



2 דצמבר, 2003

דלתא גליל בע"מ

עדכון בהתבסס על הדוחות הכספיים לרבעון השלישי של שנת 2003

החזק
מחיר יעד: 74.5 ש"ח

שנה	מכירות		רווח גולמי		רווח תפעולי		רווח נקי	
	מיל' \$	%	מיל' \$	%	מיל' \$	%	מיל' \$	%
2002A	567.3	19.5	110.6	4.9	27.8	16.6	2.9	
2003E	589.5	20.0	117.7	6.4	37.4	24.0	4.1	
2004E	672.5	20.4	137.0	6.1	41.0	25.6	3.8	

נתוני שוק (01.12.2003)

שווי שוק (מיל' \$)	305.0
הון עצמי (מיל' \$)	210.0
מכפיל הון	1.45
שער מנייה נוכחי	74.9
שער מנייה נמוך (12 חודשים)	39.7
שער מנייה גבוה (12 חודשים)	76.8
מכפיל רווח (4 רבעונים)	13.2

בעלי עניין

שם	%
דב לאוטמן	34.6
Sara Lee	23.0
Wafra Adv. Inv. Group	6.1
ארנון טיברג	2.7
אחרים	33.6

נקודות עיקריות

- התוצאות הכספיות של דלתא לרבעון השלישי היו מאכזבות. החברה הציגה הכנסות ושיעורי רווחיות נמוכים משמעותית מהתחזית שלנו.
- מכירות החברה ברבעון השלישי ירדו בשיעור של 2.1% לעומת הרבעון המקביל, בעיקר הודות להמשך החולשה במכירות לפלח השוק העליון בארה"ב וירידה מכוונת במכירות לרשת K-Mart.
- הפסקה מכוונת של מכירה ללקוחות קטנים וירידה במכירות לויקטוריה סיקרט גררו ירידה חדה של 26% במכירות דלתא בפלח השוק העליון בארה"ב. להערכתנו, הפניית כל המשאבים למספר לקוחות מצומצם בשילוב התאוששות כלכלית בארה"ב, צפויה לאפשר לדלתא להציג גידול משמעותי במכירות תוך שיפור ניכר בשולי הרווחיות של פעילות זו כבר ב-2004.
- החלטת הממשל האמריקאי על הגבלת יבוא מוצרי הלבשה מסין סותמת בשלב זה את הגולל על תכניות החברה להקמת מפעל בסין, אשר יועד לסייע לפעילות החברה בפלח השוק העליון.
- מכירות החברה לשוק העממי, בנטרול K-Mart, צפויות לעמוד בתחזית ולגדול השנה בשיעור של כ-25%.
- רכישת חברת אאוברן צפויה לחזק את מעמדה של דלתא כספקית מובילה לרשת וול מארט ולתרום תרומה חיובית לרווח למנייה של החברה בסיכום 2004.
- גידול צפוי במכירות ככלל ובפלח השוק העליון עתיר ההון בפרט, רכישת חברת אאוברן וסגירת פעילות הייצור בסקוטלנד צפויים לאפשר לחברה לשפר את שיעורי הרווחיות שלה בשנת 2004.
- היוון תזרים המזומנים התפעולי החופשי העתידי של החברה בשיעור היוון של 8.8%, מבטא, לאחר ניכוי התחייבויות פיננסיות נטו, שווי של 311 מיליון דולר לחברה ממנו נגזר מחיר יעד של 74.5 ש"ח למנייה. מחיר יעד זה, הנו נמוך ב-1% ממחיר המנייה הנוכחי בבורסה. בהתאם, אנו מורידים את המלצתנו למניית דלתא גליל ל'החזק'.

תיאור החברה

דלתא גליל הינה חברת הטקסטיל הגדולה בישראל ואחת מיצרניות המותג הפרטי הגדולות בעולם. החברה עוסקת בייצור ושיווק מותגים פרטיים בתחומי הלבשה תחתונה לנשים וגברים, גרביים, חולצות, בגדי תינוקות, הלבשה לשעות הפנאי, ייצור ושיווק בדים סרוגים, צביעה, אשפרה וסרטי גומי. למעלה מ- 90% מסך המכירות של החברה הנו מופנה לייצוא.

ניתוח תוצאות עסקיות

נתונים כספיים מאוחדים (במיל' דולר)

Q302		Q303		
100.0%	151,925	100.0%	148,689	מכירות
78.2%	118,837	80.0%	119,022	עלות המכירות
21.8%	33,088	20.0%	29,667	רווח גולמי
10.4%	15,735	10.8%	16,070	הוצאות מכירה ושיווק
4.4%	6,677	3.0%	4,494	הוצאות הנהלה וכלליות
0.0%	2	0.0%	-48	רווח הון ממימוש רכוש קבוע
7.0%	10,678	6.1%	9,055	רווח תפעולי
0.9%	1,347	0.6%	914	הוצאות מימון נטו
0.0%	0	0.0%	0	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
6.1%	9,331	5.5%	8,141	רווח לפני מס
1.7%	2,515	1.5%	2,227	הוצאות מסים
4.5%	6,816	4.0%	5,914	רווח לאחר מס
0.0%	68	0.0%	34	חלק ברווחי חברה כלולה
-0.2%	-247	0.0%	63	זכויות המיעוט
4.4%	6,637	4.0%	6,011	רווח נקי

חברת דלתא פרסמה תוצאות מאכזבות לרבעון השלישי של השנה, אשר הפגיעו לרעה הן בשורת ההכנסות והן בשיעורי הרווחיות.

- הכנסות** חברת דלתא ברבעון השני הסתכמו ב- 148.7 מיליון דולר, ירידה של 2.1% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. ירידה זו נובעת מהמשך הירידה החדה במכירות לפלח השוק העליון בארה"ב ומירידה מתונה במכירות לפלח השוק העממי בעקבות ירידה מתוכננת במכירות לרשת K-Mart. הירידה במכירות היתה עלולה להיות תלולה בהרבה לולא תרומת שערי החליפין, אשר בעקבות התחזקות הפאונד, האירו והשקל מול הדולר אפשרה לחברה להציג גידולים מרשימים בפעילות מול מרקס אנד ספנסר, השוק האירופאי והשוק המקומי.
- הרווח הגולמי** של החברה ברבעון השני הסתכם ב- 29.7 מיליון דולר, ירידה של 10.3% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. ירידה זו נובעת מנתוני השוואה קשים לעומת הרבעון המקביל, אשר היה חריג לטובה, מהמשך הירידה החדה במכירות פלח השוק העליון המאופיין בהוצאות ייצור קבועות גבוהות ומעיקוב בהשלמת העברת הפעילות להונגריה. גורמים אלה קוזזו על ידי סביבת שערי חליפין טובה ותהליכי התייעלות ומבנה ארגוני חדש אותם יישמה החברה. שיעור הרווח הגולמי של החברה ברבעון השני ירד ל- 20.0% לעומת 21.8% ברבעון המקביל.
- הרווח התפעולי** של החברה הסתכם הרבעון ב- 9.1 מיליון דולר עם שיעור רווח תפעולי של 6.1%, ירידה של 15.2% במכירות לעומת הרבעון המקביל אשתקד בו עמד הרווח התפעולי של החברה על 10.7 מיליון דולר עם שיעור רווח תפעולי של 7.0%. ירידה זו נובעת מירידת הרווח הגולמי אשר קוזזה במעט על ידי ירידת שיעור ההוצאות התפעוליות של החברה ל- 13.8% לעומת 14.8% ברבעון המקביל. עם זאת, אם מביאים בחשבון כי הוצאות ההפעלה ברבעון המקביל כללו הוצאה בסך 1.5 מיליון דולר בגין הפרשה

לחובות מסופקים ואילו התוצאות של הרבעון האחרון נהנו מתוספת רווחיות בסך 1.5 מיליון דולר בגין השפעת שערי החליפין התמונה המתקבלת היא עגומה יותר.

- בעקבות ירידת הרווח התפעולי רשמה החברה ברבעון ירידה של 9.4% ברווח הנקי אשר הסתכם ב- 6.0 מיליון דולר.
- מבט אופטימי יותר על תוצאות החברה ניתן לקבל בדוח תזרים המזומנים של החברה. כך, למרות הירידה ברווח הנקי, רשמה החברה ברבעון השלישי עלייה של 19% בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת לרמה של 10.5 מיליון דולר.
- החברה ממשיכה להפגין איתנות פיננסית מרשימה עם הון עצמי המממן כ- 50% מסך המאזן של החברה. איתנות פיננסית זו צפויה לסייע לחברה בביצוע רכישות נוספות בעתיד.
- חברת דלתא הודיעה על חלוקת דיבידנד בסך של כ- 2.4 מיליון דולר, המהווים 13 סנט למנייה.

ניתוח פעילות:

מרקס אנד ספנסר

מכירות דלתא למרקס אנד ספנסר גדלו ברבעון השלישי בשיעור של 5% והסתכמו בסך של 44.5 מיליון דולר. גידול זה נובע בעיקר מעלייה אפקטיבית בשיעור של 5.4% אותו רשם מטבע הפאונד מול הדולר, כך שבמונחי פאונד רשמה החברה ירידה זניחה במכירות.

כך, לאחר גידול של כ- 9% במונחי פאונד אותו הציגה החברה בשנת 2002, על רקע מסע ההתאוששות של רשת מרקס אנד ספנסר, נראה כי חברת דלתא מתקשה להגדיל את מכירותיה לרשת מרקס אנד ספנסר במונחי פאונד. הגורם העיקרי לכך, הוא הירידה בקצב מכירות הבגדים של רשת מרקס אנד ספנסר, אשר לאחר גידול מרשים של 10% במכירות בגדים בשנת הכספים החולפת (אשר בעקבותיו הגדילה החברה את נתח השוק של החברה ל- 11% מסך מכירות הבגדים בשוק הבריטי!) מתקשה ברבעונים האחרונים לחזור ולצמוח מעבר לקצב צמיחת שוק הבגדים הבריטי.

היותה של דלתא ספק אסטרטגי מוביל לרשת מרקס אנד ספנסר, מקשה עליה להגדיל את נתחי השוק הקיימים שלה ולצמוח מעבר לקצב צמיחת הרשת. לפיכך, גם ב- 2004 אנו לא צופים גידול מהותי במכירות דלתא לרשת זו במונחי פאונד. במקביל, נתוני השוואה גבוהים של הפאונד מול הדולר, צפויים להקשות על החברה להציג גידול משמעותי במונחים דולריים, כפי שהיא עשתה השנה.

פלח השוק העליון בארה"ב

מכירות דלתא לחנויות המתמחות וחנויות הכל-בו, המרכיבות את פלח השוק העליון של שוק ההלבשה בארה"ב, ירדו ברבעון השני בשיעור של 26% והסתכמו בסך של 19.6 מיליון דולר. ירידה זו במכירות נובעת בעיקר מירידה בסך של 4.8 מיליון דולר במכירות לוויקטוריה סיקרט (אשר המכירות אליה צפויות להיות נמוכות יותר גם ברבעון הרביעי) ומתהליך הרציונליזציה אותו יישמה דלתא בפעילותה זו, אשר במסגרתו היא החליטה להפסיק לעבוד עם לקוחות קטנים אשר הפעילות מולם מתאפיינת בסדרות ייצור קצרות המוזמנות בהתראות זמן קצרות עם רווחיות נמוכה ולהפנות את כל תשומת הלב שלה כלפי מספר לקוחות מצומצם.

הפניית כל המאמצים כלפי מספר לקוחות מצומצם בשילוב סימנים להתאוששות הביקושים בפלח השוק העליון, אשר לוקח מספר חודשים עד אשר היא באה לידי ביטוי אצל דלתא, צפויה לאפשר לחברת דלתא להגדיל את

המכירות שלה לפלח שוק זה בצורה משמעותית במהלך 2004 ולהביא לשיפור ניכר בשולי הרווחיות של פעילות זו, שהנה עתירת הון. יש לציין, עם זאת, כי החלטת הממשל האמריקאי על הגבלת יבוא מוצרי הלבשה מסין, סותמת בשלב זה את הגולל על תכניות החברה להקמת מפעל בסין, אשר נועד לסייע לפעילות זו.

השוק העממי בארה"ב

מכירות דלתא לשוק העממי בארה"ב קטנו ברבעון השני ב- 1.6% והסתכמו בסך של 58.8 מיליון דולר. עיקר הירידה נובעת מירידה מכוונת בסדר גודל של 5 מיליון דולר במכירות לרשת K-Mart. בנטרול מכירות אלה עמד שיעור הגידול במכירות של דלתא לשוק העממי על 7%. להערכתנו, בסיכום 2003 צפויות מכירות דלתא לשוק העממי (לא כולל K-Mart) לגדול בשיעור של כ- 25%, בהתאם לאינדיקציה אותה מסרה החברה בתחילת השנה.

ב- 2004 עיקר הצמיחה בפעילות זו צפויה להתבסס על צמיחה חיצונית הודות לרכישת חברת אאובורן אשר הושלמה בימים האחרונים. חברת אאובורן הנה יצרנית גרבי ספורט ממותגות, בעלת זיכיונות ייצור המותגים ווילסון וקונברס בארה"ב וקוקה קולה באירופה. היקף המכירות של החברה ב- 2003 צפוי להסתכם בכ- 56 מיליון דולר מתוכם כ- 35 מיליון דולר לרשת וול מארט. מעבר לגידול הכולל הצפוי במכירות של דלתא בעקבות רכישה זו, החשיבות העיקרית של הרכישה היא בכך שהיא מקנה לדלתא דריסת רגל בקטגוריות פעילות נוספות מול רשת וול מארט, אשר הופכת להיות הלקוח השני בגודלו של דלתא, אחרי רשת מרקס אנד ספנסר. במקביל, רכישה זו מאפשרת לדלתא להרחיב את סל המוצרים המיועד שלה לשוק העממי, אשר יכלול מעתה גם מוצרים ממותגים.

חברת אאובורן היוותה את חטיבת הגרביים של חברת קלווד. תמורת הרכישה שלמה דלתא 7.5 מיליון דולר לחברת קלווד כאשר תשלום נוסף בסך 10 מיליון דולר ישולם כהחזר הוצאות התייעלות ורה ארגון. מחיר הרכישה הכולל בסך 17.5 מיליון דולר, הנו נמוך ביותר והוא מבטא מכפיל מכירות נמוך של 0.3 על המכירות של אאובורן בשנת 2002 הנובע כנראה מהרווחיות הנמוכה של הרשת (הנהלת דלתא לא פרסמה את שיעורי הרווחיות של החברה). במפגש אנליסטים אותו ערכה החברה העריכה הנהלת דלתא כי רכישה זו צפויה לתרום לרווח למנייה של החברה סנטים בודדים כבר בסיכום 2004. להערכתה, ניתן יהיה לשפר את הרווחיות של הפעילות על ידי סגירת אתר הייצור היקר באירלנד והעברת הפעילות בו לאתרי הייצור של דלתא בבולגריה וטורקיה והעברת פעילות הייצור עבור וול מארט מקנטאקי לאתר אלטרנטיבי כמו מקסיקו. היסטוריית הרכישות המוצלחת של דלתא מחזקת את ביטחוננו לגבי הצלחת רכישה זו.

אירופה

מכירות דלתא לשוק האירופאי עלו ברבעון השני בשיעור של 14% והסתכמו ב- 13.1 מיליון דולר. גידול זה במכירות נרשם בזכות התחזקות בשיעור של 16% אותו רשם מטבע האירו מול הדולר בהשוואה לרבעון המקביל, אשר קוּוּז על ידי ירידה של כ- 2% במכירות במונחי אירו.

בדומה לפעילותה מול פלח השוק העליון בארה"ב, ערכה דלתא בפעילותה בשוק האירופאי תהליך רציונליזציה, אשר במסגרתו היא הפסיקה לעבוד עם לקוחות קטנים והפנתה את מלוא תשומת הלב למספר לקוחות מצומצם הכולל לקוחות כמו Nike, Hema ו-Hugo Boss. להערכתנו, תהליך זה בתוספת מספר לקוחות חדשים כמו Puma, Levis ו-Polo Ralph Lauren, עימם החלה החברה לעבוד לאחרונה, יאפשרו לדלתא להציג גידול משמעותי בפעילות כבר ב- 2004 ובעיקר במחצית השנייה שלה, מעבר לגידול הצפוי בפעילות בעקבות רכישת אאובורן, אשר המכירות שלה לשוק האירופאי מסתכמות בסדר גודל של 11 מיליון דולר.

ישראל

מכירות דלתא בשוק המקומי הסתכמו ב- 10.9 מיליון דולר, גידול של 11% לעומת הרבעון המקביל, לו תרמה בעיקר התחזקות השקל מול הדולר. התחזקות השקל מול הדולר תרמה לדלתא אף בשורת הרווחיות אשר נהנתה במקביל מהעברת חלק מפעילות הייצור למיקור חוץ בסין. ראוי לשים לב, עם זאת, כי ההשפעה הכוללת של התחזקות השקל מול הדולר על הרווחיות של דלתא כולה היא שלילית, שכן לחברה עודף הוצאות על הכנסות שקליות בסך של כ- 40 מיליון דולר בשנה.

סיכום והערכת שווי

אנו בחרנו להעריך את החברה על סמך היוון תזרים המזומנים התפעולי החופשי העתידי של החברה. מתזרים זה ניכינו את סך ההתחייבויות הפיננסיות נטו של החברה, הכולל את עלות הרכישה הצפויה.

היוון תזרים המזומנים התפעולי החופשי של החברה במחיר היוון של 8.8% מבטא שווי כלכלי של 310 מיליון דולר למניית דלתא גליל. משווי זה נגזר מחיר יעד של 74.5 ש"ח, הנמוך ב- 1% ממחיר המנייה הנוכחי בבורסה. לפיכך, למרות השיפור אותו אנו צופים בתוצאות של החברה ב- 2004, אנו מעריכים כי המנייה מתומחרת במחיר מלא. בהתאם, אנו מורידים את המלצתנו למניית דלתא גליל ל- 'החזק'.

אנליסט: שי בן-עמר, טל: 03-755-9158

ניתוח חברה זו הוא למטרות אינפורמציה בלבד, ובשום אופן לא ייחשב כהצעה לרכישה ו/או מכירה של ניירות ערך אליהם מתייחס הניתוח או המלצה ללקוח ספציפי לביצוע עסקה בני"ע אלו. הניתוח מסתמך על מידע גלוי ו/או מידע ממקורות אשר לפי מיטב ידיעתנו הינם מהימנים. מידע זה לא אומת ממקורות אחרים. לבנק המזרחי המאוחד בע"מ, לבעלי השליטה בבנק, לחברי הדירקטוריון ולחברות הקשורות עמו או לעובדיהם, יכולה הייתה להיות בעבר, וכן יכולה להיות בהווה החזקה במישרין או בעקיפין בניירות הערך אליהם מתייחס הניתוח. כל דעה או המלצה בנייתוח זה משקפים את דעתנו לפי מיטב הבנתנו נכון ליום כתיבת הניתוח. בנק המזרחי, עובדיו, חברי הדירקטוריון וחברות קשורות עמו או עובדיהן לא יהיו אחראיים בכל צורה שהיא לתביעות משפטיות שינבעו מניתוח זה.

נספח: מודל היוון תזרים המזומנים

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
764.2	745.5	723.8	699.3	672.5	589.5	567.3	558.8	434.4	מכירות
2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	14.1%	3.9%	1.5%	28.6%	22.3%	שיעור גידול
603.7	590.0	573.5	556.9	535.5	471.8	456.7	455.7	341.5	עלות המכירות
160.5	155.6	150.3	142.4	137.0	117.7	110.6	103.0	92.9	רווח גולמי
21.0%	20.9%	20.8%	20.6%	20.4%	20.0%	19.5%	18.4%	21.4%	%
82.5	80.9	79.1	76.9	74.6	64.5	60.2	57.6	42.9	הוצאות מכירה ושיווק
10.8%	10.8%	10.9%	11.0%	11.1%	10.9%	10.6%	10.3%	9.9%	%
23.1	22.6	22.2	21.8	21.3	18.6	21.5	20.8	14.0	הוצאות הנחלה וכלליות
3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	3.8%	3.7%	3.2%	%
					0.0	0.0	1.5	0.9	הפחתת מוניטין
					-4.0	0.0	0.0	0.0	הפסד (רווח) הון
					1.0	1.1	0.9	1.8	הוצאות ארגון מחדש
54.9	52.1	49.1	43.8	41.0	37.5	27.8	22.2	33.3	רווח תפעולי
7.2%	7.0%	6.8%	6.3%	6.1%	6.4%	4.9%	4.0%	7.7%	%
18.7	18.3	17.7	17.1	16.5	14.5	14.1	15.5	14.7	פחת והפחתות
2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.8%	3.4%	%
73.6	70.4	66.8	60.9	57.5	52.0	41.9	37.7	48.1	EBITDA
9.6%	9.4%	9.2%	8.7%	8.6%	8.8%	7.4%	6.7%	11.1%	%
18.7	18.3	17.7	18.0	16.5	14.5	16.1	14.2	30.5	השקעה ברכוש קבוע, נטו
100%	100%	100%	100%	100%	100%	115%	102%	221%	אחוז מפחת רכז קבוע
3.9	5.6	5.7	6.3	21.1	4.9	4.1	23.4	49.6	גידול בהון חוזר
26.0%	26.0%	26.0%	26.1%	26.2%	26.3%	26.5%	26.1%	28.2%	אחוז הון חוזר ממכירות
14.8	14.1	13.3	11.8	11.1	10.1	7.5	6.0	9.0	מס על רווח תפעולי
					-0.2	0.2	0.1	0.3	חלק ברווחי חברה כלולה
					0.4	1.0	0.7	0.6	זכויות המיעוט ברווח
35.2	31.5	29.4	24.1	8.2	21.9	13.2	-6.6	-41.2	תזרים מזומנים חופשי

428	שווי פעילות
-122	התחייבויות פיננסיות נטו
6	נכסים עודפים
311	סך שווי (מילי \$)
18.8	מס' מניות
\$16.6	מחיר יעד (\$)
74.5 ₪	מחיר יעד בשי"ח
74.9 ₪	מחיר נוכחי
-1%	פרמייה

4.3%	Rf (10-year Note)
1.0	ביטא
6%	פרמיית שוק
10.3%	Ke (\$)
6.5%	Rd
27%	Tax
8.8%	WACC (\$)
2.0%	צמיחה פרמנטית

ניתוח רגישות:

שיעור היוון (WACC)						צמיחה פרמנטית
9.8%	9.3%	8.8%	8.3%	7.8%		
58.8 ₪	64.7 ₪	70.9 ₪	79.2 ₪	88.3 ₪	1.5%	
61.2 ₪	67.6 ₪	74.5 ₪	83.7 ₪	93.9 ₪	2.0%	
64.0 ₪	71.0 ₪	77.5 ₪	88.9 ₪	100.5 ₪	2.5%	

ניתוח חברה זו הוא למטרות אינפורמציה בלבד, ובשום אופן לא ייחשב כהצעה לרכישה ו/או מכירה של ניירות ערך אליהם מתייחס הניתוח או המלצה ללקוח ספציפי לביצוע עסקה בני"ע אלו. הניתוח מסתמך על מידע גלוי ו/או מידע ממקורות אשר לפי מיטב ידיעתנו הינם מהימנים. מידע זה לא אומת ממקורות אחרים. לבנק המזרחי המאוחד בע"מ, לבעלי השליטה בבנק, לחברי הדירקטוריון ולחברות הקשורות עמו או לעובדיהם, יכולה הייתה להיות בעבר, וכן יכולה להיות בהווה החזקה במישרין או בעקיפין בניירות הערך אליהם מתייחס הניתוח. כל דעה או המלצה בנייתוח זה משקפים את דעתנו לפי מיטב הבנתנו נכון ליום כתיבת הניתוח. בנק המזרחי, עובדיו, חברי הדירקטוריון וחברות קשורות עמו או עובדיהן לא יהיו אחראיים בכל צורה שהיא לתביעות משפטיות שינבעו מניתוח זה.