



דלתא גליל תעשיות בע"מ

Issuer Comment | יולי 2016

אנשי קשר:

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
niri@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 ומוסדות פיננסיים
i.sigal@midroog.co.il

דלתא גליל תעשיות בע"מ

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

מידרוג מעריכה כי השלכות עסקת CBC על דירוג החברה הינן ניטראליות תוך שהעסקה צפויה לשפר את מיצובה העסקי של החברה, מבלי שתפגע במידה משמעותית במיצובה הפיננסי, אולם הדבר כרוך באתגרים ניהוליים ועסקיים לא מבוטלים.

ביום 30.6.2016 דיווחה דלתא גליל תעשיות בע"מ ("דלתא" או "החברה") כי חתמה על הסכם עם V.F. Corporation לרכישת פעילות חטיבת ה- Contemporary Brands Coalition (להלן "CBC" או "הפעילות הנרכשת") העוסקת במכירה קמעונאית וסיטונאית של מותגי פרימיום לפלח שוק עליון בעיקר בארה"ב ובאירופה. בתמורה לרכישת הפעילות תשלם החברה סכום של 120 מיליון דולר (בכפוף להתאמות שונות). אישור העסקה צפוי בסוף הרבעון השלישי של שנת 2016. השלמת העסקה מותנית בתנאים מתלים וביניהם אישור רשויות ההגבלים העסקיים בארה"ב ובאירופה.

בהמשך להערכותינו הקודמות, הרכישה תואמת את ציפיותינו לגבי רכישות משמעותיות בהתאם לאסטרטגיית החברה אשר להערכתנו ימומנו בעיקר מיתרת המזומנים של החברה. העסקה צפויה להרחיב את היקף הפעילות הממוגנת בדלתא המהווה כיום כ- 53% מהמכירות ולהגדילה לשיעור של כ- 65% בהתאם להערכות החברה. העסקה תואמת את אסטרטגיית החברה להגדלת נתח הפעילות הממוגנת מכלל הפעילות ויוצרת הזדמנויות חדשות לשילוב המותגים החדשים בפעילות הקיימת, הרחבת מגוון מוצרי החברה ושילוב מוצרי החברה בפעילות הנרכשת. להערכתנו, לאורך זמן גידול בפעילות הממוגנת צפוי להערכתנו לתרום למיצוב החברה ולרווחיותה, ולתרום לפיזור העסקי.

למרות זאת, אנו מעריכים כי שילוב פעילות CBC בפעילות דלתא ושיפור תוצאות הפעילות הנרכשת מהווה אתגר לא מבוטל עבור דלתא, וזאת ברקע שחיקה מתמשכת בהכנסות וב- EBITDA שהציגה הפעילות הנרכשת החל משנת 2012 ועל רקע תחזיות המוכר להמשך המגמה בשנת 2016. נציין לחיוב כי לדלתא ניסיון בהטמעת מיזוגים ורכישות בליבת העסקים כשהרכישה המשמעותית האחרונה בוצעה בשנת 2012, עם רכישת חברת שיסר הגרמנית.

היקף ההכנסות של הפעילות הנרכשת בשנת 2015 הסתכם בכ- 344 מיליון דולר (כ- 32% מהכנסות החברה בשנת 2015). הפעילות הנרכשת כוללת מספר מותגי פרימיום לפלח שוק עליון וביניהם מותגים מובילים בתחום הג'ינס (7 For All Mankind) והלבשת ספורט ופנאי (Splendid). על פי נתוני החברה, מכירות הפעילות הנרכשת מתבצעות בעיקר ללקוחות בצפון אמריקה (כ- 75% מהמכירות) ובאירופה (כ- 21% מהמכירות). כ- 60% מהמכירות מבוצעות בערוץ הסיטונאי, כ- 34% מהמכירות מבוצעות בערוץ הקמעונאי והיתרה באופן דיגיטלי.

כאמור אנו מעריכים כי העסקה תמומן בעיקר מהיתרות הנזילות של החברה ומניצול מסגרות אשראי, כאשר אנו צופים גידול מסוים גם בחוב הפיננסי ברוטו. להערכתנו, בטווח הקצר- בינוני העסקה צפויה לפגוע ברמת המינוף וביחסי הכיסוי של החברה, אך אלו עדיין צפויים להישמר בטווח הדירוג. אף כי בשלב זה איננו מעריכים בסבירות גבוהה כי דלתא תידרש לתמיכה בפעילות CBC, אנו נבחן לאורך זמן בין השאר את היכולת התזרימית של הפעילות הנרכשת.

ערב העסקה, נזילות החברה מסתמכת על יתרות נזילות גבוהות ועל מסגרות אשראי פנויות וחתומות בהיקף מהותי. נכון ליום 31.3.2016 לחברה יתרת מזומנים בהיקף של כ- 130 מיליון דולר ומסגרות אשראי פנויות וחתומות בהיקף של כ- 180 מיליון דולר. חרף ההיחלשות הצפויה בפרופיל הנזילות של החברה בעקבות העסקה, רמת הנזילות צפויה להישאר סבירה יחסית לדירוג הקיים, בהתחשב גם ביכולת ייצור מזומנים סבירה של החברה, המשך קיומן של מסגרות אשראי חתומות ונגישות טובה לשוק ההון.

אנו מעריכים כי מכלול השיקולים שהוצגו לעיל בקשר עם העסקה לא צפויים להוביל לשינוי בדירוג החברה בעקבות העסקה. נדגיש כי הערכתנו לעיל לגבי השפעת העסקה על דירוג דלתא מבוססת על נתוני העסקה ומימונה כפי



שמפורטים בפרסום מיום 30.06.2016. ככל שיחול שינוי בתנאים אלו או לחילופין ייווצרו תנאים חדשים אנו עשויים לשנות את הערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים על שיקולי הדירוג ראה דוח מעקב מחודש מרץ 2016.

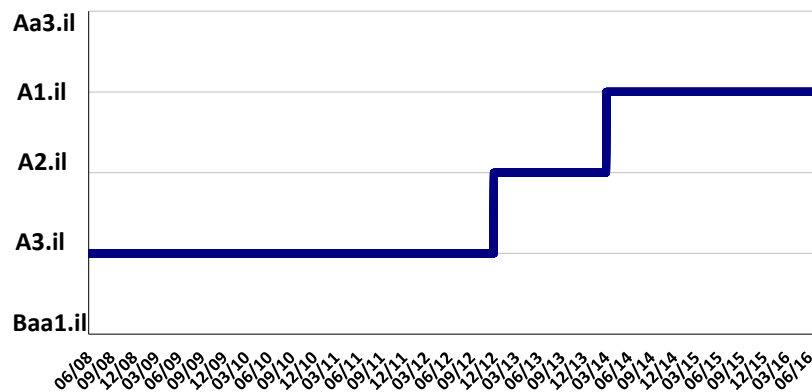
להלן אגרות החוב במחזור שהנפיקה החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

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

אודות החברה

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה, גרביים, הלבשת ילדים, הלבשת פנאי והלבשת Active Wear. על לקוחותיה של הקבוצה נמנות בין השאר רשתות קמעונאיות מובילות כמו Victoria's Secret, Walmart, Target ועוד ומותגים מובילים כמו Nike, Calvin Klein, Tommy Hilfiger ועוד. החברה מוכרת את מוצריה תחת מותגים בזיכיון (כגון Avia, Tommy Hilfiger, Lacoste) ומותגים בבעלות (P.J Salvage, Karen Neuburger ועוד) וכחלק מפעילות Private Label בישראל פועלת החברה בתחום הקמעונאי תחת רשת חנויות "דלתא" המוכרת מותגים בבעלות (כדוגמת המותג דלתא) ובזיכיון (כגון Disney, Nike ו-Keds) וכן בתחום הסיטונאי. במערב אירופה (בעיקר בגרמניה) מוכרת החברה באמצעות שיסר, את מוצריה תחת מותגים בבעלות (כדוגמת המותג שיסר) ובזיכיון (Lacoste, Marc O'Polo ועוד). שיסר פועלת בתחום הקמעונאי דרך רשת חנויות שיסר וכן בתחום הסיטונאי. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל, בגרמניה ובארצות הברית, בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר בקבלנות משנה ובמפעליה של הקבוצה במזרח התיכון, מזרח אירופה ובמזרח הרחוק. בעל השליטה בחברה הינו מר אייזיק דבח, המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה. מר דבח מחזיק כ-54.35% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה במישרין ובעקיפין וזאת בהתחשב בהחזקת Sterling Macro בשיעור של 5.3% - קרן המנוהלת ע"י מר דבח. בעל עניין נוסף הינו מר נעם לאוטמן המחזיק כ-10% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דלתא גליל תעשיות בע"מ - מעקב, מרץ 2016](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג - מרץ 2016](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

10.07.2016	תאריך דוח הדירוג:
31.03.2016	תאריך דוח קודם:
17.06.2008	תאריך מתן דירוג ראשוני:
דלתא-גליל תעשיות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דלתא-גליל תעשיות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

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

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

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

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכוני אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכוני אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

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

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

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

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

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.