

# לסיכום בע"מ

מעקב | מאי 2021

## אנשי קשר:

### עדי ברנע

אנליסטית - מערכת דירוג ראשית

[Adi.b@midroog.co.il](mailto:Adi.b@midroog.co.il)

### ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מערכת דירוג משנית

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

### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

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

---

## לסיכו בע"מ

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

מידרוג מורידה את דירוג המנפיק של לסיכו בע"מ ("לסיכו" או "החברה") ואת דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה החברה מ-A3.il ל-Baa1.il ומותירה את 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

הורדת הדירוג נובעת מהיחלשות ברווחיות החברה, תוך אי עמידה בתרחיש הבסיס של מידרוג בקשר עם שיעורי הרווחיות והיקפי התזרים. הרווחיות החלשה של החברה, בענף אשר מלכתחילה מאופיין ברווחיות נמוכה ותנודתית, יחד עם גודלה המוגבל של החברה מהווים משקולת ומגבילים את הדירוג. החברה רשמה שחיקה מעבר להערכותינו הקודמות בשיעור הרווחיות התפעולית, שעמדה על כ-1.9% בשנת 2020 בהשוואה לממוצע תלת שנתי של כ-5.5% (ובהשוואה להערכותינו הקודמות טווח של 3%-4%). כמו כן נרשמה חולשה בבסיס ה-EBITDA שהסתכם בכ-23.6 מ' ש בשנת 2020, בהשוואה לממוצע תלת שנתי של כ-30 מ' ש (ולעומת הערכותינו הקודמות להיקף EBITDA בטווח של 25-30 מ' ש). נציין כי בהערכותנו הנוכחיות לשנת 2021 איננו מניחים שינוי לטובה בפרמטרים אלו בתרחיש הבסיס. הכנסות החברה צמחו אורגנית בשנת 2020 בכ-4% אולם תמהיל ההכנסות אופיין בריבוי פרויקטים ששחקו את רווחיות החברה. אלו מביאים להערכתנו לרווחיות תפעולית בטווח של 1%-2% בשנות התחזית לצד סיום פרויקטים רווחיים יחסית. צבר ההזמנות של החברה מכיל פרויקט מהותי בגאנה אשר מאופיין בסיכון גבוה יותר הממותן למול רווחיות צפויה יותר גבוהה ומדיניות החברה לניהול תזרים חיובי לאורך הפרויקט דרך קבלת מקדמות בשיעור ניכר. מידרוג רואה את הישענות ה-EBITDA באופן גדל על פרויקטים בעלי סיכון גבוה יותר כפרמטר שלילי בדירוג.

דירוג אגרות החוב נתמך במיצוב פיננסי חזק יחסית לרמת הדירוג. לחברה מינוף מתון כפי שמתבטא ביחס הון למאזן של כ-30.5% ל-31.12.2020 ויחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA אשר כיום עומד על כ-1.9X. יחס כיסוי זה מחושב על ידי מידרוג בניכוי מהחוב של יתרת מזומנים בסך 50 מ' ש, המשקפים להערכתנו יתרות נזילות שצפויות להישמר בחברה בטווח הקצר, בהתאם למדיניותה אך היחס אינו מנטרל את מלוא יתרות הנזילות נכון לאותו מועד. יחס הכיסוי צפוי להישמר בשנות התחזית על כ-2.0X בשל ההנחה להמשך חולשה של בסיס ה-EBITDA. בשנת 2020 החברה הנפיקה אגרות חוב (סדרה א') בהיקף של כ-50 מ' ש, זאת לצורך מימון השתתפות במכרזים משמעותיים ומימון רכישות. מידרוג מעריכה כי בשנתיים הקרובות החברה צפויה לייצר תזרים חופשי (FCF) שלילי נוכח מקורות מפעילות צרים והשקעות הוניות כבדות ואלו צפויים להביא לצמצום עודפי הנזילות של החברה.

לחברה היקף פעילות נמוך יחסית, המקבל ביטוי בעיקר דרך היקפי התזרים התפעולי ומאפייני ריכוזיות הלקוחות, גורע ממעמדה העסקי של החברה, ומהווה גורם משקולת לדירוג. לחברה מעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי, הנשען על וותק וניסיון רב בתחום קבלנות לתשתיות והנדסה אזרחית. החברה מתמחה, בין השאר, בתחומי ניהול הכוללים בנייה של בתי חולים, תשתיות צבאיות לגופים בטחוניים, הנחת מסילות ברזל, צנרת תהליכית, איכות סביבה ועבודות בתחום האנרגיה, ואלו מהווים חוזקות בבחינת סיכון האשראי. החברה משמשת קבלן ראשי בחלק גדול מהפרויקטים, ולמול לקוחות גדולים כגון גופי מדינה. משרד הביטחון מהווה לקוח מהותי של החברה, שהיה כ-24% מההכנסות לשנת 2020. יש לציין כי מאפיין זה הינו פועל יוצא של אסטרטגיית החברה לפעול מול גופים גדולים בעיקר ציבוריים. לחברה צבר הזמנות משמעותי (כ-1,214 מ' ש ליום ה-31.12.2020, כולל ארה"ב), כאשר יחס הצבר להכנסות עומד על כ-2.0 בתקופה זו ומצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני.

ענף הקבלנות מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית בעיקר בשל אופיו הפרויקטאלי 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.

להערכת מידרוג, מגזר ההקמה של החברה צפוי להציג צמיחה בשיעור של 15%-25% בעיקר בגין השלמת פרויקטים, ביניהם, "מסוע הגרעינים" ופרויקטי בניה ללקוח בטחוני וכן צפי לגידול בפעילות בתחום הצנרת התהליכית. עיקר הגידול מיוחס לפרויקט בגאנה אשר צפוי לתרום רק הוא לגידול של 10%-15% בהכנסות המגזר ובנוסף מאופיין ברווחיות גבוהה יחסית לרווחיות הממוצעת של החברה. עם זאת, תמהיל הפרויקטים מאופיין ברווחיות גולמית נמוכה ויתכנו אף פרויקטים מפסידים. אלו מביאים לרווחיות גולמית חלשה ביחס לענף אשר יחד עם מבנה קשיח של הוצאות תפעוליות פוגעות ברווחיות התפעולית.

הניהול העסקי והפיננסי של החברה לאורך זמן יציב ושמרני, ומדיניות זו מתבטאת בין השאר בניהול ושמירה על יתרות נזילות בהיקפים גבוהים. לחברה תכנית אסטרטגית ארוכת טווח להשקעות ורכישות בתחומים סינרגטיים. באוגוסט 2020 החברה הבת לסיכו US רכשה 70% מהחברות TMI SERVICES INC ו-A-1 PAVEMENT MARKINGS LLC בתמורה לכ-2.34 מ' דולר במועד ההשלמה וכן תמורה מותנית בהיקף של עד 0.375 מ' דולר בשנים 2020-2021. החברות הנרכשות עוסקות בפעילות הקשורה לתשתיות כבישים במזרח ארה"ב, בעיקר בצפון קרוליינה ובמסצ'וסטס, לקוחותיהן העיקריים הם משרדי התחבורה במדינות האמורות וקבלנים ראשיים העוסקים בבניית כבישים.

פרויקט המים בגאנה בהיקף של כ-85 מ' אירו, שהחל בחודש אפריל השנה 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 הנה לניהול תזרים חיובי לאורך הפרויקט. בשנת 2020 התקבלה מקדמה בגין הפרויקט בהיקף של כ-12.7 מ' אירו.

לחברה נזילות טובה ביחס לדירוג, הנובעת מיתרות נזילות גבוהות, אשר ליום 31.12.2020 הסתכמו בכ-141 מ' ש' ותיק ניירות ערך שהסתכם לאותו מועד לסך של כ-25 מ' ש'. לחברה מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ-67 מ' ש' ליום 31.12.2020. לאותו מועד, החברה עומדת במרווח ניכר מול אמות המידה הפיננסיות.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נשען על הערכתנו כי החברה תשמור על מעמד עסקי יציב בטווח אופק הדירוג ותגיד יציבות בתוצאותיה התפעוליות ובפרמטרים הפיננסיים בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שמירה על רווחיות תפעולית של 3.0%-4.0% לאורך זמן

#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת נוספת מעבר להערכתנו ברווח התפעולי של החברה
- יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA גבוה מ-3.0 לאורך זמן

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

FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	
404	384	452	557	601	הכנסות
6.4%	6.9%	5.8%	3.9%	1.9%	רווח (הפסד) תפעולי / סך הכנסות
16.8	16.2	16.7	8.7	7.9	רווח נקי
38.0%	54.2%	40.1%	41.3%	30.5%	הון עצמי / מאזן
24.8	111.0	144.0	131.0	166.0	יתרות נזילות *
0.4x	0.2x	0.8x	1.3x	1.9x	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA **
7.2x	8.0x	23.9x	10.6x	3.9x	EBIT/Finance

(\*) כולל יתרת תיק ני"ע (\*\*\*) יחס הכיסוי כולל נטרול של יתרות נזילות בסך של 50 מ' ש' מהחוב הפיננסי

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### מעמד עסקי מבוסס בתחום תשתיות והנדסה אזרחית וחשיפה גבוהה לתקציבי ההשקעות בישראל, בפרט מצד משרד הביטחון

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 בין השאר בתחומים של בנייה של מבני ציבור ובתי חולים, תשתיות צבאיות למערכת הבטחון, 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 ומקטינים חשיפה למחזוריות כלכלית.

לחברה עשרות לקוחות בהיקפים קטנים. עם זאת לחברה חשיפה לשלושה לקוחות גדולים אך איכותיים: לקוח א' (כ-6.8% מהכנסות החברה לשנת 2020 וכ-3.3% לשנת 2019); לקוח ב' (כ-6% מהכנסות החברה לשנת 2020 וכ-10% לשנת 2019) ומשרד הביטחון (כ-23.6% מהכנסות החברה לשנת 2020 וכ-32% לשנת 2019). להערכת מידרוג, הריכוזיות הגבוהה של משרד הביטחון בתמהיל לקוחות החברה עלול 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 וטרק-רקורד ממושך מול לקוח א' שצפוי לבצע השקעות בהיקף משמעותי בשנים הקרובות במפעליו בישראל. 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. נציין כי בסמוך למועד פרסום הדוח החברה קיבלה סיווג בלתי מוגבל חדש בענף "200 - כבישים תשתיות ופיתוח" המאפשר לה להתמודד במגוון ובהיקף רחב יותר של מרכזים בתחומים אלו.

הדירוג מושפע לשלילה מהיקף פעילות נמוך ביחס לקבוצת השוואה'ובכלל, המגדיל את הסיכון לתנודתיות ברווחיות ובתזרימי המזומנים.

צבר ההזמנות של החברה ליום 31.12.2020 הסתכם בכ-1.2 מיליארד ש"ח, לעומת כ-0.9 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2019. יחס הצבר להכנסות ב-12 החודשים האחרונים עמד על כ-2.0 והוא מקנה נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר-בינוני. בשנת 2020 הציגה החברה צמיחה של כ-7.9% בשורת ההכנסות, כאשר מגזר ההקמה לבדו הציג צמיחה אורגנית של כ-4.6% בנין גידול בהיקפי הביצוע ויתרת הצמיחה נבעה מרכישת החברות בארה"ב המיוחסות למגזר האחזקה. בתרחיש הבסיס לשנת 2021, מידרוג מניחה כי מגזר ההקמה של החברה צפוי להציג צמיחה בשיעור של 15%-25% בעיקר בגין השלמת פרויקטים, ביניהם, "מסוע הגרעינים" ופרויקטי בניה ללקוח ביטחוני וכן צפי לגידול בפעילות בתחום הצנרת התהליכית. עיקר הגידול מיוחס לפעילות בגאנה אשר צפויה לתרום רק היא לגידול של 10%-15% מהכנסות המגזר. במגזר האחזקה, הנשען בעיקר על פרויקטי תשתית, אנו מצפים ליציבות בהכנסות, לצד גידול שינבע מהנבה מלאה בגין הרכישות בארה"ב.

אסטרטגיית החברה הנה להרחיב את אפיקי הפעילות ולהתמודד על מרכזים עתידיים בהיקפים גבוהים וכן לפנות גם לפעילויות ופרויקטים בחו"ל. בחודש פברואר 2020 התקשרה החברה עם ממשלת גאנה בהסכם לביצוע פרויקט הקמה ושדרוג של מתקני טיפול ואספקה של מי שתייה בגאנה שבאפריקה בהיקף כספי של כ-85 מ' יורו. הפרויקט החל באפריל 2021 והוא צפוי להיארך כשלוש 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 לחברת הבת באיטליה ע"י בנק ההשקעות דויטשה בנק התקשר בהסכם הלוואה למימון הפרויקט מול מדינת גאנה ומוגן בביטוח סיכוני סחר חוץ ע"י חברת הביטוח הממשלתית של איטליה SACE, עם ביטוח משנה של חברת אשרא ישראלית. יתר על כן, מדיניות החברה הנה לניהול תזרים חיובי לאורך הפרויקט דרך קבלת מקדמות בפרויקט בשיעור ניכר כך ותשלום שוטף לאורך הפרויקט כולל בגין אספקות של ציוד וחומרים. נכון ליום 31.1.2020 קיימת בספרי החברה מקדמה מפרויקט גאנה בסך של כ-12.7 מיליון יורו.

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

בנוסף, בחודש אוגוסט בשנת 2020 חברת הבת לסיכו US רכשה 70% מהחברות TMI SERVICES INC ו-A-1 PAVEMENT MARKINGS LLC בתמורה לכ-2.3 מ' דולר במועד השלמה וכן תמורה מותנית בהיקף של עד 0.37 מ' דולר בשנים 2020-2021. החברות הנרכשות עוסקות בפעילות הקשורה לתשתיות כבישים במזרח ארה"ב, בעיקר בצפון קרוליינה ובמסצ'וסטס, לקוחותיהן העיקריים של החברות הנרכשות הם משרדי התחבורה במדינות האמורות וקבלנים ראשיים העוסקים בבניית כבישים. 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.

### חשיפה לענף הקבלנות המאופיין בסיכון עסקי גבוה

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 מסתן.

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 הקבלני. 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 מהתנופה 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.

מגזר שירותי האחזקה, מוערך על ידי מידרוג בסיכון בינוני-נמוך, מאופיין בחוזי אחזקה אשר בד"כ ארוכי טווח, ובחסימי 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.

### רווחיות החברה נמצאת במגמת שחיקה בשל תחרות גבוהה בענף ברקע גם היעדרו של תקציב ממשלתי

מגזר ההקמה אחראי לכ-73% מסך הרווח הגולמי המגזרי של החברה בשנת 2020, זאת לעומת כ-85% אשתקד, ורווחיותו הגולמית נמצאת במגמת שחיקה, ועמדה על כ-7.9% בשנת 2020 זאת לעומת כ-10% וכ-14.5% בשנים 2019 ו-2018, בהתאמה. השחיקה ברווחיות מגזר ההקמה נבעה בעיקר נוכח כניסה של פרויקטים בעלי רווחיות נמוכה, וסיומם של פרויקטים בעלי רווחיות גבוהה יחסית, כדוגמת פרויקט המסילות וצנרת תהליכית באינטל. 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. מגזר האחזקה אחראי לכ-27% מסך הרווח הגולמי המגזרי של החברה בשנת 2020 לעומת כ-14.8% אשתקד, ורווחיותו הגולמית עומדת על כ-12% בשנת 2020 זאת לעומת כ-8.3% וכ-6.9% בשנים 2019 ו-2018, בהתאמה. רווחיות זו הושפעה לחיוב מרכישת החברות בארה"ב, כך שבנטרולן רווחיות החברה נשחקה במגזר זה לכ-7.4% בגין מספר פרויקטים שהציגו הפסד בשנה זו. להערכת מידרוג, רווחיות גולמית חלשה זו יחד עם הוצאות תפעוליות קשיחות מעיבות על הרווחיות התפעולית אשר עמדה על כ-1.9% לשנת 2020 (כ-3.9% לשנת 2019) והנה נמוכה ביחס לענף. בהתאם לתרחיש הבסיסי של מידרוג, רווחיות החברה צפויה להישמר בשנות התחזית בטווח של 1.5%-2.0%. הרווחיות מושפעת לשלילה גם מתחרות גבוהה בענף, שהתחדדה בשנתיים האחרונות לנוכח עצירת תקציבים והיעדר תקציב ממשלתי מאושר מזה זמן רב.

### בשנתיים הקרובות החברה צפויה לייצר תזרים חופשי שלילי נוכח מקורות מפעילות צרים והשקעות הוניות כבדות

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנת 2021 הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) ינוע סביב 20 מ' ש' (כ-23 מ' ש' בשנת 2020) והמקורות מפעולות (FFO) ינועו בטווח של 15-18 מ' ש' (כ-16 מ' ש' בשנת 2020). החברה צפויה לבצע השקעות הוניות שוטפות ברכוש קבוע בהיקף של כ-25 מ' ש' (כולל תשלומי חכירה), מתוך כך קניית המיעוט בחלק מהחברות בסכום הנאמד בכ-15 מ' ש'. בנוסף, בשנת 2021 החברה חילקה זה מכבר דיבידנד בהיקף של 2.5 מ' ש'. בהתאם לכך, החברה צפויה להערכתנו לייצר תזרים חופשי (FCF) שלילי בהיקף של כ-20 מ' ש' בשנת 2021, כולל הנחה לגידול בהון החוזר של 3-5 מ' ש'. בשנת 2022 מידרוג מניחה כי התזרים החופשי יהיה שלילי מתוך עד אפסי וזאת מבלי להניח השקעות חריגות מעבר לשוטף. נציין כי צרכי ההון החוזר של החברה תנוודתיים, והתחזית לגביהם נתונה באי וודאות. אנו מניחים כי השקעות הוניות שצוינו לעיל ימומנו מתוך יתרות המזומנים, שמקורן, בין השאר, באג"ח שגייסה החברה ונועד לביצוע השקעות וכן הן כוללות מקדמות שהתקבלו בשנת 2020 מפרויקט גאנה, בהיקף עודף על התשלומים לספקים בפרויקט.

נכון ליום 31.12.2020 לחברה חוב פיננסי ברוטו מתון, בהיקף של כ-94 מ' ש'. ברבעון השלישי לשנת 2020 החברה הנפיקה אגרות חוב בהיקף של כ-50 מ' ש', זאת לצורך מימון השתתפות במרכזים משמעותיים ומימון רכישות. כמו כן החברה מממנת את פעילותה באמצעות התחייבויות לספקים (כ-104 ימי ספקים ליום 31.12.2020) ומקדמות מלקוחות. יתרת המקדמות במאזן המאוחד ליום 31.12.2020 הסתכמה לכ-60 מ' ש' ומקורה בעיקר בפרויקט בגאנה. רמת המינוף של החברה טובה ביחס לדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס הון למאזן של כ-30.5% נכון ליום 31.12.2020. ההון העצמי של החברה יציב ועמד על סך של כ-155 מ' ש' ליום 31.12.2020. 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 אין חלויות חוב מהותיות בשנתיים הקרובות והיא אינה צפויה להקטין את החוב הפיננסי וגם לא לצבור יתרות מזומנים בשל תזרים חופשי גרעוני. יחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA אשר עמד על כ-1.9X ליום 31.12.2020, צפוי להישמר בשנות התחזית על כ-2.0X זאת בשל ההנחה שהרווחיות תוסיף להפגין חולשה כנזכר לעיל. החוב המותאם כולל גם התחייבויות חכירה והתחייבויות אחרות, בין היתר התחייבויות בגין אופציות להשלמת רכישת החברות בארה"ב וכן בניכוי יתרת מזומנים בגובה 50 מ' ש' שמידרוג מעריכה שיוותרו בידי החברה בשנה-שנתיים הקרובות. יחס כיסוי הריבית של החברה הולם לרמת הדירוג וצפוי להישמר בשנות התחזית בטווח של 3.5X-4.0X.

### יתרות נזילות בהיקף מהותי נכון למועד דוח זה, מושפעות לחיוב מגיוס האג"ח וקבלת מקדמות. אלו צפויות להידלל נוכח תזרים חופשי גרעוני

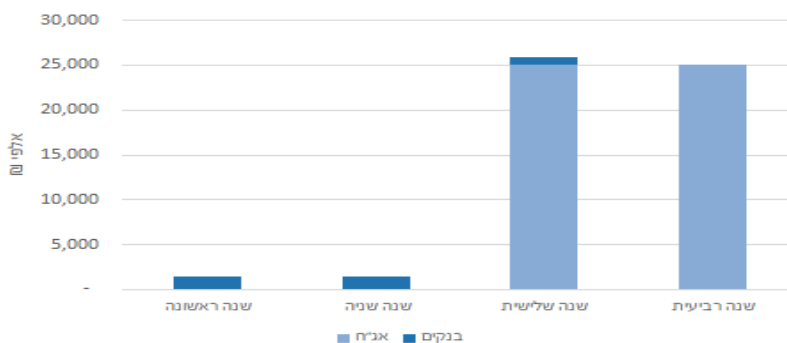
נזילות החברה נתמכת ביתרות נזילות מהותיות של כ-140 מ' ש' נכון ליום 31.12.2020, הכוללות תיק ניירות ערך של כ-25 מ' ש'. מדיניות החברה להוסיף ולשמור על יתרות נזילות גבוהות ומשמעותיות לאורך השנים שלא תרד מסך מינימלי של 50 מיליון ש'. מדיניות ההשקעות של החברה, הכוללת כ-40% באפיק מנייתי בארץ ובחול"ל וכ-60% באג"ח קונצרני, אינה סולידית להערכת מידרוג. לחברה מסגרות אשראי פנויות, מרביתן לא חתומות, בהיקף של כ-68 מ' ש'. נכון ליום 31.12.2020, החברה עומדת במרווח מספק באמות מידה פיננסיות הקיימות לה ביחס להתחייבויותיה למממנים.

### שיקולים נוספים לדירוג

#### היקף צר של הכנסות ותזרים תפעולי

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג הבאנו בחשבון לשלילה את היקף התזרימים הצר והתנודתי של החברה.

לסיכו בע"מ: לוח הסילוקין של אג"ח וחוב בנקאי לז"א, ליום ה-31.12.2020



מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		LTM - 31.12.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Baa.il	750 מ' ש"ח	Baa.il	601 מ' ש"ח	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	מעמד עסקי	
Ba.il	2.0%-1.5%	Ba.il	1.9%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	30.0%	A.il	30.5%	הון עצמי / מאזן	
A.il	2.0X	A.il	1.9 X	חוב מותאם / EBITDA	
Baa.il	18-15 מ' ש"ח	Baa.il	16.0 מ' ש"ח	מקורות מפעולות - FFO	פרופיל פיננסי
A.il	4.0X- 3.5 X	A.il	3.9 X	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
Baa1.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.

אודות החברה

החברה בעצמה ובאמצעות חברות בנות מתמחה בהקמת פרויקטי תשתיות רוויי מערכות במסגרת שני מגזרי פעילות: מגזר פרויקטים בהקמה ("מגזר ההקמה") ומגזר פרויקטים אחזקה וזכינות ("מגזר אחזקה וזכינות"). במגזר ההקמה החברה מבצעת פרויקטים של מבני ציבור ובתי חולים, תשתיות הנדסה אזרחית, פרויקטים צבאיים ובטחוניים, הנחת מסילות רכבת כבדה וקלה, תשתיות איכות הסיבה, צנרת תהליכית, מתקני אנרגיה קונבנציונלית ומתחדשת והקמת פרויקטים מכניים. החברה מעסיקה בארץ ובח"ל כ-340 עובדים. פעילות החברה כיום מתרכזת בישראל, בארה"ב ובגאנה. 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.

היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**[לסיכו בע"מ - דוחות קשורים](#)[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)[טבלת זיקות והחזקות](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

27.05.2021	תאריך דוח הדירוג:
02.07.2020	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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית 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 וכאולה 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 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>