



חוות דעת בדבר בחינת ירידת ערך מוניטין פעילות אברות פרויקטים ליום 31 בדצמבר 2023

אברות תעשיות בע"מ



הערכות שווי מקצועיות לצרכי חשבונאות מיסים עסקאות חו"ד מומחה תאגידים נכסים בלתי מוחשיים מכשירים פיננסיים

Tel : +972.3767.6966

Fax : +9723.767.6964

www.fairvalue.co.il

info@fairvalue.co.il

20 Lincoln St, Rubinstein House, 28th floor, Tel-Aviv, Israel.

לכבוד: רו"ח גילה דויטש, סמנכ"ל כספים

אברות תעשיות בע"מ

הנדון: חוות דעת בדבר בחינת ירידת ערך מוניטין פעילות אברות פרויקטים ליום 31 בדצמבר 2023

בהתאם למכתב ההתקשרות בינינו מיום 14 בפברואר 2024, התבקשנו על ידי סמנכ"לית הכספים של אברות תעשיות בע"מ (להלן "אברות" ו/או "החברה" ו/או "מזמינת העבודה"), להעריך את שווי פעילות אברות פרויקטים (להלן "הפעילות") ליום 31 בדצמבר 2023 (להלן "מועד עבודתנו" ו/או "מועד ההערכה"), על בסיס הנחות מסוימות הכלולות בגוף עבודתנו (להלן "עבודתנו" ו/או "הערכת השווי" ו/או "חוות דעתנו"). הערכת שווי זו מיועדת לצרכי דיווח חשבונאי בספרי מזמינת העבודה, למועד עבודתנו ולמטרה זו בלבד. למעט רואי החשבון המבקרים של מזמינת העבודה לשם ביקורתם, לא יוכל צד ג' כלשהוא לעשות בה כל שימוש או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורנו המפורש מראש ובכתב.

לצורך גיבוש חוות דעתנו, הונחינו והתבססנו על תמצית הסכמים ונתונים מסחריים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת החברה ויועציה, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתם וניסיונם. בעבודתנו, פעלנו תחת הנחת הסתמכות על מקורות מידע הנראים כסבירים, אולם לא ביצענו כל פעולות ביקורת או סקירה, כהגדרתן בד"ן, בפסיקה או בנוהג, או ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך, איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים אשר נמסרו ואשר שימשו בעבודתנו.

הרינו ליתן בזאת את הסכמתנו לחברה לצרף או לכלול בדרך של הפניה את הערכת השווי, הנושאת את התאריך 7 במרץ 2024, ביחס להערכת סכום בר ההשבה, אשר בוצעה על-ידינו ונמסרה לכם, בדוחותיה הכספיים.

בעבודתנו התייחסנו כאמור גם למידע צופה פני עתיד שנמסר לנו על ידי הנהלת החברה. מידע צופה פני עתיד הינו מידע בלתי ודאי לגבי העתיד, המבוסס על מידע קיים בחברה למועד העבודה וכולל הערכה של הנהלת החברה או כוונותיה, נכון למועד העבודה. אם הערכות אלה לא תתממשנה ואין כל ודאות כי תתממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות ממידע זה, ככל שנעשה בו שימוש בעבודתנו. אלא אם צוין אחרת במפורש, עבודתנו מניחה ממשל תאגידי נאות, בקרה פנימית מספקת והמשך פעילות במתכונת המצוינת בעבודה. כמו כן, לא נדרשנו ובהתאמה לא הבאנו בחשבון בעבודתנו אירועי כוח עליון או אירועים מהותיים בלתי צפויים אחרים, שלא צוינו במפורש.

יודגש כי שינויים במשתנים העיקריים, בהנחות היסוד ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות עבודתנו ובהתאם את מסקנותינו. יתרה מזאת, לעיתים קרובות, הנחות מסוימות אינן מתקיימות כפי שנצפו, ועל כן יתקיימו פערים בין התוצאות בפועל להערכותינו. עבודתנו אינה מהווה בדיקת נאותות ואין להסתמך עליה כבדיקת נאותות. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של נתונים חזויים אלה, אלא הערכה כלכלית אינדיקטיבית המבוססת על מודלים כלכליים, הנחות עבודה והערכות עתידיות, כמפורט להלן ובגוף העבודה. חוות דעתנו המצורפת להלן, כוללת את תיאור המתודולוגיה אשר שימשה להערכת השווי. התיאור הכלול בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם. לסייגים נוספים, אנו מפנים את תשומת הלב לגוף עבודתנו.



מעט לעת ביצענו עבודות כלכליות בנושאים שונים, עבור מזמינת העבודה, או בעלי מניותיה. אנו מצהירים כי אנו בלתי תלויים בחברה ובעלי מניותיה בהתאם להנחיות סגל הרשות לניירות ערך (עמדת סגל משפטית 105-30). עוד נציין כי לא נקבעו כל התניות בקשר לשכר טרחתנו, לרבות בקשר עם תוצאות עבודתנו.

במסגרת הסכם ההתקשרות עם החברה נהיה פטורים ולא נישא באחריות כלשהי, בשום מקרה, לכל נזק, הפסד, הוצאה, עלות וכיוצא באלו, מכל מין וסוג שהוא, ישירים או עקיפים, שיגרמו לחברה ו/או למי מטעמה ו/או לצד שלישי כלשהו, כתוצאה מכל דבר ועניין הקשור במידע אשר התקבל מצד החברה ו/או מי מטעמה, לרבות אך לא רק כתוצאה מאי דיוק או חוסר או כתוצאה מכל פער או מחדל אחר, מכל מין וסוג שהוא, הקשור במידע.

אנו לא נישא באחריות בכל מקרה של הפסד, נזק או הוצאה כספית שתיווצר בעקבות כל שימוש שיבחר קורא או משתמש כלשהו במסמך זה, לעשות, או בכל הסתמכות של קורא על מסמך זה, או בכל אירוע אחר שבא בעקבות השגת גישה של קורא למסמך זה.

בנוסף לכך, נהיה חייבים בהשתתפות עד שלוש פעמים שכר טרחתנו, ולא נישא מעבר לכך באחריות כלשהי, בשום מקרה, לכל נזק, הפסד, הוצאה, עלות וכיוצא באלו, מכל מין וסוג שהם, ישירים או עקיפים, שיגרמו לחברה ו/או למי מטעמה ו/או לצד שלישי כלשהו, עקב מעשה ו/או מחדל הקשורים במישרין ו/או בעקיפין לשירותים שנספק לחברה (לרבות במקרה של רשלנות מצדנו או מצד כל עובד או נושא משרה מטעמנו), למעט במקרה של רשלנות רבתית ו/או הונאה ו/או זדון מצדנו.

בכל מקרה בו תופנה אלינו דרישה או תוגש נגדנו תביעה, מכל מין וסוג שהוא, הקשורה בשירותים שניתנו על ידינו לחברה, ללא יוצא מן הכלל, החברה תפצה או תשפה אותנו, לפי העניין, בגין כל סכום שנידרש או ניתבע לשלם, כאמור לעיל מעל שלוש פעמים שכר טרחתנו. בנוסף לכך, החברה תפצה או תשפה אותנו, לפי העניין, בגין כל הוצאותינו הסבירות לצורך ההתגוננות מפני כל דרישה או תביעה כאמור, לרבות בגין מלוא שכר טרחת עורכי דין. אנו נודיע בכתב לחברה על כל דרישה או תביעה כאמור, בסמוך לאחר קבלתה אצלנו.

עבודה זו מתייחסת למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת שווי השימוש בלבד ואין בה משום המלצה או הבעת דעה אודות ביצוע פעולה כלשהי או הימנעות ממנה, לרבות המלצת השקעה, מכירה, דיספוזיציה או כל פעולה אחרת. בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך את הפרמטרים הכלכליים העיקריים ששימשו בעבודתנו וכן ריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים לחברה כאחד, העשויים להשפיע על תוצאות פעילותה בעתיד והתוצאות הכלכליות בפועל, אין כל ערובה או בטחון כי תוצאות המודלים וההערכות אותם נקטנו בעבודתנו יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים בידנו, ככל שידוע, במועד עבודתנו. עוד נציין כי הערכה כלכלית זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים והינה רלוונטית למועד עריכתה בלבד. בעבודתנו השתמשנו בכלי חישוב ממוחשבים ולפיכך, ייתכנו הפרשים לא מהותיים בהצגת החישובים כתוצאה מהפרשי עיגול.

אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, נתונים ומידע שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי עבודתנו ואין בו כדי הבעת עמדה. המידע המופיע בעבודתנו אף אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי או כל גורם אחר. עבודתנו אינה מיועדת לאחר ממזמינת העבודה, בין היתר, היות ולמשקיעים או גורמים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים וכן שיטות הערכה, על בסיס הנחות והערכות אחרות. בהתאם, אומדן הערך הכלכלי אשר על בסיסו עשויים גורמים שונים לבצע פעולות כלכליות, עשוי להיות שונה.

עבודתנו נעשתה בהתאמה ועל פי הנחיות ומצגים, שסופקו על ידי מזמינת העבודה באופן בלעדי לצרכיה ולשימושה. אין לנו כל אחריות מכל מקור שהוא כלפי הקורא בגין גרימת נזקים מכל מקור שהוא, או בכל אופן אחר. אנו לא מחויבים לעדכן מסמך זה ולא אחראים על דיוק התכנים בו ולכך שהמידע לא השתנה מאז מועד עבודתנו.

הערכות שווי אינן מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות בשיקול הדעת של מעריך השווי. לפיכך, לא קיים שווי יחיד ובלתי מעורער ובעבודתנו נקבע טווח סביר לשווי. אנו סבורים כי השווי שנקבע בעבודתנו סביר בהתבסס על המידע שסופק לנו על ידי הנהלת החברה. למרות האמור לעיל, מעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לשווי שונה.



בכל מקרה של דרישה או תביעה כאמור, תהיה החברה זכאית, לפי שיקול דעתה, לקחת על עצמה את הטיפול בהתגוננות ולמנות לצורך העניין עורך דין שייצג אותנו. זהות עורך הדין תאושר על ידינו בכתב ומראש (ובמקרה בו נתנגד לעורך הדין שיוצע על ידי החברה הוא יוחלף בעורך דין אחר, שזהותו תאושר על ידינו כאמור). אנו נשתף פעולה, באופן סביר, עם כל עורך דין שימונה על ידי החברה, כאמור לעיל ובלבד שהחברה תכסה ותממן כל הוצאה שתהיה כרוכה בכך, באופן שלא נדרש לשלם או לממן כל הוצאה כאמור ו/או חלק ממנה. כמו כן, לא נוכל להתפשר בתביעה או בדרישה כלשהי ללא הסכמת החברה מראש ובכתב.

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, נאמד בעבודתנו שווי פעילות אברות פרויקטים ליום 31 בדצמבר 2023 בטווח של כ- 9.9-11.2 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת כ- 10.5 מיליון שקלים חדשים). בהתאם למידע שנמסר לנו, ואשר לא נבחן על ידינו, הערך הפנקסני המיוחס לפעילות הינו כ- 9.8 מיליון שקלים חדשים, לפיכך, ולאור האמור לעיל מצאנו כי לא חלה פגימה בערכו של המוניטין המיוחס לפעילות.

להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי השימוש ביחס לשינוי בשיעור הצמיחה הפרמננטי הנומינאלי וביחס לשינוי בשיעור ההיוון המשוקלל לפני מס:

שווי שימוש (במיליוני שקלים חדשים)

Pre Tax WACC

| 17.7% | 18.2% | 18.7% | 19.2% | 19.7% | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------------|
| 10.9 | 10.5 | 10.1 | 9.7 | 9.3 | 2.0% | |
| 11.2 | 10.7 | 10.3 | 9.9 | 9.5 | 2.5% | שיעור צמיחה |
| 11.5 | 11.0 | 10.5 | 10.1 | 9.7 | 3.0% | פרמננטי |
| 11.7 | 11.2 | 10.8 | 10.3 | 9.9 | 3.5% | נומינאלי |
| 12.1 | 11.5 | 11.0 | 10.6 | 10.2 | 4.0% | |



פרטים אודות מעריך השווי ומומחיותו:

חברת שווי הוגן בע"מ הינה חברה פרטית המתמחה בביצוע הערכות שווי מקצועיות מורכבות, ועבודות ייעוץ כלכלי. בין לקוחות החברה נמנות, בין היתר, עשרות חברות ציבוריות בישראל. קבוצת שווי הוגן מחזיקה בשם ומוניטין מקצועי במשרדי ראיית החשבון הגדולים, עריכת הדיון, רשויות סטטוטוריות ורגולטוריות, מערכת המשפט והמערכת הפיננסית.

הצוות המוביל

ד"ר, רו"ח אלי אלעל, ASA מייסד ושותף מנהל

אלי הינו בעל תואר ראשון, שני ושלישי בכלכלה עם התמחות בחשבונאות ומימון מאוניברסיטת בן גוריון בנגב, רואה חשבון ומוסמך כמעריך שווי בכיר (ASA) מטעם הלשכה האמריקאית למעריכי שווי. אלי הינו בעל ניסיון של כעשרים שנים בביצוע אלפי הערכות שווי בכלל ובהליכים משפטיים בפרט, לרבות ניסיון רב בביצוע הערכות השווי לחברות ציבוריות ופרטיות רבות בהיקפים של מיליארדי שקלים חדשים, לרבות חברות אנרגיה, נדל"ן, מלונאות ותיירות, תשתית, תחבורה, חברות ביטחוניות, בנקים וחברות ביטוח, חברות אחזקה ותקשורת וחברות תעשייה ומסחר. אלי ביצע ופיקח על הערכות שווי ועבודות יעוץ כלכליות וחוות דעת מומחה רבות, עבור חברות וגופים, ציבוריים ופרטיים מהגדולים במשק הישראלי, בתי משפט וגופי ממשל.

מר אורי סנופקובסקי (MBA)

העבודה בוצעה על ידי צוות בראשות אורי, אשר הינו שותף וראש תחום הערכות שווי תאגידיות ומכשירים פיננסיים בשווי הוגן ובעל תואר ראשון (בהצטיינות) ותואר שני במנהל עסקים עם התמחות במימון מאוניברסיטת רייכמן. לאורי ניסיון עשיר של מעל עשור שנים במתן ייעוץ כלכלי והערכות שווי תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים, הערכות שווי לצורך מס, הקצאת עלויות רכישה, בדיקות פגימת מוניטין, חוות דעת הוגנות, בדיקות כלכליות וניתוחי עומק לכדאיות פרויקטים והשקעות.

בכבוד רב,

שווי הוגן בע"מ

תל אביב, 7 במרץ 2024



| | | |
|------------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| Advance Finance | Business Valuations | Expert Opinions |
| Financial Instruments | Mergers & Acquisition | Hedge Consulting |



| עמוד | תוכן עניינים |
|------|---|
| 8 | 1. כללי |
| 14 | 2. תיאור הסביבה העסקית |
| 18 | 3. ניתוח דוחות כספיים |
| 20 | 4. מתודולוגיה |
| 24 | 5. הנחות מהותיות בדבר חשיפות לגורמי סיכון ואי ודאות עיקריים |
| 27 | 6. הערכת שווי הפעילות |
| 28 | א. הנחות יסוד בהערכת השווי |
| 30 | ב. תמצית הערכת השווי |
| 32 | 7. גילוי אודות הערכות שווי קודמות שבוצעו |
| 34 | 8. נספחים |



| מילון מונחים | הגדרה | מקורות מידע אשר שימשו בעבודתנו |
|-------------------------------|---|--|
| מונח | אברות ו/או מזמינת העבודה ו/או החברה הפעילות ו/או המגזר | • תוצאות כספיות של הפעילות לשנת 2023. |
| מועד עבודתנו ו/או מועד העבודה | שפיר | • נתונים כספיים לא מבוקרים של הפעילות לשנים 2016-2022. |
| רשות המיס | רשות המיס | • תכנית עבודה מאושרת של הפעילות לשנים 2024-2028. |
| בי.או.טי | בי.או.טי | • שיחות עם הנהלת מזמינת העבודה. |
| פלסטלין | פלסטלין | • אתר הבורסה לניירות ערך. |
| מגזר פלדקס | מגזר פלדקס | • מסד נתונים Reuters. |
| חוק תאגידי המיס | חוק תאגידי המיס | • משרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים. |
| המלחמה | המלחמה | • הרשות הממשלתית למיס וביוב. |
| חוק ותקנות רישום קבלנים | חוק ותקנות רישום קבלנים | • תחזית מאקרו כלכלית של בנק ישראל מינואר 2024. |
| התקן | התקן | • IMF World Economic Outlook, October 2023 |
| CGU | CGU | |
| חברות המדגם | חברות המדגם | |
| | <p>אברות תעשיות בע"מ פעילות חברת אברות תעשיות בע"מ בתחום תחזוקה של רשתות מים וביוב ברשויות מקומיות ותאגידי מים עירוניים, ביצוע שירותי אחזקה בתחום שירותי הביוב והניקוז ועבודות פלסטיקה הנדסית וטיפול בשפכים סניטריים 31 בדצמבר 2023</p> <p>שפיר הנדסה ותעשייה בע"מ הרשות הממשלתית למיס וביוב בי.או.טי בניה וניהול בע"מ</p> <p>מגזר פעילות העוסק באספקה והרכבה של עבודות פלסטיקה הנדסית. מגזר פעילות העוסק בתחום מוצרי צנרת פלסטיק מסוג פלדקס אותו היא מייצרת ומשווקת לשוק המקומי ולשווקים שונים באירופה חוק תאגידי המיס והביוב, תשס"א 2001 מלחמת "חרבות ברזל"</p> <p>חוק רישום קבלנים לעבודות הנדסה בנאיות, תשכ"ט – 1969 ותקנות רישום קבלנים לעבודות הנדסה בנאיות (סיווג קבלנים רשומים) התשמ"ח-1988 תקן חשבונאי בינלאומי מספר 36 Cash Generating Unit</p> <p>Primoris Services Corp, Sterling Construction Company Inc, B Gaon Holdings Ltd, Lesico Ltd</p> | |



פרק ראשון - כללי



1. תמצית תיאור החברה

א. כללי

חברת אברות תעשיות בע"מ (להלן "אברות" ו/או "מזמינת העבודה" ו/או "החברה") הוקמה כחברה פרטית בשנת 1987 והפכה לציבורית בשנת 1992. בחודש נובמבר 2021 רכשה שפיר הנדסה ותעשייה בע"מ (להלן "שפיר") את השליטה בחברה, באמצעות חברת הבת שפיר תעשיות בע"מ. ליום 31 בדצמבר 2023 (להלן "מועד עבודתנו" ו/או "מועד העבודה"), פועלת החברה, במישרין ובאמצעות חברות בנות, בשוק צינורות פלדה ופלסטיק בעיקר המשמשים לצורכי תשתיות מים, ביוב לתעשייה ומבנים ולהולכת דלק וגז. החברה מתמקדת בארבעה תחומי פעילות מרכזיים, כדלקמן: (i) ציפוי ועטיפת צנרת פלדה ואביזרי צנרת פלדה מסוגים שונים; (ii) ייצור ושיווק צנרת פלסטיק ומוצרי פלסטיק שונים; ו- (iii) פעילות קבלנות תשתיות מים וביוב, הכוללת הקמה, החלפה ושדרוג התשתיות ברשויות מקומיות ותאגידי מים העירוניים, מתן שירותי אחזקה מונעת בתחום הביוב והניקוז, לרבות אספקה והרכבה של עבודות פלסטיק הנדסית וניקוי ציפוי וצביעה של מוצרי מתכת (להלן "הפעילות" ו/או "המגזר").

תחום הפעילות המרכזי של החברה הינו ציפוי ועטיפת צנרת פלדה ואביזרי צנרת פלדה המשמשים להולכת מי שתייה, מי שפכים וביוב, הולכת מים במערכות כיבוי אש ועוד. במסגרת פעילות זו החברה מצפה ועוטפת צנרת פלדה מסוגים שונים באופן אשר מקנה לצנרת הגנה פנימית וחיזונית מפני נזקי טבע שונים, כגון קורוזיה ופגעים מכניים. המוצרים המוגמרים בתחום זה נמכרים בשוק המקומי לחברות ממשלתיות ולמשווקי צינורות שונים. למועד עבודתנו, המתחרה המהותית של החברה בתחום פעילות זה הינה קבוצת גאון בע"מ.

בתחום ייצור ושיווק צנרת הפלסטיק ומוצרי הפלסטיק פועלת החברה באמצעות מגזר הפעילות פלדקס (להלן "מגזר פלדקס"). המוצר המרכזי של מגזר פלדקס הינו צינור פלסטיק מסוג פלדקס אותו היא מייצרת ומשווקת לשוק המקומי ולשווקים שונים באירופה. כמו כן, עוסק מגזר פלדקס במסגרת תחום פעילות זה בייצור מוצרי פלסטיק שונים כגון שוחות. הפעילות הבינלאומית של מגזר פלדקס בייצור ובשיווק מוצריה, מבוצעים בין היתר באמצעות חברה מוחזקת בשליטה משותפת באיטליה ובאמצעות חברה בת בשליטה מלאה בצרפת.

להערכת החברה, תחום פעילות זה מהווה מנוע צמיחה עיקרי בפעילות החברה, בין היתר, נוכח יתרונותיו על פני צינורות הבטון, ביניהם, משקלו הקל יותר, גמישותו ועלותו.

החברה מחזיקה במפעל הממוקם בצמוד לקיבוץ בארות יצחק בשטח כולל של כ- 89 דונם המשמש את תחום צינורות הפלדה, מוצרי הפלסטיק והצביעה. כמו כן, לצורך פעילות מגזר הפלדקס מחזיקה החברה בקו יצור נוסף לייצור צינורות פלסטיק הממוקם באיטליה באמצעות חברה מוחזקת בשליטה משותפת.

ב. תמצית תיאור פעילות אברות פרויקטים

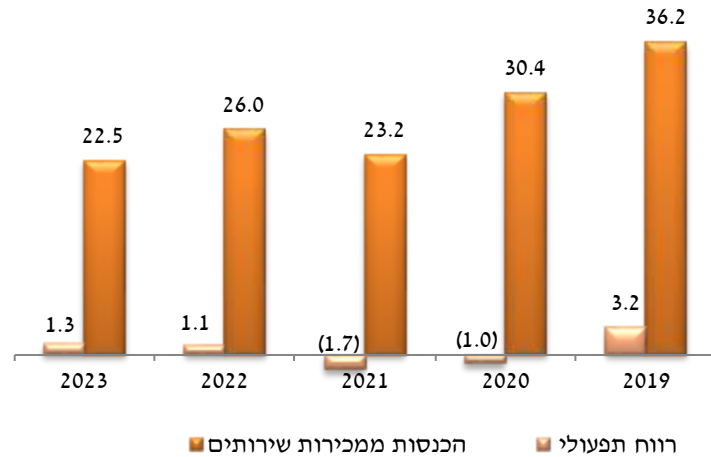
ביום 31 בדצמבר 2014, התקשרה אברות במערכת הסכמים עם חברת מגנזי תשתיות בע"מ, חברה פרטית אשר בעל השליטה בה הוא בעל השליטה באברות, לפיצול, מיזוג והעברת פעילות שעניינה מתן שירותים לתאגידי מים של רשויות מקומיות בתחום תחזוקה של תשתיות מים וביוב, לרבות הקמה, החלפה ושדרוג התשתיות. בנוסף, ביום 8 בנובמבר 2015 השלימה החברה עסקה לרכישת 100% ממניות חברת בי.או.טי ניהול ובנייה בע"מ (להלן "בי.או.טי") העוסקת במתן שירותי אחזקה בתחום שירותי הביוב והניקוז ובהקמת מתקני טיפול במים, טיפול בבוץ וטיהור קרקע, וכן בהקמת מתקני אשפה ומחזור ובהפקות גז וחשמל.

למועד עבודתנו, הסיווג הקבלני של הפעילות הינו 2'260 בתחום המים והביוב ו- 1'500 בתחום תחנות השאיבה. אברות, ביחד עם שפיר, פועלות להעלות את הסיווג הקבלני של בי.או.טי. בהתאם למצגים אשר הוצגו בפנינו, להערכת אברות ושפיר במהלך שנת 2024 תהיה זכאית בי.או.טי לסיווג 3'260, אשר יאפשר לה לגשת למרכזים בהיקף של עד 12 מיליון שקלים חדשים, חלף 6 מיליון שקלים חדשים כיום.

בנוסף, סיווג קבלני כאמור צפוי לשפר את הרווחיות הגולמית של המגזר, בשים לב למצב הקיים, בו בהיעדר סיווג קבלני מספק, משלמת אברות לקבלנים חיצוניים, באופן אשר מוביל לשחיקה ברווחיותה.



להלן תרשים ההכנסות והרווח התפעולי, בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים המיוחס לפעילות בשנים 2019-2023¹ (במיליוני שקלים חדשים):



מהתרשים לעיל עולה, כי הכנסות הפעילות והרווח התפעולי בנטרול נכסים בלתי מוחשיים המיוחס לה מצויים במגמת ירידה בשנים האחרונות. מדיונים שקיימנו עם הנהלת אברות ושפיר, עולה כי בשנת 2023 פעלה החברה לשינוי תמהיל הפרויקטים והמכרזים אליהם היא ניגשת, והתמקדה במספר קטן יותר של פרויקטים, אשר הינם בעלי רווחיות גבוהה יותר. בהתאמה, מעיון בתרשים לעיל עולה כי בשנת 2023 חלה ירידה בהכנסות המגזר, ירידה המיוחסת בחלקה להשלכות מלחמת חרבות ברזל אשר יתואר בהמשך, אך מנגד חלה עלייה בשיעור הרווחיות.

בהתאמה, נמסר לנו על ידי הנהלת החברה, כי נוכח מאפייני הפעילויות המתוארות לעיל, לרבות ביצוע פעילות קבלנית בהסכמי גב אל גב ותזרים מזומנים משותף, החל משנת 2017 כוללת היחידה מניבת המזומנים של פעילות קבלנות תשתיות מים וביוב את פעילות תחזוקת קווי צנרת מים וביוב, את פעילות חברת בי.או.טי ואת פעילות הניקוי והציפוי, אשר בעבר נמדדו כיחידות מניבות מזומנים נפרדות.

עוד נמסר לנו מהנהלת החברה, כי בשל מאפייני פעילות הפרויקטים לתחזוקת רשתות מים וביוב, הכוללים, בין היתר, התקשרויות עם קבלני משנה ותחרות ענפה המובילים לשחיקה בשיעורי הרווחיות, פועלת החברה לקידום פרויקטים לקידוחים והנחת צנרת למטרות הולכת גז, הקמת מיכלי אגירה ומתקני טיפול במים ושפכים. פעילויות אלה דורשות שימוש בידע וניסיון מקצועי וחומרים ייעודיים כגון צינורות פלסטיק מסוג פלדקס, ובהתאמה, שיעורי הרווחיות גבוהים ביחס לשיעורי הרווחיות בפרויקטי תחזוקת תשתית מים וביוב. עם הלקוחות הצפויים בפעילויות זו ניתן למנות, בין היתר מטמנות, אשר משתמשות במוצרי הצנרת לצורך איסוף גזים הנפלטים מהמטמנה והולכת למתקני ייצור חשמל. בנוסף, במסגרת פעילות זו פועלת החברה להקמת מיכלי אגירה. בהתאם למידע שנמסר לנו על ידי הנהלת החברה, תכונות הפלדקס מאפשרות איגום של מים, דלקים, כימיקלים ומזון ומאפשרות ללקוח הקמת מאגרים עיליים או תת קרקעיים בפרק זמן קצר, בהתאם למאפייני הפרויקט ובאופן המאפשר גמישות ללקוח. עם הלקוחות הצפויים בפרויקטי הקמת מיכלי אגירה ניתן למנות, בין היתר, גופים מוניציפאליים, חברת קרן קיימת לישראל, החברה להגנת הטבע ובנייני משרדים.

¹ מקור: נתונים כספיים לא מבוקרים של הפעילות.



ג. מאפייני תחום הפעילות?

(1) רקע

הפעילות הינה פעילות קבלנות בתחום תחזוקה של תשתיות, מים וביוב ועבודת קבלנות בתחום הפלסטיקה. ניהול משק המים, לרבות רכישת המים, הולכתם, טיפול בתשתיות וגביית חשבוניות בגין השימוש בתחומי הרשות המוניציפאלית הייתה בעבר באחריותן של הרשויות המקומיות. ניהול משק המים העירוני/מקומי התאפיין, בין היתר, בפחת מים גבוה, השקעות נמוכות בתשתיות ושיעורי גבייה נמוכים. בנוסף, מבנה משק המים הוביל לכך שרשויות נהגו לעתים להשתמש בתקבולים ממשק המים למטרות שונות, שאינן השקעה בתשתיות בהתאם לסדר עדיפויות מוניציפאלי, ובאופן אשר ייקר, בין היתר, את תעריפי השימוש עבור הצרכן.

במסגרת חוק תאגידי מים וביוב, תשס"א – 2001 (להלן "חוק תאגידי המים") וכללי תאגידי מים וביוב מכוחו, וכתוצאה מהרפורמה במשק המים, מחויבות הרשויות המקומיות להעביר את האחריות על תחזוקת תשתיות המים והביוב לידי תאגידי מים חיצוניים. בכך יקטן מספר הגורמים האחראים על ניהול משק המים המקומי (טרם הרפורמה כל 263 הרשויות ניהלו את משק המים בתחומן בעוד שלאחר הרפורמה קיימים 56 תאגידי מים בלבד). כמו כן, מאחר וגורם מקצועי אמון על הנושא צפוי שיפור הן בהיקפי הגבייה והן בתקצוב ההשקעות לשיפור התשתיות. עוד במסגרת החוק, תאגידי המים מחויב לייעול השירות לצרכנים, בין היתר, על ידי הקצאת שיעור מסוים מההכנסות לאחזקת תשתיות המים והביוב והחלפתן. כמו כן, תאגידי המים אינו רשאי להחזיק בקופת מזומנים מעל לסך מסוים, ובאופן אשר מעודד השקעה בתשתיות מים וביוב.

שוק המים המשיק לתחום הפעילות, דהיינו, שוק המים למגזר הביתי והתעשייתי, מתאפיין בביקוש יציב לאור השימוש השוטף במערכות המים והביוב ברשויות המקומיות, אשר דורש הן את אחזקתם השוטפת והן את החלפתם מעת לעת. במסגרת תחום הפעילות ניתנים השירותים הבאים:

(א) שדרוג יזום של קווי מים וביוב ישנים

פרויקט יזום של החלפת צנרת מים באזור מסוים על פי תכניות תאגידי המים. מתן שירות זה יכול להמשך שבועות עד חודשים בהתאם להיקף העבודה שהוסכם עם תאגידי המים.

(ב) החזקת שבר

תיקון נזילות ופיצוצים בצנרת לאורך 24 שעות ביממה ובכל ימות השנה. תיקונים אלה הינם תיקונים נקודתיים (אד הוק) וכוללים בדרך כלל החלפת מקטעי צנרת של מספר מטרים בודדים בהתאם לקריאת המוקדים העירוניים.

(ג) ביצוע קווי מים וביוב חדשים

פרויקטים יזומים של ביצוע קווי מים וביוב חדשים באזור מסוים על פי תוכניות מזמין השירות.

(ד) עבודות החזקה מונעת/שוטפת והחלפת אביזרים

השירות כולל צביעת צנרת, בדיקת תקינות של שוחות ומגופים, החלפת מכסים של שוחות והחלפת שעוני מים.

(ה) חיבור לקווי מים וביוב קיימים

עבודות הכנה וחיבור הרשת העירונית לקווים חדשים. שירות זה ניתן בעיקר בעקבות בניית שכונות חדשות והרחבת שכונות קיימות.

²מקור: תיאור עסקי התאגידי.



2) מאפייני ההתקשרות עם תאגידי המים

ככלל, תאגידי המים מתקשרים על פי רוב עם קבלני משנה, כדוגמת הפעילות, לביצוע עבודות יזומות להנחת קווי מים וביוב ו/או החלפתם, ביצוע עבודות אחזקה שוטפת של תשתיות המים והביוב, כולל עבודות חירום, עבודות חד פעמיות ועבודות יזומות. חלק ניכר מההסכמים תקפים לשנה, כאשר לרשות המקומית קיימת אופציה להאריך את ההתקשרות לשנה נוספת בכל פעם, עד לתקופה מצטברת של שלוש עד חמש שנים. כמו כן, לרשות המקומית שמורה הזכות הבלעדית להפסיק את חוזה התקשרות עם הפעילות, תוך מתן התראה מוקדמת. לצורך זכייה במכרז נדרש הקבלן לעמידה בתנאי סף שונים כגון ניסיון, איתנות פיננסית (הקבלן נדרש להפקיד ערבות לאורך תקופת ההתקשרות), החזקת מערך עובדים זמין 24 שעות ביממה לטיפול בתקלות כגון פיצוץ בצנרת וידע מקצועי נאות. כמו כן, תנאי הסף מושפעים מגודל האוכלוסייה עליה מופקד תאגיד המים. לפיכך, מתן שירותי אחזקה לתאגידי המים של הרשויות הגדולות מתאפיין במספר מועט יחסית של שחקנים אשר עומדים בתנאי הסף של המכרזים. לעומת זאת, בקרב תאגידי המים של הרשויות הקטנות, מספר השחקנים גדול יותר בצורה משמעותית. ההתקשרות עם תאגידי המים יכולה לכלול מרכיבי תשלום שונים, ביניהם תשלום חודשי קבוע, תשלומים על פי היקף העבודה בפועל ותשלום לביצוע עבודות חריגות אשר אינן כלולות בהסכם העבודה (בעיקר עבודות חירום). נדבך חשוב נוסף בהתקשרות עם תאגידי המים הינו מגמת האחדה אשר מאפיינת בשנים האחרונות את תאגידי המים, אשר בבסיסה צמצום בהוצאות מטה, התייעלות תפעולית וקבלת תקציבים נוספים מצד המדינה. להערכת החברה, מגמה זו משפיעה באופן חיובי על היקף הפעילות שכן, כמפורט לעיל, דרישות הסף להתקשרות עם תאגיד מים גדול מחמירות יותר ומספר השחקנים הניגשים למכרז קטן יותר.

מנגד, מספר הלקוחות הפוטנציאלי מצטמצם באופן בו עשויה לגדול התלות בתאגיד מים מסוים. להערכת הנהלת החברה, הידע המקצועי והמומחיות של הפעילות בתחום צפוי לאפשר לה להגדיל את בסיס הלקוחות. כך למשל, לפעילות פרויקטים פעילים עם לקוחות אשר אינם תאגידי מים. פרויקטים אלה מתאפיינים ברווחיות גבוהה יותר ביחס לפרויקטי האחזקה השוטפת, בין היתר, לאור המומחיות הייחודית הכרוכה בביצוע.

1) צילום וידאו של קווי מים וביוב

צילום וידאו של קווי המים מתבצע במסגרת בדיקת תקינות תקופתית של קווי מים וביוב.

2) עבודות השבה לקדמות הכוללות תיקון עבודות פיתוח

ביצוע עבודות שיקום והשבה בעקבות ביצוע עבודות חפירה ו/או החלפת צנרת תת קרקעית.

3) אספקת שירותי משאבות וביובית לצורך תיקונים ופתיחת סתימות במערכת הביוב

החזקת ביובית ומשאבה בכוננות לקריאה של המוקד העירוני לצורך פתיחת סתימות וניקוז הצפות.

4) החזקה מונעת של קווי ביוב וניקוז

פתיחה ושטיפת קווי ביוב וניקוז. שירותים אלו מבוצעים, לרוב, על מנת למנוע תקלות עתידיות ולכן הן מהוות טיפול מונע.

במסגרת תחום הפעילות נכללת גם פעילותה של בי.או.טי, אשר עוסקת, בנוסף לחלק מהשירותים המפורטים לעיל, גם בהקמת מתקני טיפול מים, טיפול בביצה, טיהור קרקע והקמת מתקני אשפה ומחזור. בנוסף, בי.או.טי פועלת בתחום המטמנות והמיכלים התת קרקעיים לאגירת מים ומספקת שירותים במערך הצנרת, האיסוף וההולכה של תחום זה. בי.או.טי. משמשת הן כקבלן ראשי בפרויקטים מסוימים בהם היא מתקשרת עם קבלן משנה והן כקבלן משנה בפרויקטים אחרים.



3) תחרות

כאמור לעיל, בעבר תחום תחזוקת צנרת המים טופל באמצעות הרשויות המקומיות ובאמצעות עשרות קבלנים מקומיים ברמות מקצועיות שונות. ההתקשרות מול הקבלנים נערכה על ידי מחלקת המים ברשות המקומית על פי שיקולי תקציב, תיעדוף וצרכי הרשות. בשנים האחרונות, בעקבות הגברת הרגולציה, הקמת תאגידי המים והדרישה לשיפור איכות העבודה, הוחמרו תנאי הסף להתמודדות במכרזים לביצוע פרויקטים בתחום שיקום ואחזקה של תשתיות המים והביוב. שינוי זה הוביל לצמצום המתחרים בשוק משק המים, בעיקר לעניין מתן שירותים לתאגידי המים הגדולים.

מנגד, נוכח הגדלת התקציבים המופנים לתחום תשתיות המים והביוב במסגרת תכניות השקעה לאומיות ומתן מענקים והלוואות ממשרד התשתיות, צפויה עלייה במספר המתחרים בתחום הפעילות, בין היתר, על ידי כניסתן של חברות תשתית גדולות לתחום הפעילות. כניסה כאמור של חברות ענק מתחום התשתיות צפויה להוביל לירידה ברווחיות הפרויקטים. לפיכך, גורמי ההצלחה הקריטיים המשפיעים על יכולת הפעילות להתחרות ביעילות בתחום הפעילות הינם: (i) יכולות תכנון וביצוע של פרויקטים באופן יעיל תוך הקצאת משאבים נכונה ו- (ii) ידע וניסיון הן בתחום הניהולי והתכנוני והן ביכולות ביצוע קבלניות בדגש על מרחבים עירוניים, אשר מאפשר לפעילות יכולת הגשת הצעות תחרותיות למכרזים.

4) רגולציה

הפעילות כפופה למגבלות חוק המים, תשי"ט – 1959, הקובע שורה של הוראות בדבר שמירה על מקורות המים והימנעות מפעולות אשר עלולות לגרום לזיהום המים. כמו כן, כפופה הפעילות לפקודת בריאות העם – 1940, אשר קובעת את תקני איכות המים, דרכי גילוי המזהמים והפעולות הדרושות בעת גילויים, לחוק רישום קבלנים לעבודות הנדסה בנאיות, תשכ"ט – 1969 ותקנות רישום קבלנים לעבודות הנדסה בנאיות (סיווג קבלנים רשומים) התשמ"ח – 1988 (להלן "חוק ותקנות רישום קבלנים"), לפיהם עבודות הנדסה בנאיות יעשו על ידי קבלן הרשום בפנקס הקבלנים וקיבל רישיון לעסוק באותן עבודות, זאת בהתאם לסיווגו שתלוי בוותק ובניסיון שצבר. בהתאם לחוקי ותקנות רישום קבלנים, הפעילות בעלת סיווג בלתי מוגבל, שהוא הסיווג הגבוהה ביותר. בנוסף, כאמור לעיל, כפופה הפעילות לחוק.

סעיף 24 לחוק קובע כי תאגיד מים רשאי להתקשר עם קבלן חיצוני לביצוע עבודות הנוגעות למשק המים והביוב, לרבות התקשרות הנוגעת לתחזוקה שוטפת של משק המים בשטחי הרשות המקומית בהם פועל התאגיד. לפיכך, אין מגבלה מכוח החוק אשר מונעת את התקשרות הפעילות בהסכמים עם תאגידי מים.

5) חסמי כניסה ויציאה

חסמי הכניסה העיקריים לתחום הפעילות הינם הון עצמי, נגישות למקורות הון לצורך מימון הפעילות השוטפת, ידע מקצועי ועמידה בתנאי מכרז. בנוסף פעילות בי.או.טי מתאפיינת בצורך בבעלות על ציוד הנדסה והון אנושי בעל הכשרה בתחום הפעילות, באופן אשר עשוי להיות חסם כניסה. חסמי היציאה העיקריים נוגעים להתחייבויות חוזיות של הפעילות כלפי תאגידי המים, אשר הינן לתקופה של מספר שנים.

6) מלחמת חרבות ברזל

ביום 7 באוקטובר, 2023 פרצה מלחמת "חרבות ברזל" (להלן "המלחמה"). עם השלכות המלחמה ניתן למנות, בין היתר, האטה בפעילות העסקית במשק הישראלי בשל סגירת מפעלים בדרום ובצפון הארץ, פגיעה בתשתיות, גיוס אנשי מילואים לתקופות ממושכות וירידה בצריכה הפרטית. בנוסף, ובהקשר לפעילות המגזר, ככל שתימשך המלחמה, עלולה להחריף הירידה בהיצע העובדים, בשל מגבלות על כניסת עובדים פלסטינאים לשטח מדינת ישראל, באופן אשר עלול להוביל לדחיית מועדי ההשלמה של פרויקטים קיימים ולירידה במספר פרויקטי תשתית חדשים, ובכללם פרויקטים בתחום המים והביוב. בנוסף, הירידה בהיצע עלולה להוביל גם להתחייקות העסקת עובדים חלופיים ולירידה במספר קבלני המשנה.



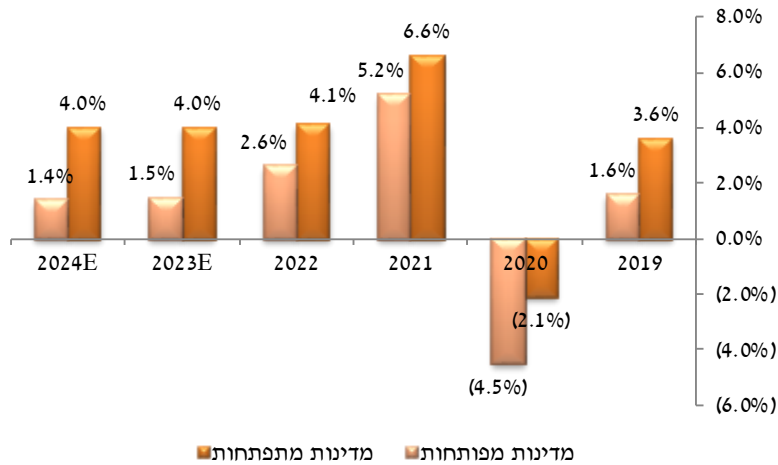
פרק שני – תיאור הסביבה העסקית



לשם השוואה, להלן קצב צמיחת התמ"ג בין השנים 2019-2022 וקצב צמיחת התמ"ג הצפוי בשנים 2023-2024 במדינות המתפתחות ובמדינות המפותחות⁴:

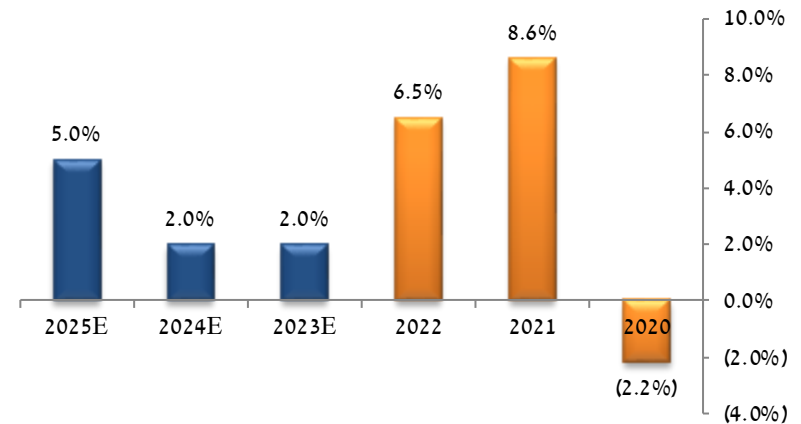
2. תיאור הסביבה העסקית

א. כללי



מהתרשים לעיל עולה, כי קצב צמיחת התמ"ג של מדינת ישראל גבוה בהשוואה לקצב צמיחת התמ"ג של המדינות המפותחות בשנים 2019-2022. עוד עולה מהתרשים, כי בשנים 2023-2024 צפוי כי קצב צמיחת התמ"ג של המשק הישראלי יהיה גבוה מקצב צמיחת התמ"ג במדינות מפותחות.

בשנת 2020 חלה ירידה בשיעור של כ- 2.2% בתוצר המקומי הגולמי (להלן "התמ"ג) המיוחסת בעיקר להשלכות משבר הקורונה, אשר כללו, בין היתר, האטה משמעותית בפעילות הריאלית והפיננסית במרבית כלכלות העולם ובכללן ישראל. בשנים 2021-2022 צמח התמ"ג בשיעור של כ- 8.6% וכ- 6.5%, צמיחה אשר מיוחסת בעיקרה לעלייה מואצת בצריכה הפרטית בעקבות התאוששות המשק ממשבר הקורונה וחזרה להיקפי פעילות מלאים. בשנת 2023 צפויה ירידה בקצב צמיחת התמ"ג, על בסיס תחזית מקרו כלכלית של בנק ישראל³, המבוססת על תחזית להתמתנות בצמיחת הסחר העולמית וכתוצאה מעליית הריבית בישראל. בנוסף, בחודש אוקטובר 2023 פרצה המלחמה, אשר צפויה להעמיק את הפגיעה בצמיחת התמ"ג בשנים 2023-2024 כתוצאה מירידה צפויה בביקוש לצריכה ושירותים וכתוצאה ממגבלות שונות בצד ההיצע, בשל גיוס המילואים הנרחב, בשל הגבלות על כניסת עובדים מיהודה ושומרון, הפסקת העסקת עובדים מעזה ובשל עזיבתם של עובדים זרים. בשנת 2025 צפויה עליה בקצב צמיחת התמ"ג, וחזרה לשיעור צמיחת התמ"ג בשנים קודמות. להלן קצב צמיחת התמ"ג במשק הישראלי בשנים 2022-2020 וקצב צמיחת התמ"ג הצפוי בשנים 2023-2025:

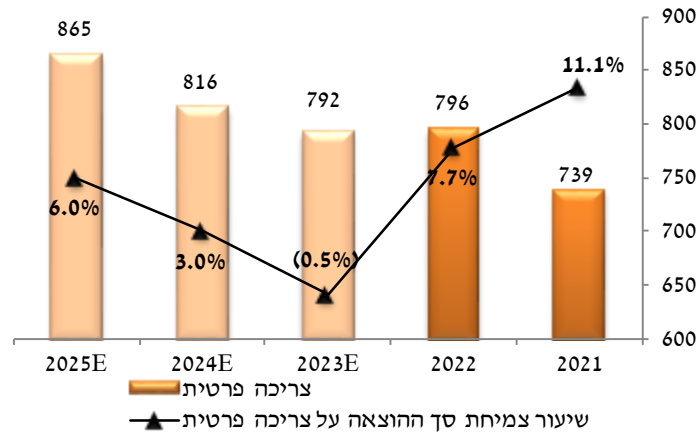


³ מקור: תחזית מאקרו כלכלית ינואר 2024, בנק ישראל.
⁴ מקור: IMF World Economic Outlook, October 2023.

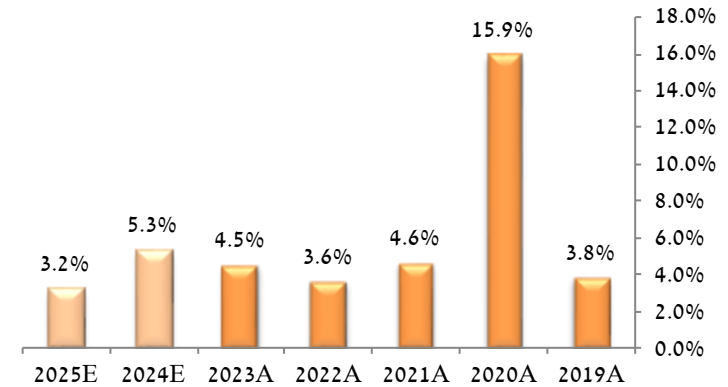


ב. שיעור האבטלה בישראל

על פי הערכות של חטיבת המחקר של בנק ישראל, שיעור האבטלה לשנת 2023 צפוי לעמוד על כ- 4.5%. שיעור זה משקף את ההאטה בצמיחת המשק ואת השלכות המלחמה ברבעון הרביעי של שנת 2023. שיעור האבטלה בשנת 2024 צפוי לעמוד על כ- 5.3%, עלייה המיוחסת בעיקרה להשלכות המלחמה. להלן התפתחות שיעור האבטלה בישראל בין השנים 2019-2022 ותחזית לשנים 2023-2025:⁵



מהגרף לעיל עולה כי עם התאוששות המשק ממשבר הקורונה וחזרה להיקפי פעילות מלאים, חלה עלייה מואצת בצריכה הפרטית בשנים 2021-2022. בשנת 2023 צפויה ירידה בשיעור הצמיחה בצריכה הפרטית, המבוססת על תחזית להתמתנות בצמיחת הסחר העולמית ומעליות הריבית בישראל ולהשלכות המלחמה ברבעון האחרון של שנת 2023. בשנת 2024 צפויה עלייה מתונה בצריכה הפרטית, המשקפת את המשך השלכות המלחמה אך בעוצמות פחותות ביחס לפגיעה בצריכה הפרטית ברבעון הרביעי של שנת 2023. שיעור הצמיחה הצפוי בשנת 2025 דומה בעיקרו לשיעורי הצמיחה בשנים שקדמו למשבר הקורונה.



ג. הצריכה הפרטית בישראל

הצריכה הפרטית הינה הרכיב המרכזי בתמ"ג, ובעשרים השנים האחרונות משקלה נע בטווח של כ- 55%-60% מהתמ"ג. בנוסף, בשנים האחרונות הצריכה הפרטית צומחת בקצב מואץ ומהווה גורם מוביל בצמיחת התמ"ג. להלן גרף המתאר את התפתחות הצריכה הפרטית בישראל בשנים 2021-2022 ותחזית לשנים 2023-2025 (במיליארדי שקלים חדשים)⁶:

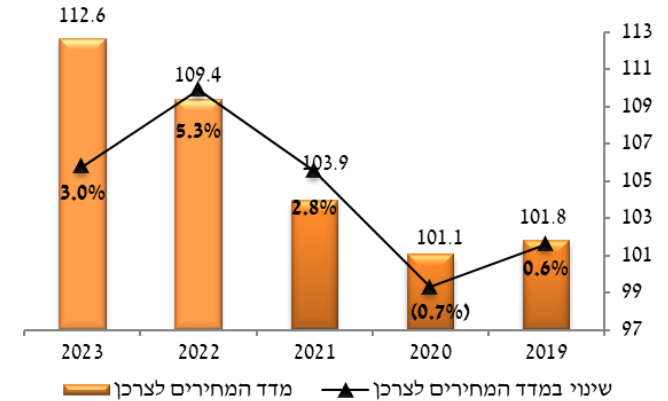
⁶ מקור: תחזית מאקרו כלכלית ינואר 2024, בנק ישראל.

⁵ מקור: בנק ישראל, תחזית מאקרו כלכלית ינואר 2024.



ד. שיעור האינפלציה ועליית ריבית בנק ישראל

אחד הסממנים המרכזיים לשינויים באינפלציה במשק הינו מדד המחירים לצרכן, אשר מודד את אחוז השינוי שחל במשך הזמן בהוצאה הדרושה לקניית מוצרים ושירותים. להלן גרף המתאר את התפתחות מדד המחירים לצרכן לשנים 2019-2023 והשינוי השנתי במדד, באחוזים:⁷



מהגרף לעיל עולה כי עם התאוששות המשק ממשבר הקורונה, בשנת 2022 חלה עלייה מואצת במדד המחירים לצרכן בשיעור של כ- 5.3%, עלייה המיוחסת, בין היתר לעלייה מואצת בצריכה הפרטית, מנגד לעיכובים בשרשראות האספקה ולעלייה במחירי ההובלה בשל השלכות משבר הקורונה. כתוצאה מכך, העלה בנק ישראל את הריבית מספר פעמים במהלך שנת 2022, משיעור של 0.1% בחודש פברואר 2022 לשיעור של 3.25% בחודש נובמבר 2022.

העלייה במדד המחירים לצרכן המשיכה גם בשנת 2023 ועמדה על כ- 3%, בעיקר בשל עלייה במחירי המזון, הדיור והתחבורה. בהתאמה, המשיך בנק ישראל בפעולות לריסון האינפלציה באמצעות העלאת שיעור הריבית. בשנת 2023 חלה עלייה בשיעור הריבית, משיעור של כ- 3.75% בחודש ינואר 2023 עד לשיעור של כ- 4.75% בחודש נובמבר 2023.⁸

⁸ בנק ישראל.

⁷ מקור: הלמ"ס.



פרק שלישי - ניתוח דוחות כספיים



3. כללי

עבודתנו מבוססת על נתונים כספיים המיוחסים לפעילות לשנים 2018-2023. בהתאם למידע שנמסר לנו על ידי הנהלת מזמינת העבודה, נתונים כספיים אלה של הפעילות משקפים את מצבה הכספי למועד עבודתנו.

א. דוח רווח הפסד

תמצית הנתונים הכספיים המיוחסים לפעילות מצורפת כנספח א' לעבודתנו. הכנסות הפעילות בשנת 2023 הסתכמו בסך של כ- 22.5 מיליון שקלים חדשים, לעומת סך של כ- 26.0 מיליון שקלים חדשים בשנת 2022, ירידה בסך של כ- 3.5 מיליון שקלים חדשים (ירידה בשיעור של כ- 13.6%), המיוחסת בעיקרה לצמצום התקשרויות עם לקוחות בעלי רווחיות גולמית נמוכה, ולהשלכות המלחמה ברבעון הרביעי של השנה, אשר כללו האטה ניכרת בהיקפי פרויקטים חדשים וקצב ההתקדמות בפרויקטים קיימים.

עלות ההכנסות כוללת בעיקר תשלום לקבלני משנה בגין עלות החומרים והוצאות תפעול שונות, כגון שכר עבודה. בשנת 2023 הסתכמה עלות ההכנסות בסך של כ- 19.4 מיליון שקלים חדשים, לעומת סך של כ- 23.2 מיליון שקלים בשנת 2022, ירידה בסך של כ- 3.8 מיליון שקלים חדשים (ירידה בשיעור של כ-16.4%), המיוחסת בעיקרה לירידה בהיקף הפעילות, כאמור לעיל. שיעור הרווח הגולמי מסך הכנסות הפעילות, עמד על כ- 13.7% בשנת 2023, מנגד לשיעור רווח גולמי של כ- 10.8% בשנת 2022, עלייה המיוחסת בעיקר לשינוי בתמהיל הפרויקטים בפועל, באופן בו עיקר הכנסותיה של הפעילות נובעות מפרויקטים אשר מתאפיינים בשולי רווחיות גבוהים יותר.

הוצאות התפעול של החברה, בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים, הסתכמו בסך של כ- 1.8 מיליון שקלים חדשים בשנת 2023, אשר היוו שיעור של כ- 8.2% מההכנסות, לעומת סך של כ- 1.7 מיליון שקלים חדשים בשנת 2022, אשר היוו שיעור של כ- 6.6% מההכנסות. העלייה בהוצאות התפעול מיוחסת בעיקרה לעלייה בהוצאות השכר והייעוץ.

ב. מאזנים

תמצית הנתונים המאזניים המיוחסים לפעילות מצורפת כנספח ב' לעבודתנו. הנכסים השוטפים של הפעילות הסתכמו בסך של כ- 14.4 מיליון שקלים חדשים ליום 31 בדצמבר 2023 לעומת סך של כ- 16.2 מיליון שקלים חדשים ליום 31 בדצמבר 2022, ירידה בסך של כ- 1.9 מיליון שקלים חדשים (ירידה בשיעור של כ- 11.4%), המיוחסת בעיקר לירידה ביתרת לקוחות והכנסות לקבל בסך של כ- 1.8 מיליון שקלים חדשים.

ההתחייבויות השוטפות של הפעילות הסתכמו בסך של כ- 10.6 מיליון שקלים חדשים ליום 31 בדצמבר 2023 לעומת לסך של כ- 9.1 מיליון שקלים חדשים ליום 31 בדצמבר 2022, עלייה בסך של כ- 1.5 מיליון שקלים חדשים (עלייה בסך של כ- 16.0%), המיוחסת בעיקר לעלייה ביתרת ספקים ונותני שירותים בסך של כ- 1.6 מיליון שקלים חדשים, מנגד לירידה ביתרת זכאים ויתרות זכות בסך של כ- 0.2 מיליון שקלים חדשים. ליום 31 בדצמבר 2023 וליום 31 בדצמבר 2022 עמד היחס השוטף של הפעילות על כ- 1.5 ו- 1.8 בהתאמה.



פרק רביעי - מתודולוגיה



4. מתודולוגיה

תקן חשבונאי בינלאומי מספר 36 (להלן "התקן") דן בירידת ערכם של הנכסים המשמשים את הישות המדווחת בפעילותה ובהם רכוש קבוע, נכסים בלתי מוחשיים, מוניתין והשקעה בחברות בהן יש לישות השפעה מהותית.

א. קביעת ירידת ערך

להלן אופן קביעת ירידת ערכם של נכסים בלתי מוחשיים בהתאם לתקן:

1. זיהוי היחידה מניבת המזומנים

יחידה מניבה מזומנים (Cash Generating Unit, להלן "CGU") הינה קבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר המניבה תזרימי מזומנים חיוביים משימוש מתמשך, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים. בעבודתנו ובעקביות עם הערכות הנהלת החברה הוגדרה הפעילות כ-CGU הרלוונטית.

2. מקורות מידע חיצוניים ופנימיים העשויים לשקף ירידת ערך

התקן קובע כי, כדרישת מינימום, יש לבחון רשימת סימנים ספציפיים לצורך בחינת ירידת ערך. מקורות המידע לסימנים אלו נחלקים למקורות מידע פנימיים, כדוגמת מצבו הפיזי של הנכס או שינויים לרעה בביצועי הנכס ומקורות מידע חיצוניים, כדוגמת שינויים בסביבה העסקית או עלייה בשיעורי הריבית.

3. אמידת הסכום בר ההשבה

סכום בר ההשבה (Recoverable Amount) הינו הגבוה מבין (i) שווי ההוגן של הנכס בניכוי עלויות מכירה לבין (ii) שווי השימוש בנכס. השווי ההוגן בניכוי עלויות המכירה הינו הסכום המתקבל ממכירת הנכס בתום לב בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון בניכוי עלויות המכירה. סכום זה יכול להתקבל גם מהסכם מכירה מחייב, מחיר שוק פעיל או באמצעות אומדן אחר. שווי השימוש של הנכס הינו הערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים הנובעים מהנכס.

אולם, בעוד השווי ההוגן בניכוי עלויות המכירה נאמד מנקודת ראות Market Participant, הרי ששווי השימוש נאמד מנקודת Buyer Specific, קרי מנקודת ראותה של הנהלה רציונלית של הישות המדווחת. בעבודתנו הוערך סכום בר ההשבה של שווי השימוש באמצעות שיטת היוון תזרימי המזומנים.

4. ירידת ערך נכסים

בבחינת ירידת ערך מוניתין יש להקצות תחילה את המוניתין הנרכש בצירוף העסקים ל-CGU נפרדות או לקבוצת CGU, הצפויות להפיק הטבות כתוצאה מסינרגיה בשל צירוף עסקים. במידה והסכום בר ההשבה כמוגדר לעיל נמוך מהערך בספרים, יופחת הערך בספרים לכדי סכומו של הסכום בר ההשבה וירידה זו תוכר באופן מידי כהפסד מירידת ערך.

ייחוס ההכרה בירידת ערך יתבצע כדלקמן: היה וקיים מוניתין בספרי הישות יופחת ערכו בהתאם, ולאחר מכן, תשוך יתרת ירידת הערך לנכסיה הבלתי מוחשיים האחרים של היחידה מניבת המזומנים, באופן יחסי לשוויים בספרים. עוד נקבע בתקן, כי בקביעת ערכו של הנכס, ישות לא תקטין את הערך בספרים של הנכס מתחת לגבוה מבין: (i) שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה; (ii) שווי השימוש; (iii) אפס;

5. מועדי בחינת ירידת הערך

התקן קובע, כי ישות מדווחת תידרש לבחון סימנים לירידת ערכו של נכס או יחידה מניבת מזומנים לכל תאריך מאזן. עוד קובע התקן, כי ללא כל קשר לזיהוי סימנים לירידת ערך של כלל הנכסים, תידרש הישות לבצע בנוסף גם בדיקה שנתית לירידת ערך לגבי שלושה סוגי נכסים שאינם מופחתים באופן שיטתי והם (i) נכסים בלתי מוחשיים בעלי אורך חיים בלתי מוגדר; (ii) נכסים בלתי מוחשיים שטרם זמינים לשימוש; (iii) מוניתין;



ב. הערכת השווי

שיטת הערכת השווי המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF - Discounted Cash Flow) לפיה, שוויו הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בגישה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת.

שיעור הניכיון לפני מס נאמד בעבודתנו בשיעור של כ- 18.7% עבור החברה. שיעור הניכיון לאחר מס אשר שימש בחישובינו הינו ממוצע משוקלל של מקורות המימון לפעילות החברה, אשר נאמד בעבודתנו ב- 15.0% (מעוגל), על בסיס מודל ה- WACC Weighted Average Cost of Capital על פי הזהות כדלקמן:

$$WACC = r_e * E/(E+D) + r_d (1-T)*D/(E+D)$$

כאשר:

r_d – הינו שיעור החוב הנורמטיבי ארוך הטווח של הפעילות, אשר נאמד על ידינו בכ- 8.3%, באמצעות אקסטרפולציה לאשראי לזמן קצר של החברה למשך חיים ממוצע של 10 שנים ממועד עבודתנו.

T - הינו שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך אשר חל על הפעילות ושיעורו 23%.

D/(E+D) - יחס המנוף הפיננסי הנורמטיבי ארוך טווח, המשקף את תמהיל מקורות הון של הפעילות על פני אופק ההיוון, נאמד בעבודתנו בכ- 29%, בדומה למבנה החוב של החברות הדומות ככל שניתן בפעילותן לפעילותן (להלן "חברות המדגם").

להלן פירוט חברות המדגם ואומדן יחס המנוף הפיננסי D/(E+D) הנורמטיבי ארוך הטווח:

| <u>Company</u> | <u>D/V</u> |
|-------------------------------|------------|
| Primoris Services Corporation | 35% |
| Sterling Infrastructure Inc | 0% |
| B Gaon Holdings Ltd | 81% |
| Lesico Ltd | 0% |
| Average | 29% |

r_e - הינו שיעור התשואה הריאלי על ההון העצמי של החברה אשר נאמד בעבודתנו בכ- 18.5%. חישוב התשואה על ההון העצמי נקבע על פי הזהות כדלקמן:

$$CAPM (modified): r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) + R_s$$

כאשר:

r_f - הינו שיעור ריבית נומינאלית חסרת סיכון, על בסיס שיעורי התשואה לפדיון, המבוססים על עקום תשואות נומינאלי חסר סיכון בישראל בעל משך חיים ממוצע של כ- 10 שנים. שיעור זה נאמד בעבודתנו בכ- 4.0%.

$(r_m - r_f)$ - הינו רכיב פרמיית הסיכון בשוק ושיעורו נאמד בכ- 4.6%.

⁹ Source : Aswath Damodaran



R_S - נתונים אמפיריים ומחקרים שונים מראים כי משקיעים בשוק ההון דורשים לרוב לקבל פרמיית סיכון נוספת בגין השקעתם בחברות, המבטאת את פרמטרים שונים כגון גודל, סחירות ומרכיבים נוספים המיוחדים להשקעתם. שיעור תשואה נוסף זה נאמד בעבודתנו בכ- 10% ומשקף, בין היתר, גם סיכונים ספציפיים לפעילות בשל חוסר הוודאות המתמשך המאפיין את הפעילות.

β_1 - ה"ביטא" (הממונפת) משקפת את עוצמת התנודתיות בתשואות המניה ביחס לתנודות בתשואות תיק השוק והינה המדד ל"סיכון הסיסטמטי" של החברה. בחברה ציבורית מחושבת הביטא על פי רגרסיות מול תשואות תיק השוק כמשנתה מסביר, ביחס לשערי המניה בתקופה שקדמה למועד עבודתנו. על פי נתונים אמפיריים שונים עולה כי β_1 , אשר הינו מקדם הסיכון השיטתי (ה-Covariance) הממונף, נוטה להיות גבוה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה עולה.

מכיוון שהפעילות אינה נסחרת, נעזרנו בעבודתנו לשם אמידת הביטא בנתוני מסחר של מדגם חברות. היות וקיים קושי ניכר במציאת חברות בעלות פעילות דומה, הפועלות בשוקים דומים, ותחת מבני רגולציה דומים, בארץ ובחו"ל, בחנו חברות מסוימות אשר להערכתנו יכולות לייצג ככל שניתן בנתוני המסחר שלהן את הפעילות. על מנת לאמוד את ה- β_1 המשתמעת המסוימת (Specific Implied Beta) באמצעות חברות המדגם, אשר הינן בעלות מינוף פיננסי שונה, תקננו את ה- β_1 של חברות המדגם לביטא התפעולית (β_u) ובהתאמה, חישבנו את ה- β_1 המשתמעת המסוימת של הפעילות, אשר נאמדה בעבודתנו בכ- 1.1 ה- β_1 הפרוספקטיבית של החברה נגזרת מה- β_1 ההיסטורית באמצעות קירוב למשוואת Blume¹⁰, נאמדה בעבודתנו בכ- 1.1 והיא אשר שימשה בחישובנו, כדלקמן:

| | |
|--|------------|
| β_u Primoris Services Corporation | 0.8 |
| β_u Sterling Infrastructure Inc | 1.2 |
| β_u B Gaon Holdings Ltd | 0.2 |
| β_u Lesico Ltd | <u>1.1</u> |
| Average β_u | 0.8 |
| Implied Specific β_{lr} | <u>1.1</u> |
| Implied Specific β_I Prospective | 1.1 |

¹⁰Blume, M.E "On the Assessment of Risk", Journal of Finance, Vol. 26, 1971, pp. I-IO.



פרק חמישי - הנחות מהותיות בדבר חשיפות לגורמי סיכון ואי ודאות עיקריים



5. הנחות מהותיות בדבר חשיפות לגורמי סיכון ואי ודאות עיקריים

הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים וחשיפה לגורמי סיכון ואי ודאות רבים, תוך התייחסות להנחות מהותיות ותחזיות שנאמדו על בסיס הנחות ואומדנים אלו. נקודת המוצא לתחזיותינו הינה נתונים כספיים של הפעילות ליום 31 בדצמבר 2023.

על פי נתוני הפעילות שהוצגו בפנינו, עולה כי הנחות המהותיות ביחס לחשיפות המרכזיות, גורמי הסיכון ואי הוודאות המרכזיים בפעילותה הינם:

א. הרעה במצב הפוליטי ביטחוני בישראל

המשך המלחמה ו/או התרחבותה לגזרות נוספות עלול להוביל לאי הסרת המגבלות הקיימות בקשר עם העסקת עובדים פלסטינאיים ואף להחרפת המגבלות, באופן אשר עלול להוביל להרעה בתוצאות הפעילות. בנוסף, צפויה להיפגע היקף ההשקעה בתשתיות וזמינות כוח עבודה, ובהתאמה עלולה לחול הרעה בתוצאות הפעילות.

ב. ביטול תאגידי המים

במסגרת חוק תאגידי מים וביוב חויבו הרשויות המקומיות להעביר את האחריות על תחזוקת תשתיות המים והביוב לידי תאגידי מים חיצוניים, כמפורט לעיל. שינויים רגולטורים ופוליטיים עשויים להביא לשינוי מסגרת החוק כך שיבוטלו תאגידי המים ומשק המים יחזור לאחריות הרשויות המקומיות. שינויים אלו עלולים לגרום לביטול ההתקשרויות החוזיות של הפעילות ובכך לפגוע בתוצאותיה של הפעילות.

ג. שינויים במדיניות ובתקציבים ממשלתיים

הפעילות תלויה באופן משמעותי בהיקפי התקציבים אשר מוקצים על ידי משרדים ממשלתיים כגון משרד האנרגיה, רשויות מקומיות וחברות ממשלתיות ועירוניות לפיתוח ושיפור תשתיות המים והביוב. שינוי מדיניות והקטנת התקציבים המופנים לתחום הפעילות, עלולה להשפיע לרעה על תוצאות הפעילות.

ד. אסונות טבע

אסונות טבע דוגמת סערות, רעידות אדמה ושיטפונות, עשויים לגרום לנזק פיזי ולעיכובים בהשלמת פרויקטים. חרף העובדה שהפעילות מבוססת בפוליסת ביטוח למקרים אלו, תאלץ הפעילות לשאת בחלק מהותי מעלות הנזקים במסגרת השתתפות עצמית מחייבת.

ה. שינויים במדדים ומחירוניהם

במסגרת הסכמי ההתקשרות של הפעילות עם מזמיני העבודה השונים, נקבע לרוב מנגנון הצמדה למדד תשומות בנייה ו/או המחירים לצרכן, זאת בכדי להגן על הפעילות משינויים במחירי השירותים והמוצרים המשמשים בפעילותה. יחד עם זאת, הפעילות חשופה למצב בו מוצרים המשמשים בתחום הפעילות יתייקרו באופן שונה מאופן חישובם במדד, חשיפה אשר עלולה להוביל לפגיעה ברווחיות הפעילות.

ו. איחוד רשויות ותאגידי מים

תחום פיתוח ושיקום תשתיות המים והביוב מבוסס על התקשרות מול רשויות מקומיות ותאגידי מים. מטעמים של קיצוץ בעלויות התפעול והוצאות מטה, ניכרת בשנים האחרונות מגמה לאיחוד רשויות ותאגידי מים. התרחבות התופעה עשויה להביא להקטנת מספר הלקוחות הפוטנציאלים של הפעילות, ירידה בכמות הפרויקטים וכתוצאה מכך, ירידה בהכנסות הפעילות.

ז. זמינות כוח אדם

ענף הבינוי והתשתיות בישראל סובל ממחסור בכוח אדם, בעיקר בשל המצב הביטחוני אשר מונע לעתים תכופות את כניסתם של פועלים לתחומי ישראל, ובשל מדיניות הממשלה להקטנת היקף העסקת עובדים זרים. תלות הפעילות במכסות עובדים עלולה להוביל לעיכובים בהשלמת פרויקטים ובכך לגרום לאי עמידה בלוחות הזמנים להם התחייבה הפעילות, ולפגיעה בשמה הטוב.



ח. תלות במכרזים

עיקר הפרויקטים בתחום הפעילות כפופים לקיום ולזכייה מתמשכת במכרזים של תאגידיים וגופים ממשלתיים וציבוריים. קיומם של מכרזים עלול להיות חשוף לאירועים מאקרו כלכליים, באופן בו האטה בפעילות המשק עלולה להוביל להרעה מהותית בתוצאות הפעילות. בנוסף, לרוב תנאי המכרז מוטלים לטובת מזמיני העבודה, כך לדוגמא, באפשרותו של מזמין העבודה להפסיק ההתקשרות מול הפעילות ללא כל סיבה ובכפוף להודעה מוקדמת, דבר שעלול להביא לפגיעה בתכניות העסקיות של הפעילות ולגרום לירידה ברווחיות.

ט. העדר יציבות בביצוע פרויקטים

הליך המכרזים כרוך באי וודאות באשר לזכייתה של הפעילות בפרויקטים חדשים. כמו כן, תקופת ההתקשרות מול מזמין עבודה קיים מוגבלת בזמן, ואין כל הבטחה כי ההסכם יחודש לתקופה נוספת. אי הארכת הסכמי ההתקשרות (למשך הזמן המותר בחוק), גורם לאי וודאות בדבר הכנסותיה של הפעילות ומקשה על תכנון עסקי ארוך טווח.

י. אישורים ורישיונות

הפעילות נדרשת לקבלת אישורים והיתרים מיוחדים התואמים את הפרויקטים שבביצוע. עיכוב בקבלת היתרים עלול לגרום לעיכוב בהשלמת הפרויקט ובמקרים מסוימים עלול להביא להפסקת ההתקשרות מול מזמין העבודה.

יא. זמינות קבלני משנה

עבודות הפיתוח ושיפור תשתיות המים והביוב נעשות במקרים רבים על ידי קבלני משנה עימם מתקשרת הפעילות, כך שהפעילות תלויה ביכולת, איכויות והיצע קבלני המשנה.

יב. שינויים במדיניות ובתקציבים ממשלתיים

הפעילות תלויה באופן משמעותי בהיקפי התקציבים אשר מוקצים על ידי משרדים ממשלתיים כגון משרד האנרגיה, רשויות מקומיות וחברות ממשלתיות ועירוניות לפיתוח ושיפור תשתיות המים והביוב. שינוי מדיניות והקטנת התקציבים המופנים לתחום הפעילות, עלולה להשפיע לרעה על תוצאות הפעילות.

יג. מחירי העברה, ממשל תאגידי ובקרה פנימית

בעבודתנו הנחנו כי מחירי העברה עם גורמים קשורים, ככל שיש בוצעה בתנאי שוק חופשי. עוד הנחנו כי לחברה ממשל תאגידי נאות ומערכי בקרה פנימית נאותים.

בעבודתנו הנחנו, בהתאמה לאומדני החברה, ובכפוף לסיכון הגלום בפעילותה, כי ביכולתה לעמוד בחשיפות אלו ולנהל אותן באופן שיתמוך בתוכניות ובתחזיות פעילותה העתידיות, כפי שמצוינות בעבודתנו. לא בחנו הנחות אלו ואיננו מחויבים כל דעה ביחס אליהן. יודגש כי שינוי בהנחות אלו יוביל לשינוי בתוצאות עבודתנו.



פרק שישי - הערכת שווי הפעילות



6. הערכת השווי

א. הנחות יסוד בהערכת שווי הפעילות

1) הכנסות

הכנסות הפעילות הסתכמו בסך של כ- 26.0 מיליון שקלים חדשים בשנת 2022 ובסך של כ- 22.5 מיליון שקלים חדשים בשנת 2023. בעבודתנו הנחנו, כי בשנת 2024 הכנסות הפעילות יסתכמו בסך של כ- 22.5 מיליון שקלים חדשים, בדומה לרמת הכנסות בשנת 2023. תחזית זו נמוכה מתקציב הפעילות לשנה זו, בין היתר, בשל אי עמידת הפעילות בתקציב ההכנסות בשנים קודמות וחוסר הודאות הקיים לגבי היקף ועיתוי התממשות הפרויקטים לאור השלכות המלחמה על הפעילות הכלכלית של המשק בכלל וענף התשתיות בפרט. בנוסף, הנחנו כי הכנסות המגזר בשנת 2025 תעמודנה על סך של כ- 27.0 מיליון שקלים חדשים, הנמוך מתחזית הנהלת הפעילות לשנת 2025. תחזית ההכנסות בעבודתנו לשנת 2025 משקפת את הערכתנו בדבר דחיה של פרויקטים משנת 2024 בעקבות השלכות המלחמה מחד, ויכולת לגשת למכרזים בהיקף גבוה יותר כתוצאה מהעלאת הסיווג הקבלני מאידך. הערכתנו בדבר העלאת הסיווג הקבלני משקפות עיכוב של כשנה ביחס לתחזית הנהלה. עוד הנחנו, כי החל משנת 2026 ולאורך אופק ההיוון תחול צמיחה בהכנסות, מסך של כ- 29.7 מיליון שקלים חדשים בשנה זו, עד לסך של כ- 32.9 מיליון שקלים חדשים בשנת 2028, המשקפת שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ- 6.8%. שיעור זה נמוך מתחזיות הנהלת החברה בקשר עם שיעורי הצמיחה החזויים, ונחזה להערכתנו כסביר, בין היתר, נוכח מאמצי החברה להעלאת סיווג הקבלני, אשר יאפשר לה להגדיל את היקפי העבודות המבוצעות על ידי הפעילות, ואף יאפשר לה לגשת למכרזים בהיקפי ביצוע גדולים יותר כקבלן ראשי. בחישוב ערך השייר, נאמד שיעור הצמיחה הנומינאלי בכ- 3.0%, על בסיס אומדני קצב צמיחת התוצר המקומי הגולמי, האוכלוסייה וציפיות האינפלציה.

2) שולי רווחיות גולמית

שיעור הרווח הגולמי מסך ההכנסות (בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים) עמד על שיעור של כ- 10.8% בשנת 2022 ועל שיעור של כ- 13.7% בשנת 2023. בעבודתנו הנחנו, כי שיעור הרווח הגולמי מסך ההכנסות יעמוד על שיעור של כ- 8.7% בשנת 2024, הדומה לתקציב החברה לשנה זו. שיעור זה משקף את השלכות המלחמה על פעילות החברה והערכותינו והערכות הנהלת החברה בדבר שחיקת הרווחיות הגולמית, בין היתר, בשל התייקרות עלות העסקת עובדים. עוד הנחנו בעבודתנו, כי לאורך אופק ההיוון תחול עלייה הדרגתית בשיעור הרווחיות הגולמית, משיעור של כ- 11.0% בשנת 2025 עד לשיעור של כ- 13.0% בטווח הארוך, בעקביות עם הערכות הנהלת החברה. העלייה בשיעור הרווחיות כאמור עקבית להערכתנו, בין היתר, עם השינוי בתמהיל הפרויקטים והעמקת היקף הפעילות בפרויקטים מסוימים, אשר דורשים מומחיות וידע ייחודי בתחום הפעילות ומתאפיינים לרוב ברווחיות גבוהה על חשבון עבודות אחרות, בדומה למגמה שאפיינה את הפעילות בשנת 2023. בנוסף, השיפור ברווחיות הגולמית מיוחס לקבלת סיווג קבלני אשר ייתר את הצורך בהתקשרות עם צדדים שלישיים, באופן אשר צפוי להוביל לעלייה בשיעור הרווח הגולמי.

3) שולי הוצאות תפעול¹¹

שיעור הוצאות התפעול מסך ההכנסות (בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים) עמד על כ- 6.6% בשנת 2022 ועל כ- 8.2% בשנת 2023. בעבודתנו הנחנו כי שיעור הוצאות התפעול מסך ההכנסות יעמוד על שיעור של כ- 6.3% בשנת 2024, הגבוהה מתקציב החברה לשנה זו, ואשר משקף התייעלות תפעולית, לרבות צמצום הוצאות שכר מקצועי לאור צמצום היקף התביעות כנגד החברה ביחס לשנים קודמות. בנוסף, הנחנו בעבודתנו כי לאורך אופק ההיוון תחול ירידה הדרגתית בשיעור הוצאות התפעול, עד לשיעור של כ- 4.7% בטווח הארוך, המשקף שיעור צמיחה שנתי של כ- 2% בהוצאות התפעול. שיעור זה נחזה להערכתנו כסביר ביחס לשיעורי צמיחת ההכנסות, כמפורט לעיל, ובשים לב למבנה ההוצאות הקשיח למחצה של הוצאות אלו.

¹¹ בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים



4) השקעה ברכוש קבוע והון חוזר

היקף ההשקעה החזוי בהון חוזר מסך ההכנסות נאמד בשיעור ממוצע של כ- 24% לאורך שנות התחזית, המשקף להערכתנו את רמת ההון החוזר הנורמטיבית הנדרשת לתמיכה בפעילות, בהתאם למצגי הנהלת החברה ונוכח תנאי האשראי בהסכמים הקיימים. היקף ההשקעה ברכוש קבוע נאמד בהתאם לאומדני הנהלת החברה בדבר היקפי ההשקעה הדרושים לצורך תמיכת הפעילות, בשים לב להתבססות הפעילות על קבלני משנה ולצרכי הרכוש הקבוע שלה בשיעור ממוצע על שיעור של כ- 75% מהוצאות הפחת בשנים 2024-2028. החל משנת 2028 הנחנו כי היקף ההשקעה ברכוש קבוע יהיה בדומה להיקף הפחת.

5) מסים

ביום 4 בינואר 2016 אישרה ממשלת ישראל שינוי בשיעורי המס הסטטוטוריים המושגים על חברות בישראל, והורדת שיעור מס החברות ל- 25% החל משנת המס 2016. ביום 22 בדצמבר 2016, אישרה מליאת הכנסת בקריאה שנייה ושלישית את חוק התקציב וחוק ההסדרים לשנים 2017-2018, במסגרתם, אושרה הורדת מס החברות לשיעור של 24% בשנת 2017 ולשיעור של 23% בשנת 2018 ואילך.

6) מחירי העברה

בעבודתנו הנחנו, כי מערכת מחירי העברה בחברה עם צדדים קשורים, ככל שיש, משקפת מחירי שוק. עוד הנחנו, כי החברה מקיימת כללי ממשל תאגידי תקין ובכללם מערכי בקרת פנים נאותים.

7) מחיר ההון המשוקלל

בהתאמה ועל בסיס האמור בפרק 3, נאמד שיעור ה-WACC הנומינאלי ב- 15.0% (מעוגל), המשקף מחיר הון עצמי של כ- 18.5%, מחיר חוב של כ- 8.2% ומנוף פיננסי (D/V) נורמטיבי ארוך טווח בשיעור של 29%. שיעור הניכיון לפני מס של החברה נאמד בכ- 18.7%.



ב. תמצית הערכת שווי פעילות אברות פרויקטים

| <u>טווח ארוך</u> | <u>2028E</u> | <u>2027E</u> | <u>2026E</u> | <u>2025E</u> | <u>2024E</u> | <u>2023A</u> | <u>2022A</u> | <u>2021A</u> | <u>2020A</u> | |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------|
| במיליוני שקלים חדשים | | | | | | | | | | |
| 33.8 | 32.9 | 31.9 | 29.7 | 27.0 | 22.5 | 22.5 | 26.0 | 23.2 | 30.4 | סה"כ הכנסות הפעילות |
| <u>(29.4)</u> | <u>(28.6)</u> | <u>(27.9)</u> | <u>(26.1)</u> | <u>(24.0)</u> | <u>(20.5)</u> | <u>(19.4)</u> | <u>(23.2)</u> | <u>(22.2)</u> | <u>(28.5)</u> | סה"כ עלות הפעולות |
| 4.4 | 4.3 | 4.0 | 3.6 | 3.0 | 2.0 | 3.1 | 2.8 | 1.0 | 1.9 | רווח גולמי |
| <u>(1.6)</u> | <u>(1.5)</u> | <u>(1.5)</u> | <u>(1.5)</u> | <u>(1.5)</u> | <u>(1.4)</u> | <u>(1.8)</u> | <u>(1.7)</u> | <u>(2.6)</u> | <u>(2.9)</u> | הוצאות תפעול ¹ |
| 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.1 | 1.5 | 0.5 | 1.3 | 1.1 | (1.7) | (1.0) | רווח תפעולי |
| 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | | | | | פחת |
| (0.2) | (0.2) | (0.6) | (0.7) | (1.1) | (1.6) | | | | | השקעה בהון חוזר תפעולי |
| <u>(0.7)</u> | <u>(0.7)</u> | <u>(0.5)</u> | <u>(0.5)</u> | <u>(0.4)</u> | <u>(0.2)</u> | | | | | השקעות ברכוש קבוע |
| 2.6 | 2.5 | 2.1 | 1.6 | 0.6 | (0.8) | | | | | FCF |
| 7.5 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.4 | (0.8) | | | | | DCF |

10.5 סה"כ שווי פעילות ליום 31 בדצמבר 2023

¹ בנטרול הפחתות בגין נכסים בלתי מוחשיים שאינן מוכרות למוס



להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי השימוש ביחס לשינוי בשיעור הצמיחה הפרמננטית וביחס לשינוי בשיעור ההיוון המשוקלל לפני מס:

שווי שימוש (במיליוני שקלים חדשים)
Pre Tax WACC

| 17.7% | 18.2% | 18.7% | 19.2% | 19.7% | | |
|-------|-------|--------------|-------|-------|-------------|---------|
| 10.9 | 10.5 | 10.1 | 9.7 | 9.3 | 2.0% | שיעור |
| 11.2 | 10.7 | 10.3 | 9.9 | 9.5 | 2.5% | צמיחה |
| 11.5 | 11.0 | 10.5 | 10.1 | 9.7 | 3.0% | פרמננטי |
| 11.7 | 11.2 | 10.8 | 10.3 | 9.9 | 3.5% | נרמינלי |
| 12.1 | 11.5 | 11.0 | 10.6 | 10.2 | 4.0% | |

להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי השימוש ביחס לשינוי בצמיחת ההכנסות בשנות התחזית וביחס לשינוי בשיעור הרווח הגולמי בטווח הארוך:

שווי שימוש (במיליוני שקלים חדשים)
שינוי בשיעור צמיחת ההכנסות בשנות התחזית

| (10.0%) | (5.0%) | 0.0% | 5.0% | 10.0% | | |
|---------|--------|-------------|------|-------|--------------|-------------|
| 11.0 | 11.2 | 11.5 | 11.8 | 12.1 | 14.0% | שיעור רווח |
| 10.5 | 10.7 | 11.0 | 11.3 | 11.6 | 13.5% | גולמי בטווח |
| 10.0 | 10.2 | 10.5 | 10.8 | 11.1 | 13.0% | הארוך |
| 9.5 | 9.8 | 10.0 | 10.3 | 10.6 | 12.5% | |
| 9.0 | 9.3 | 9.5 | 9.8 | 10.1 | 12.0% | |



פרק שביעי – גילוי אודות הערכות שווי קודמות שבוצעו



7. גילוי אודות הערכות שווי קודמות שבוצעו

להלן דרישות גילוי נוספות בהתאם לתוספת השלישית לתקנת ניירות ערך – דוחות מידיים ותקופתיים: הערכות שווי קודמות של המעריך:
 א. במהלך השנה שקדמה למועד עבודתנו, חיווינו דעתנו בדבר אומדן שווי השימוש של מגזר הפרויקטים של החברה, במסגרת בחינת ירידת ערך בהלימה לדרישות תקן חשבונאות בין לאומי IAS36, כדלקמן:

| סוג ההצמדה | שיעור צמיחה פרמננטי | שיעור היוון | % EBITDA ט"א | ערך בספרים של היחידה מניבה | | מועד הערכה | מטרת העבודה | מזמינת העבודה |
|------------|---------------------|-------------|--------------|----------------------------|---------|------------|-------------------|--|
| | | | | סכום בר השבה | מזומנים | | | |
| | | | | במיליוני שקלים חדשים | | | | |
| נומינאלי | 3.0% | 15.0% | 10.4% | 10.5 | 9.8 | 31/12/2023 | אברות תעשיות בע"מ | אברות תעשיות בע"מ בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים |
| נומינאלי | 3.5% | 14.5% | 10.6% | 17.5 | 16.2 | 31/12/2022 | אברות תעשיות בע"מ | אברות תעשיות בע"מ בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים |
| נומינאלי | 2.5% | 12.5% | 8.8% | 6.2 | 12.8 | 31/12/2021 | אברות תעשיות בע"מ | אברות תעשיות בע"מ בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים |
| נומינאלי | 2.5% | 12.5% | 10.3% | 24.9 | 26.4 | 31/12/2020 | אברות תעשיות בע"מ | אברות תעשיות בע"מ בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים |

ב. הירידה בשווי השימוש ביחס לעבודתנו הקודמת מיוחסת בעיקרה לעדכון תחזית ההכנסות בעבודתנו, הן על רקע אי עמידת הפעילות ביעד ההכנסות, והן על רקע הערכותינו בדבר היעדר צמיחה בשנת 2024 והירידה בשיעור הרווח הגולמי בשל השפעות המלחמה. בנוסף, שיעור ההיוון בעבודתנו הנוכחית גבוה יותר משיעור ההיוון בעבודתנו הקודמת, באופן אשר מוביל לירידה בשווי.



פרק שמיני - נספחים



א. נספח א' - תמצית נתונים כספיים המיוחסים לפעילות

| <u>2023</u> | <u>2022</u> | <u>2021</u> | <u>2020</u> | <u>2019</u> | <u>2023</u> | <u>2022</u> | <u>2021</u> | <u>2020</u> | <u>2019</u> | |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------------------------|
| (בלתי מבוקר) | | | | | (בלתי מבוקר) | | | | | |
| <i>באחוזים מסך מאזן</i> | | | | | <i>במיליוני שקלים חדשים</i> | | | | | |
| 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 22.5 | 26.0 | 23.2 | 30.4 | 36.2 | הכנסות ממכירות שירותים |
| <u>(86.3%)</u> | <u>(89.2%)</u> | <u>(95.7%)</u> | <u>(93.7%)</u> | <u>(80.8%)</u> | <u>(19.4)</u> | <u>(23.2)</u> | <u>(22.2)</u> | <u>(28.5)</u> | <u>(29.3)</u> | עלות המכר |
| 13.7% | 10.8% | 4.3% | 6.3% | 19.2% | 3.1 | 2.8 | 1.0 | 1.9 | 7.0 | רווח גולמי |
| (0.0%) | (0.0%) | (0.1%) | (0.1%) | (0.1%) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | הוצאות שיווק ומכירה ⁽¹⁾ |
| <u>(8.1%)</u> | <u>(6.5%)</u> | <u>(11.2%)</u> | <u>(9.3%)</u> | <u>(10.3%)</u> | <u>(1.8)</u> | <u>(1.7)</u> | <u>(2.6)</u> | <u>(2.8)</u> | <u>(3.7)</u> | הוצאות הנהלה וכלליות |
| 5.6% | 4.3% | (7.1%) | (3.1%) | 8.7% | 1.3 | 1.1 | (1.7) | (1.0) | 3.2 | רווח תפעולי |
| <u>0.7%</u> | <u>0.2%</u> | <u>(0.2%)</u> | <u>(0.3%)</u> | <u>(0.2%)</u> | <u>0.2</u> | <u>0.0</u> | <u>(0.1)</u> | <u>(0.1)</u> | <u>(0.1)</u> | הוצאות מימון |
| 6.3% | 4.4% | (7.4%) | (3.5%) | 8.5% | 1.4 | 1.2 | (1.7) | (1.1) | 3.1 | רווח מפעולות לפני מס |
| <u>0.0%</u> | <u>0.0%</u> | <u>0.0%</u> | <u>0.0%</u> | <u>0.0%</u> | = | = | = | = | = | הוצאות מסים על ההכנסה |
| 6.3% | 4.4% | (7.4%) | (3.5%) | 8.5% | 1.4 | 1.2 | (1.7) | (1.1) | 3.1 | רווח נקי |

(1) בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים.



ב. נספח ב' - תמצית נתונים מאזנים המיוחסים לפעילות

| ליום 31 בדצמבר | | | | | ליום 31 בדצמבר | | | | | |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------------------|
| 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | |
| (בלתי מבוקר) | | | | | (בלתי מבוקר) | | | | | |
| (כאחוז מסך המאזן) | | | | | (במיליוני שקלים חדשים) | | | | | |
| 95.2% | 92.4% | 90.9% | 91.3% | 91.3% | 14.4 | 16.2 | 22.1 | 25.2 | 29.5 | לקוחות והכנסות לקבל |
| <u>0.2%</u> | <u>0.6%</u> | <u>2.1%</u> | <u>1.6%</u> | <u>1.2%</u> | <u>0.0</u> | <u>0.1</u> | <u>0.5</u> | <u>0.4</u> | <u>0.4</u> | חייבים ויתרות חובה |
| 95.3% | 93.1% | 93.0% | 92.9% | 92.5% | 14.5 | 16.3 | 22.6 | 25.6 | 29.9 | סה"כ נכסים שוטפים |
| 4.7% | 6.9% | 7.0% | 7.1% | 7.5% | 0.7 | 1.2 | 1.7 | 2.0 | 2.4 | רכוש קבוע |
| <u>100.0%</u> | <u>100.0%</u> | <u>100.0%</u> | <u>100.0%</u> | <u>100.0%</u> | <u>15.2</u> | <u>17.5</u> | <u>24.3</u> | <u>27.6</u> | <u>32.3</u> | סה"כ נכסים |
| 31.8% | 18.1% | 30.0% | 22.0% | 29.4% | 4.8 | 3.2 | 7.3 | 6.1 | 9.5 | ספקים ונותני שירותים |
| 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.5% | 4.2% | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 1.4 | שיקים לפרעון |
| 38.0% | 33.9% | 83.1% | 56.6% | 42.2% | 5.8 | 6.0 | 20.2 | 15.6 | 13.6 | זכאים ויתרות זכות |
| <u>0.0%</u> | <u>0.0%</u> | <u>0.0%</u> | <u>0.0%</u> | <u>0.0%</u> | <u>0.0</u> | <u>0.0</u> | <u>0.0</u> | <u>0.0</u> | <u>0.0</u> | יתרות עם צדדים קשורים |
| 69.8% | 52.0% | 113.2% | 80.1% | 75.8% | 10.6 | 9.1 | 27.5 | 22.1 | 24.5 | סה"כ התחייבויות שוטפות |
| 30.2% | 48.0% | (13.2%) | 19.9% | 24.2% | 4.6 | 8.4 | (3.2) | 5.5 | 7.8 | הון עצמי |
| <u>100.0%</u> | <u>100.0%</u> | <u>100.0%</u> | <u>100.0%</u> | <u>100.0%</u> | <u>15.2</u> | <u>17.5</u> | <u>24.3</u> | <u>27.6</u> | <u>32.3</u> | סה"כ התחייבויות והון עצמי |

