תמצית דו"ח דירוג

דלתא גליל תעשיות בע"מ

סדרה

ד י ר ו ג מנפיק (ISSUER) **A+**

טלי מורן

ספטמבר 2004

דירוגי מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר מעלות מאמינה כי הנם 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.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

1. כללי

דלתא גליל תעשיות בע"מ (להלן: "החברה" או "דלתא") נוסדה בישראל בשנת 1975 כחברה ציבורית. החל ממרץ 1999 נסחרות מניותיה בבורסת NASDAQ בארה"ב. החברה עוסקת בייצור ושיווק מגוון קבוצות מוצרים, בניהם: מוצרי הלבשה תחתונה לנשים ולגברים; גרביים; חולצות; בגדי תינוקות; חזיות; הלבשה לשעות הפנאי ולשינה; בדים סרוגים וסרטים אלסטיים. פעילות החברה מתבצעת גם באמצעות חברות בנות. לחברה 22 חברות בנות (מוחזקות בלפחות 50%), כאשר כל אחת מהחברות פועלת באזור גיאוגרפי או בתחום פעילות שונה. החברה מדורגת בדירוג (+A).

2. שיקולים עיקריים לדירוג

להערכת מעלות, לחברה מיצוב עסקי גבוה מהממוצע המושפע בעיקר מפעילותה בייצור עבור הפלח הגבוה[1] של ענף ההלבשה והאופנה הבינלאומי המאופיין ברמת סיכון ממוצעת (פרוט ראה להלן). הנקודות המשפיעות לחיוב על מיצובה העסקי: מגוון רחב של מוצרים איכותיים; התמקדות במוצרים בעלי שולי רווח גבוהים (בעיקר הלבשה תחתונה לנשים וגרביים); מגוון לקוחות אסטרטגים מובילים מפלחי שוק שונים; מערכת קשרים ארוכת טווח עם הלקוחות; סיכוני גביה נמוכים יחסית עקב איכות האשראי הגבוהה של הלקוחות; פוטנציאל התפתחות רב הן בקרב הלקוחות הקיימים והן בקרב לקוחות חדשים; פיזור גיאוגרפי רחב הן בשיווק והן בייצור; ניצול כללי מקור ואזורי סחר חופשי; גמישות תפעולית טובה בשל פריסת אתרי ייצור ושימוש בקבלנות משנה; יכולת לוגיסטית מפותחת; כוח עבודה זול ומיומן; תלות נמוכה בספקים. מאידך, להערכת מעלות, לחברה תלות בלקוחות. כ- 52% ממכירות החברה הינם לשלושה לקוחות גדולים (Marks&Spencer המדורג ב BBB על ידי S&P, Target המדורג ב +A על ידי S&P ו Wal-Mart המדורג ב AA על ידי S&P). את התלות מפחיתה מערכת היחסים הטובה והארוכה של החברה עם Marks&Spencer ודירוג האשראי הגבוה של Target ו Wal-Mart. כמו כן, השכילה החברה במהלך השנים לצמצם את התלות ב- Marks&Spencer מ- 51% מסך מכירות החברה בשנת 1998 לכ- 27% ברבעון הראשון של שנת 2004 (עם זאת, היקף המכירות ל- Marks&Spencer לא קטן ואף גדל במונחים כספיים).

בתחילת יולי 2004 הודיעה החברה כי Marks&Spencer ביקשה הנחות נוספות בהיקף לא מהותי מהחברה וההנחות תינתנה באופן הדרגתי במהלך הרבעונים הקרובים. לדברי הנהלת החברה, לאור בקשת Marks&Spencer לקבל הנחות אלו, החברה בשיתוף עם Marks&Spencer יפעלו להגדיל את היקף המכירות ל- Marks&Spencer ויבצעו התאמות במוצרים, על מנת למזער את הנזק לחברה.

החברה הינה חברה גלובאלית, מובילה בתחומה, אשר מייצרת מוצרי הלבשה תחתונה בשיטת ה- Private Label עבור רשתות קמעונאיות מובילות, ביניהן: Marks&Spencer, Wal-Mart, Target, Victoria's Secret, JC Penney, Gap ו- Hema, וכן עבור מותגים מובילים בתחום ההלבשה כולל: Calvin Klein, Nike, Donna

[1] MASS MARKET&UPPER MARKET

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

Karen ו- Hugo Boss המוכרים את מוצרי החברה עם שם המותג שלהם. החברה נהנית כיום ממיתוג עצמי בישראל בלבד אך אינה בעלת מותג בינלאומי. לחברה אתרי ייצור הפרוסים בין השאר בישראל, ירדן, מצריים, טורקיה, קנדה, מזרח אירופה וארה"ב. עיקר מכירות החברה הן הלבשה תחתונה לנשים (53%). שווקי היעד העיקריים של החברה הם צפון אמריקה (50%, בעיקר לשוק ה - Mass Market) ובריטניה (29%). כאמור, לקוחותיה המרכזיים של החברה הינם Marks&Spencer (27%), Wal-Mart (14%) ו Target (11%).[2]

להערכת מעלות, יישמה הנהלת החברה בשנים האחרונות בהצלחה מרובה מדיניות של צמיחה עסקית המשולבת עם הגדלת הפיזור הגיאוגרפי וחדירה לצפון אמריקה (שיעור המכירות לצפון אמריקה גדל מ - 33% ב - 2000 ל - 50% ב - 3/2004). אחד המניעים בהגדלת הפיזור היה גם צמצום התלות ב Marks&Spencer.

מעלות מעריכה כי ענף ההלבשה והאופנה הבינלאומי עבור Mass&Upper Market, בו פעילה החברה, מתאפיין ברמת סיכון ממוצעת. <u>נקודות המשפיעות לשלילה על הפעילות בענף</u>: תחרות חריפה בין מספר שחקנים רב המתבטאת בעיקר במחיר, באיכות ובזמינות; צמיחה שלילית בענף Upper Market בשנים האחרונות; ביקוש המושפע מפרמטרים מאקרו כלכליים, עונתיות, אופנה ושינוי טעמים; חסמי כניסה ממוצעים בשל הצורך בהשקעות עתירות הון בטכנולוגיה וידע נצבר, כאשר, להערכת מעלות, חסמי הכניסה הענפיים עשויים לקטון, לאור ביטול אפשרי של מכסות במדינות מערביות המגבילות כיום את היבוא ממדינות במזרח אסיה.

<u>נקודות המשפיעות לחיוב על הפעילות בענף</u>: זמינות גבוהה מאוד של התשומות; מגוון לקוחות גדולים ויציבים מסגמנטים שונים; צמיחה של 3%-2% בענף ה - Mass Market; גמישות תפעולית ממוצעת לאור שימוש בקבלני משנה; רגולציה הכוללת מכסים ומכסות.

להערכת מעלות, הנהלת החברה ברשות מר דב לאוטמן יו"ר הדירקטוריון ומר ארנון טיברג, נשיא ומנכ"ל החברה, הינה מנוסה מאוד וותיקה. ההנהלה ביצעה בשנים האחרונות מהלכי התייעלות והתאמת פעילות החברה למול השווקים בהן היא פועלת. אסטרטגית החברה כוללת גידול באמצעות רכישת חברות, לצורך הרחבת החדירה לפלחי שוק מסוימים (כגון רכישות Inner Secrets, Wundies ו Auburn שהעמיקו את החדירה לשוק ה Mass Market- האמריקני). להערכת מעלות, החברה תוסיף לבצע רכישות אסטרטגיות מתאימות. את הסיכון ברכישות אלה מפחיתה השמרנות העסקית של הנהלת החברה בבירת העסקאות כפי שזו באה לידי ביטוי בהטמעה המוצלחת של Inner Secrets ו - Wundies שנרכשו בשנים 2000-2001.

להערכת מעלות, מיצובה הפיננסי של החברה גבוה מהממוצע. החברה הושוותה לחברות בינ"ל העוסקות בתחומים דומים לפעילות החברה כגון Kelwood המדורגת ב (- BBB) על ידי S&P, PVH המדורגת ב (BB) על ידי S&P ו- Unifirst שאינה מדורגת על ידי S&P. היקף ההכנסות של החברה דומה ל Unifirst ונמוך משאר מתחרותיה.

לחברה רווחיות דומה למתחרותיה. שיעור הרווח התפעולי של החברה בשנת 2003 הנו 6.3% ויחס ה - Ebitda ל - Cap בשנת 2003 הנו 15.3%. אולם, במחצית הראשונה של שנת 2004 חלה הרעה מסוימת בשיעורי הרווחיות של החברה, אשר נבעה בעיקרה מירידה במכירות לשוק ה - Mass Market האמריקאי וכן מגידול בעלויות הפרסום והשיווק לאור הרחבת פעילות החברה בארץ. שיעור ה- Ebitda ל - Cap קטן משיעור של 17% במחצית

[2] הנתונים עדכניים לסוף הרבעון הראשון של שנת 2003.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

הראשונה של שנת 2003 לשיעור של 12% במחצית הראשונה של שנת 2004. אולם, יש לציין, כי שיעורי הרווחיות של החברה כיום דומים לשיעורים בשנים 2001-2002. לדברי הנהלת החברה, המחצית השנייה של שנת 2004 עשויה להגדיל את הכנסות החברה ולשפר את רווחיותה, בדומה לשנים עברו, בהן תוצאות המחצית השנייה של השנה טובות יותר מהמחצית הראשונה.

להערכת מעלות, לחברה איתנות גבוהה מאוד ביחס לממוצע וטובה משל מתחרותיה. רמת החוב הנוכחית של החברה אינה גבוהה, בהתחשב באופי פעילותה כחברה תעשייתית. יחס החוב ל - Cap של החברה הנו 37%, נכון ליוני 2004. לדברי הנהלת החברה, החברה מתכוונת לשמור בטווח הארוך על יחס חוב ל - Cap שאינו יעלה על 40%. להערכת מעלות, אסטרטגית הרכישות של החברה תקשה עליה לשמור על שיעור זה בטווח זמן קצר שלאחר הרכישה.

להערכת מעלות, לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון ונזילות ממוצעת לאור השעבוד השוטף המוטל על נכסי החברה.

להערכת מעלות, לחברה יחסי כיסוי גבוהים מאוד מהממוצע ודומים למתחרותיה. שיעור החוב הפיננסי ל - FFO עמד על יחס של 4.4 ביוני 2004.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

3. סיכון ענפי[3]

3.1. ענף הטכסטיל וההלבשה בישראל

ענף הטכסטיל וההלבשה בישראל סובל מהאטה בשנים האחרונות. מחזור הפעילות בענף בשנת 2003 הסתכם ל-2.2 מיליארד דולר, לעומת 3.1 מיליארד דולר בשנת 1995 (ירידה של כ- 28%). הענף מושפע ממצבה של הכלכלה המקומית והעולמית, מהתגברות התחרות ומשינוי הטעמים וההעדפות של הצרכנים. הייצוא הענפי בשנת 2003 הסתכם בכ - 1.1 מיליארד דולר (כ- 50% הופנה לשוק האמריקאי) לעומת 1.3 מיליארד דולר בשנת 2000. ההאטה ביצוא נבעה מההאטה ביצוא ההלבשה וקוזזה במידת מה על ידי הצמיחה ביצוא הטכסטיל.

בשנת 2003 נמשכה הצמיחה בענף הטכסטיל המאפיינת אותו בשנים האחרונות. הדבר בא לידי ביטוי בעליית היקפי היצוא ובהמשך תהליכי ההתייעלות בענף. יצוא הטכסטיל בשנת 2003 הסתכם בכ - 806 מיליוני דולרים, עליה של 2.7% לעומת שנת 2002. הייצוא במהלך חמשת החודשים הראשונים של שנת 2004 היה גבוה בכ - 12.7% מהתקופה המקבילה אשתקד. ענף ההלבשה לעומת זאת סבל מהאטה בפעילות. בשנת 2003 הסתכם ייצוא ההלבשה (ללא מוצרי עור) בכ - 158 מיליוני דולרים, ירידה של 15.6% לעומת שנת 2002.

יבוא הטכסטיל לישראל נמצא במגמת ירידה החל משנת 2000. בשנת 2003 היקף יבוא הטכסטיל היה 592 מיליוני דולרים לעומת 686 מיליוני דולרים בשנת 2000 (ירידה של כ- 13.7%). יבוא ההלבשה אשר היה במגמת עליה בעשר השנים האחרונות, סבל מהאטה בשנים 2002-2003. היקפי יבוא ההלבשה בשנת 2003 הסתכמו בכ- 521 מיליוני דולרים, לעומת 557 מיליוני דולרים בשנת 2001 (ירידה של כ- 6%).

ענף הטקסטיל הינו ענף עתיר כוח אדם המשתכר ברובו שכר מינימום. בשנים האחרונות קיימת עליה בשכר המינימום בישראל, מגמה המשפיעה על החברות הפועלות בענף בשל התייקרות עלויות העבודה ומביאה לפגיעה במידה מסוימת ברווחיותן. מרבית החברות הפועלות בענף העבירו מפעלים ואתרי ייצור למדינות בהן עלויות העבודה נמוכות יותר וצמצמו את היקף כוח האדם המקומי. בשנת 2003 הועסקו בענף 24.5 אלף מועסקים בלבד, לעומת 45.3 אלף מועסקים בשנת 1994. השכר הממוצע החודשי לשכיר בענף הטקסטיל וההלבשה במרץ 2004 עמד על 4,775 ₪.

3.1.1. ענף ההלבשה התחתונה בישראל

המכירות בשוק ההלבשה התחתונה בישראל מוערכות בכמיליארד ₪ בשנה[4], סכום זה כולל הלבשה תחתונה לנשים, גברים, ילדים וגרביים. היקף המכירות השנתי של הלבשה תחתונה אופנתית נאמד ב - 250 מיליון ₪ בשנה. שוק ההלבשה התחתונה מתנהג כשוק ממותג לכל דבר ושיקולי הקנייה מתבססים על אופנה. שוק ההלבשה התחתונה בישראל מורכב מרשתות, חנויות פרטיות שכונתיות (התופסות כ - 50% מהשוק) ורשתות המזון והפארם המציעות כיום מבחר מוגבל ביותר. בשנתיים האחרונות חלו שינויים בענף לאור היחלשותה של רשת המשביר לצרכן, השחקן הדומיננטי ביותר בענף בעבר (הרשת הגיעה להקפאת הליכים ונרכשה ע"י קבוצת בעלים חדשה בתחילת 2003). נסיגתה של רשת המשביר לצרכן אפשרה לשחקנים בענף להתפתח ולתפוס נתחי שוק. דלתא החלה בפתיחת חנויות בקניונים לאחר שזיהתה את הפוטנציאל הגלום בקניונים, לאור היחלשות

---

[3] מבוסס על סקירות של התאחדות התעשיינים, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, כתבות עיתונות, הערכות בענף ועל סקירות של S&P.

[4] מקור: המחלקה הכלכלית של חברת H&O

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

רשת המשביר לצרכן בתחום ההלבשה התחתונה. עד כה פתחה החברה 4 חנויות בקניונים (מלחה, רננים, עזריאלי ובאר-שבע). הרשתות הישראליות הבולטות בתחום ההלבשה התחתונה בישראל הן דלתא פלוס, Golf & Co (בעלת המותגים "אינטימה" לנשים ו"אינטימי-מן" לגברים), "המשביר החדש", "אפרודיטה" ו H&O. לאחרונה החלו גם רשתות אופנה כמו קסטרו ופוקס לשווק מוצרי הלבשה תחתונה בסיסיים.

3.2. ענף הטקסטיל וההלבשה בארה"ב

במהלך השנים 2002-2003, המשיכו מגמות שליליות לאפיין את מגזרי הטקסטיל וההלבשה בארה"ב. השנים 2002-2003, התאפיינו בלחצים שהגבילו מכירות ביגוד ברשתות הקמעוניות הגדולות בארה"ב. הגורמים העיקריים לירידה במכירות הינם: המשך היחלשותה של הכלכלה האמריקנית, היעדר התחדשות, חדשנות ושינויים בפרטי הלבוש המוצעים וכן רוויה של הרשתות הקמעוניות. סביבה קמעונית זו הובילה לפעילות רבה יותר לקידום מכירות ומבצעים וגרמה לגידול איטי במכירות וכן לקיפאון ואף לשחיקה ברווחיהן של חלק מחברות הטקסטיל וההלבשה המובילות. יצרני הטקסטיל וההלבשה בארה"ב, מוסיפים לפעול בסביבה תחרותית ותנאים תחרותיים ביותר, הנובעים בין השאר מ: לחצים כבדים על מחירי המכירה; עודפי פריטים מיובאים וזולים; עלייה במודעות הצרכנים לערך; המשך מגמת איחוד רשתות קמעוניות ומיזוגן; קשיים ברשתות קמעוניות מובילות אחדות וירידה באמון הלקוחות (עקב ההאטה הכלכלית). הצעדים שננקטו ע"י יצרני הטכסטיל וההלבשה להפחתת עלויות במשך השנים האחרונות לא הספיקו בכדי להתמודד עם תנאי השוק, ולכן, רבים מיצרני הטקסטיל וההלבשה נדרשו להמשיך ביישום שינויים מבניים בפעילויותיהם והאיצו יישומן של תכניות התייעלות הכוללות פיטורים וקיצוצי עלויות. לאור זאת, בשנת 2004 חלה התאוששות מסוימת אשר נבעה מתהליכי התייעלות, שינויים מבניים שנעשו בחברות והתאוששות הכלכלה האמריקאית.

S&P מדרגת 19 חברות אמריקאיות מתעשיית ההלבשה ו- 7 חברות אמריקאיות מתעשיית הטקסטיל. חברות הטקסטיל וההלבשה בעלות הדירוגים הגבוהים יותר, הינן חברות בעלות מותגים חזקים ומעמד בשוק גם בקווי מוצר בסיסיים יותר, בעלי אופנתיות נמוכה. לחברות בדרגת השקעה ישנם נתחי שוק גבוהים מאוד, מובילות שוק, ייצור יעיל ואסטרטגיה ברורה לקבלנות משנה, יכולת לשרת קמעונאים ומפיצים ביעילות ושמות מותגים מוכרים וחזקים. הן גם מייצרות תזרימי מזומנים חזקים, בעלות נזילות יציבה ומבני הון בריאים. מנפיקים בדירוג ספקולטיבי מציגים לרוב סיכון עסקי נמוך מהממוצע המשקף את היותם יצרני נישה, בעלי קווי מוצר צרים וסיכוני אופנתיות גבוהים. משקלם של מאפיינים אלו עולה על המותגים הטובים שברשות חברות אחדות. רבות מחברות אלו מתאפיינות גם בהיקפי חוב גבוהים.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

3.2.1. דירוגי S&P לחברות מתעשיית ההלבשה (נכון לאוגוסט 2004)

S&P מדרגת 19 חברות מתעשיית ההלבשה (חלקן מייצרות ומשווקות מותגי אופנה). בין הדירוגים קיימת שונות גדולה (מ "A" ל "CCC"), 11 מהדירוגים אינם מדורגים בדרגת השקעה. מחזורי המכירות השנתיים של החברות המדורגות נעים בטווח רחב. החברות המדורגות Nike, Polo Ralph Lauren ו - Tommy Hilfiger הינן לקוחות של דלתא והחברות Kellwood ו - Russell הינן מתחרות של דלתא.

מנפיק /חברה	דירוג S&P	הערות
Anvil Holdings Inc.	CCC+	
Border Brothers Co.	B+	
Cluett American Corp.	CCC+	
Jones Apparel Group Inc.	BBB	
Kellwood Co.	BBB-	מתחרה ישירה של חברת דלתא.
Levi Strauss & Co.	CCC	
Liz Claiborne Inc.	BBB	
Nike Inc.	A	לקוח של חברת דלתא.
Oxford Industries Inc.	BB-	מתחרה של דלתא.
Perry Ellis International Inc.	B+	
Polo Ralph Lauren Corp.	BBB	לקוח של חברת דלתא.
Reebok International Ltd.	BBB-	לקוח של חברת דלתא.
Russell Corp.	BB+	מתחרה ישירה של חברת דלתא.
St. John Knits International Inc.	B+	
Tommy Hilfiger, U.S.A. Inc.	BBB-	לקוח של חברת דלתא.
Tropical Sportswear International Corp.	CCC	
VF Corp.	A-	
Warnaco Group Inc.	B+	לקוח של חברת דלתא.
The William Carter Co.	BB-	

החברות הגדולות יותר בענף ההלבשה ממשיכות ברכישת חברות אחרות על מנת להוסיף קווי מוצר, להרחיב פיזור גיאוגרפי, לממש יתרונות לגודל ולשפר מעמדן מול קמעונאים. Liz Claiborne Inc ו- Jones Apparel Group Inc., רכשו חברות בעלות מותגים מוכרים בקטגוריות לבוש משלימות, על מנת להרחיב את סל המוצרים והפריסה הגיאוגרפית שלהן. Tommy Hilfiger U.S.A. ו- Polo Ralph Lauren רכשו בשנים האחרונות את זכייניהן באירופה, להרחבת תשתיותיהן.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

3.2.2. דירוגי S&P לחברות מתעשיית הטכסטיל (נכון לאוגוסט 2004)

מנפיק/חברה	דירוג S&P
Avondale Mills Inc.	BB
Collins & Aikman Floorcoverings Inc.	BB-
Delta Mills Inc.	CCC
The Dixie Group Inc.	B+
Interface Inc.	B-
Mohawk Industries Inc.	BBB
Unifi Inc.	B+

מבין 7 חברות הטקסטיל האמריקאיות המדורגות ע"י S&P, לחברה אחת בלבד דירוג בדרגת השקעה. יתר החברות מצויות כולן בקטגוריית הדירוג הספקולטיבי ודירוגיהן נעים מ (BB) ל (CCC). במהלך השנים 2002-2004 הושפעו חלק מהחברות אשר דורגו בעבר ע"י S&P, באופן קשה עד לכדי בקשות לפשיטות רגל. החברות סבלו מנטל חובות כבד, תחרות זרה קשה, לחצים על מרווחיהן ומנוף תפעולי גבוה עקב עתירות ההון של עסקיהן. הורדות דירוג בענף נבעו בעיקר מפעילות איטית בענף הקמעונות; הצורך במבצעים וקידומי מכירות בהיקף נרחב; הדממות ייצור להורדות מלאים; רמות חוב גבוהות, אשר תרמו לתוצאות תפעוליות ירודות; בעיות נזילות ומימון מחדש, כאשר חברות אחדות לא עמדו בסעיפים ומגבלות שונות בהסכמי האשראי שלהן. לחברת Unifi למשל, הורד דירוג מ (BB+) ל (B+), עקב חולשות בשווקי הקצה, לחצים על מרווחים וירידה בכמויות מכירה, תחרות עזה מיצרנים זרים במגזר הפוליאסטר ושחיקה בבסיס הלקוחות המקומיים.

במהלך 2002-2004, היה לחץ על רווחיהן של חברות המדורגות בענף הטקסטיל, אשר פעילויותיהן מוכוונות לענף הביגוד (כגון Delta Mills, Unifi, Cone Mills). יבוא זול מאסיה, התאמות במלאים שביצעו קמעונאים, שינויים במגמות האופנה והאטה כוללת בפעילות הקמעונית, הביאו לפגיעה ברווחיות. חברות הטקסטיל שנפגעו החלו ביישום תוכניות להורדת עלויות ותכנון מחדש של חלק מפעילויותיהן. כתוצאה מהקשיים בענף, אמון הצרכנים הנשחק ולחצי המחירים, הצפי לרוב החברות בענף הינו שלילי. התמשכותם של התנאים הקשים עלולה להביא לשינויים שליליים נוספים בדירוגים ובתחזיות.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

3.2.3. מיזוגים ורכישות

מגמות המיזוגים והרכישות ברשתות הקמעוניות בארה"ב ובעולם, אשר החלה לפני מספר שנים צפויה להימשך. הסביבה הקמעונאית המשתנה הינה גורם חשוב, המשפיע על ענפי הטקסטיל וההלבשה. הגידול בכוחן ובגודלן של רשתות כ- Wal-Mart ו- Target (שתיהן לקוחות החברה), תרם למגמות איחוד ומיזוג היצרניות. ספקי הלבשה שואפים להגדיל משקלם ע"י רכישת מותגים או זכיינות בכדי לספק סל רחב יותר של מוצרים. S&P צופה כי מגמת המיזוגים והרכישות בין יצרני הלבשה תימשך, כאשר חברות מובילות כ- VF Corp., Jones Apparel Group , Liz Claiborne, תובלנה אותה.

מגמת המיזוגים בין הקמעונאים לבין עצמם, הביאה את יצרני ההלבשה והטקסטיל להשקיע באופן ניכר על מנת לעמוד בדרישות ההפצה ברמה ארצית. מתקני הייצור צריכים להיות גדולים מספיק בכדי לספק כמויות ניכרות, אך גמישים מספיק לענות למועדי ייצור ומשלוח קצרים מתמיד, שכן הקמעונאים מוסיפים לשמור על רמות מלאים נמוכות ככל האפשר. זמנים קצרים מתמיד נדרשים גם להתמודדות עם השינויים בהרגלי הרכישה של הצרכנים, אשר רוכשים כעת בעונה עצמה ולא כמה חודשים מראש. הרשתות הקמעוניות הגדולות החלו בהפעלת מערכות מידע אלקטרוניות להעברת נתונים, לעיבוד דוחות מוצרים בנקודות מכירה שונות וכן החלו להנהיג תוכניות חידוש מלאי בזמן תגובה קצר וזאת תוך שיתוף פעולה עם היצרנים.

מגמת הגידול בכוחם של הקמעונאים וערוצי רכישה זולים, באה על חשבונן של רשתות השיווק המסורתיות. הצרכנים מחפשים תמורה לכספם ואופנתיות בפריטי הלבוש המוצעים להם. הצרכנים מעדיפים את המעברים הרחבים ושטחי המסחר הגדולים, המאפיינים רשתות זולות ומוצאים אותם נוחים ו"ידידותיים" יותר לקונים.

3.2.4. יעילות תפעולית

צמצום עלויות הייצור הינה מגמה נוספת שתוסיף להתקיים בטווח הבינוני. בשל לחצי מחירים, יצרנים מוסיפים להפחית עלויות אשר בשליטתם, על מנת לפצות על עליה בעלויות אשר אינן בשליטתם ובכדי לשפר רווחיות. מגמות אלו באות לידי ביטוי בענפי הטקסטיל וההלבשה, בהעברת פעילויות עתירות עבודה (כגון תפירה) מעבר לים[5]; אוטומציה של מתקני ייצור מקומיים ואיחוד פעילויות, על מנת להביא לייעול נוסף. החברות וקבלני המשנה מנסים למקסם רווחים ע"י בחינת הפרמטרים הבאים: היטלים, הוצאות הובלה ועלויות עבודה. יצרנים מתאמים פעילותם על מנת לצמצם עלויות ולהשיג איכות וגמישות מרבית. התחזית הענפית לגבי אתרי הייצור הינה כי ייצור הטקסטיל יוותר בעיקרו בצפון-אמריקה, בעיקר בארה"ב ובמקסיקו, מאחר וענף הטקסטיל הנו עתיר הון.

קיימת ירידה בהיקפי ההשקעות בנכסים לייצור. עקב נסיגה מהותית ברווחיהן בשנתיים האחרונות ועקב השקעות גבוהות שבוצעו בסוף שנות ה-90[6], חברות הטקסטיל חדלו מהשקעות ניכרות בנכסים לייצור. השקעות העבר מומנו בעיקרן ע"י שימוש בחוב ולפיכך, חברות טקסטיל רבות סובלות כיום ממינוף גבוה. בנוסף, חברות

---

[5] עבור יצרנים אמריקאיים, מקסיקו והאגן הקריבי הם יעדים עיקריים, עקב הטבות שונות ליצרנים המובטחות בהסכמים שונים. בשנים האחרונות, הגבירו יצרני הטקסטיל וההלבשה את קצב העברת פעילויותיהם למקסיקו, עקב נוכחותו המוגברת של ייבוא מתחרה מאסיה.

[6] המשבר הכלכלי באסיה, אשר הביא להיצף מוצרים מתחרים וזולים.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

טקסטיל מנסות להגדיל את היעילות ולהגביל את ההשקעות, ע"י הערכה מחדש של פעילויות אותן ניתן למסור לקבלנות משנה (כגון ייצור חוטים).

3.2.5. נקודות מפתח להצלחה בענף ההלבשה בארה"ב

ענף ההלבשה מאופיין בתחרות חזקה, במחזוריות ומושפע משינויי טעמים ואופנתיות. הצלחת חברות בענף מתבססת על: תיק מוצרים הכולל מותגים מובילים ברמות מחירים שונות ומנצל ערוצי הפצה שונים (כולל ערוצי ההפצה "העממיים" הגדלים במהירות);חדשנות ופיתוח; יכולת שיווקית לקדם מכירות ולהפיץ מוצרים ביעילות; יכולת לייצר תוך שמירה על מבנה הוצאות יעיל ובמקרה הצורך מסירת פעילויות לקבלנות משנה[7]; פריסה גיאוגרפית[8]; יתרונות לגודל ויכולת לשרת רשתות קמעוניות גדולות; גמישות מספקת להתמודדות עם דרישותיהם המשתנות של הלקוחות; היכולת להכיר בשינויים אסטרטגיים בתעשייה העולמית התחרותית ולספק מענה מהיר והולם; עסקי הליבה של היצרן צריכים לכלול קווי מוצרים בסיסיים, התלויים פחות בסיכוני אופנתיות וכן יכולת להציג מוצרים חדשניים. יכולת כזו, עשויה לא רק לצמצם במידה מסוימת את סיכון האופנה, אלא ליצור אופנה חדשה ואינטגרציה אנכית מוצלחת, המאפשרת לחברה שליטה על שלבים שונים בתהליך הייצור ובקרה מלאה על איכותם.

האתגרים העיקריים העומדים בפני החברות הפועלות בענפי הטקסטיל וההלבשה הינם, הסתגלות לשינויים המתמשכים במגזר הקמעוני, התמודדות עם שווקים עולמיים אשר מורכבותם עולה ויכולתם להשתמש בקבלנות משנה.

3.2.6. הערכת מעלות לענף ההלבשה והאופנה הבינלאומי עבור UPPER&MASS MARKET

מעלות מעריכה כי ענף ההלבשה והאופנה הבינלאומי עבור Mass&Upper Market, בו פעילה החברה, מתאפיין ברמת סיכון ממוצעת. <u>נקודות המשפיעות לשלילה על הפעילות בענף</u>: תחרות חריפה בין מספר שחקנים רב המתבטאת בעיקר במחיר, באיכות ובזמינות; צמיחה שלילית בענף Upper Market בשנים האחרונות; ביקוש המושפע מפרמטרים מאקרו כלכליים, עונתיות, אופנה ושינוי טעמים; חסמי כניסה ממוצעים בשל הצורך בהשקעות עתירות הון בטכנולוגיה וידע נצבר, כאשר, להערכת מעלות, חסמי הכניסה הענפיים עשויים לקטון, לאור ביטול אפשרי של מכסות במדינות מערביות המגבילות כיום את היבוא ממדינות במזרח אסיה.

<u>נקודות המשפיעות לחיוב על הפעילות בענף</u>: זמינות גבוהה מאוד של התשומות; מגוון לקוחות גדולים ויציבים מסגמנטים שונים; צמיחה של 3%-2% בענף ה - Mass Market; גמישות תפעולית ממוצעת לאור שימוש בקבלני משנה; רגולציה הכוללת מכסים ומכסות.

---

[7] בד"כ, שכר עבודה הינו המרכיב הגדול ביותר במבנה הוצאותיהם של יצרני הטקסטיל וההלבשה. לרוב יצרני ההלבשה המצליחים מעסיקים קבלני משנה בהיקפים נרחבים.

[8] שביתות בנמלים ופריצת מגפת ה- SARS הדגישו צורך זה.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

4. סיכון עסקי

4.1. תחומי פעילות

4.1.1. קווי מוצרים

דלתא גליל עוסקת בייצור ושיווק של מגוון קבוצות מוצרים כולל: מוצרי הלבשה תחתונה לנשים ולגברים; גרביים; חולצות; בגדי תינוקות; חזיות; הלבשה לשעות הפנאי ולשינה; בדים סרוגים, צביעה, חיתוך וסרטים אלסטיים.

חלקן של קטגוריות המוצרים השונות ממחזורי החברה (באחוזים)

קטגוריית מוצרים	Q1/2004	2003	2002	2001	2000
הלבשה תחתונה לנשים	53	61	59	58	44
גרביים	25	16	15	13	16
הלבשה תחתונה לגברים	11	10	11	15	20
בגדי תינוקות	5	7	7	6	8
לבוש לשעות הפנאי	4	3	4	3	4
אחרים	2	3	4	5	8
סה"כ	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

מאמצי החברה מתמקדים בתחום ההלבשה התחתונה לנשים וגרביים (המוצרים בעלי שולי הרווח הגבוהים ביותר). בין השנים 2003 - 2000, עלה חלקם של מוצרי הלבשה תחתונה לנשים במחזורי החברה מכ - 44% בשנת 2000 לכ - 61% בשנת 2003. קטגוריית המוצרים אשר משקלה במחזורי החברה ירד יותר מאחרות, הינה הלבשה תחתונה לגברים. קטגוריה זו, היוותה 20% ממחזורי החברה בשנת 2000, לעומת שיעור של כ - 10% בשנת 2003. הירידה בקטגורית ההלבשה התחתונה לגברים נבעה מאסטרטגית החברה לאור רווחיות נמוכה יחסית בקטגוריה זו. ברבעון הראשון של שנת 2004 חל גידול במכירות למגזר הגרביים על חשבון מגזר ההלבשה התחתונה לנשים. הגידול במכירות למגזר הגרביים נבע מרכישתה של חברת Auburn במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2003. לדברי הנהלת החברה, הרכישה צפויה להמשיך ולהגדיל את פעילות מגזר הגרביים של החברה, לאור איחוד מותגים, העמקת החדירה לשוק ה - mass market האמריקאי בתחום הגרביים ושיפור מערכי שיווק הגרביים בארה"ב ואירופה.

סקירת קווי המוצרים

החברה מייצרת מגוון מוצרים ע"י שימוש בכותנה ובסיבים. העיצוב והייצור נעשים בשילוב ובפיקוח של הלקוחות ומוצריה של החברה נמכרים בכל רמות המחירים. קווי המוצרים העיקריים של החברה הינם:

- הלבשה תחתונה לנשים - החברה מייצרת לבוש תחתון בסיסי אופנתי וחזיות. החברה הכניסה מיכון לייצור לבוש תחתון Seam-Free ועליוניות. החברה מנסה להתמקד יותר בקבוצת מוצרים זו ולעלות את חלקה בתמהיל המוצרים. מוצרים עיקריים: ביגוד תחתון וחזיות (כולל Seam-Free) בסיסי ואופנתי, כותנות לילה לנשים, נערות וילדות. לקוחות עיקריים/מותגים: Hema, JC Penney, M&S, Victoria's Secret, Target, Wal-Mart, Calvin Klein , KMart.
- גרביים - החברה הינה יצרן הגרביים הגדול באירופה. החברה מייצרת גרבי נשים, גברים וילדים הנמכרים במחירים קמעוניים ממוצעים עד גבוהים, בקטגוריות הפנאי, יוקרתיות-אופנתיות וספורט. החברה העמיקה

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

לאחרונה פעילות זו לאור רכישת Auburn. לקוחות עיקריים/מותגים: Hema, M&S, Nike, Dim, Sears, Reebok, JC Penney, Wal-Mart,.

- הלבשה תחתונה לגברים - בקו מוצרים זה, מוכרת החברה כיצרן עולמי מוביל לשוק המותג הפרטי (PL). החברה מייצרת הלבשה תחתונה בסיסית ואופנתית לגבר ועליוניות גוף. מוצרים עיקריים: תחתון קצר, תחתון "בוקסר", Trunks, תחתון מיני, גופיות, כותנות לגבר. לקוחות עיקריים/ מותגים: Calvin Klein, Gap, Hema, Hugo Boss, M&S, Polo Ralph Lauren, Schiesser, Target, J. Crew.
- בגדי תינוקות - קו מוצרים זה, כולל פריטי לבוש קלאסיים ואופנתיים לתינוק, ליום ולליה (חליפות שינה), במגוון אריגים וסגנונות. מוצרי החברה בקטגוריה זו, נמכרים בטווח המחירים הקמעוניים הממוצע-גבוה. בקטגוריה זו, החברה הינה אחד הספקים המובילים ל M&S, שהוא גם הלקוח העיקרי בקטגוריה.
- לבוש לשעות הפנאי - החברה מייצרת מגוון פריטי לבוש בסיסיים ואופנתיים לשעות הפנאי, בסגנונות ואריגים שונים הנמכרים בטווח מחירים קמעוניים ממוצע-גבוה. מוצרים עיקריים: חולצות-T, חולצות פולו, מיזעים, חליפות ריצה, מקטרונים ופריטים אחרים לשעות הפנאי. הלקוח העיקרי הינו M&S.
- אחרים - קטגוריה זו כוללת מכירות עודפי ייצור של אריגים וסרטים אלסטיים.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

4.1.2. פעילות לפי שווקים גיאוגרפיים

התפלגות מחזורי החברה עפ"י אזורים גיאוגרפיים (במיליוני דולרים וכאחוזים מסך המחזור)

אזור	Q1/2004		Q1/2003		2003		2002		2001		2000	
	$	%	$	%	$	%	$	%	$	%	$	%
צפון-אמריקה	76	50	82	60	301	52	303	53	311	56	144	33
בריטניה	44	29	36	26	188	32	181	32	157	28	193	45
אירופה *	20	13	11	8	49	9	44	8	46	8	53	12
ישראל	12	8	8	6	43	7	39	7	46	8	45	10
סה"כ	152	100	137	100	581	100	567	100	560	100	435	100

* ללא בריטניה

המכירות לצפון-אמריקה אשר בשנת 2000 היוו כשליש ממכירות החברה, הגיעו ברבעון הראשון של שנת 2004 לשיעור של 50%. במקביל לגידול במכירות לצפון אמריקה קטנו המכירות לשוק הבריטי משיעור של 45% בשנת 2000 לשיעור של 29% ברבעון הראשון של שנת 2004. למרות האמור לעיל, ברבעון הראשון של שנת 2004 חלה ירידה במכירות לשוק האמריקאי, בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, אשר נבעה מירידה במכירות לשוק ה - Mass Market. הירידה במכירות לשוק ה - Mass Market האמריקאי נבעה ממכירות מוגברות ל - Wal mart ול- Target בתקופה המקבילה אשתקד. לדברי הנהלת החברה, החברה צופה גידול במכירות לשוק ה- Mass Market האמריקאי במחצית השנייה של שנת 2004.

השוק הצפון-אמריקאי

החברה הגדירה את השוק הצפון אמריקאי כשוק היעד האסטרטגי העיקרי שלה לגידול ורווחיות. בעזרת גידול פנימי וסדרת רכישות, החברה הצליחה להגדיל במהירות את נוכחותה בשוק זה. המכירות לצפון אמריקה גדלו מ - 47 מיליון דולרים בשנת 1998 (16% ממכירות אותה שנה), ל - 76 מיליון דולרים ברבעון הראשון של שנת 2004 (50% מהמכירות).

השוק הישראלי

החברה הינה המובילה בישראל במכירות הלבשה תחתונה לנשים ולגברים, עם מכירות של כ- 12 מיליון דולרים ברבעון הראשון של שנת 2004. מכירות אלו כללו מוצרים אשר החברה מייצרת ומוצרים המיובאים על ידה או נרכשים מספקים ישראלים אחרים. מתוך מכירותיה של החברה בישראל, 45% מבוצעות דרך סופרמרקטים ורשתות שיווק, 54% מתבצעות ברשת חנויות המפעל (Delta Plus) ו-1% בחנויות הרשת של החברה (רשת חנויות חדשה אשר ממוקמת בקניונים, פרוט ראה להלן). לחברה, נכון לדצמבר 2003, 79 חנויות (57 בדצמבר 2002), מהן 43 בבעלותה הישירה של החברה (31 בדצמבר 2002) ו- 36 מופעלות ע"י זכיינים (26 נכון לדצמבר 2002). החברה החלה בפתיחת חנויות בקניונים לאחר שזיהתה את הפוטנציאל הגלום בקניונים, לאור היחלשות רשת המשביר לצרכן בתחום ההלבשה התחתונה. עד כה פתחה החברה 4 חנויות בקניונים (מלחה, רננים, עזריאלי ובאר-שבע). החברה פעילה מאוד בשוק ההלבשה המקומי לנשים. אחוז ניכר (כ-70%) מהקולקציות של החברה לשוק המקומי, מיוצרות בסין. ישראל היא המדינה היחידה בה נהנית החברה משם מותג (השוק היחידי בו מפרסמת החברה את מוצריה). להערכות מעלות, פעילות החברה בשוק המקומי צפויה להתרחב בשנים הקרובות.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

4.2. תהליך הייצור, מתקני החברה, כושר הייצור וחומרי הגלם

4.2.1. תהליך הייצור

טכניקות הייצור של החברה, מאפשרות לה לספק ללקוחותיה מערך רחב של מוצרים באיכות גבוהה מתמדת, המותאמים לצורכיהם הייחודיים, במחירים תחרותיים. תהליך הייצור כולל את השלבים הבאים: רכישת חומרי גלם; אריגה/סריגה; צביעה וגימור; חיתוך; תפירה; בדיקות, ביקורות ואבטחת איכות. החברה מייצרת בין השאר בשיטת ה Seam-Free באמצעות כ - 270 מכונות סריגה אשר בבעלותה (נכון למרץ 2004).

4.2.2. חומרי גלם ומלאי

חומרי הגלם כוללים בעיקר חוטי כותנה, תערובות של חוטי כותנה עם חוטים סינתטיים, כגון: Cotton-Spandex, Cotton-Lycra, Cotton-Viscose וסרטים גמישים. מרבית חומרי הגלם נסחרים כ Commodity כאשר מחירי הכותנה תנודתיים מאוד. החברה רוכשת את חומרי הגלם ממספר ספקים זרים ומקומיים. חוטי הכותנה נרכשים מהודו ומהמזרח הרחוק. Lycra[9] מיובא מאירופה (איטליה וספרד, בעיקר). חוטי הניילון השונים נרכשים גם מיצרן מקומי (נילית). מחיריהם של חומרי גלם אלו משתנים עקב תנודות בהיצע, בביקוש ובגורמי שוק אחרים. החברה רוכשת את חומרי הגלם אך ורק כנגד הזמנות בפועל, מלבד חוטי כותנה בסיסיים ולכן החברה יכולה לנהל באופן יעיל את מלאי חומרי הגלם שברשותה. החברה אינה שומרת על מלאי חומרי גלם העולה על תקופה של 8 שבועות. מעת לעת, החברה מנהלת מו"מ לרכישות חוטי כותנה בסיסיים מספקים שונים, לתקופות הנעות בין 3 ל 6 חודשים.

לדברי הנהלת החברה, לחברה אין תלות בספקים. לעיתים, החברה נדרשת לאישור מלקוחותיה (כגון M&S) על מנת לעבוד עם ספקים חדשים. במחצית הראשונה של שנת 2004 ימי הספקים בחברה הנם 47 יום.

4.2.3. מתקני החברה וכושר הייצור

נכון ל- 31.12.2003, לחברה מתקני ייצור בישראל, ירדן, מצרים, תורכיה, קנדה, מזרח אירופה, ארה"ב, מרכז אמריקה והמזרח הרחוק. מרכזי הייצור העיקריים של החברה בישראל מרוכזים בכרמיאל ובדליית-אל-כרמל.

---

[9] שם מסחרי רשום של DuPont, סיב דק המקנה לפריטי ההלבשה אלסטיות.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

4.3. לקוחות

4.3.1. התפלגות המכירות ללקוחות העיקריים של החברה (באחוזים)

לקוח / מותג	דירוג S&P	Q1/2004	2003	2000	1998
M&S	BBB	27.1	30.9	43.4	51.0
Target	A+	11.1	15.0	1.7	-----
Wal-Mart	AA	13.9	14.2	2.4	-----
JC Penney	BB+	8.4	5.9	1.2	1.8
Victoria's Secret		5.1	5.1	9.6	1.3
Hema		3.4	3.1	3.5	6.4
Calvin Klein		3.7	2.7	1.3	0.8
Hugo Boss		2.7	1.9	1.4	0.4
Nike	A	2.3	1.9	1.4	1.4
סה"כ		77.7	80.7	65.9	63.1

בין שנת 1998 לרבעון הראשון של שנת 2004, פחתה תלותה של החברה ב M&S בצורה ניכרת. למרות זאת, בשנת 2003 וברבעון הראשון של שנת 2004 גדלו המכירות ל- M&S, כאשר הגידול במכירות נובע הן מהתחזקות הלירה סטרלינג מול הדולר והן מגידול בהיקפי המכירות ברוב הקטגוריות. נכון למרץ 2003 לחברה שלושה לקוחות עיקריים (M&S, Target, WAL-MART), אשר מהווים כ- 52% מהמכירות. להערכת מעלות, חלקה של M&S במכירות החברה יצטמצם במהלך השנים הבאות לאור כוונת החברה להתמקד בשוק ה-Mass Market האמריקאי ולאור כוונתה להגדיל את מכירותיה ל- Wal-Mart.

4.3.2. תיאור לקוחות מרכזיים

1) M&S - רשת קמעונאית בריטית גדולה, מדורגת בדירוג "BBB" ע"י S&P. תחילת התקשרותה עם החברה בשנת 1980. רוכשת מהחברה מוצרים במרבית הקטגוריות השונות. בתחילת יולי 2004, הודיעה החברה כי M&S ביקשה הנחות נוספות בהיקף של 5% ואלו תינתנה באופן הדרגתי במהלך הרבעונים הקרובים.
2) Target - רשת קמעונאית אמריקנית גדולה, המדורגת "A+" ע"י S&P. מפעילה כ - 900 חנויות ב - 44 מדינות בארה"ב. רוכשת מהחברה מוצרי הלבשה תחתונה לנשים.
3) Wal-Mart - הרשת הקמעונאית הגדולה בארה"ב ובעולם (מכירות שנתיות של כ - 240 מיליארד דולרים). מדורגת "AA" ע"י S&P. הרשת מפעילה כ - 3,000 חנויות ברחבי ארה"ב וכ - 1,000 חנויות מחוצה לה. רוכשת מהחברה מוצרי הלבשה תחתונה לנשים, ילדות ונערות וכן גרביים.
4) JC Penney - רשת אמריקאית ותיקה, מגדולות הקמעוניות בארה"ב. מדורגת "BB+" ע"י S&P . מפעילה יותר מ - 1,140 חנויות בארה"ב, פורטו ריקו, מקסיקו וארה"ב. פועלת גם באמצעות מסחר אלקטרוני ומכירות ע"י קטלוג. הרשת מוכרת הלבשה משפחתית, תכשיטים, נעליים, אביזרים וציוד לבית. רוכשת מהחברה הלבשה תחתונה לנשים.
5) Victoria's Secret - המותג המוביל (לחזיות, הלבשה תחתונה לנשים, לבנים, כותנות לילה, ציפיות, כיסויים למיטה ובשמים) של Limited Brands. למותג תדמית יוקרתית ונועזת.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

6) Hema - רשת שיווק הולנדית מקבוצת Koninklijke Vendex, הקבוצה מדורגת "BB+" ע"י S&P. פועלת ב - Mass Market ומוכרת את תוויותיה הפרטיות (PL) בלבד (42% ממכירות הרשת ו - 45% מה - EBITDA). עיקר רכישות Hema כוללות הלבשה תחתונה לנשים ולגברים וגרביים. התקשרויותיה עם החברה נמשכות כבר למעלה מ - 20 שנה.

7) Calvin Klein ("CK") - נרכשה ע"י Phillips-Van Heusen Corp, המדורגת "BB" ע"י S&P. מוכר מוצרי טקסטיל אחרים כהלבשה תחתונה וחולצות T-.

8) GAP - קמעונאית ביגוד אמריקנית ידועה, המדורגת "BB+" ע"י S&P. פרוסה גלובאלית ומפעילה יותר מ - 3,000 חנויות בארה"ב, קנדה, צרפת, גרמניה, יפאן ובריטניה. מכירות מבוצעות באמצעות קטלוג וחנות וירטואלית. שלושת מותגיה המוכרים הינם GAP, Banana Republic ו- Old Navy. רוכשת מהחברה הלבשה תחתונה לנשים ולגברים וכן גרביים.

9) Hugo Boss (גרמניה) - מותג מוכר ברחבי העולם, אשר החל לאחרונה ברכישות מהחברה. רוכש מהחברה הלבשה תחתונה לגברים.

10) Kmart - רשת קמעונאית אמריקנית ותיקה שהגיעה לחדלות פירעון. כל מכירות החברה ל – Kmart מבוטחות בביטוח אשראי.

4.3.3. ההתקשרות עם הלקוחות

חוזי ההתקשרות בין "דלתא" ובין לקוחותיה הינם קצרי טווח ואינם כוללים דרישות לכמויות רכישה מינימליות. כל הפחתה ברכישות של M&S או לקוחות מפתח אחרים, עלולה להשפיע לשלילה על החברה. עם זאת, החברה פועלת עם לקוחותיה העיקריים תקופה ארוכה מאוד ופועלת להפחתת התלות בלקוחות מרכזיים.

החברה שומרת על מערכות יחסים והתקשרויות ארוכות שנים עם לקוחותיה, אשר רבים מהם שולטים בנתחי שוק משמעותיים. החברה מבססת את אסטרטגיית השיווק שלה על יכולתה להציע ללקוחות חבילת שירותים, כולל תכנון ועיצוב מוצרים המותאמים לצורכי הלקוח, ייצור איכותי ומתקדם טכנולוגית, תשתיות לוגיסטיות, תשתיות הפצה וקשרי לקוחות למערכות המחשוב של החברה.

לחברה צוותים יצירתיים של מעצבים ומומחים טכנולוגיים, המורכבים ממעצבי אופנה, מעצבי טקסטיל, מומחים לחוטים, סריגה, צביעה וגימור. נוכחותה של החברה הן באירופה והן בארה"ב, מאפשרת לסגל המעצבים שלה להציג ייעוץ שיווקי ומכירתי משמעותי בשני השווקים. למרות שמוצרי החברה נמכרים בעיקר תחת תוויות פרטיות ומותגים של לקוחותיה, מומחי העיצוב של החברה משתפים פעולה בצורה הדוקה עם לקוחותיה, לעיצוב ופיתוח מוצרים. השירותים אשר מספקת החברה ללקוחותיה כוללים: תכנון קווי מוצר ועיצוב, ייצור ביגוד סרוג באיכות גבוהה תוך שימוש בתהליכי ייצור אוטומטיים ושיווק, אריזה והפצה של תוצרת גמורה המותאמת לדרישות הלקוחות באירופה ובארה"ב. החברה נהנית מאינטגרציה אנכית מלאה כמעט (אינה מייצרת רק את המוצרים, אלא עוסקת גם בשלבי פעילות מוקדמים יותר, כגון פיתוח אריגים וייצורם).

היקפי הפעילות של החברה משתנים עקב רכישות עונתיות של לקוחותיה. המחזורים בשני הרבעונים האחרונים בכל שנה, עולים בד"כ על אלו שבשני הרבעונים הראשונים (עקב רכישות ספטמבר לרגל החזרה לבתי הספר ומכירות דצמבר לרגל חג המולד וראש השנה האזרחית).

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

4.3.4. התקשרויותיה של החברה עם Marks & Spencer (M&S)[10]

החברה הנה אחת מחמש הספקיות הגדולות של M&S ומוכרת את מוצריה ל - M&S יותר מעשרים שנה, כאשר החברה מובילה במרבית הקטגוריות של המוצרים אשר מסופקים ל - M&S על ידה. M&S הינה אחת מהרשתות הקמעוניות המובילות בבריטניה בהלבשה תחתונה לגברים ולנשים וגרבי גברים. החברה מוכרת את מוצריה למחלקות השונות של M&S, כאשר אין תלות במכירות בין המחלקות השונות. מוצרי החברה נמכרים ב M&S תחת המותג הפרטי של M&S.

4.3.5. התפתחות המכירות ל- M&S במהלך השנים (במיליוני דולר)

1981	1990	1995	2000	2001	2002	2003	Q1 /2004
1.0	49	92	188	153	175	179	41

בשנות ה - 80 וה - 90 חל גידול משמעותי בהיקפי המכירות ל - M&S. הגידול במחזורי החברה בשנים 1997-2000, יוחס בעיקרו לגידול במכירות ל - M&S. בשנים 2000-2001, סבלה M&S ממכירות ורווחיות יורדות. החברה, כספק עיקרי ל - M&S, הושפעה מהירידה במחזוריה של - M&S, כמו גם מחולשת הליש"ט. בשנים 2002- 2004 גדלו המכירות ל - M&S, כאשר הגידול במכירות נובע מהתחזקות הלירה סטרלינג מול הדולר ומגידול בהיקפי המכירות ברוב הקטגוריות. לדברי הנהלת החברה, יש בכוונתה להקטין את תלותה ב - M&S. לדברי הנהלת החברה, לאור בקשת M&S לאחרונה לקבל הנחות נוספות מהחברה, החברה בשיתוף עם M&S יפעלו להגדיל את היקף המכירות ל - M&S ויבצעו התאמות במוצרים, על מנת למזער את הנזק לחברה.

4.3.6. התפלגות מכירות החברה ל - M&S עפ"י קטגוריות (במיליוני $)

קטגוריה	Q1 2004	Q1 2003
הלבשה תחתונה לנשים	15	13
בגדי תינוקות	7	7
גרביים	9	7
הלבשה תחתונה לגברים	4	4
לבוש לשעות הפנאי	6	3
סה"כ	41	34

[10] במהלך השנים האחרונות חלה ירידה משמעותית בדירוג של m&s ע"י s&p. בשנת 98' m&s דורגה ב- (AAA), בשנים 99'-2001 הדירוג היה (AA), בשנים 2001-2003 הדירוג היה (A)וכיום הדירוג הנו (BBB).

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

4.4. הסכמי סחר

ישראל נהנית כיום מהסכמי סחר חופשי עם ארה"ב, קנדה, האיחוד האירופי ו-EFTA. הסכמי סחר אלו מאפשרים לחברה למכור את מוצריה אשר יוצרו בישראל, לארה"ב, קנדה, חברות האיחוד האירופי וארצות EFTA, פטורים ממכסים ומכסות ייצור. ארה"ב הרחיבה את היתרונות של הסכם אזור הסחר החופשי ישראל-ארה"ב, לסחורות המעובדות בשטח ירדן, בה יש לחברה מתקני ייצור (כללי המקור קובעים חלק ישראלי וירדני, אשר יחד יהוו 35% לפחות, מעלות המוצר). עקב הסכם הסחר החופשי בין האיחוד האירופי למצרים, מוצרי החברה המיוצרים במצרים הנם פטורים ממכס בארצות האיחוד האירופי. מוצרי החברה המיוצרים בהונדורס, נהנים מהסכם סחר חופשי עם ארה"ב. החברה נהנית גם מהיטלים ומכסות המוטלים על מוצרים המיוצרים במזרח הרחוק, אך אינם ישימים למוצרי החברה המיוצרים מחוץ למזרח הרחוק. הפקת יתרונות מעמידה בכללי מקור היא שיקול מפתח בפריסת פעילויות החברה ובעלת השלכות משמעותיות על תחרותיות מוצריה, בענף בו שולי הרווח אינם גבוהים בד"כ ולמחיר חשיבות ניכרת בבידול מוצרים. בנוסף, מדינת ישראל נותנת לחברה מענקים, המפחיתים עלויות ההשקעה בציוד ורכוש קבוע.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

4.5. מתחרים

4.5.1. החברות המתחרות העיקריות של החברה

חברה	התפלגות המכירות בשנת 2003 (באחוזים)[11]
Delta Galil	7
Kellwood Company	25
Phillips-Van Heusen	16
Russell Corp.	13
Quicksilver	9
Oxford Ind.	8
Unifirst Corp.	6
HartMarx Corp.	6
Gildan Activewear	6
סה"כ	**100**

4.5.2. השוואת נתוניה הפיננסיים של החברה לחברות אמריקניות מתחרות בשנת 2003

(במיליוני דולרים)

	חברה	Kellwood	PVH	Unifirst	Delta-Galil
	דירוג S&P	BBB-	BB	לא מדורגת	לא מדורגת
הכנסות ורווחיות	הכנסות	2,346	1,582	597	580
	רווח תפעולי%	5.7%	3.7%	8.2%	6.3%
	רווח נקי%	3.0%	0.9%	4.5%	4.0%
	CAP-לEbitda	18.5%	7.0%	21.8%	15.3%
איתנות פיננסית	סך מאזן	1,292	1,439	515	451
	הון עצמי (כולל ז. מיעוט)	643	296	335	215
	הון עצמי למאזן	49.8%	20.6%	65%	47.8%
	חוב פיננסי	275	960	70	120
	חוב למאזן	21.3%	66.7%	13.6%	26.5%
	חוב ל-CAP	30.0%	76.4%	17.2%	35.7%
נזילות ונגישות	תיק נזיל למאזן	13.9%	9.3%	1.2%	3.9%
	תיק נזיל לחוב ז"ק	65.3		2.4	0.2
	ימי לקוחות	50	25	35	54
	ימי ספקים	35	20	36	43
	ימי מלאי	62	86	17	111
תזרים ויחסי כיסוי	Ebitda	170	88	88	51
	חוב ל-Ebitda	1.6	10.9	0.8	2.3
	תזרים שוטף	158	56	61	43

[11] מקור: הערכת הנהלת החברה.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

4.6. כ"א

נכון לדצמבר 2003 העסיקה החברה במתקניה השונים כ - 12,150 עובדים (11,900 בדצמבר 2002), מהם כ-10,000 בייצור (7,600 בדצמבר 2002). עובדי הייצור מהווים כ - 82% מסך עובדי החברה, נכון לדצמבר 2003, לעומת שיעור של 64% בדצמבר 2002.

4.6.1. ההתפלגות הגיאוגרפית של עובדי החברה

	12/2003	אחוזים	12/2002	אחוזים
מצרים	3,850	32	3,330	28
ישראל	2,930	24	2,860	24
ירדן	2,360	19	2,780	23
הונדורס	1,170	10	1,660	14
ארה"ב	780	6	520	4
קנדה	230	2	300	3
אחרים	830	7	450	4
סה"כ	12,150	100	11,900	100

עובדי החברה בישראל כפופים להסכמים קיבוציים בין ההסתדרות והמשרד לתיאום הארגונים הכלכליים (כולל התאחדות התעשיינים). בנוסף, ישנו הסכם קיבוצי לחברי התאחדות התעשיינים, אשר מסדיר את יחסי העבודה בתעשיות הטקסטיל וההלבשה. הסכם זה כולל את כל עובדי הטקסטיל של החברה. מעטים מעובדיה של חברת הבת האמריקנית, Delta Galil U.S.A, כפופים גם הם להסכם קיבוצי. רבים מהעובדים זכאים לבונוסים המתבססים על כמויות הייצור בכל יום נתון. החברה לא סובלת משיבושי עבודה משמעותיים כלשהם.

4.7. ניתוח חוזקות וחולשות

חוזקות	חולשות
מגוון קווי מוצרים , כולל מוצרים חדשניים (SeamFree)	היעדר מותג (BRAND) בינ"ל משמעותי
התמקדות במוצרים בעלי שולי רווח גבוהים ובשווקים בהם שולי הרווח גבוהים	
לקוחות אסטרטגים מובילים מפלחים שונים	תלות גבוהה בשלושה לקוחות מרכזיים
צמצום תלות ב M&S	
ההתקשרות עם הלקוחות הינה לאורך זמן	אין חוזים חתומים
סיכוני גביה נמוכים יחסית (חלקם מובטחים בביטוח אשראי)	מקרה K-Mart, המשביר לצרכן
פוטנציאל התפתחות רב (בקרב לקוחות קיימים וללקוחות חדשים) והשקעה מתמדת במו"פ	
פיזור גיאוגרפי (בעיקר ארה"ב ואירופה)	חשיפה לשינויים בחקיקה הבינ"ל, היטלים, מגבלות ייצוא, מדיניות מיסוי
ניצול כללי מקור ואזורי סחר חופשי (ראה פירוט בהמשך)	חברה ישראלית הפועלת בשוק בינ"ל
יכולת לוגיסטית מפותחת (מנהלים מחסנים לוגיסטיים בבריטניה וארה"ב)	
גמישות תפעולית בשל פריסת אתרי ייצור ושימוש בקבלני משנה	
כוח עבודה זול ומיומן	
אין תלות בספקים	

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

4.8. בעלות, מבנה השליטה והרכב הדירקטוריון

4.8.1. בעלי שליטה

בעל השליטה	% הון
לאוטמן דב – יו"ר דירקטוריון	25.2
Sara Lee International[12]	23.1
טיברג ארנון – מנכ"ל	2.7
וינוקור עמיאור - דירקטור	0.3
דוברת אהרון- דירקטור	0.1
Harvey M. Krueger- דירקטור	0.03
ציבור	42.22
סה"כ	**100.0**

4.8.2. הרכב הדירקטוריון

שם	תפקיד	הערות
מר דב לאוטמן	יו"ר דירקטוריון	
Mr. J. Randall White	דירקטור	נציג Sara Lee
מר אהרון דוברת	דירקטור	
Mr. R. Henry Kleeman	דירקטור	נציג Sara Lee
Mr. Harvey M. Krueger	דירקטור	
מר גיורא מורג	דח"צ, חבר בוועדת הביקורת	
מר נועם לאוטמן	דירקטור	
מר דן פרופר	דירקטור	
מר זלמן שלו	דירקטור, חבר בוועדת הביקורת	
מר עמיאור וינוקור	דירקטור, חבר בוועדת הביקורת	
Ms. Ann E. Ziegler	דירקטורית	נציגת Sara Lee
מר אמנון נויבך	דח"צ, חבר בוועדת הביקורת	

[12] Sara Lee Corporation- הינו יצרן ומשווק עולמי של מותגי מוצרי צריכה איכותיים. מרכזה של חברת Sara Lee הוא בשיקאגו והיא פועלת ביותר מ - 40 ארצות ברחבי העולם ומשווקת מותגיה ביותר מ - 140 ארצות. Sara Lee מעסיקה כ - 140,000 עובדים ברחבי העולם. מחזורי המכירות השנתיים שלה עולים על 20 ביליוני דולרים. פעילויותיה כוללות חמישה קווי פעילות עיקריים: Sara Lee Foods, Coffee and Tea, Household and Body Care, Food Services, Branded Apparel.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

4.9. ניהול ואסטרטגיה

4.9.1. נושאי משרה בכירה

שם	תפקיד
מר דב לאוטמן	יו"ר מועצת המנהלים
מר ארנון טיברג	נשיא ומנכ"ל החברה
מר יוסי חג'ג'	סמנכ"ל כספים
מר אבירם להב	סמנכ"ל בכיר, מנהל חטיבת US UPPER MARKET
Mr. Michael Fitzgerald	סמנכ"ל בכיר, מנהל חטיבת US MASS MARKET
מר יחיאל נאור	סמנכ"ל בכיר, מנהל חטיבת התשתיות
מר עימאד תלחמי	סמנכ"ל בכיר, מנהל חטיבת אירופה
מר איתן שטיאסני	סמנכ"ל בכיר, מנהל חטיבת הגרביים
גב' אסתר מעוז	סמנכ"לית בכירה לפיתוח ושיווק

4.9.2. עיקרי האסטרטגיה העסקית וניהולית

- הגדלת מכירות ללקוחות גדולים קיימים - החברה שואפת להגדיל מכירות המוצרים הקיימים ולהרחיב את הצגת קבוצות המוצרים החדשות ללקוחות קיימים. החברה מאמינה כי תמהיל המוצרים הרחב המוצע על ידה, הדגש על שירות ללקוח ואמינות, מספקים לה יתרון תחרותי במצב בו מרכזים קמעונאים את רכישותיהם ממספר קטן של ספקים. לדוגמא, M&S, הלקוח הגדול ביותר של החברה, אינה מגייסת כמעט ספקים חדשים, אלא מגבירה רכישותיה מספקים קיימים. החברה מתכוונת להמשיך לנצל מגמה זו לטובתה, ע"י הרחבת היקף יחסיה עם לקוחותיה הקיימים.
- שימת דגש על מוצרים שאותם יכולה החברה למכור בשולי רווח גבוהים - החברה כיום מתמקדת במוצרים בעלי שולי רווח גבוהים. החברה השיקה סדרת הלבשה תחתונה הנמכרת בשולי רווח גבוהים אשר כוללת: חזיות, כותנות לילה, הלבשה תחתונה תומכת והלבשה תחתונה ללא תפרים. החברה מוסיפה לפתח מוצרים חדשים אשר ימכרו בשולי רווח גבוהים יחסית, כגון מוצרים אשר ישתמשו במיקרו- סיבים. כמו כן החברה מעמיקה את פעילותה התחום הגרביים בו שולי הרווח הינם יחסית גבוהים.
- פיתוח יחסים עם לקוחות נבחרים חדשים - החברה שואפת לפתח יחסיה עם לקוחות חדשים גדולים אשר מוכרים מוצרים בעלי איכות גבוהה. הלקוחות החדשים נכון לדצמבר 2003 הינם Warner (ארה"ב), Puma, Polo ו- Levi's (אירופה). החברה שואפת להיות ספק אסטרטגי לכל אחד מלקוחותיה. אם להערכת החברה, לא תעלנה מכירותיה ללקוח פוטנציאלי על מינימום מסוים (בד"כ, מיליון דולר לשנה), החברה תעדיף לוותר על ההתקשרות עימו. יתכן כי בעתיד, תשקול החברה חדירה לשוקי המזרח הרחוק (יפן, למשל). החברה מעריכה כי גם באזורים בהן היא פועלת כעת, ביכולתה לאתר לקוחות חדשים.
- שיפור מתמיד ביעילות הייצור - החברה מתמידה בחיפושיה להגדלת יעילות הייצור ע"י העברת פעילויות עתירות עבודה לארצות בהן עלויות העבודה נמוכות, העמקת האוטומציה בתהליכי הייצור והצגת טכנולוגיות ייצור חדשות. החברה מתכננת להקים גם מפעל בתאילנד.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

- מיקור חוץ בלעדי - מכונות התפירה עליהן עובדים קבלני המשנה שייכות לחברה, על מנת להבטיח קשר ארוך טווח עימם. כמו כן, הפיזור הגיאוגרפי הנרחב, מקל גם על יכולותיה של החברה להתמודד עם תקלות ושיבושים (כגון עיצומי מכס ושביתות) ללא קשיים.
- איתור רכישות אסטרטגיות - במהלך שנת 2000, השלימה החברה את רכישותיהן של Dominion Hosiery Mills ו-Wundies Industries. בשנת 2001, רכשה החברה את חברת Inner Secrets ובשנת 2003 רכשה החברה את Auburn. החברה מנסה לאתר מועמדות נוספות לרכישות אסטרטגיות, אשר תשלמנה את קווי המוצרים ותרחבנה את קהל הלקוחות שלה. החברה עשויה גם לבחון אפשרויות רכישה מתאימות באירופה. כיום, לחברה נוכחות משמעותית בבריטניה ובהולנד בלבד. החברה מעריכה, כי נוכחותה בשווקי מפתח באירופה המתאפיינים ברמות חיים גבוהות (גרמניה, אוסטריה, שוויץ, צרפת וספרד), עדיין אינה מספקת.
- הרחבת פעילות החברה בשוק ה - Mass Market - החברה מעוניינת להעמיק את חדירתה לפלח שוק זה, ע"י שימוש ביכולות השיווק וההפצה שלה ובסיוען של החברות שנרכשו, אשר פעילותן מתמקדת ב Mass Market האמריקאי. יכולתה של החברה לספק לשוק ה- Mass Market מוצרים באיכות של מותג (כתוצאה מעבודתה עם DKNY, Victoria's Secret וכו'), נתפסת כיתרון משמעותי בעיני הלקוחות. בשנים האחרונות שולי הרווח בשוק ה - Mass Market, עולים על אלו שב - Upper Market.
- פיזור פעילויות נאות בין מותגים לתוויות פרטיות – החברה מעוניינת להיות בעלים של מותגים. רכישת Auburn הינה הצעד הראשון שנוקטת החברה בכיוון זה. עם זאת, החברה פועלת כיום בעיקר ע"י PL ולא באמצעות מותג.
- השקעה במו"פ - החברה מקפידה להשקיע באופן מתמשך במחקר ופיתוח. החברה משקיעה כ - 4% מהכנסותיה השנתיות בפיתוח טכנולוגיות חדשות לבדים וביצירת עיצובים חדשניים.

4.9.3. עסקאות רכישה

רכישת Auburn Hosiery Mills מחברת Kellwood

ב - 16.11.03, השלימה החברה את רכישת Auburn Hosiery Mills Inc. מחברת Kellwood. לחברה הנרכשת פעילויות בארה"ב ובאירופה. Auburn מייצרת, משווקת ומוכרת גרבי ספורט ממותגות, תחת רישיונות בלעדיים מהמותגים: Wilson (אשר פעילותה מוכרת בעולם הטניס במיוחד), Converse (מותג מוביל בעולם הכדורסל) בארה"ב ובאירופה ו-Coca-Cola באירופה. Auburn מייצרת ורוכשת גרביים מקבלני משנה בארה"ב, מקסיקו ואירלנד ומוכרת בצפון אמריקה ובאירופה. Wal-Mart הינו הלקוח המרכזי של Auburn בארצות הברית. מכירות Auburn בשנת 2003 הסתכמו בכ - 55 מיליוני דולר (כ - 9% מהמחזור הכולל של דלתא. דלתא מכרה גרביים בסך של 93 מיליון דולר בשנת 2003). Auburn העסיקה כ - 400 עובדים.

מטרת הרכישה הינה חיזוק עסקי הגרביים של החברה, כתוצאה מ: צירוף מותגים לקטגוריה בנוסף לקווי המוצרים הקיימים, כניסה ל- Mass Market בקטגורית הגרביים ושדרוג יכולות השיווק בתחום, בארצות הברית ובאירופה. כניסה זו, באה בעקבות רכישה בתחום הגרביים שביצעה החברה בראשית שנת 2000, עת רכשה את Dominion Hosiery Mills הקנדית. הרכישה צפויה להעמיק את יחסי העבודה של החברה עם Wal-Mart ע"י

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

הוספת קו גרבי הספורט. Auburn מכרה ל- Wal-Mart גרביים בשווי כולל של כ - 35 מיליון דולר בשנת 2003. החברה מאמינה כי רכישת Auburn תתרום גם לפעילות האירופית של החברה בתחום הגרביים, ע"י הוספת מותגים למגוון ה- Private Labels שהחברה מוכרת ללקוחות אירופאים כיום.

Kellwood כבר החלה בצעדי ארגון מחדש של עסקי Auburn באירופה טרם הרכישה והחברה המשיכה בתהליך זה. החברה סגרה את כל מפעלי הייצור שהיו ל Auburn ופיטרה את רוב עובדיה, כאשר הייצור כיום בגין פעילות זו נעשה במפעלי הייצור של החברה בטורקיה, בולגריה וישראל. עלות הרכישה הסתכמה בכ- 17 מיליון דולר.

רכישת Inner Secrets

ב-05.01.2001, השלימה החברה, באמצעות חברת הבת שלה Wundies Industries Inc, את רכישת Inner Secrets Inc והחברות הבנות שלה. נכון ל-31.12.2001, מוזגו Wundies Industries ו-Inner Secrets לחברה חדשה בשם Delta Galil USA Inc. חברת Inner Secrets ממוקמת בניו ג'רזי ועוסקת בייצור ושיווק חזיות והלבשה תחתונה לנשים, תחת תוויות פרטיות. רכישה זו, חזקה את מעמדה של החברה בשוק החזיות. החברה מעריכה כי בשוק זה גלומות אפשרויות גידול משמעותיות נוספות. בעת הרכישה, ייצרה Inner Secrets את מוצריה במפעלה שברפובליקה הדומיניקאנית (אשר נסגר במהלך הרבעון הראשון של שנת 2002) והשתמשה בקבלני משנה במזרח הרחוק (כולל הונג-קונג, סין העממית, אינדונזיה ובנגלדש, גוויאנה, מקסיקו, האיטי וקולומביה). ל-Inner Secrets היה גם מרכז הפצה ב- Harrison, New Jersey. בתמהיל הלקוחות של Inner Secrets היו לקוחות איכותיים רבים. שווקי היעד למוצרי החברה כללו בעיקר את שוק ה Mass Market, כולל לקוחות כגון - Target, Wal-Mart ו-Kmart. רכישתה של Inner Secrets נתנה לחברה אפשרות להעמקת חדירתה לשוק הMass Market האמריקני והשלימה עסקאות קודמות של החברה, בהן נרכשו חברות ששוק היעד שלהן הינו שוק ה - Mass Market .

בתמורה לכל הון המניות של Inner Secrets, שילמה החברה 48.7 מיליון דולרים במזומן, מהם 14.4 מיליון דולר להסדרת חובות לבנקים וחובות אחרים, וכן מניות רגילות בערך של 5.9 מיליון דולר (454,020 מניות רגילות אשר הוערכו ב-13.05$ למניה). ערך המוניטין שיוחס לרכישת Inner Secrets הסתכם בכ- 24.3 מיליון דולרים. במהלך אפריל 2003, שילמה החברה 2 מיליון דולרים נוספים כהתאמה למחיר המכירה. מחיר המכירה נקבע כשווה לארבע פעמים ה-EBITDA של Inner Secrets, כפוף להתאמות מסוימות לשנה שנסתיימה ב - 31.12.2000, בניכוי ההתחייבויות לבנקים והלוואות אחרות נכונות לאותו תאריך. בהתבסס על תוצאות פעילויותיה של Delta Galil USA בשנת 2003 ובהתאם להסכם, החברה שילמה לבעלי המניות של Inner Secrets 6.7 מיליון דולר נוספים באפריל 2004.

רכישת Wundies

ביום ה-11.09.2000, השלימה החברה את רכישת Wundies Industries Inc, חברה אמריקנית והחברות הבנות שלה. Wundies יצרה הלבשה וביגוד תחתונים לנשים וכותנות לילה לילדות. בעת הרכישה, היו מפעליה של Wundies ממוקמים בפנסילבניה ובהונדורס. כמו כן, השתמשה Wundies בשירותיהם של קבלני משנה במזרח

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

הרחוק, מקסיקו ואל-סלבדור. עם רכישתה של Wundies זכתה החברה בכושר ייצור משמעותי ובתשתיות שיווק והפצה קיימות ומוכחות בצפון אמריקה. רכישה זו, סייעה לחברה להגדיל פעילויותיה בשוק הצפון-אמריקני. יתרה מזו, הרכישה עזרה לחברה בבניית עסקיה במגזר ה - Mass Market עם לקוחות כגון Wal-Mart, Kmart Target, JC Penney ו-Mervyns .

בתמורה למניות Wundies , קיבלו בעלי המניות שלה 1,305,050 מניות רגילות של החברה (מייצגות 6.5% מהון המניות המונפק של החברה לאחר הרכישה, על בסיס דילול מלא). מחיר הרכישה הכולל עמד על 29.13 מיליון דולר, כולל הוצאות הנפקה ורכישה של 977 אלף דולר. 79,079 מניות רגילות מאלו שהועברו, הוקצו לאחדים מעובדיה של Wundies, עפ"י דרישת מוכרי המניות. עודפי עלות הרכישה (מעבר לשווים ההוגן של הנכסים הנקיים בתאריך הרכישה, בסך של כ-15.6 מיליון דולר) יוחסו למוניטין.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

5. סיכון פיננסי

כל הנתונים באלפי $ (אלא אם צוין אחרת). הסקירה הפיננסית נעשתה על סמך דוחות כספיים לתקופה 1-6/2004 כפי שפורסמו (הנתונים לא נסקרו ובוקרו על ידי רו"ח) ועל סמך דוחות כספיים לשנת 2003 שנסקרו ובוקרו על ידי משרד PWC.

5.1. הכנסות ורווחיות

	1-6/2004	1-6/2003	2003	2002	2001
מכירות	310,595	277,941	580,130	567,298	558,763
שעור השינוי	11.7%		2.3%	1.5%	28.6%
רווח גולמי	60,902	56,421	113,752	110,560	103,037
שיעור רווח גולמי	19.6%	20.3%	19.6%	19.5%	18.4%
רווח תפעולי	13,305	19,991	36,816	27,768	22,207
שיעור רווח תפעולי	4.3%	7.2%	6.3%	4.9%	4.0%
EBITDA	21,120	27,440	51,346	41,850	36,153
EBITDA להכנסות	6.8%	9.9%	8.9%	7.4%	6.5%
הוצ' מימון, נטו	3,155	3,410	5,637	5,456	4,751
שיעור הוצ' מימון, נטו	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו	958	252	252	960	463
רווח לפני מס	11,108	16,833	31,431	23,272	17,919
שיעור רווח לפני מס	3.6%	6.1%	5.4%	4.1%	3.2%
חלק המיעוט , נטו	(728)	(302)	(439)	(1,025)	(729)
רווח (הפסד) נקי	7,836	12,676	23,352	16,626	11,424
שיעור הרווח הנקי	2.5%	4.6%	4.0%	2.9%	2.0%
תשואה להון	7.3%	11.9%	11.2%	8.2%	5.7%
תשואה ל- CAP	4.4%	7.9%	7.0%	5.0%	3.5%
EBITDA ל- CAP	12.0%	17.0%	15.3%	12.6%	11.2%
רווח תפעולי ל CAP	7.5%	12.4%	11.0%	8.4%	6.9%

- במהלך השנים האחרונות (2000-6/2004) מכירות החברה גדלו בכ - 43%, כאשר עיקר הגידול נובע מהגדלת המכירות לשוק האמריקאי. הגדלת פעילות החברה נעשתה באמצעות רכישת מספר חברות אשר פעילות בעיקר בשוק ה - Mass Market האמריקאי.
- במקביל לגידול במכירות, גדלו גם שיעורי הרווחיות של החברה. שיעור ה - Ebitda ל - Cap גדל משיעור של 11.2% בשנת 2001 לשיעור של 15.3% בשנת 2003. הגידול בשיעורי הרווחיות נובע מהעברת פעילויות עתירות הון אנושי למוקדי ייצור זולים וע"י כך הוזלת עלות העבודה; מהתמקדות במוצרים בעלי רווחיות גבוהה (הלבשה תחתונה לנשים, בעיקר), מהתמקדות במגזרי פעילות רווחיים יותר (גרביים) ושווקים רווחים יותר (Mass Market).
- במחצית הראשונה של שנת 2004 חלה הרעה מסוימת בשיעורי הרווחיות של החברה, אשר נבעה מעלויות הובלה גבוהות יותר ומהוצאות פרסום גבוהות יותר, לאור הרחבת הפעילות בארץ ומירידה במכירות לשוק ה-Mass Market האמריקאי. שיעור ה - Ebitda ל - Cap קטן משיעור של 17% במחצית הראשונה של שנת 2003 לשיעור של 12% במחצית הראשונה של שנת 2004. אולם, יש לציין, כי שיעורי הרווחיות של החברה כיום דומים לשיעורים בשנים 2002-2003. לדברי הנהלת החברה, המחצית השנייה של שנת 2004 עשויה להגדיל את הכנסות החברה ולשפר את רווחיותה, בדומה לשנים עברו, בהן תוצאות המחצית השנייה של השנה טובות יותר מהמחצית הראשונה.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

5.2. איתנות פיננסית, מבנה החוב ויעילות מימונית

	1-6/2004	1-6/2003	2003	2002	2001
מאזן	470,011	423,501	450,884	441,058	424,965
הון עצמי (כולל ז. מיעוט)	221,740	209,192	215,541	201,331	201,876
הון עצמי למאזן	47.2%	49.4%	47.8%	45.6%	47.5%
חוב פיננסי לז"ק	107,078	93,202	104,996	106,670	93,924
חוב פיננסי לז"א	24,366	19,707	14,709	24,180	26,456
סה"כ חוב פיננסי	131,444	112,909	119,705	130,850	120,380
חוב פיננסי להון עצמי	59.3%	54.0%	55.5%	65.0%	59.6%
חוב פיננסי לסך המאזן	28.0%	26.7%	26.5%	29.7%	28.3%
נכסים נזילים	6,514	3,481	17,699	14,491	12,762
חוב נטו (בניכוי נכסים נזילים)	124,930	109,428	102,006	116,359	107,618
חוב נטו למאזן נטו	27.0%	26.1%	23.5%	27.3%	26.1%
חוב לז"ק לסך חוב פיננסי	81.5%	82.5%	87.7%	81.5%	78.0%
CAP	353,184	322,101	335,246	332,181	322,256
CAP נטו	346,670	318,620	317,547	317,690	309,494
חוב ל-CAP	37.2%	35.1%	35.7%	39.4%	37.4%
חוב ל- CAP, נטו	36.0%	34.3%	32.1%	36.6%	34.8%

- היקף החוב הפיננסי של החברה הנו יציב. שיעור החוב הפיננסי מהמאזן הנו 28% ביוני 2004 (בדומה לשיעור בדצמבר 2001) ויחס החוב ל - CAP הנו 37% (בדומה לשיעור בדצמבר 2001).
- בשנים האחרונות חלה עליה מסוימת בחלקו של החוב הפיננסי לזמן קצר מסך החוב הכולל. בשנת 2001 החוב הפיננסי לזמן קצר היווה כ - 78% מהחוב הכולל, לעומת שיעור של 81% ביוני 2004. החברה מלווה חוב בעיקר לזמן קצר (עד 3 חודשים), על מנת לשמור על גמישות בניהול המזומנים.
- את הגידול המתון בהון העצמי ניתן לייחס לגידול ברווח הנקי, בלבד. בספטמבר 2001 אישרה מועצת המנהלים של החברה תוכנית לרכישת מניותיה הרגילות מבעלי המניות בסכום של עד 3 מיליון דולר, תוך 12 חודשים. עד תום שנת 2002, השלימה החברה רכישת 378,000 ממניותיה הרגילות (במחיר ממוצע של 7.9 דולר למניה). בדצמבר 2002, השלימה החברה בהצלחה Self-Tender Offer, אשר במהלכה רכשה 565,000 מניות רגילות במחיר של $11 למניה (סה"כ כ- 6.2 מיליון דולר).
- בשנת 2003 החברה חילקה דיבידנד בסך של 9.5 מיליון דולר, אשר מהווים כ - 40% מהרווח הנקי של החברה. בנוסף, במחצית הראשונה של שנת 2004 החברה חילקה דיבידנד בסך של 4.2 מיליון דולר, אשר מהווים כ - 54% מהרווח הנקי של החברה. לדברי הנהלת החברה, לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד מגובשת. בפועל, החברה מחלקת בין 40% - 50% מהרווח הנקי בשנה.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל. 03-6440725 • פקס. 03-6440746

5.3. נזילות ונגישות

2001	2002	2003	1-6/2003	1-6/2004	
12,762	14,491	17,699	3,481	6,514	יתרת מזומן
5.1%	5.5%	6.7%	1.4%	2.3%	יתרת מזומן/ רכוש שוטף
1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	יחס שוטף
0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	יחס מהיר
84,640	95,601	85,723	76,178	91,601	לקוחות
33.6%	36.4%	32.5%	30.5%	32.3%	לקוחות לרכוש שוטף
55	62	54	50	54	ימי לקוחות
132,987	133,363	142,984	142,345	165,417	מלאי
52.8%	50.8%	54.1%	56.9%	58.3%	מלאי לרכוש שוטף
107	107	111	117	121	ימי מלאי
59,064	61,788	54,464	52,937	64,894	ספקים
47.3	49.4	42.6	43.6	47.4	ימי ספקים
74,020	67,945	56,612	76,750	73,270	הון חוזר
17.4%	15.4%	12.6%	18.1%	15.6%	הון חוזר למאזן

- להערכת מעלות, נגישותה של החברה לשוק ההון גבוהה מהממוצע.
- ימי הלקוחות של החברה נעים בין 52 - 62 יום, כאשר ימי הלקוחות של M&S הנם כ- 28 יום, ושל Wall Mart ו - Target הנם כ- 60 יום. לדברי הנהלת החברה, מעגלי הגבייה של החברה הנם מהירים ורמת וודאותם גבוהה.
- ימי הספקים של החברה הנם יציבים בשנים האחרונות.
- לחברה מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ - 100 מיליון דולר, נכון לדצמבר 2003 וכל נכסי החברה משועבדים בשעבוד שוטף לבנקים הממנים את פעילות החברה.

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746

5.4. תזרים מזומנים ויחסי כיסוי

2001	2002	2003	1-6/2003	1-6/2004	
36,153	41,850	51,346	27,440	21,120	Ebitda
120,380	130,850	119,705	112,909	131,444	חוב פיננסי
107,618	116,359	102,006	109,428	124,930	חוב פיננסי נטו
4,751	5,456	5,637	3,410	3,155	הוצאות מימון
28,854	32,384	33,000	15,941	15,015	תזרים פרמננטי (FFO)
3.3	3.1	2.3	2.1	3.1	חוב פיננסי / Ebitda
3.0	2.8	2.0	2.0	3.0	חוב פיננסי נטו / Ebitda
7.6	7.7	9.1	8.0	6.7	Ebitda / הוצ' מימון
4.2	4.0	3.6	3.5	4.4	חוב פיננסי /FFO
3.7	3.6	3.1	3.4	4.2	חוב פיננסי נטו /FFO
32,889	26,281	42,861	19,702	(5,525)	תזרים שוטף
(45,895)	(19,746)	(18,405)	(6,714)	(13,243)	תזרים מפעילות השקעה
(12,824)	(15,643)	(7,735)	(7,152)	(6,805)	מזה :השקעה ברכוש קבוע נטו
17,135	(4,806)	(21,248)	(23,998)	7,583	תזרים מפעילות מימון
13,978	3,162	25,630	7,641	(16,572)	תזרים פנוי
7.7	36.8	4.0	28.6	-15.1	חוב נטו / תזרים פנוי
8.6	41.4	4.7	29.6	-15.9	חוב / תזרים פנוי
3.9	1.6	5.5	3.2	-4.3	(תזרים פנוי+ מימון)/מימון

- יחסי הכיסוי של החברה הנם יציבים. יחס החוב ל - FFO של החברה הנו 4.4, נכון ליוני 2004 ויחס החוב ל-Ebitda הנו 3.1. להערכת מעלות, יחסי הכיסוי של החברה הנם טובים.
- בחינת תזרימי המזומנים של החברה מראה כי חלה הרעה בתזרים השוטף של החברה במחצית הראשונה של שנת 2004, אשר נבעה מגידול ביתרות המלאי של החברה. לדברי הנהלת החברה, הגידול במלאי נובע מגידול צפוי במכירות ומגידול בצבר ההזמנות של לקוחות החברה.
- החברה השקיעה ברכוש קבוע כ - 15 מיליון דולר בשנת 2003 וכ - 4 מיליון דולר ברבעון הראשון של שנת 2004 (לפני מענקי השקעה), מתוכם 5 מיליון דולר הנו בגין עיבוי תשתיות במפעלים קיימים, 5 מיליון דולר בגין מפעלים לייצור גרביים בבולגריה וישראל והשאר להשקעות שוטפות, בעיקר באירופה. לדברי הנהלת החברה, השקעות החברה מסתכמות בכ - 7 מיליון דולר בשנה (לא כולל רכישת פעילויות או חברות נוספות).

בניין "טופ דן" רח' פנחס רוזן 72, תל אביב 69512 טל.03-6440725 • פקס.03-6440746