולר, לעומת 116 מיליון

דולר בשנת 2006), השפיעו בשנים האחרונות על פעילות החברה. חלק מהותי ממוצרי המגזר מיוצר במפעלי החברה, בשל כך, ובשל השינוי המשמעותי שהתרחש בשנת 2005, הפעילות במגזר הסבה הפסדים לחברה. במהלך 2005 חלה ירידה דרמטית במחירי המכירה. בעקבות ירידת המחירים, אי יכולת להתאים במהירות את מבנה העלויות ורצון לשמור על הלקוחות, נוצר הפסד ב- 2005 של כ- 12 מיליון דולר. השיפור המשמעותי בתוצאות שנת 2006, לעומת 2005, נבע מגידול בהיקף המכירות לשתי רשתות אופנה, מיישום תוכנית רה ארגון ומהתחזקות שער הלירה סטרלינג והיורו מול הדולר. תוצאות 2007 הושפעו ממספר תהליכים מקבילים: טרם הושלמה פריסת מערך הייצור – צמצום הדרגתי של יצור בישראל וירדן ובנייתו והרחבתו במקביל במצרים גרמו לאי יעילות משמעותית; ירד היקף המכירות, הן ביוזמת החברה, שצמצמה קטגוריות לא רווחיות (הלבשה עליונה ולתינוקות), והן כתוצאה מלחץ להורדת המחירים מצד M&S; ירדו מכירות ללקוח משמעותי נוסף, כתוצאה מפגיעה בנתח השוק שלו. תוצאות רבעון ראשון 2008 (ירידה במכירות בכ- 6 מיליון דולר, לעומת רבעון ראשון 2007, וקיטון בהפסד) משקפות מהלכים שיזמה הקבוצה – צמצום פעילות בקטגוריות לא רווחיות והשלמת תהליך ארגון מחדש.

**תחום הגרביים ריכז כ- 19% מהיקף המכירות בשנת 2007. המגזר רשם שיפור ברווחיות, לעומת שנים 2006 - 2005**

2007	2006	2005	2004	מיליוני \$
121.8	122.5	130.9	144.2	מכירות
5.9	1.5	2.5	9.1	רווח תפעולי
4.8%	1.2%	1.9%	6.6%	רווחיות

במהלך שנת 2007, כ- 38% ממכירות גרביים, נבעו מ-M&S, לעומת 32% אשתקד. השיפור ברווח התפעולי במהלך שנת 2007 נבע משיפור בתמהיל העלויות, שהינו תוצאה של התאמת מערך הייצור והתחזקות הליש"ט והאירו מול הדולר. השיפור ברווחיות נבע, בין השאר, מצמצום הפעילות בישראל, אשר מתמקדת בייצור גרביים מיוחדות עבור NIKE, והרחבת הייצור במפעלים בהודו ובולגריה. במהלך הרבעון הראשון של 2008 לא חלו התפתחויות משמעותיות בתחום הפעילות.

**הפעילות בישראל (מגזר דלתא שיווק ישראל), בשל אופייה הקמעונאי וממותג, הינה בעלת יציבות, שיעורי הרווחיות והצמיחה הגבוהים ביותר שבין מגזרי פעילות החברה**

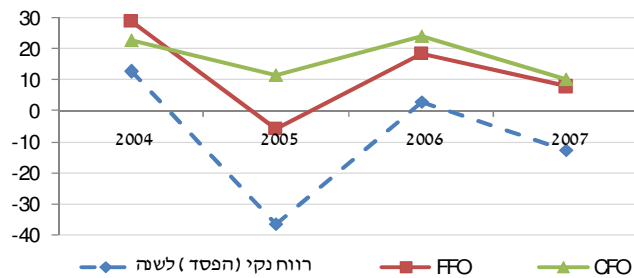
2007	2006	2005	2004	מיליוני \$
64.0	54.3	49.0	46.5	מכירות
9.9	6.9	5.0	4.8	רווח תפעולי
15.4%	12.7%	10.2%	10.3%	רווחיות

הסרת מכסות יבוא הטיבה עם פעילות החברה בישראל – ירידה בעלות רכש המוצרים מקבלני משנה תרמה לגידול בהיקף הפעילות, הרווח ושיפור רווחיות התחום. בשנת 2007 הסתכם הרווח התפעולי בכ- 10 מיליון דולר עם שיעור רווחיות של כ- 15%. התרחבות הרשת נמשכה גם ברבעון ראשון של 2008, שבו גדל היקף המכירות, התווספו לרשת סניפים חדשים והשתפרה הרווחיות התפעולית שהסתכמה בכ- 16%, לעומת 12% בתקופה המקבילה אשתקד.

**היקף הפעילות נמוך יחסית בתחום הסריגה ללא תפר, פחות מ- 3% מסך ההכנסות בשנת 2007.**

בשנים האחרונות ירד ההפסד מפעילות במגזר לכ- 1 מיליון דולר והוא נובע בעיקר מהתחזקות השקל מול הדולר. פעילויות עיצוב, פיתוח וייצור המוצרים מתבצעות בישראל. ברבעון הראשון 2008 נמשך השיפור בתחום – גדל היקף המכירות והרבעון הסתיים באיזון תפעולי.

**לקבוצה רמת נזילות גבוהה יחסית – יכולת טובה לממן פעילות שוטפת מתזרים המזומנים והמסגרות הבלתי מנוצלות**



בתרחיש של גידול רבעוני חריג ביתרת הלקוחות והמלאי (חושב לשנים 2006 – 2007 כפער בי היתרה הרבעונית המקסימאלית למינימאליו במהלך שנה), כתוצאה מתנודתיות בהיק המכירות, הקבוצה תוכל לממן את הגידו באמצעות יתרת המזומנים ומסגרות האשרא הבלתי מנוצלות, ללא הגדלת אשראי ספקים.

יש לציין, כי עם ירידה ברווחיות החברה, קטנה כמות המזומן המיוצר מכל דולר מכירות. כך ירד היחס FFO למכירות מ- 4.4% בשנת 2004 ל- 1.1% בשנת 2007.

**החוב הפיננסי, שעיקרו אשראי בנקאי זמן קצר, משמש למימון ההשקעה בהון חוזר ונכסים פיננסיים:**

IFRS				US GAAP		
Q1/08	Q1/07	2007	2006	2005	2004	
108.0	110.2	103.1	109.7	104.4	105.1	לקוחות
119.4	120.2	137.5	131.6	147.1	183.8	מלאי
10.0	8.2	7.8	7.2	13.2	10.6	חייבים (בעיקר מקדמות לספקים)
237.4	238.7	248.4	248.5	264.7	299.5	רכוש שוטף תפעולי
47.9-	47.6-	-60.9	-59.0	-61.3	-80.3	ספקים
33.2-	41.1-	-35.3	-32.2	-39.2	-34.1	זכאים
156.4	150.0	152.2	157.3	164.2	185.1	השקעה בהון חוזר
10.4	8.1	16.7	14.3	14.6	22.2	מזומנים ושווי מזומנים
5.4	4.3	5.4	4.5	7.4	0.0	נכסים מוחזקים למכירה
156.4-	153.7-	-157.7	-156.2	-179.9	-183.0	חוב פיננסי (1)
15.8	8.7	16.6	19.9	6.3	24.3	עודף השקעה בהון חוזר ונכסים פיננסיים

(1) בשנת 2004, גייסה הקבוצה אשראי בנקאי בסך של 119 מיליון דולר, ששימש למחזור חוב קיים, החלפת אשראי קצר ומימון רכישת Burlen ע"י דלתא גליל ארה"ב. תמורת הרכישה שילמה הקבוצה כ- 60 מיליון דולר במזומן ובמניות רגילות של החברה (לא כולל סכום נוסף לבעלי המניות, בשנים 2006 – 2011, בהתאם להשגת יעדי הכנסות ורווח תפעולי).

2007	2006	2005	2004	
8.2	(*) 17.6	69.7	99.4	אשראי ארוך
149.5	138.5	110.2	83.5	אשראי קצר (כולל חלויות)
157.7	156.2	179.9	183.0	חוב פיננסי

(\*) לחברת בת של החברה, דלתא גליל ארה"ב, הסכם מימון עם בנק לאומי ארה"ב ובנק הפועלים (החל מסוף 2004), הכולל מסגרת אשראי לז"ק ע"ס 90 מיליון דולר (ממנה נוצל כ- 83 מיליון דולר), נכון ליום 31.12.07. בשנת 2006 לא עמדה דלתא גליל ארה"ב באמות המידה הפיננסיות לפיכך סווגה החברה את הלוואותיה במסגרת הלוואות ז"ק ופרעה, פירעון מוקדם, את יתרת הקרן בסך של 22.5 מיליון דולר והגדילה מסגרת אשראי ז"ק מ- 60 מיליון דולר ל- 90 מיליון דולר. בפברואר 2008 עודכן הסכם האשראי. ההסכם החדש כולל, בין השאר, הקטנת המסגרת ל- 80 מיליון דולר לבקשת החברה.

להלן תמצית נתונים מאזניים, מאוחד (שנים 2005 – 2004 לפי GAAP US), במיליוני דולר:

Q1/08	Q1/07	2007	2006	2005	2004	
10.4	8.1	16.7	14.3	14.6	22.2	מזומן ושווי מזומן
237.4	238.7	249.0	248.9	264.8	299.5	רכוש שוטף תפעולי
5.4	4.3	5.4	4.5	7.4	0.0	נכסים מוחזקים למכירה
7.9	5.9	7.7	6.1	12.2	11.2	נכסים אחרים שאינם שוטפים
83.7	91.5	84.9	98.1	109.1	128.3	רכוש קבוע
89.4	85.3	86.3	80.2	68.5	73.3	נכסים בלתי מוחשיים
<b>434.3</b>	<b>433.8</b>	<b>450.0</b>	<b>452.0</b>	<b>476.6</b>	<b>534.5</b>	<b>סה"כ נכסים</b>
47.9	47.6	60.9	59.0	61.3	80.3	ספקים
33.2	41.1	35.3	32.2	39.2	34.1	זכאים
16.5	12.4	13.7	9.4	0.0	0.0	התחייבויות בגין תשלומים עתידיים
2.7	2.5	5.9	5.6	9.1	12.3	התחייבויות אחרות שאינן שוטפות
156.4	153.7	157.7	156.2	179.9	183.0	חוב פיננסי
177.6	176.4	176.4	189.7	187.2	224.8	מקורות עצמיים
<b>434.3</b>	<b>433.8</b>	<b>450.0</b>	<b>452.0</b>	<b>476.6</b>	<b>534.5</b>	<b>סה"כ התחייבויות</b>

#### הקבוצה בעלת איתנות פיננסית סבירה

בסוף שנת 2007 עמד ההון העצמי של החברה על כ- 174 מיליון דולר (ללא זכויות המיעוט), לעומת 187 מיליון דולר אשתקד. הירידה בהון עצמי נבעה מהפסד שרשמה החברה בתקופת הדוח. ההפסד נגרם, בין היתר, מהוצאות ארגון מחדש בסך של 11 מיליון דולר. לסוף מרץ 2008, כ- 41% מנכסי החברה מומנו באמצעים הוניים.

להלן יחסי איתנות פיננסית עיקריים (מיליוני דולר):

Q1/08	Q1/07	2007	2006	2005	2004	
434.3	433.8	450.0	452.0	476.6	534.5	סך נכסים
177.6	176.4	176.4	189.7	187.2	224.8	הון עצמי וזכויות מיעוט
40.9%	40.7%	39.2%	42.0%	39.3%	42.1%	הון למאזן

156.4	153.7	157.7	156.2	179.9	183.0	חוב פיננסי
334.0	330.1	334.2	345.8	367.0	407.8	CAP
46.8%	46.6%	47.2%	45.2%	49.0%	44.9%	חוב ל CAP

#### בשל היקפי הפעילות הגדולים, לחברה תזרימי מזומנים גבוהים, אך נמוכים יחסית להיקף המכירות.

2007	2006	2005	2004	
12.5-	3.1	36.3-	12.7	רווח נקי (הפסד) לשנה
20.5	15.6	30.7	16.4	הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים
8.0	18.7	5.6-	29.0	FFO
1.2%	2.6%	גרעון	4.4%	כאחוז מהמכירות
2.4	5.6	17.2	6.1-	שינויים בהון חוזר
10.4	24.2	11.6	23.0	CFO
1.6%	3.4%	1.7%	3.5%	כאחוז מהמכירות
4.9-	6.6-	14.4-	68.9-	מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה
5.5	17.7	2.8-	45.9-	תזרים לאחר השקעה
0.6	23.0-	4.6-	50.2	מזומנים מפעילות מימון
6.1	5.4-	7.6-	4.5	גידול (קיטון) נטו במזומנים ושווי מזומנים
16.7	10.3	14.6	22.2	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לגמר השנה

**בעקבות התגודתיות ברווח התפעולי, ישנה שונות גבוהה ביחסי הכיסוי לאורך השנים. תוצאות 2007 מצביעות על יחס כיסוי חוב חלש, אם כי יכולת שירות החוב הינה טובה.**

2007	2006	2005	2004	
19.8	8.4	הפסד	6.3	חוב פיננסי ל- FFO
1.7	2.4	הפסד	5.0	(*) (EBITDA - CAPEX) / Interest Expense

(\*) יחס המודד את יכולתה של החברה לשרת חוב קיים

כאמור, תוצאות 2007 משקפות, בין היתר, את חוסר היעילות התפעולית שנבע מתהליך התאמת מערך הייצור – על מנת לשמור על הלקוחות ולא לפגוע בהיקפי הייצור, צמצמה חברה ייצור באתרים מסוימים ובמקביל החלה לייצר באתרים אחרים. תהליך זה השתקף בתוצאות שנת 2007. ברבעון הראשון של 2008 מסתמן שיפור ביחסי הכיסוי, היחס חוב פיננסי ל- FFO (בגילום שנתי) עמד על כ- 9.7 ואילו יחס שירות החוב עמד על כ- 2.4, לעומת 1.7 במהלך שנת 2007.

היחס חוב ל- FFO הינו חלש. עם זאת, יש לציין כי החוב מממן בעיקר את ההשקעה בהון חוזר תפעולי של החברה, ולפיכך חלקו הגדול אינו אמור להיפרע. בנוסף, לחברה יכולת גבוהה לשרת את החוב הקיים.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ	Net Income	הכנסות נטו
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע	Interest	הוצאות ריבית
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה	Cash Interest	הוצאות מימון תזרימיות
הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.	EBIT	רווח תפעולי
EBIT + הפחתות	EBITA	רווח תפעולי לפני הפחתות
EBIT + פחת + הפחתות	EBITDA	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.	Capital Expenditures (Capex)	השקעות הוניות
רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.	Gross Cash Flow (GCF)	תזרים מזומנים גולמי
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operation (CFO)	תזרים מזומנים מפעילות
הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.	Funds from Operation (FFO)	מקורות מפעילות
תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים פנוי
תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים חופשי



**סולם דירוג התחייבויות:**

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

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 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.

דו"ח מספר : CFD030608000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש 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](http://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 צריכים 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 מניפק, 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 מודייס אינבסטורס סרוויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.