

**חוות דעת בדבר בחינת ירידת ערך מוניטין
פעילות אברות פרויקטים
ליום 31 בדצמבר 2020**

אברות תעשיות בע"מ



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

Tel : +972.37.67.6966

Fax : +9723.7.67.6964

www.fairvalue.co.il

info@fairvalue.co.il

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

לכבוד : רו"ח יוסי אקב, יו"ר הדירקטוריון
אברות תעשיות בע"מ

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

2020

נתבקשנו על ידי הנהלת אברות תעשיות בע"מ (להלן "אברות" ו/או "החברה" ו/או "מזמינת העבודה"), להעריך את שווי פעילות אברות פרויקטים (להלן "הפעילות") ליום 31 בדצמבר 2020 (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.

הרינו ליתן בזאת את הסכמתנו לחברה לצרף או לכלול בדרך של הפניה את הערכת השווי, הנושאת את התאריך 21 במרץ 2021, ביחס להערכת סכום בר ההשבה, אשר בוצעה על-ידינו ונמסרה לכם, בדוחותיה הכספיים.

לצורך גיבוש חוות דעתנו, הונחנו 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.

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.



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 לרלוונטית 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.

מעת 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.



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 נתגד 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 נידרש 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 2020 בטווח של כ-23.5-26.5 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת כ-24.9 מיליון שקלים חדשים). בהתאם למידע שנמסר לנו, ואשר לא נבחן על ידינו, הערך הפנקסני המיוחס לפעילות הינו כ-26.4 מיליון שקלים חדשים, לפיכך, ולאור האמור לעיל מצאנו כי חלה פגימה בערכו של המוניטין המיוחס לפעילות בסך של כ-1.5 מיליון שקלים חדשים.

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

14.6%	15.1%	15.6%	16.1%	16.6%	
25.7	24.7	23.8	23.0	22.2	1.5%
26.3	25.3	24.4	23.5	22.7	2.0%
27.0	25.9	24.9	24.0	23.1	2.5%
27.7	26.5	25.5	24.5	23.6	3.0%
28.5	27.3	26.1	25.1	24.1	3.5%

שיעור
צמיחה
פרמננטית



פרטי מבצע העבודה:

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.

חברת שווי הוגן נוסדה על ידי **אלי אלעל** אשר הינו בעל ניסיון של כעשרים שנים בשוק ההון בתחומי הייעוץ הכלכלי, העסקי והערכות השווי לבנקים, חברות ביטוח, חברות אחזקה ותקשורת, אנרגיה, תשתיות, נדל"ן, מסחר ותעשייה. על פני השנים אלי ביצע ופיקח על עשרות אלפי הערכות שווי, עבודות יעוץ כלכליות וחוות דעת מומחה, ולאלפי חברות וגופים ציבוריים ופרטיים מהגדולים במשק הישראלי, בתי משפט וגופי ממשל, בהיקפים של עשרות מיליארדי דולרים.

אלי הינו רואה חשבון, בעל תואר ראשון ושני בכלכלה וחשבונאות, דוקטורנט במימון באוניברסיטת בן גוריון ומוסמך כמעריך שווי בכיר (ASA) מטעם הלשכה האמריקאית למערכי שווי. אלי מרצה במוסדות אקדמיים, לשכות וארגונים שונים, ומשמש כיו"ר משותף של הועדה לתחום הערכות השווי בלשכת רואי החשבון בישראל.



Finance

Valuations

Expert
Opinions

Machinery &
Equipment

M&A

Derivatives

העבודה נערכה בהובלת אורי סנופקובסקי (MBA)

אורי הינו שותף וראש תחום הערכות שווי תאגידיות, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים בשווי הוגן בע"מ ומנהל צוות מנוסה של אנליסטים, כלכלנים ורואי חשבון בעלי ידע חשבונאי, כלכלי ומימוני נרחב. אורי בעל ניסיון עשיר של כעשור במתן ייעוץ כלכלי והערכת שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים, לצרכי עסקאות, צרכים חשבונאיים, הליכי שומה ודרישות רגולטוריות.

לאורי ניסיון באלפי הערכות שווי תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים, הקצאת עלויות רכישה, בדיקות פגימת מוניטין, חוות דעת הוגנות, בדיקות כלכליות וניתוחי עומק לכדאיות פרויקטים והשקעות.

בכבוד רב,

שווי הוגן בע"מ

תל אביב, 21 במרץ 2021

אורי סנופקובסקי



תוכן עניינים	עמוד
1. כללי	8
2. ניתוח דוחות כספיים	16
3. מתודולוגיה	18
4. הנחות מהותיות בדבר חשיפות לגורמי סיכון ואי ודאות עיקריים	22
5. הערכת שווי הפעילות	25
א. הנחות יסוד בהערכת השווי	26
ב. תמצית הערכת השווי	28
6. גילוי אודות הערכות שווי קודמות שבוצעו	29
7. נספחים	31



מילון מונחים

מונח	הגדרה	מקורות מידע אשר שימשו בעבודתנו
אברות ו/או מזמינת העבודה ו/או החברה	אברות תעשיות בע"מ	• תוצאות כספיות של הפעילות לשנת 2020.
הפעילות ו/או המגזר	פעילות חברת אברות תעשיות בע"מ בתחום תחזוקה של רשתות מים ובניית ברשויות מקומיות ותאגידי מים עירוניים, ביצוע שירותי אחזקה בתחום שירותי הביוב והניקוז ועבודות פלסטיקה הנדסית וטיפול בשפכים סניטריים	• נתונים כספיים לא מבוקרים של הפעילות לשנים 2016-2020.
רשות המים	הרשות הממשלתית למים ובנייה	• תקציב הפעילות לשנת 2021.
התקן	תקן חשבונאי בינלאומי מספר 36	• תכנית עבודה של הפעילות לשנים 2021-2023.
CGU	Cash Generating Unit	• שיחות עם הנהלת מזמינת העבודה.
מועד עבודתנו ו/או מועד העבודה	31 בדצמבר 2020	• אתר הבורסה לניירות ערך.
חוק תאגידי המים	חוק תאגידי המים והביוב, תשס"א 2001	• מסד נתונים Reuters.
משבר הקורונה	התפרצות נגיף הקורונה בדצמבר 2019	• משרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים.
חוק ותקנות רישום קבלנים	חוק רישום קבלנים לעבודות הנדסה בנאיות, תשכ"ט – 1969 ותקנות רישום קבלנים לעבודות הנדסה בנאיות (סיווג קבלנים רשומים) התשמ"ח-1988	• הרשות הממשלתית למים ובנייה.
חברות המדגם	Aegion Group Ltd , Primoris Services Corp, Sterling Construction Company Inc, B Gaon Holdings Ltd, Lesico Ltd	
ביטול הסיווג הקבלני	הודעת משרד הבינוי, על ביטול רישומה של מגנזי תשתיות ברשם הקבלנים, החל מיום 6 במאי 2017.	
בי.או.טי	בי.או.טי בניה וניהול בע"מ	
פלסטליין	מגזר פעילות העוסק באספקה והרכבה של עבודות פלסטיקה הנדסית.	
מגזר פלדקס	מגזר פעילות העוסק בתחום מוצרי צנרת פלסטיק מסוג פלדקס אותו היא מייצרת ומשווקת לשוק המקומי ולשווקים שונים באירופה	



פרק ראשון - כללי



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. ליום 31 בדצמבר 2020 (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; (iii) ניקוי ציפוי וצביעה של מוצרי מתכת ו- (iv) 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 (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 וחיצונית מפני נזקי טבע שונים, כגון קורוזיה ופגעים מכניים. המוצרים המוגמרים בתחום זה נמכרים בשוק המקומי לחברות ממשלתיות ולמשווקי צינורות שונים. למועד עבודתנו, המתחלה 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.

תחום ניקוי, ציפוי וצביעת מוצרי מתכת במגוון רחב החל מצנורות, מיכלי התפלה, מכולות, מנשאים טנקים ונגמ"שים לתעשייה הביטחונית. תחום פעילות זה מצומצם יותר בהיקפו, אך בעל ממשקים עם יתר פעילויות החברה, במסגרתו מציעה החברה שירותיה ללקוחותיה הקיימים אשר זקוקים לשירותי ניקוי וצביעה של מוצרי מתכת.

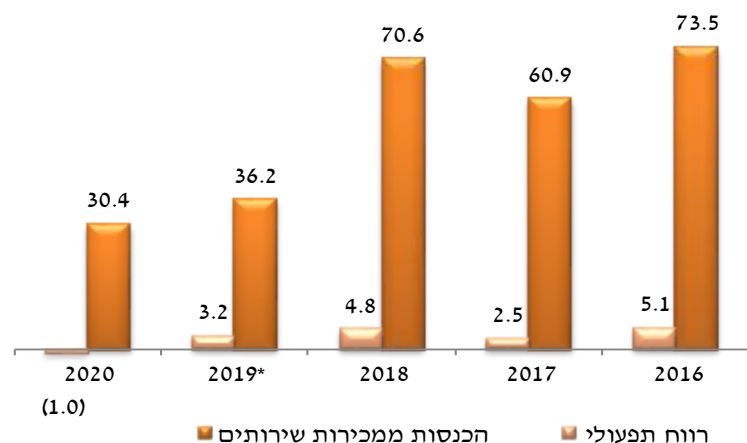
החברה מחזיקה במפעל הממוקם בצמוד לקיבוץ בארות יצחק בשטח כולל של כ- 89 דונם המשמש את תחום צינורות הפלדה, מוצרי הפלסטיק והצביעה. כמו כן, לצורך פעילות מגזר הפלדקס מחזיקה החברה בקו יצור נוסף לייצור צינורות פלסטיק הממוקם באיטליה באמצעות חברה מוחזקת בשליטה משותפת.

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.א.טי ניהול ובנייה בע"מ (להלן "בי.א.טי") העוסקת במתן שירותי אחזקה בתחום שירותי הביוב והניקוז ובהקמת מתקני טיפול במים, טיפול בבוצה וטיהור קרקע, וכן בהקמת מתקני אשפה ומחזור ובהפקות גז וחשמל. בשנת 2017 התאחדה הפעילות עם פעילות פלסטליין (להלן "פלסטליין"), העוסקת באספקה והרכבה של עבודות פלסטיק הנדסית. 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.א.טי ואת פעילות פלסטליין, אשר בעבר נמדדו כיחידות מניבות מזומנים נפרדות.



להלן תרשים ההכנסות והרווח התפעולי המיוחס לפעילות בשנים 2016-2020¹ (במיליוני שקלים חדשים):



* כולל הכנסות חד פעמיות בסך של כ- 1.5 מל"ח

מהתרחש לעיל עולה כי, בשנת 2019 חלה ירידה ניכרת בהכנסות החברה, אשר מיוחסת בעיקרה להאטה בהיקפי הזכייה במכרזים בעלי סיווג קבלני נמוך-בינוני באמצעות חברת בי.או.טי, בעיקר על רקע החלטת החברה להתמקד בפרויקטים רווחיים יותר, בין היתר, בתחום הקמת מיכלי אגירה והנחת צנרת, כאמור לעיל. בשנת 2020 חלה ירידה נוספת בהכנסות לסך של כ- 30.4 מיליון שקלים חדשים, המיוחסת בעיקרה לעיכוב בתחילת ביצוע של מספר פרויקטים, בין היתר, בשל השפעות משבר הקורונה. בנוסף, כתוצאה מתמהיל הפרויקטים של החברה בשנת 2020, אשר כלל שני פרויקטים משמעותיים ברווחיות גולמית ביותר, חלה הרעה משמעותית ברווחיות הגולמית של המגזר בשנה זו, אשר הובילה להפסד תפעולי.

בחדש מרץ 2017 דיווחה מזמינת העבודה כי נתקבלה אצל מגנזי תשתיות הודעה מטעם משרד הבינוי, אגף בכיר רשם הקבלנים, כי רשם הקבלנים החליט להורות על ביטול רישומה של מגנזי תשתיות ברשם הקבלנים, החל מיום 6 במאי 2017 (להלן "ביטול הסינוג הקבלני"). בהתאם למידע שנמסר לנו מהנהלת החברה, במהלך שנת 2018 קיבלה החברה סיווגים קבלניים שונים. בנוסף, פועלת אברות בתחום הפעילות כאמור גם באמצעות חברת בי.או.טי, אשר הינה בעלת סיווגים קבלניים הנדרשים לביצוע רובם המכריע של הפרויקטים בתחום הפעילות. יודגש, כי בהתאם למידע שנמסר לנו, במהלך שנת 2018 הוגדל הסינוג הקבלני של בי.או.טי והוא מספק לצורך ביצוע מרבית העבודות הקבלניות הקיימות בחוזי המסגרת מול תאגידי המים ובעבודות התשתית של בי.או.טי.

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, החלה החברה במהלך שנת 2019 בקידום פרויקטים לקידוחים והנחת צנרת למטרות הולכת גז והקמת מיכלי אגירה. 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 הנפלטם 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.



(1) רקע

הפעילות הינה פעילות קבלנות בתחום תחזוקה של תשתיות, מים וביוב ועבודות 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, תאגיד המים מחויב לייעול השירות לצרכנים, בין היתר, על ידי הקצאת שיעור מסוים מההכנסות לאחזקת תשתיות המים והביוב והחלפתן. כמו כן, תאגיד המים אינו רשאי להחזיק בקופת מזומנים מעל לסך מסוים, ובאופן אשר מעודד השקעה בתשתיות מים וביוב.

שוק המים המשיך 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 תאגיד המים. מתן שירות זה יכול להמשך שבועות עד חודשים בהתאם להיקף העבודה שהוסכם עם תאגיד 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 תחזוקה 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.

ו) צילום וידאו של קווי מים וביוב

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

ז) עבודות השבה לקדמות הכוללות תיקון עבודות פיתוח

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

²מקור: תיאור עסקי התאגיד.



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

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

ט) ניפוז ושרוול

עבודות להחלפת תשתיות מים וביוב אשר מתאפיינות בשימוש בטכנולוגיה מתקדמת וזמני עבודה קצרים, אשר מאפשרים לרשויות המקומיות פגיעה מצומצמת ברווחת התושבים.

י) 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.

יא) הנדסה פלסטית

אספקת שירותי ייזום, תכנון, ייצור והקמת פרויקטים ייחודיים לענף התשתיות, וכן מתן פתרונות הנדסיים ויצירתיים המותאמים לתחומי הפלסטיקה והפלדה לסוגיהם.

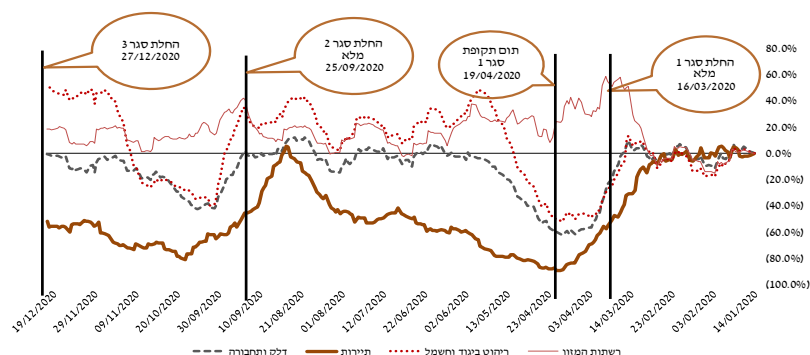
במסגרת תחום הפעילות נכללת גם פעילותה של בי.או.טי, אשר עוסקת בעיקר במתן שירותי אחזקה מונעת בתחום שירותי הביוב והניקוז ובהקמת מתקני טיפול מים, טיפול בביצה, טיהור קרקע והקמת מתקני אשפה ומחזור. בנוסף, במהלך שנת 2019 החלה בי.או.טי לפעול בתחום המטמנות ומיכלים תת קרקעים לאגירת מים ולספק שירותים במערך הצנרת, 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.

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 הפעילות, 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.



להלן השינוי היומי ברכישות בכרטיסי אשראי ביחס לתחילת שנת 2020 לפי ענפים
בחרים³:



מהגרף לעיל עולה, כי הירידה החדה ביותר ברכישות בכרטיסי אשראי נרשמה בעיקר בענפי התיירות, המסעדות, דלק ותחבורה, כתוצאה מהטלת מגבלות התנועה וסגירת מקומות בילוי. מנגד, נרשמה עלייה ברכישות ברשתות המזון ובתי מרקחת, לרבות רכישות באתרים המקוונים של רשתות הקמעונאות והצטיידות באמצעי מיגון והיגיינה ברשתות הפארם.

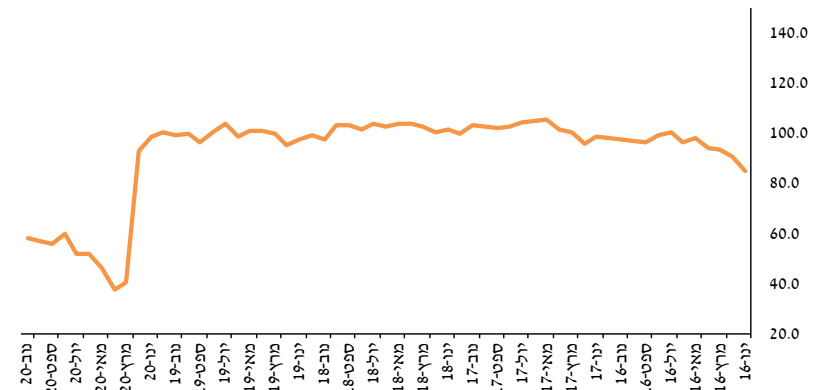
בנוסף, אינדיקטור כלכלי נוסף המצביע על הרעה בפעילות הכלכלית במשק הינו מספר המשרות הפנויות, המוגדר כמשרה שאינה מאוישת ו/או משרה שעתידיה להתפנות בקרוב והמעסיק מחפש עבודה עובדים באופן פעיל. עם פרוץ משבר הקורונה חלה ירידה משמעותית במספר המשרות הפנויות במשק, כאשר בחודש מרץ 2020 נרשמה הירידה החדה ביותר בשלוש השנים האחרונות בשיעור של כ- 56.9% במספר המשרות לעומת חודש בפברואר 2020. עם זאת, במהלך חודש מאי, על רקע הסרת המגבלות והתאוששות חלקית של הפעילות הכלכלית עלה מספר המשרות הפנויות בשיעור של כ- 22.3% לעומת חודש אפריל.

בדצמבר 2019 התפרץ נגיף הקורונה בסין והחל להתפשט ברחבי העולם באופן אשר הוביל את ארגון הבריאות העולמי להכריז על התפרצות הנגיף כמגפה עולמית (להלן "משבר הקורונה"). בעקבות משבר הקורונה, מדינות רבות בעולם, ביניהן ישראל, החלו לנקוט בצעדים משמעותיים על מנת למנוע את התפשטות הנגיף ולהאט את קצב ההדבקה. במהלך סוף הרבעון הראשון בשנת 2020 החליטה הממשלה על הטלת סגר ביתי מלא. בין הצעדים שבוצעו ניתן למנות את: הגבלות על תנועת אזרחים במרחבים הציבוריים והפרטיים, איסור על התכנסויות וריכוזי קהל, הגבלות על התחבורה הציבורית, סגירת קניונים וחנויות, השבתת מערכת החינוך, סגירת מקומות בילוי ופנאי וסגירת שדות התעופה. צעדים אלה היו בעלי השלכות מאקרו כלכליות אשר השפיעו לרעה על הכלכלה הגלובלית ובפרט על המשק הישראלי. יתרה מזאת, עקב משבר הקורונה ובהמשך לצעדים שנקטו, שוקי ההון בעולם הגיבו בירידות שערים חדות לאור השינוי במצב הכלכלי העולמי והעלייה בחוסר הוודאות. לאחר סיום הסגר הראשון חלה התאוששות מתונה בפעילות הכלכלית במשק. במהלך חודש אוגוסט ועם פתיחת שנת הלימודים נרשמה עלייה במספר החולים בנגיף. בעקבות כך, במהלך חודש ספטמבר הוחלט על הטלת סגר שני וזאת כדי למנוע את התפשטות הנגיף. לאור המשך העלייה במדדי התחלואה הוחלט בסוף חודש דצמבר על הטלת סגר שלישי אשר כלל בעיקר סגירת מערכת החינוך וסגירת מקומות עבודה שמקבלים קהל, ובראשם המסחר בקניונים ובחנויות הרחוב, ובתי המלון. עם זאת, במהלך חודש דצמבר החל מבצע חיסונים נגד נגיף הקורונה באמצעות קופות החולים. כאמור לעיל, להחלטות שהתקבלו בארץ ובעולם לבלית נגיף הקורונה השפעות מהותיות לרעה על מספר ענפים במשק הכוללים, בין היתר, תיירות, פנאי ובידור, מסעדות, אופנה, מסחר ושירותים.

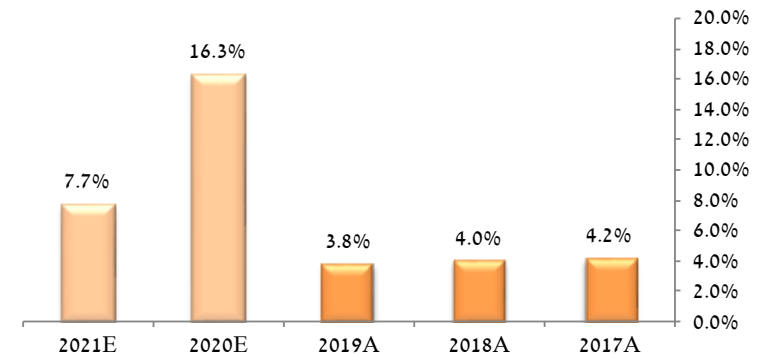
³ מקור: נתונים מעדכנים על השינוי ברכישות כרטיסי אשראי, 22 בדצמבר 2020, בנק ישראל.



לאור התאוששות החלקית של המשק חלה עלייה קלה במספר המשרות הפנויות החל מחודש מאי ועד למועד עבודתנו. להלן התפתחות מספר המשרות הפנויות במשק בין השנים 2016-2019 ועד חודש נובמבר לשנת 2020* (אלפי משרות):



על פי הערכות של חטיבת המחקר של בנק ישראל, שיעור האבטלה לשנת 2020 צפוי לעמוד על כ- 16.3% וזאת לעומת מגמת ירידה בשיעורי האבטלה בשנים 2017-2019. להלן שיעור האבטלה בישראל בין השנים 2016-2019 ותחזית לשנים 2020-2021⁵:



החל מחודש דצמבר 2020 ועל פי החלטת הממשלה, החלו קופות החולים בישראל לפעול לחיסון האוכלוסייה נגד נגיף הקורונה. למועד עבודתנו, קיימת אי וודאות לגבי מידת השפעת החיסונים על מוטציות שונות של נגיף הקורונה. בהתאמה, קיימת מידת חוסר וודאות באשר לעיתוי חזרת המשק לפעילות מלאה.

4 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, תעדוף 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.

פעילות פלסטליין עוסקת בעיקר בעבודות קבלנות הכוללות ייצור, אספקה והרכבה של מוצרי פלסטיק שונים, לרבות צנרת להולכת כימיקלים תשתית לאיסוף וסילוק גז, צנרת להולכת מים גולמיים ועוד.

מנגד, נוכח הגדלת התקציבים המופנים לתחום תשתיות המים והביוב במסגרת תכניות השקעה לאומיות ומתן מענקים והלוואות ממשד תשתיות, 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 מקור: לשכה מרכזית לסטטיסטיקה
⁵ מקור: בנק ישראל, תחזית מאקרו כלכלית ינואר 2021.



5 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.

6 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.



פרק שני - ניתוח דוחות כספיים



עבודתנו מבוססת על נתונים כספיים המיוחסים לפעילות לשנים 2017-2020. 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 2019 הסתכמו בסך של כ- 36.2 מיליון שקלים חדשים, לעומת סך של כ- 30.4 מיליון שקלים חדשים בשנת 2020, ירידה בסך של כ- 5.9 מיליון שקלים חדשים (ירידה בשיעור של כ- 16.2%), המיוחסת בעיקרה לעיכוב בפרויקטי המטמנות והאגירה, בין היתר, בשל השפעות התפשטות נגיף הקורונה ולדחיית פרויקטים נוספים לשנת 2021.

עלות ההכנסות כוללת בעיקר תשלום לקבלני משנה בגין עלות החומרים והוצאות תפעול שונות, כגון שכר עבודה. בשנת 2019 הסתכמה עלות ההכנסות בסך של כ- 29.3 מיליון שקלים חדשים, לעומת סך של 28.5 מיליון שקלים בשנת 2020, ירידה בסך של כ- 0.8 מיליון שקלים חדשים (ירידה בשיעור של כ- 2.8%), המיוחסת בעיקר לירידה בהיקף הפעילות, כאמור לעיל. שיעור הרווח הגולמי מסך הכנסות הפעילות, עמד על כ- 19.2% בשנת 2019 (בנטרול הכנסות חד פעמיות עמד שיעור הרווח הגולמי בשנה זו על כ- 15.0%), מנגד לשיעור רווח גולמי של כ- 6.3% בשנת 2020, ירידה המיוחסת בעיקר לעלייה בהיקף ההכנסות מפרויקטים בהם פועלת החברה כקבלנית משנה בתחום התחזוקה, אשר מתאפיינים בשיעורי רווחיות נמוכים. בפרט, מיוחסת הירידה ברווח הגולמי לביצוע והשלמה של שלושה פרויקטים אשר תרמו כ- 20% מסך ההכנסות בשנת 2020 ואשר התאפיינו בשיעורי רווחיות גולמית חריגה לרעה.

הוצאות התפעול של החברה, בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים, הסתכמו בסך של כ- 3.8 מיליון שקלים חדשים בשנת 2019, אשר היוו שיעור של כ- 10.5% מההכנסות, לעומת סך של כ- 2.9 מיליון שקלים חדשים בשנת 2020, אשר היוו שיעור של כ- 9.4% מההכנסות, בעיקר בשל מבנה ההוצאות הקשיח של הוצאות אלו, ובשים לב לתהליכי התייעלות כגון, פיטורי עובדים והפחתת שכר רוחבית בשנת 2020.

ב. מאזנים

תמצית הנתונים המאזניים המיוחסים לפעילות מצורפת כנספח ב' לעבודתנו. הנכסים השוטפים של הפעילות הסתכמו בסך של כ- 25.6 מיליון שקלים חדשים ליום 31 בדצמבר 2020 לעומת סך של כ- 29.9 מיליון שקלים חדשים ליום 31 בדצמבר 2019, ירידה בסך של כ- 4.2 מיליון שקלים חדשים (ירידה בשיעור של כ- 14.1%), המיוחסת בעיקר לפירעון חובות לקוחות והכנסות לקבל בסך של כ- 4.2 מיליון שקלים חדשים (ירידה בשיעור של כ- 14.5%).

ההתחייבויות השוטפות של הפעילות הסתכמו בסך של כ- 22.1 מיליון שקלים חדשים ליום 31 בדצמבר 2020 לעומת לסך של כ- 24.5 מיליון שקלים חדשים ליום 31 בדצמבר 2019, ירידה בסך של כ- 2.3 מיליון שקלים חדשים, המיוחסת בעיקר לירידה ביתרת ספקים בסך של כ- 3.4 מיליון שקלים במקביל לפירעון חובות מלקוחות ובעקבות מדיניות תשלום גב אל גב לספקים, אשר קוזה חלקית בעלייה ביתרות זכאים בסך של כ- 2.0 מיליון שקלים חדשים. ליום 31 בדצמבר 2020 וליום 31 בדצמבר 2019 עמד היחס השוטף של הפעילות על כ- 1.2 ו- 1.2 בהתאמה.



פרק שלישי - מתודולוגיה



3. מתודולוגיה

תקן חשבונאי בינלאומי מספר 36 (להלן "התקן") דן בירידת ערכם של הנכסים המשמשים את הישות המדווחת בפעילותה ובהם רכוש קבוע, נכסים בלתי מוחשיים, מוניטין 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 ובעקבות 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 מוניטין יש להקצות תחילה את המוניטין הנרכש בצירוף העסקים ל- CGU נפרדות או לקבוצת CGU, הצפויות להפיק הטבות כתוצאה מסניגריה 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 מיידי כהפסד מירידת ערך.

ייחוס ההכרה בירידת ערך יתבצע כדלקמן: היה וקיים מוניטין בספרי הישות יופחת ערכו בהתאם, ולאחר מכן, תשווה 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) מוניטין;



ב. הערכת השווי

שיטת הערכת השווי המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF - Discounted Cash Flow) לפיה, שווי 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- 15.6% עבור החברה. שיעור הניכיון לאחר מס אשר שימש בחישובינו הינו ממוצע משוקלל של מקורות המימון לפעילות החברה, אשר נאמד בעבודתנו ב- 12.5% (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- 4.7%, באמצעות אקסטרפולציה לתשואת אגרת חוב של אברות 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- 27%, בדומה למבנה החוב של החברות הדומות ככל שניתן בפעילותן לפעילות (להלן "חברות המדגם").

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

<u>Company</u>	<u>D/V</u>
Aegion Corp	21%
Primoris Services Corp	7%
Sterling Construction Company Inc	38%
B Gaon Holdings Ltd	71%
Lesico Ltd	0%
Average	27%

r_e – הינו שיעור התשואה הנומינאלי על ההון העצמי של החברה אשר נאמד בעבודתנו בכ- 15.8%. 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 נומינאלי 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- 0.9%.

$(r_m - r_f)$ – הינו רכיב פרמיית הסיכון בשוק. לצורך אמידת שיעור זה נאמד הפער השנתי הממוצע בין התשואה השנתית של מדד המניות הכללי בבורסה בתל אביב לבין הריבית חסרת הסיכון בשוק, כמוגדר לעיל ושיעורו נאמד בכ- 5.4%⁶.

⁶ 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- 9% ומשקף, בין היתר, גם סיכונים ספציפיים לפעילות בשל חוסר הוודאות המתמשך המאפיין את הפעילות.

β_1 - ה"ביטא" (הממונפת) משקפת את עוצמת התנודתיות בתשואת המניה ביחס לתנודות בתשואות תיק השוק והינה המדד ל"סיכון הסיסטמטי" של החברה. בחברה ציבורית מחושבת הביטא על פי גרסאות מול תשואת תיק השוק כמשתנה 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 בשווקים 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- 0.9. ה- β_1 הפרוספקטיבית של החברה נגזרת מה- β_1 ההיסטורית באמצעות קירוב למשוואת Blume⁷, נאמדה בעבודתנו בכ- 1.1 והיא אשר שימשה בחישובנו, כדלקמן:

β_u Aegion Corp	1.1
β_u Primoris Services Corp	1.2
β_u Sterling Construction Company Inc	1.0
β_u B Gaon Holdings Ltd	0.3
β_u Lesico Ltd	<u>0.8</u>
Average β_u	0.9
Implied Specific β_{lr}	<u>1.1</u>
Implied Specific β_{lr} Prospective	1.1

⁷Blume, M.E "On the Assessment of Risk", Journal of Finance, Vol. 26, 1971, pp. I-IO.



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



4. 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 2020.

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

א. 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.

ב. 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.

ג. הרעה במצב הפוליטי ביטחוני בישראל

שינויים פוליטיים ואו ביטחוניים במשק הישראלי, עלולים לגרום לשינויים בסדרי עדיפויות של הממשלה באופן אשר יוביל להקצאת תקציבים שונה ולעיכוב אפשרי בלוחות הזמנים לבצוע העבודות. כתוצאה מכך, צפויה להיפגע היקף ההשקעה בתשתיות וזמינות כוח עבודה, ובהתאמה צפויה לחול הרעה בתוצאות 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 ומחירונים

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 הפוטנציאליים 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 תאגידים 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 ביכולות, 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. משבר הקורונה

בחודש ינואר 2020 החלה התפשטות מגפת הקורונה בישראל, בעקבות כך חלו הגבלות כחלק מצעדי הממשלה לצמצום התחלואה בישראל, כך למשל חלו הגבלות בתנועה בערים מסוימות וסגירה של מקומות עבודה ומקומות בילוי. המשך המגבלות ו/או החרפתן ו/או התפרצות גל נוסף צפוי לגרום לעיכובים בפעילות הפרויקטים ובהתאמה לפגוע בהיקף הפעילות ובתוצאותיה.

יד. 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 מחוויים כל דעה ביחס אליהן. יודגש כי שינוי בהנחות אלו יוביל לשינוי בתוצאות עבודתנו.



פרק חמישי - הערכת שווי הפעילות



א. הנחות יסוד בהערכת שווי הפעילות

(1) הכנסות

הכנסות הפעילות הסתכמו בסך של כ- 36.2 מיליון שקלים חדשים בשנת 2019 ובסך של כ- 30.4 מיליון שקלים חדשים בשנת 2020. בעבודתנו הנחנו, כי בשנת 2021 הכנסות הפעילות יסתכמו בסך של כ- 31.0 מיליון שקלים חדשים, הנמוך מתקציב הפעילות לשנה זו, בין היתר, בשל אי עמידת החברה בתקציב ההכנסות בשנים קודמות. תחזית ההכנסות בעבודתנו לשנת 2021 מורכבת מסך של כ- 20 מיליון שקלים חדשים מצבר הזמנות חתום, אשר הינם פרויקטים שהחברה ביצעה גם בעבר ואשר ניתחנו את תחזית ההכנסות בגינם ובחנו את סבירותם ביחס להכנסות מפרויקטים אלה בשנים קודמות. עוד כוללת תחזית ההכנסות לשנה זו, תחזית הכנסות בסך של כ- 10 מיליון שקלים חדשים מפרויקטים בשלבים שונים של משא ומתן, אשר חלקם נדחו משנת 2020 וצפויים להתממש בשנה זו וחלקם בגין זכייה בפרויקטים חדשים. תחזית זו נמוכה באופן משמעותי מהערכת הנהלת החברה, בין היתר, על מנת לשקף את המאפיינים הפרויקטאליים של הפעילות וחוסר הוודאות הקיים לגבי היקף ועיתוי התממשות הפרויקטים. בנוסף, הנחנו כי החל משנת 2022 ולאורך אופק ההיוון תחול עליה הדרגתית בהכנסות הפעילות, מסך של כ- 34.1 מיליון שקלים חדשים בשנה זו, הנמוך מתחזית הנהלת הפעילות לשנת 2022, עד לסך של כ- 39.5 מיליון שקלים חדשים בשנת 2025, המשקף שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ- 6%. שיעור זה נמוך מתחזיות הנהלת החברה בקשר עם שיעורי הצמיחה, ונחזה להערכתנו כסביר, בין היתר, נוכח המשך הרחבת הפעילות בתחומי תכנון, ייצור והתקנה של פרויקטים בתחום המטמנות ומיכלי האגירה. בחישוב ערך השייר, נאמד שיעור הצמיחה הנומינאלי בכ- 2.5%, על בסיס אומדני קצב צמיחת התוצר המקומי הגולמי והאוכלוסייה.

(2) שולי רווחיות גולמית

שיעור הרווח הגולמי מסך ההכנסות (בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים) עמד על כ- 15.0% בשנת 2019 בנטרול הכנסות חד פעמיות ועל כ- 6.3% בשנת 2020. בעבודתנו הנחנו, כי שיעור הרווח הגולמי מסך ההכנסות יעמוד על שיעור של כ- 15.5% בשנת 2021, הנמוך מתקציב החברה לשנה זו, בין היתר, בשל אי עמידת החברה בתחזית הרווח הגולמי בשנת 2020. בתחזית שיעור הרווח הגולמי בחנו את הרווחיות הגולמית החזויה מתמהיל הפרויקטים הצפוי להערכתנו בשנת 2021, לרבות בחינת שיעורי הרווחיות הגולמית מפרויקטים אשר ביצעה הפעילות גם בשנים קודמות, כבחינת סבירות לתחזיות החברה. מאחר ותמהיל הפרויקטים החזויים כוללים גם פרויקטים חדשים, אשר הפעילות לא ביצעה בשנים קודמות, הבאנו בחשבון בעבודתנו שיעורי רווחיות גולמית נמוכים יותר בפרויקטים אלה, ביחס לשיעורי הרווחיות החזויים על ידי הנהלת החברה. עוד הנחנו בעבודתנו, כי לאורך אופק ההיוון תחול עליה הדרגתית בשיעור הרווחיות הגולמית עד לשיעור של כ- 16.5% בטווח הארוך, אשר הינו נמוך משיעור הרווחיות החזוי להערכת הנהלת החברה. העלייה בשיעור הרווחיות כאמור עקבית להערכתנו, בין היתר, עם השינויים החזויים בתמהיל הפרויקטים והעמקת היקף הפעילות בפרויקטים בתחום המטמנות ומיכלי המים, אשר דורשים מומחיות וידע ייחודי בתחום הפעילות ומתאפיינים לרוב ברווחיות גבוהה על חשבון עבודות קבלניות, בעלות שיעורי רווחיות נמוכה.

(3) שולי הוצאות תפעול⁸

שיעור הוצאות התפעול מסך ההכנסות (בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים) עמד על כ- 10.5% בשנת 2019 ועל כ- 9.4% בשנת 2020. בעבודתנו הנחנו כי שיעור הוצאות התפעול מסך ההכנסות יעמוד על שיעור של כ- 8.7% בשנת 2021, אשר משקף ירידה של כ- 0.2 מיליון שקלים חדשים ביחס להיקף ההוצאות בשנת 2020, המיוחסת בעיקרה לשנת פעילות מלאה ראשונה לאחר נקיטת צעדי התייעלות כאמור לעיל. בנוסף, הנחנו בעבודתנו כי לאורך אופק ההיוון תחול ירידה הדרגתית בשיעור הוצאות התפעול, עד לשיעור של כ- 7%, באופן המשקף שיעור צמיחה שנתי ממוצע בשיעור של כ- 1.5% בהוצאות התפעול, אשר נחזה להערכתנו כסביר ביחס לשיעורי צמיחת ההכנסות, כמפורט לעיל, ובשים לב למבנה ההוצאות הקשיח למחצה של הוצאות אלו.

⁸ בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים

4) השקעה ברכוש קבוע והון חוזר

היקף ההשקעה החזוי בהון חוזר מסך ההכנסות נאמד בשיעור ממוצע של כ- 11% לאורך שנות התחזית, המשקף להערכתנו ולהערכת הנהלת החברה 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 על קבלני משנה. בהתאמה, הנחנו כי היקף ההשקעות ברכוש קבוע יעמוד בממוצע על שיעור של כ- 80% מהוצאות הפחת בשנים 2021-2025, אשר הינו גבוה משיעורו בפועל בשנים קודמות. החל משנת 2025 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 ההעברה 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- 12.5% (מעוגל), המשקף מחיר הון עצמי של כ- 15.8%, מחיר חוב של כ- 4.7% ומנוף פיננסי (D/V) נורמטיבי ארוך טווח בשיעור של 27%. שיעור הניכיון לפני מס של החברה נאמד בכ- 15.6%.



ב. תמצית הערכת שווי פעילות אברות פרויקטים

	2018A	¹ 2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	טווח ארוך
סה"כ הכנסות הפעילות	70.6	36.2	30.4	31.0	34.1	36.7	38.5	39.5	40.5
סה"כ עלות הפעולות	(62.0)	(30.8)	(28.5)	(26.2)	(28.8)	(30.8)	(32.3)	(33.0)	(33.8)
רווח גולמי	8.6	5.4	1.9	4.8	5.4	5.9	6.3	6.5	6.7
הוצאות תפעול ²	(3.7)	(3.8)	(2.9)	(2.7)	(2.7)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.9)
רווח תפעולי	4.8	1.6	(1.0)	2.1	2.7	3.1	3.5	3.7	3.8
פחת				0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
השקעה בהון חוזר תפעולי				(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
השקעות ברכוש קבוע				(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
FCF				2.2	2.6	3.0	3.3	3.6	3.7
DCF				2.1	2.1	2.1	2.0	1.9	14.8

סה"כ שווי פעילות ליום 31 בדצמבר 2020 **24.9**

¹ בנטרול הכנסות חד פעמיות

² בנטרול הפחתות בגין נכסים בלתי מוחשיים שאינן מוכרות למס

להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי השימוש ביחס לשינוי בשיעור הרווח הגולמי בטווח הארוך וביחס לשינוי בשיעור ההיוון המשוקלל לפני מס :

שווי שימוש (במיליוני שקלים חדשים)

Pre Tax WACC

14.6%	15.1%	15.6%	16.1%	16.6%	
28.8	27.6	26.5	25.5	24.6	17.5%
27.9	26.8	25.7	24.7	23.8	17.0%
27.0	25.9	24.9	24.0	23.1	16.5%
26.1	25.0	24.1	23.2	22.4	16.0%
25.2	24.2	23.3	22.4	21.7	15.5%

שיעור
רווח גולמי
בטווח
הארוך

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

14.6%	15.1%	15.6%	16.1%	16.6%	
25.7	24.7	23.8	23.0	22.2	1.5%
26.3	25.3	24.4	23.5	22.7	2.0%
27.0	25.9	24.9	24.0	23.1	2.5%
27.7	26.5	25.5	24.5	23.6	3.0%
28.5	27.3	26.1	25.1	24.1	3.5%

שיעור
צמיחה
פרמננטית



פרק שישי - גילוי אודות הערכות שווי
קודמות שבוצעו



6. גילוי אודות הערכות שווי קודמות שבוצעו

להלן דרישות גילוי נוספות בהתאם לתוספת השלישית לתקנת ניירות ערך – דוחות מידיים ותקופתיים: הערכות שווי קודמות של המערך:

א. במהלך שלוש השנים שקדמו 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:

מזמינת העבודה	מטרת העבודה	מועד הערכה	ערך בספרים של היחידה מניבה מזומנים במיליוני שקלים חדשים	סכום בר השבה	% EBITDA ט"א	שיעור היוון	שיעור צמיחה פרמננטי	סוג ההצמדה
אברות תעשיות בע"מ	בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים	31/12/2020	26.4	24.9	10.3%	12.5%	2.5%	נומינאלי
אברות תעשיות בע"מ	בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים	30/06/2020	25.5	27.0	10.7%	13.0%	2.5%	נומינאלי
אברות תעשיות בע"מ	בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים	31/12/2019	32.1	30.2	10.6%	13.0%	2.5%	נומינאלי
אברות תעשיות בע"מ	בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים	31/12/2018	34.4	41.5	10.5%	13.5%	1.5%	ריאלי
אברות תעשיות בע"מ	בחינת ירידת ערך - IAS 36 למגזר הפרויקטים	31/12/2017	42.2	45.7	9.4%	13.0%	1.5%	ריאלי

ב. הירידה בשווי השימוש ביחס לעבודתנו הקודמת מיוחסת בעיקרה לאי עמידת החברה בתחזית ההכנסות ומעבר להפסד תפעולי אשר הובילה לירידה בהערכותינו בדבר היקף ההכנסות והרווח התפעולי החזוי של הפעילות בטווח הקצר-בינוני, על מנת לשקף את אי עמידת החברה בתחזיותיה ואת המאפיינים הפרויקטאליים של הפעילות. בעבודתנו הנוכחית שיעור ההיוון המשוקלל לאחר מס נאמד בשיעור של 12.5% (מעוגל) ומשקף ירידה בפרמיית סיכון השוק של ישראל ביחס לעבודתנו הקודמת. בנוסף, הנחנו כי חלה ירידה בפרמיית הסיכון הספציפית של החברה ביחס לעבודתנו הקודמת, בין היתר בשל הערכותינו בדבר הירידה בחוסר הוודאות בשל השלכות משבר הקורונה בעבודתנו הנוכחית.



פרק שביעי - נספחים



א. נספח א' - תמצית נתונים כספיים המיוחסים לפעילות

<u>CAGR⁽²⁾</u>	<u>2020</u>	<u>2019</u>	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2020</u>	<u>2019</u>	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u> ¹	
													במיליוני שקלים חדשים
													כאחוז מההכנסות
(20.7%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	30.4	36.2	70.6	60.9	73.5	74.1	הכנסות ממכירות שירותים
<u>(19.1%)</u>	<u>(93.7%)</u>	<u>(80.8%)</u>	<u>(87.9%)</u>	<u>(88.2%)</u>	<u>(87.0%)</u>	<u>(87.5%)</u>	<u>(28.5)</u>	<u>(29.3)</u>	<u>(62.0)</u>	<u>(53.7)</u>	<u>(63.9)</u>	<u>(64.8)</u>	עלות המכר
(35.8%)	6.3%	19.2%	12.1%	11.8%	13.0%	12.5%	1.9	7.0	8.6	7.2	9.5	9.3	רווח גולמי
(32.9%)	(0.1%)	(0.1%)	(0.0%)	(0.2%)	(0.2%)	(0.2%)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	הוצאות שיווק ומכירה ⁽¹⁾
<u>(14.7%)</u>	<u>(9.3%)</u>	<u>(10.3%)</u>	<u>(5.3%)</u>	<u>(7.5%)</u>	<u>(5.9%)</u>	<u>(7.0%)</u>	<u>(2.8)</u>	<u>(3.7)</u>	<u>(3.7)</u>	<u>(4.6)</u>	<u>(4.3)</u>	<u>(5.2)</u>	הוצאות הנהלה וכלליות
(172.3%)	(3.1%)	8.7%	6.8%	4.2%	6.9%	5.3%	(1.0)	3.2	4.8	2.5	5.1	3.9	רווח תפעולי
	<u>(0.3%)</u>	<u>(0.2%)</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>(0.1)</u>	<u>(0.1)</u>	=	=	=	=	הוצאות מימון
	(3.5%)	8.5%	6.8%	4.2%	6.9%	5.3%	(1.1)	3.1	4.8	2.5	5.1	3.9	רווח מפעולות לפני מס
	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	=	=	=	=	=	=	הוצאות מסים על ההכנסה
	(3.5%)	8.5%	6.8%	4.2%	6.9%	5.3%	(1.1)	3.1	4.8	2.5	5.1	3.9	רווח נקי

(1) בנטרול הפחתת נכסים בלתי מוחשיים.

Compounded Annual Growth Rate - CAGR, Years 2020-2017(2)



ב. נספח ב' - תמצית נתונים מאזנים המיוחסים לפעילות

ליום 31 בדצמבר						ליום 31 בדצמבר						
2020	2019	2018	2017	2016	2015	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
(בלתי מבוקר)						(בלתי מבוקר)						
(באחוזים מסך המאזן)						(במיליוני שקלים חדשים)						
91.3%	91.3%	86.1%	84.7%	82.2%	75.5%	25.2	29.5	25.0	37.5	33.2	29.3	לקוחות והכנסות לקבל
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-	-	-	-	הוצאות מראש
<u>1.6%</u>	<u>1.2%</u>	<u>1.3%</u>	<u>2.4%</u>	<u>4.5%</u>	<u>9.3%</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>4</u>	חייבים ויתרות חובה
92.9%	92.5%	87.4%	87.1%	86.7%	84.7%	25.6	29.9	25.4	38.6	35.0	32.9	סה"כ נכסים שוטפים
7.1%	7.5%	12.6%	12.9%	13.3%	15.3%	2.0	2.4	3.7	5.7	5.4	5.9	רכוש קבוע
<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>27.6</u>	<u>32.3</u>	<u>29.1</u>	<u>44.3</u>	<u>40.4</u>	<u>38.8</u>	סה"כ נכסים
22.0%	29.4%	58.4%	45.7%	44.7%	44.0%	6.1	9.5	17.0	20.2	18.1	17.0	ספקים ונותני שירותים
1.5%	4.2%	14.4%	11.1%	14.6%	5.4%	0.4	1.4	4.2	4.9	5.9	2.1	שיקים לפרעון
56.6%	42.2%	1.6%	12.1%	2.1%	6.9%	15.6	13.6	0.5	5.3	0.9	2.7	זכאים ויתרות זכות
<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>6.6%</u>	<u>9.2%</u>	<u>4.0%</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>2.9</u>	<u>3.7</u>	<u>1.6</u>	יתרות עם צדדים קשורים
80.1%	75.8%	74.5%	75.5%	70.7%	60.3%	22.1	24.5	21.6	33.5	28.6	23.4	סה"כ התחייבויות שוטפות
19.9%	24.2%	25.5%	24.5%	29.3%	39.7%	5.5	7.8	7.4	10.8	11.9	15.4	הון עצמי
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	<u>27.6</u>	<u>32.3</u>	<u>29.1</u>	<u>44.3</u>	<u>40.4</u>	<u>38.8</u>	סה"כ התחייבויות והון עצמי

