

# דלתא גליל תעשיות בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2012

**מחבר:**

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

**אנשי קשר:**

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## דלתא גליל תעשיות בע"מ

אופק דירוג: חיובי	A3	דירוג סדרה
-------------------	----	------------

מידרוג מאשרת דירוג A3 באופק דירוג חיובי לאגרות חוב (סדרה ה') בסך של עד 60 מיליון דולר (כ-225 מיליון ש"ח ערך נקוב למועד זה), שמתכוונת לגייס דלתא גליל תעשיות בע"מ ("דלתא" או "החברה"). אגרות החוב (סדרה ה') יישאו מח"מ של כ-6.0 שנים וריבית שקלית, כפי שתקבע. בכוונת החברה לבצע גידור מלא, באמצעות עסקת החלפה, כנגד החשיפה המטבעית בין אגרות החוב השקליות לבין הדולר, שהינו מטבע הפעילות העיקרי. תמורת אגרות החוב מיועדת במלואה לפירעון אשראי בנקאי לזמן קצר. בכוונת החברה להוסיף ולשמור על מסגרות אשראי בנקאיות חתומות בהיקפים הקיימים כיום. בחודש מרץ 2012 אישרה מידרוג מחדש את הדירוג A3 לאגרות החוב שבמחזור (סדרה כ') והציבה אופק דירוג חיובי. לפרטים נוספים ראה דוח מעקב מיום 4.3.2012.

### סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.11 במיליוני דולר	יתרת שנות פרעון קרן האג"ח
כ'	6270110	01/10	*7.0	אין	53.9	2012-2016

\* החברה התקשרה עם תאגיד בנקאי בעסקה להחלפת תזרימי המזומנים השקליים (SWAP) בהתחייבות לתשלום לבעלי אגרות החוב, בתזרים מזומנים דולרי. הריבית שנקבעה בעסקה הינה 6.08%.

*דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 22.03.12. 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.*

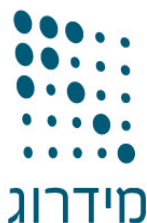
### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במעמדה העסקי המבוסס בענף ההלבשה התחתונה, הנשען על יכולות גבוהות ונרחבות בפיתוח, עיצוב, ייצור ובהפצת מוצרים. החברה חותרת בהצלחה לבסס יתרונות תחרותיים באמצעות פיתוח מוצרים מתקדמים ושיפור מתמיד של היכולות הלוגיסטיות, על מנת לשמר את מעמדה בקרב לקוחותיה. לחברה פיזור שווקים רחב יחסית בצד המוצרים, הלקוחות והמדינות, אשר שופר בשנים האחרונות. לחברה לקוחות גדולים ומובילים בשני תחומי הפעילות העיקריים: רשתות השיווק העממי בארה"ב ובריטניה ופלח השוק העליון בארה"ב ואירופה. לצד זאת, קיימת ריכוזיות לקוחות גבוהה בתרומה להכנסות ולרווח, גורם סיכון משמעותי. מאפייני ענף ההלבשה התחתונה ומעמדה של החברה כקבלן משנה בענף גוזרים גמישות מחיר נמוכה עבור החברה, ובשילוב עם החשיפה הגבוהה למחירי הכותנה, מהווים גורם סיכון נוסף בפעילותה. רשת החנויות של דלתא בישראל ומספר מותגים מקומיים שהיא מחזיקה מהווים רגל תומכת ויציבה בפעילות.

הצבת אופק הדירוג החיובי נובעת משיפור בתוצאות הפעילות של החברה, בעיקר בשנים 2010-2011, שיפור אשר נבע ממהלכים עמוקים של שינוי וארגון מחדש של שרשרת האספקה. כמו כן, החברה שיפרה בשנים האחרונות את הפיזור העסקי. רמת המינוף המתונה ויחסי הכיסוי המהירים יחסית, שהציגה החברה בשנה החולפת, ממתנים, במידת מה, את הסיכונים האינהרנטיים לפעילות, כמפורט לעיל. לחברה נזילות טובה, הנובעת מיתרת מזומנים גבוהה ומסגרות אשראי בנקאיות חתומות בהיקף משמעותי. יש לציין עוד, כי חלוקת הדיבידנד הזהירה של דלתא תומכת בהמשך מאפיינים אלו. יחד עם זאת, הבאנו בחשבון כי היתרות הנזילות הגבוהות נועדו ברובן לשמש בסיס לרכישות ומיזוגים עתידיים.

שמירה על רווחיות דומה ברבעונים הקרובים ועל רמת המינוף המתונה הקיימת צפויה להוביל להעלאת הדירוג.

לדלתא אסטרטגיה לבסס את מעמדה ולבזר את פעילותה באמצעות רכישת מותגים. במסגרת זו, בחנה החברה במהלך שנת 2011 את רכישת פעילות הג'ינסים של ג'ונס גרופ האמריקאית, בהיקף השקעה משמעותי. החברה הודיעה לאחרונה על עצירת המו"מ ללא תוצאות, אולם אנו לא שוללים תרחיש שבו העסקה תעלה על הפרק בשנית, או



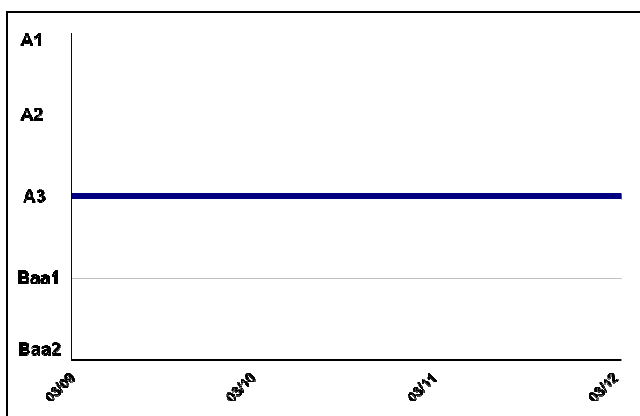
עסקאות אחרות לרכישת מותגים. מבחינה עסקית, רכישה מסוג זה מחזקת את מעמד החברה, אולם גידול במינוף בעקבות הרכישה, במידה שתשנה את רמת הסיכון הפיננסי, עלול להוביל אותנו לבחינה מחדש של אופק הדירוג החיובי.

## אודות החברה

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה וגרביים לנשים, גברים וילדים. הקבוצה משווקת את מוצריה בשלוש דרכים: ייצור עבור מותגים בינלאומיים (Private Label) מובילים, כדוגמת Hugo Boss, Calvin Klein, Tommy Hilfiger, Triumph, ועוד ועבור מותגי בית של רשתות קמעונאיות מובילות דוגמת Wal-Mart, Target, Marks & Spencer, Victoria's Secret, Kohl's, J.C. Penney, Lulu-Lemon ועוד; ייצור ושיווק במסגרת זיכיונות, להם קיבלה החברה רישיון, דוגמת Wilson, Maidenform, Tommy Hilfiger, Converse, Karen Neuberger, MLB, Lucky, Daisy Fuentes, Kenneth Cole ועוד; שיווק בישראל תחת המותגים להם קיבלה זיכיון, הכוללים, בין השאר, את: Nike, Puma, Keds, Nici, Disney ועוד וכן תחת המותגים אשר בבעלותה והכוללים את: "מאצ'טונים", "יודפת", "Comfort", "Punch", "Touch" ו-"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. בעל השליטה בחברה מ-2007 הינו מר אייזיק דבח, המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה. מר דבח מחזיק כ-56.4% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה. בעל מניות עיקרי נוסף הינו מייסד החברה, מר דב לאוטמן, המחזיק כ-10.4% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

3

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

דוח מעקב קודם - [דוח מעקב, מרץ 2012](#)

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

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

מועד הדוח: 26.03.2012

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

	<b>מונחים פיננסיים עיקריים</b>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)
* 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 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](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

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 במישרין 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 צריכים 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 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 (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.