החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ

10.4.2000

הודעה לעיתונות

חברת מעלות מודיעה בזאת על העלאת דירוג לאגרות החוב סדרה 1 של דלתא גליל תעשיות בע"מ מ (-A) ל (A).

במקביל פרסמה מעלות את תמצית השיקולים העיקריים .

כתובתנו באינטרנט WWW: MAALOT.CO.IL

החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ

תמצית שיקולים עיקריים

דלתא גליל תעשיות בע"מ

ד י ר ו ג

סדרה 1 **A**

ה א נ ל י ס ט ל ח ב ר ה

ענת אשכנזי
גל טננבאום

אפריל 2000

דירוגי מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר מעלות מאמינה כי הינם מהימנים. מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות.

אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני.

אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

כל הזכויות שמורות למעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת מעלות, למעט ציטוט לצרכים מקצועיים בלבד, תוך ציון המקור.

1. אג"ח במחזור

סדרה	יתרה ל 12.99 באי ש"ח כולל חלויות	הצמדה	שיעור ריבית	תקופת פירעון	דירוג
א'	14,436	לישי"ט	7%	2000-2002	A

2. סיכום החלטה להעלאת דירוג

להערכת מעלות ענף הטקסטיל וההלבשה מאופיין בתחרות גבוהה, תנודתיות ושינויי אופנה והינו בעל רגישות גבוהה לתהליכים מקרו כלכליים. מרבית דירוגי חברות הטקסטיל הגדולות בעולם, כפי שמדורגות ע"י Standard & Poor's הינם בקבוצת ה BB וה BBB. להערכת מעלות, בענף זה קיימת חשיבות רבה ליכולת מוכחת של ההנהלה להתגבר על התחרות הקשה ועל שינויי האפנה.
להערכת מעלות, בנוסף לסיכונים הענפיים קיים סיכון בחברה הנובע מהתלות המשמעותית ב Marks & Spencer אשר הינו לקוח מהותי בפעילות החברה. להערכת מעלות, תלות זו תורמת להגדלת הסיכון העסקי בחברה. עם זאת, להערכת מעלות, להנהלת החברה ערך מוסף גבוה אשר בא לידי ביטוי בנקיטת צעדים אסטרטגיים מתאימים הן בייצור והן בשיווק ובהתייעלות מתמשכת ועמידה בקצב שינויי האפנה. בפעילות זו מצליחה ההנהלה, לאורך מספר שנים, להציג תוצאות כספיות טובות וזאת למרות הסיכונים הקיימים בענף. להערכת מעלות, האסטרטגיה בה נוקטת החברה והשיפור בתוצאות הכספיות תורמים לשיפור בכושר ההחזר שלה ולפיכך להעלאת דירוג החברה מ -**A** ל **A**.

3. שיקולים עיקריים לדירוג

סיכון ענפי

להערכת מעלות ענף הטקסטיל וההלבשה מאופיין בתחרות גבוהה, תנודתיות ושינויי אופנה. הענף הינו עתיר עבודה ובעל רגישות גבוהה לתהליכים מקרו כלכליים ומתאפיין בחסמי כניסה נמוכים יחסית. ההשקעות הנדרשות נמוכות יחסית ואין צורך בהכשרה מיוחדת של העובדים או בידע ייחודי על מנת לייצר בענף זה למעט שימוש בטכנולוגיות מתקדמות כדוגמת ה- Seamfree הדורשות ידע טכנולוגי רחב. ידע וניסיון הנצברים בחברה לאורך שנים עשויים לסייע לה ולהעניק לה יתרון על פני מתחרים הן ברמת טיב המוצר והן בעלותו. להערכת מעלות, בענף זה קיימת חשיבות רבה למוניטין החברה בנוגע ליכולת עיצוב מוצרים ואספקת תוצרת איכותית במחירים נמוכים יחסית תוך עמידה בלוחות זמנים הנקבעים עם הלקוח.
בענף הטקסטיל הונהגו במשך שנים רבות מכסות ומסי יבוא על מנת לעודד יצור מקומי. מגבלות אלו הוטלו במיוחד על מדינות בעלות רמות מחירים נמוכות המהוות את עיקר האיום על תוצרתן המקומית של מדינות צפון אמריקה ומערב אירופה. בשנת 1994 נחתם הסכם ה- ATC לפיו יוסרו מגבלות אלו בהדרגתיות במשך 10 שנים עד לביטולם המוחלט ב- 2005. על מנת להתמודד עם

הסרת המכסים, העונתיות והתחרות מצד יצרנים בעלי עלות עבודה נמוכה, העתיקו רבים מיצרני הטקסטיל את מפעליהם לאזורים המאופיינים ברמות מחירים נמוכות יותר.
בשנים האחרונות חל שינוי בטעמי הצרכנים. הצרכנים מעדיפים תוצרת איכותית במחיר נוח ומעבר ללבוש פשוט ונוח יותר שבדרך כלל הינו גם זול יותר. שינוי זה בא לידי ביטוי ברכישה מוגברת בחנויות הנחה ובהמתנה לתקופה של הוזלת מחירים ומבצעים. כתוצאה משינוי הטעמים חלה ירידה במחירי המכירה בשנים האחרונות. המשך המגמה הנ"ל עשוי לפגוע ברווחיות חברות שלא תיערכנה בהתאם ע"י הקטנת עלויות וע"י שינוי האסטרטגיה השיווקית (התמקדות במוצרים בעלי שולי רווח גבוהים יותר). שינוי הטעמים בא לידי ביטוי גם בגידול בהיקף המכירות של מותגים פרטיים הנמכרים לרוב במחירים נמוכים או ממוצעים. מכירת מותגים פרטיים עשויה להניב שולי רווח גבוהים יותר בעיקר בשל הוצאות הפרסום והשיווק הנמוכות. לדברי הנהלת החברה, בשנים האחרונות חלה מגמת מעבר למותגים מוכרים ויוקרתיים בתחום ההלבשה התחתונה. להערכת מעלות, החרפת התחרות בענף והצורך בהתייעלות יביאו לתהליך של מיזוגים ורכישות בענף, המשך צמצום בכח אדם, והעתקת מוקדי ייצור למדינות זולות יותר. להערכת מעלות, התחרות היום הינה ממוקדת מחיר, איכות ושירות. כלומר, ביקוש למוצרים זולים ואיכותיים מחברות היכולות לספק שירות אמין ואיכותי.
לאחרונה התקבלה החלטה על העלאת שכר המינימום בכ 6%. להערכת מעלות, בשל העובדה שמרבית המועסקים בענף זה בישראל מועסקים בשכר מינימום, החלטה זו תגדיל את עלות העבודה בענף ותפגע במידה מסוימת ברווחיות החברות הפועלות בענף. להערכת מעלות החלטה על העלאה נוספת בשכר המינימום עשויה לגרום להעברת נוספת של מפעלים למדינות שכנות בהן שכר העבודה נמוך ולצמצום כח האדם המקומי.

<u>סיכון עסקי</u>

- דלתא כיום הינה אחת מיצרניות המותגים הפרטיים הבולטות בארץ ובעולם. בין לקוחותיה נמנות חברות קמעונאיות מהמובילות בעולם בתחומי ההלבשה, מרביתן ממוצבות במיצוב בינוני עד גבוה. להערכת מעלות, דלתא נהנית מפריסה ונוכחות טובה באירופה בהשוואה למיצובה בשווקים בצפון אמריקה. להערכת מעלות, החברה פועלת לשיפור נוכחותה בשווקים בצפון אמריקה ולשם כך בכוונתה לרכוש חברות באיזור זה. להערכת מעלות, החברה נהנית ממוניטין חיובי הן באיכות תוצרתה והן באמינות השירות והיכולת העיצובית בנישת המותגים הפרטיים בה היא פועלת. להערכת מעלות, מוניטין זה בא לידי ביטוי בהתקשרויות עם לקוחות מהשורה הראשונה של חברות ההלבשה בעולם. להערכת מעלות, קיים איום של תחרות מצד יצרנים בעלי עלויות נמוכות כגון יצרנים ממזרח אסיה. עם זאת, הנישה בה פועלת החברה הינה בעלת חסמי כניסה גבוהים יותר בשל הצורך באמינות, יכולת גימור גבוהה וכושר שירות מהיר.
- החברה נהנית מהסכמי סחר של מדינת ישראל עם האיחוד האירופי ועם ארה"ב ומהסכמי הסחר של מצרים וירדן עם הקהילה האירופית. הסכמים אלו מאפשרים לחברה למכור את מוצריה ללא הגבלת כמות ובלא שיוטל עליהם מכס או היטל אחר. יתרון יחסי זה צפוי להתבטל בשנת 2005 עת תתבטל שיטת המכסות שהגבילה ייבוא ממדינות מתפתחות לאירופה.

- מרבית מכירות החברה מיועדות לשוק הבריטי ורובן המכריע מיועד ללקוח אחד- Marks & Spencer (להלן: M&S) אשר המכירות אליו היוו בשנת 99 כ- 53% ממכירות החברה. החברה מספקת מוצרים למחלקות שונות ב- M&S הכוללות: הלבשה תחתונה לגברים ולנשים, גרביים, בגדי תינוקות, הלבשה לשעות הפנאי, חולצות ופיג'מות. להערכת מעלות, העובדה שלחברה מערכת יחסי עבודה של כ- 20 שנה עם M&S מקטינה במידה מסוימת את התלות בלקוח זה. בנוסף, לדברי הנהלת החברה, לאור תהליכי ההתייעלות שעוברת M&S לאחרונה, התקבלה החלטה שדלתא הינה ספק אסטרטגי והיא נמנית עם 5 הספקים הגדולים לרשת. בין החברה ו- M&S אין הסכמים פורמליים אלא חוזי אספקה עונתיים Back To Back. להערכת מעלות, אופי החוזים הנ"ל אינו חריג בענף הטקסטיל. בסוף שנת 98 נקלעה M&S למשבר אשר בא לידי ביטוי בירידה בהכנסותיה ורווחיותה. בעקבות המשבר אליו נקלעה M&S והחשש לפגיעה במעמדה המוביל בשוק הבריטי, הורידה Standard & Poor's את דירוגה מ AAA ל AA. למרות זאת, מציינת Standard & Poor's כי הפרופיל הפיננסי שלה עדיין טוב ושמרני ולאחר ביצוע רה-ארגון ותהליכי התייעלות צפויים הנתונים הפיננסיים להשתפר. במהלך 99 החלה M&S בצעדי רה-ארגון והתייעלות אשר טרם הסתיימו. צעדים אלה כוללים, בין היתר, שינוי ניהולי, מיצוב שונה של החנויות ברשת, קבלת תשלום מלקוחות בכרטיסי אשראי, השקת אתר באינטרנט בו יהיה ניתן לרכוש את חלק ממוצריה והתייעלות בתחומי הקניינות. ייעול מערך הרכישות כלל הפסקת עבודה עם חלק מהספקים וחיזוק הקשר עם ספקים שהוגדרו כאסטרטגיים. בשנת 99 , בין היתר בשל בחירת דלתא כספק אסטרטגי, גדלו מכירות החברה ללקוח זה כתוצאה מהוספת קטגוריות בתחום המוצרים הסרוגים וכתוצאה מצמצום מס' הספקים בקטגוריות אחרות והרחבת הפעילות עם דלתא. להערכת מעלות, לחברה תלות ב- M&S ולמרות מאמצי השיווק של החברה ללקוחות אחרים וקניית החברה הקנדית, צפויות מכירות החברה ל- M&S להמשיך ולגדול בעתיד הקרוב בשל כוונת M&S להגדיל את חלק הייבוא בסל המוצרים המשווק על ידו ובשל בחירתו בדלתא כספק עיקרי. להערכת מעלות, למרות הסיכוי בהגדלת הפעילות עם לקוח זה עדיין קיים סיכון הנובע מעצם התלות בלקוח אחד אשר הינו מהותי לפעילות החברה.

<u>ניהול ואסטרטגיה</u>

בשנים האחרונות ממשיכה הנהלת החברה את פעולות ההתייעלות. החברה פועלת להרחבת בסיס הלקוחות תוך הידוק הקשר עם הלקוחות הקיימים ופועלת ליישום והטמעת טכנולוגיות מתקדמות. אסטרטגית החברה היא התמקדות בפעילויות רווחיות כגון הלבשה תחתונה לנשים והגדלת מכירותיה בתחום זה. החברה מעוניינת להרחיב את פעילותה עם Marks & Spencer בין היתר ע"י הגדלת מכירות בתחומים קיימים. לדברי הנהלת החברה, אסטרטגיה זו נתמכת ע"י M&S ונעשית בתיאום איתה. בנוסף, לדברי הנהלת החברה תפעל להעתקת פעילויות ייצור נוספות לחו"ל. להערכת מעלות, אסטרטגיה זו של התמקדות בקווי מוצרים בעלי רווחיות גבוהה תוך הקטנת עלויות וטיפוח הקשר עם הלקוחות עשויה לתרום לחיזוק מעמדה של דלתא בקרב לקוחותיה ולאיתנותה הפיננסית. להערכת מעלות, החברה צפויה להתרחב ולהתמודד עם התחרות

הגוברת בענף בין היתר ע"י רכישת חברות או פעילויות. להערכת מעלות, הצלחתה של דלתא, הבאה לידי ביטוי בתוצאותיה הכספיות, חרף התחרות הקשה בענף סביב מחיר ואיכות מצביעה על הערך המוסף של הניהול בחברה.

<u>סיכון פיננסי</u>

הכנסות ורווחיות: בשנת 99 חל גידול של כ- 215.4 מ' ש"ח בהכנסות החברה אשר הסתכמו בכ 1,475 מ' ש"ח. הגידול במכירות נבע בעיקר מגידול במכירות בצפון אמריקה ובבריטניה. ניכרת מגמת שיפור ברווחיות הגולמית והתפעולית של החברה. בשנת 99 הגיע שיעור הרווח הגולמי לכ 23% בהשוואה לכ 22% בשנת 98 ו 21% בשנת 97 ושיעור הרווח התפעולי עלה מ 8% לכ 10%. שיפור זה הינו תוצאה של העברת פעילות עתירת עבודה למוקדי יצור זולים והוזלת עלות העבודה כתוצאה מכך, הגדלת נתח מוצרי הנשים המאופיינים ברווחיות גבוהה יותר, ירידת מחירי חו"ג, וגידול נמוך יחסית בהיקף הוצ' מכירה הנהלה וכלליות בהשוואה לגידול במכירות. בשנת 99 רשמה החברה רווח לפני מס של כ- 8.9 מליון ש"ח ממכירת חברה כלולה (מגבות ערד) והפסד הון של קרוב ל 2 מליון ש"ח ממכירת רכוש קבוע. בניטרול רווחי ההון הסתכם שיעור הרווח לפני מס בכ 8.9% בהשוואה ל 9.5% כולל רווח ההון. להערכת מעלות, שיעורי הרווחיות של החברה טובים בהשוואה לחברות אחרות הפועלות בתחומים דומים בארץ ובארה"ב. שיעורי הרווחיות של החברה דומים לשיעורי הרווחיות של מתחרתה הישראלית, תפרון.

איתנות: בשנת 99 הגיע שיעור ההון העצמי של החברה לכ 55% מסך המאזן בהשוואה ל 50% בשנת 98. הגידול נבע הן מהגידול ברווחי החברה והן מהנפקת הון מניות בבורסת הנאסד"ק בתחילת 99. חלה ירידה מתמשכת בהיקף החוב הפיננסי ובשיעורו מסך המאזן, שהגיע בשנת 99 לכ 116 מ' ש"ח ו 11% בהתאמה. להערכת מעלות, שיעורי האיתנות הטובים של החברה עשויים להקל עליה בגיוס אשראי לצורך רכישת חברות ופעילויות נוספות.

נזילות: חל גידול בהיקף התיק הנזיל של החברה אשר הסתכם בשנת 99 בכ 20 מ' ש"ח המהווים כ 2% מהמאזן וכ 18% מהחוב הפיננסי. בשנת 99 חל שיפור ביחס השוטף וביחס המהיר של החברה. להערכת מעלות, הנפקת החברה בבורסה בארה"ב מורה על נגישות טובה לשוק ההון. להערכת מעלות, נזילות החברה סבירה.

תזרים מזומנים: בשנת 99 חלה ירידה ניכרת בתזרים מפעילות שוטפת מכ- 173 מליון ש"ח בשנת 98 לכ- 85 מליון ש"ח. התזרים הפרמננטי נמצא במגמת עליה ועומד ב- 12.99 על כ- 145 מליון ש"ח. החל משנת 97 חל שיפור ביחס תזרים מפעילות שוטפת לחלויות השוטפות המשקף שיפור ביכולת החזר החוב העומד לפירעון מידי. ב- 99 הגדילה החברה את פעילות ההשקעה שלה בצורה ניכרת והציגה תזרים שלילי מפעילות השקעה בהיקף של כ- 102.2 מליון ש"ח. עיקר ההשקעה היתה ברכישת מכונות Seamfree. החברה מימנה את השקעותיה בעיקר מהתזרים השוטף ומהנפקת ההון.

יחסי כיסוי: היחס תזרים פרמננטי לחוב מורה על כושר החזר טוב ויכולת להחזיר את כל החוב תוך פחות משנה. לשם השוואה, בשנת 96 התזרים הפרמננטי של החברה אפשר לה להחזיר את החוב במשך כ- 5 שנים.

תחזית תזרים מזומנים: מעלות ערכה לחברה תחזית מזומנים הלוקחת בחשבון גידול במכירות לאנגליה וארה"ב וירידה במכירות בישראל. בנוסף נלקחה בחשבון השקעה ברכישת מכונות

Seamfree נוספות וההשקעה בחברה הקנדית שבוצעה בתחילת השנה. כמו כן נלקחה בחשבון חלוקת דיבידנד. לפי תחזית זו בשנים 2000-2001 נוצר עומס השקעות כתוצאה מרכישת מכונות ה Seamfree והחברה הקנדית אשר מביא לגידול בחוב. להערכת מעלות, תחזית התזרים מורה על כושר החזר טוב גם כאשר נלקחות בחשבון השקעות בשנתיים הקרובות. יש לציין כי להערכת מעלות צפויות השקעות נוספות ברכישת חברות ופעילויות (שלא נלקחו בחשבון בתחזית התזרים). להערכת מעלות, יכולת ההחזר של החוב עשויה להשתנות בהתאם להיקפי ההשקעות שיבוצעו בפועל. ברמת השקעות סבירה לא צפוי שינוי משמעותי בכושר ההחזר.