



דלתא גליל תעשיות בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2009

1

מחברת:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

דלתא גליל תעשיות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מעניקה דירוג A3 לאגרות חוב בסך של עד 30 מיליון דולר (כ-113 מיליון ש"ח) ערך נקוב שבכוונת דלתא גליל תעשיות בע"מ ("דלתא" או "החברה") לגייס. אגרות החוב יישאו ריבית שקלית קבועה או משתנה. מבנה הסדרה שתונפק טרם נקבע סופית, אולם מח"מ הסדרה לא יעלה על 4.0 שנים. גיוס אגרות החוב מיועד לגוון את מקורות החוב וישמש בחלקו הגדול להחזר אשראי בנקאי. בכוונת החברה לבצע גידור מלא של האג"ח בשקלים מול הדולר או האירו. במידה והחברה תבצע השקעה מהותית אותה היא בוחנת בימים אלו, צפוי כי תמורת אגרות החוב תממן חלק מהשקעה זו.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 30/12/2009. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

הגורמים התומכים בדירוג: מעמד יציב בקרב רשתות קמעונאיות מובילות בארה"ב ובאירופה הנשען על מערכת יחסים ארוכת טווח ומוניטין טוב; פיזור לקוחות סביר בהתחשב בגודל הלקוחות ומיצובם העסקי; פיזור פעילות על פני שלושה שווקים משמעותיים בעלי מאפיינים שונים ועל פני ערוצי שיווק שונים וקטגוריות מוצר שונות; גמישות תפעולית גבוהה הנשענת על שילוב של כושר ייצור עצמי וקבלני משנה ונתמכת בהשלמת תהליכי התייעלות משמעותיים שבוצעו בשנים האחרונות תוך צמצום פעילויות הפסדיות; רמת מינוף סבירה ויחסי כיסוי המצויים במגמת שיפור לאור ההתייעלות התפעולית וקוטן בחוב הפיננסי. ברבעון הרביעי של 2009 חוזק ההון העצמי באמצעות הנפקת זכויות, לאחר שנחלש בשנתיים האחרונות נוכח הפסדים. בהיעדר רכישות ומיזוגים משמעותיים, החברה חותרת להמשיך ולצמצם את החוב הפיננסי, תוך שימוש בתמורת גיוס האג"ח. החברה מעריכה כי יחס החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA בסיום שנת 2009 יעמוד על 3.0-3.5 שנים. מידרוג מצפה כי יחס זה ישתפר בשנת 2010 (מבלי להניח רכישות משמעותיות).

גורמי הסיכון העיקריים בפעילות החברה: ליבת הפעילות, בייצור המוני של מותגים פרטיים עבור רשתות קמעונאיות, מציבה את החברה בסביבה תחרותית גבוהה המלווה בלחצים על מחירי המכירה וחושפת אותה לתלות בלקוחות הגדולים - כל אלו מחלישים את מעמדה העסקי. מאפיין זה מתבטא ברווחיות יחסית לאורך זמן. יש לציין כי החברה מתמקדת בפיתוח מוצרים חדשניים, ומזה שנים, בשיפור היעילות התפעולית וברכישת זכויות שימוש במותגים מובילים, כל זאת על מנת לחזק את מעמדה בסביבה העסקית ולשפר את הרווחיות; החברה הציגה בשנים האחרונות תנודתיות גבוהה ברווח, בתזרים התפעולי (EBITDA) ובתזרים מפעולות (FFO), כל זאת על רקע שינויים מבניים בסביבה העסקית, פעילויות הפסדיות, תנודתיות במחירי הסחורות ובשערי החליפין והשלכות המיתון העולמי. במחצית השנייה של 2009 ניכר שיפור משמעותי בתוצאות על רקע הבשלת צעדי התייעלות שבוצעו בשנתיים האחרונות; מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים ומצב זה ייוותר על כנו גם לאחר צמצום החוב הבנקאי מתמורת גיוס אגרות החוב; תוצאות החברה חשופות לתנודתיות שער החליפין של האירו מול הדולר. יש לציין כי בשנה החולפת החברה צמצמה במידה משמעותית את החשיפה לליש"ט ולשקל.

אופק הדירוג היציב נתמך ברמת נזילות טובה ובמגמת שיפור בתזרימים התפעוליים על רקע התייעלות פנימית בחברה והתאוששות מסוימת בשווקי הפעילות העיקריים. בקביעת הדירוג נלקח בחשבון כי החברה עשויה לבצע עסקה משמעותית לרכישת פעילות בינלאומית. בהתאם לתוכנית העסקית שהציגה החברה בפני מידרוג, העסקה אינה צפויה לפגוע ביחסי הכיסוי התזרימיים במידה משמעותית.

התפתחויות עסקיות עיקריות¹

מו"מ לרכישת מותג הלבשה בינלאומי בהשקעה של כ-70 מיליון דולר

החברה הודיעה לאחרונה כי היא מנהלת משא ומתן לרכישת נכסים ופעילות בינלאומית ממותגת בתחום ההלבשה. מחיר הרכישה מוערך על ידי החברה בכ-70 מיליון דולר, אולם הוא ייקבע במהלך המשא ומתן בין הצדדים. לדברי החברה, הרכישה נועדה לחזק את הפעילות הממותגת שהינה רווחית ויציבה יותר בהשוואה לייצור מותגים פרטיים וכן לחזק את כוח הקנייה מול מפעלי הייצור במזרח אסיה ולשפר את קיבולת הייצור במפעלים שבבעלותה. החברה הודיעה על בחינת העסקה ביום 10/12/2009. השלמת העסקה אינה וודאית והחברה אינה יכולה להעריך את מידת היתכנותה. במידרוג רואים בהשקעה, ככל שתתממש, כבעלת סיכון, לצד הפוטנציאל הגלום בה. הסיכון נובע מהשקעה גבוהה יחסית, מכניסה למדינה בה החברה לא פעלה בעבר ומכך שהשבחת ההשקעה עשויה להימשך זמן ניכר.

רכישת פעילות בתחום הגרביים

באפריל 2009 השלימה החברה עסקה לרכישת חלק מפעילותה של גיבור ספורט אקטיב וור בע"מ ("גבור") בתחום עיצוב, פיתוח, ייצור ושיווק של גרביים תמורת סך של כ-8 מיליון דולר, מכך כ-3 מיליון דולר עלות המלאי שנרכש והיתרה בגין הפעילות. היקף המכירות השנתי של הפעילות שנרכשה עומד על כ-20 מיליון דולר. לדברי החברה, רכישת נכסי גבור סינרגטית לפעילות החברה בתחום הגרביים ויש בה להרחיב ולמנף את פעילותה בתחום זה. הפעילות שנרכשה הינה ברובה מול NIKE. לחברה פעילות קודמת של ייצור גרביים עבור NIKE בהיקף מכירות דומה.

שינוי מבנה הפעילות בבריטניה תוך צמצום ניכר בפעילות מול מרקס אנד ספנסר

על רקע החרפת הסביבה התחרותית בבריטניה, שהתבטאה בירידה בהיקף הפעילות ובשחיקת המרווחים וכן על רקע היחלשות שער החליפין של הליש"ט מול הדולר, החליטה החברה על שינוי מבנה הפעילות שם. עיקר הפעילות בבריטניה התמקדה במכירת מוצרי הלבשה תחתונה לגברים ולנשים לרשת מרקס אנד ספנסר. מכירות היחידה העסקית בבריטניה בשנת 2008 הסתכמו בסך של כ-55 מיליון דולר ותרמו הפסד תפעולי של כ-15.5 מיליון דולר. במחצית הראשונה של 2009 הוסיפה הפעילות בבריטניה לרשום הפסד תפעולי של כ-5.5 מיליון דולר, אולם תוכנית ההתייעלות הושלמה עד לתום המחצית, וברבעון השלישי והרביעי היחידה מצויה באיזון תפעולי. השינוי בפעילות בבריטניה כלל צמצום משמעותי של הפעילות מול לקוח זה נוכח שחיקה ברווחיות, שינוי שיטת העבודה מול הלקוח שכלל העברת המלאי לניהול הלקוח (FOB) וסגירת מרכז הפצה בבעלות, סגירת מרכז הפיתוח בבריטניה והעברת הפיתוח לישראל ולארה"ב וצמצום משמעותי בפעילות המשרד בלונדון.

שינויים בתפקידי הניהול הבכירים

בחודש יולי 2008 סיים מנכ"ל החברה מאז 2006, מר אבירם להב, את כהונתו ובמקומו מונה מר אייזיק דבח, בעל השליטה בחברה ויו"ר הדירקטוריון. באוגוסט 2009 מונה מר גדעון שטיאט כיו"ר דירקטוריון, והחליף את מר דבח. מר שטיאט כיהן כדירקטור בחברה. בחודש יולי 2009 הוחלט על מינויו של מר שלמה דורון לתפקיד מנהל תפעול ראשי ומשנה למנכ"ל. במקביל הוכרז על סיום תפקידו של מנהל חטיבת הלבשה תחתונה ארה"ב ואירופה, מר צביקה שמיר. עוד באותו חודש מונה מר גיל אדמוני לכהן כמנהל תחום פעילות דלתא שיווק ישראל במקומו של מר יורם ויינברגר.

הנפקת זכויות הזרימה לחברה כ-21 מיליון דולר ברבעון הרביעי של השנה

בנובמבר 2009 השלימה החברה הנפקת זכויות לבעלי המניות במסגרתה גייסה כ-78.8 מיליון ש"ח (כ-21 מיליון דולר).

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום דוח דירוג ראשוני בחודש יוני 2008. ראה גם באתר מידרוג www.midroog.co.il.

התפתחות התוצאות הכספיות

קיטון במכירות בשווקי הפעילות העיקריים על רקע המיתון הכלכלי והיחלשות הליש"ט והאירו

מכירות החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2009 רשמו ירידה בשיעור של כ-12% בהשוואה לתקופה המקבילה, זאת בהמשך לירידה בשיעור כ-3.8% בשנת 2008. ברבעון השלישי התמתנה הירידה ועמדה על כ-3% לעומת הרבעון המקביל. במונחי מטבע מקור, הירידה בתשעת החודשים הסתכמה בכ-6% ואילו ברבעון השלישי נרשמה יציבות. הירידה במכירות בשנת 2009 ניכרה בכל שווקי הפעילות, ונבעה מהמשך המיתון הכלכלי והקטנת מלאים מצד הרשתות הגדולות.

בשנת 2008 נבעה הירידה במכירות בעיקר מבריטניה, על רקע צמצום הפעילות מול מרקס אנד ספנסר והיחלשות חדה בשער החליפין הממוצע של הליש"ט מול הדולר.

רמת הריכוזיות של המכירות נותרה גבוהה, אם כי הצטמצמה בשנה החולפת. שלושת הלקוחות הגדולים היו כ-41% מסך המכירות בתשעת החודשים הראשונים של 2009 לעומת 45% בשנת 2008 ו-51% בשנת 2007. שני הלקוחות המרכזיים הם רשת הקמעונאות וולמארט שמהווה כ-22% מסך המכירות במאוחד בתשעת החודשים הראשונים של 2009 (לעומת כ-24% בשנת 2008) ורשת מרקס אנד ספנסר עם 10% (13% בשנת 2008). בעבר היוו המכירות למרקס אנד ספנסר מעל ל-20% מסך המכירות.

דלתא (מאוחד): תמצית נתוני רווח והפסד, במיליוני דולר *

	שנה שהסתיימה ב-				9 חודשים שהסתיימו ב-		3 חודשים שהסתיימו ב-		
	31/12/05	31/12/06	31/12/07	31/12/08	30/9/08	30/9/09	30/9/08	30/9/09	
הכנסות	684.5	706.7	647.4	622.8	479.3	421.8	167.7	162.5	
רווח גולמי	101.7	122.8	112.7	105.7	85.0	74.5	27.5	32.2	
הוצאות מכירה ושיווק	86.7	72.6	72.7	79.0	61.0	50.5	20.8	17.5	
הוצאות הנהלה וכלליות	20.3	25.3	25.2	26.7	19.8	16.0	6.5	5.8	
**EBITDA	10.5	40.5	28.2	12.6	13.4	17.7	3.2	12.4	
רווח מפעולות רגילות **	(5.3)	24.9	14.9	0.0	4.2	8.0	0.1	9.0	
הוצאות ארגון מחדש	(9.1)	(1.7)	(11.1)	(9.2)	0.0	(0.5)	0.0	(0.5)	
הפחתות	(13.7)	0.0	0.0	(7.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	
הוצאות מימון נטו	(10.2)	(15.4)	(13.0)	(7.5)	(7.0)	(5.0)	(2.7)	(1.4)	
רווח לפני מסים על הכנסה	(38.1)	8.5	(8.4)	(23.3)	(2.1)	2.7	(2.8)	7.1	
מסים על הכנסה	2.3	(5.5)	(4.1)	(2.5)	(2.0)	(0.9)	(1.6)	(0.6)	
רווח (הפסד) נקי לתקופה	(35.8)	3.1	(12.5)	(25.8)	(4.1)	1.9	(4.4)	6.5	

רווח גולמי %	14.9%	17.4%	17.4%	17.0%	17.7%	17.7%	16.4%	19.8%	
הוצאות מכירה ושיווק %	12.7%	10.3%	11.2%	12.7%	12.7%	12.0%	12.4%	10.8%	
הוצאות הנהלה וכלליות %	3.0%	3.6%	3.9%	4.3%	4.1%	3.8%	3.9%	3.6%	
רווח תפעולי %	(0.8%)	3.5%	2.3%	0.0%	0.9%	1.9%	0.1%	5.5%	
% EBITDA	1.5%	5.7%	4.4%	2.0%	2.8%	4.2%	1.9%	7.7%	

* עד שנת 2006 - דיווח לפי US GAAP החל משנת 2006 דיווח לפי IFRS. ** לפני הוצאות/הכנסות אחרות.



תנודתיות חדה ברווח התפעולי בשנים האחרונות. ברבעון השלישי של 2009 ניכר שיפור חד בתוצאות הפעילות על

רקע צמצום הפסדים בפעילות בבריטניה

הרווח התפעולי (לפני הוצאות רה ארגון) הפגין תנודתיות חדה בכל השנים האחרונות על רקע שינויים מבניים בסביבה העסקית, שינויים ארגוניים בחברה, רכישות ומיזוגים, תנודתיות שערי החליפין, השלכות המשבר הכלכלי והפרשות לחומ"ס. ברבעון השלישי של 2009 ניכר שיפור חד ברווח ובתזרים התפעוליים בהשוואה לרבעונים הקודמים ולשנת 2008 כולה. כך, ברבעון השלישי נרשם רווח תפעולי של כ-9 מיליון דולר לאחר הפסד תפעולי קרוב לאפס בשני הרבעונים הראשונים ובשנת 2008 כולה. התזרים התפעולי (EBITDA) ברבעון השלישי הסתכם בכ-12.4 מיליון דולר לעומת כ-5.3 מיליון דולר בשני הרבעונים הראשונים וכ-12.6 מיליון דולר בכל שנת 2008. השיפור ברבעון השלישי נבע מצמצום הפסדים בבריטניה, ממיצוי הסינרגיה של רכישת פעילות הגרביים, מצמצום הפסדים בתחום סריגת אל תפר, מכניסה לתחום החזיות בויקטוריה סיקרטס ומצמצום תקורות.

בשנת 2008 רשמה החברה הוצאות ארגון מחדש בהיקף של כ-9.2 מיליון דולר, בעיקר בגין צמצום הפעילות בבריטניה (צמצום כוח אדם, מחיקת רכוש קבוע והוצאות נוספות). בנוסף, נרשמה באותה שנה הפחתת מוניטין בהיקף של כ-7.4 מיליון דולר, בעיקר בגין הפעילות בארה"ב, בעקבות עדכון כלפי מטה של הערכת שווי הפעילות בארה"ב.

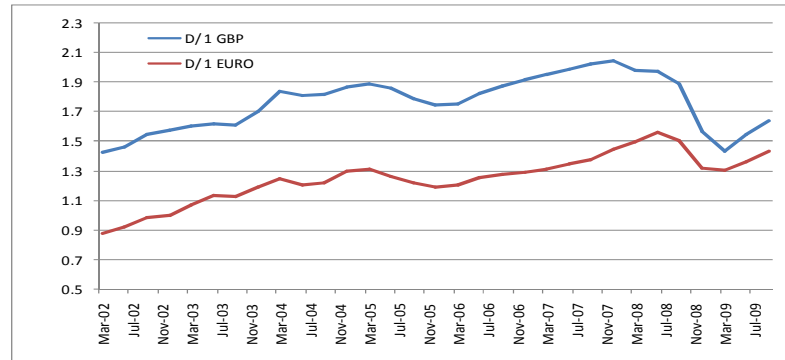
להלן המגמות בשנים 2008-2009 בשווקים העיקריים:

ארה"ב - המכירות לארה"ב רשמו ירידה בשיעור של 8% בתשעת החודשים הראשונים של השנה לעומת התקופה המקבילה וצפויים לרשום ירידה בשיעור דומה בשנה כולה. השוק החל להפגין חולשה בביקושים ברבעון האחרון של 2008, על רקע המשבר הכלכלי וצמצום מלאים מצד רשת וולמארט שהינה לקוח מרכזי. בשנת 2008 הפעילות סבלה גם מגידול בהוצאות הייצור במזרח הרחוק על רקע התייקרות מחירי הסחורות וכן מגידול חד בחובות האבודים, בין השאר על רקע קריסת רשת הקמעונאות Mervyn's. כמו כן, בשנת 2008 הושקו בארה"ב מותגים חדשים, שהשקתם לוותה בגידול בהוצאות אך טרם קיבלה ביטוי במכירות. ברבעון השלישי של 2009 נמשכה הירידה במכירות אך ניכר שיפור מסוים ברווח התפעולי בהשוואה לרבעון המקביל. בשנת 2010 צפוי שיפור ברווחיות על רקע צמיחה בהכנסות וצפי להבשלת פעילות המותגים החדשים.

בריטניה - המכירות בבריטניה רשמו בתשעת החודשים ירידה של 5% במטבע מקור (ירידה של 27% במונחים דולריים) בעיקר בשל צמצום הפעילות מול מרקס אנד ספנסר. ברבעון השלישי לבדו נרשמה עלייה בשיעור של 11% במכירות במטבע מקור (גידול דולרי של 1%). תוך המשך ירידה במכירות למרקס אנד ספנסר שקוזה בעלייה במכירות לאחרים. בשנת 2008 רשמה הפעילות באנגליה ירידה חדה בהכנסות והפסדים גבוהים על רקע פרק הזמן הנדרש להתאמת ההוצאות להיקף הפעילות הפוחת וכן היחלשות חדה של הליש"ט מול הדולר. במחצית הראשונה של שנת 2009 נמשכו ההפסדים ואילו ברבעון השלישי הושלם יישום תוכנית ההתייעלות והיחידה עברה לאיזון תפעולי. ההיחלשות בפעילות בבריטניה השפיעה במידה ניכרת על מגזר הגרביים, שעבר להפסד בשנת 2008 עקב ירידה במכירות והיחלשות הליש"ט מול הדולר. מגמות אלו נמשכו גם בשנת 2009, אולם רכישת פעילות גבור (המאוחדת החל מרבעון שני 2009) קיזזה חלק מהירידה במכירות.

ישראל - הפעילות בישראל, הממוקדת ברשת הקמעונאות של דלתא, הפגינה שיפור תפעולי בשנת 2008 בעיקר על רקע הרחבת הרשת וקו המוצרים והתחזקות השקל מול הדולר. הרשת מונה כ-103 חנויות. הרווחיות התפעולית שופרה על רקע הגידול במכירות. בשנת 2009 ניכרת יציבות במכירות וברווח בשקלים, אולם היחלשות השקל מול הדולר פגעה בתוצאות במונחים דולרים.

התפתחות שערי החליפין העיקריים 2002-2009 (ממוצע רבעוני)



ירידה חדה בצורכי ההון החוזר בארבעת הרבעונים האחרונים תרמה באופן ניכר לתזרים ושימשה לצמצום החוב במהלך השנים האחרונות ייצרה החברה תזרים חיובי מפעילות שוטפת - בחלקו הגדול כתוצאה מקיטון בצורכי הון חוזר, בפרט בארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-30/9/2009. הירידה בהון החוזר נבעה בעיקר מצמצום המלאי, על רקע שינוי שיטת ניהול המלאי בפעילות מול מרקס אנד ספנסר ולקוחות נוספים וכן מקיצור זמן האספקה ללקוחות. יתרת המלאי ליום 30/9/2009 שיקפה כ-64 מיליארד לירות, לעומת 76 יום ב-30/9/2008 ו-91 יום בסוף שנת 2007. תשעת החודשים הראשונים של 2009 בולטים בתזרים חזק מפעילות נוכח השיפור בתוצאות התפעוליות, הירידה בהוצאות המימון והמשך הירידה במלאי. בשנת 2008 נרשם תזרים שוטף חלש על רקע ההפסדים התפעוליים. יש לציין כי הוצאות הארגון מחדש ומחיקת המוניטין בשנים 2007-2008 לא היו ברובן תזרימיות, ומכאן שלא השפיעו על התזרים מפעולות FFO. התזרים השוטף בשנת 2008 נבע כולו מהירידה במלאי. השקעות החברה ברכוש קבוע היו יציבות יחסית בשנים האחרונות ונועדו בעיקר לשיפורים במושכר, מערכות מחשב וציוד ייצור. החברה לא שילמה דיבידנדים לבעלי המניות מאז שנת 2004. עודפי התזרים השוטף לאחר השקעות בשנים 2008-2009 שימשו את החברה לצמצום החוב הבנקאי.

דלתא (מאוחד), תזרימי מזומנים עיקריים, באלפי דולר

2005	2006	2007	2008	9 2009	
10,485	40,498	28,178	12,568	17,696	תזרים תפעולי EBITDA
(5,608)	18,688	7,969	0	12,505	תזרים מפעולות FFO
17,212	5,552	2,428	15,796	11,944	ירידה (עלייה) בהון חוזר
11,604	24,240	10,397	15,790	24,449	תזרים מפעילות שוטפת CFO
(13,034)	(5,706)	(8,181)	(7,781)	(3,380)	השקעה ברכוש קבוע CapEx
(2,274)	(1,245)	(2,400)	(2,117)	(7,946)	רכישת פעילויות
(3,704)	17,289	(184)	5,892	13,123	תזרים חופשי FCF
4,365	(21,252)	(761)	(7,378)	(12,954)	גידול (ירידה) בחוב הפיננסי נטו

הירידה בהון העצמי בשנים האחרונות קוזזה בקיטון החוב הפיננסי, באופן שיחסי המינוף נותרו יציבים יחסית בשנים 2007-2008 חלה ירידה משמעותית בהון העצמי של החברה על רקע ההפסד הנקי בשתי השנים. עם זאת יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן נותר יציב יחסית (40%-39%), וזאת נוכח הקיטון בסך הנכסים שנבע מקיטון ברכוש השוטף במהלך 2008, כתוצאה מירידת יתרות המלאי והלקוחות. כאמור, המקורות השוטפים שימשו את החברה להקטנת החוב הפיננסי לבנקים ויחס החוב הפיננסי לקאפ נותר יציב יחסית ואף שופר, חרף הירידה בהון העצמי.



מידרוג

בהתחשב בהנפקת הזכויות בסך של כ-21 מיליון דולר, יתר הדברים קבועים, יחס ההון העצמי למאזן צפוי לגדול מכ-40% לכ-43% ויחס החוב הפיננסי לקאפ צפוי לקטון מכ-45% לכ-42%. בהתחשב גם בגיוס אג"ח בסך של 30 מיליון דולר, יתר הדברים קבועים, צפוי יחס ההון העצמי למאזן לרדת לשיעור של 40% ויחס החוב הפיננסי לקאפ לעלות לשיעור של 47%.

דלתא (מאוחד), תמצית נתונים מאזניים יחסי מינוף, במיליוני דולר

	12/05	12/06	12/07	12/08	9/09	
סך נכסים במאזן	477	452	450	380	376	
מזומנים ושווי מזומנים	15	14	17	4	5	
מלאי	147	132	138	112	93	
לקוחות	104	110	103	90	105	
חוב פיננסי	180	156	158	138	127	
הון עצמי	187	190	176	150	152	
חוב פיננסי ל-Cap	48.8%	45.2%	47.2%	47.9%	45.5%	
הון עצמי למאזן	39.3%	42.0%	39.2%	39.5%	40.4%	
חוב פיננסי \ הון עצמי	96.1%	82.3%	89.4%	92.1%	83.4%	

דלתא (מאוחד), יחסי כיסוי תזרימיים *

	2005	2006	2007	2008	9.09 LTM	2009 E
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA	15.8	3.5	5.0	10.7	7.2	3.3
חוב פיננסי נטו ל-FFO	שילי	7.6	17.7	שילי	12.0	4.2
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA-CapEx	שילי	4.1	7.1	28.0	10.0	4.1
חוב פיננסי נטו ל-FFO-CapEx	שילי	10.9	שילי	שילי	22.8	5.6
EBITDA / Interest expenses	1.0	4.0	2.7	2.0	4.1	7.7

* היחסים לשנת 2009 מבוססים על אומדן מידרוג - לפני גיוס האג"ח

הנדלות נשענת בעיקר על מסגרות אשראי פנויות ותזרים שוטף

לחברה מסגרות אשראי בנקאיות חתומות כנגד נכסי הלקוחות והמלאי לפי מקדמים שנקבעו מול הבנקים. היקף המסגרות הפנויות ליום 30/9/2009 מסתכם בכ-35 מיליון דולר. לחברה הבת דלתא ארה"ב אמות מידה פיננסיות בקשר עם מסגרות האשראי האמורות, והיא עומדת בכולן במידה סבירה. מרבית נכסיה של החברה משועבדים כנגד מסגרות אשראי והלוואה לז"א. החברה אינה נוהגת לשמור על יתרות נדילות משמעותיות לאורך זמן.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור ניכר ומתמשך ברווחיות התפעולית תוך הצגת יציבות לאורך זמן
- פיתוח פעילויות שיחזקו את מעמדה העסקי של החברה בסביבה התחרותית בה היא פועלת

גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי נטו באמצעות ה-EBITDA אל מעל ל-4.0 שנים
- הרעה מתמשכת ברווחיות
- ביצוע השקעות חדשות אשר יגדילו את רמת הסיכון העסקי הפיננסי של החברה
- אובדן לקוחות מהותיים

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה וגרביים לנשים, גברים וילדים. הקבוצה משווקת את מוצריה בשלוש דרכים: (1) ייצור עבור מותגים בינלאומיים מובילים כדוגמת הוגו בוס, קלווין קליין, טומי הילפיגר ועוד ועבור מותגי בית של רשתות קמעונאיות מובילות דוגמת וול מארט, מרקס את ספנסר, טרגט, ויקטוריה סיקרטס ועוד (2) ייצור ושיווק במסגרת זיכיונות להם קיבלה החברה רישיון דוגמת קונברס, טומי הילפיגר, מיידנפורם, ניקול מילר, ווילסון ועוד. ו-(3) שיווק בישראל תחת המותג הפרטי דלתא. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל ובארה"ב בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר במפעליה של הקבוצה במזרח התיכון ובמזרח הרחוק וכן באמצעות קבלני משנה באותם מקומות. החברה מוכרת את מוצריה בארה"ב (כ-63% מהמכירות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009), בישראל (כ-12%), בבריטניה (כ-13%) וביתר אירופה (למעט בריטניה, כ-11%). מתקני הייצור העיקריים של החברה מצויים במצרים, בישראל, בתאילנד, בבולגריה ובהודו. כמו כן לחברה מתקני אחסון, לוגיסטיקה ומשרדים בישראל, במקומות שונים בארה"ב, באנגליה, בהונגריה ובסין. מרבית הנכסים מושכרים וחלקם בבעלות החברה. לחברה מספר נכסי נדל"ן וקרקעות העומדים למכירה בעיקר בישראל. נכון לסוף שנת 2009 מעסיקה החברה כ-7,600 עובדים. מרבית העובדים מועסקים במפעלי החברה במצרים ובמזרח הרחוק. מניות החברה נסחרות בבורסה לני"ע בתל-אביב. עד לחודש מרץ 2008 נסחרו מניות החברה גם בבורסת הנאסד"ק אולם אז נמחקו מהמסחר. בעל השליטה בחברה מאז שנת 2007 הינו מר אייזיק דבח המחזיק כ-54.36% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה. בעל מניות עיקרי נוסף הינו מייסד החברה מר דב לאוטמן המחזיק כ-10.32% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות* Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת* Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* Free Cash Flow (FCF)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

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. 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 לסיכוני 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 צריכה 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 משקיע 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 מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.