

# לסיכום בע"מ

מעקב | מאי 2023

## אנשי קשר:

### תמיר שרמן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[Tamir.s@midroog.co.il](mailto:Tamir.s@midroog.co.il)

### ליאת קדיש, רו"ח, סמונכ"ל

ראשת תחום מימון תאגידים

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

## לסיכו בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לאגרת החוב (סדרה א') שהנפיקה לסיכו בע"מ ("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
31/12/2024	יציב	Baa1.il	1167691	א'

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי הנתמך במוניטין גבוה, בניסיון רב בתחום הבנייה והתשתיות ובהיקף הכנסות שהולם לרמת הדירוג. מנגד, לחברה היקף תזרים תפעולי צר וריכוזיות לקוחות (שלושת הלקוחות העיקריים מהווים כ-40% מיתרת הצבר ליום 31.12.2022). לחברה מעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי, הנשען על וותק וניסיון רב בתחום קבלנות לתשתיות והנדסה אזרחית. החברה מתמחה, בין השאר, בתחומי נישה הכוללים תשתיות הנדסה אזרחית, בנייה ביטחונית מסווגת ובלתי מסווגת, תשתיות רכבה כבדה וקלה, צנרת תהליכית ועוד. ואלה מהווים חוזקות בבחינת סיכון האשראי. החברה משמשת קבלן ראשי בחלק גדול מהפרויקטים ולמול לקוחות גדולים כגון גופי מדינה. מאפיין זה הינו פועל יוצא של אסטרטגיית החברה לפעול מול גופים גדולים, בעיקר ציבוריים.

ענף קבלנות הבנייה למבנים ותשתיות, מאופיין בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על כניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות בטווח הארוך, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הסיכון העסקי בענף נובע גם ממשיך הפרויקטים, היוצר סיכון תכנוני וחשיפה לסטייה מהיקף העלויות המתוכנן, ודורש ניהול ובקרה הדוקים. הפעילות בענף חשופה למחזוריות בהיקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובכספים קבועים במשק. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת התחרות הגבוהה, אי וודאות בתמחור פרויקטים, וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשים על פי רוב באמצעות מכרזים אשר מייצרים לחצים על המרווח הקבלני.

צבר החברה ליום 31.12.2022 עומד על היקף של 1,482 מיליון ₪. החל משנת 2019 רשמה החברה גידול בצבר הנובע בין היתר, מכניסתם של פרויקטים גדולים כגון הקמת מפעל לייצור גזים בקריית גת (סך הכנסות בסך 257 מיליון ₪), פרויקט הקמה ושדרוג מול ממשלת גאנה (סך הכנסות כ-85 מיליון אירו) והקמת מרכז מסחרי בעיר שוהם (סך הכנסות כ-223 מיליון ₪) שהגדילו הן את היקף הצבר וכנגזרת גם את היקף ההכנסות כתלות בשיעור הביצוע. כמו כן, יחס הצבר להכנסות<sup>1</sup> עומד על כ-1.8 בשנת 2022, ומצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני.

החברה רשמה בשנת 2022 רווח תפעולי (לפני הוצאות אחרות) צר בהיקף של כ-29 מיליון ₪ לעומת הפסד תפעולי בשנת 2021 בסך של כ-19 מיליון ₪ (וכ-19 מיליון ₪ רווח תפעולי בממוצע תלת שנתי בשנים 2018-2020). תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי היקף הכנסות החברה בשנת 2023, צפוי להיות זהה לשנת 2022, בשני מגזרי פעילות: ההקמה והאחזקה ויעמוד על כ-850-900 מיליון ₪, היקף שהולם לרמת הדירוג. בשנת 2022 הציגה החברה גידול בהכנסות לסך של כ-850 מיליון ₪ נוכח כך שנת 2021 אופיינה ברישום הפסדים מהותיים בגין מספר פרויקטים כדוגמת מסוע הגרעינים, אנלייט, רפאל. בשנת 2022 רשמה החברה המשך התקדמות בפרויקטים קיימים וביניהם הפרויקט בגאנה, לינדה, שניידר ופרויקטים עבור משרד הביטחון. להערכת מידרוג, מגזר ההקמה של החברה צפוי להציג צמיחה בשיעור של 4%-6% מול שנת 2022, בעיקר בגין התקדמות בביצוע והשלמת פרויקטים, ביניהם, פרויקט גאנה פרויקט לינדה ופרויקט הפאנלים הצפים בנווה אור. עיקר הגידול מיוחס לפרויקט לינדה בקריית גת אשר צפוי לתרום רק הוא לגידול של 15%-20% בהכנסות המגזר ובנוסף מאופיין ברווחיות גבוהה יחסית לרווחיות הממוצעת של החברה. עם זאת, לאורך זמן רווחיות החברה הנה תנודתית ומושפעת מפרויקטים ברווחיות גולמית נמוכה ולעיתים

<sup>1</sup> יחס צבר להכנסות מחושב לפי צבר נכון ליום 31.12.2021 מול הכנסות שהוכרו בשנת 2022.

ייתכנו אף פרויקטים מפסידים. בשנות התחזית אנו מניחים התמתנות התייקרות חומרי גלם למול שנת 2022, ובשילוב אלו מביאים לרווחיות גולמית חלשה ביחס לענף יחד עם מבנה קשיח של הוצאות תפעוליות (תוך גידול חד בהוצאות הנהיג לאורך השנים אשר מעיב על הרווחיות) פוגעות ברווחיות התפעולית אשר להערכתנו תנוע בטווח של כ-3.5%-3%.

פרויקט המים בגאנה בהיקף של כ-85 מ' אירו, שהחל בחודש אפריל 2021 משקף את מדיניות החברה להתרחב לטריטוריות נוספות מחוץ לישראל. הפרויקט כולל הקמת תחנת שאיבת מים בגאנה, סינון וטיהור המים והעברתם לכפרים בגאנה שאינם מחוברים למים זורמים זאת לאורך כ-70 ק"מ, הצפי להשלמת הפרויקט כ-3 שנים. לדברי החברה, התקבולים בפרויקט משולמים ישירות לחברת הבת באיטליה ע"י בנק ההשקעות דויטשה בנק שמממן את הפרויקט. כמו כן, מדיניות החברה הינה, לניהול תזרים חיובי לאורך הפרויקט. עד כה החברה קיבלה מקדמות בסך של כ-13 מיליון אירו בגין הפרויקט תוך רישום הכנסות ורווח גולמי בהיקף של כ-81 וכ-23 מיליון ש"ח בהתאמה.

תרחיש הבסיס של מידרוג, מעריך EBITDA בטווח של 46-42 מיליון ש"ח (בדומה לשנת 2022). מידרוג מניחה השקעות הוניות שוטפות ברכוש קבוע בהיקף של כ-26-18 מיליון ש"ח (כולל תשלומי חכירה). בנוסף, להערכת מידרוג, החברה תחלק דיבידנד בהיקף של 5-6 מיליון ש"ח כתלות ברווח הנקי בהתאם למדיניותה<sup>2</sup>. בהתאם לכך, החברה צפויה להערכתנו לייצר תזרים חופשי (FCF) בטווח של 15-10 מיליון ש"ח בשנת 2023 עם מאפיינים בעלי צביון תנודתי ברמת הרווחיות וההון החוזר (למול תזרים חופשי חיובי בסך כ-3 מיליון ש"ח בשנת 2022), ללא הנחה לשינויים בהון החוזר. לחברה חלויות שוטפות (כולל אג"ח וחוב בנקאי) בסך של כ-31 מיליון ש"ח.

יחסי הכיסוי של החברה בולטים לחיוב ביחס לדירוג ותורמים לפרופיל הפיננסי שלה. יחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA<sup>3</sup> בשנת 2022 עומד על 1.2X ולהערכת מידרוג, יחס זה צפוי לעמוד בטווח של 1.5X-0.5X בשנת 2023 לאור קיטון בחוב החברה למול קיטון ביתרות הנזילות ושמירה על EBITDA בהיקפים דומים לאלו משנת 2022.

המדיניות הפיננסית של החברה צפויה לאזן במידה טובה בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות. הניהול העסקי והפיננסי של החברה יציב ושמרני לאורך זמן ובא לידי ביטוי בתיאבון עסקי נמוך-בינוני למיזוגים ורכישות ובשמירה על יתרות נזילות בהיקפים גבוהים. הניהול העסקי והפיננסי של החברה לאורך זמן יציב ושמרני, ומדיניות זו מתבטאת בין השאר בניהול ושמירה על יתרות נזילות בהיקפים גבוהים. החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות הקיימות לה ביחס להתחייבויותיה למסמנים.

במסגרת שיקולים נוספים לדירוג, דירוג אגרות החוב בפועל Baa1.il נמוך בנוש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il לאור היקף תזרים צר ותנודתי באופן שעלול להעיב על הפרופיל הפיננסי של החברה. בנוסף, לחברה ישנה חשיפה לפרויקט מהותי במדינת גאנה שמדורגת ע"י Moody's בדירוג Ca באופק יציב<sup>4</sup>, כאשר בחודש דצמבר 2022, הודיע משרד האוצר של ממשלת גאנה על עצירת תשלומים בחלק מהחובות החיצוניים של ממשלת גאנה. ההודעה כוללת בין השאר התייחסות לבקשת סיוע מקרן המטבע העולמית לאור הרעה במצב הפיננסי במדינה, וכן על השעיית תשלומים בקטגוריות מסוימות של חוב חיצוני של המדינה. להערכת מידרוג חשיפה זו משפיעה לשלילה על הדירוג.

## 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.

<sup>2</sup> לחברה ישנה מדיניות חלוקת דיבידנדים עד 30% מהרווח הנקי.

<sup>3</sup> יחס הכיסוי כולל נטרול של יתרות נזילות בסך של 50 מיליון ש"ח מהחוב הפיננסי.

<sup>4</sup> [Ghana Credit Opinion - 29 Nov 2022 by Moody's](#)

**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, במיליוני ₪\***

31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	
452	557	601	653	851	סך הכנסות
5.8%	3.9%	1.9%	neg	3.4%	רווח (הפסד) תפעולי / סך הכנסות
40.1%	41.3%	30.5%	30.2%	30.4%	הון עצמי / מאזן
144	131	166	207	174	מזומנים ותיק ני"ע
0.9X	1.3X	1.9X	neg	1.2X	חוב פיננסי מותאם / **EBITDA
26	10	4	neg	4	EBIT / הוצאות מימון

\* המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020". \*\* יחס הכיסוי כולל נטרול של יתרות נזילות בסך של 50 מיליון ₪ מהחוב הפיננסי.

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג****ענף הקבלנות מאופיין בסיכון עסקי גבוה, הממותן מצד תרומה בינונית של מגזר האחזקה והזכינות**

לסיכו פועלת על פני מספר תחומים בשני מגזרים ראשיים: מגזר ההקמה (כ- 81% מההכנסות במוצע בשלוש השנים האחרונות) ומגזר השירות והזכינות (כ- 19% מההכנסות במוצע בשלוש השנים האחרונות). עיקר פעילות החברה הינה בישראל וקיימת פעילות מסוימת בגאנה וארה"ב (כ- 12% מההכנסות וכ- 4% מההכנסות בהתאמה).

מידרוג מעריכה את ענף הקבלנות לפרויקטים למבנים ותשתיות בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופיו הפרויקטאלי והישענות על זכייה במכרזים וכניסת 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 ממתן.

רמת התחרות בענף גבוהה וקיים ביזור של המתחרים, בין היתר, בשל רמת התחרות וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשית לפי רוב באמצעות מכרזים, המייצרים לחצים על המרווח הקבלי. 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. היעדר תקציב ממשלתי חדש בשנים האחרונות השפיע לשלילה על הענף, אולם, לאורך זמן, ענף הקבלנות בישראל ניזון מהתנפפה בהשקעות בתחום התשתיות ביוזמה ממשלתית. להערכת חברות בענף, משבר הקורונה הנו בעל השפעה מבחינת סבירות לעיכובים בלוחות הזמנים שנקבעו בהסכמים, ביטול התקשרויות חדשות לביצוע פרויקטים וכן לקשיים בביצוע פרויקטים בהקמה.

ענף הקבלנות בישראל הושפע בשנים האחרונות ממספר גורמים בהם השפעות התפשטות משבר הקורונה שגררו האטה בפעילות הכלכלית, עיכובים בביצוע עבודות ועצירת פרויקטים בין היתר גם בשל עיכובים באישור תקציבים. כמו כן, נרשמו עיכובים באספקה ועלויות במחירי חומרי גלם הן בשל האמור לעיל והן בשל השפעת המלחמה בין רוסיה ואוקראינה.

מגזר שירותי האחזקה, המוערך על ידי מידרוג בסיכון בינוני-נמוך, מאופיין בחוזי אחזקה ארוכי טווח בד"כ ובחסמי כניסה גבוהים יותר, בין היתר בשל מוניטין ויכולת הצעת סל מוצרים כולל, לצד חסמי מעבר גבוהים המתבטא בקושי להחליף את נותן השירות. פעילות

החברה בתחום זה, המאופיין ביציבות וברווחיות גבוהה, ממתנת 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. על-פי נתוני בנק ישראל מחודש אפריל 2023, התוצר המקומי הגולמי צמח בשנת 2022 בכ-6.5% וצפוי לצמוח בשיעור של 2.5% בשנת 2023 ובשיעור של כ-3.5% בשנת 2024.

### **לחברה ריכוזיות פרויקטים - שלושת הפרויקטים העיקריים מהווים כ-40% מצבר ההכנסות, פרויקט מג'ורי בגאנה משפיע לשלילה על הסיכון העסקי של החברה**

לסיכנו פועלת על פני מספר תחומים בשני מגזרים ראשיים: מגזר ההקמה ומגזר השירות והזייכנות המייצרים סינרגיה ביניהם. לחברה מעמד עסקי מבוסס וותק בשוק המקומי בתחום קבלנות לתשתיות והנדסה אזרחית, והיא מתמחה בין השאר בתחומים של בנייה 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.

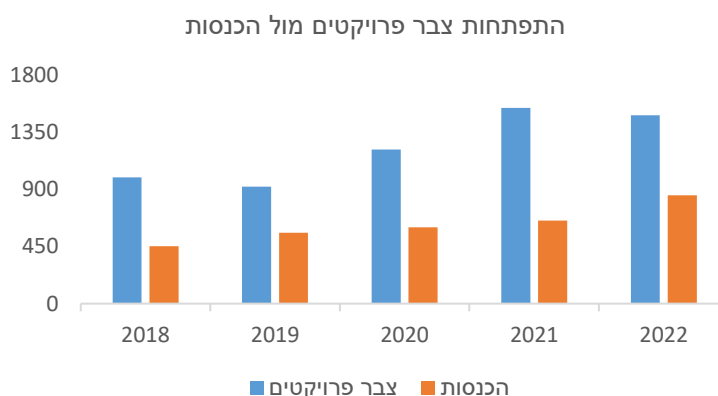
דירוג החברה מושפע לשלילה מהיקף פעילות נמוך ביחס לקבוצת השוואה ובכלל, המגדיל את הסיכון לתנודתיות ברווחיות ובתזרימי המזומנים. צבר החברה ליום 31.12.2022 עומד על היקף של 1,482 מיליון ₪ ביחס להיקף של 1,540 מיליון ₪ בשנת 2021 המשקף קיטון של כ-4%. נציין כי הצבר מכיל בין היתר 3 פרויקטים מהותיים: הקמת מפעל לייצור גזים בקריית גת (צפי הכנסות בסך 257 מיליון ₪ כ-13% מצבר החברה), פרויקט הקמה ושדרוג מול ממשלת גאנה (צפי הכנסות כ-85 מיליון אירו כ-12% מצבר החברה) והקמת מרכז מסחרי בעיר שוהם (צפי הכנסות 223 מיליון ₪ כ-15% מצבר החברה). יחס הצבר להכנסות ב-12 החודשים האחרונים עמד על כ-1.8 והוא מקנה נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר-בינוני. לחברה עשרות לקוחות בהיקפים קטנים. החברה מעסיקה שכבה רחבה של מהנדסים ומנהלי פרויקטים, רובם המכריע בעלי ניסיון וותק רב בחברה. בעקבות הפסדים בשנת 2021, ביצעה החברה תהליכי התייעלות ארגונית ושיפור תהליכי גבייה, בקרה תקציבית וניהול פרויקטים כולל גיוס עובדים במספר תפקידי מפתח ייעודיים כגון ניהול מערכות מידע, ניהול חוזים ותביעות ועוד אשר להערכתנו, צפויים להקנות לה יתרון בניהול וביצוע פרויקטים מורכבים בלוחות הזמנים שנקבעו. כמו כן, מתמקדת החברה בבחירת פרויקטים הן בהתאם לפוטנציאל מבחינת הרווחיות והתזרים ובעיקר מבחינת הפוטנציאל בק"ע הסיווג הקבלני ויכולתם של פרויקטים אלו להוות נקודת תייחוסות עבור פרויקטים עתידיים בהיקפים משמעותיים. עם הפרויקטים שבביצוע החברה כיום נמנה פרויקט הקמת מסוע הגרעינים בנמל אשדוד אשר הינו פרויקט מורכב המשלב יכולות של הנדסה אזרחית ואלקטרו-מכניקה (המהוות חסם כניסה משמעותי) ומעניק לחברה נראות ומהווה נקודת תייחוסות בק"ע כניסה לפרויקטים גדולים ומורכבים. בשנת 2022, קיבלה החברה סיווג בלתי מוגבל בענף "200 - כבישים תשתיות ופיתוח" המאפשר לה להתמודד במגוון ובהיקף רחב יותר של מכרזים בתחומים אלו כגון פרויקט בהיקף של כ-125 מיליון ₪ להקמת מכון טיהור שפכים בו זכתה לאחרונה בעקבות קבלת הסיווג. עוד נציין כי עם השלמת פרויקט מסוע הגרעינים צפויה החברה להגיש בקשה לקבלת סיווג בלתי מוגבל לבניית גשרים.

עם הפרויקטים העיקריים של החברה נמנה כאמור הפרויקט מול ממשלת גאנה של הקמה ושדרוג של מתקני טיפול ואספקה של מי שתייה, נכון ליום 31.12.2022 שיעור הביצוע עומד על 41%. להערכת החברה, פרויקט זה מאופיין בשולי רווח גבוהים יחסית לפרויקטים המקומיים של החברה וזאת לאור הסיכון הגלום במדינת גאנה. נכון ליום 31.12.2022 יתרת ההכנסות לקבל בגין הפרויקט מסתכמת בכ-17 מיליון ₪. להערכת החברה, הפרויקט הינו בעל חשיבות לאומי וככזה הממשלה המקומית תפעל להשלמתו המלאה. בהתאם לתרחיש מידרוג, נלקח תרחיש רגישות על אופן התקדמות החברה בשיעורי הביצוע בפרויקט וברווחיותו וזאת לאור חוסר הבהירות במצבה הכלכלי של מדינת גאנה. פרויקט מהותי נוסף הינו פרויקט להקמת מפעל לייצור גזים בקריית גת בו תשמש החברה כקבלן ראשי עבור תאגיד בינלאומי. תקופת ביצוע העבודות צפויה לעמוד עד לתקופה של שנתיים החל ממועד החתימה על ההסכם בחודש פברואר 2022, היקף ההכנסות הצפוי הינו כ-257 מיליון ₪. שיעור הביצוע של הפרויקט נכון ליום 31.12.2022 עמד על 23%, במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, נלקח תרחיש רגישות על רווחיות הפרויקט. פרויקט מהותי נוסף הינו הקמת מרכז מסחרי בשוהם, תקופת ביצוע העבודה צפויה לעמוד עד לתקופה של שנתיים משנת 2023, היקף ההכנסות הצפוי הינו כ-223 מיליון ₪. היקף הכנסות החברה

בשנת 2023, צפוי להיות זהה לשנת 2022, בשני מגזרי פעילות: ההקמה והאחזקה ויעמוד בסה"כ על כ- 850-900 מיליון ש"ח, היקף שהולם לרמת הדירוג.

להערכת מידרוג, מגזר ההקמה של החברה צפוי להציג צמיחה בשיעור של 4%-6% מול שנת 2022, בעיקר בגין התקדמות בביצוע והשלמת פרויקטים, ביניהם, פרויקט גאנה פרויקט לינדה בתחום הצנרת התהליכית ופרויקט הפאנלים הצפים בנווה אור. עיקר הגידול מיוחס לפרויקט לינדה בקריית גת אשר צפוי לתרום רק הוא לגידול של 15%-20% בהכנסות המגזר.

להלן התפתחות צבר הפרויקטים וההכנסות בשנים 2018-2022 במיליוני ש"ח:



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

הניהול העסקי והפיננסי של החברה לאורך זמן יציב ושמרני. 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.

### רווחיות חלשה ביחס לדירוג

לחברה שני מגזרי פעילות עיקריים מגזר ההקמה ואחזקה וזכינות. מגזר ההקמה מהווה את החלק הארי בפעילות החברה ואחראי לכ- 86% מהרווח הגולמי בשנת 2022 לעומת, 83% מסך הרווח הגולמי המגזרי בממוצע תלת שנתי בשנים 2018-2020 (בנטרול שנת 2021). בשנת 2022 רווחיותו הגולמית של המגזר עמדה על 9.9%, לעומת 10.8% ממוצע תלת שנתי. השחיקה ברווחיות מגזר ההקמה לאורך זמן נובעת מרווחיות חלשה לענף זה לצד התייקרות חומרי גלם. מגזר האחזקה אחראי לכ- 16% מסך הרווח הגולמי בשנת 2022 ורווחיותו הגולמית עמדה על 10.2% בשנת 2022, מול 11.7% בשנת 2021.

הרווחיות הגולמית של החברה בשנת 2022 עמדה על 9.5%, לעומת כ- 10.4% ממוצע תלת שנתי בשנים 2018-2020 (בנטרול שנת 2021). בנוסף, הוצאות הנהלה וכלליות גדלו בצורה משמעותית מ- 30 מיליון ש"ח ממוצע תלת שנתי בשנים 2018-2020 שמהוות כ- 5.6% לעומת 48 מיליון ש"ח בשנת 2022 (כ- 5.6% ביחס להכנסות), עיקר הגידול נובע משכר נלוות ומדמי ניהול כנגדרת גם בגידול בהיקף פעילות החברה. להערכת מידרוג, רווחיות גולמית חלשה זו יחד עם הוצאות תפעוליות קשיחות כאמור מעיבה על הרווחיות התפעולית. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, רווחיות החברה צפויה להישמר בשנות התחזית בטווח של 3%-3.5% בדומה לשנת 2022. הנחות לשיעורי הרווחיות הנ"ל מניחות שיפור תמהיל צבר הפרויקטים ומספר פרויקטים בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית בדגש על פרויקט לינדה, צנרת התהליכית ופרויקט גאנה, והנחות בדבר התמתנות עליית חומרי הגלם. אנו מניחים כי הוצאות התפעול ימשיכו להעיב על החברה וכי שיעור הוצאות הנהלה וכלליות ינוע בטווח של כ- 6% בשנות התחזית. רווחיות החברה הנה תנודתית לאורך השנים וכאמור אף מושפעת מתמהיל פרויקטים, לחצים תחרותיים ומפעילות בטרטוריות שונות. להערכתנו הפרויקט בגאנה כאמור תורם לרווחיות אך מנגד מאופיין בסיכון המדינה.

### בסיס EBITDA יציב והפחתת החוב יביא לשיפור ביחסי הכיסוי בשנות התחזית

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנת 2023 הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) ינוע סביב 46-42 מיליון ש"ח (בדומה לשנת 2022) והמקורות מפעולות (FFO) ינועו בטווח של 34-30 מיליון ש"ח (לעומת FFO בסך 34 מיליון ש"ח בשנת 2022). החברה צפויה לבצע השקעות הוניות שוטפות ברכוש קבוע בהיקף של כ-26-18 מיליון ש"ח (כולל תשלומי חכירה). להערכת מידרוג, החברה תחלק דיבידנדים בהיקף של 6-5 מיליון ש"ח כתלות ברווח הנקי. בהתאם לכך, החברה צפויה להערכתנו לייצר תזרים חופשי (FCF) בטווח של 15-10 מיליון ש"ח בשנת 2023 ללא התחשבות בצרכי ההון החוזר עם מאפיינים בעלי צביון תנודתי ברמת הרווחיות וההון החוזר (למול תזרים חופשי חיובי בסך כ-3 מיליון ש"ח בשנת 2022).

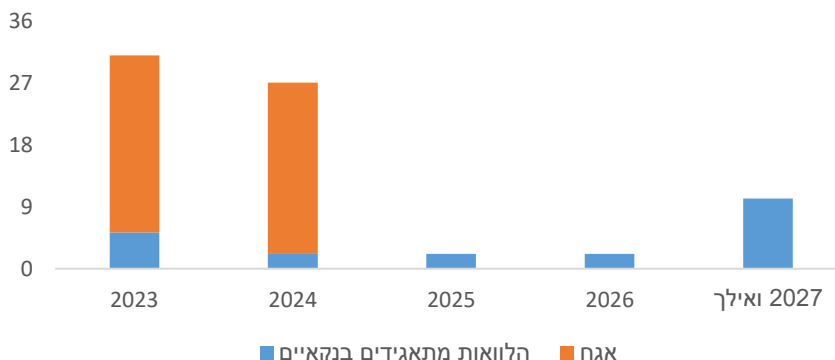
נכון ליום 31.12.2022 לחברה חוב פיננסי ברוטו מתואם, בהיקף של כ-102 מיליון ש"ח ויתרות נזילות בהיקף של כ-173 מיליון ש"ח (מזה כ-20 מיליון ש"ח תיק ניירות ערך). החברה מממנת את פעילותה באמצעות התחייבויות לספקים (כ-60 ימי ספקים ליום 31.12.2022) ומקדמות מלקוחות. יתרת המקדמות במאזן המאוחד ליום 31.12.2022 הסתכמה לכ-82 מיליון ש"ח ומקורה בין היתר, כאמור, בפרויקט נווה אור, לינדה וגאנה. רמת המינוף של החברה בולט לחיוב לרמת הדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס הון למאזן של כ-30.4% נכון ליום 31.12.2022 (לעומת 30.2% נכון ליום 31.12.2021). ההון העצמי של החברה עמד על סך של כ-198 מיליון ש"ח ליום 31.12.2022 לעומת סך של כ-181 מיליון ש"ח ליום 31.12.2021, הגידול נובע מגידול ברווח הנקי של החברה. במהלך השנים צבירת רווחים בניכוי דיבידנדים עיבתה את ההון בהיקף מתון בלבד. גם בשנות התחזית, מידרוג מניחה כי יכולתה של החברה בצבירת הון היא מתונה מאוד. מידרוג סבורה כי היקף התזרימים הצר שמייצרת החברה מגביל את רמת החוב שביכולתה לשאת על מנת לשמור על יחסי כיסוי הולמים, לנוכח תנודתיות התזרים. לחברה חלויות חוב בהיקף של כ-31 מיליון ש"ח בשנת 2023 (כולל אג"ח וחוב בנקאי) ואלו ישורטו למול יתרות הנזילות של החברה. נכון ל-31.12.2022 לחברה יחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA אשר עמד על כ-1.2X יחס שבוולט לחיוב לרמת הדירוג. מידרוג מעריכה שיחס זה ינוע בטווח של 1.5X-0.5X יחס כיסוי זה מחושב על ידי מידרוג בניכוי מהחוב של יתרת מזומנים בסך 50 מיליון ש"ח, המשקפים להערכתנו יתרות נזילות שצפויות להישמר בחברה בטווח הקצר.

מרכיב החוב הנמוך יחסית יחד עם יתרות מזומנים משמעותיות גוזרם לחברה הוצאות מימון נמוכות כך שעל אף היקף רווח תפעולי חלש ביחס לענף, יחס כיסוי הריבית של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג וצפוי לעמוד בשנות התחזית בטווח של 3.5X-4.5X (לעומת יחס בסך 3.8X בשנת 2022).

### הדירוג נתמך בנזילות בולטת לטובה

לחברה נזילות טובה ביחס לדירוג, הנובעת מיתרות נזילות גבוהות, אשר ליום 31.12.2022 הסתכמו בכ-153 מיליון ש"ח ותיק ניירות ערך שהסתכם לאותו מועד לסך של כ-20 מיליון ש"ח. כמו כן, לחברה מסגרות אשראי, לא חתומות, בהיקף של כ-108 מיליון ש"ח. גם במידה והחברה תבצע השקעות הוניות לפיתוח תחומי פעילות חדשים ולכניסה לאזורים גיאוגרפיים חדשים, אנו מניחים כי אלו יעשו בצורה מתונה ושמרנית והחברה תוסיף להחזיק ביתרות נזילות נאותות. החברה עומדת במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות הקיימות לה ביחס להתחייבויותיה למממנים פרט להלוואה שהחברה סיווגה להלוואה לזמן ארוך בארה"ב כחלות שוטפת עקב הפרה של שני אמות מידה בהלוואה, החברה קיבלה Waiver מהמלווה עד לרבעון השני של שנת 2023 ובמידת הצורך תפעל לבצע מימון מחדש עם תנאים חדשים להלוואה זו.

לסיכו בע"מ: לוח הסילוקין של החוב הפיננסי ליום 31.12.2022, במיליוני ₪



### שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי, בעת הערכת איכות האשראי של החברות. במקרה של לסיכו 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, שקיימת חפיפה בין מנכ"ל החברה ובעלי המניות כך שמנכ"ל החברה הנו בנו של אחד מבעלי המניות בחברה. קרבה משפחתית זו עלולה ליצור ניגוד עניינים בין ההנהלה לדירקטוריון. להערכת מידרוג, סיכון זה מתמתן לאור 2 דח"צים ודירקטור בלתי תלוי וכן מבקר פנימי שמטרתם למנוע ניגודי עניינים אלה. החברה בעלת ותק וניסיון ארוכי שנים בתחום שירותי הקבלנות. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת בשמירה על נזילות הולמת ומכאן להערכת מידרוג, החשיפה לסיכוני ממשל תאגידי הינה נמוכה.

### מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2022			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	850-900	A.il	851	היקף הכנסות (במיליוני ₪)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	מעמד עסקי	
Baa.il	3.0%-3.5%	Baa.il	3.4%	שיעור EBIT	רווחיות
A.il	30.5%-32%	A.il	30.2%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Aaa.il	0.5X-1.5X	Aa.il	1.2X	חוב / EBITDA מותאם*	
A.il	3.5X-4.5X	A.il	3.8X	EBIT / הוצאות מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A3.il</b>				<b>דירוג נגזר</b>	
<b>Baa1.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	

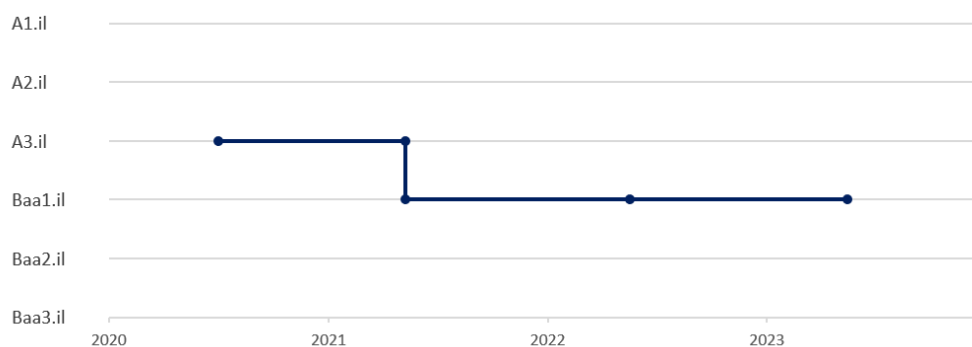
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיסי של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק. \* יחס הכיסוי כולל נטרול של יתרות נזילות בסך של 50 מיליון ₪ מהחוב הפיננסי.



## 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, זכיינות 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-62.68% 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, מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[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:	24.05.2023
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	25.05.2022
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	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 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 סיכונים 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 דיקטורים, 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>