

# דלתא גליל תעשיות בע"מ

מעקב | מרץ 2014

1

**מחבר:**

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## דלתא גליל תעשיות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג לאגרות החוב שהנפיקה דלתא גליל תעשיות בע"מ ("דלתא" או "החברה") מ-A2 ל-A1. אופק הדירוג הינו יציב.

### להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה החברה ומדרגות על ידי מידרוג:

סדרות אג"ח	מס' נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.13 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פרעון קרן האג"ח
כ'	6270110	ינו-10	*7.0	אין	123.5	2014-2016
ה'	6270136	אפר-12	**7.6	אין	191.3	2014-2021
א'	6270144	אוג-13	***5.0	אין	197.4	2015-2028

\* החברה מבצעת גידור של יתרת אגרת החוב באמצעות עסקה להחלפת תזרימי המזומנים השקליים (SWAP) עם תאגיד בנקאי, לפי ריבית דולרית של 6.08%  
 \*\* החברה מבצעת גידור של יתרת אגרת החוב באמצעות עסקה להחלפת תזרימי המזומנים השקליים (SWAP) עם תאגיד בנקאי, לפי ריבית דולרית של 6.18%  
 \*\*\* החברה מבצעת גידור של כ-90% מיתרת אגרת החוב באמצעות עסקה להחלפת תזרימי המזומנים השקליים (SWAP) עם תאגיד בנקאי, לפי ריבית דולרית של 4.075% וכן לפי ריבית דולרית של 4.41% על יתרת הסכום (10%)

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נובעת משיפור מתמשך בפעילותה של החברה, המתבטא בצמיחה אורגנית משמעותית של מחזור ההכנסות, שנה שנייה ברציפות, המשך שיפור הדרגתי ברווחיות והגדלת פיזור הרווחיות בין המגזרים השונים. החברה מציגה מחזור הכנסות גבוה של כ-1.0 מיליארד דולר, נתחי שוק מהותיים ועליית מדרגה בהיקף הרווח התפעולי לכ-67 מיליון דולר, לעומת כ-48 מיליון דולר בשנת 2012, שאנו מעריכים כשיפור יציב ופרמננטי במהותו. השיפור בפעילות בשנתיים האחרונות נבע, בין היתר, מרכישת פעילות שיסר והרחבת הפעילות הקמעונאית של החברה בישראל ובגרמניה, מהגדלת היקף הפעילות הממותגת וכן ממהלכים נמשכים של התייעלות במשאבי הייצור ושרשרת האספקה. היקף הפעילות הממותגת של דלתא נאמד בשנת 2013 בכ-50% מההכנסות, לעומת כ-40% בשנת 2012. נתון זה צפוי להערכתנו להמשיך ולעלות גם בשנה הקרובה עקב כניסה של מותגים חדשים. מהלכים אלו ביססו את מעמדה העסקי של דלתא בענף ההלבשה הגלובלי ומיתנו במידת מה את הסיכון העסקי הגלום בחשיפתה ללקוחות דומיננטיים בתחום המותג הפרטי ואת גמישות המחיר המוגבלת מול לקוחות אלו, סיכון אשר נותר מהותי בפעילותה.

דירוג החברה נתמך בפיזור וגיוון גבוה של קווי עסקים בין קטגוריות שונות בתחום ההלבשה, בין שווקים גיאוגרפיים ובין ערוצי הפצה שונים. לחברה יכולות גבוהות בפיתוח ועיצוב מוצרים ומערך ייצור גלובלי, הכולל פעילות של קבלנות משנה ופעילות ייצור עצמית, המאפשר תחרותיות וגמישות.

בתחום הפעילות הלא-ממותגת, מעמדה של דלתא כקבלן משנה עבור רשתות שיווק גדולות בארה"ב ועבור מותגים בינלאומיים, גוזר עבורה גמישות מחיר נמוכה יחסית, ובשילוב החשיפה למחירי הכותנה, מוסיף, להערכתנו, להוות גורם סיכון בפעילותה, בפרט בתקופות של האטה כלכלית.

לחברה ריכוזיות לקוחות גבוהה יחסית וחשיפה ברווחיותה לפעילות מול Wal-mart ו-Nike. על מנת לשפר את מעמדה בקרב הלקוחות, החברה חותרת לבסס יתרונות תחרותיים, באמצעות פיתוח מוצרים מתקדמים, דרך השקעות מהותיות בפיתוח ועיצוב ושיפור מתמיד של היכולות התפעוליות.

דירוגה של החברה נתמך גם בפרופיל פיננסי חזק, המבוסס על רמת מינוף מתונה ויחסי כיסוי מהירים. נכון ליום 31.12.13, החברה מציגה יחס כיסוי חוב ל-EBITDAR וחוב ל-FFOR של כ-3.2x וכ-4.3x, בהתאמה. אנו צופים שיפור

ביחסי הכיסוי בשנה הקרובה, בעיקר בשל צפי לשיפור נוסף ברווח. גם בתרחיש של היחלשות מסוימת בפעילות, מידרוג מעריכה כי לאורך זמן, החברה תציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDAR הנמוך מ-4.0x.

החברה מפגינה מדיניות פיננסית שמרנית, עמידה טובה בתחזיות ושקיפות גבוהה בהתנהלותה. כל אלו תומכים בדירוג. אנו מעריכים כי דלתא מוסיפה כל העת לבחון רכישות ומיזוגים אסטרטגיים, במטרה להפוך לגורם דומיננטי בענף ההלבשה העולמי. לחברה יתרות מזומנים גבוהות שאנו מעריכים שיועדו בעיקר למטרה זו.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכתנו ליציבות התוצאות הכספיות בטווח הבינוני ואף שיפור מסוים בטווח הקצר, בניזילות חזקה ובגמישות פיננסית טובה.

**דלתא גליל (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר:**

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	
573	620	679	818	975	<b>הכנסות</b>
8.1%-	8.3%	9.5%	20.5%	19.2%	<b>% שינוי במכירות</b>
125	143	161	210	294	<b>רווח גולמי</b>
21.9%	23.0%	23.7%	25.7%	30.2%	<b>% רווח גולמי</b>
15	31	37	48	67	<b>רווח תפעולי לפני אחרות</b>
2.7%	5.0%	5.4%	5.9%	6.9%	<b>% רווח תפעולי</b>
8	21	28	57	43	<b>רווח נקי*</b>
28	42	49	63	86	<b>EBITDA</b>
23	32	39	45	66	<b>FFO</b>
41	14	36	73	46	<b>CFO</b>
4	5	12	22	21	<b>השקעה ברכוש קבוע ונכס לא מוחשי</b>
8	0	4	74	0	<b>רכישת פעילות / צירוף עסקים</b>
28	46	66	48	99	<b>יתרות נזילות</b>
112	119	120	135	160	<b>חוב פיננסי</b>
47.4%	47.0%	49.0%	49.7%	49.4%	<b>הון עצמי למאזן</b>
38.9%	38.3%	36.1%	33.2%	33.7%	<b>חוב ל-Cap</b>
4.9	3.8	3.4	3.4	3.2	<b>חוב ל-EBITDAR</b>
6.3	5.0	4.4	4.8	4.3	<b>חוב ל-FFOR</b>
2.4	3.9	4.7	4.9	5.3	<b>EBIT למימון ברטו</b>

\* הרווח הנקי בשנת 2012 כולל, בין היתר, רווח הון של כ-19.9 מיליון דולר בגין מכירת קרקע בנהריה, רווח של כ-12.6 מיליון דולר בגין רכישה הזדמנותית, המיוחס לעסקת שיסור והוצאות ארגון מחדש בסך של כ-5.4 מיליון דולר

**דלתא גליל (מאוחד) - תוצאות מגזרים, במיליוני דולר:**

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	
<b>הכנסות</b>					
268	299	312	340	403	<b>דלתא ארה"ב</b>
229	243	276	292	275	<b>חטיבה גלובלית פלח שוק עליון</b>
73	77	91	90	111	<b>דלתא ישראל</b>
NR	NR	NR	177	194	<b>שיסר *</b>
<b>רווח תפעולי לפני סעיפים חד פעמיים</b>					
6	6	2	12	26	<b>דלתא ארה"ב</b>
1	16	28	22	25	<b>חטיבה גלובלית פלח שוק עליון</b>
10	13	13	6	8	<b>דלתא ישראל</b>
NR	NR	NR	11	15	<b>שיסר *</b>
<b>שיעור רווח תפעולי מהכנסות לפני סעיפים חד פעמיים</b>					
2.2%	2.0%	0.6%	3.5%	6.5%	<b>דלתא ארה"ב</b>
0.6%	6.6%	10.2%	7.7%	9.0%	<b>חטיבה גלובלית פלח שוק עליון</b>
14.4%	17.0%	14.2%	6.9%	7.6%	<b>דלתא ישראל</b>
NR	NR	NR	6.4%	7.6%	<b>שיסר *</b>

\* נתוני שיסר לשנת 2012 המוצגים הינם פרופורמה לשנה מלאה (הפעילות אוחדה לראשונה החל מחודש יולי 2012), בהתבסס על הערכת החברה.

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**שיפור מתמשך במעמדה העסקי של החברה, בדגש על חיזוק התחום הממוגן**

דלתא הינה יצרנית מובילה של הלבשה תחתונה וגרביים עבור רשתות שיווק בינלאומיות ומותגי יוקרה. לחברה שרשרת הפצה גלובלית והיא פועלת במספר שווקי יעד באירופה, ארה"ב וישראל. בשנים האחרונות פעלה החברה באופן עקבי לשיפור יכולות הייצור וההפצה ולהערכתנו, ביססה מעמד חזק בקרב הלקוחות העיקריים. לחברה אסטרטגיה ארוכת טווח להרחיב את השיווק של מותגים בבעלותה וליצור בידול ויתרונות יחסיים. זו באה לידי ביטוי ברכישת הפעילות הממוגנת של שיסר וקבלת הסכמי זיכיונות למכירת מוצרי הלבשה תחת המותגים Marc O'Polo ו-Lacoste. בנוסף, החברה פועלת להקטנת הסיכונים במערכת הייצור ושרשרת האספקה הגלובלית שלה, על ידי העברת ייצור למזרח אסיה, השקעה במיזמים משותפים (JV), איחוד מפעלים וצמצום הפעילות במצרים. החברה משקיעה משאבים במחלקות עיצוב ופיתוח, תוך התמקדות מתמדת בהתפתחויות מקומיות ועולמיות בענף הלבשה התחתונה, בטעמים של קהל הלקוחות ובפיתוח ועיצוב קולקציות אופנתיות.

החברה הציגה בשנת 2013 מחזור הכנסות גבוה של כ-1.0 מיליארד דולר וגידול מהותי בבסיס ה-EBITDA לכ-86 מיליון דולר, לעומת כ-63 מיליון דולר בשנת 2012 וכ-49 מיליון דולר בשנת 2011. מכירות החברה בשנים 2013 ו-2012 צמחו בכ-19% ובכ-20%, בהתאמה. בנטרול רכישת שיסר בחציון השני של 2012, הצמיחה האורגנית שנרשמה הייתה של כ-9% וכ-6%, בהתאמה. הצמיחה בשנת 2013 באה לידי ביטוי בכל השווקים הגיאוגרפיים מלבד השוק האירופאי, אשר הפגין קיפאון בפעילות. תחזיות של מודי'ס לשנת 2014 צופות חזרה לקצב גידול מכירות חיובי באירופה בתחום ההלבשה.

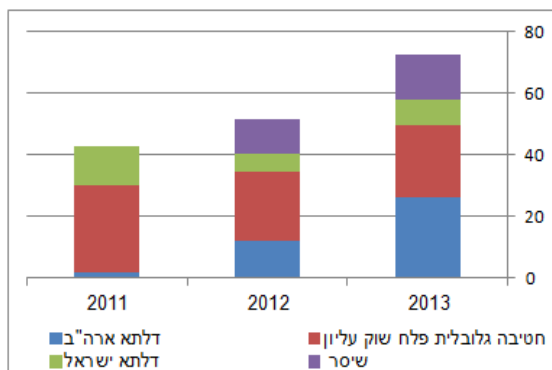
בשנים 2013-2012 החברה פתחה עשרות סניפים חדשים בישראל וגרמניה ובפעילותה בסניפים הקיימים הציגה בשנת 2013 שיעורי גידול נאים במכירות חנויות זהות (SSS). אנו צופים צמיחה משמעותית נוספת בתוצאות בשנת 2014, בין

היתר, על רקע הבשלת פעילות החנויות החדשות, הסכמי הזיכיון החדשים שהתקבלו והרחבת פעילות קיימת מול לקוחות מהותיים, כגון מכירות של המותג Avia לוול-מארט.

השיפור ההדרגתי בשיעורי הרווחיות התפעולית בשנים האחרונות נבע בעיקר מרכישת פעילות שיסר ומשיפור ברווחיות מגזר דלתא ארה"ב, על רקע תהליכי התייעלות של שרשרת האספקה של החברה, צמיחה גבוהה במכירות לוול-מארט ואחרים, הגדלת תמהיל המכירות הממותגות ומחירי כותנה נמוכים יחסית. שיסר מתאפיינת ברווחיות גבוהה ובעונתיות חזקה ומרבית הרווח התפעולי מתרכז באופן מסורתי במהלך החציון השני. מנגד, השחיקה בשיעור הרווח התפעולי בדלתא ישראל נובעת, בין היתר, מקצב פתיחת חנויות גבוה, הגדלת מספר החנויות בקניונים מתוך סך החנויות והתגברות התחרות בתחום. להערכתנו, ההתפתחות המואצת של רשת דלתא בישראל במיקומים מרכזיים, עלולה לעמוד לרועץ לרווחיותה אם תחול האטה כלכלית משמעותית בישראל.

**פיזור עסקי וגיאוגרפי גבוה, אך ריכוזיות גבוהה של הרווח התפעולי ממספר לקוחות מרכזיים**

התפלגות הרווח התפעולי בין מגזרי הפעילות, לפני התאמות, במיליוני דולר<sup>1</sup>:



בשנת 2013, מעל ל-40% מההכנסות נבעו ממגזר דלתא ארה"ב (כ-38% מסך הרווח התפעולי), הכולל מכירות לענקיות קמעונאות אמריקאיות. כ-27% מההכנסות נבעו מחטיבת פלח שוק עליון (כ-34% מהרווח), שפועלת בארה"ב ובאירופה. כ-11% נוספים מהמכירות נבעו מהפעילות בישראל וכ-20% משיסר (שיעור מסך הרווח התפעולי של שני מגזרים אלו דומה לשיעור מסך ההכנסות). שיפור הפיזור בין מגזרי הפעילות השונים נמשך זו השנה השנייה ונתמך בעיקר בשיפור הפעילות מול רשתות השיווק בארה"ב, כמתואר לעיל וכן מגילום שנתי מלא של פעילות שיסר.

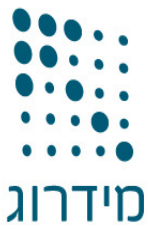
בשנים האחרונות לחברה חשיפה גבוהה למספר לקוחות מרכזיים: Nike בתחום הגרביים, Victoria's Secret בתחום החזיות והלבשה לילית (שניהם תחת מגזר פלח שוק עליון) ורשתות הדיסקאונט Wal-Mart, Marmaxx ו-Target (מגזר דלתא ארה"ב).

החשיפה לשני הלקוחות הגדולים Wal-mart ו-Nike, אשר מהווים ביחד כ-20% מסך ההכנסות, הינה מהותית לרווחיותה של החברה, אך לחברה טרק רקורד טוב של הגדלת פיזור הלקוחות והקטנת התלות בלקוחות מהותיים ורווחיים בעבר, כגון Victoria's Secret.

**סביבה עסקית תחרותית, חסמי כניסה נמוכים יחסית ולקוחות גדולים ודומיננטיים**

הסיכונים האינהרנטיים להם חשופה החברה בענף ההלבשה כוללים: חסמי כניסה נמוכים יחסית ומספר גבוה של מתחרים חזקים ואיכותיים, תלות בקבלני משנה, חשיפה למחירי הסחורות ושכר עבודה והשפעתם על רווחיות וחשיפה לסיכונים האשראי של לקוחות. בין המגמות העיקריות בשנים האחרונות בענף ניתן לציין מעבר לייצור חכם, המתבסס על פיתוח בדים ומוצרים חדשים ומתוחכמים, על חשבון הייצור המסורתי והעברת ייצור לקבלני משנה במזרח הרחוק (סין, תאילנד, סרי לנקה, הודו, בנגלדש ועוד), לצד התייקרות עלות השכר במדינות אלו, בעיקר בסין.

<sup>1</sup> נתוני שיסר לשנת 2012 המוצגים בגרף הינם נתוני פרופורמה לשנה מלאה, בהתבסס על הערכת החברה.



בשנים 2010-2011 הענף סבל מעלייה חדה במחירי חוטי הכותנה, המהווים את חומר הגלם העיקרי של החברה. עלייה זו נגרמה, בין היתר, עקב קיטון ביבולים, אסונות טבע, גידול בצריכה העולמית ופעילות ספקולטיבית. עליית מחיר חומר הגלם פגעה ברווחיות החברה בשנת 2011, בעיקר במגזר דלתא ארה"ב, שם לא צלחה החברה בהעלאת מחירים מהירה מול רשתות הקמעונאות הגדולות. כיום, חשיפתה של החברה לחומר גלם זה ירדה מהותית, עקב הקיטון בחלק היחסי של הפעילות מול רשתות הקמעונאות הגדולות והגדלת הפעילות הממוגנת. על פי תחזיות מודי'ס לשנת 2014, שיעור הרווחיות התפעולית בתחום צפוי להשתפר עקב ציפיות למחירי כותנה יציבים ונמוכים יחסית, התייעלות של החברות ומגמת מיזוגים ורכישות.

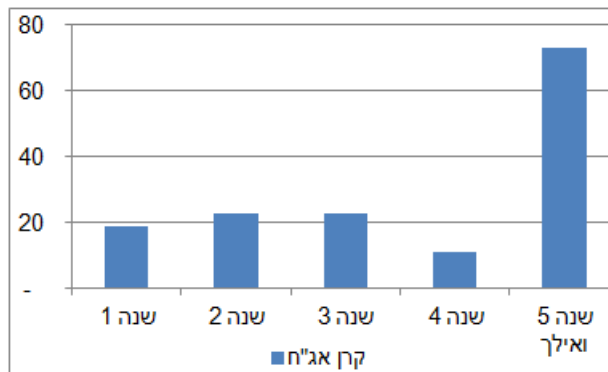
### מינוף מתון ויחסי כיסוי מהירים

נכון ליום 31.12.13 יחס הון עצמי לסך מאזן עמד על כ-49.4%. לאותו המועד, לחברה נכסים בלתי מוחשיים בסכום מהותי של כ-118 מיליון דולר, בעיקר בגין מוניטין. יחס ההון המוחשי לסך מאזן עמד על כ-38.2%. יחס חוב ל-Cap עמד על כ-33.7%. יש לציין, כי לחברה יתרות נזילות גבוהות ויחס חוב נטו ל-cap נטו עומד על כ-16.3% בלבד ליום 31.12.13, ירידה מהותית מיחס של כ-24.2% ליום 31.12.12. חלקו הגדול של החוב הינו חוב אג"ח לטווח ארוך. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, מתואם על פי מתודולוגיית היוון חכירה, עמד על 3.2x ליום 31.12.13, לעומת 3.4x ליום 31.12.12. יחס חוב ברוטו ל-FFO, מתואם להיוון חכירה, ליום 31.12.13, עמד על 4.3x, לעומת 4.8x ליום 31.12.12. חוב פיננסי נטו ללא התאמת חכירה הינו נמוך במיוחד ועומד על כ-0.7x ליום 31.12.13, לעומת כ-1.4x ליום 31.12.12. בתרחיש הבסיס אנו צופים כי החברה תציג שיפור מסוים ביחסי הכיסוי בשנת 2014, כתוצאה מצמיחה נמוכה יחסית ושמירה על רמת רווחיות דומה, תוך הקטנת חוב. להערכתנו, גם בתרחיש של פגיעה מסוימת ברווחיות מלקוחות מרכזיים או שחיקה בהכנסות בשווקים השונים, החברה לא תחרוג מיחס כיסוי חוב ל-EBITDAR של 4.0x. יחס EBIT למימון ברוטו נמצא במגמת שיפור בשנים האחרונות ועומד, נכון ליום 31.12.13, על כ-5.3. היחס הינו גבוה ותואם את דירוגה החזק של החברה.

### נזילות טובה וגמישות פיננסית סבירה

רמת הנזילות של החברה טובה ונסמכת בעיקר על יכולת ייצור מזומנים טובה. הצמיחה בהכנסות בשנים האחרונות, לצד השיפור בשיעור הרווחיות התפעולית, תורגמו לשיפור בתזרים מפעולות (FFO). התזרים מפעולות בשנת 2013 הסתכם בכ-66 מיליון דולר, לעומת תזרים של כ-45 מיליון דולר בשנת 2012. צורכי ההון החוזר התפעולי (לקוחות ומלאי, בניכוי ספקים) הממוצעים של החברה הינם נמוכים יחסית ועומדים על כ-21% מסך המכירות. ימי הלקוחות התקצרו לאחר רכישת פעילות שיסר ל-40 יום. בשנת 2013 ניתן לראות גידול בימי המלאי לעומת שנת 2012 עקב צמיחה בתחומי הפעילות דלתא ארה"ב ודלתא ישראל, המאופיינים ברמת מלאי גבוהה יותר. החברה לא צפויה להשקעות מהותיות ברכוש קבוע בשנה-שנתיים הקרובות, מעבר לגובה הפחת השנתי, סביב 20 מיליון דולר בשנה. עם זאת, אנו מעריכים כי בטווח הבינוני-ארוך החברה תבצע עסקאות רכישה ומיזוגים נוספים, ייתכן שגם בהיקפים כספיים מהותיים. נכון ליום 31.12.13 לדלתא מסגרות אשראי חתומות ממספר גדול של בנקים, בהיקף של כ-232 מיליון דולר, מתוכן ניצלה החברה כ-20% בלבד מהמסגרות. לחברה אין מדיניות מוגדרת לחלוקת דיבידנד. בשנה האחרונה חילקה החברה דיבידנד רבעוני הנע בין 2.5-3.0 מיליון דולר. בשנים האחרונות החברה חילקה בממוצע כ-22% מהרווח הנקי שלה.

**לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 31.12.13, במיליוני דולר\*:**



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי בנקאי לזמן קצר בסך של כ-26 מיליון דולר ליום 31.12.13. הנתונים לעיל מתייחסים לסכומי הקרן שתשולם לבעלי אגרות החוב על פני השנים.

**אופק הדירוג**

**גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור הדירוג:**

- שיפור מהותי בנפח ההכנסות ופיזורן, תוך שמירה על רמת רווחיות גבוהה
- יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDAR (מותאם להיוון חכירה) מתחת ל-2.0x לאורך זמן

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

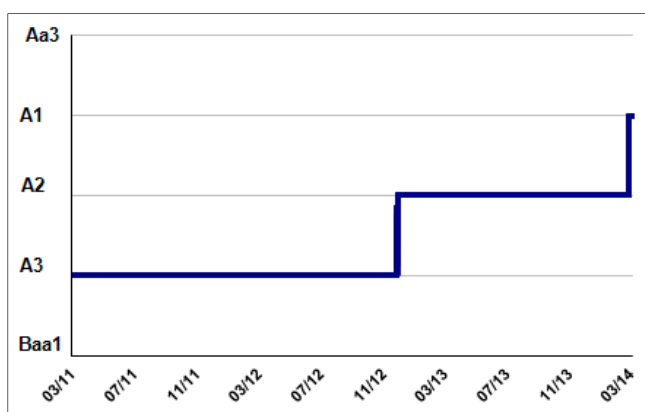
- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDAR (מותאם להיוון חכירה) א4.0x
- הקטנת פעילות מהותית מול לקוחות מובילים במידה שתשפיע באופן מהותי ולאורך זמן על ההכנסות והרווח
- מיזוגים ורכישות שיש בהן להעלות את רמת הסיכון העסקי ו/או את מינוף החברה

**אודות החברה**

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה, גרביים, הלבשת ילדים הלבשת פנאי והלבשת ספורט. הקבוצה משווקת את מוצריה בשלוש דרכים: ייצור עבור מותגים בינלאומיים (Private Label) מובילים כדוגמת, Nike, Hugo Boss, Calvin Klein, Tommy Hilfiger, Triumph, Under Armour, Spanx, Maidenform ועוד ועבור מותגי בית של רשתות קמעונאיות מובילות, דוגמת Wal-Mart, Target, Marks & Spencer, LuLulemon, Ross Stores, Lane Bryant, Odlo, Marmaxx, Kohl's, Victoria's Secret, Tommy, Converse, Kaufhof, Karstadt, Hilfiger ועוד; ייצור ושיווק במסגרת זיכיונות, להם קיבלה החברה רישיון, דוגמת Karen Neuberger, MLB, Kenneth Cole, Wilson, Maidenform, Hilfiger, Keds, Nici, Power Rangers, Paul Frank, Fox, Disney, את: Nike, Puma, ועוד וכן תחת המותגים אשר בבעלותה והכוללים את: "מאצ'טונים", "יודפת", "Comfort", "Punch",

"Touch" ו-"דלתא". בגרמניה מוכרת החברה את מוצריה תחת המותגים: Schiesser, Schiesser Revival ו- Uncover אשר בבעלותה וכן תחת מותג לו קיבלה זיכיון Siedensticker. בגרמניה ובמערב אירופה פועלת שיסר בתחום הקמעונאי דרך רשת חנויות שיסר וכן בתחום הסיטונאי. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל, בגרמניה ובארה"ב, 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-56.3% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה וזאת בהתחשב בהחזקת Sterling Macro בשיעור של 6.4% - קרן המנוהלת ע"י מר דבח. בעל עניין נוסף הינו העיזבון של מר דב לאוטמן ז"ל, המהווה 10.2% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

### היסטוריית דירוג



### דוחות קשורים

[דלתא גליל תעשיות בע"מ - פעולת דירוג, יולי 2013](#)

[דירוג חברות תעשייה ומסחר - דוח מתודולוגי, אוקטובר 2013](#)

[מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים, נובמבר 2010](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מועד הדוח: 30.03.2014



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

סולם דירוג התחייבויות

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

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 שאלה 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](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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 במישורין 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 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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכונתו 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 (Moody's 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.