

# לסיכנו בע"מ

מעקב | מאי 2025

## אנשי קשר:

### גל עילם

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[Gal.e@midroog.co.il](mailto:Gal.e@midroog.co.il)

### ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידיים

[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

---

## לסיכו בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרה

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il למנפיק ולאגרות חוב (סדרה ב') שהנפיקה לסיכו בע"מ (להלן: "לסיכו או 'החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/06/2031	יציב	Baa1.il	1220540	ב'

### שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי הנתמך במוניטין גבוה ובניסיון רב בתחום הבנייה והתשתיות. החברה מתמחה בתחומי ניהול הכוללים תשתיות הנדסה אזרחית, בנייה ביטחונית (מסווגת ובלתי מסווגת), תשתיות רכבת כבדה וקלה, צנרת תהליכית ועוד. היא מחזיקה בסיווגים קבלניים גבוהים, רובם בהיקף "בלתי מוגבל", המאפשרים לה להתמודד על מכרזים בכל סדר גודל. בחלק גדול מהפרויקטים החברה משמשת כקבלן ראשי, כאשר מרביתם מבוצעים עבור לקוחות גדולים - בהתאם לאסטרטגיה ממוקדת של פעילות מול גופים גדולים, בעיקר מהסקטור הציבורי.
- מידרוג מעריכה את ענף קבלנות תשתיות ובנייה כענף פעילות המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על זכיה במכרזים וכניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הפעילות בענף חשופה לסביבה המאקרו כלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות בבנייה, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. בעתות מיתון, התקציבים הממשלתיים עשויים להוות עוגן ממתן.
- צבר החברה ליום 31.12.2024 עומד על היקף של כ-1,538 מיליון ש"ח, עלייה קלה בהשוואה לצבר החברה ליום 31.12.2023 שעמד על כ-1,483 מיליון ש"ח. יחס הצבר להכנסות עומד על כ-1.4 בשנת 2024, ומצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני. הצבר כולל מספר פרויקטים מהותיים, בראשם נמצא פרויקט הקמה ושדרוג של תחנת שאיבת מים בגאנה, המהווה כ-10% מהצבר (כ-146 מיליון ש"ח). פרויקטים משמעותיים נוספים כוללים: הקמת מרכז מסחרי בעיר שוהם, המהווה כ-9% מהצבר (כ-139 מיליון ש"ח), והקמת מרכז לוגיסטי באשדוד, המהווה כ-7% מהצבר (כ-107 מיליון ש"ח).
- בשנת 2024 הכנסות החברה הסתכמו בכ-1,043 מיליון ש"ח, לעומת כ-810 מיליון ש"ח בשנת 2023 - עלייה שנבעה בעיקר מהתקדמות בפרויקטי מגזר ההקמה בישראל, וכן מעלייה בהכנסות מגזר האחזקה, הן בארץ והן בארה"ב. למרות העלייה בהכנסות, שיעור הרווחיות התפעולית של החברה נותרה חלשה, ועמדה על כ-1.8% בשנת 2024 (כ-1.7% בשנת 2023). בשנת 2024 הרווחיות של החברה נשחקה בעיקר בשל עיכובים בפרויקטים בעקבות מלחמת "חרבות ברזל", שינויי אומדן בפרויקט מתקן הגזים בקריית גת - שהובילו להשפעה שלילית של כ-20 מיליון ש"ח על הרווח - וכן עלויות ההקמה של החברה בפיתוח פעילותה באירופה בתחום הצנרת התהליכית. בשנת 2023 נבעה הפגיעה ברווחיות מירידה בהיקף הפעילות בגאנה ומשנה חלשה בפעילות האחזקה בארה"ב. להערכתנו, החברה פועלת בשולי רווחיות גולמית נמוכים, בין היתר בשל תמהיל פרויקטים בעלי רווחיות נמוכה והשפעות נוספות הפוגעות באומדני ההכרה בהכנסה. גורמים אלה מביאים להצגת רווחיות תפעולית חלשה - גם ביחס לעבר וגם ביחס לחברות השוואה בענף.

<sup>1</sup> יחס הצבר להכנסות מחושב לפי צבר ליום 31.12.2023 מול הכנסות שהוכרו בשנת 2024.

- תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2025-2026 מבוסס על ההנחות הבאות: (1) סטגנציה בהכנסות בשנת 2025, לצד גידול מתון בשנת 2026, על רקע סיום פרויקטים מהותיים כמו מתקן הגזים בקריית גת, ומנגד המשך התקדמות בפרויקטים כגון שוהם, האנילוג, MBR, שיקום נחל קלדרון. (2) שיפור קל ברווחיות הגולמית, כתוצאה מהמתמנות גורמים שפגעו ברווחיות בשנת 2024 - כגון מחסור בכוח אדם, עיכובים כתוצאה ממלחמת "חרבות ברזל", הקמת פעילות בבליגיה, וסיום פרויקטים שהשפיעו לשלילה על שנה זו, כגון רפאל, נווה אור ובריכת המורים. (3) יציבות בשיעורי הוצאות ההנהלה והכלליות כחלק מההכנסות. (4) גידול בהוצאות המימון של החברה בעקבות הנפקת אג"ח (סדרה ב'). (5) השקעות בהיקף של כ-40-30 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2025-2026 לצורכי התרחבות בעקבות גיוס האג"ח. (6) חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות החברה.<sup>2</sup>
- להערכתנו, היקף ההכנסות צפוי לעמוד על כ-1,100-1,000 מיליון ש"ח, בעוד ששיעור הרווח התפעולי צפוי לנוע בין 2.0%-3.0%, בהשוואה לממוצע של כ-2.2% בשנים 2022-2024. להערכתנו הרווחיות לאורך השנים תנודתית ועלולה להיות מושפעת לשלילה בשנות התחזית מתנודתיות בדגש על עדכוני הכרה בהכנסה בפרויקטים שונים.
- אלו גוזרים רווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) בטווח של 35-45 מיליון ש"ח בשנות התחזית, לעומת EBITDA של כ-33 מיליון ש"ח בשנת 2024. בהתאם לכך, החברה צפויה לייצר תזרים חופשי (FCF) שלילי בהיקף של כ-40-50 מיליון ש"ח בכל אחת משנות התחזית (בנטרול השקעות הוניות לצמיחה, התזרים החופשי צפוי להיות מאוזן). כמו כן, לחברה חלויות שוטפות לזמן ארוך בסך של כ-5 וכ-3 מיליון ש"ח בשנים 2025 ו-2026, בהתאמה.
- נזילות החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג עם יתרות נזילות הנאמדות לסך של כ-118 מיליון ש"ח ליום 31.12.2024 וחוב נטו שלילי. בנוסף, שמירה על יתרות מזומנים גבוהות לאורך השנים מהווה גורם חיובי בדירוג.
- נוכח היקף חוב נמוך, יחסי הכיסוי של החברה בולטים לחיוב ביחס לדירוג ותורמים לפרופיל הפיננסי שלה. יחס החוב פיננסי ברטו ל-EBITDA בשנת 2024 עמד על 1.7X, לעומת 2.5X בשנים 2022-2023. עם גיוס האג"ח בהיקף של כ-80 מיליון ש"ח בחודש אפריל השנה, להערכת מידרוג, יחס החוב הפיננסי המותאם ל-EBITDA צפוי לעמוד בטווח של 2.5-3.5 בשנות התחזית (יחס החוב נטו ל-EBITDA צפוי להיות שלילי).
- המדיניות הפיננסית של החברה מאזנת במידה טובה בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות. הניהול העסקי והפיננסי של החברה יציב ושמרני לאורך זמן ובא לידי ביטוי בשמירה על יתרות נזילות בהיקפים גבוהים. החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות הקיימות לה ביחס להתחייבויותיה למממנים.
- במסגרת שיקולים נוספים לדירוג, דירוג אגרות החוב בפועל Baa1.il נמוך בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, וזאת בשל תזרים צר ותנודתי, העלול להעיב על הפרופיל הפיננסי של החברה. בנוסף, לחברה פרויקט במדינת גאנה, אשר מאופיינת בסיכון מדינה גבוה (מדורגת ע"י Moody's בדירוג Caa2 באופק חיובי<sup>3</sup>). מנגד, נלקחו בחשבון לחיוב יתרות הנזילות הגבוהות של החברה לאורך זמן, וכן שמירה עקבית על חוב נטו שלילי.

<sup>2</sup> לחברה ישנה מדיניות חלוקת דיבידנדים עד 30% מהרווח הנקי.  
<sup>3</sup> [Ghana Credit Opinion - 16 April 2025 by Moody's](#)

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו כי החברה תשמור על מעמד עסקי יציב בטווח אופק הדירוג לצד שמירה על יחסים פיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בשיעור הרווחיות התפעולית בחברה.
- גידול משמעותי ולאורך זמן בבסיס המקורות מפעילות (FFO).

#### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה ברווחיות התפעולית של החברה לאורך זמן.
- הרעה בסביבה התפעולית שתוביל לפגיעה מתמשכת בהכנסות ובתזרימי המזומנים של החברה.

#### קבוצת לסיכו בע"מ: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד) עיקריים

2020	2021	2022	2023	2024	
601	653	851	804	1,043	הכנסות, במיליוני ₪
1.9%	neg	3.2%	1.7%	1.8%	שיעור רווח תפעולי
neg	neg	6.6	neg	9.3	EBIT להוצאות מימון נטו
4.0	neg	2.5	2.5	1.7	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA
30.5%	30.2%	30.3%	34.5%	33.8%	הון עצמי / מאזן

#### קבוצת לסיכו בע"מ: הכנסות ורווח גולמי לפי מגזרי פעילות, במיליוני ש"ח

2020	2021	2022	2023	2024	
481	524	704	672	894	מגזר הקמה
38	15	70	65	62	
120	129	147	132	149	מגזר אחזקה
14	15	15	4	15	
52	30	85	69	77	סה"כ לפני התאמות

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### סיכון ענפי גבוה הממותן בסיכון בינוני-נמוך של מגזר האחזקה והזכינות

לסיכון פועלת על פני מספר תחומים בשני מגזרים ראשיים: מגזר ההקמה (כ-84% מההכנסות במוצע בשלוש השנים האחרונות) ומגזר השירות והזכינות (כ-16% מההכנסות במוצע בשלוש השנים האחרונות). עיקר פעילות החברה הינה בישראל וקיימת פעילות מסוימת בגאנה, ארה"ב ובלגיה.

מידרוג מעריכה את ענף ביצוע התשתיות כענף פעילות המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על זכיה במכרזים וכניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הפעילות בענף חשופה לסביבה המאקרו כלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. בעתות מיתון, התקציבים הממשלתיים עשויים להוות עוגן ממתן. רמת התחרות בענף גבוהה וקיים ביזור של המתחרים. חסמי הכניסה נגזרים לרוב ממורכבות הפרויקט והיקפו, המשפיעים על הצורך בניסיון ומוניטין נצברים, סיווגים קבלניים, ידע הנדסי, יתרונות לגודל, איתנות פיננסית וכדומה. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, במידה המגבירה את הסיכון העסקי ודורשת יכולות ניהול ובקרה גבוהות.

ענף הקבלנות לתשתיות בישראל נמצא בשנים האחרונות במגמת צמיחה, כאשר מדי שנה מפרסמת הממשלה את תכנית "תשתית לצמיחה" - תכנית רב שנתית לפיתוח התשתיות במדינה. התכנית לשנים 2023-2027<sup>4</sup> כוללת פרויקטים רבים לתשתיות רכבות קלות בצפון, במרכז ובירושלים, פרויקטים להקמת מסילות רכבת כבדה באזורים שונים בארץ, הקמת נתיבי תחבורה ציבורית ועוד. ההשקעה בענף התשתיות צפויה לעמוד על מאות מיליארדי ש"ח בשנים הקרובות, כאשר ההשקעה כוללת גם את הקמת פרויקט המטרו שעלותו מוערכת בכ-150 מיליארד ש"ח. הצמיחה בענף מושפעת גם מצמיחת הבינוי בישראל, כאשר לפי נתוני בנק ישראל<sup>5</sup>, ההשקעה בנכסים קבועים צפויה להציג צמיחה של כ-10% בשנת 2025 וכ-12% בשנת 2026.

מגזר שירותי האחזקה, המוערך על ידי מידרוג בסיכון בינוני-נמוך, מאופיין בחוזי אחזקה ארוכי טווח בד"כ (לרוב 3-7 שנים) ובחסי כניסה גבוהים יותר, בין היתר בשל מוניטין ויכולת הצעת סל מוצרים כולל, לצד חסי מעבר גבוהים המתבטא בקושי להחליף את נותן השירות. פעילות החברה בתחום זה, המאופיין בביזור לקוחות, תזרים הכנסות יציב וברווחיות גבוהה, מסתנת במידת מה את התנודתיות הנובעת מהפעילות הפרויקטאלית, אולם מגזר זה עדיין מצומצם יחסית בהיקפו, ובעל תרומה בהיקפים נמוכים לרווח הגולמי ואינו מצמצם במידה משמעותית את פרופיל הסיכון של החברה.

### פיזור פרויקטים; עדכון אומדני הכרה בהכנסה; רווחיות נמוכה ביחס לחברות ההשוואה

לסיכון מחזיקה בסיווגים קבלניים שמאפשרים לה להגיש הצעות ולבצע עבודות בהיקף בלתי מוגבל, לצד סיווגים ביטחוניים שמאפשרים לה לבצע פרויקטים ייחודיים בתחום הביטחון. לחברה מעמד עסקי מבוסס ונתק בשוק המקומי בתחום קבלנות לתשתיות והנדסה אזרחית והיא מעסיקה שכבה רחבה של מהנדסים ומנהלי פרויקטים, רובם המכריע בעלי ניסיון ונתק רב בחברה. לחברה פיזור לקוחות רחב, כאשר שלושת הפרויקטים העיקריים מהווים כ-26% מצבר ההכנסות. החברה מתקשרת מול לקוחותיה בחוזים פאושלים וחוזי כתב כמויות.

החברה מתמחה בתחומי הבנייה של מבני ציבור ובתי חולים, תשתיות צבאיות למערכת הביטחון, הנחת מסילות ברזל לרכבות כבדות וקלות, צנרת תהליכית, עבודות בתחום האנרגיה הקונבנציונלית והמתחדשת ופרויקטים אלקטרו-מכאניים מורכבים. החברה מאופיינת בתמהיל פרויקטים רחב ובסיס לקוחות מגוון הכולל חברות גדולות ומבוססות וכן גופים ציבוריים (מוסדות מדינה וחברות ממשלתיות), אשר מייצרים עבורה עבודות המשך לאורך זמן וממתנים במידה מסוימת חשיפה למחזוריות כלכלית.

<sup>4</sup> ממשלת ישראל - תכנית תשתית לצמיחה 2023.

<sup>5</sup> התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2025.

צבר החברה ליום 31.12.2024 עומד על היקף של 1,538 מיליון ש"ח, עלייה קלה בהשוואה לצבר החברה ליום 31.12.2023 שעמד על כ-1,483 מיליון ש"ח. יחס הצבר להכנסות עומד על כ-1.4 בשנת 2024, ומצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני. הצבר כולל מספר פרויקטים מהותיים, בראשם נמצא פרויקט הקמה ושדרוג של תחנת שאיבת מים בגאנה, הכולל סינון, טיהור והעברת מים לכפרים שאינם מחוברים לרשת מים זורמים. פרויקט זה מהווה כ-10% מהצבר (כ-146 מיליון ש"ח), ומשקף את מדיניות החברה להתרחבות גאוגרפית מחוץ לישראל. בהתאם למדיניות החברה, ניהול תזרים המזומנים בפרויקט מתבצע בהירות תוך שמירה על תזרים חיובי לכל אורכו.

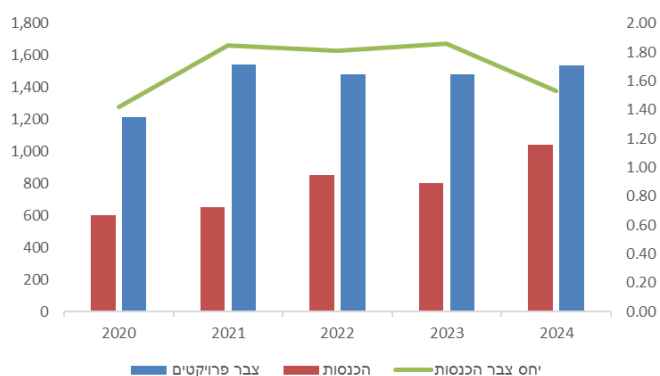
נכון ל-31.12.2024, שיעור הביצוע בפרויקט גאנה עמד על כ-54%, וההכנסות שטרם הוכרו בגינו מסתכמות בכ-148 מיליון ש"ח. בשנים 2023-2024 לא נרשמה התקדמות מהותית בפרויקט (כ-6% בכל אחת מהשנים), וזאת לאור עצירת התקדמות בפרויקטים מצד ממשלת גאנה, אשר נקלעה לקשיים כלכליים. תוכנית סיוע של קרן המטבע העולמית, שאושרה בדצמבר 2022, ותקציב ממשלתי של גאנה שהוגש במרץ 2025, צפויים לתרום להתקדמות הפרויקט בעתיד. החברה מעריכה כי נוכח החשיבות הלאומית של הפרויקט, הממשלה המקומית תפעל להשלמתו המלאה. במסגרת ניתוח הסיכונים, נלקח בחשבון תרחיש רגישות הנוגע להתקדמות הביצוע והרווחיות בפרויקט, בהתחשב במצב הכלכלי של גאנה.

פרויקטים מהותיים נוספים בצבר כוללים הקמת מרכז מסחרי בעיר שוהם, בהיקף של כ-139 מיליון ש"ח (כ-9% מהצבר), והקמת מרכז לוגיסטי באשדוד, בהיקף של כ-107 מיליון ש"ח (כ-7% מהצבר). בשני הפרויקטים נרשמה בשנת 2024 התקדמות איטית מהצפוי בשל השפעות המלחמה ועיכובים בקבלת היתרים.

בנוסף, החברה פועלת בפרויקט משמעותי בתחום התעשייה, במסגרתו משמשת כקבלן ראשי להקמת מפעל לייצור גזים בקריית גת עבור תאגיד בינלאומי. במסגרת הפרויקט, שמבוצע על ידי שלוש מחברות הקבוצה, בוצעו הקמת צנרת תהליכית ועבודות הנדסה אזרחית נרחבות. היקף הפרויקט הכולל עומד על כ-350 מיליון ש"ח, כאשר נכון ל-31.12.2024 שיעור הביצוע עומד על 91.44% ויתרת ההכנסות שטרם הוכרו נאמדת בכ-30 מיליון ש"ח. מועד הסיום המקורי של הפרויקט תוכנן לסוף 2023, אך בעקבות מלחמת "חרבות ברזל" והרחבת היקף העבודות, הוא צפוי להסתיים בסוף הרבעון השני של 2025.

ע"פ תרחיש הבסיס, היקף הכנסות החברה בשנות התחזית צפוי לנוע בין 1,100-1,000 מיליון ש"ח, לעומת כ-1,043 מיליון ש"ח בשנת 2024. הגבול התחתון משקף ירידה בהכנסות בשנת 2025, בעיקר התוצאה מהאטה בלסיכו בע"מ, צנרת תהליכית ופולדמיר - לאחר שנת שיא בכל אחת מהן. הגבול העליון מבטא התאוששות וצמיחה צפויה בשנת 2026, בעיקר בלסיכו בע"מ ולסיכו ארה"ב.

#### תרשים 1 - צבר הפרויקטים וההכנסות בשנים 2020-2024, במיליוני ש"ח:



מקור: דוחות החברה, עיבוד מידרוג.

## רווחיות תנודתית וחלשה ביחס לדירוג אם כי אנו מעריכים שיפור מתון בשנות התחזית

שיעור הרווחיות התפעולית של החברה נמוך יחסית בהשוואה לחברות אחרות בתחום ביצוע פרויקטי תשתיות, ועמד על כ-1.8% בשנת 2024 (כ-1.7% בשנת 2023). בשנת 2024 הרווחיות של החברה נשחקה בעיקר בשל עיכובים בפרויקטים בעקבות מלחמת "חרבות ברזל", שינויי אומדן בפרויקט מתקן הגזים בקריית גת - שהובילו להשפעה שלילית של כ-20 מיליון ש"ח על הרווח - וכן עלויות ההקמה של החברה בפיתוח פעילותה באירופה בתחום הצנרת התהליכית. בשנת 2023 נבעה הפגיעה ברווחיות מירידה בהיקף הפעילות בגאנה ומשנה חלשה בפעילות האחזקה בארה"ב.

בשנות התחזית אנו מניחים כי החברה צפויה להציג רווחיות גולמית בטווח של 8.0%-9.0%.

תחזית הרווחיות הגולמית נשענת על ההנחות הבאות בנוגע לפעילותן של החברות בקבוצה:

**לסיכו בע"מ** - מידרוג צופה ירידה בהכנסות לאחר שנת שיא ב-2024. עם זאת, שיפור קל בשיעור הרווחיות, על רקע סיום פרויקטים מכבידים כגון שורק 2, בריכת המורים ונווה אור.

**גאנה** - מידרוג צופה המשך התקדמות מתונה בפרויקט גאנה, בהתאם לשיעורי ההתקדמות בשנים 2023-2024. במקביל, צפוי שיפור קל ברווחיות הפרויקט, בין היתר בעקבות חיבור הצינור ברבעון האחרון של 2024, שבגיננו נרשמו הוצאות אך טרם הוכרו הכנסות. פרויקט גאנה מאופיין ברווחיות גבוהה יותר משאר הפרויקטים של החברה ותורם לרווחיות בקבוצה אך מנגד מאופיין בסיכון המדינה.

**פולדמיר** - מידרוג צופה סטגנציה בהכנסות החברה לאורך שנות התחזית, לצד שיפור קל ברווחיות, לאחר פגיעה שנרשמה בשנת 2024 בעקבות עיכובים בקבלת היתרים ובהשפעת מלחמת "חרבות ברזל".

**לסיכו צנרת תהליכית** - בשנת 2025 מידרוג צופה ירידה קלה בהכנסות, לאחר שנת שיא ב-2024, בעיקר עקב סיום צפוי של הקמת המפעל לייצור גזים בקריית גת בסוף הרבעון השני של 2025. בשנת 2026, מידרוג צופה גידול מחודש בהכנסות לרמה דומה לזו של שנת 2024. הרווחיות הגולמית של החברה בשנות התחזית צפויה לעלות בהדרגה, לאחר שנפגעה בשנת 2024, בין היתר בשל שינוי האומדן בפרויקט הקמת מפעל ייצור הגזים בקריית גת.

**לסיכו ארה"ב** - מידרוג צופה סטגנציה בהכנסות החברה בשנת 2025, וחזרה לגידול בשנת 2026. להערכתנו, בשנות התחזית שיעור הרווחיות יוותר יציב סביב 14%, בדומה לשנת 2024.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הוצאות המכירה והשיווק של החברה צפויות להסתכם בכ-0.7% מההכנסות, בדומה לממוצע של שלוש השנים האחרונות. הוצאות ההנהלה והכלליות צפויות לנוע בטווח של כ-5.5%-5.0% מההכנסות. לאור אלו, הרווחיות התפעולית של החברה צפויה להישמר בשנות התחזית בטווח של 2.0%-3.0%.

נציין כי רווחיות החברה הינה תנודתית לאורך השנים וכאמור אף מושפעת מתמהיל פרויקטים, עיתוי ההכרה בהכנסה, לחצים תחרותיים ומפעילות בטריטוריות שונות.

## בסיס EBITDA חלש. גיוס החוב מוביל לשחיקה ביחסי הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA בטווח הקצר-הבינוני

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנות התחזית הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) ינוע סביב 35-45 מיליון ש"ח לעומת כ-33 מיליון ש"ח בשנת 2024. ה-FFO צפוי לנוע בטווח של 25-35 מיליון ש"ח לעומת כ-32 מיליון ש"ח בשנת 2024, וזאת על רקע עלייה צפויה בהוצאות המימון בעקבות גיוס האג"ח.

החברה צפויה להשקיע כ-30-40 מיליון ש"ח בכל אחת מהשנים 2025-2026, כחלק מייעוד כספי הנפקת האג"ח ולחלק דיבידנד שנתי בהיקף של כ-5 מיליון ש"ח. גורמים אלו, להערכתנו, יובילו לייצור תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי של כ-40-50 מיליון ש"ח בכל

אחת מהשנים 2025-2026 (בנטרול השקעות הוניות לצמיחה, התזרים החופשי צפוי להיות מאוזן). כמו כן, לחברה חלויות שוטפות לזמן ארוך בסך של כ-5 וכ-3 מיליון ש"ח בשנים 2025 ו-2026, בהתאמה.

נכון ליום 31.12.2024, לאחר פירעון יתרת אג"ח (סדרה א'), לחברה חוב פיננסי ברוטו מתואם בהיקף של כ-57 מיליון ש"ח ויתרות נזילות בהיקף של כ-118 מיליון ש"ח (מתוכן כ-66 מיליון ש"ח מיוחסים לסיכוכו סולו).

נכון ל-31.12.2024, יחס כיסוי החוב הפיננסי המותאם ל-EBITDA עמד על כ-1.7א, יחס שבולט לחיוב לרמת הדירוג.

בעקבות גיוס אג"ח בהיקף של כ-80 מיליון ש"ח שבוצע באפריל 2025, מעריכה מידרוג כי יחס החוב הפיננסי המותאם ל-EBITDA צפוי לעלות ולנוע בטווח של 2.5-3.5 בשנות התחזית (יחס החוב נטו ל-EBITDA צפוי להיות שלילי).

היקף התזרים התפעולי שמייצרת החברה הינו נמוך ונתון לתנודתיות רבה. לאור אלו מידרוג בחנה את יחס הרווח התפעולי להוצאות מימון עם מספר מקדמי רגישות על הרווח התפעולי ועל הוצאות המימון לאורך זמן ולאור תנודתיות הרווח אנו צופים לעמוד בשנות התחזית בטווח של 3.5-4.5.

רמת המינוף של החברה בולטת לחיוב לרמת הדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס הון למאזן של כ-33.8% נכון ליום 31.12.2024 (לעומת 34.5% נכון ליום 31.12.2023). מידרוג צופה כי יחס ההון למאזן ינוע בין 32%-36% בשנות התחזית.

### הדירוג נתמך בנזילות בולטת לטובה

לחברה נזילות טובה ביחס לדירוג, הנובעת מיתרות נזילות גבוהות, אשר נכון ל-31.12.2024 הסתכמו בכ-118 מיליון ש"ח. בנוסף, החברה מחזיקה בתיק ניירות ערך בסך כ-16 מיליון ש"ח, וכן מציגה חוב נטו שלילי.

בנוסף, לחברה מסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקף של כ-145 מיליון ש"ח. החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות הקיימות לה ביחס להתחייבויותיה למממנים. כמו כן, שמירה על יתרות מזומנים גבוהות לאורך השנים מהווה גורם חיובי בדירוג.

### שיקולים נוספים לדירוג

במסגרת שיקולים נוספים לדירוג, דירוג אגרות החוב בפועל Baa1.il נמוך בנושש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il לאור היקף תזרים צר ותנודתי באופן שעלול להעיב על הפרופיל הפיננסי של החברה. בנוסף, לחברה פרויקט במדינת גאנה, אשר מאופיינת בסיכון מדינה גבוה (מדורגת ע"י Moody's בדירוג Caa2 באופק חיובי). מנגד, נלקחו בחשבון לחיוב יתרות הנזילות הגבוהות של החברה לאורך זמן, וכן שמירה עקבית על חוב נטו שלילי.

### שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי, בעת הערכת איכות האשראי של החברות. במקרה של לסיכוכו בע"מ, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. ענף הקבלנות חשוף במידה מסוימת לסיכונים הקשורים לבטיחות העובדים באתרי בנייה, סיכונים משפטיים וסיכוני מוניטין הכרוכים בכך. הממשל התאגידי של החברה להערכתנו מושפע לשלילה מכך, שמנכ"ל החברה הינו בנו של אחד מבעלי המניות בחברה, אך סיכון זה מתמתן בזכות שני דח"צים, דירקטור בלתי תלוי ומבקר פנימי שתפקידם למנוע ניגודי עניינים אלה. בנוסף, למדיניות הפיננסית של החברה תרומה חיובית לדירוג, בין היתר בשל שמירה עקבית על רמת נזילות הולמת.



מטריצת הדירוג

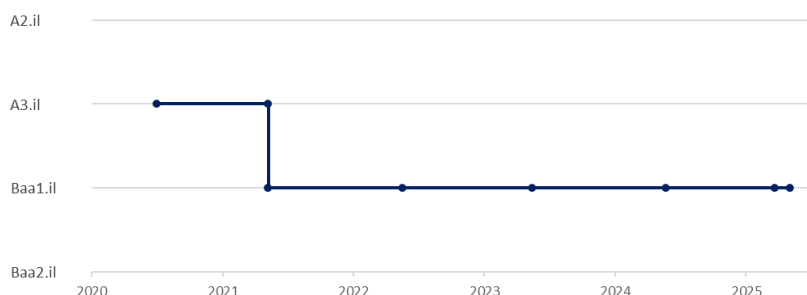
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה [1]	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	1,000-1,100 מיליון ש"ח	A.il	1,043 מיליון ש"ח	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	מעמד עסקי	רווחיות
Baa.il	2.0%-3.0%	Ba.il	1.8%	שיעור רווח תפעולי	פרופיל פיננסי
A.il	32%-36%	A.il	33.8%	הון עצמי / מאזן	
A.il-Aa.il	2.5-3.5	Aa.il	1.7	חוב / EBITDA מותאם	פרופיל פיננסי
A.il	3.5-4.5	Aaa.il	9.3	רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A3.il</b>				<b>דירוג נגר</b>	
<b>Baa1.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיסי של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

קבוצת לסיכו בע"מ התאגדה בישראל בשנת 1969 כחברה פרטית, והפכה לחברה ציבורית בשנת 2017. החברה פועלת בתחומי ההנדסה אזרחית, הכוללים ביצוע עבודות מבנים ציבוריים ומסחריים במגזר הציבורי, העסקי והפרטי, עבודות הקמה לתשתיות צנרת תהליכית ורכבת כבדה וקלה, זכינות בשיטת B.O.T, וכן, שירותי תחזוקה ללקוחותיה בתחומי פעילותה השונים. פעילות החברה מתרכזת בישראל, גאנה וארה"ב. מנכ"ל החברה הינו מר אייל לשמן ובעלי השליטה בחברה הינם בני משפחת לשמן המחזיקים כ-58.21% ממניות החברה יחד עם מר סידי ערן.

היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**

[קבוצת לסיכו בע"מ - דוחות קשורים](#)  
[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)  
[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)  
[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)  
[טבלת זיקות והחזקות](#)  
[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

**מידע כללי**

08.05.2025	תאריך דוח הדירוג:
27.03.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
22.04.2020	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
לסיכו בע"מ	שם יוזם הדירוג:
לסיכו 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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדיקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>