

## 25 ביוני, 2020

בדוח הדירוג של לסיכו בע"מ שפורסם ביום 22 באפריל 2020 נפלה טעות סופר כדלקמן:

בעמוד 4 לדוח בטבלה שכותרתה "לסיכו בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח" נכללה בשוגג שורת נתונים על מקורות מפעולות FFO שאינם נתוני החברה.

מצורף להלן דוח הדירוג מיום 22 באפריל 2020 מתוקן כמפורט לעיל.

---

# לסיכנו בע"מ

דירוג ראשוני | אפריל 2020

## אנשי קשר:

### ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה, מערכת דירוג ראשית

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

### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות, מערכת דירוג משנית

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## לסיכו בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק A3.il לחברת לסיכו בע"מ ("לסיכו" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### אודות החברה

לסיכו בע"מ הוקמה בשנת 1969 והינה חברה ציבורית החל משנת 2017. החברה בעצמה ובאמצעות חברות בנות מתמחה בהקמת פרויקטי תשתיות רווי מערכות במסגרת שני מגזרי פעילות: מגזר פרויקטים בהקמה ("מגזר ההקמה") ומגזר פרויקטים אחזקה וזכיינות ("מגזר אחזקה וזכיינות"). במגזר ההקמה פועלת החברה בתחומים הבאים: (1) פרויקטי תשתיות הנדסה אזרחית, הכוללים בין השאר בנייה ציבורית בדגש על תשתיות צבאיות למערכת הבטחון ולחברות בטחוניות. לאחרונה הגדילה החברה את אחיזתה בתחום דרך רכישת פולדמיר בשנת 2018 אשר מתמחה בפרויקטים מסוג זה ובסיווג בטחוני גבוה. בנוסף פועלת החברה בתחום הנחת מסילות רכבת כבדה וקלה; (2) תחום תשתיות איכות סביבה, הכולל בין השאר הקמה ושדרוג מתקני טיהור שפכים, מתקני התפלה ותחנות שאיבה; (3) תחום תשתיות צנרת ואנרגיה, הכולל ביצוע עבודות צנרת תהליכית נקיה למפעלי מיקרו אלקטרוניקה, עבודות דלק לבעלי התשתיות בארץ, עבודות גז טבעי ועבודות בתחנות כוח. לחברה מפעל לייצור של מערכי צנרת נקייה הכולל חדר נקי. כמו כן פועלת החברה בתחום הקמת פרויקטים מכניים. במגזר האחזקה והזכיינות, מבצעת החברה שירותי תחזוקה, שירות עבודות פיתוח של מערכות מים וביוב מול מספר תאגידי מים ורשויות מקומיות, וכן שירותי תחזוקה ושירות במתקני אנרגיה, זכיינות לפרויקטים בשיטות BOT, אחזקה של פרויקטים מכניים ועוד.

בין לקוחות החברה הגדולים נמנים גופים ציבוריים כגון משרדי ממשלה ויחידות סמך (ובכלל זה, משהב"ט), חברות רשויות ממשלתיות (דוגמת נתיבי ישראל), רשויות מקומיות וכן גופים פרטיים גדולים, מקומיים ובינלאומיים.

החברה מעסיקה כ-250 עובדים. פעילות החברה כיום מתרכזת בישראל. החברה בוחנת כניסה לטריטוריות נוספות הן דרך רכישת חברות והן דרך ניהול פרויקטים בעצמה ובכלל כך באפריקה. לאחרונה עדכנה החברה בדבר התקשרות ממשלת גאנה בהסכם למימון פרויקט הקמה ושדרוג של מתקני טיפול ואספקה של מי שתייה בגאנה שבאפריקה, שהחברה התקשרה בהסכם לביצועו. מנכ"ל החברה הינו מר אייל לשמן. בעלי השליטה בחברה הינם בני משפחת לשמן המחזיקים כ-63.4% ממניות החברה יחד עם סידי ערן. בעלי השליטה מחזיקים 69.92% ממניות החברה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב פיננסי חזק של החברה יחסית לרמת הדירוג, המתבטא ברמת מינוף מתונה, יחסי כיסוי מהירים ונזילות גבוהה. מנגד, היקף פעילות נמוך יחסית, המקבל ביטוי בעיקר דרך היקפי התזרים התפעולי ומאפייני ריכוזיות הלקוחות גורמים מעוצמתה העסקית ומהווים גורמי משקולת לדירוג. לחברה מעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי, הנשען על וותק וניסיון רב בתחום קבלנות לתשתיות והנדסה אזרחית, והתמחותה בתחומי ניהול, בעיקר בניה של תשתיות צבאיות למערכת הבטחון וגופים בטחוניים, הנחת מסילות ברזל, צנרת תהליכית ועבודות בתחום האנרגיה, מהווים חוזקות בבחינת סיכון האשראי. מיקומה של החברה בשרשרת הערך הקבלנית נמוך יחסית נוכח היותה קבלן נישה בחלק גדול מהפרויקטים, וזאת למול לקוחות גדולים כגון גופי מדינה. עם זאת ברוב הפרויקטים החברה משמשת כקבלן ראשי. לאורך השנים האחרונות היו לחברה שני לקוחות עוגן מרכזיים (כ-15% וכ-14% מסך ההכנסות לשנה, בממוצע תלת שנתי), אשר משקפים ריכוזיות לקוחות ופרויקטים לא מבוטלת, המעיבה על סיכון האשראי. יש לציין כי מאפיין זה הינו פועל יוצא של אסטרטגיית החברה, לפעול מול גופים גדולים ובעיקר גופים ציבוריים.

ענף הקבלנות מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית בעיקר בשל אופיו הפרויקטואלי וחשיפתו למחזוריות הכלכלית הפוגמים ביכולת השבת ההכנסות, וכן הענף מאופיין בשיעורי רווחיות נמוכים נוכח רמת תחרות גבוהה ומאפייני ההתקשרות. גורם ממתן הוא מגזר האחזקה והזכיינות, אשר אמנם תורם לרווח בהיקפים נמוכים יחסית, אך מאופיין בהתקשרויות לטווח ארוך המייצרות תזרים קבוע ויציב. החברה חשופה בעיקר לפרויקטים בתחום התשתיות, ומכאן השפעות הכלכליות של משבר הקורונה על פעילות החברה הן מתונות להערכתנו, וזאת בשונה מחברות בענף החשופות לפרויקטים בתחום המגורים והמשרדים. אנו מניחים דחייה מסוימת של פרויקטים בצבר (אם כי לא לביטולם) וסבירות מסוימת להפחתת דמי התחזוקה במגזר האחזקה מצד הלקוחות (מחד

חלק מהחוזים קצרי טווח מנגד על לקוחות המגזר נמנים גופים מהמגזר הציבורי). בהערכתנו את מידת ההשפעה השלילית של משבר וירוס קורונה בטווח הקצר, אנו מביאים בחשבון כי המשק הישראלי ישוב לפעילות ריאלית בתוך חודשים ספורים וזאת באופן מדורג. הנחה זו יש לציין, נתונה באי וודאות מכיוון שמשבר הקורונה הינו ארוע מתפתח התלוי בגורמים אקסוגניים רבים. נציין כי החברה ציינה בדוחותיה הכספיים בהקשר לנגיף הקורונה כי בשלב זה אין באפשרותה להעריך באופן מדויק את מידת השפעת על הנגיף על פעילותה.

לחברה צבר הזמנות משמעותי (כ-998 מ' ש"ח ליום ה-31.12.2019, כולל פולדמיר), כאשר יחס הצבר להכנסות נע מזה כשנתיים על כ-1.7, ומצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני, אם כי מדובר על יחס שאין בגינו נתונים היסטוריים. צבר ההכנסות של החברה שמר על יציבות בשנה האחרונה. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2020, אנו מניחים שמירה על היקף צבר ההזמנות של החברה. כמו כן הערכתנו הנה ליציבות בהכנסות בשנת 2020 ביחס לשנת 2019 ואף שחיקה בהכנסות של עד 5% וזאת נוכח סבירות לדחיית פרויקטים בעקבות משבר הקורונה.

הרווחיות התפעולית נמצאת במגמת ירידה ותתייצב להערכתנו בטווח של 3.0%-4.0%. הרווחיות הושפעה לשלילה בשנה האחרונה בעיקר נוכח איחוד פולדמיר, המאופיינת בהיקף הכנסות משמעותי אך שיעורי רווחיות נמוכים, וכן נוכח תמהיל פרויקטים ותחרות בענף, הנובעת גם מעצירת תקציבים והיעדר תקציב ממשלתי מאושר מזה זמן רב. נציין לחיוב כי אף בעתות חולשה כלכלית בעבר החברה לא הציגה הפסדים ובידיה מספר כלים לשליטה על היקף השימושים בתזרים בשנים חלשות, כפי שמעריכה שתעשה גם השנה בשנת משבר הקורונה הן בצד הדיבידנד והן בצד תוכנית ההשקעות. בתרחיש הבסיס לשנת 2020 אנו מניחים EBITDA ו-FFO בטווח של 25-30 מ' ש"ח ו-25-20 מ' ש"ח בהתאמה.

הניהול העסקי והפיננסי של החברה לאורך זמן יציב ושמרני, והחברה מפגינה עמידה בתקציב מול ביצוע לאורך השנים. מדיניות זו מתבטאת בין השאר בניהול ושמירה על יתרות נזילות בהיקפים גבוהים. לחברה תכנית אסטרטגית ארוכת טווח להשקעות ורכישות בתחומים סינגרגיים. החברה מעריכה את היקפה של התכנית לשנתיים הקרובות, ככזו שתמומן בשלב זה מתוך יתרות המזומנים. פרויקט המים בגאנה עליו דיווחה החברה לאחרונה, בהיקף של כ-85 מ' אירו, משקף את מדיניות החברה להתרחב לטריטוריות נוספות מחוץ לישראל. לדברי החברה, התקבולים בפרויקט משולמים ישירות ע"י בנק ההשקעות דויטשה בנק שמממן את הפרויקט. כמו כן מדיניות החברה הנה לניהול תזרים חיובי לאורך הפרויקט.

דירוג החברה נתמך ברמת מינוף מתונה ויחסי כיסוי מהירים ובולטים לטובה לרמת הדירוג, עם יחס הון למאזן של כ-41% ליום 31.12.2019, אשר צפוי להישאר בטווח זה. נכון ליום 31.12.2019 לחברה חוב פיננסי בהיקף זניח יחסית, לצד יתרות נזילות גבוהות. יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ול-FFO אשר כיום נעים סביב 1.0-1.5 ו-1.5-2.5, בהתאמה לא יעלו על 2.0 ו-3.0, בהתאמה. בטווח הבינוני-הארוך עשויה החברה לגייס חוב בנקאי/מוסדי אשר ישמש לצורך השקעות נוספות וכן לצורך השתתפות במכרזים משמעותיים בגינם עתידה החברה לרתק היקפי הון משמעותיים. מידרוג סבורה כי היקף התזרימים הצר יחסית של החברה, בשילוב עם מדיניות שמרנית, קוטמים את היקף החוב אשר עשויה החברה לגייס אשר לא יעלה על 50 מ' ש"ח.

לחברה נזילות טובה ביחס לדירוג, הנובעת מיתרות נזילות גבוהות, אגב הנפקת הון מניות שבוצעה בשנת 2017, אשר ליום 31.12.2019 הסתכמו בכ-104 מ' ש"ח ותיק ניירות ערך שהסתכמו לאותו מועד לסך של כ-27 מ' ש"ח. לחברה מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ-48 מ' ש"ח ליום 31.12.2019. לאותו מועד, החברה עומדת במרווח ניכר מול אמות המידה הפיננסיות. גם במידה והחברה תבצע השקעות הוניות לפיתוח תחומי פעילות חדשים ולכניסה לאזורים גיאוגרפיים חדשים, אנו מניחים כי החברה תוסיף להחזיק ביתרות נזילות נאותות.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו כי החברה תשמור על מעמדה העסקי החזק בטווח אופק הדירוג, כי יש בידה כלים להתמודד באופן סביר עם השלכות משבר וירוס הקורונה, מבחינה עסקית ופיננסית, וכי החברה תעמוד ביחסי הכיסוי שמידרוג צופה בטווח הקצר והבינוני.

**גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:**

- שחיקה מתמשכת ברווח התפעולי של החברה
- יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA גבוה מ-2.5 לאורך זמן

**לסיכו בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח**

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	
372	404	384	452	557	הכנסות
7.6%	6.3%	7.2%	5.7%	3.9%	רווח (הפסד) תפעולי / סך הכנסות
18.0	16.6	15.1	16.1	8.7	רווח נקי
30.9%	38.0%	54.3%	40.3%	41.3%	הון עצמי / מאזן
33.0	24.0	111.0	144.0	131.0	יתרות נזילות (*)
0.3	0.4	0.2	0.8	1.3	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA
3.8	7.1	8.4	23.9	10.6	EBIT/Finance

\* כולל יתרת תיק ני"ע

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**מעמד עסקי מבוסס בתחום תשתיות והנדסה אזרחית וחשיפה גבוהה לתקציבי ההשקעות בישראל, בפרט מצד גופים ציבוריים**

לסיכו פועלת על פני מספר תחומים בשני מגזרים ראשיים: מגזר ההקמה (כ-80% מההכנסות בממוצע בשלוש השנים האחרונות) ומגזר השירות והזכיינות (כ-20% מההכנסות בממוצע בשלוש השנים האחרונות). לחברה מעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי ו-וותק רב בתחום קבלנות לתשתיות והנדסה אזרחית, והיא מתמחה בתחומי נישה, ובעיקר בנייה של תשתיות צבאיות למערכת הבטחון, הנחת מסילות ברזל, צנרת תהליכית ועבודות בתחום האנרגיה. החברה מאופיינת בתמהיל פרויקטים רחב ובסיס לקוחות מגוון הכולל חברות גדולות ומבוססות וכן גופים ציבוריים (מוסדות מדינה וחברות ממשלתיות), אשר מייצרים עבורה עבודות המושך לאורך זמן ומקטינים חשיפה למחזוריות כלכלית. בפרויקטים גדולים, אסטרטגיית החברה הנה כניסה עם שותפים חזקים ובעלי איתנות פיננסית, על מנת לצמצם את החשיפה לסיכונים הפרויקט.

לחברה עשרות לקוחות בהיקפים שונים. עם זאת לחברה חשיפה לשלושה לקוחות גדולים אך איכותיים: לקוח א' (כ-3.3% מהכנסות החברה לשנת 2019 וכ-10.7% וכ-8.3% לשנים 2017 ו-2018, בהתאמה); לקוח ב' (כ-10% מהכנסות החברה לשנת 2019 וכ-18% וכ-12% בשנים 2017 ו-2018, בהתאמה) ומשרד הבטחון (כ-40% מהכנסות החברה לשנת 2019 וכ-9.1% וכ-26.2% לשנים 2017 ו-2018, בהתאמה). ריכוזיות הלקוחות והתלות במספר מוגבל של לקוחות גדולים עלולה להשליך לשלילה על יציבות תזרימי המזומנים לאורך זמן. מנגד, סיווגים ייחודיים אשר תחת אמתחתה של החברה בפרויקטים מול משהב"ט ממתנים סיכון זה. כן לחברה מעמד ייחודי מול לקוח א' עם טרק-רקורד ממושך. החברה מעסיקה שכבה מקצועית רחבה של מהנדסים ומנהלי פרויקטים, רובם המכריע בעלי ניסיון וותק רב בחברה. להערכתנו, הדבר מקנה לה יתרון בניהול וביצוע פרויקטים מורכבים בלוחות הזמנים שנקבעו. הדירוג מושפע לשלילה מהיקף פעילות נמוך ביחס לקבוצת השוואה<sup>1</sup> ובכלל, וכן ממעמדה של החברה בעיקר כקבלן נישתי בחלק ממכלול הפרויקט ואלו משליכים על רווחיות הפרויקטים. מאפיינים אלו מעצימים את החשיפה לתנודתיות בעיתות משבר, לחריגה מתקציב ולפגיעה בבסיס הרווח.

אסטרטגיית החברה הנה להרחיב את אפיקי הפעילות ולהתמודד על מרכזים עתידיים בהיקפים גבוהים וכן לפנות גם לפעילויות ופרויקטים בחו"ל. לאחרונה עדכנה החברה בדבר התקשרות ממשלת גאנה בהסכם למימון פרויקט הקמה ושדרוג של מתקני טיפול ואספקה של מי שתייה בגאנה שבאפריקה בהיקף כספי של כ-85 מ' יורו, שהחברה התקשרה בהסכם לביצועו. הפרויקט יארוך כשלוש

<sup>1</sup> קבוצת השוואה כוללת את החברות הציבוריות הגדולות בתחום קבלנות הבנייה ואלקטרומכניקה כדוגמת אלקטרה בע"מ (A1.il) ואפקון תעשיות (A3.il).

שנים מיום קבלת צו התחלת עבודה ויבוצע באמצעות חברת בת (100%) של החברה שהתאגדה באיטליה. פרויקט זה מאופיין בשולי רווח גבוהים יחסית לפרויקטים המקומיים של החברה. לדברי החברה, התקבולים בפרויקט משולמים ישירות ע"י בנק ההשקעות דויטשה בנק המממן את הפרויקט. יתר על כן מדיניות החברה הנה לניהול תזרים חיובי לאורך הפרויקט דרך קבלת מקדמות בפרויקט בשיעור ניכר והכרה ברווח בפרויקט נשענת על אבני דרך, כך שלא צפוי תשלום לספק טרום קבלת תקבול ותשומות מקומיות. נציין בנוסף כי לדברי החברה דויטשה בנק "התכסה" בביטוח מול מדינת גאנה.

לאורך השנים רשמה החברה סכומים זניחים של הפרשה לחובות מסופקים בדוחותיה, נתון הנובע בין השאר ממדיניות החברה לפעול מול גופים גדולים ובעיקר גופים ציבוריים, פרמטר חיובי אף הוא בניהול הסיכונים של החברה. הניהול העסקי והפיננסי של החברה לאורך זמן יציב ושמרני, והחברה מפגינה עמידה בתקציב מול ביצוע לאורך השנים.

### החשיפה לענף הקבלנות ממותנת מצד הישענות גבוהה על תקציבים ממשלתיים

מידרוג מעריכה את ענף הקבלנות לפרויקטים למבנים ותשתיות בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופיו הפרויקטאלי והישענות על כניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. לחברה חשיפה גבוהה לסביבה המאקרו כלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות ההוניות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. בעיתות מיתון, התקציבים הממשלתיים עשויים להוות עוגן מסתן.

רמת התחרות בענף גבוהה וקיים ביזור גבוה של המתחרים, בעיקר לאור חסמי הכניסה אשר אינם גבוהים ונגזרים לרוב ממורכבות והיקף הפרויקט, המשפיעים על הצורך בניסיון ומוניטין נצברים, סיווגים קבלניים, ידע הנדסי, יתרונות לגודל, איתנות פיננסית וכדומה. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת התחרות וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשית לפי רוב באמצעות מכרזים, המייצרים לחצים על המרווח הקבלני. המרווחים הנמוכים מגבירים את הסיכון העסקי ודורשים יכולות ניהול ובקרה גבוהות. בתקופות מיתון קיימת ירידה בהשקעות, ומוסר תשלומים נמוך יחסית של הלקוחות, אשר עשויים לפגוע ביכולת השבת ההכנסות.

מגזר האחזקה והזכינות, מוערך על ידינו בסיכון בינוני-נמוך, מאופיין בחוזי אחזקה וזכינות אשר בד"כ ארוכי טווח, ובחסימי כניסה גבוהים יותר, בין היתר בשל מוניטין ויכולת הצעת סל מוצרים כולל, לצד חסימי מעבר גבוהים המתבטא בקושי להחליף את נתון השירות אשר תכנן והקים את המערכות. פעילות החברה בתחום זה, המאופיין ביציבות וברווחיות גבוהה, ממתנת במידת מה את התנודתיות הנובעת מהפעילות הפרויקטאלי, אולם מגזר זה עדיין מצומצם יחסית בהיקפו, ובעל תרומה בהיקפים נמוכים לרווח הגולמי ואינו מצמצם במידה משמעותית את פרופיל הסיכון של החברה.

### מגזר הקבלנות אחראי למרבית הכנסות החברה ומאופיין ברווחיות נמוכה יחסית, אך אינה חריגה לענף

צבר ההזמנות של החברה ליום 31.12.2019 הסתכם בכ- 998 מ' ש"ח (כולל פולדמיר וללא פרויקט גאנה) לעומת כ- 993 מ' ש"ח ליום 31.12.2018. עיקר הצבר נובע מפרויקטים למול משהב"ט תחת חברת פולדמיר, מסוע גרעינים נמל אשדוד עבור חברת נמלי ישראל, צנרת נקייה, וזאת לצד ערב רב של פרויקטים בתחומים שונים. יחס הצבר ליום 31.12.2019 להכנסות ב- 12 החודשים האחרונים עמד על כ- 1.7 והוא מקנה נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר-הבינוני. נציין כי ליחס זה לא קיים טרק-רקורד ארוך ומכאן מוגבל בהסתכלות אחורה. בשנת 2019 הציגה החברה צמיחה של כ- 23% בשורת ההכנסות וזאת נוכח רכישת פולדמיר במהלך שנת 2018. בנטרול הכנסות פולדמיר לתקופה האמורה, רשמה החברה סטגנציה במכירות. לפי הנהלת החברה, לסיכו ביצעה פרויקטים של הנדסה אזרחית גם לפני רכישת פולדמיר, ואילו עקב רכישת פולדמיר, החברה עצרה הגשת מכרזים של הנדסה אזרחית כולל גם למערכת הבטחון כחלק מאסטרטגיית הרכישה.

הרווחיות התפעולית של החברה הנה בטווח של 3.5%-4.5%, ונמוכה ביחס לענף, ונובעת בין השאר ממאפייני הלקוחות, אשר הנם גופים ציבוריים גדולים. רווחיות זו נמצאת במגמת שחיקה בשנה האחרונה בעיקר נוכח תחרות עולה ותמהיל פרויקטים. בנוסף, פולדמיר אשר קיבלה ביטוי מלא בדוחות הכספיים של שנת 2019, מאופיינת ברווחיות נמוכה יחסית לצד היקפי מחזור מהותיים.

מגזר ההקמה אחראי לכ- 85% מסך הרווח הגולמי המגזרי של החברה בממוצע תלת שנתי, ורווחיותו הגולמית עמדה בטווח של 10%-14% בחמש השנים האחרונות. רווחיות זו אינה בולטת לטובה וחושפת את המגזר ביתר שאת לתקופות של האטה בענף, נוכח תחרות גבוהה ומרכיב גבוה יחסית של עלויות קבועות בניהול, במטה ובשימור יכולות הביצוע של החברה. הרווחיות הגולמית של מגזר השירות והזכינות עמדה על כ- 7.3% בממוצע תלת שנתי. אנו רואים במגזר האחזקה והזכינות גורם מחזק לייצוב התנודתיות של רווחיות

החברה, אך משקלו פחות מהותי. הרווחיות התפעולית של החברה מוטה לשלילה אף משיעור הוצאות הנהלה וכלליות גבוה יחסית לקבוצת השוואה בעיקר נוכח הוצאות השכר של מנהלים לצורך הגדלת הפעילות כפי שתוארה לעיל וכן שכר צדדים קשורים.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בשנת 2020 החברה תשמר את יציבות צבר ההזמנות, ויחסו להכנסות. בתרחיש זה, אנו מניחים יציבות עד שחיקה של כ-5% בהכנסות החברה בשנת 2020, זאת בהמשך לסטגנציה (בנטרול פולדמיר) שאפיינה את שנת 2019, וכן נוכח משבר הקורונה. בטווח הבינוני-הארוך אנו מניחים צמיחה אורגנית וכן איננו פוסלים רכישות אשר יתמכו בצמיחה אנאורגנית, כך שהחברה תציג צמיחה בהכנסות בטווח של 0%-5%. הערכות אלה מבוססות על תחזית בנק ישראל<sup>2</sup> לצמיחה שלילית בתמ"ג של כ-5.3% בשנת 2020 וחזרה לצמיחה בשנת 2021, עם שיעורי צמיחה גבוהים יחסית בהשוואה לשנת 2020. יש לציין כי הנחות אלו לגבי השנים 2020 ו-2021 נתונות באי וודאות לא מבוטלת, מכיוון שהכלכלה העולמית והמשק הישראלי בתוכה מצויים עדיין בלב אירוע וירוס הקורונה, ונוכח זאת שהמשבר נתון להשפעות אקסוגניות רבות. בהתאם לאמור לעיל אנו מניחים כי שיעור הרווחיות התפעולית ינוע סביב 3%-4%.

### מינוף יחסי כיסוי בולטים לטובה לרמת הדירוג וצפויים להישמר בעתיד

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנת 2020 הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) צפוי לנוע בטווח של 25-30 מ' ש"ח והמקורות מפעולות (FFO) ינועו בטווח של 18-23 מ' ש"ח. החברה מעריכה את היקפה של התכנית לשנתיים הקרובות ככזו שתמוכן בשלב זה באמצעות יתרות המזומנים של החברה.

לאור הצהרות החברה בהתייחס למשבר הקורונה, אנו מעריכים כי החברה לא צפויה לחלק דיבידנד השנה וזאת על אף מדיניות חלוקת הדיבידנד הסדורה שאימצה<sup>3</sup>. החברה צפויה להערכתנו לייצר תזרים חופשי (FCF) חיובי מתון של 5-0 מ' ש"ח בשנת 2020 בעיקר נוכח הנחות לגידול בהון החוזר של 10-12 מ' ש"ח וזאת ללא התחשבות בהשקעות הוניות ומיזוגים ורכישות. צורכי ההון החוזר העיבו על תזרימי המזומנים ברבעונים האחרונים וזאת נוכח סיום מספר פרויקטים מהותיים בתקופה וירידה במקדמות, וכן נוכח כניסה לאיחוד של פולדמיר. נציין כי צרכי ההון החוזר של החברה תנודתיים, והתחזית לגביהם נתונה באי וודאות. אנו מניחים כי השקעות הוניות שצוינו לעיל ימומנו בטווח הבינוני מתוך יתרות המזומנים ואולי אף כנגד גיוס חוב.

רמת המינוף של החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס הון למאזן העומד על כ-41% נכון ליום 31.12.2019. ההון העצמי של החברה בסך כ-151 מ' ש"ח ליום 31.12.2019 נבע בחלקו מגיוס הון מניות שביצעה החברה במהלך שנת 2017, בסך של כ-70 מ' ש"ח. במהלך השנים צבירת רווחים בניכוי דיבידנדים עיבתה את ההון בהיקף מינימאלי. גם בשנות התחזית אנו מניחים כי יכולתה של החברה בצבירת הון הנה מינימאלית.

נכון ליום 31.12.2019 לחברה חוב פיננסי ברוטו בהיקף שולי יחסית, שאפיינ את החברה גם לאורך השנים האחרונות. להערכתנו צורכי ההשקעות של החברה תומכים בגידול בחוב אותו עשויה החברה לגייס בהיקף של עד 50 מ' ש"ח וזאת גם בהתחשב ביתרות הנזילות במאזן החברה. אנו סבורים כי היקף התזרימים הצר אשר מייצרת החברה מגבילים את רמת החוב המותר (לרבות התחייבויות חכירה והתחייבויות אחרות, הכוללות בין היתר התחייבויות בגין אופציות להשלמת רכישת פולדמיר) שביכולתה לשאת ואת יחסי הכיסוי על מנת לשמור על הדירוג הנוכחי. יחסי הכיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA ול-FFO מהירים נוכח היקף חוב נמוך ונעים כיום סביב 1.0-1.5 ו-1.5-2.5, בהתאמה הנם מהירים יחסית לרמת הדירוג, אולם להערכת מידרוג, בהתחשב בהיקף הרווח והתזרים הצר של החברה, יחסי הכיסוי עלולים להיות תנודתיים, ולכן מידרוג מצפה כי יחס חוב ל-EBITDA לא יעלה על 2.5 לאורך זמן. יחס כיסוי הריבית של החברה בולט לטובה וצפוי לעמוד על כ-3.5 בשנות התחזית ותמוך בגמישותה הפיננסית הטובה.

### החברה צפויה לשמור על יתרות נזילות מהותיות לאורך זמן

נזילות החברה נתמכת ביתרות נזילות מהותיות של כ-131 מ' ש"ח (מתוך כ-27 מ' ש"ח תיק ניירות ערך) נכון ליום 31.12.2019, כ-55% מכך במאזן החברה סולו והיתר בעיקר בחברות הבנות פולדמיר ולסיכו צנרת תהליכית. אנו מניחים כי בעקבות המשבר

2 תחזית מאקרו כלכלית של בנק ישראל, חטיבת המחקר אפריל 2020 מיום 06.04.2020

3 בהתאם לדיווחי החברה, אימוץ מדיניות חלוקת הדיבידנד על ידי החברה אינה מהווה התחייבות של החברה לבצע חלוקת דיבידנד וכל חלוקה כאמור תידון בנפרד בדירקטוריון החברה אשר רשאי להחליט גם כי לא יחולק דיבידנד כלל.

המתחולל בשוקים נשחק שוויו של תיק ניירות הערך של החברה. להערכת מידרוג, מדיניות החברה להוסיף ולשמור על יתרות נזילות גבוהות ומשמעותיות לאורך השנים תומכת בשימור האינטרסים של בעלי החוב הנוכחיים והעתידיים. לחברה מסגרות אשראי פנויות, מרביתן לא חתומות, בהיקף של כ-48 מ' ש"ח. נכון ליום 31.12.2019, החברה עומדת במרווח מספק באמות מידה פיננסיות הקיימות לה ביחס להתחייבויותיה לבנקים.

### מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		LTM - 31.12.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מידה	ניקוד	מידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Baa.il	550 מ' ש"ח	Baa.il	557 מ' ש"ח	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	מעמד עסקי	
Baa.il	3%-4.0%	Baa.il	3.8%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
Aa.il	40.0%	Aa.il	41%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	2.0X – 1.5 X	Aa.il	1.3 X	חוב / EBITDA	
Baa.il	18 מ' ש"ח	Baa.il	19 מ' ש"ח	מקורות מפעולות - FFO	
A.il	3.5 X	A.il	11 X	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

[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 הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

### דוחות קשורים

[דירוג תאגידיים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

### מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 22.04.2020

שם יוזם הדירוג: לסיכו בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: לסיכו בע"מ

### מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.



## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה 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 ביעוץ 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 והיה 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, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוון 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>