

דלתא גליל תעשיות בע"מ¹

מעקב ינואר 2022

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח
ראש תחום מימון תאגידים - מעריכת דירוג ראשית
liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמונכ"ל
ראש תחום מימון תאגידים
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

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

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A1.il לאגרות חוב (סדרות א' ו-ו') שהנפיקה דלתא גליל תעשיות בע"מ (להלן: "דלתא" או "החברה") ומעלה את אופק הדירוג מיציב לחיובי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.08.2028	חיובי	A1.il	6270144	א'
31.12.2026	חיובי	A1.il	6270193	ו'

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת אופק הדירוג לחיובי נובעת מהערכתנו להמשך מגמת הצמיחה בשנת 2022 בהמשך למגמה שהציגה החברה בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2021 בכל מגזרי הפעילות ולאור הורדת החוב הפיננסי במהלך שנת 2021 והערכתנו לציבות ברמת החוב ויחסי הכיסוי. החברה זכתה לרוח גבית נוכח שינוי בדפוסי הצריכה בעקבות הקורונה הכוללים הגדלת היקף הרכש באמצעות אי קומרס, ועלייה בצריכת פריטי הלבשה תחתונה לרבות הלבשת פנאי והלבשת Activewear. הכנסות החברה רשמו גידול דו ספרתי של 39% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2021 למול התקופה המקבילה אשתקד, שהושפעה לשלילה מהשלכות מגיפת הקורונה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי הרווח התפעולי (לפני הוצאות אחרות) ינוע בטווח של 180-200 מ' דולר (למול כ- 170 מ' דולר לארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2021) בשנת 2022 (תחזית החברה לרווח תפעולי הינה בטווח של 204-220 מ' דולר בשנת 2022). צפי מידרוג הינו בהתבסס על הנחתנו לצמיחה בהכנסות בשנת 2022 בשיעור של 7% ביחס לשנת 2021, בעיקר בשל גידול בביקושים, כניסה למוותגים חדשים והמשך מגמת הצמיחה במכירות האון-ליין, וכן בשל צפי להנבה כמעט מלאה בשנת 2022 של תכנית הרה-ארגון שביצעה החברה בשנים 2020-2021. אנו מעריכים המשך רמת חוב פיננסי ברוטו דומה בשנת 2022, באופן שיציב את יחס הכיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA סביב 2.0 (לעומת כ- 2.1 לארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2021).

החברה פועלת בענף ההלבשה העולמי, המאופיין על ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני-גבוה המעיב על דירוג החברה, בשל תחרות גבוהה ולחצי מחירים נמשכים. לפי הערכת מודיס בשנת 2022 צפויה המשך צמיחה בענף ההלבשה העולמי, אם כי מתונה יותר. המשך הצמיחה בשנת 2022 צפוי עקב המשך מגמת הגידול בצריכה מחד, כאשר מנגד מעיבים המשך השפעה שלילית של הקורונה (לאור התפשטות וריאנט האומיקרון), פגיעה בשרשרת ההספקה בין היתר עקב המחסור בעובדים והמשך עלייה בשיעור האינפלציה באירופה וארה"ב. לחברה פרופיל עסקי חזק נוכח היקף פעילות משמעותי, לקוחות מובילים בתעשייה במגוון פלחי שוק מבוזרים, פיזור שווקים גיאוגרפיים, ערוצי הפצה מגוונים, פיזור מותגים וקשרים עסקיים עם מרבית לקוחותיה העיקריים לאורך תקופה העולה על 10 שנים. החלק הארי של הכנסות החברה נובע מקטגוריות הלבשה תחתונה, גרביים, פיג'מות והלבשת נוחות ופנאי, שהן בעלות ביקושים יציבים יחסית, הצומחות בקצבים גבוהים יותר מהממוצע הענפי. אם כי נמצאות בקטגוריה תחרותית מאוד. החברה פועלת בתחום הצומח של הלבשת ספורט, וכן בתחום מוצרי ג'ינס שצפוי להערכת החברה ליהנות מצמיחה חזקה בשנים הבאות בשל המעבר לבגדים פחות פורמליים ויותר נוחים. מוצרי החברה מאופיינים כמוצרים רב-עונתיים שפחות חשופים לשינויים אופנתיים או לתנודות בכלכלה העולמית. הוותק של החברה בשוק ההלבשה העולמי, יכולות טכנולוגיות גבוהות ושרשרת הפצה מבוססת, תורמים באופן חיובי למעמדה של דלתא בשוק ההלבשה העולמי. מנגד, החברה חשופה ללחצי מחיר בשוק הסיטונאי התחרותי בו יש לה פעילות משמעותית (ללא מגזר המותגים הפרטיים).

הירידה החדה בהיקף החוב בשנתיים האחרונות התאפשרה לאור תזרים המזומנים מפעילות שוטפת גם עקב קיטון ברמת ההון החוזר והשלמת הנפקת 20% ממניות חברה הבת דלתא ישראל מותגים בע"מ ("דלתא ישראל") במרץ 2021 אשר תרמה לעיבוי כרית ההון של החברה ושיפרה את גמישותה הפיננסית. להערכת מידרוג, החוב הפיננסי צפוי להישאר בשנות התחזית על רמתו הנוכחית וכי מיזוגים ורכישות שיתכן שיבוצעו בטווח הבינוני יוכלו להיות ממומנים מתוך עודפי הנזילות הגבוהים שנצברו בקופת החברה.

נזילותה של החברה טובה ונתמכת ביתרות נזילות גבוהות בסך של כ-210 מ' דולר נכון ליום 30.9.2021 ובמסגרות אשראי פנויות מחייבות בסך של כ-180 מ' דולר. מנגד, לחברה עומדות חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות בנקאיות לז"א בסך כ-37 מ' דולר בשנת 2022 וכ-70 מ' דולר בשנת 2023 (סכומים אלו כוללים כ-31 מ' דולר פירעון אג"ח שנתי בכ"א מהשנים 2022-2023). בשנת 2021, הנזילות הושפעה לשלילה עקב עלייה צורכי ההון החוזר, נוכח הצמיחה במכירות ועקב התארכות בזמני האספקה, אך מנגד שופרו ימי הלקוחות עקב ביטול הארכת תנאי האשראי של חלק מהלקוחות שניתנו להם בשנת 2020 עקב הקורונה. מדיניותה הפיננסית של החברה הוכחה לאורך זמן כיציבה ושמרנית, והחברה הפגינה בעבר יכולת במיזוג והטמעה של חברות חדשות, שימור פרמטרים פיננסיים חיוביים ויכולת התמודדות עם משברים פיננסיים. בנוסף, החברה עומדת במרחק סביר מאמות המידה הפיננסיות. מידרוג רואה במאפיינים אלו, כמאפיינים חיוביים התורמים לדירוג החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג החיובי משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תציג שיפור בתוצאותיה התפעוליות ובפרמטרים הפיננסיים ללא עלייה ברמת החוב הפיננסי ותוך שמירה על יחסי הכיסוי הנוכחיים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בתוצאות הכספיות בשנות התחזית מעל להערכות מידרוג
- עיבוי הכרית ההונית באמצעות הנפקת הון
- יחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ברוטו ל-EBITDA מתחת ל-2.0 לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

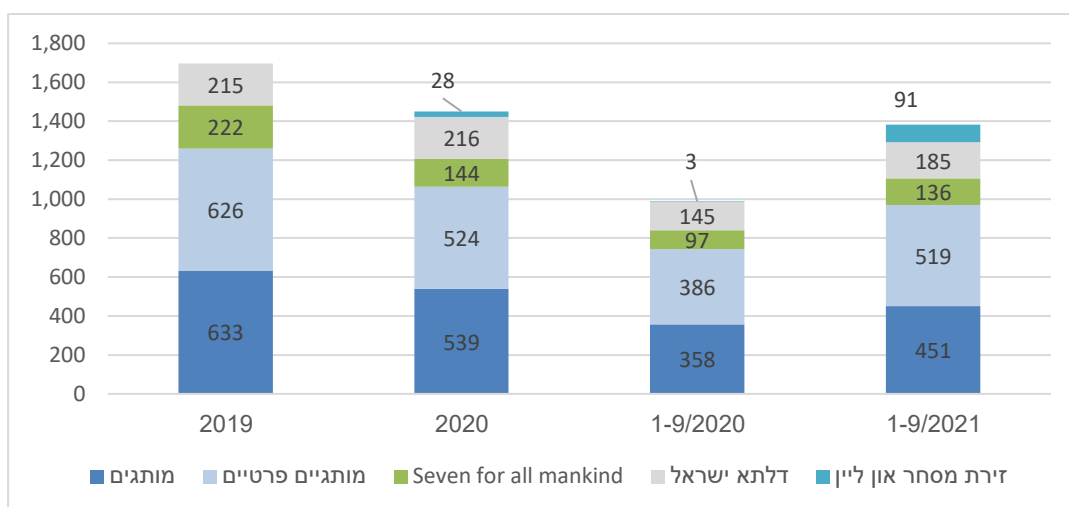
דלתא גליל תעשיות בע"מ (דוחות מאוחדים) - נתונים עיקריים, במיליוני דולר

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	1-9/2020	1-9/2021	
1,368	1,498	1,690	1,446	987	1,373	הכנסות
6.4%	5.6%	5.8%	4.2%	1.2%	8.9%	שיעור רווח תפעולי (*)
84	86	154	108	66	130	מקורות מפעילות (FFO)
2.2	3.5	3.6	(**) 4.4	(**) 4.5	2.1	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA (*)
4.6	3.9	2.7	(*) 1.6	(*) 0.4	(*) 4.1	EBIT להוצאות מימון (**)
44.2%	38.8%	31.9%	28.2%	26.8%	34.9%	הון עצמי לסך מאזן

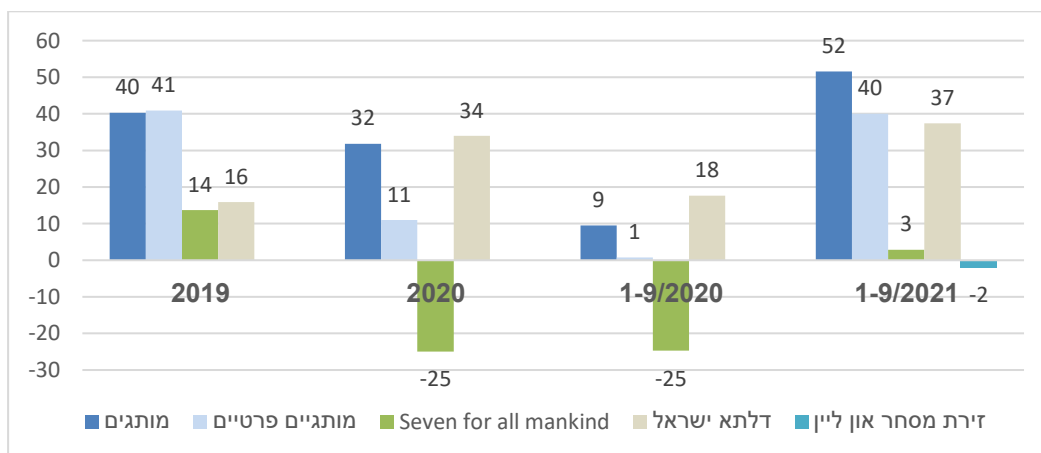
(*) רווח תפעולי ו EBITDA לתקופות 1-9/2020 ולשנת 2020 אינם כוללים הוצאות בגין הפסדי אשראי מלקוחות חד פעמיים .

(**) הוצאות מימון לתקופה 1-9/2021 כוללות הפסד חד פעמי מפדיון מוקדם של אג"ח, בסך של כ- 5.0 מ' דולר.

דלתא גליל תעשיות בע"מ (מאוחד) - התפתחות ההכנסות לפי מגזרי פעילות, במיליוני דולר



דלתא גליל תעשיות בע"מ (מאוחד) - התפתחות הרווח התפעולי לפי מגזרי פעילות, במיליוני דולר



פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ביזור רחב של שחקנים ונאמנות לקוחות נמוכה מעלים תחרות עזה בענף ההלבשה העולמי; להערכת מודיס צפי להמשך צמיחה בשנת 2022 אם כי מתונה יותר ביחס לשנת 2021, אולם הסיכונים יוותרו גבוהים

ענף ההלבשה העולמי (Global Apparel) כולל חברות הפועלות בתחומי העיצוב, הייצור, השיווק וההפצה של מוצרי הלבשה מגוונים, בדרך כלל בשילוב 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 ומשליכה לשלילה על גמישות המחיר של המתחרות בו. מידרוג מעריכה כי חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך בענף אינה מאוזנת ומוטה לטובת הרשתות הקמעונאיות הגדולות בענף, וכן חברות אופנה בינלאומיות בעלות המותגים, ולרעת קבליניות

המשנה ויצרניות ההלבשה. החדירה הגבוהה של מכירות האון ליין לענף ההלבשה, בעוצמה גבוהה יחסית לענפי צריכה אחרים, מעצימה את הלחצים התחרותיים. למרות שפעילות האון ליין עדיין נמוכה מתוך סך מכירות ענף ההלבשה, אך היא צומחת במהירות. על פי Moody's האון ליין בארה"ב מהווה לסוף שנת 2021 סביב 20% מסך המכירות וצפוי לעלות עד לשנת 2026 לכ-30% מהמכירות. החברות בענף חשופות לשינויים אקסוגניים בשערי החליפין נוכח השוני בין מטבע הייצור למטבע המכירה לצרכן הסופי. על פי Moody's², לאחר ההתאוששות החדה בשנת 2021 בענף קמעונאיות ההלבשה בהשוואה לפגיעה המשמעותית עקב וירוס הקורונה בשנת 2020 נוכח הנחיות לסגירה זמנית של עיקר הפעילות הקמעונאית בחלקים נרחבים ברחבי העולם, בשנת 2022 צפוי המשך צמיחה אם כי מתונה יותר: בענף ההלבשה באירופה צופה מודים צמיחה של 5%-10% בהכנסות ושל כ-10% ב-EBITDA, ובארה"ב בענף הקמעונאות והלבוש צפויה צמיחה של 3.9% בהכנסות ו-2.3% ברווח התפעולי. המשך הצמיחה בשנת 2022 צפוי עקב המשך מגמת הגידול בצריכה מחד כאשר מנגד מעיבים המשך השפעה שלילית של הקורונה (לאור התפשטות וריאנט האומיקרון), פגיעה בשרשרת האספקה בין היתר עקב המחסור בעובדים והמשך עלייה בשיעור האינפלציה באירופה וארה"ב. גידול המכירות בפלטפורמות דיגיטליות, המאפיינות ברווחיות גבוהה, שהאץ במהלך משבר הקורונה צפוי להימשך אם כי בקצב נמוך יותר ביחס לשנתיים האחרונות. לאחרונה ובעקבות משבר הקורונה ניכרת התייקרות משמעותית בעלויות ההובלה הימית עקב מחסור באוניות משא המובילות סחורה מהמזרח הרחוק, דבר המשפיע לשלילה על שרשרת האספקה ועלויות הרכש בחברות בתחום.

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

ווחק בשוק ההלבשה העולמי, יכולות טכנולוגיות גבוהות ושרשרת הפצה מבוזרת ומבוססת, תורמים באופן חיובי למעמדה של דלתא בשוק ההלבשה העולמי ותומכים בהמשך צמיחה, אם כי מתונה מהמגמה שאפיינה את שנת 2021

דלתא אוחזת בפעילויות מהותיות לכל אורך שרשרת הערך בענף ההלבשה, הכוללות פיתוח, עיצוב, ייצור, שיווק, מכירה סיטונאית ומכירה קמעונאית לצרכן הסופי. לחברה מעמד דומיננטי בתחום ההלבשה התחתונה בעולם, עם יכולת חדשנות טכנולוגית מוכחת, המקנות לחברה יתרונות יחסיים בקטגוריות המרכזיות של פעילותה, ובפרט בתחומים רווחיים יחסית כגון חזיות, פיגמות, מוצרי נוחות וגרבי ספורט. היכולות של החברה בתחום הלבשת הפנאי והלבשת הספורט מהווים להערכתנו גורם חיובי ההולם את מאפייני הביקוש של ענף ההלבשה. לחברה מגוון של ערוצי הפצה, הכוללים בעיקר הפצה סיטונאית, אולם גם פעילות קמעונאית ענפה הכוללת כ-410 חנויות פיזיות הפזורות בעיקר בקניונים ומרכזים מסחריים וכן פלטפורמות דיגיטליות צומחות.

מידרוג מעריכה כי דלתא נהנית מפיזור פעילויות על פני קטגוריות פעילות מגוונות של ענף ההלבשה, וכן פיזור גיאוגרפי של ההכנסות על פני מספר יבשות ומדינות. פעילותה בארה"ב היוותה בתשעה חודשים הראשונים בשנת 2021 כ-51% מסך ההכנסות של החברה, כאשר יתר ההכנסות נחלקו בין אירופה (28%), ישראל (14%) ואחרים. לחברה מפעלים במזרח הרחוק, אירופה והמזרח התיכון המעסיקים כ-14 אלף עובדים, זאת בנוסף לעובדים במפעלים בבעלות קבלני משנה העוסקים בייצור מוצריה. החברה ביצעה מספר רכישות אסטרטגיות בשלוש השנים האחרונות שתרמו למיצובה העיסקי לרבות רכישת Bogart שהגדילה באופן משמעותי את פעילות הייצור של החברה והגדילה את קו המוצרים כך שישלול באופן משמעותי חזיות ובגדי ים, רכישת Bare Necessities לצורך הרחבת קו המוצרים למכירת מותגים מובילים באמצעות אתר אי קומרס מוביל בארה"ב כך שתוכל לשלב בערוץ מכירות זה גם את מותגי החברה בשנים הקרובות. לדלתא פעילות ענפה של פיתוח, עיצוב, ייצור עצמי וכן רכישה של מוצרים מקבלני משנה לטובת מותגים פרטיים (Private Label) שבבעלות מותגים עולמיים מובילים עבור רשתות קמעונאיות גדולות בארה"ב ואירופה. בתחומי פעילות אלו לחברה מספר לקוחות גדולים, ביניהם נייקי, וולמארט, קוסקו, טרגט, CK, וויקטוריה סיקרט, האחראים על חלק ניכר מסך המכירות של מגזר המותגים הפרטיים. קיים פיזור לקוחות כך שבשנים 2019-2021 אין לקוח המהווה מעל 10% מסך המכירות.

דלתא רשמה בתשעת החודשים הראשונים של 2021 גידול חד בהכנסות של 39% (30% בנטרול Bare Necessities שנרכשה באוקטובר 2020) בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד נוכח עלייה חדה בביקושים, שחוו פגיעה משמעותית בשנת 2020 עקב הקורונה. בנוסף, הכנסות החברה רשמו גידול דו ספרתי של כ-16% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2021 למול התקופה המקבילה בשנת 2019, שהייתה שנת שיא של כל הזמנים לחברה, לפני תקופת הקורונה. עקב משבר הקורונה, ברבעון הראשון של 2021 נסגרו לסירוגין חנויות החברה לרבות בישראל ובאירופה כחלק מהמגמה הרחבתית בעולם לסגירת אתרי קמעונאות והביאו לקיטון במכירות החנויות הפיזיות, כאשר מנגד חלה עלייה במכירות האון-ליין לעומת הרבעון המקביל אשתקד. נציין כי משבר הקורונה האיץ את המעבר להלבשה נוחה יותר, בין היתר בשל העבודה מהבית, זאת על חשבון לבוש רישמי. החל מהרבעון השני של 2021 בעקבות פתיחתן המדורגת של החנויות חלה עלייה משמעותית במכירות החנויות הפיזיות בכל תחומי הפעילות בעוד המכירות באתרי האון-ליין ירדו, למעט אתרי האון-ליין שיר ו-7FAM באירופה שצמחו. הצמיחה בהכנסות בתשעת החודשים הראשונים של 2021 לעומת התקופה המקבילה אשתקד באה לידי ביטוי בכל המגזרים העסקיים והגאוגרפיים בהם פועלת החברה לרבות עלייה חדה בתחום האון-ליין (בעיקר עקב רכישת חברת Bare Necessities).

מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס הימשכות מגמת הצמיחה אם כי בשיעור נמוך יותר, כך שהכנסות החברה יצמחו בשנת 2022 בכ-7%, על פני כל מגזרי הפעילות, לטווח בין 2,000 - 2,100 מ' דולר (לעומת כ-1,830 מ' דולר בארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-30.09.21). הצמיחה בהכנסות מושפעת לחיוב בעיקר מחתימה על הסכמי זכינות לייצור המותגים אדיס ו-Wolford, גידול בתנועת הלקוחות, המשך צמיחה בדלתא ישראל שהודיעה ב-16.1.2022 על פתיחת רשת בגדי ספורט חדשה לרבות בגדי יוגה ופילאטיס, אשר החנות הראשונה והאתר צפויים להיפתח בסוף מרץ, המשך צמיחה במכירות מגזר האון-ליין, גידול במכירות לולמארט וטארגט, גידול במכירת גרביים בשוק בארה"ב עבור נייקי באמצעות הרחבת המפעל במצרים, הרחבת המפעל בוייטנאם לצורך מכירות ללקוחות מובילים (מגזר המותגים הפרטיים) וגידול במכירות לשווקים מתעוררים.

בשנת 2021 הציגה החברה רווחיות שיא נוכח תמהיל הלקוחות וערוצי המכירה וכן התייעלות בהליכי הייצור ובתקורות - צפי לעליית מחירי ההובלה מחד ומנגד המשך התייעלות במערכי הייצור מביאים לאורך זמן לרווחיות תפעולית של 8.0% - 9.0%

דלתא הציגה בתשעת החודשים הראשונים של 2021 שיפור ברווחיות התפעולית על רקע שיפור ברווח הגולמי עקב שינוי בתמהיל המוצרים עם מכירת מוצרים המאופיינים ברווחיות גבוהה יותר ושיפור ביעילות הייצור במפעלים בעיקר בתחום פעילות מותגים פרטיים, ובנוסף בתחום המותגים ו-7FAM. כמו כן החברה נהנתה מהתחזקות שע"ח של השקל ביחס לדולר (במשפיע בעיקר על מגזר דלתא ישראל), וכן מהתחזקות בשער היורו לעומת הדולר, אשר קוזזו באופן חלקי ע"י עליית מחירי חומרי גלם, מחירי ההובלה, והשבתות במפעלי החברה בתחום פעילות מותגים פרטיים, עקב משבר הקורונה. בנוסף חל קיטון בשיעור הוצאות מכירה ושיווק מסך המכירות עקב גידול במכירות האון ליין ובשיעורן מסך המכירות.

החל מהרבעון השני של 2020 החברה נקטה בתוכנית ה-ארגון משמעותית במטרה לשפר את רווחיות התפעולית בכלל התחומים. התוכנית כללה, בין היתר, צמצום פעילויות ייצור והעברה של חלק מהן לאזורי פעילות המאופיינים בעלויות שכן נמוכות יותר וכן צמצום תקורות במטות החברה. במקביל, פועלת החברה לשיפור תמהיל המוצרים כך שיאופיין ברווחיות גבוהה יותר, חיזוק מכירות האונליין והטמעת שינויים טכנולוגיים בתהליכי המכירה והפיתוח. נכון ליום 30.9.2021 רשמה החברה כ-24 מ' דולר הוצאות תזרימיות בגין תוכנית ה-ארגון הכוללת פיטורי כ-2,800 עובדים (מרביתם עובדי ייצור) המהווה כ-10% ממצבת העובדים לתחילת 2020. יתרת ביצוע תוכנית ה-ארגון תושלם בשנת 2022 ונאמדת לכ-10 מ' דולר.

בתחום הסיטונאי המהווה את עיקר מכירות המוצרים הממותגים של החברה, נתונה דלתא ללחצי מחירים מתמשכים נוכח גמישות מחיר נמוכה יחסית. לחברה חשיפה מסוימת למחיר הכותנה, חומר הגלם המרכזי המשמש בייצור ולשערי החליפין של השקל והאירו לעומת הדולר.

רווחיות החברה נבחנת ע"י מידרוג כשיעור הרווח התפעולי ביחס להכנסות, ובולטת לטובה ביחס לדירוג בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2021 נרשמה רווחיות תפעולית של כ-3% 8.9 (זאת לעומת כ-2.5% בממוצע בשנים 2018-2020, תוך ירידה בשנת 2020 עקב השפעות הקורונה לרבות ירידה בהיקפי הייצור). הרווחיות חשופה לתנודתיות בעיקר משינויים בשע"ח שקל/יורו וכן בשער המטבע של היואן הסיני לעומת הדולר, המגודרים באופן חלקי ע"י החברה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווחיות התפעולית של החברה צפוי להישחק בצורה מתונה בשנת 2022 לעומת שנת 2021. בהתייחס לתרחיש הבסיס לשנת 2022, להערכת מידרוג, במגזר "מותגים" צפויה דלתא להציג שיעור רווחיות תפעולית מעט נמוך יותר, עלייה מסויימת צפויה בשיעור הרווח התפעולי במגזר "מותגים פרטיים" בעיקר עקב המשך התייעלות במפעלי החברה עקב תוכנית הרה ארגון, שיעור רווחיות תפעולית ללא שינוי במגזר seven for all mankind - מחד מגמה של גידול בביקושים ומאידך תחום המאופיין ברמת סיכון גבוהה יותר, ירידה בשיעור הרווחיות התפעולית של דלתא ישראל בשל ההנחה לגידול במכירות בחנויות הפיזיות על חשבון ערוץ האונליין, המאופיינות בשיעורי רווחיות נמוכים יותר, וכן עקב עליית מחירי ההובלה. מגזר האון-ליין צפוי להציג הפסד תפעול מתון עד אפסי.

יחסי כיסוי מהירים שצפויים להישמר בטווח התחזית

לאחר שהחברה רשמה גידול בחוב הפיננסי ברוטו בשנים 2018-2020, בעיקר נוכח רכישות שביצעה, ובעיקרם רכישת "Eminence" תמורת כ-144 מ' דולר וכן רכישת בוגרט והשקעה בה בסך של כ-103 מ' דולר, בשנת 2021 נרשם קיטון בחוב הפיננסי כך שהחוב ברוטו מותאם נכון ליום 30.9.2021 הסתכם בכ-560 מ' דולר (כ-340 מ' דולר ללא התחייבויות חכירה) וזאת בהשוואה לכ-707 מ' דולר ליום 31.12.2020. עיקר הירידה בחוב הפיננסי נבע מתזרים המזומנים מפעילות שוטפת ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30.9.2021 וכן מהנפקת 20% ממניות דלתא ישראל בבורסה לני"ע בת"א במרץ 2021 תמורת כ-77 מ' דולר.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך EBITDA של 280-300 מיליון דולר בשנים 2021-2022 (לעומת כ-270 מ' דולר לארבעה רבעונים שהסתיימו ב-30.09.2021), וזאת למול תחזית החברה ל-EBITDA של כ-306 - 322 מ' דולר בשנת 2022. תרחיש הבסיס נשען על ההנחות העיקריות הבאות: (1) עלייה במכירות בכ-7% אשר נתמכת בהערכות לצמיחת שוק ההלבשה בארה"ב, אירופה וישראל בשנת 2022 (2) ירידה מתונה ברווחיות התפעולית בשנת 2022 בהשוואה לשנת 2021 (3) המשך עלייה בעלויות ההובלה בשנת 2022 (4) אין הנחה לרכישות/מיזוגים בשנת 2022, אך צפי להמשך מיזוגים/רכישות בטווח הבינוני.

המקורות מפעולות (FFO) יסתכמו בטווח שבין 190-210 מ' דולר בשנים 2021 ו-2022 בהתאמה (לעומת כ-175 מ' דולר לארבעה רבעונים שהסתיימו ב-30.09.2021). תשלומי חכירות בתוספת השקעות הוניות (הכוללות בשנת 2022 הרחבת המפעלים במצרים וויטנאם), נאמדים על ידינו סביב 90 - 110 מ' דולר לשנה בשנים 2021-2022. כמו כן אנו מעריכים עלייה בצרכי הון חוזר של כ-40-50 מ' דולר בשנה, בשל הגידול בפעילות וכן תשלום הוצאות רה-ארגון עבורם הפרישה החברה בשנת 2020. בנוסף, אנו מעריכים חלוקת דיבידנד, בהיקף של כ-20-30 מ' דולר לשנה בשנים 2021-2022. כל אלו צפויים להביא לתזרים מזומנים חופשי שנתי (FCF) בשנת 2022 בטווח של כ-30-35 מ' דולר. להערכת מידרוג, המזומנים בקופתה של דלתא צפויים לשמש בחלקם למיזוגים ורכישות בטווח הבינוני.

יחסי הכיסוי של החברה נמצאים במגמת שיפור בשנת 2021. יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA עמד על כ-2.1X נכון ליום 30.9.2021 (כ-4.4X בשנת 2020), והושפע לחיוב הן מהקיטון בחוב ברוטו והן מהגידול ב-EBITDA בשל הגידול ברווח התפעולי בשנה זו. בשנות התחזית אנו מניחים כי יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA יעמוד סביב 2.0 X ויחס רווח תפעולי להוצאות ריבית בטווח של כ-4.9-5.6X בשנים 2021 ו-2022 בהתאמה. יחס הון עצמי לסך מאזן בשנות התחזית צפוי להיאמד לכ-34%-36%.

³ לפני הכנסות/הוצאות אחרות

נזילות החברה טובה ונתמכת ביתרות מזומנים ומסגרות אשראי בנקאיות חתומות בהיקף משמעותי וגמישות פיננסית טובה נוכח ירידה ברמת המיניף

הצמיחה בהכנסות לצד השיפור ברווחיות התפעולית, תורגמו לשיפור בתזרים מפעולות (FFO). צרכי ההון החוזר התפעולי (לקוחות ומלאי בניכוי ספקים) הממוצעים של החברה לשנתיים האחרונות הינם נמוכים יחסית ועומדים על כ- 20% מסך המכירות. במהלך שנת 2021 הנזילות הושפעה לשלילה עקב עלייה בצרכי ההון החוזר עקב גידול בפעילות ועלייה חדה במלאי המוסברת בהצטיידות לקראת המשך צמיחה במכירות ועקב התארכות בזמני האספקה, אך מנגד שופרו ימי הלקוחות עקב ביטול הארכת תנאי האשראי של חלק מהלקוחות בשנת 2020 עקב הקורונה.

לחברה יתרות נזילות ליום 30.9.2021 של כ- 210 מ' דולר וכן מסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות בהיקף של כ-180 מ' דולר. מנגד, לחברה עומדות חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות בנקאיות לז"א בסך כ-37 מ' דולר בשנת 2022 וכ-70 מ' דולר בשנת 2023 (מכך כ-31 מ' דולר פירעון אג"ח שנתי בכ"א מהשנים 2022-2023). הנפקת דלתא ישראל בחודש מרץ 2021 תרמה לעיבוי כרית ההון של החברה ושיפרה את גמישותה הפיננסית. בנוסף, החברה עומדת במרחק סביר מאמות המידה הפיננסיות. מדיניותה הפיננסית של החברה הוכחה לאורך זמן כיציבה ושמרנית, והחברה הפגינה בעבר יכולת במיזוג והטמעה של חברות חדשות, שימור פרמטרים פיננסיים חיוביים, ועמידות בפני משברים פיננסיים. מידרוג רואה במאפיינים אלו, כמאפיינים חיוביים התורמים לדירוג החברה.

מטריצת הדירוג

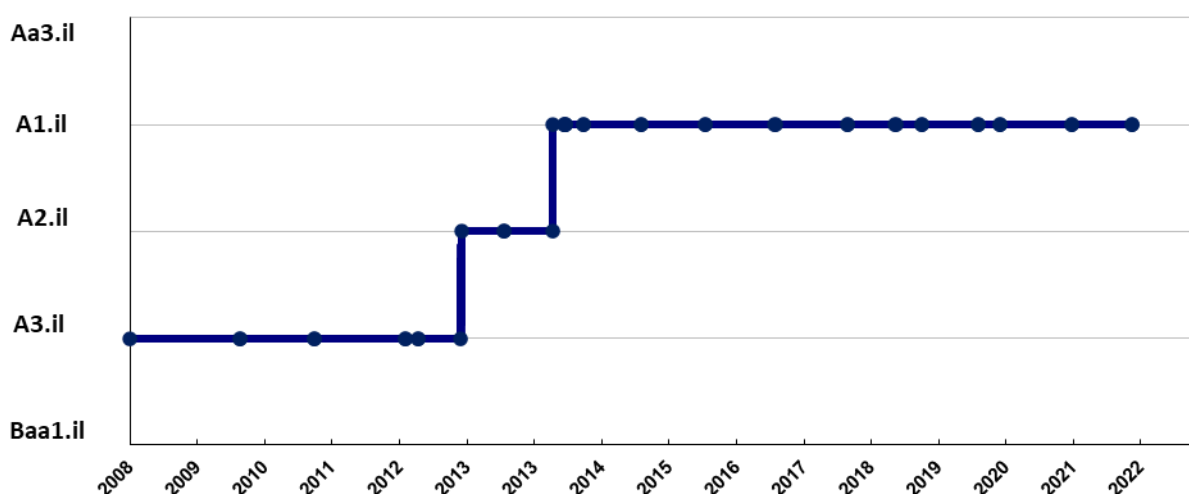
תחזית מידרוג		30.09.2021 LTM		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה [2]	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aa.il	6,200-6,400 מ' ש	Aa.il	5,773 מ' ש	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	מעמד עסקי	
Aa.il	8.0%-9.0%	Aa.il	9.5%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	34%-36%	A.il	35%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	1.9 - 2.1	Aa.il	2.1X	חוב / EBITDA	
Aaa.il	620-640 מ' ש	Aaa.il	545 מ' ש	FFO	
A.il	4.9-5.6	A.il	4.4 X	רווח תפעולי / הוצ' מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A1.il					דירוג נגזר
A1.il					דירוג בפועל

החברה מדווחת בדולר, הסכומים בטבלה הומרו לשי"ח לפי שער דולר של 3.15.
 [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] נתוני המדידה בתחזית הם בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג.

אודות החברה

דלתא עוסקת בפיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה, הלבשת פנאי והלבשת Active Wear וכן פריטי הלבשה עליונה. החברה מוכרת את מוצריה תחת מוצרים ממותגים ותחת מוצרי Private Label. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל, בגרמניה, בשווייץ, בצרפת, ארה"ב, סין והונג קונג, בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר בקבלנות משנה ובמפעליה של הקבוצה במזרח התיכון, באירופה, מרכז אמריקה ובמזרח הרחוק. בעל השליטה בחברה הינו מר אייזיק דבח, המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה. מר דבח מחזיק כ-48.8% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה. בעל עניין נוסף הינו מר נעם לאוטמן, יו"ר הדירקטוריון, המחזיק בכ -9.9% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 25.01.2022

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 14.04.2021

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 17.06.2008

שם יוזם הדירוג: דלתא גליל תעשיות בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: דלתא גליל תעשיות בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

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

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

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 וכאלה 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 ביעוץ 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>