

דלתא גליל תעשיות בע"מ¹

מעקב | אפריל 2021

אנשי קשר:

עדי ברנע

אנליסטית - מערכת דירוג ראשית

Adi.b@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מערכת דירוג משנית

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

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

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

אישור הדירוג ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נובעים מהערכתנו כי החברה תעמוד בתרחיש הקודם של מידרוג לגבי מידת השיפור בהכנסות וברווח בשנה הנוכחית, עם התמתנות ההשלכות השליליות של משבר הקורונה, באופן שהרווח התפעולי (לפני הוצאות אחרות) יעמוד בטווח 100-120 מ' דולר, זאת בהתבסס על הנחתנו לצמיחה בהכנסות בשנת 2021 בשיעור של 12-15% ביחס לשנת 2020, בשל היחלשות ההשפעות השליליות של משבר הקורונה בחלק מטריטוריות הפעילות של החברה. בחודש מרץ 2021 הושלמה הנפקת החברה הבת דלתא ישראל מותגים בע"מ ("דלתא ישראל", 80%) אשר תרמה לעיבוי כרית ההון של החברה ושיפרה את גמישותה הפיננסית. אנו מעריכים ירידה מתונה בחוב הפיננסי ברוטו בשנה הנוכחית, באופן שיציב את יחס הכיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA על 3.5X, שהינו קצה הטווח ההולם את הדירוג, בהתחשב במאפייני הסיכון הענפיים בהם פועלת החברה.

משבר הקורונה הוביל לסגירה רוחבית של אתרי קמעונאות ברחבי העולם וצמצם משמעותית את הפעילות הקמעונאית והסיטונאית של ענף ההלבשה העולמי, לרבות חלקים ניכרים בפעילותה של החברה, והדבר קיבל ביטוי בירידה של כ-14.4% בהכנסות החברה בשנת 2020 לעומת שנת 2019. הכנסות החברה בשנת 2020 הושפעו לחיוב מרכישת בוגרט שנה קודם לכן, שקיבלה ביטוי מלא בהכנסות בשנת הקורונה, כך שהירידה בפעילות הייתה עמוקה מכפי שהתבטא בשורת ההכנסות. עם זאת, הצמיחה המשמעותית במכירות האון-ליין בתחומי הפעילות השונים, הן באתרי החברה והן ללקוחות און-ליין מיתנה את ההשפעה השלילית של מגבלות הריחוק החברתי והמשבר הכלכלי על הכנסותיה בתקופת המשבר. מידרוג מעריכה כי במהלך שנת 2021 תחול הקלה במגבלות הריחוק החברתי בשל היחלשות מגיפת הקורונה בחלק משווקי היעד של החברה ברחבי העולם, וכן תחול התאוששות כלכלית שתלווה בצמיחה בצריכה הפרטית בהשוואה לשנת 2020. בתרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה צפויות לצמוח לטווח בין 1,600-1,700 מ' דולר. החברה צפויה לשפר את רווחיותה בשל ביצוע צעדי התייעלות משמעותיים כחלק מתכנית ארגון מחדש שהציגה החברה ברבעון השני של 2020 הכוללים, בין היתר, סגירה וצמצום של חלק מפעילויות הייצור וכן צמצום תקורות במטות החברה בארה"ב, אירופה וישראל וכן עקב טיוב תמהיל המוצרים והלקוחות של החברה. בתרחיש הבסיס של מידרוג, הרווחיות התפעולית של החברה צפויה לעמוד סביב 6.0%, דומה לממוצע השנים 2017-2019 (קרי ללא שנת 2020 בה נרשמה רווחיות חלשה של כ-3.6%). להערכת מידרוג, מגזר דלתא מותגי פרימיום יוסיף להעיב על רווחיות החברה גם בשנה הנוכחית בשל הרגישות למחיר וכן מיקומם של חלק מחנויות החברה באזורים תיירותיים.

החברה פועלת בענף ההלבשה העולמי, המאופיין על ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני-גבוה המעיב על דירוג החברה, בשל תחרות גבוהה ולחצי מחירים נמשכים. לחברה פרופיל עסקי חזק נוכח היקף פעילות משמעותי ופיזור שווקים גיאוגרפיים וערוצי הפצה בענף. החלק הארי של הכנסות החברה נובע מקטגוריות הלבשה תחתונה, גרביים, פיג'מות והלבשת נוחות ופנאי, שהן בעלות ביקושים יציבים יחסית אם כי תחרותיות מאוד, וכן החברה פועלת בתחום הצומח של הלבשת ספורט. הוותק של החברה בשוק ההלבשה העולמי, יכולות טכנולוגיות גבוהות ושרשרת הפצה מבוססת, תורמים באופן חיובי למעמדה של דלתא בשוק ההלבשה העולמי. מנגד, מעמד

החברה מושפע לשלילה מפעילותה הדומיננטית במקטע הסיטונאי, עבור קמעונאים ומותגי הלבשה בינלאומיים, מאפיין המשליך על גמישות המחיר של החברה בשוק התחרותי, ומתבטא ברווחיותה.

מידרוג מעריכה כי סכום המקורות מפעולות FFO של החברה יעמוד בטווח 140-160 מ' דולר בשנת 2021 (כ-121 מ' דולר בשנת 2020) והתזרים החופשי (FCF) לפני התמורה מהנפקת הון המניות של דלתא ישראל יהיה שלילי בגובה 50 מ' דולר (לעומת תזרים חופשי חיובי של כ-120 מ' דולר בשנת 2020), נוכח גידול חזרה בצורכי הון חוזר, פועל יוצא של הגדלת הפעילות, וכן השקעות הוניות, תשלומי חכירות וחלוקת דיבידנדים. הנפקת דלתא ישראל בחודש מרץ 2021 הזרימה לקופתה של החברה כ-77 מ' דולר נוספים בניכוי הוצאות הנפקה, שאנו מעריכים שייועדו בין השאר להשקעות בפיתוח פעילותה של דלתא ישראל בשוק המקומי ובחו"ל.

החוב הפיננסי של החברה עלה במהלך השנים 2018-2019 בעיקר נוכח השקעות ברכישת חברות. במהלך שנת 2020 נרשמה עלייה קלה נוספת בחוב הפיננסי ברוטו, זאת במקביל לגידול מהותי ביתרות הנזילות, כך שהחוב נטו רשם ירידה. לנזילות תרמה גם ירידה חדה בצורכי ההון החוזר, נוכח הירידה בפעילות ושיפור ניהול המלאי ותנאי האשראי לספקים. מידרוג מעריכה כי החוב הפיננסי ברוטו ירד במהלך השנה הנוכחית, בהתאם ללוח הפירעונות של החברה, מתוך עודפי הנזילות הגבוהים שנצברו בקופת החברה.

נזילותה של החברה טובה ונתמכת ביתרות נזילות גבוהות בסך של כ-232 מ' דולר נכון ליום 31.12.2020 ובמסגרות אשראי פנויות מחייבות בסך של כ-237 מיליון דולר. מנגד, לחברה עומדות חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות לז"א בסך כ-59 מ' דולר בשנת 2021 וכ-62 מ' דולר בשנת 2022 (מכך כ-39 מ' דולר וכ-33 מ' דולר פרעונות אג"ח בשנים 2021 ו-2022, בהתאמה).

מדיניותה הפיננסית של החברה מוכחת לאורך זמן כיציבה ושמרנית, והחברה הפגינה בעבר יכולת במיזוג והטמעה של חברות חדשות, שימור פרמטרים פיננסיים חיוביים ועמידות בפני משברים פיננסיים. בנוסף, החברה עומדת במרחק סביר מאמות המידה הפיננסיות. מידרוג רואה במאפיינים אלו, כמאפיינים חיוביים התורמים לדירוג החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תשמור על מעמדה העסקי ותציג שיפור בתוצאותיה התפעוליות ובפרמטרים הפיננסיים בטווח ההולם את רמת הדירוג ואת הפוטנציאל להקטנת החוב הפיננסי.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים 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 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	
1,179	1,368	1,498	1,690	1,446	הכנסות
6.8%	6.4%	5.6%	5.8%	3.6%	שיעור רווח תפעולי
73	84	86	154	121	מקורות מפעילות (FFO)
2.5	2.2	3.5	3.6	4.9	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA
4.6	4.6	3.9	2.7	1.4	EBIT למימון ברוטו
42.8%	44.2%	38.8%	31.9%	28.2%	הון עצמי לסך למאזן

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ביזור רחב של שחקנים ונאמנות לקוחות נמוכה מעלים תחרות עזה בענף ההלבשה העולמי; הכנסות ורווחיות הענף צפויות להשתפר בשנת 2021 אולם הסיכונים יותרו 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 במוטיג 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 קבלניות 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 בסך מכירות ענף ההלבשה, היא צומחת במהירות. החברות בענף חשופות לשינויים אקסוגניים בשערי החליפין נוכח השוני בין מטבע הייצור למטבע המכירה לצרכן הסופי. על פי Moody's², 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. אלו הביאו לפגיעה ברווח התפעולי של חברות ההלבשה בצפון אמריקה בשיעור של 50%-60% בשנת 2020, כאשר בשנת 2021 צפויה התאוששות של 10%-20% בהכנסות ושל 70%-90% ברווח התפעולי, זאת מתוך הנחה לשיפור ברווחיות החברות בשל צעדי התייעלות שובצעו במהלך משבר הקורונה וכן גידול מכירות בפלטפורמות דיגיטליות, המאופיינות ברווחיות גבוהה. נציין כי המשבר האיץ את המעבר לסגנון חיים בריא ונוח, בין היתר בשל העבודה מהבית, זאת על חשבון לבוש רישמי. 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 וגיוון בייצור ושינויים בשערי חליפין.

וותק בשוק ההלבשה העולמי, יכולות טכנולוגיות גבוהות ושרשרת הפצה מבוססת, תורמים באופן חיובי למעמדה של דלתא בשוק ההלבשה העולמי

עם היקף פעילות רחב ומשמעותי המתבטא בהכנסות שנתיות של כ- 1.4 מיליארד דולר בשנת 2020 (כ-1.7 מיליארד דולר בשנת 2019 טרם השפעת הקורונה), דלתא אוחדת 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 וגרבי ספורט. היכולות של החברה בתחום הלבשת הפנאי והלבשת הספורט מהווים להערכתנו גורם חיובי במאפייני הביקוש של ענף ההלבשה. לחברה מגוון של ערוצי הפצה, הכוללים בעיקר הפצה סיטונאית, אולם גם פעילות קמעונאית ענפה הכוללת כ- 415 חנויות פיזיות הפזורות בעיקר בקניונים ומרכזים מסחריים וכן פלטפורמות דיגיטליות צומחות.

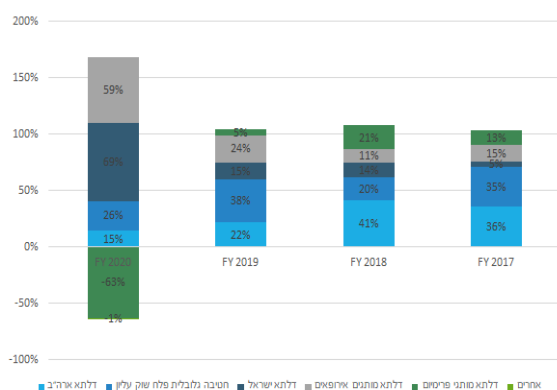
מידרוג מעריכה כי דלתא נהנית מפזור פעילויות על פני קטגוריות פעילות מגוונות של ענף ההלבשה, וכן פיזור גיאוגרפי של ההכנסות על פני מספר יבשות ומדינות פעילותה בארה"ב היוותה בשנת 2020 כ- 46% מסך ההכנסות של החברה, כאשר יתר ההכנסות נחלקו בין אירופה (32%), ישראל (15%) ואחרים. לחברה מפעלים במזרח הרחוק, אירופה והמזרח התיכון המעסיקים כ- 16 אלף עובדים. בשנת 2019 השלימה החברה את רכישת קבוצת Bogart ("בוגרט"), יצרנית העוסקת בפיתוח ובשיווק של מוצרי הלבשה תחתונה ובעיקר חזיות ובגדי ים עבור מותגים פרטיים. רכישת בוגרט הגדילה באופן משמעותי את פעילות הייצור של החברה, וזאת לאחר שבשנים הקודמות התמקדו רכישות החברה בהגדלת הפעילות הקמעונאית והסיטונאית. לדלתא פעילות ענפה של פיתוח ייצור

Apparel and Shoes US – 2021 Outlook, December 2020²

ורכישה של מוצרים מקבלני משנה לטובת מותגים פרטיים (Private Label) שבבעלות מותגים עולמיים מובילים וכן עבור רשתות קמעונאיות גדולות בארה"ב ואירופה תחת מגזרי הפעילות "דלתא ארה"ב" ו-"חטיבה גלובלית פלח שוק עליון". בתחומי פעילות אלו לחברה מספר לקוחות גדולים, ביניהם ויקטוריה סיקרט, וולמארט ונייקי, האחראים על חלק ניכר מסך המכירות של החברה.

משבר הקורונה הוביל לסגירה רוחבית של אתרי קמעונאות ברחבי העולם וצמצם משמעותית את הפעילות הקמעונאית והסיטונאית של ענף ההלבשה העולמי, לרבות חלקים ניכרים בפעילותה של החברה, והדבר קיבל ביטוי בירידה של כ-14.4% בהכנסות החברה בשנת 2020 לעומת שנת 2019. תחום פעילות דלתא מותגי פרימיום הציג את הירידה החדה ביותר בשנה זו עם ירידה של כ-31% בהכנסות שנבעה בעיקר מפעילות החברה בארה"ב זאת בעיקר עקב ירידה בביקוש לג'ינסים בכלל ולמוצרי פרימיום בפרט וכן עקב הפגיעה בתיירות המהווה חלק משמעותי ממכירות בשוק זה. תחום פעילות דלתא ארה"ב הציג אף הוא ירידה ניכרת במכירות, בשיעור של כ-26%, שנבעה ממשבר הקורונה ובא לידי ביטוי בירידה במכירות הגרביים, מוצרי הלבשה תחתונה ו-Active Wear ללקוח מהותי. תחום פעילות חטיבה גלובלית פלח שוק עליון הציג ירידה של כ-26% בפעילות האורגנית שקוזה ע"י הנבה מלאה בגין בוגרט כך שסך הירידה במכירות בתחום פעילות זה עמדה על כ-14%. תחומי הפעילות דלתא ישראל ודלתא מותגים אירופאים שמרו על יציבות ברמת המכירות בשנה זו, בעיקר בשל חוזק המותג במדינות הפעילות והגידול המסיבי במכירות האון-ליין, כאשר המכירות באירופה הושפעו לחיוב גם ממכירת מסיכות לשוק הצרפתי והגרמני. מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי בשנת 2021 תחול התאוששות מהמשבר כך שהכנסות החברה יצמחו לטווח בין 1,600-1,700 מ' דולר, המהווים צמיחה של 12%-15% ביחס לשנת 2020. הצמיחה בהכנסות מושפעת לחיוב מהערכתנו לצמצום הדרגתי במגבלות הריחוק החברתי ברחבי העולם בשל היחלשות מגיפת הקורונה והתאוששות כלכלית שתלווה בצמיחה בצריכה הפרטית בהשוואה לשנת 2020.

התפלגות רווח תפעולי לפי מגזרים, שנים 2017-2020⁴



התפלגות הכנסות לפי מגזרים, שנים 2017-2020³



פעילותה של החברה כסיטונאית וקבלנית משנה עבור לקוחות גדולים מגבירה את לחצי המחיר ופוגמת ברווחיותה תוך שהחברה נדרשת כל העת לייעל את מערכי הייצור ואת שרשרת האספקה

בתחום הסיטונאי המהווה את עיקר מכירות החברה, נתונה דלתא ללחצי מחירים תמידיים נוכח גמישות מחיר נמוכה יחסית. לחברה חשיפה מסוימת למחיר הכותנה, חומר הגלם המרכזי המשמש בייצור ולשערי החליפין של השקל והאירו לעומת הדולר. מידרוג מעריכה כי הפעילות מול רשת וולמארט נתונה ללחצי מחיר מתמשכים המשפיעים לשלילה על רווחיות החברה. עם זאת, החברה יצאה מקווי מוצרים בעלי שיעורי רווחיות נמוכה יחסית מול וולמרט ומתמקדת בקווי מוצר בעלי ערך מוסף ללקוח ושיעורי רווחיות

³ דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג.
⁴ דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג.

גבוהים יותר עבור החברה. פעילות החברה מול ויקטוריה סיקרט ונייקי מבודלת יותר, בשל ערך מוסף גבוה יותר, ולכן פחות רגישה ללחצי מחיר.

בשנת 2020 החברה הציגה שחיקה ברווחיות התפעולית בשל משבר הקורונה שבאה לידי ביטוי ביתר שאת במגזר "דלתא מותגי פרימיום", כאשר מגזר "דלתא ישראל" הציג שיפור ניכר ברווחיות התפעולית, שנבעה בעיקר מעלייה במכירות הדיגיטל המאופיינות בשיעורי רווחיות גבוהים וכן משיפור בתמהיל המוצרים.

בשנת 2020 החברה נקטה בתוכנית רה-ארגון משמעותית במטרה לשפר את רווחיות התפעולית בכלל התחומים. התוכנית כוללת, בין היתר, צמצום פעילויות ייצור והעברה של חלק מהן לאזורי פעילות המאופיינים בעלויות שר 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. עלות תוכנית זו מסתכמת לכ-39.2 מ' דולר שהופרשה בספרים לשנת 2020 וכ-14.5 מ' דולר ביצעה החברה בשנה זו והיתרה תבוצע בשנת 2021, כאשר 90% מכך בגין פיצויים ועלויות אחרות עקב סיום העסקת עובדים והיתרה בגין הפחתת רכוש קבוע במפעלי החברה. להערכת החברה, מהלכים אלו צפויים להניב לחברה חסכון משמעותי ולהשפיע לחיוב על רווחיותה התפעולית.

בהתייחס לתרחיש הבסיס, להערכת מידרוג, במגזר "דלתא מותגי פרימיום" עלולה החברה להמשיך להציג הפסד בשנת 2021, בעיקר עקב ההאטה בחזרה לשגרה בארה"ב וההאטה בתיירות כמוסבר לעיל. רווחיות מגזר "פלח שוק עליון" מושפעת לשלילה מתפקוד מפעל בוגרט במיאנמר, בשל ההפיכה במדינה זו, המעמיסה עלויות "כשל" ובכך מחלישה את הרווחיות, אולם הרווחיות הכוללת של תחום הפעילות צפויה להניב שיפור משמעותי עקב צמיחה במכירות ללקוחות מובילים כגון נייק ו-VS שרושמת התאוששת משמעותית, צמיחה במכירות ללקוחות אינטרנט, וכן מהלכי ההתייעלות שצוינו לעיל והשיפור ביעילות המפעלים גם עקב העלייה בהיקף הפעילות. המגזרים "דלתא ישראל" ו-"דלתא מותגים אירופאים", אשר הציגו שנת שיא בשנת 2020, יציגו להערכתנו שיעורי רווחיות מעט נמוכים יותר במהלך 2021 בשל ההנחה לגידול במכירות בחנויות הפיזיות על חשבון ערוץ האונליין, המאופיינות בשיעורי רווחיות נמוכים יותר. בד בבד, פעילות החברה בקטגוריות צומחות (כגון Active Wear), סל מוצרים המאופיין בחדשנות טכנולוגית, התייעלות בייצור, ואסטרטגיית החברה להגדלת נתח פעילות הדיגיטל, תומכים ביציבות הרווחים לאורך זמן. בתרחיש הבסיס של מידרוג, הרווחיות התפעולית של החברה צפויה לנוע סביב 6% בשנות התחזית 2021-2022, בדומה לממוצע השנים 2017-2019, ובהשוואה לכ-4% בשנת 2020.

צפי לקיטון מסוים בחוב הפיננסי בשנה-שנתיים הקרובות ושיפור קל ביחסי הכיסוי, אם כי לאורך זמן מדיניות מיזוגים ורכישות תגביל ירידה משמעותית בחוב הפיננסי

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לעמוד בטווח של 200-220 מ' דולר לשנה (כ-146 מ' דולר בשנת 2020 וכ-188 מ' דולר בשנת 2019), כאשר המקורות מפעולות (FFO) יסתכמו בטווח שבין 140-160 מ' דולר לשנה (כ-121 מ' דולר בשנת 2020 וכ-154 מ' דולר בשנת 2019). תשלומי חכירות בתוספת השקעות הוניות, וללא מיזוגים ורכישות, נאמדים על ידינו סביב 90 מ' דולר לשנה. כמו כן אנו מעריכים עלייה בצרכי הון חוזר של כ-80 מ' דולר בשנה הקרובה, בשל הגידול בפעילות וכן תשלום הוצאות רה-ארגון עבורם הפרישה החברה בשנה החולפת. בנוסף, אנו מעריכים חלוקת דיבידנד, בהיקף של כ-15 מ' דולר לשנה. כל אלו, לפני השקעות חדשות ולפני התמורה מהנפקה לציבור של מניות דלתא ישראל, צפויים להביא לתזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בשנת 2021, בהיקף של כ-50 מ' דולר. הערכתנו לגבי גובה העלייה בהון החוזר נתונה באי וודאות לא מבוטלת ותלויה גם במהלכי התייעלות שנוקטת החברה בניהול המלאי, שעשויים להוביל לגידול מתון יותר. לכך יש להוסיף את התמורה מהנפקת דלתא ישראל, בסך (נטו) של כ-77 מ' דולר. להערכת מידרוג, המזומנים בקופתה של דלתא ישראל צפויים לשמש בחלקם להשקעות בפיתוח הפעילות של דלתא ישראל, לרבות השקעות באון-ליין, מיזוגים ורכישות.

החברה רשמה גידול בחוב הפיננסי ברוטו בשנים 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 (2016), "Eminence" תמורת כ-144 מ' דולר (2018) וכן רכישת בוגרט בסך של כ-106 מ' דולר (2019). חוב ברוטו מותאם נכון ליום 31.12.2020 הסתכם בכ-707 מ' דולר

(כ- 465 מ' דולר ללא התחייבויות חכירה) וזאת בהשוואה לכ- 674 מ' דולר בשנת 2019. החוב הפיננסי בניכוי מזומנים ושווי מזומנים רשם ירידה במהלך שנת 2020, בעיקר בזכות קיטון בהון החוזר שנבע מירידה חדה במלאי עקב ניהול הדוק ומכירת עודפים וכן עקב ירידה בהיקף המכירות, אולם גם מעלייה ניכרת בימי הספקים.

למרות התזרים החופשי השלילי, אנו מצפים כי החברה תקטין את רמת החוב בשנה הנוכחית, בעיקר בשל יתרות נזילות גבוהות, בהיקף חריג יחסית לשנים האחרונות, של כ-232 מ' דולר נכון ליום 31.12.2020. היתרות הנזילות מיועדות בחלקן למימון ההשקעה בהון חוזר, פירעון חלויות חוב לפי לוח הסילוקין וכן להשקעות במיזוגים ורכישות.

יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA עמד על כ-4.9X נכון לסוף שנת 2020 (כ-3.6X בשנת 2019), והושפע לשלילה הן מהגידול בחוב ברוטו והן מהקיטון ב-EBITDA בשל היחלשות הרווח התפעולי בשנה זו. בשנות התחזית אנו מניחים כי יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA יעמוד בטווח של 3.0X-3.5X ויחס רווח תפעולי להוצאות ריבית ישתפר לטווח שבין 2.5X - 3.0X (כ-1.4X בשנת 2020). יחס הון עצמי לסך מאזן זה צפוי להשתפר, בעיקר בשל הנפקת דלתא ישראל, ולעלות לטווח של 33%-35% בטווח התחזית, בהשוואה לכ-28.2% ליום 31.12.2020.

נזילות החברה טובה ונתמכת ביתרות מזומנים ומסגרות אשראי בנקאיות חתומות בהיקף משמעותי

בהתחשב בכך כי אנו צופים תזרים חופשי (FCF) שלילי בשנות התחזית (כאמור, בעיקר בשל עלייה בהון חוזר הנובעת מהגידול בפעילות), הנזילות לשנה הקרובה נשענת על יתרות המזומנים שבקופת החברה וכן מסגרות האשראי החתומות שבידה. נכון ליום 31.12.2020, לחברה יתרות נזילות של כ-232 מ' דולר וכן מסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות בהיקף של כ-237 מ' דולר. מנגד, לחברה עומדות חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות לז"א בסך כ-59 מ' דולר מדי שנה בשנים 2021 ו-2022 (מכך כ-39 מ' דולר חלויות שוטפות של אג"ח בשנת 2021 וכ-33 מ' דולר בשנת 2022). הנפקת דלתא ישראל בחודש מרץ 2021 תרמה לעיבוי כרית ההון של החברה ושיפרה את גמישותה הפיננסית. מדיניותה הפיננסית של החברה מוכחת לאורך זמן כיציבה ושמרנית, והחברה הפגינה בעבר יכולת במיזוג והטמעה של חברות חדשות, שימור פרמטרים פיננסיים חיוביים, ועמידות בפני משברים פיננסיים. בנוסף, החברה עומדת במרחק סביר מאמות המידה הפיננסיות. מידרוג רואה במאפיינים אלו, כמאפיינים חיוביים התורמים לדירוג החברה.

מטריצת המידרוג

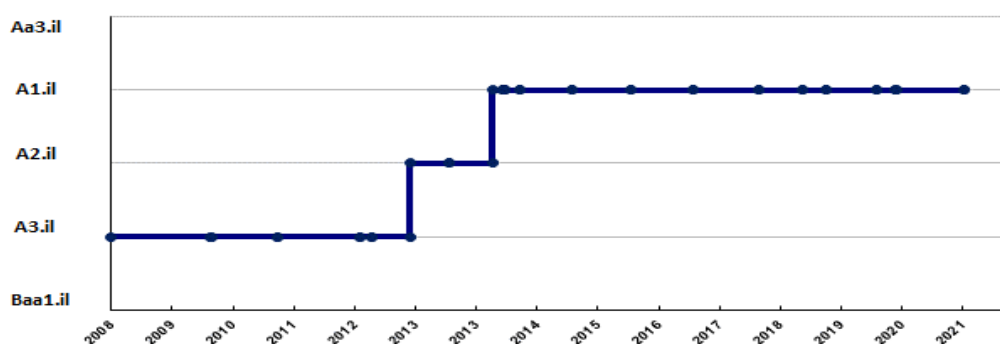
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה [2]	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aa.il	5,300-5,600 מ' ש"ח	Aa.il	4,772 מ' ש"ח	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
A.il	6.5%-6.0%	A.il	3.6%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	33%-35%	A.il	28.2%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	3.5X	A.il	4.9X	חוב / EBITDA	
Aa.il	460-530 מ' ש"ח	A.il	399 מ' ש"ח	FFO	רווח תפעולי / הוצ' מימון
Baa.il	2.6 X - 2.9X	Baa.il	1.4 X		
A.il	---	A.il	---	סדיוניות 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 למונחיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנופיק.
 [2] החברה מדווחת בדולר, הסכומים בטבלה הומרו לשי"ח לפי שער דולר של 3.2. נתוני המדידה בתחזית הם בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, כאשר ניתן משקל יתר לתרחיש הבסיס של מידרוג לגבי שנת 2021.

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, בארה"ב ובסין, 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-48.87% 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-9.96% 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

14.04.2021	תאריך דוח הדירוג:
07.04.2020	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 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 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>