

דלתא גליל תעשיות בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | מרץ 2017

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
i.sigal@midroog.co.il

דלתא גליל תעשיות בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (סדרות א, ב, ה) שהנפיקה דלתא גליל תעשיות בע"מ ("דלתא" או "החברה") וקובעת דירוג זה לאגרות חוב שתנפיק החברה בסך של עד 260 מיליון ₪ ערך נקוב באמצעות סדרה חדשה צמודת דולר. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות 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'
31.12.2021	יציב	A1.il	6270136	ה'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בפרופיל עסקי חזק נוכח היקף פעילות משמעותי, פיזור וגיוון של קווי עסקים על פני קטגוריות שונות בתחום ההלבשה, שווקים גיאוגרפיים וערוצי הפצה שונים. לחברה יכולות גבוהות בפיתוח ועיצוב מוצרים בתחום הטקסטיל ומערך ייצור גלובלי, הכולל פעילות של קבלנות משנה ופעילות ייצור עצמית, התורמים ליתרונותיה התחרותיים ולגמישותה התפעולית. החברה הציגה צמיחה אורגנית לאורך מרבית השנים האחרונות, המתבססת על כניסה לקטגוריות חדשות, הגדלת סל המותגים בבעלות ובזיכיון וצמיחה במכירות חנויות זהות.

מעמדה של דלתא כקבלן משנה של רשתות שיווק גדולות בארה"ב ושל חברות מותג בינלאומיות, מוסיף להערכתנו להוות גורם סיכון בפעילותה. לצד זאת, היקף משמעותי מפעילות החברה נובע ממותגים בבעלות או בזכיינות, מכירות המאופיינות ביציבות ובשיעורי רווחיות גבוהים, יחסית לפעילות המותגים הפרטיים, כאשר החברה חותרת להגדיל נתח זה באמצעות מיזוגים ורכישות. כחלק מאסטרטגיה זו רכשה החברה את פעילות Contemporary Brand Coalition ("CBC") בשנת 2016. מהלך זה, ומיזוגים ורכישות נוספים שנעשו בשנים האחרונות, 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. אנו מעריכים כי שיפור ביצועיה של CBC ושלובה בדלתא מהווים אתגר לא מבוטל עבור דלתא ואיננו צופים כי הפעילות תייצר רווח משמעותי בטווח התחזית. לאורך זמן, גידול בפעילות הממותגת צפוי להערכתנו לתרום למיצוב החברה ולרווחיותה, ולתרום לפיזור העסקי.

סיכון ענף ההלבשה מהווה גורם שלילי בדירוג ומוערך על ידינו כבינוני. הערכתנו לסיכון הענפי נגזרת מצמיחה מתונה בענף, תחרות גבוהה הפוגעת ברווחיות, חשיפה בינונית למחזוריות הכלכלית, עונתיות וחשיפה למחירי הכתנה. המודל המסורתי של רשתות השיווק הגדולות בארה"ב מאתגר בשנים האחרונות מצד מעבר לקוחות לערוצי שיווק אחרים כגון Off-Price, Fast-Fashion ומכירות באינטרנט. בשנת 2016 חנויות הכלבו הגדולות בארה"ב הציגו שחיקה במכירות חנויות זהות בשיעור שבין 5%-1% ושחיקה אף יותר משמעותית ברווח. עונת חגים חלשה אשר הביאה לעודף מלאים והורדת מחירים, המגמות הצרכניות שהוזכרו לעיל והתחזקות הדולר, הביאו לפגיעה בתוצאות החברות הפועלות בענף. התחזיות אשר סיפקו חנויות הכלבו הגדולות לשנת 2017 כוללות המשך שחיקה במכירות חנויות זהות. חברות ההלבשה הגדולות המדורגות ע"י מודיס הציגו גם הן שחיקה ברווח התפעולי בשנת 2016 הנובעת מהגורמים המתוארים להלן, אולם חברות אלו מאופיינות בפעילות מהותית מחוץ לארה"ב, ובפוטנציאל צמיחה בשווקים מתפתחים, אשר תומכים בתחזית מודיס לשיפור בפרמטרים הפיננסיים בשנת 2017.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2017-2018 מעריך סטגנציה במכירות החברה ללא פעילות CBC ולהערכתנו מכירות אלו יסתכמו בשנת 2017 בכ-1.1-1.0 מיליארד דולר. תרחיש הבסיס מבוסס על שחיקה מתונה במכירות החברה בארה"ב אשר תקוזז מצד גידול מתון בהיקף ההכנסות של דלתא ישראל ושיור. רווחיות החברה הינה סבירה יחסית, ומושפעת לטובה בעיקר ממגזר פלח שוק עליון. רווחיות החברה הפגינה יציבות לאורך מספר שנים, בין השאר בזכות גיוון פעילויות ובזכות הגידול במרכיבי המכירות הממוטגות.

להערכתנו, רווחיות מגזר דלתא ארה"ב ודלתא פלח שוק עליון צפויה להישחק בצורה מתונה בשל התחרות הגבוהה והחולשה בשוק האופנה בארה"ב. אנו מניחים כי בשנה-שנתיים הקרובות הרווחיות תושפע לשלילה מפעילות CBC שתניב רווחיות נמוכה ביחס לממוצע בחברה. כך, להערכתנו הרווחיות התפעולית של החברה צפויה לנוע בין 7%-5% בטווח הזמן הקצר והבינוני.

הדירוג נתמך בהערכתנו לרמת הניהול העסקי והפיננסי הגבוהה בדלתא, עמידת החברה בתחזיות לאורך השנים, ניהול פיננסי שמרני, ניטור ובקרה ברמה גבוהה וניסיון מוכח בהטמעה מוצלחת של פעילויות נרכשות. גורמים אלו ממתנים את הסיכון הנובע מאסטרטגיית הרכישות של החברה. אנו מעריכים כי דלתא מוסיפה כל העת לבחון רכישות ומיזוגים אסטרטגיים.

להערכתנו החברה צפויה להמשיך ולייצר תזרים מזומנים חופשי חיובי מתון, זאת בהנחת שמירה על היקף הדיבידנד וירידה צפויה בהיקף ההשקעות ברכוש קבוע בהשוואה לשנה החולפת. לחברה פרופיל פיננסי חזק המתבטא ברמת מינוף מתונה לצד תזרים מזומנים מפעולות חזק ויציב. יחס החוב ל- CAP ליום 31.12.2016 עמד על כ- 42% וצפוי להיוותר ברמה של 43%-40% בטווח התחזיתי, אם כי בטווח הקצר הוא צפוי לעלות בעקבות הגיוס המתוכנן, אך אנו מעריכים כי חלק מתמורת הגיוס תופנה למחזור חובות. יחסי הכיסוי חוב פיננסי ברוטו מתואם ל- EBITDAR וחוב פיננסי ברוטו מתואם ל- FFOR צפויים להערכתנו לעמוד בטווח של 2-3.5 ושל 3-5, בהתאמה, בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחס ה-EBIT להוצאות מימון ברוטו צפוי להוסיף ולנוע בטווח שבין 4.0-5.0, יחס מהיר התורם גם הוא לגמישותה הפיננסית של החברה.

נזילות החברה טובה ונתמכת בעיקר במסגרות אשראי בהיקף מהותי, עומס פרעונות מתון וצפי לעיבוי היתרות הנזילות בעקבות הגיוס המתוכנן. אופק הדירוג היציב נתמך בהערכתנו ליציבות ברמת הרווחיות תוך שמירה על יחסי כיסוי בטווח ההולם את רמת הדירוג.

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

FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016*	
818	975	1,032	1,080	1,179	הכנסות
48	67	71	73	82	רווח תפעולי (לפני הכנסות/הוצאות אחרות)
5.9%	6.9%	6.9%	6.6%	6.8%	% רווח תפעולי
57	43	47	44	52	רווח נקי
63	86	89	93	106	EBITDA
45	63	67	70	73	FFO
48	99	167	168	84	יתרות נזילות
150	169	261	275	285	חוב פיננסי ברוטו מתואם
35.5%	34.8%	44.6%	44.0%	42.8%	חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-Cap
2.3	1.9	2.8	2.9	2.6	חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-EBITDAR
3.2	2.6	3.8	3.8	3.8	חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-FFOR
4.9	5.3	4.7	4.4	5.0	EBIT למימון ברוטו

*החל מאוגוסט 2016 מאחדת החברה את פעילות CBC בדוחותיה הכספיים.

דלתא גליל (מאוחד) - נתונים עיקריים על מגזרי פעילות, במיליוני דולר

FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	הכנסות
340	403	449	491	461	דלתא ארה"ב
292	275	267	288	278	חטיבה גלובלית פלח שוק עליון
90	111	127	126	148	דלתא ישראל
99	194	202	185	196	שיסר
				109	דלתא מותגי פרימיום

FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	רווחי המגזר, נטו*
12	26	27	30	31	דלתא ארה"ב
22	25	21	26	31	חטיבה גלובלית פלח שוק עליון
6	8	8	7	7	דלתא ישראל
12	15	18	14	14	שיסר
				3	דלתא מותגי פרימיום

*רווח תפעולי לפני סעיפים חד פעמיים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני נוכח בידול מוגבל ולחצי מחיר

החברה פועלת בענף ההלבשה העולמי כסיטונאית וכקמעונאית בהתמקדות בקטגוריות ההלבשה הבסיסית. מוצרי החברה כוללים פריטי הלבשה תחתונה, הלבשת פנאי, הלבשת שינה, פריטי "Active Wear", ג'ינס, הלבשה עליונה לנשים וגרביים. הביקושים בענף חשופים להערכתנו במידה בינונית למחזוריות הכלכלית ומושפעים מהיקף הצריכה הפרטית. פעילותה של דלתא בקטגוריות בסיסיות יחסית של ענף ההלבשה מהווה גורם ממתן בפני תנודתיות ביקושים הנובעת ממחזוריות כלכלית.

לחצי המחיר על יצרניות ההלבשה גבוהים באופן אינהרנטי, בין השאר נוכח בידול נמוך בחלק מהקטגוריות, לחצים תחרותיים מצד הקמעונאיות, נאמנות לקוחות שאינה גבוהה וצמיחה במכירות המקוונות - כל אלו יוצרים סביבה עסקית תחרותית מאוד. מחירי הכותנה הנמוכים יחסית לוחצים גם הם כלפי מטה את מחירי המכירה הסיטונאיים. בשנה האחרונה חלה עלייה במחירי הכותנה אך אלו נשמרו ברמה נמוכה יחסית, ביחס לשיא שנרשם בתחילת שנת 2011 והעלייה לוותה בעלייה במחירים הקמעונאיים. עליות נוספות במחיר הכותנה עשויות שלא להיות מלוות בעליות מחירים נוכח הסביבה הצרכנית המתגרת, ועשויות להביא לשחיקה במרווח הסיטונאי. המודל המסורתי של רשתות השיווק הגדולות מאתגר בשנים האחרונות מצד מעבר לקוחות לערוצי שיווק אחרים כגון Fast-Fashion, Off-Price ומכירות באינטרנט. תמורות אלו פגעו בבידול המוצרים בענף והביאו להתגברות התחרות ולירידה במחירים. על פי נתוני מודיס¹, שיעור המנפיקים המדרגים בענף ההלבשה והקמעונאות בארה"ב, המצויים במצוקה פיננסית נמצא בשיאו מאז המשבר הכלכלי העולמי של 2008. בנוסף, על פי מודיס², בשנת 2016 חנויות הכלבו הגדולות בארה"ב הציגו שחיקה במכירות חנויות זהות בשיעור שבין 5%-1% ושחיקה אף יותר משמעותית ברווח. עונת חגים חלשה אשר הביאה לעודף מלאים והורדת מחירים, המגמות הצרכניות שהוזכרו לעיל והתחזקות הדולר, הביאו לפגיעה בתוצאות החברות האמריקאיות הפועלות בענף. התחזיות אשר סיפקו חנויות הכלבו הגדולות לשנת 2017 כוללות המשך שחיקה במכירות חנויות זהות.

לחצים תחרותיים מפוצים חלקית מצד פיזור עסקי רחב יחסית

המיוצב העסקי של החברה מושפע לחיוב מהיקף פעילות גבוה יחסית, עם הכנסות של כ-1.18 מיליארד דולר בשנת 2016, ומפיזור פעילויות על פני מספר יבשות, קווי מוצרים וערוצי שיווק. הכנסות החברה ורווחיה נובעים בעיקר ממכירות סיטונאיות (כ-80% מהמכירות בשנת 2016) של מותגים בבעלותה, מותגים בזיכיון ופעילות מותג פרטי (פרייבט לייבל). על לקוחות החברה בפעילות הסיטונאית נמנות רשתות חנויות כלבו גדולות ומותגי הלבשה בינלאומיים, הפועלים במספר יבשות וגוזרים לחברה פיזור גיאוגרפי רחב. בד בבד, פעילותה של החברה כסיטונאית וקבלנית משנה עבור לקוחות גדולים מגבירה את לחצי המחיר ופוגעת במעמדה התחרותי, תוך שהחברה נדרשת כל העת לייעל את מערכי הייצור ואת שרשרת האספקה. מעל מחצית מהכנסות החברה נובעות ממכירות מותגים בבעלות או בזכיינות, אולם החברה נעדרת מותג מהותי חזק בבעלות בפעילותה בארה"ב (אשר תרמה כ-55% מסך ההכנסות בשנת 2016). אסטרטגיית החברה להגדיל את תמהיל ההכנסות ממותגים בבעלותה, לצד התמקדות בייצור של פרטי הלבשה בטכנולוגיה מתקדמת, מהווים גורמים חיוביים הממתנים את הסיכון ותורמים לאורך זמן לשיפור הרווחיות.

לדלתא חשיפה מהותית לשני לקוחות גדולים Wal-Mart (וול-מארט) ו-NIKE (נייקי), אשר משפיעה לשלילה על פרופיל סיכון האשראי שלה. על פי נתוני החברה, בשנת 2016 חלה ירידה של כ-37 מיליון דולר (20%) במכירות וול-מארט, אשר נבעה בחלקה ממדיניות וול-מארט לצמצום שטחי המדף לצורך הרחבת המעברים בחנויות הרשת ובחלקה מלחצי מחיר ומהפסד השקות מוצרים חדשים למתחרים. להערכתנו, הקשרים ארוכי השנים של החברה עם לקוחותיה המרכזיים והגדלת מגוון קטגוריות המוצר מול וול-מארט ונייקי מהווים גורם הממתן במעט את סיכון הריכוזיות. החברה פעלה בשנים האחרונות להקטין את ריכוזיות הלקוחות ואנו מעריכים כי הדבר יוסיף להוות נדבך במדיניותה.

¹ Moody's Investors Service - Distressed Retail and Apparel Companies Are on the Rise. Who's Next?, February 27th, 2017

² Moody's Investors Service - Disappointing 2016 Holiday Prompts Revisiting of Store Footprints, February 24th, 2017

בנטרול עסקת CBC, רשמה דלתא בשנת 2016 ירידה של כ-2.0% בסך המכירות (לעומת עלייה של כ-5% בשנת 2015), שנבעה מירידה חדה במכירות לוול-מארט כנזכר לעיל, ומהחולשה הכללית בענף ההלבשה בארה"ב. אלו מותנו בחלקן מצד צמיחה חזקה יחסית במכירות שיסר ובמכירות דלתא ישראל, כתוצאה מהרחבת המותגים וערוצי ההפצה. בחמש השנים האחרונות חלה צמיחה במכירות חנויות זהות בישראל ובגרמניה נוכח כניסת החברה לתחומי פעילות חדשים כדוגמת הלבשת ספורט והשקת מותגים חדשים אשר תרמו לצמיחה. תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2017-2018 מעריך סטגנציה במכירות החברה ללא פעילות CBC, ולהערכתנו מכירות אלו יסתכמו בשנת 2017 בכ-1.1-1 מיליארד דולר. תרחיש הבסיס מבוסס על שחיקה מתונה במכירות החברה בארה"ב אשר תקוזז מצד גידול מתון בהיקף ההכנסות של דלתא ישראל ושיסר. אנו מעריכים כי חולשת שוק האופנה בארה"ב ורמת התחרות הגבוהה בשוק זה תימשך בטווח התחזית ותביא לשחיקה מתונה במכירות החברה לוול-מארט וללקוחות גדולים אחרים. מכירות דלתא ישראל ושיסר צפויות להראות צמיחה מתונה, תוך שאנו מניחים כי פעילויות אלו חשופות במידה נמוכה יותר למגמות צרכניות שליליות אשר משפיעות על שווקי האופנה.

בהתאם לאסטרטגיה ארוכת טווח להרחיב את השיווק של מוצרים ממותגים ככלל ושל מותגים בבעלותה בפרט, בשנת 2016 רכשה החברה את פעילות חטיבת CBC (מגזר דלתא מותגי פרימיום) מידי V.F. Corporation וזאת תמורת כ-119 מיליון דולר. פעילות CBC כוללת בעיקר את מותג הפרימיום בתחום הג'ינסים "7 For All Mankind" וכן המותגים Ella Moss ו-Splendid. על פי נתוני פרופורמה שהציגה דלתא, פעילות זו (שאוחדה לראשונה למאזני החברה באוגוסט 2016) רשמה בשנת 2016 כולה מכירות של כ-300 מיליון דולר, שהיוו ירידה של כ-13% לעומת השנה הקודמת. תכנית החברה לשנתיים הקרובות הינה לשפר את תמהיל המוצרים של המותגים שנרכשו וכן לייעל את מבנה הפעילות ואת פונקציית ההוצאות. לדלתא ניסיון חיובי בהטמעת מיזוגים ורכישות בליבת העסקים, ואנו מעריכים כי גם ניסיונה בתחום פעילות זה בארה"ב עשוי לסייע בכך, אולם להערכתנו הדבר מהווה אתגר לא מבוטל ואיננו מניחים תרומה תזרימית משמעותית מהפעילות הנרכשת בטווח התחזית.

רווחיות סבירה ביחס לדירוג אשר מאופיינת ביציבות יחסית נוכח פיזור הפעילויות

בחמש השנים האחרונות שמרה החברת על שיעור רווחיות תפעולית יציב יחסית בטווח שבין 6%-7%, וזאת במידה רבה בשל פיזור הפעילויות שפיצה על התנודתיות במגזרים השונים וכן בשל הגדלה עקבית בהיקף הפעילות הממוגנת המאופיינת ברמת רווחיות גבוהה יחסית. מגמה זו ניכרה גם בשנת 2016, כאשר החברה שיפרה את הרווחיות (בנטרול איחוד לראשונה של CBC) למרות הירידה בהכנסות מוול-מארט, שיפור אשר הושג גם בזכות המשך התייעלות במפעלי הייצור. בתוך כך ניכרת ירידה מתמשכת ברווחיות מגזר דלתא ישראל, שנובעת מהרחבת הרשת והשקת מותגים חדשים, ומרמת תחרות גבוהה מאוד. בתחום הסיטונאי המהווה את עיקר מכירות החברה, נתונה דלתא ללחצי מחירים תמידיים הנובעים מהמגמות הענפיות שהוזכרו לעיל ומגמישות מחיר נמוכה יחסית. למרות זאת, להערכתנו, פעילות החברה בקטגוריות צומחות (כגון Active Wear), סל מוצרים המאופיין בחדשנות טכנולוגית, התייעלות בייצור, ואסטרטגיית החברה להגדלת נתח הפעילות הממוגנת, כל אלו ממתנים במידת מה את הסיכון הענפי ותורמים לרווחיות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, הרווחיות התפעולית של החברה צפויה לנוע בין 5%-7% בשנים 2017-2018. להערכתנו, הרווחיות התפעולית תושפע לשלילה מפעילות CBC אשר אנו מניחים כי תוסיף להניב רווחיות תפעולית נמוכה בשנתיים הקרובות, ביחס לרווחיות הממוצעת בדלתא וכן ומגידול צפוי בעלויות השכר והשכירות. הרווחיות התפעולית תיתמך מרווחיות גבוהה בפעילות המותג P.J. Salvage, ומהגדלת תפוקה ושיפורים תפעוליים נוספים בפעילות המפעלים שבבעלות החברה. לחברה חשיפה למחיר הכותנה, חומר הגלם המרכזי המשמש בייצור, ולשערי החליפין של השקל והאירו לעומת הדולר. בשנת 2016 העלייה במחירי הכותנה והשינויים בשערי החליפין לא השפיעו בצורה מהותית על תוצאות החברה, ומחירי הכותנה נותרו נמוכים ביחס לשיא שנרשם בשנת 2011. הירידה האחרונה בשער החליפין של האירו מול הדולר עשויה לפגוע בתוצאות החברה ושוקללה בתרחיש הבסיס שלנו.

רמת המינוף צפויה להיותר הולמת לדירוג ותזרים תפעולי חזק יוסיף לתמוך ביחסי כסוי מהירים

החוב הפיננסי של החברה גדל במהלך השנים האחרונות, ושימש את החברה למימון מיזוגים ורכישות, הגדולה שבהן הייתה רכישת CBC בתמורה לכ- 119 מיליון דולר במהלך 2016. יחס חוב ל-CAP עומד נכון ליום 31.12.2016 על כ-42%, והוא צפוי לגדול כתוצאה מהנפקת אג"ח בהיקף של כ- 260 מיליון ש"ח (כ-70 מיליון דולר) לרמה של כ-48% לפחות בטווח הקצר. אנו מניחים כי חלק מתמורת הגיוס יופנה לפירעונות חוב הצפויים בשנים הקרובות ומצפים לירידה ברמת המינוף לטווח של 40%-43%. עם זאת בטווח הקצר, חלק גדול מתמורת הגיוס יופנה להערכתנו לעיבוי היתרות הנזילות ועשוי בעתיד להוות בסיס לרכישות ומיזוגים נוספים. בשנת 2017 איננו צופים תזרים חופשי בהיקף מהותי, במידה שתתמוך בקיטון החוב, נוכח היקף השקעות לא מבוטל, אם כי נמוך מהסכום שהושקע בשנה החולפת (43 מיליון דולר) ונוכח הערכתנו לחלוקת דיבידנד בהיקף של כ- 15 מיליון דולר.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2017-2018 מעריך EBITDA בטווח של 100-110 מיליון דולר ומקורות מפעולות (FFO) שיסתכמו בכ-75-65 מיליון דולר. תזרימי מזומנים אלו יתמכו ביחסי כסוי אשר צפויים לנוע סביב חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-EBITDAR וחוב פיננסי ברוטו מתואם ל-FFOR של 2-3.5 ושל 3-5, בהתאמה, בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחס EBIT להוצאות מימון ברוטו של החברה צפוי להערכתנו להישמר בטווח של 4.0-5.0, בהתאם לממוצע תלת שנתי.

נזילות וגמישות פיננסית גבוהות צפויות לתמוך במיזוגים ורכישות עתידיים

ליום ה-31.12.2016 לחברה יתרות נזילות של כ- 84 מיליון דולר וכן מסגרות אשראי מחייבות ולא מנוצלות בהיקף של כ-188 מיליון דולר התומכות בנזילותה. כאמור לעיל, מהלך הגיוס המתוכנן צפוי גם הוא לתרום לעיבוי היתרות הנזילות. לצד זאת אנו מעריכים ירידה בהיקף ההשקעות ההוניות בשנה הקרובה, בהשוואה להיקף ההשקעות הגבוה שנצפה בשנת 2016, וזאת נוכח ביצוע מרבית ההשקעות במפעל החדש בוויטנאם והשלמת ההשקעה במשרדי החברה החדשים בקיסריה. להערכתנו החברה תחלק דיבידנד בהיקף של 14-15 מיליון דולר בשנה וזאת ברמה דומה להיקף הדיבידנד השנתי שחולק בשנים האחרונות. על בסיס הנחות אלו, אנו מעריכים תזרים מזומנים חופשי חיובי מתון, וקיטון בחוב בעיקר מתוך יתרות המזומנים, וזאת גם כתלות בצרכי הרכישות והמיזוגים, בהתאם למדיניות החברה. לחברה גמישות פיננסית גבוהה והיא נשענת על יכולת ייצור מזומנים טובה, צרכי פירעון מתונים, מסגרות אשראי חתומות ובלתי-מנוצלות בהיקף משמעותי, רמת מינוף מתונה, ומרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות. בנוסף לחברה נכס נדל"ן בארה"ב אשר כוונתה למכור בטווח התחזית ואשר מוסיף לגמישותה הפיננסית.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בתמהיל ההכנסות בדגש על הגדלת תמהיל הפעילות הרווחית והיציבה
- יחס כסוי חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-EBITDAR מתחת ל-2.0x לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

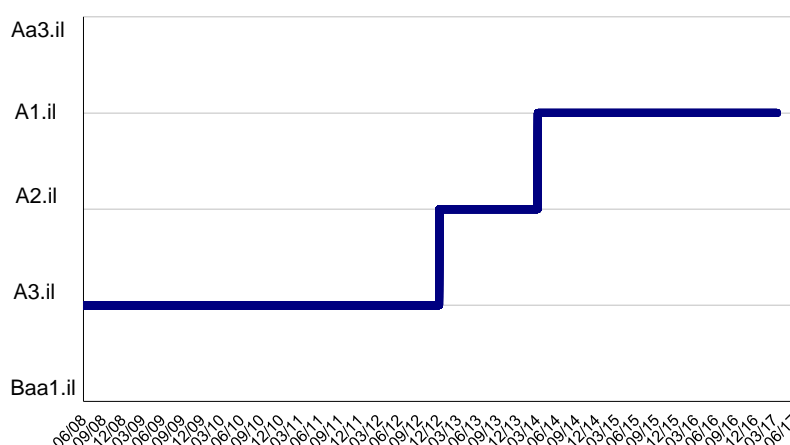
- חריגה לאורך זמן מיחס כסוי חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-4.0x EBITDAR
- מיזוגים ורכישות שיש בהן להעלות את רמת הסיכון העסקי ו/או את מינוף החברה

אודות החברה

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה, גרביים, הלבשת ילדים, הלבשת פנאי והלבשת Active Wear. כמו כן, בעקבות רכישת פעילות חטיבת ה-"Contemporary Brand Coalition" של V.F. Corporation, עוסקת הקבוצה בפיתוח, עיצוב, שיווק, הפצה ומכירה של מוצרים ממותגים בקטגוריית הג'ינס והלבשה עליונה ומוצרים נלווים לנשים. על לקוחותיה של הקבוצה נמנות בין השאר רשתות קמעונאיות מובילות כגון Target, Nordstrom, Marmaxx, Wal-Mart ועוד, ומותגים מובילים כמו Nike, Calvin Klein, Tommy Hilfiger ועוד. החברה מוכרת את מוצריה תחת מותגים בזיכיון ומותגים

בבעלות וכחלק מפעילות Private Label. בישראל פועלת החברה בתחום הקמעונאי תחת רשת חנויות "דלתא" המוכרת מותגים בבעלות (כדוגמת המותג דלתא) ובזיכיון וכן בתחום הסיטונאי. במערב אירופה (בעיקר בגרמניה) מוכרת החברה באמצעות שיסר, את מוצריה תחת מותגים בבעלות ובזיכיון. שיסר פועלת בתחום הקמעונאי דרך רשת חנויות שיסר וכן בתחום הסיטונאי. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל, בגרמניה, בשווייץ ובארה"ב, בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר בקבלנות משנה ובמפעליה של הקבוצה במזרח התיכון, מזרח אירופה, מרכז אמריקה ובמזרח הרחוק. בעל השליטה בחברה הינו מר אייזיק דבח, המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה. מר דבח מחזיק כ-54.07% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה 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 16](#)
- [דירוג חברות תעשייה יצרנית - דוח מתודולוגי, דצמבר 2015](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

12/03/2017	תאריך דוח הדירוג:
31/03/2016	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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 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.

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

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

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים 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 סיכונים 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 סיכונים 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 צריכים 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 שבכונותו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו 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 כתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים 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 מודיט'ס (להלן: "מודיט'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיט'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודיט'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 עובדות ועדת הדירוג שלה.