

generation
bluegen

ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי חברת בלוג'ן בע"מ

ליום ה-30 ביוני, 2025

שלום רב,

נתבקשנו על-ידי ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן" ו/או "מזמינת העבודה") לבצע הערכת שווי להחזקותיה בחברת בלוג'ן בע"מ (להלן: "בלוג'ן" ו/או "החברה"). הערכת השווי התבצעה ליום 30 ביוני 2025 (להלן: "מועד הערכת השווי") בהתבסס על דוחות כספיים ליום 31 במרץ 2025. הערכת השווי תבוצע לטובת הצגת ההשקעה בדוחות הכספיים של ג'נריישן בשווי הוגן. מדידת השווי ההוגן בוצעה בהתאם לתקן דיווח כספי 13 - מדידת שווי הוגן, IFRS 13.

ההתקשרות בין BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ (להלן: "BDO") לבין ג'נריישן קפיטל בע"מ אושרה ונחתמה על ידי מר איתי פלד סמנכ"ל כספים, ביום ה-26 ביוני, 2025.

ממצאינו ישמשו את ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה, למטרות דיווח פיננסי במסגרת עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין. עבודה זו מיועדת לשימושם הבלעדי של חברת ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה הבלתי תלויים בלבד על פי כל דין.

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדוחות כספיים ליום 30 ביוני 2025, לרבות ככל שהדוחות כאמור יכללו במסגרת תשקיף או תשקיף מדף או דוחות הצעת מדף שיפורסמו על ידה, לרבות בדרך של הפנייה, וכן בכל דיווח מידי לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ותקנותיו אשר על פי הוראות הדין ג'נריישן קפיטל תידרשנה במסגרתו לצרף את העבודה הכלכלית.

לצורך ביצוע העבודה הנחנו והסתמכנו על דיוק, שלמות ועדכניות המידע שהתקבל מהחברה ומגורמים שונים הקשורים בפעילות החברה. אין לנו סיבה להניח שהנתונים עליהם התבססנו אינם מדויקים, שלמים או הוגנים, ולא ערכנו בחינה עצמאית של מידע זה. ההסתמכות עליו אינה מהווה אימות או אישור לנכונותו. לא בוצעו במסגרת חוות הדעת בדיקות נאותות כלשהן ואין היא מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלולים בבדיקת נאותות.

חוות דעת כלכלית אינה מדע מדויק והיא אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, הנחות יסוד שנקבעו ותחזיות שנאמדו. שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את המסקנות.

החישובים בעבודה זו בוצעו באמצעות גיליון אלקטרוני, ולפיכך יתכנו הפרשי עיגול.

אי תלות

הרינו לציין כי אין לנו כל תלות בחברת ג'נריישן ו/או בחברות בנות שלה ואיננו בעלי עניין או צפויים להפוך לבעלי עניין באף אחת מהחברות או בנכסיהן בעתיד. אנו בלתי תלויים בחברת ג'נריישן כמשמעותו של מונח זה בחוק רואי חשבון תשט"ו – 1955 ובתקנותיו שהותקנו על פיו, לרבות תקנות רואי חשבון (ניגוד עניינים ופגיעה באי תלות כתוצאה מעיסוק אחר) התשס"ח – 2009, בתקני ביקורת ובכללי ההתנהגות המקצועית של לשכת רואי החשבון בישראל, ובהתאם לעמדת סגל רשות ניירות ערך מס' 105-30.

עוד נציין כי לא נקבעו התניות לקבלת שכר הטרחה בקשר עם תוצאות חוות דעת זו.

בהתאם להסכם ההתקשרות, באם נחויב לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר עם ביצוע השירותים המפורטים בהסכם ההתקשרות בהליך משפטי או בהליך מחייב אחר, מתחייבת ג'נריישן, לשפותנו בגין כל סכום כאמור שישולם על ידינו, מעבר לסכום השווה לפי שלושה משכר טרחתנו ובלבד שניתנה לג'נריישן אפשרות להתגונן, והכל למעט מקרים של רשלנות או זדון של BDO שאז לא יחול שיפוי או פיצוי כלשהו.

מקורות מידע

עבודתנו התבססה על נתונים, מסמכים ומצגים כמפורט להלן:

- דוחות כספיים של החברה ושל החברות בנות לימים 31 בדצמבר 2023-2024 וליום 31 במרץ 2025;
- דוחות הרכבה לימים 31 בדצמבר 2023-2024 וליום 31 במרץ 2025;
- חומר רקע ו/או מצגות הנהלה אודות פעילות החברה;
- תחזיות ומודלים פיננסיים מעודכנים למועד הערכת השווי;
- נתונים נוספים, שנמסרו לנו בכתב ובעל פה על ידי הנהלת החברה;
- מידע גלוי לציבור;
- דיונים ושיחות עם אנשי מפתח בחברה;
- ג'נריישן קפיטל** – ארז בלשה, מנכ"ל ודירקטור (ויו"ר דירקטוריון בלוג'ן), איתי פלד, סמנכ"ל כספים ומתן אלגריסי, מנהל כספים;
- בלוג'ן** – ליהוא הכהן, מנכ"ל, עופר מרגלית, סמנכ"ל כספים, ליעד סיוון, סמנכ"ל פיתוח עסקי ואוראל קלישר, כלכלנית;
- קממ** – ארז יניב, סמנכ"ל כספים;
- דרך הים** – שישי וינוגרד, סמנכ"ל כספים;
- חטיבת המים** – כפיר נבון, מנכ"ל ואלעד לוי, סמנכ"ל כספים;
- ליעד סיון** – סמנכ"ל פיתוח עסקי;
- וכן אנשי מפתח נוספים בחברות השונות.

פרטים אודות מעריך השווי ומומחיותו

BDO Consulting and Management Ltd - נוסדה על ידי השותפים של משרד רואי חשבון BDO. BDO יעוץ וניהול היא חלק מרשת BDO הבינלאומית, המספקת מגוון רחב של שירותים עסקיים הנדרשים לעסקים לאומיים ובינלאומיים בכל מגזר. לחברתנו ניסיון רב בתחומים הבאים: הערכות שווי עסקים, בדיקות נאותות פיננסיות ומיסויית, הערכות שווי מוניטין וכנסים בלתי מוחשיים, ניתוחים כספיים, בניית תכניות עסקיות, ייעוץ מימון פרויקטים PFI/PPP, מיזוגים ורכישות, בנקאות השקעות ועוד.

מר מוטי דטלקרמר, רו"ח, שותף, מנהל מחלקת ה- Corporate Finance

מוטי הינו בעל תואר ראשון בכלכלה ובמדעי המחשב ובעל תואר MBA מאוניברסיטת בר אילן. מוטי הינו בעל ניסיון של למעלה מ-17 שנים בייעוץ עסקי לחברות ולמשרדים ממשלתיים. במסגרת תפקידו הנוכחי בחברת הייעוץ מוטי שותף המנהל עשרות כלכלנים ורו"ח בצוותים העוסקים בהערכות שווי, PPA, תכניות עסקיות, בדיקות נאותות, בחינה לירידת ערך, הערכת מכשירים פיננסיים ועוד. במסגרת עבודתו היה מעורב מוטי בביצוע מגוון רחב של הערכות שווי, תכניות עסקיות, תכנונים אסטרטגיים ובדיקות נאותות במגזרי פעילות מגוונים כדוגמת: תקשורת, מדיה, טכנולוגיה, תעשייה מסורתית, מזון, נדל"ן, ציוד רפואי ופיננסים. טרם עבודתו ב-BDO מוטי ניהל את המחלקה הכלכלית בחברת "תבור כלכלה ופיננסים". בעבר מוטי הרצה בטכניון באוניברסיטת תל אביב במסגרת החוג לחשבונאות וכן באוניברסיטה העברית בירושלים.

מר שגיב מזרחי, רו"ח, שותף, מנהל צוות במחלקת ה- Corporate Finance

העבודה בוצעה על ידי צוות בראשות רו"ח שגיב מזרחי, שותף ומנהל צוות במחלקת ה- Corporate Finance. שגיב הינו בעל תואר ראשון במתמטיקה שימושית מאוניברסיטת בר אילן ובעל תואר שני במנהל עסקים (MBA) בהצטיינות עם התמחות בניהול פיננסי מאוניברסיטת תל אביב. שגיב בעל ניסיון של למעלה מ-10 שנים בתחומי הייעוץ הכלכלי והעסקי, הערכות שווי חברות ומכשירים פיננסיים ועבודות כלכליות-חשבונאיות מסוגים שונים בהתאם לכללי התקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS) והאמריקאית (US GAAP). בעבר שגיב הרצה באוניברסיטת בר אילן בחשבונאות והערכות שווי.

תמצית ממצאים

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי, שווי החברה הינו כדלקמן:

אלפי ש"ח	שווי ליום 30 ביוני, 2025	שיעור החזקה
שווי 51% דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ	160,805	51%
שווי 50% מתקן התפלה אשדוד	255,467	50%
זרוע הפסולת	827,474	-
שווי חטיבת המים והשפכים	232,962	100%
שווי פעילות הכימיקלים	132,534	100%
חוב נטו והתאמות	(104,654)	-
הכנסות שהתקבלו מבלוג' בניכוי הלוואות בעלים	(980)	-
סה"כ שווי חברה	1,503,609	
<i>אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'</i>	<i>80.01%</i>	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'	1,203,037	

*מאחר והערכת השווי מבוצעת ליום ה-30 ביוני, 2025 בהתבסס על הדוחות הכספיים ליום ה-31 במרץ, 2025, הוספנו רכיב של הזרמות הון בניכוי דיבידנדים והחזרי הלוואות – בין ג'נריישן לבין החברה, שחלו במהלך הרבעון השני של 2025.

**חלקה של בלוג' בקבלני ההקמה בפרויקטים (EPC) נאמד בכ-112 מיליוני ש"ח וכלול בתוך שווי זרוע הפסולת ושווי מתקן ההתפלה באשדוד.

שווי החברה לעיל חושב ללא ניכוי הלוואות בעלים או שטרי הון שניתנו ע"י ג'נריישן. בהתאם לכך, סך שווי החזקות ג'נריישן בבלוג' ליום 30 ביוני 2025, לרבות ההחזקות במניות, הלוואות בעלים ושטרי הון עומד על כ-1,203 מיליוני ש"ח.



בכבוד רב,

רו"ח שגיב מזרחי, שותף

BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ

נחתם בתאריך: 24 באוגוסט, 2025

תוכן עניינים

7	החברה ופעילותה
23	הסביבה העסקית
33	ניתוח דוחות כספיים
37	מתודולוגיה
43	הערכת השווי
83	נספחים

פרק 1

החברה ופעילותה

החברה ופעילותה

כללי

בלוג'ן, לשעבר GES, הינה זרוע איכות הסביבה של קרן ג'נריישן. בלוג'ן הינה מהחברות המובילות בישראל בייזום, תכנון, מימון, הקמה ותפעול פרויקטים לטיפול במים, שפכים ופסולת לאורך כל שרשרת הערך. בנוסף לחברה חטיבה המתמחה בייצור וסחר בכימיקלים לתעשייה.

החברה הינה בשליטת קרן ג'נריישן, אשר מחזיקה בה כ-80.01%, כאשר יתרת הון מניות בלוג'ן (19.99%) מוחזקות על ידי חברות מקבוצת מגדל חברה לביטוח בע"מ ("קבוצת מגדל"), אשר השלימה את ההשקעה בבלוג'ן בחודש יוני 2022.

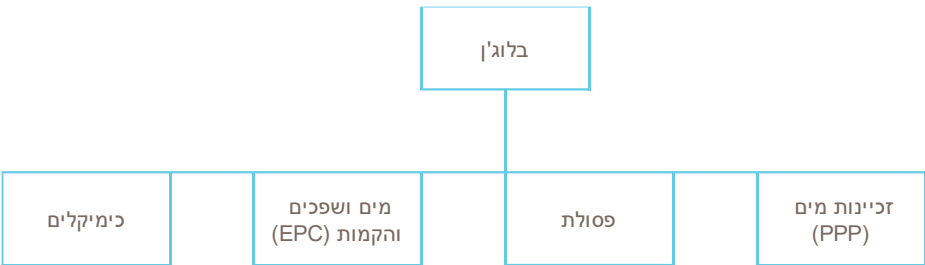
בשנת 2022, התבצע בבלוג'ן הליך ארגון מחדש שנעשה בעיקרו מתוך מטרה להתאים את התשתית הניהולית של בלוג'ן לנכסים שבשליטתה וניהולה, למצות סינרגיות בין פעילויותיה השונות ולהפוך את בלוג'ן לתאגיד איכות סביבה רב זרועי, מוטת צמיחה. במסגרת זו, בין היתר, נערכו שינויים בשדרה הניהולית של בלוג'ן, ויחידותיה אורגנו מחדש.

בלוג'ן הינה חברת איכות סביבה מובילה ומתקדמת בישראל אשר עוסקת בשני תחומים מרכזיים - מים וטיפול בפסולת:

- בתחום הטיפול במים והשפכים בישראל מהווה בלוג'ן גורם מפתח בחיזוק עצמאות המים של ישראל דרך תכנון, מימון, הקמה ותפעול של מתקני התפלה בישראל על כלל סוגיהם, ומתקנים לטיפול בשפכים בתחום המוניציפלי ובעולמות התעשייה, ומייצאת ידע ויכולות בתחום טכנולוגיות המים והשפכים לחו"ל.
- תחום מרכזי נוסף הוא הטיפול, המיון והמחזור בעולם הפסולת על גווניו השונים, בדגש על הטיפול בפסולת הביתית והתעשייתית. דרך הקמת מתקני מיון מחזור והשבה לשם הקטנת כמות ההטמנה, ודרך חברות לטיפול בסוגי הפסולת השונים בתחומי התעשייה - בלוג'ן תהא שחקן מרכזי במימוש החזון לטיפול איכותי בפסולת והצעת משק הפסולת בישראל קדימה, כל זאת באמצעות קידום פרויקטים לאומיים ובניית עוגן תזרימי משמעותי לתקופות ארוכות.

מבנה פעילות

להלן מבנה פעילות החברה נכון למועד הערכת השווי:



החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת

לבולג'ן פרויקטי זכינות בתחום התפלת מי-ים, טיפול במי תהום וטיפול בפסולת, במסגרתן בולג'ן מתכננת, מקימה, מממנת ומתפעלת את הפרויקט במהלך תקופת הזיכיון. בתום התקופה הפרויקט חוזר לבעלות המדינה (בפרויקטי BOT – Build, Operate, Transfer או DBOT – Design, Build, Operate, Transfer) או נשאר בבעלות בולג'ן (בפרויקטי BOO – Build, Operate, Own).

מהפכת ההתפלה בישראל, שהחלה לפני כ-25 שנה, הצריכה שחקנים בעלי מומחיות הנדסית ופיננסית כאחד בפרויקטי PPP. כיום, לאחר למעלה משני עשורים בתחום הזכינות, בולג'ן נחשבת לחברה מובילה בתחום, המשלבת ידע טכנולוגי מתקדם עם יכולות פיננסיות המעניקות לה יתרון משמעותי בפרויקטי זכינות (PPP) בישראל.

פעילות הזכינות של בולג'ן מרוכזת לרוב על ידי בולג'ן עצמה, כאשר ככלל, לצורך כל פרויקט מוקמת ישות ייעודית המתקשרת בהסכם הזיכיון מול המזמין (על פי רוב המדינה ובמימון המקרים, רשות או מועצה) ובהסכמי המימון מול הגורמים המממנים, כאשר החזר החוב הבכיר מתבצע לאורך תקופת התפעול של הפרויקט מהתקבולים המופקים מהפעילות. ככלל, כוללים הסכמי המימון שיעבוד של כלל הזכויות שיש לזכיון מכוח הסכם הזיכיון, והינו בתנאי Non-Recourse (ללא זכות חזרה לבעלים) למעט בסוגיות בודדות היוצאות מן הכלל. בנוסף, במרבית המקרים חותם הזכיון על הסכם EPC (Engineering, Procurement & Construction) להקמת הפרויקט, במסגרתו מועברים סיכוני הפרויקט גב אל גב ("Back To Back") לקבלן ההקמה, ועל הסכם O&M (Operation & Maintenance) לתפעול ותחזוקת הפרויקט בתקופת התפעול, במסגרתו מועברים סיכוני התפעול לקבלן התפעול והתחזוקה.

ככלל, פרופיל ההכנסות של הזכיון הינו יציב, שכן במסגרת הסכם הזיכיון ברוב הפעמים המזמין מתחייב לתשלום קבוע לתקופת הפעלה ארוכה (ככלל, 20 שנים ויותר). כמו כן, במיעוט המקרים בהם אין הבטחה לרכישת התוצר, פרויקט הזכינות מבוסס על פיזור לקוחות גדול וחוסר בהיצע כך שתזרים הזכיון הינו יציב וכן קיימות רשתות ביטחון על המחיר שיתקבל מהלקוחות. כמו כן, במרבית המקרים, הכנסות הזכיון מוצמדות בהתאם למבוקש בהצעתן ובאופן שמספק הגנה מפני שינויים בעלויות ההפעלה השונות ובעלויות המימון.

לבולג'ן מומחיות בהקמת מגה פרויקטים מסוג PPP בתחום המים והפסולת במסגרתם היא פועלת הן בכובע הזכיון (SPC), הן בכובע הקבלן (EPC) והן בכובע המפעיל (O&M). וכך ניתן לראות ביחס לפרויקטים הקיימים – מתקני ההתפלה (פלמחים ואשדוד), מתקני הפסולת (סמארט וויסט ודיה), מתקן לטיהור מי תהום (פרכלורט). מודל ההפעלה כאמור מאפשר ניצול מקסימלי של יכולות בולג'ן וכן מיקסום תשואות הפרויקט.

להלן פרטים אודות פרויקטי זכינות בתחום התפלת מי ים וטיפול במי תהום, בהם מחזיקה בולג'ן:

1. מתקן התפלה בפלמחים

מתקן התפלת מי ים בפלמחים, אחד ממתקני היצור הוותיקים והאסטרטגיים בישראל, בעל קיבולת ייצור מקסימלית של 105 מלמ"ק, מייצר בפועל, לפי תנאי הזיכיון, כ-90 מלמ"ק בשנה. המתקן הוקם ב-2007 בהספק של 30 מלמ"ק לשנה, ומאז בוצעו שתי הרחבות נוספות עד להגעה לכמות הנוכחית. המתקן ממוקם בפארק תעשיות פלמחים על גבי קרקע בבעלות חברת IES. המתקן מוחזק על-ידי "שותפות פלמחים", בבעלות קבוצת בולג'ן (51%) וחברות בקבוצת מגדל (49%). השותף הכללי הינה חברה בת בבעלות מלאה של בולג'ן. הרכישה הושלמה ב-2020 בתמורה ל-380 מיליון ש"ח.

הסכם הזיכיון (מסוג BOO) מגדיר הכנסה קבועה למפעיל המתקן (Take or Pay), הנגזרת מתעריפים קבועים לכמות המיוצרת (כ-90 מלמ"ק בשנה), לצד הכנסות משתנות מייצור מים. עשויות להיות הכנסות נוספות שמקורן בהסדרי צריכה בתחום החשמל (הסדר להשלט הספק בזמני ביקוש ע"פ בקשת מנהל המערכת, בתמורה להכנסה בתעריף מובטח) וכן ייצור כמויות נוספות של מים מותפלים לפי הזמנת המדינה.

כמענה לצרכי משק המים, עם השנים בולג'ן שילשה את תפוקתו של המתקן בתוך פחות מ-8 שנים, מ-1 מלמ"ק לדונם ל-3 מלמ"ק לדונם, והפכה אותו ליעיל ביותר בישראל ביחס בין שטח לתפוקה, תוך התייעלות תפעולית משמעותית. בין היתר, השנה המתקן הוכרז כאחד מעשרת מתקני ההתפלה המובילים בעולם על ידי Water Desalination Report.

החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת (המשך)

מועד סיום הזיכיון הינו כאמור ה- 28 באפריל 2029, בהסכם במתכונת BOO לפיו המתקן נשאר בבעלות הזכיין (הבעלים) ולא חוזר למדינה. מאחר ומדובר בנכס תשתית לאומית חיוני, להערכת החברה צפוי מתקן ההתפלה בפלמחים להמשיך לפעול ולמכור מים מותפלים גם בטווח הארוך ולאחר תום תקופת הזיכיון הנוכחית. זאת, בהתחשב בין היתר במצבו התפעולי והתחזוקתי התקין של המתקן, העלייה המתמדת בביקושים למים מותפלים בישראל והעובדה כי מרבית צריכת המים בישראל מבוססת על מים מותפלים (יעדי ההתפלה של מדינת ישראל לשנת 2030 כפולים מכמותם היום), כאשר שיעורי הגידול באוכלוסייה לבדם מצריכים הקמת מתקני התפלה חדשים כל מספר שנים. בימים אלו פועלת המדינה להגדלת היקף המים המותפלים באמצעות שני מתקני התפלה נוספים, זאת עוד לפני החתימה על הסכם המים עם ירדן שיצריך גידול נוסף בהיקף המים המותפלים בישראל. יצוין כי מתקן ההתפלה בפלמחים ממוקם על קרקע ייעודית עם תמ"א להתפלה אשר הינה אחת מתוך יתרת קרקעות מצומצמות ייעודיות להתפלה.

ביום ה-2 ביולי, 2025 נחתם מזכר הבנות לא מחייב בין חברת IES החזקות בע"מ לבין חברת בלוג', במסגרתו סוכם על שיתוף פעולה אסטרטגי לקראת תום תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה בפלמחים, הצפוי להסתיים באפריל 2029. בהתאם להבנות, IES תרכוש 50% מהזכויות במתקן לפי שוויי בספרי הקרן ליום 31 בדצמבר 2024, בתוספת פרמיה מוסכמת של 21 מיליון ש"ח – המשקפת כ-15% מעל שווי המתקן ליום 31 במרץ 2025. העסקה כפופה למספר תנאים מתלים, לרבות חתימה על הסכם מפורט עד סוף 2025, קבלת אישורים רגולטוריים, והסכמות עם המדינה על הארכת הזיכיון. עד לתום תקופת הזיכיון הנוכחית, בלוג' תמשיך להחזיק בשליטה במתקן בהתאם. בנוסף, סוכם כי פרויקט שדרוג המתקן יבוצע על ידי בלוג', בכפוף לסגירה פיננסית. העסקה מהווה מהלך מהותי לחיזוק מעמדו של המתקן במשק המים הישראלי ולהתאמתו לצרכים העתידיים של המדינה.

הכנסות שותפות פלמחים ב- 2023 עמדו על כ- 273 מיליון ש"ח (לפי מודל רכוש קבוע ולא לפי מודל נכס פיננסי).

החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת (המשך)

2. מתקן התפלה באשדוד

בחוודש אוגוסט 2022 השלימה בלוג'ן באמצעות שותפות מוגבלת ("שותפות אשדוד") בה היא מחזיקה ב-50% (שפיר מחזיקה ב-50% הנוספים) את רכישת חברות הזכיין ("זכיין ההתפלה") והמפעיל של מתקן ההתפלה באשדוד מחברת מקורות. מתקן ההתפלה באשדוד הינו בעל קיבולת ייצור מקסימלית של 140 מלמ"ק, וייצור בפועל של 100 מלמ"ק בשנה, על פי תנאי הזיכיון במקור עד לשנת 2038 (ראו פירוט על עדכון תקופת הזיכיון בהמשך סעיף זה). כחלק מתהליך השדרוג כאמור, הוחלף מערך הטיפול המקדים במים הנשאבים מהים ומערכות הבקרה שלו וכן הוקם מערך הנעה ישירה שמוביל לחסכון בעלויות האנרגיה. עם סיום השדרוג, חל שיפור ניכר ביעילות מתקן ההתפלה באשדוד. בהסכם הזיכיון נקבע מראש תעריף רכישה של 2.4 ש"ח למ"ק (צמוד לסל מדדים שנקבע בהסכם הזיכיון) המחולק לתשלום קבוע ומשתנה למ"ק שסופק בפועל למדינה.

במסגרת הליך הרכישה ובמסגרת ביצוע עבודות השדרוג, בלוג'ן הטמיעה תהליכים הנדסיים וטכנולוגיות חדשניות בתחום ההתפלה, אשר הביאו את המתקן לעמוד בביצועים הנדרשים על-ידי משק המים.

נכון ליום ה-30 ליוני, 2025, מתקן ההתפלה באשדוד סיים את תקופת ההרצה ונמצא לקראת סיום תקופת מבחני הקבלת PTO. המפעל מייצר כמויות שעתיות שנועות בין 8,500 מלמ"ק ש"ל ל-12,000 מלמ"ק ש"ל. המפעל עומד ביעדי איכות המים וביעדי האנרגיה הסגולית תוך שימוש במערך מנועי ההנעה הישירה שנבנו כחלק משדרוג המתקן.

בנוסף, החברה מקימה (באמצעות חברה המוחזקת בחלקים שווים על ידי החברה ושפיר) תחנת כוח בחצר המתקן ("חברת תחנת הכוח"), שתספק, בין היתר, את כלל צרכי האנרגיה של מתקן ההתפלה באשדוד, ואשר צפויה להוזיל משמעותית את עלויות האנרגיה שלו, כאשר עודפי ייצור האנרגיה של תחנת הכוח ישמשו כזמינות למנהל המערכת וימכרו לרשת החשמל, הכל על פי תנאי המכרז לרכישת המתקן.

ביום 31 בדצמבר 2024 התקבל היתר הבניה להקמת תחנת הכוח, אשר הקמתה צפויה להסתיים, להערכת החברה, עד לתום שנת 2025 והפעלתה צפויה במחצית הראשונה של שנת 2026.

בעקבות מגעים שהתנהלו מול המדינה לקבלת פיצוי בגין נזקי מלחמת חרבות ברזל (שהובילה, בין היתר, לעיכובים בלוחות הזמנים שתוכננו לשיפוץ ושדרוג מתקן ההתפלה והקמת תחנת הכוח ולגידול בעלויות), ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון מול המדינה ("התיקון להסכם"), במסגרתו הוארכה תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה ב-6 שנים נוספות, עד לתום שנת 2044 (חלף שנת 2038 לפני התיקון להסכם, ובהפחתה זניחה בתעריף המים בתקופת ההארכה). בנוסף, במסגרת התיקון להסכם, הותאמה תקופת הזיכיון של תחנת הכוח כך שתסתיים בתום שנת 2044, באופן בו תקופות הזיכיון להפעלת מתקן ההתפלה ותחנת הכוח תסתיימנה יחדיו בתום שנת 2044.

ההשקעות הנוספות שבוצעו במתקן ההתפלה, השיפור ביעילות המתקן כבר החל משנת 2025, בשילוב הארכת תקופת הזיכיון כאמור ל-19 שנים (חלף 13 שנים לפני תיקון ההסכם) יבטיחו את המשך פעילות המתקן עבור משק המים הישראלי לשש שנים נוספות, וייצרו נראות תזרימית גבוהה עבור החברה לשנים הבאות. לאור כל האמור, התזרים התפעולי הממוצע (לפני מס) של מתקן ההתפלה בשנת הזיכיון אחת, בניכוי התזרים שנובע מקיצור תקופת הזיכיון של תחנת הכוח, צפוי לעמוד על כ-220-240 מיליון ש"ח בשנה. בכוונת השותפות לפעול למיצוי תזרימי המזומנים הנובעים מהארכת תקופת הזיכיון בתקופה הקרובה.

החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת (המשך)

הרחבות קבועות של מתקני התפלה קיימים – ביולי 2025 פנתה רשות המים למתקני ההתפלה הקיימים והציגה את הצורך בהגדלת היצע המים לאור מחסור חמור במשק המים ואת מגבלות הזמנים להקמת מתקני התפלה חדשים. הרשות הודיעה כי היא בוחנת את האפשרות להרחיב חלק ממתקני ההתפלה הקיימים בשני שלבים:

א. הרחבה מהירה ללא שינוי מהותי בתשתיות.

ב. הרחבה משמעותית המחייבת הרחבה מערכי RO נוספים, תשתיות בינוי וחשמל.

במסגרת זו מתקן ההתפלה באשדוד ומתקן ההתפלה בפלמחים נערכים לקראת מענה על מנת להגדיל את כמויות המים המותפלים על בסיס התשתית הקיימת.

3. מתקן לטיפול במי תהום מזהמים באזור תעש רמת השרון (פרכלורט)

בחודש ינואר 2024, זכתה בלוג'ן במכרז BOT להקמה, תפעול ותחזוקה של מתקן לטיפול במי תהום מזהמים באזור תעש רמת השרון, לתקופת תפעול של כ-25 שנים (לאחר תקופת פיתוח והקמה בת כ-3.5 שנים). פעילות תעש באזור רמת השרון גרמה במשך עשרות שנים לזיהום חמור של מי התהום, בסביבתו מגוון מזהמים אשר בעלי מאפיינים ייחודיים בעולם. זיהום זה הוביל לסגירתם של קידוחי הפקת מי התהום ברמת השרון ושל חלק מקידוחי ההפקה בצפון תל אביב. מטרת הפרויקט הינה לשקם את מי התהום באזור, לצמצם את המשך התפשטות הזיהום לקידוחי הפקה אחרים ולאפשר את המשך השימוש באקוויפר החוף. הפרויקט כולל שאיבה של המים המזהמים בשישה קידוחי הפקה במקדי הזיהום בשטח המוניציפאלי של רמת השרון, הרצליה והוד השרון. המים שיישאבו יוזרמו למתקן טיפול שיוקם סמוך למחלף מורשה, שם יטופלו עד לרמה המאפשרת שימוש בלתי מוגבל בהם (מעל רמת טיפול שלישוני) באמצעות טכנולוגיות ביולוגיות ופיזיקו-כימיות מוכחות, אשר צפויות להביא לתהליך טיפול אמין ויעיל במזהמים כאמור. המים המטופלים יוזרמו בצינור תת קרקעי לנחל הירקון, כחלק מפרויקט גאולת הירקון, ויהוו כשליש מהמים שיוזרמו לקטע זה של הנחל. פרויקט זה, המתמחה בזיהומים ייחודיים מפעילות התעשייה הביטחונית, הינו הראשון מסוגו בישראל ולמיטב ידיעת החברה הוא פרויקט הטיפול בזיהום מי תהום הגדול והמורכב ביותר שבוצע בישראל, כאשר המתקן צפוי לטפל בכ-5.5 מלמ"ק מי תהום בשנה. ההכנסות

מהפרויקט צפויות להיות מורכבות: ממענק בסך 50 מיליון ש"ח בתום תקופת התפעול הראשונית (4 שנים מתחילת ההפעלה), מתשלומים דו חודשיים קבועים בגין הזמינות ומשתנים בתמורה לטיפול במים.

נכון למועד הדוח, עלות הקמת הפרויקט מוערכת בכ-150 מיליון ש"ח. לפרויקט חשיבות גדולה למשק המים, לרווחת תושבי האזור ולתושבי מדינת ישראל, הוא יתרום משמעותית לשיקום מקורות המים באזור והאקוויפר, יסייע לפיתוח אחת מעתודות הקרקע החשובות במרכז הארץ ולשיפור איכות הסביבה והאקולוגיה באזור.

בנוסף, המתקן יתרום משמעותית לשיקום נחל הירקון. החברה פועלת לקידום התכנון והסטטוטוריקה בהתאם ללוחות הזמנים הקבועים במכרז. אולם, במסגרת פסק דין של בית המשפט העליון מחודש דצמבר 2024, השעה בית המשפט העליון את התוכנית הסטטוטורית מכוחה נדרש הזכיין להוציא את ההיתרים בתוך שטח תעש, והתנה אותה במספר תנאים, לרבות הוצאת תסקיר על הסביבה. החברה בוחנת את השלכות פסק הדין כאמור על לוחות הזמנים לקידום ההליכים הסטטוטוריים הנדרשים. בנוסף, העיריות המקומיות מערימות קשיים גם בהיבטים של הוצאת ההיתרים מחוץ לשטח תעש. החברה הגישה בחודש יוני 2025, ערר נגד הועדה המקומית רמת השרון בנושא וממתינה להחלטה. לאור האמור, נכון למועד פרסום דוח זה, אין ודאות באשר למשך העיכוב הצפוי בפרויקט לאור העיכוב בהליכי הסטטוטוריקה כאמור לעיל.

החברה ופעילותה

נכסי הזכיינות בתחום המים והפסולת (המשך)

להלן פרטים אודות פרויקט זכיינות בתחום מתקני פסולת, בהם מחזיקה בלוג'ן:

1. מתקן סמארט וויסט למיון ומיחזור פסולת עירונית בשפד"ן (בהקמה)

סמארט וויסט הינו מתקן למיון ומיחזור פסולת עירונית בשפד"ן. הפרויקט מוחזק ב-50% על ידי בלוג'ן (שיכון ובינוי מחזיקה ב-50% הנוספים) ומצוי בשלב ההקמה, הינו מתקן למיון ומחזור פסולת עירונית במתחם השפד"ן. המתקן מוקם על פי תנאי מכרז BOT לתקופת זיכיון של 25 שנים (לאחר 3.5 שנות הקמה), וצפוי להיות בעל קיבולת של כ-437 אלפי טונות פסולת עירונית בשנה. כאשר על פי תנאי הסכם הזיכיון לזכיין קיימת אופציה להגדיל את קיבולת המתקן בכ-70 אלף טון נוספים של פסולת מעורבת.

מתקן סמארט וויסט הינו פרויקט ראשון מסוגו ובהיקפו בישראל ומהמתקדמים בתחומו בעולם, אשר בשילוב טכנולוגיות מתקדמות מספק פתרון מקיף לפסולת חלף הטמנה. המתקן מתבסס על שלושה שלבים עיקריים: (1) קליטה ומיון – שימוש במערך הפרדה אופטי ובליסטי המאפשר להוציא תוצרי מחזור באיכות גבוהה על פי הביקוש בשוק; (2) עיכול אנאירובי – והפקת אנרגיה מתחדשת מביו גז – הפקת גז מתאן מהמרכיב האורגני שבפסולת והפעלת גנרטורים בעזרתו לצורך ייצור חשמל ומכירתו לרשת; ו-(3) קומפוסטציה – מערך סגור להבשלת קומפוסט כהשלמה לטיפול בזרם האורגני המאפשר צמצום ניכר בצורך בהטמנה.

יובהר, כי המתקן יפעל באופן אשר ימנע פליטות של ריחות ומזהמים ויעמוד בכל התקנים הסביבתיים.

מתקן סמארט וויסט צפוי לתת מענה למחוזות תל אביב והמרכז בישראל, המאכלסים כ-3.5 מיליון תושבים ואחראים לייצור של כ-46% מהפסולת העירונית במדינת ישראל. הכנסות המתקן צפויות לכלול בעיקר הכנסות מדמי כניסה שישולמו על-ידי הרשויות המקומיות, הכנסות ממכירת מוצרי מיחזור והכנסות אחרות, כגון ממכירת חשמל. להערכת החברה, המתקן צפוי למחזר כ-60% מהפסולת שתגיע אליו ובכך לחסוך עלויות הובלה והטמנה, ויסייע להקטין את היקפי הטמנת הפסולת בישראל.

לפרויקט סמארט וויסט הסכם מימון מול קונסורציום בהובלת בנק הפועלים עם סך מסגרות אשראי של כ-875 מיליון ש"ח בתנאי non-recourse. האשראי שיילקח מתוך המסגרות יפרע בתשלומים חצי שנתיים החל מינואר 2025 ביחס להלוואה לזמן קצר, אשר תומר להלוואה לזמן ארוך שנתיים מהפעלה מסחרית.

הקמת הפרויקט נמצאת בעיצומה ושיעור ההתקדמות ההנדסי עומד על כ-75% (שיעור של כ-53% על פי העלויות בפועל) לנכון ליום 30 ביוני 2025 עם צפי להשלמת ההקמה במהלך הרבעון השני של שנת 2026. למלחמת חרבות ברזל השפעה על היקף העלויות ולוחות הזמנים של הפרויקט, והחברה נמצאת בדיון ודברים עם המדינה בקשר לקבלת פיצויים בגין נזקי המלחמה על בסיס סעיף כוח עליון הקיים בהסכם הזיכיון. סך עלות ההשקעה המשוערת של הפרויקט נאמדת בכ-1,053 מיליון ש"ח (לא כולל התייקרויות נוספות בהיקפים משמעותיים שנבעו בגין נזקי המלחמה והונח שיפוצו על ידי המדינה מכוח הסכם הזיכיון).

בחודש מרץ 2025 חתמה בלוג'ן עם קבלן ההקמה בפרויקט על הסכם להקמת מט"ש ביולוגי.

בחודשים האחרונים חתם הפרויקט על חוזה מסחרי ראשון להכנסת פסולת למתקן בהיקף של כ-60 אלף טון.

החברה ופעילותה

נכסי הזכיינות בתחום המים והפסולת (המשך)

2. מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול

בפברואר 2022 זכתה בלוג'ן במכרז לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול בפסולת אורגנית באתר דיה שבאזור אשכול, אשר יפעל על בסיס שני שלבים: 1. עיכול אנאירובי והפקת אנרגיה מתחדשת מביו-גז. 2. קומפוסטציה.

בינואר 2023, התקשרו בלוג'ן ודקל דיה בע"מ, המוחזקת (100%) על ידי דקל תשתיות (2001) בע"מ ("דקל דיה" ו-"דקל תשתיות", בהתאמה), המוחזקת (50%) על ידי בלוג'ן (יחד עם קבוצת YSB), בהסכם מחייב עם המועצה האזורית אשכול. על פי ההסכם, המתקן יוקם על פי תנאי מכרז DBOT לתקופת זיכיון של 24 שנים ו-11 חודשים (מתוכה, כ-3 שנות הקמה) וצפוי להיות בעל קיבולת של כ-200 אלפי טון בשנה. להערכת בלוג'ן, עלות ההשקעה במתקן צפויה לעמוד על כ-400 מיליוני ש"ח, מתוכם עד כ-160 מיליון ש"ח (כולל מע"מ) יוענקו כמענק הקמה מהקרן לניקיון (בכפוף לעמידה ביעדים), בנוסף למענק תפעול מהקרן לניקיון בסך נוסף של עד 140 מיליון ש"ח.

הפסולת האורגנית הצפוי להתקבל במתקן דיה, בכמות של כ-200 אלפי טון בשנה, תגיע, בין היתר, מהאזור הסמוך למתקן וממתקן גרין נט, מתקן פעיל למיין פסולת עירונית בעטרות המוחזקת ב-50% על ידי בלוג'ן כאשר מתקן דיה ישלים את הטיפול בזרם האורגני של גרין נט ו/או אחרים. הזרם האורגני יעבור עיכול אנאירובי להפקת מתאן ויצור חשמל וכן קומפוסטציה.

בחודש דצמבר 2024 בוצעה סגירה פיננסית, במסגרתה התקשר הזכיון בהסכמים עם בנק דיסקונט למימון הפרויקט, בהיקף של כ-406 מיליון ש"ח (בנוסף לכ-35 מיליון ש"ח הלוואת גישור וכ-35 מיליון ש"ח הון עצמי, כך שסך עלות הפרויקט הינה כ-476 מיליון ש"ח), אשר יפרע במהלך תקופת התפעול, כ-25 שנה.

בתחילת שנת 2025 החלו עבודות ההקמה. הקמת הפרויקט מתקדמת ושיעור ההשלמה עומד על כ-19%. מבצע "עם כלביא" הוביל לעצירת העבודות בשטח והמשמעות על הפרויקט עוד נבחנת.

השלכות מלחמת חרבות ברזל על תחום פעילות הזכיינות

מאז פרוץ מלחמת חרבות ברזל (והמערכות הקשורות אליה), בחודש אוקטובר 2023, אשר נכון למועד זה אין ודאות באשר להמשכה, היקפה או התרחבותה לזירות נוספות, שוררות במשק הישראלי אי ודאות ואי יציבות, המתבטאות, בין היתר, בהורדת דירוג האשראי של ישראל על ידי סוכנויות דירוג האשראי הבינלאומיות. נכסי בלוג'ן הינם בתחומי התשתיות, כאשר מרביתם מהווים תשתיות חיוניות, להם חשיבות קריטית לתפקודן של המערכות השונות במשק, ובהתאם נדרשים להמשיך להעמיד את שירותיהם גם בעתות חירום ומלחמה. בהתאם, מרבית הנכסים מפגינים יציבות בפעילותם במצב הנוכחי ואין צפי להשפעה מהותית על פעילותן במבט צופה פני עתיד.

בתחום פעילות זכיינות ישנה השפעה מעורבת: מחד, ההשפעה על תפעול המתקנים הפעילים אינה מהותית, נוכח אופי הפעילות שכמעט אינו מושפע ממצב בטחוני (למעט פגיעה ישירה באתר התשתיות) או מירידה בביקוש; מאידך, קיימת השפעה על פרויקטים בהקמה, עקב השלכות מצב הלחימה (גיוס עובדים רבים למילואים, אי הגעת מומחים וספקים מחו"ל, אי הגעת פועלים מהרשות הפלסטינית), באופן שחלו עיכובים בהקמת פרויקטי PPP, דבר שהסב נזקים לבלוג'ן. לעניין זה יציין, כי ככלל, הסכמי זכיינות בנכסי תשתיות מול המדינה (כמו אלו בהם בלוג'ן התקשרה ביחס לפרויקטים שהתעכבו כאמור), כוללים סעיף כוח עליון, המאפשר, בהתקיים תנאים מסוימים, קבלת פיצוי מהמדינה במקרים של כוח עליון (דוגמת מלחמה). בהתאם, מנהלת בלוג'ן משא ומתן מול המדינה לקבלת פיצוי עבור הנזקים (עיכובים, חריגות מהתקציב ועלויות נוספות) שנגרמו לה עקב המלחמה. במסגרת זו, נחתם תיקון להסכם הזיכיון במתקן ההתפלה באשדוד ותחנת הכוח בשטח המתקן, לפיו תקופת הזיכיון הוארכה בשש שנים נוספות, עד שנת 2044, ובפרויקט סמארט וויסט מתנהל משא ומתן מול המדינה.

החברה ופעילותה

נכסי הזכינות בתחום המים והפסולת (המשך)

פרויקטי זכיינות: ריכוז

פרויקט	סוג הנכס	שיעור החזקה (זכיון, EPC ו-O&M)	שותף	סטטוס	סך עלות הקמה (צפויה (מלש"ח)	שיעור השלמה (לפי יחס עלויות)	מועד סיום הקמה	התפתחויות	סיום תקופת הזכיון	הכנסה ממוצעת של הזכיון לשנת פעילות מלאה לתקופת הזכיון (במיליוני ש"ח)
פלמחים	התפלה	51%	מגדל	מניב	ל.ר.	ל.ר.	ל.ר.	MOU בקשר לתקופת הזכיון הנספח	BOO	269
אשדוד	התפלה	50%	שפיר	מניב	320	100%	הסתיים בהמתנה לPTO	הפעלה מלאה במתקן ההתפלה, סגירה פיננסית להארכת התקופה	2044	610
אשדוד	תחנות כוח	50%	שפיר	הקמה	508	66%	רבעון 3 2026			
סמארט וויסט	מיון וטיפול בפסולת עירונית	50%	שיכון ובינוי	הקמה	1,053	53%	רבעון 3 2026	דיון עם המדינה על פיצויים בגין נזקי המלחמה	2051	389
דיה	טיפול בפסולת אורגנית	50%	(דרך דקל) YSB	הקמה	315	19%	רבעון 3 2027	-	2052	113
תשע רמת השרון	טיפול במי תהום	100%	ל.ר.	פיתוח	150	ל.ר.		לאור שינויים שחלו במתחם תעש בשל מלחמת חרבות ברזל ובשל התפתחויות סטטוטוריות הנושא נמצא בדיון ודברים מול המדינה	24 שנים ו-11 חודשים שנים מסיום הקמה	ל.ר.

(*) לא כולל התייקרויות נוספות בהיקפים משמעותיים שנבעו בגין נזקי המלחמה והונח שיפוצו על ידי המדינה מכוח הסכם הזכיון

(**) שיעורי ההשלמה נכונים לתאריך 30.06.2025.

(***) להרחבה אודות דיה וסמארט וויסט ראו בהמשך הפרק.

(****) לגבי ה-EPC בפלמחים – בהתאם למזכר ההבנות עם בעל הקרקע סוכם כי עבודות ההקמה ושדרוג המתקן לתקופת הזכיון הנוספת יבוצעו על ידי בלוג'ן בלבד (100%).

החברה ופעילותה

חטיבת מים ושפכים

פעילות בלוג'ן בתחום זה כוללת תכנון, הקמה ותפעול של מתקני התפלה ומתקני טיהור וטיפול במים ובשפכים, בארץ (בעיקר) ובחו"ל (בעשר מדינות ברחבי העולם, בדגש על אירופה) שהינם בבעלות צדדים שלישיים, טיוב מי בארות ומים לתעשייה וביצוע פרויקטים בסגמנטים שונים בתחום המים והשפכים.

בתחום המים והשפכים, מהווה חטיבת המים והשפכים שחקן One Stop Shop בעל נוכחות משמעותית למתן פתרונות לטיפול במים ושפכים – במתקנים משולבים לטיפול בזרמים לתעשייה, לרבות טיפול במי גלם והפיכתם למי מוצר (באמצעות סינון והתפלה) וטיפול נוסף בזרם החוזר של השפכים התעשייתיים לשימוש נוסף, בין היתר, בתחנות כוח, מפעלים פטרוכימיים ומפעלי מזון ומשקאות ופארמה. בנוסף חטיבת המים והשפכים פעילה בתחום הטיפול הביולוגי בשפכים באמצעות טכנולוגיית Moving Bed Biofilm Reactor ("MBBR") ייחודית.

בשנה האחרונה יושמה תוכנית התייעלות בחטיבה וצומצמו העלויות הקבועות בכ-9.5 מיליון ש"ח בשנה. הדבר מאפשר לחטיבה להתחרות באופן תחרותי יותר בשווקי הפעילות ושיפר את תוצאותיה העסקיות.

פעילות חטיבת המים והשפכים מחולקת לשני תחומים שונים בהתאם לאופן ההתקשרות מול הלקוחות: **תחום התפעול בישראל**, הכולל מתן שירותי תפעול ותחזוקה של מתקני טיפול במים ושפכים מסוגים שונים הנמצאים בבעלות צדדים שלישיים; **ותחום הפרויקטים בישראל ובחו"ל**, הכולל תכנון הנדסי, ניהול, רכש והקמת פרויקטי טיפול במים ושפכים מסוגים שונים, ולאחר תום ההקמה מסירתם ללקוח. תחום הפרויקטים כולל את פעילות חברת אקוויז טכנולוגיות מים חכמות בע"מ (להלן: "אקוויז"), אשר נרכשה במלואה ומוזגה לתוך הפעילות.

ניתן לחלק את מרבית המתקנים אותם מקימה ומפעילה חטיבת המים והשפכים לקטגוריות הבאות: טיהור שפכים מוניציפאליים, טיהור שפכים תעשייתיים, טיפול במים לתעשייה וטיפול במי ים ומי בארות.

להלן פירוט בדבר טיהור שפכים, טיוב מי בארות ומים לתעשייה:

א. טיהור שפכים מוניציפאליים ותעשייתיים – במדינת ישראל נוצרים מדי שנה שפכים בכמות הנגזרת מכמות המים הנצרכת. בשנת 2024 טופלו במט"שים כ-585 מלמ"ק שפכים. רובם המוחלט של השפכים עוברים טיהור ברמות שונות של השבה (טיפול ראשוני, שניוני, שלישי ועוד) במט"שים (הממוקמים, בדרך כלל, בסמוך לכל עיר או לכמה ערים יחד), באופן שברוב השפכים המטופלים נעשה שימוש חוזר, בעיקר לצורך השקיה חקלאית (קולחים). כמו כן, יצוין, כי מט"שים קיימים צפויים לעבור שדרוגים לשיפור רמות ההשבה כאמור (כדוגמת מט"ש עכו). שיעור השבת הקולחים בישראל הוא מהגבוהים בעולם. כיום שפכים תעשייתיים מטופלים בישראל בהתאם לכללי שפכי תעשייה ותנאים ברישיון העסק.

חלק ניכר מהשפכים מטופלים כיום במתקנים ייעודיים במפעלים או מוזרמים לאחר טיפול ראשוני למערכת הביוב. בשנת 2024 טיפלה בלוג'ן במתקניה השונים בסך של כ-48.6 מלמ"ק, גידול של כ-1.4% לעומת שנת 2023, בה טיפלה בלוג'ן בכ-47.9 מלמ"ק. החברה מחזיקה בטכנולוגיות מבוססות פטנט אשר מיושמות כבר במאות אתרים תעשייתיים ברחבי העולם וכוללות בין השאר תאגידים גלובליים כמו קוקה קולה, ארלה, יוניליוור, מול, נסטלה וטבע.

יש צפי להקמה של מתקני מחזור שפכים כמו מתקן בלוג'ן בבז"ן לצורך צמצום צריכת מים ויישום כלכלה מעגלית. רוב המט"שים מתופעלים על ידי צוותים ייעודיים מפעליים אך יש צפי למעבר לחוזי תפעול. החברה מפעילה היום מערכות טיפול באלביט, פאדאגיס, ברום רמת חובב.

ב. טיוב מי בארות – רשות המים יוזמת המשך הפקת מים מקידוחים לאספקת מים שנפסלו על ידי משרד הבריאות, במטרה לשמר את יכולת ההפקה מהאקוויפר והאפשרות לנצל את המים. לצורך כך, רשות המים מפעילה מנגנון המבטיח תמריץ כלכלי למפיק המים, מהמשך ההפקה מהקידוחים שרצוי לשמר. במסגרת פעילות זו הקימה בלוג'ן ומחזיקה בשותפות (50%) במתקן התפלה בכפר מסריק, המטפל בכ-6 מלמ"ק מים לשנה. בשלהי שנת 2024 הגישה החטיבה לרשות המים תוכנית להרחבת המתקן במסגרת הקול הקורא שפרסה הרשות.

החברה ופעילותה

חטיבת מים ושפכים (המשך)

הפרויקט נמצא בשלבים סופיים של אישור מול הרשות כאשר כמויות הטיפול השנתיות צפויות לגדול לכ-7.3 מלמ"ק, צו הרכישה יינתן ל-25 שנה נוספות והתעריף יקטן בהתאם לתעריפים המאושרים על ידי הרשות. הארכת ההסכם ביחד עם הגידול בכמויות המים תפצה על הקיטון בתעריף ותבטיח כי המתקן ימשיך לייצר תוצאות דומות לשנים קודמות.

ג. מים לתעשייה – תהליכי ייצור רבים בתעשייה (כגון: תחנות כוח, מפעלי מזון, פארמה ופטרוכימיה) דורשים מים באיכויות הגבוהות באופן משמעותי מאיכויות מי שתייה (הנקראים "מי תהליך" או "מים לתעשייה"). בתחום זה המים מטופלים על ידי מספר מערכות טיוב בהתאם לדרישת התעשייה הרלוונטית. יצוין, כי בתחום המים לתעשייה ישנה מגמת קיטון לאור צמצום מפעלי התעשייה בישראל ובימים אלה בלוג'ן מקימה ומשדרגת מתקני טיפול במים, כגון מתקנים בתחנות כוח כדוגמת אורות רבין, חגית, צומת אנרגיה, פאוורג'ן רמת גביראל ופאוורג'ן אלון תבור, ונמצאת בשלב מבחני הקבלה ב-MRC.

פעילות הפרויקטים

תחום הפרויקטים מתמחה בתכנון והקמת מתקני טיפול במים ושפכים, מתכנן ומקים מתקנים תהליכיים לטיפול במים ובשפכים בשילוב טכנולוגיות ממברנות, פיזיקו-כימיות וביולוגיות. תחום זה זכה בנתח ניכר מכלל הפרויקטים בישראל לצד פעילותו גם בעולם. בין יתר הפרויקטים שהחטיבה ביצעה ניתן למצוא את ההקמה של המתקן קולחין וייצור מים בתחנת הכוח אלון תבור (MRC), הקמה של מתקן התפלת מי ים בטאיוואן, הקמה של מתקן טיפול בשפכים במתקן הפסולת סמארט וויסט, הקמה של מתקן טיפול בשפכים של מחלבת ARLA באנגליה ועוד.

בנוסף, בחודש אוקטובר 2023 התקשרה בלוג'ן, באמצעות חברה בת, עם חברה בישראל בפרויקט DBO להקמת מתקן טיפול במים ותפעול בפרויקט שיקום מי תהום באתר תעשיות אלקטרו-כימיות לשעבר. חלק ראשון בהקמה הסתיים ועבר את המבחנים הדרושים. שאר החלקים בתהליך ותפעול הפרויקט יהיה למשך תקופה של כ-20 שנים.

ביום 28 ביולי הודיעה ועדת המכרזים של מקורות לחברה על זכייתה במכרז לתכנון וביצוע של מתקן ההתפלה סבחה ד' בעיר אילת. הצעתה של החברה במכרז עמדה על סך של כ-425 מיליון ש"ח (בתוספת מע"מ), אשר ישולמו על פני תקופה של 3.5 שנים ממועד החתימה על ההסכם ועד למסירת המתקן, בהתאם לאבני דרך שנקבעו במכרז.

זכייתה במכרז כוללת עבודות תכנון, רכש, הקמה, הרצה ומסירה למקורות של מתקן סבחה ד' להתפלת מי ים בקיבולת של כ-20 מיליון מ"ק מים מותפלים לשנה ומתקן לטיפול בתשטיפים של כלל מתקני סבחה, וכן תקופת בדיק של 36 חודשים ממועד הפעלת המתקנים. יצוין, כי במסגרת המכרז נקבעו מספר תנאים מתלים אשר אינם מהותיים טרם חתימה על הסכם התכנון והביצוע.

פעילות תפעול מתקנים בבעלות צדדים שלישיים

בלוג'ן מערך תפעול נרחב, פרוס בכל רחבי הארץ ובעל ניסיון רב שנים בתפעול מערכות מורכבות של טיפול במים ובשפכים, הן במגזר המוניציפאלי והן במגזר התעשייתי, הכולל מערכות טיפול במים מליחים ובמי-ים, מערכות לטיפול בשפכים (מוניציפליים ותעשייתיים), תחנות שאיבה, טיוב והשבחת בארות, וזאת באמצעות שיטות טיפול במים המבוססות על טכנולוגיות מגוונות. נכון למועד הדוח, מעניקה בלוג'ן שירותי תפעול לכ-233 מתקנים שונים כאמור לעיל (לא כולל מט"שים בבעלותה או בזיכיון של בלוג'ן).

ככלל, התקשרות למתן שירותי תפעול ואחזקה למתקנים כאמור כוללת את תקופת ההתקשרות (שהינה, בדרך כלל, בין שנתיים לחמש שנים עם אופציה לתקופה נוספת ועם זכות למזמין לסיים את ההסכם במקרים מסוימים), התמורה הנגזרת מתעריף קבוע ל-1 מ"ק או עלות חודשית קבועה, וכן אחריות הקבלן לנזק סביבתי ולעובדים.

החברה ופעילותה

חטיבת הפסולת

הקמת זרוע לריכוז פעילות הפסולת

במרץ 2025 חתמה בלוג'ן על מזכר הבנות עם קבוצת אחים יעקובי בע"מ (להלן: "YSB" ו/או "אחים יעקובי") להקמת זרוע ייעודית ומאוחדת בתחום הטיפול בפסולת. הזרוע החדשה תרכז את כלל פעילות הפסולת של הצדדים, כולל אחזקותיהם בדקל תשתיות (100%), קממ (100%) וסמארט וויסט (50%). מטרת המהלך היא ליצור מארג עסקי ייחודי שיביא לניצול יתרונו לגודל, ניצול סיnergיות תפעוליות ויאפשר את חיזוק הנוכחות בשוק והערכות לצמיחה משמעותית הצפויה בשוק הפסולת בישראל. יצוין כי הקמת הזרוע המשותפת כאמור כפופה לקבלת אישורים רגולטוריים.

לפי תנאי מזכר ההבנות, במועד השלמת העסקה יוקצו מניות בהתאם ליחס הקצאה שייקבע על בסיס הערכת שווי שפורסמה בדוחות הכספיים של הקרן ליום 30 ביוני 2024, תוך התאמות בגין שינויים מהותיים.

בלוג'ן צפויה לשלוט בזרוע הפסולת עם כ-77% מהאחזקות (לפני התאמות), ובנוסף תשלם ל-YSB סכום השווה ל-5% מערך דקל תשתיות בתמורה לפרמיית שליטה. ל-YSB תוענק אופציית מכר למכירת אחזקותיה בזרוע הפסולת.

זרוע הפסולת של בלוג'ן מתפעלת אופרציות שונות לטיפול בפסולת, וכן עוסקת בייזום, תכנון, מימון, הקמה ותפעול של מתקנים עם נוכחות משמעותית בכל אחד משלבי שרשרת הערך של הטיפול בפסולת באמצעות נכסים בעלי יכולות טיפול במגוון רחב של סוגי פסולת, לרבות בתחום הזכיינות.

כיום עיקר פעילותה של זרוע הפסולת נעשית באמצעות ק.מ.מ. מפעלי מיחזור בע"מ (להלן: "ק.מ.מ."). ו/או "קממ" המוחזקת ב-100% ע"י בלוג'ן, דקל תשתיות (להלן: "דקל") המוחזקת ב-50% ע"י בלוג'ן וסמארט וויסט בע"מ (להלן: "סמארט וויסט") המוחזקת ב-50% ע"י בלוג'ן.

זרוע הפסולת ("חברת הפסולת") של בלוג'ן תעסוק בפסולת מעורבת (MSW) ופסולת אורגנית וכן בזרמי פסולת מופרדת במקור ואחרים: בקטגוריית פסולת מעורבת ופסולת אורגנית, חברת הפסולת מתמקדת בעיקר באחזקה ותפעול של מתקני קצה הכוללים:

1. מתקן גרינט למיון פסולת בירושלים (באמצעות דקל)
2. מתקן מיון פסולת בחירייה (באמצעות דקל)
3. מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול (באמצעות דקל) - זכיון ומפעיל
4. מתקן סמארט וויסט למיון ומיחזור פסולת עירונית ופסולת אורגנית בשפד"ן - זכיון ומפעיל (50%)

בקטגוריית זרמי פסולת מופרדת במקור ואחרים, חברת הפסולת פרוסה על פני שרשת הערך בכך שמבצעת גם את האיסוף במקומות שבהם קיים לחברה יתרון יחסי לעשות כן:

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע (באמצעות קממ)
2. פעילות בתחום הפלסטיק באמצעות אחזקה בחברה סייקל (24.75%) (באמצעות קממ)
3. פעילות מיון אריזות עבור תאגיד תמיר (באמצעות קממ)
4. פעילות איסוף ומחזור צמיגים (באמצעות קממ)
5. גרינסויל- מתקן לטיפול בבוצות וקרקעות מזוהמות (באמצעות דקל)
6. טיפול בפסולת אלקטרונית ע"י אחזקה בחברת מאי (51%) - עסקה בתהליך השלמה (באמצעות דקל)
7. טיפול בטקסטיל (באמצעות ק.מ.מ.)

החברה ופעילותה

חטיבת הפסולת (המשך)

היות ובקטגוריית פסולת מופרדת במקור, חלק ניכר מההכנסות הינו בגין מכירת תוצרי המחזור בארץ ובעולם, תוצאות החברה מושפעות ממחירי סחורות בעולם בהיבט ההכנסות ממכירת מוצרים (קרטון ונייר). חשוב לציין כי חשיפה זו מוגבלת בשל השפעות מקזזות וכן זרמי הכנסות נוספים שאינם תלויים באמור. כך, חלק משמעותי מהכנסות החברה נובע מהכנסות ממתן שירותים, לרבות הכנסות מפינויים, הכנסות ממתן שירותי גריסה ואבטחת מידע, הכנסות ממיון פסולת ארזות, הכנסות ממכירת אישורי מיחזור צמיגים ועוד. כמו כן, יודגש כי פעילות ק.מ.מ ככלל אינה נתמכת בסובסידיות ממשלתיות או מתמיכות רגולטוריות שוטפות, וחלק משמעותי מפעילותה תומך בקיום החוק (חוק הפיקדון על מכלי משקה, החוק להסדרת הטיפול באריזות, והחוק לסילוקן ולמיחזור צמיגים), ולכן כולל זרם הכנסות יציב שאינו מושפע מתנודות במחירי סחורות.

סך הכל חברת הפסולת צפויה להחזיק מעל ל 150 משאיות וכלי צמ"ה ולעבוד (בתום ההקמה של חלק מהמתקנים) באמצעות 11 אתרי טיפול ומחזור ברחבי הארץ.

1. פעילות פסולת מעורבת ופסולת אורגנית: מתקן גרין נט למיון פסולת בירושלים - גרין נט (המוחזקת בשיעור של 50% על ידי בלוג'ן באמצעות דקל), אשר הוקמה בשנת 2010, פועלת בתחום המיחזור וטיפול בפסולת. גרין נט הינה הבעלים של מפעל לקליטת ומיון פסולת עירונית מעורבת בירושלים. זכויותיה בקרקע הינן באמצעות הסכם שכירות מול צד שלישי אשר בתוקף עד לשנת 2028. המתקן שהוקם בשנת 2015 מעניק שירותי קליטה, מיון, הפרדה ופינוי פסולת למטרופולין ירושלים ובעיקר לעיריית ירושלים מכוח הסכם שנחתם בשנת 2025. ההסכם מול עריית ירושלים הינו לתקופה של 5 שנים (עד 2030). במסגרת ההסכם עודכן (בעיקר עקב הצמדה של רכיב ההובלה) מנגנון ההצמדה באופן שיתאים יותר למבנה ההוצאות של המתקן. יודגש כי גרין נט הינו מתקן הטיפול בפסולת המתקדם היחיד במטרופולין ירושלים, ולהערכת החברה חסמי הכניסה לתחום זה הינם ייחודיים ומשמעותיים.

המתקן ממין היקף של כ- 500 אלפי טונות פסולת עירונית בשנה, (כ-8% מסך הפסולת המיוצרת בישראל), כשהפסולת הנקלטת במתקן ממוינת ומופרדת למגוון חומרים שונים, אשר חלקם מועברים אל תעשיות המיחזור לשימוש חוזר (פסולת אורגנית מועברת לטיפול באתר קומפוסט, וחומרים לתעשיית המיחזור כגון קרטון, ברזל, אלומיניום ופלסטיק לסוגיו נמכרים כחומרי גלם לתעשיות השונות) והיתרה מפונה להטמנה. בפועל המתקן פועל בניצולת מלאה, כשכמויות פסולת עודפות מועברות להטמנה.

מבנה ההכנסות של גרין נט מורכב מהרכיבים הבאים:

- דמי כניסה לכל טון אשפה שנקלט במתקן.
- מכירה של חומרי מיחזור למפעלי מיחזור בארץ ובחו"ל.
- תשלומים מתוך מענקי מיחזור מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה.
- הכנסות בגין מיחזור בקבוקי פלסטיק.

החברה ופעילותה

חטיבת הפסולת (המשך)

2. מתקן מיון פסולת בחירייה - במהלך בחודש אוגוסט 2024 התקשרה בלוג', באמצעות גרין דקל TLV, חברה בת של דקל תשתיות, בהסכם על פי מכרז בו זכתה, לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של מתקן למיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בתחנת המעבר הקיימת באתר חירייה, עבור איגוד ערים דן. אתר חירייה קולט כ-1.1 מיליון טון פסולת ביתית מעורבת בשנה, מזה כ-600 אלף טון מטופלים במפעל ה-RDF והיתרה עוברת לתחנת מעבר באתר שתהפוך עם סיום ההקמה למתקן מיון ומשם להטמנה. ההסכם תקף ל-10 שנים עם אופציה לשנתיים נוספות, וכולל תקופת הקמה של עד 24 חודשים, כאשר בתום תקופת ההסכם תועבר הבעלות במתקן לאיגוד. במהלך ההקמה, גרין דקל TLV תתפעל את התחנה הקיימת באופן מלא, כולל הובלת שאריות מיון להטמנה באתר מורשה. המתקן צפוי לקלוט כ-390 אלף טון פסולת בשנה, מתוכם כ-150 אלף טון למחזור, והשאר (כ-230 אלף טון) להטמנה.

3. מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול (פעילות המתקן מפורטת בפרק זכיינות).

4. מתקן סמארט וויסט למיון ומחזור פסולת עירונית ופסולת אורגנית בשפד"ן (פעילות המתקן מפורטת בפרק זכיינות).

פעילות זרמי פסולת מופרדת במקור ואחרים:

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע- פעילות חברת הפסולת בתחום הטיפול והמחזור של נייר והקרטון מתבצעת באמצעות איסוף נייר, עיתון וקרטון מהפחים הכחולים וממכלי אצירה עירוניים ופרטיים, הן מרשויות מקומיות והן מלקוחות / ספקים פרטיים (קמעונאי מזון, מסעדות, מוסדות ועוד), וכן מתן שירותים בתחום אבטחת המידע באמצעות גריסה, עיבוד ומחזור של חומרים מסווגים. להערכת החברה, נתח השוק של פעילותה בתחום איסוף ומחזור נייר וקרטון בישראל, עומד על כ-30%.

ההכנסות בפעילות זו נובעות מ (1) הכנסות בגין האיסוף עצמו, (2) הכנסות בגין מכירת תוצרי המחזור וכן (3) הכנסות משירותי גריסה הניתנים ללקוחות אבטחת מידע. בפעילות זו החברה פועלת בשני אתרי מחזור (ראשון לציון וניצני שלום).

2. פלסטיק - פעילות חברת הפסולת בתחום הפלסטיק מתבצעת באמצעות איסוף של מיכלי פלסטיק ממתקני אצירה, מיונם, הפרדתם, עיבודם וייצור חומרי גלם ממוחזרים לתעשיית הפלסטיק בארץ ובעולם, על ידי טיפול במחזור מכלי משקה מפלסטיק, אלומיניום וזכוכית וכן באמצעות שאיבה מכלובים ייעודיים לכך. פעילות זו מתבצעת, באמצעות סייקל, בהתאם לחוק הפיקדון על מכלי משקה, תשנ"ט-1999, החל משלב איסוף המכלים מהיצרן או מבית העסק ועד לקבלת דמי הפיקדון עבורם, לרבות באמצעות מכונות מחזור אוטומטיות). פעילות זו מתבצעת באמצעות שני מפעלים (אשדוד ומתחם דשנים).

3. אריזות ותחנות מיון - פעילות חברת הפסולת בתחום האריזות מתבצעת באמצעות טיפול באריזות הנאספות מהפחים הכתומים מחדרה ועד אילת, בהתבסס על הסכם זיכיון עם תמיר (בהתאם להוראות החוק להסדרת הטיפול באריזות, התשע"א-2011), וכן טיפול באריזות הנאספות במתקן ייעודי. כיום החברה פועלת בתחום זה בשטח תחנת המעבר אשר היא מפעילה עבור עיריית ראשון לציון והחברה בשלבי הקמה של מתקן ייעודי מתקדם למיון פסולת אריזות אשר יוקם בשטח אתר חירייה כמתואר לעיל.

הרחבת מתקן תמיר - בחודש אפריל 2024 הגיעה החברה להסכמות עם "תמיר" מחזור על הקמה, בהיקף של כ-70 מיליון ש"ח, של מתקן מיון ותפעול למשך מספר שנים שעתיד להיות המתקן הגדול בישראל למיון פסולת אריזות. האריזות הנאספות למחזור בפחים הכתומים מגיעות בשלב ראשון למתקני המיון שתפעיל קממ, שם הן מתמיינות בהתאם לחומר ממנו הן עשויות, ולאחר המיון כל חומר עובר למפעל מחזור לטובת ייצור מוצרים חדשים בתפעול ואחריות תמיר. קיבולת המתקן תאפשר מיון של עד 3,000 טון פסולת אריזות ביום בשלב הראשון עם אופציה להרחבה של עד 4,500 טון. נכון להיום הוגשה בקשה להיתר בניה וצפויה עליה לקרקע עד סוף 2025.

החברה ופעילותה

חטיבת הפסולת (המשך)

סך הכנסות דקל לשנת 2024 (כולל גרין נט וגרינסויל וללא הפעילות בחירייה שהחלה ב-2025) עמדו על כ-255 מיליון ש"ח.

4. צמיגים – פעילות חברת הפסולת בתחום הצמיגים מתבצעת באמצעות איסוף צמיגים משומשים ממוסכים כחלק מחובת יבואני הצמיגים לעמוד בהוראות החוק לסילוק ולמיחזור צמיגים, (התשס"ז-2007). הטיפול בצמיגים הנאספים, עיבודם וייצור תוצרי מיחזור המתקבלים מהצמיגים מתבצע במפעלי החברה בבאר שבע. התוצרים נמכרים כחומר בעירה לאנרגיה וכחומר גלם המשמש, בין היתר, לבנייה ירוקה וגיונות ציבוריות. במידה וקיימים עודפים של תוצרי גומי, ביכולת החברה גם לייצא אותם לחו"ל. פעילות זו נעשית באמצעות חברת ת.מ.צ. תעשיות מיחזור צמיגים בע"מ (להלן: "ת.מ.צ."). פעילות זו מתבצעת במפעל לטיפול ומחזור צמיגים הנמצא בבאר שבע (כאשר למיטב ידיעתה של החברה, מפעל זה הינו אחד מתוך שני המפעלים בתחום זה בישראל).

5. לחברה פעילות בתחום טיפול ביולוגי בקרקעות מזוהמות ובוצות תעשייתיות באמצעות גרינסויל. גרינסויל הינה בעלת זכויות לשכירות שטח ומתקנים לטיהור קרקעות המצויים במתחם מפעל החברה לשירותי איכות הסביבה בנאות חובב, במסגרתם היא מפעילה, החל מיום 1 בינואר 2020, מתקן טיפול בקרקע ובוצות תעשייתיות, וזאת לתקופה של עשר שנים עם אופציות הארכה לתקופה כוללת של עד 24 שנים ו-11 חודשים. בשנת 2025 זכתה החברה במכרז להשכרת שטח נוסף, סמוך לקרקע הקיימת. זכייה זאת תאפשר לחברה להגדיל את הקיבולת של הקרקעות הנכנסות ובכך להגדיל את ההכנסות והרווח.

6. טיפול בקרקעות מזוהמות - תשתיות פעילות בתחום טיפול ביולוגי בקרקעות מזוהמות ובוצות תעשייתיות באמצעות אחזקותיה במלוא הון המניות של גרינסויל. גרינסויל הינה בעלת זכויות לשכירות שטח ומתקנים לטיהור קרקעות המצויים במתחם מפעל החברה לשירותי איכות הסביבה בנאות חובב, במסגרתם היא מפעילה, החל מיום 1 בינואר 2020, מתקן טיפול בקרקע ובוצות תעשייתיות, וזאת לתקופה של עשר שנים עם אופציות הארכה לתקופה כוללת של עד 24 שנים ו-11 חודשים. בשנת 2025 זכתה החברה במכרז להשכרת שטח נוסף, סמוך לקרקע הקיימת. זכייה זאת תאפשר לחברה להגדיל את הקיבולת של הקרקעות הנכנסות ובכך להגדיל את ההכנסות והרווח.

החברה ופעילותה

חטיבת הכימיקלים

חטיבת הכימיקלים לתעשייה בבלוג'ן עוסקת בתחום הכימיקלים המיוחדים לתעשייה ומתמקדת בתחומי התמחות בעלי חסמי כניסה גבוהים. החטיבה מספקת ללקוחותיה פתרון מקיף הכולל שירותי ייצור, ייעוץ טכני, ייבוא, שירותי מעבדה ופתרונות לוגיסטיים.

לחטיבת הכימיקלים מפעל באתר עכו דרום, אשר פעילותו כוללת ייצור, מתקן לטיפול בשפכים תעשייתיים ומעבדות, ומרכז לוגיסטי בפתח תקווה.

בין לקוחותיה המובילים של חטיבת הכימיקלים לתעשייה ניתן למנות את התעשיות הביטחוניות, תחנות כוח, תעשיית המתכות והאלקטרוניקה, ועוד מגזרי תעשייה רבים.

הכנסות חטיבת הכימיקלים לשנת 2024 עמדו על כ- 82 מיליון ש"ח.

הון אנושי

החל משנת 2022, מכהן מר ליהוא הכהן כמנכ"ל בלוג'ן, אשר מעסיקה, נכון למועד הערכת השווי, יחד עם חברות המוחזקות על ידה, כ-900 עובדים (מתוכם כ-50 מהנדסים בעלי מומחיות ייחודית). בלוג'ן מתאפיינת בהון הנדסי ייחודי, הכולל מומחיות רחבה בכימיה, מכונות וחשמל, עם התמחות בהתפלת מים, טיפול בשפכים, הנדסה אזרחית, רישוי וסטטוטוריקה, ניהול פרויקטים ופעילות O&M של מתקנים. שילוב זה מעניק לה יכולת לתכנן, להקים ולהפעיל מערכות מורכבות ברמה טכנולוגית גבוהה וביעילות מרבית.

החברות הבנות והפעילויות מנוהלות על-ידי כפיר נבון מנכ"ל חטיבת המים והשפכים, אבנר חרמוני מנכ"ל דרך הים, רני איידלר מנכ"ל ק.מ.מ, עופר בוגין מנכ"ל דקל תשתיות, עופר מרגלית מנהל הזכיינות וסמנכ"ל כספים ואבי מלול מנכ"ל חטיבת ההקמות.

פרק 2

הסביבה העסקית

הסביבה העסקית

שוק המים בישראל¹

מקורות משק המים הישראלי נחלקים למקורות טבעיים (בעיקר ימת הכנרת, אקוויפר החוף ואקוויפר ההר), המספקים כ-40% מצריכת המים בישראל, ומקורות מלאכותיים, שהינם בעיקר התפלת מי ים וטיהור שפכים ("השבת קולחים"). יצוין, כי מפיקת המים העיקרית בישראל הינה מקורות חברת המים בע"מ ("מקורות"), המפיקה כ-48% מסך כל כמות המים המופקים, המטוהרים והמותפלים בישראל, ואחראית על כ-85% ממי השתיה בישראל.

התפלת מים היא הפרדה בין המים למלחים המומסים בהם כדי לקבל מים ראויים לשימוש. כ-50% ממי השתיה בישראל מקורם במים מותפלים וכ-90% מהמים המותפלים בישראל מופקים בחמישה מתקנים להתפלת מי ים: פלמחים ואשדוד (שניהם בהחזקת בלוג'ן), אשקלון, חדרה ושורק, כאשר כל אחד מהם יכול להפיק בין 90 ל-150 מלמ"ק לשנה והינם יחד בעלי כושר התפלה של כ-595 מלמ"ק לשנה, כאשר יתרת המים המותפלים מופקת במתקנים להתפלת מי תהום מליחים. בישראל הותפלו בשנים 2022, 2023, ו-2024, כ-533.5, כ-589.1 וכ-540 מלמ"ק, בהתאמה.

בנוסף, פועלת המדינה להגדלת כמות המים המותפלים בישראל באמצעות הקמתם של שני מתקני התפלת מי ים נוספים: מתקן שורק 2, בעל יכולת ייצור של כ-200 מלמ"ק לשנה והפעלתו החלה בחודש מרץ 2025, ומתקן גליל מערבי אשר צפוי להיות בעל יכולת ייצור של כ-100 מלמ"ק לשנה והפעלתו צפויה במהלך שנת 2027. עם השלמת הקמת מתקני ההתפלה החדשים הללו והפעלתם הצפויה במלואה, תעמוד יכולת הייצור של מתקני ההתפלה בישראל על כ-900 מלמ"ק בשנה. כמו כן, בפברואר 2024 פורסם הליך המיון המוקדם למכרז BOT להרחבת מתקן ההתפלה באשקלון מהיקף של כ-120 מלמ"ק בשנה כיום להיקף של כ-220 מלמ"ק לשנה לתקופה של-25 שנים. יצוין, כי בלוג'ן ושפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ (המחזיקה יחד עם בלוג'ן, בחלקים שווים, במתקן ההתפלה באשדוד, "שפיר") מתמודדות יחדיו בשלב המיון המוקדם. לאחרונה החלה מקורות בעבודות שדרוג ימיות של מתקן ההתפלה סבחה באילת. בסיומן יגדל היקף אספקת המים ממתקן ההתפלה מכ-18 לכ-38 מלמ"ק.

נכון למועד הדוח מתוכננים שני פרויקטים מרכזיים להרחבת כושר ההתפלה בישראל - הרחבת מתקן ההתפלה אשקלון והקמת מתקן חדש בעמק חפר². הרחבת אשקלון צפויה לכלול תוספת של 100 מיליון מ"ק עד 2027 בהתאם לתוכנית המקורית ועד שנת 2029 לפי לוח הזמנים המעודכן. תוספת נוספת של 100 מיליון מ"ק מתוכננת עד לשנת 2048. בנוסף, לפי אגף התכנון ברשות המים, ניתן לדחות את הפעלת ההרחבה לשנת 2032. מתקן ההתפלה בעמק חפר עתיד לספק 400 מיליון מ"ק בשתי פעימות - 200 מיליון מ"ק עד 2030 ו-200 מיליון מ"ק נוספים עד 2036. עם זאת, לפי דיווח רשות המים, המתקן לא יופעל לפני 2031, וייתכן שכושר ההפקה המלא ייכנס לפעולה רק בשנת 2032, כאשר מכרז להפעלתו צפוי להתפרסם בשנים הקרובות.

לפי החלטת הממשלה, יעד ההתפלה לשנת 2030 הינו 1,100 מלמ"ק לשנה, יעד כמעט כפול מכמות המים המותפלת כיום בישראל. יצוין, כי יעד ההתפלה לשנת 2050 עומד על 1,750 מלמ"ק לשנה. הקמת המתקנים המוזכרים לעיל משתלבים בתכנית זו.

בעשור האחרון, חל גידול של כ-18.5% בצריכת המים הכוללת בישראל, בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי (כ-21.5%) בצריכה הביתית (לרבות הצריכה התעשייתית אשר משנת 2015 משויכת לצריכה ביתית). הסיבות לגידול בביקוש למים כוללות, בין היתר, גידול באוכלוסייה, עליה ברמת החיים, גידול בצריכה במגזר הערבי והבדואי וגידול באספקת המים לרשות הפלסטינאית ולירדן. על פי נתוני רשות המים, כפי שמובאים על ידי מקורות, צריכת המים בישראל, עומדת בשנת 2023 על כ-2,413 מלמ"ק (מתוכם כ-46% משויכים לצריכה ביתית ותעשייתית, והשאר לחקלאות), בעוד שהיקף המים המוזרמים לרשות הפלסטינאית ולירדן עומד בשנת 2023 על כ-211.5 מלמ"ק.

¹ רשות המים ומרכז המחקר והמידע של הכנסת
² מבקר המדינה - אסדרה של מתקני התפלת מי ים ופיקוח עליהם

הסביבה העסקית

שוק המים בישראל (המשך)

במקביל, מתמודדת ישראל שנים רבות עם משבר מים המתבטא במיעוט משקעים (וזאת על אף עליות אנקדוטליות בכמויות המשקעים, לדוגמה בשנים 2019-2020), הידלדלות מקורות המים הטבעיים שבה (מי תהום, מקורות מים עיליים וימת הכנרת) וזיהומם. בנוסף, ניצול יתר של משאבי מים טבעיים גורם להמלחת מי התהום, להפחתת זרימות המים בנחלים ולייבוש מעיינות. לשם התמודדות עם המחסור הגובר במים, ננקטים מספר מהלכים, אשר עיקרם הגדלת היצע המים המותפלים, כאמור לעיל, והגברת השבת הקולחים (בעיקר לחקלאות). לצד מהלכים אלה להגדלת מקורות המים, ננקטו צעדים להפחתת הצריכה, כגון חקיקה בעניין היקף צריכה כוללת מותרת למטרת חקלאות, העלאת תעריפי מים וחינוך והסברה לחיסכון במים. בחודש נובמבר 2021 התקשרו ישראל, ירדן ואיחוד האמירויות במזכר הבנות לפיו תייצא ירדן לישראל חשמל סולארי בהיקף של 600 מגה-וואט בתוספת אגירה בשלב הראשון, וישראל תבחן יצוא מים מותפלים לירדן בהיקף של עד 200 מלמ"ק. בשנים 2022-2024 יצאה ישראל לירדן בממוצע כ-106 מלמ"ק בכל שנה.

תעריפי המים

את תעריפי המים קובעת רשות המים והם אחידים לכל הצרכנים, הן אלו שמקבלים את השירותים מתאגדי המים והן אלו שמתגוררים ברשויות מקומיות שטרם הקימו תאגיד (או שפטורות מחובת הקמתו). רשות המים קובעת גם תעריף אחיד של אגרת הביוב תאגידי המים, והאגרה נכללת בתעריפי המים.

הסביבה העסקית

שוק המים בישראל (המשך)

מקורות מים טבעיים

כאמור לעיל, בישראל ישנם שלושה מקורות מים טבעיים מרכזיים האוגרים כ-2/3 מכמות המים המתחדשים מידי שנה: ימת הכנרת, אקוויפר החוף ואקוויפר ההר. מקורות מים אלו מכונים "המערכת התלת אגנית" ואליהם מתנקזים מרבית מי הגשמים היורדים בחודשי החורף. שלושת מאגרי המים מחוברים בניהם במערכת המוביל הארצי. להלן פירוט המקורות:

- אגן הכנרת - אגן הכנרת הינו מכלול כל מאגרי מי התהום אשר מתנקזים לאגם הכנרת, הממוקם בצפון מזרח מדינת ישראל. מקורות המילוי החוזר של אגן הכנרת, המספק כ-8% מצריכת המים בישראל, הם משקעים ישירים. רוב המים המנוצלים באגן זה הם מים עיליים בשאיבה ישירה מהכנרת בעוד מי התהום באגן מנוצלים בהיקף קטן בלבד. שטח ימת הכנרת מהווה 1/16 משטח אגן ההיקוות ועומד על כ-160 קמ"ר. הכנרת משמשת הן כמקור אספקת מים למערכת הארצית והן כמאגר תפעולי.

- אקוויפר החוף - אקוויפר החוף הינו מאגר מי תהום הממוקם לאורך מישור החוף של ישראל מתחת לפני הקרקע ומשתרע על פני שטח של כ-1,800 קמ"ר, מהכרמל ועד חבל עזה. האקוויפר מורכב משכבות חול וכורכר רדודות שיושבות מעל שכבה בלתי חדירה. אקוויפר החוף זמין ונוח לניצול וקידוח, אך רגיש מאוד לזיהומים. המילוי החוזר הטבעי לאקוויפר מוערך בכ-250 מלמ"ק בשנה, אשר מנוצל במלואו באמצעות מאות קידוחים הפרוסים לאורכו ורוחבו.

- אקוויפר ההר - אקוויפר ההר (אגן ירקון-תנינים) משתרע בין רכסי הרי יהודה ושומרון במזרח לחוף הים התיכון במערב, ובין עמק יזרעאל והכרמל בצפון לסיני בדרום. מי אקוויפר ההר נחשבים למים טובים ופחות פגיעים לזיהומים. מהאקוויפר ניתן לשאוב כמות של כ-304-484 מלמ"ק מים בשנה, והוא ניזון בעיקר ממי גשמים.

מקורות מים מלאכותיים

- התפלה - התפלת מים היא הפרדה בין המים למלחים המומסים בהם כדי לקבל מים ראויים לשימוש. היות שבישראל שורר מחסור תמידי במים טבעיים, מים מותפלים משמשים מקור מים חשוב ומרכזי במשק המים. נכון להיום, כמעט 90% מהמים המותפלים מופקים בחמישה מתקנים להתפלת מי ים, והשאר מופקים במתקנים להתפלת מי תהום מליחים (רובם בערבה). כל מתקני ההתפלה, למעט מתקן פלמחים שבבעלות בלוג'ן, הוקמו בשיטת BOT (Build, Operate, Transfer) שבה הזכיין מתכנן, בונה ומתפעל את המתקן למשך 25 שנים, שבסיומן עובר המתקן לבעלות המדינה. מתקן ההתפלה בפלמחים הוקם בשיטת BOO (Build, Operate, Own), המתקן נשאר בבעלות הזכיין בסוף התקופה. בלוג'ן הינה אחד משני שחקני ההתפלה המובילים בישראל, ונכון להיום נתח השוק שלה בתחום התפלת מי ים מוערך בכ-24%.

- השבת קולחים - במדינת ישראל נוצרים מדי שנה כ-693 מלמ"ק שפכים. מרביתם (93%) עוברים טיהור ברמה כלשהי במתקני טיהור שפכים הממוקמים, בדרך כלל, בסמוך לכל עיר. בכ-87% מהשפכים המטופלים נעשה שימוש חוזר, בעיקר לצורך השקיה חקלאית. שיעור השבת הקולחים בישראל הוא מהגבוהים בעולם. ההשבה מתבצעת באמצעות עשרות מפעלים לטיפול בשפכים, כאשר במהלך שנת 2023 נצרכו כ-537 מלמ"ק³ של מי קולחין, כ-83% מתוכם שימשו לצרכים חקלאיים. בלוג'ן הקימה ומפעילה מט"ש⁴ מוניציפאליים גדולים ובינוניים רבים, בין היתר מט"ש עכו, מט"ש בית שאן, מט"ש אשדוד, מט"ש קולחי השרון, מט"ש תימורים ומט"ש שדרות.

- טיוב מי בארות⁴ - בשל חריגות מהאיכות הנדרשת בתקנות מי שתיה, בעשורים האחרונים נפסלו על ידי משרד הבריאות כ-200 קידוחים לאספקה ישירה של מי שתיה. לרוב, החריגות מהתקן נבעו משילוב של דעיכה מתמשכת באיכות מי התהום, גילוי מוקדי זיהום חדשים באקוויפר או החמרה של תקן מי השתיה.

³ סקר צריכת המים לשנת 2023 – רשות המים.

⁴ המידע להלן מאתר רשות המים: https://www.gov.il/he/departments/policies/tube_wells

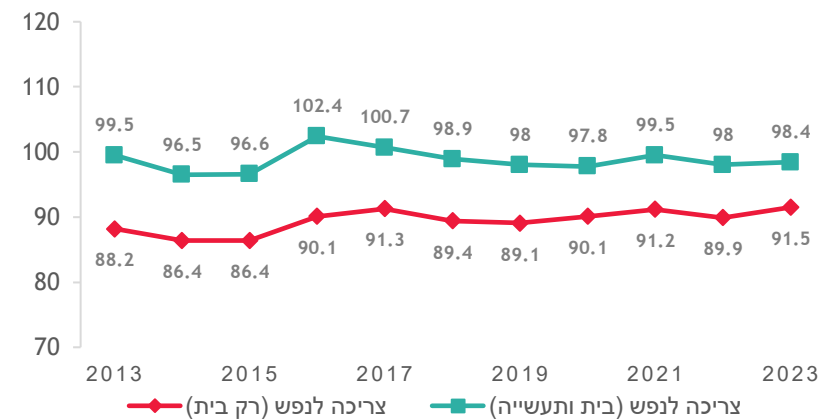
הסביבה העסקית

שוק המים בישראל (המשך)

בנוסף לאמור, תהליכי ייצור רבים בתעשייה (כגון: תחנות כוח, מפעלי מזון, פארמה ופטרוכימיה) דורשים מים באיכויות הגבוהות באופן משמעותי מאיכויות מי שתייה (הנקראים "מי תהליך" או "מים לתעשייה"). בתחום זה חומר הגלם העיקרי הינו מי מקורות, כאשר במפעלים מסוימים נעשה שימוש גם במים מותפלים או מי בארות. מים אלה מטופלים על ידי מספר מערכות טיוב בהתאם לדרישת התעשייה הרלוונטית. יצוין, כי בתחום המים לתעשייה ישנה מגמת קיטון לאור צמצום מפעלי התעשייה בישראל, למעט בתחום המים לתחנות כוח שעודנו נמצא בצמיחה.

ביקוש וצריכת המים בישראל

להלן, תרשים המציג את כמויות צריכת המים הסגולית לנפש בישראל בשנה (במ"ק):



צריכת המים הסגולית מחושבת כסה"כ צריכת המים השפירים למגזר הביתי (כל צריכה שאינה חקלאית) מחולקת לאוכלוסייה. בתכנית האב למשק המים משנת 2012 ניתנה תחזית מאזן מקורות המים בישראל לטווח הבינוני והארוך (בהנחה שהיצע המים הטבעיים יפחת והיקף השבת הקולחים יגדל). לפי תחזית זו עתיד להיווצר פער בין היצע המים ובין הצריכה ופער זה עתיד ללכת ולגדול בעשורים הבאים. עד שנת 2030, צפוי היצע של 2,715 מלמ"ק ומחסור של 50 מלמ"ק לעומת הצריכה הצפויה; ובשנת 2050 צפויים היצע של כ-2,900 מלמ"ק ומחסור של 671 מלמ"ק לעומת הצריכה הצפויה.

לפי התכנית, כדי להתמודד עם הפער בין ההיצע לביקוש נדרשת השלמה על ידי מקורות מים מלאכותיים (התפלת מים מליחים ומי ים וייבוא מים) – השלמה של כ-1,500 מלמ"ק עד שנת 2050.

במהלך 2018 החליטה הממשלה על תוכנית אסטרטגית להתמודדות עם תקופות בצורת במשק המים בשנים 2018 – 2030. החלטה זו כוללת בין היתר, הנחיה להיערך להגדלת כושר ייצור המים הקיים באמצעות מתקני התפלה, כך שההיקף הכולל של מי ים מותפלים בשנת 2030 יעמוד על 1,100 מלמ"ק בשנה.

מבנה משק המים

חוק המים, התשי"ט-1959 מסדיר את נושא המים בישראל בקביעת מדיניות מרחבית כוללת, והוא ההסדר המשפטי המקיף ביותר בנושא משק המים בישראל. החוק קובע כי מקורות המים במדינה הם קניין הציבור, נתונים לשליטתה של המדינה, ומיועדים לצורכי תושביה ולפיתוח הארץ. שרשרת אספקת המים מורכבת מכמה מקטעים ומאופיינת בריבוי גורמים:

- מקטע ההפקה - כולל את חברת מקורות, מתקני התפלת מי ים, וספקים מקומיים שעוסקים בשאיבת מים.
- מקטע החלוקה - נכללים בעיקר תאגידי מים, רשויות מקומיות שטרם התאגדו או שאינן חבות בתיאגוד, וספקים מקומיים אחרים.
- מקטע איסוף וטיפול בשפכים - בדרך כלל, ספקי המים (ותאגידים אחרים) גם אוספים את הביוב מצרכני הקצה ומעבירים אותו למתקני טיפול בשפכים, המוחזקים על ידי איגודי ערים או ספקים מקומיים.
- מקטע השבת קולחין - שימוש בשפכים שעברו טיפול לטובת השקייה חקלאית.

על כל אותם מאות גופים מפקחת הרשות הממשלתית למים ולביוב (רשות המים).

הסביבה העסקית

שוק המים בישראל (המשך)

רשות המים

בינואר 2007 הוקמה הרשות הממשלתית למים ולביוב (להלן: "רשות המים"), רשות פיקוח ממלכתית בתחום שירותי המים והביוב. הרשות הוקמה כדי לרכז את סמכויות הניהול והאסדרה שתהווה גורם ממשלתי יחיד שיופקד על ניהול משק המים בישראל, להסדירו ולפקח עליו. רשות המים אחראית לרגולציה של משק המים, ניהולו, תפעולו ופיתוחו. כן אחראית הרשות על שימור ושיקום מקורות מים טבעיים, פיתוח מקורות מים חדשים וקביעת המחירים למגזרים השונים, קביעת אמות מידה לשירותים שעל תאגידי המים לספק; פיקוח על קיום חובות התאגיד לפי אמות המידה; קביעת כללים לחישוב עלות השירותים שעל התאגיד לספק וכללים בדבר תשלומים ותעריפים.

את תעריפי המים קובעת רשות המים והם אחידים לכל הצרכנים (בין אם מקבלים את השירותים מתאגיד המים ובין אם מהרשויות המקומיות), והם כוללים גם את אגרת הביוב.

מנהלת ההתפלה (WDA)

מנהלת ההתפלה הינה גוף בין משרדי אשר אמון על ניהול ההסכמים עם מתקני ההתפלה לאורך כל תקופת ההסכם משלב המכרז, ההקמה והתפעול.

חברת מקורות

חברת מקורות היא חברת תשתית המספקת את מרבית המים הנצרכים בישראל. מקורות, שמוגדרת חברת המים הלאומית, היא חברה בבעלות ממשלתית מלאה ופעילותה כפופה לרשות המים. היא משמשת ספק שירות חיוני ויש לה מונופול בתחום הולכת המים ואספקתם. עיקר פעילותה של מקורות הוא הפקת מים שפירים (או רכישתם) והולכתם בצנרת מרכזית עד למרכזי צריכת מים. נוסף על כך, חברת מקורות פועלת בתחומי השבת קולחים, אספקת מים מליחים והתפלה. מערכות התשתית המשמשות את מקורות הוקמו בהדרגה, בד בבד עם התפתחות המדינה. בשנת 2021 חברת מקורות סיפקה 39% מהמים בישראל וכ-79% מהצריכה הביתית.

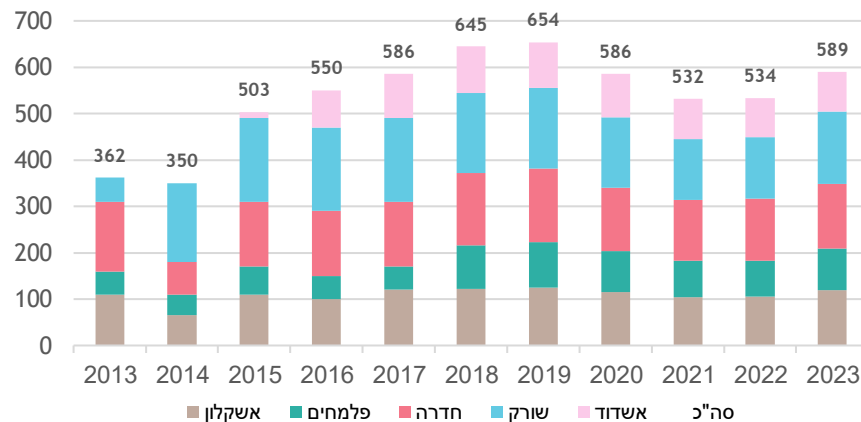
הסכם אספקת מים מותפלים לירדן

הסכם השלום שנחתם מול ירדן ב-1994 כלל התייחסות מקיפה לחלוקתם של משאבי המים, וקבע בין השאר כי ישראל תעביר מדי שנה 50 מלמ"ק של מים לירדן במחיר עלות. ב-2021 הכפילה ישראל את הכמות, וחתמה עם ירדן על הסכם שבו היא מספקת לממלכה 50 מלמ"ק נוספים (100 מלמ"ק סך הכל) ברבות השנים נעשו ניסיונות להרחיב את שיתופי הפעולה בתחום המים, מספר פרויקטים משמעותיים מהסוג הזה קודמו, אך לא הושלמו.

ההסכם שנחתם אז היה לתקופה של שלוש שנים והגיע לסיומו במאי 2024. למרות בקשתה הראשונית של ירדן להארכת ההסכם בחמש שנים נוספות, הוחלט על הארכה מוגבלת של חצי שנה בלבד. נכון למועד זה, אין מידע זמין לגבי המשך ההסכם מעבר לתקופת הארכה המוגבלת שהוסכמה.

התפלה לאורך השנים

בשנת 2023 הופקו בישראל כ-589 מלמ"ק מים מותפלים לעומת כ-534 וכ-532 מלמ"ק בשנים 2022 ו-2021 בהתאמה. להלן כמויות המים שהותפלו בשנים 2013-2023 בפילוח לפי מיקום המתקן בו בוצעה ההתפלה:



הסביבה העסקית

התפלת מים בישראל

היות שבִּישראל שורר מחסור במים טבעיים, מים מותפלים הם מקור חשוב ומרכזי במשק המים. מתקן ההתפלה הראשון בישראל הוקם באילת בשנות ה-70. בשנת 1999, על רקע משבר מים חמור, קבעה ממשלת ישראל כי יש להיערך להתפלת מי ים. בשנים הבאות קיבלה הממשלה שורה של החלטות על הקמת מתקני התפלה, ומתקן התפלת מי הים הראשון החל לפעול בשנת 2005 באשקלון. עד אוקטובר 2015 החלו לפעול בנוסף עוד ארבעה מתקנים להתפלת מי ים: פלמחים (2007), חדרה (2009), שורק (2013) ואשדוד (2015); נוסף עליהם פועלים ברחבי ישראל עוד כמה מתקני התפלת מים מליחים, שמפיקים כמה עשרות מל"ק נוספים בשנה. להערכת החברה, כמות המים השנתית המותפלת במתקני ההתפלה שבהחזקתה (פלמחים ואשדוד), מהווה כ-30% מכמות המים של כלל מתקני ההתפלה בישראל.

רוב מתקני ההתפלה הוקמו בשיטת BOT (Build, Operate, Transfer), שבה הזכיין מתכנן, בונה ומפעיל את המתקן למשך תקופה, ובסיומה עובר המתקן לבעלות המדינה. המתקן בפלמחים הוקם בשיטת BOO ויישאר בבעלות הזכיין בסוף תקופת הזכינות.

בנוסף, מוקמים בימים אלו שני מתקנים נוספים: שורק 2 שיספק 200 מיליון מ"ק בשנה, אשר נמצא בשלבי הקמה מתקדמים וגליל מערבי שיספק עוד 100 מיליון מ"ק בשנה, אשר נמצא בתחילת הקמתו וצפוי להתחיל לפעול בשנת 2027.

בשנת 2021 הכריזה רשות המים כי היא מתחילה בהאצת תכנית סטטוטורית לתכנון מתקן התפלה שמיני במדינת ישראל אשר עתיד לקום באזור עמק חפר שבשרון. הספק של המתקן המתוכנן הוא 400 מיליון מ"ק לשנה.

במהלך פברואר 2024 פורסם המכרז לשיפוץ, הרחבה ולהפעלה של מתקן ההתפלה באשקלון, שמגיע לסיום תקופת הזיכיון הראשונה שלו, ויוצא כעת למכרז BOT נוסף. במסגרת המכרז החדש, מבקשת המדינה כי הזכיין שיזכה בו יגדיל משמעותית את נפח המתקן מכ-120 מל"ק בשנה כיום לכ-220 מל"ק.

יחד עם הדרישה להגדיל את אשקלון בעוד 100 מיליון מ"ק בשנה, כלל מתקני ההתפלה בישראל צפויים לספק ב-2030 כמיליארד מ"ק בשנה – כמעט כל היקף צריכת המים הצפויה למשקי הבית ולתעשייה בישראל בשנה זאת.

בצורת ישראל

כפי שעולה מנתונים שפרסמה רשות המים החורף האחרון היה מהשחונים ביותר שידעה ישראל במאה השנים האחרונות. במהלך העונה נמדדו כמויות משקעים נמוכות במיוחד, כאשר באזורים הקריטיים למילוי מקורות המים נרשמה כמות של כ-55% בלבד מהממוצע הרב-שנתי. בדרום הארץ המצב היה חמור אף יותר, עם כ-33% בלבד מהממוצע. מפלס הכנרת עלה בינואר ב-2 ס"מ בלבד, וספיקת נהר הירדן הייתה הנמוכה ביותר מאז שנת 1960. לראשונה מזה שנים, לא נרשמו גאות משמעותיות בנחלי הארץ במהלך ינואר – תופעה שהעידה על היובש הקיצוני. היוצא מן הכלל היחיד היה אירוע גשם מקומי באזור מורדות הכרמל, שם תחנות מדידה בזיכרון יעקב ומעגן מיכאל הציגו נתונים חריגים, כולל תחנת נחל תנינים שבה נמדדו 563 מ"מ – מעל הממוצע העונתי. למרות גשמים קלים שירדו בהמשך, הם לא שיפרו את המצב באופן משמעותי. ראש רשות המים, יחזקאל ליפשיץ, ציין כי היערכות מוקדמת וניהול מושכל של משק המים אפשרו אספקה סדירה של מים, תוך ניטור מתמיד של מקורות המים ובחינת דרכים להרחבת יכולות ההפקה והייצור.

הסביבה העסקית

שוק המים בחו"ל

השוק הבינ"ל נמצא במגמת גידול בדרישה לפתרונות התפלה וטיפול בשפכים. פחות מ-30% מצרכי העולם מסופקים במיחזור מי שפכים, בעוד שחלקים שלמים בעולם נמצאים במחסור אמיתי של מי שתיה. הבצורת ונזקי האקלים רק מהשנה שעברה הדגישו צרכים הולכים ועולים אף בעולם המערבי המתקדם-חלק ממדינות אירופה, ומדינות ארה"ב המחפשות פתרונות ושירות בתחומים אילו.

שוק המים והשפכים בעולם מוערך בכ-800 מיליארד דולר כאשר השוק המוניציפלי מהווה כ-75% והשאר תעשייתי. כ-50% משוק המים משויך לתפעול ותחזוקה, וטכנולוגיות מים ושפכים מהווים כ-13% לפי שווי שוק שמוערך ב-105 מיליארד דולר, מתוכם 47% משויכים לטיפול בשפכים, 37% משויכים לטיפול מים, והשאר טיפול בבוצה.

על רקע היכולות המתקדמות של בלוג'ן בהתפלה ובבניית מתקנים רבים המספקים פתרונות הן למגזר התעשייתי והן למגזר המוניציפלי, בלוג'ן משקיעה מאמצים בחדירה לשווקים בין-לאומיים עם מערך מכירות ותמיכה לקידום אסטרטגית החברה. פתרונות המים והשפכים מאפשרת לחברה להציע מגוון רחב של פתרונות בהתאמה לתעשייה וללקוח. לחברה מאות רפרנסים בפתרונות למגזר התעשייתי, בין היתר בתחומי הפארמה, מזון, טקסטיל, כימיקלים פטרוכימי ועוד, עם פרויקטים מוצלחים שבוצעו במעל 50 מדינות בעולם.

הסביבה העסקית

תחום פעילות טיפול בפסולת וקרקעות מזוהמות

בשנת 2023 נאספו ברשויות המקומיות בישראל כ-6.26 מיליון טונות פסולת מוצקה (פסולת ביתית, מסחרית וגזם). בשנים האחרונות חלה עליה קבועה בכמות הפסולת הנאספת (בעשר השנים האחרונות עלתה כמות הפסולת בכ-20.8%), הנובעת מגידול האוכלוסייה ומגידול כמות הפסולת לנפש ליום (שעלתה בעשור האחרון בכ-4%). על פי הערכות המשרד להגנת הסביבה, כמות הפסולת העירונית תעלה ותגיע בשנת 2030 לכ-7.5 מיליון טונות.

היררכיית הטיפול בפסולת כוללת 5 רמות, מסודרות מהפתרון הסביבתי ביותר ועד לפתרון בעל ההשפעה הסביבתית השלילית ביותר:

- **הפחתה במקור** - כל פעולה הקשורה בעיצוב, בייצור, ברכישה או בשימוש בחומרים או במוצרים המובילה להפחתת כמות הפסולת לפני כניסתה לזרם הפסולת.
- **שימוש חוזר** - מוצרים הנאספים לאחר השימוש במטרה לעשות בהם שימוש חוזר לצורך אותה מטרה שלשמה נוצרו (לדוגמה: בקבוקים ומוצרי יד שניה).
- **מיחזור** - הוצאת חומרים מזרם הפסולת ושימוש בהם כחומרי גלם למוצרים חדשים.
- **השבה** - שאריות פסולות שאינן בנות מיחזור משמשות להפקת אנרגיה בטכנולוגיות מתקדמות: שריפה ישירה של פסולת, דלק מעובד מפסולת (RDF - Refuse Derived Fuel), גזיפיקציה (המרת חומרים אורגניים לגז סינתטי) ופירוליזה (פירוק חומר בטמפרטורות גבוהות). בהמשך לכך, אישורה הממשלה הקמת מתקן השבת אנרגיה מפסולת באזור התעשייה נאות חובב, שייעודו לטפל בפסולת עירונית באזור הדרום שאינה ניתנת למיחזור. המכרז להקמת המתקן והפעלתו כאמור צפוי להיות מסוג PPP, ובולג'ן יחד עם דקל תשתיות וקבוצת שפיר, הגישה הצעה במסגרת הליך המיון המוקדם, יחד עם חמש קבוצות נוספות, כאשר נכון לרבעון הראשון של 2025, החברה עברה את שלב ההליך מיון המוקדם כאמור, יחד עם ארבעה חברות נוספות שניגשו למכרז.
- **הטמנה** - הטמנת הפסולת נמצאת בעדיפות אחרונה בהיררכיית הטיפול בפסולת בשל עלותה הסביבתית הגבוהה. כיום מרבית הפסולת בישראל מוטמנת ב-13 אתרי הטמנה, רובם מרוכזים בדרום הארץ. להערכת החברה, היקף הפסולת המיועדת בכל שנה להטמנה בישראל עומדת על כ-4.7 מיליון טון.

מתקני פסולת בישראל

- **תחנות מעבר** - אתרים אליהן מופנית פסולת על ידי קבלני איסוף הפסולת באופן זמני, וממנה מועברת לתחנתה הסופית. ברובן המוחלט של תחנות מעבר אלה הפסולת ממוינת ברמה בסיסית ביותר (לדוגמה, חילוץ מתכות בלבד) ומרביתה מועברת להטמנה (כמפורט להלן). תחנות המעבר אינן עומדות בקנה אחד עם התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה.
- **מתקני מיון** - מתקנים מתקדמים המהווים תחליף לתחנות מעבר, הקולטים פסולת מעורבת וכן פסולת שנאספה בדרגות שונות של הפרדה ומבצעים תהליכי מיון לתוצרים שונים, המיועדים למחזור ו/או להשבה. כיום מתקנים אלו בישראל הינם ספורים, אולם התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה תומכת במעבר למתקנים אלה לצד סגירת תחנות המעבר.
- **קליטה וטיפול בפסולת הממוינת במפעלי המיחזור** - זרמי הפסולת הממוינת (בין אם מיונו על ידי משקי הבית במקור ובין אם במתקני המיון), מועברים לטיפול מקדים במפעלי מחזור שונים המטפלים בזרמי הפסולת ומייצרים מהם חומרי גלם שונים לשימוש חוזר במוצרים אחרים. קיימים מפעלים למחזור פסולת אלקטרונית, זכוכית, פלסטיק, צמיגים ופסולת בנין. יצוין, כי המשרד להגנת הסביבה תומך בהקמת מפעלי מחזור, בהגברת הביקושים למוצרים מחומרי גלם ממוחזרים ובמפעלים התומכים בתעשייה זו.
- **מתקני טיפול בפסולת אורגנית** - מתקנים שנועדו לטפל בחומר הפריק ביולוגית המגיע ממתקני מעבר ומיון פסולת או שהופרדו במקור.

הסביבה העסקית

תחום פעילות טיפול בפסולת וקרקעות מזוהמות (המשך)

המשרד להגנת הסביבה הקצה כ-1.8 מיליארד ש"ח לשם הקמת מתקנים אזוריים לטיפול בפסולת אורגנית, ובחודש דצמבר 2023, הגיעו המשרד להגנת הסביבה ומשרד האוצר לסיכום תקציבי לפיו המשרד להגנת הסביבה יתקצב בהרשאה להתחייב לפי קצב ביצוע בפועל ב-2 מיליארד ש"ח (כלומר, כספים בסכום זה שיאפשרו למשרד אשראי ובטוחות מדינה להתחייב על ביצוע מיזמים ולשלם כפוף לביצוע) על בסיס הכנסות עתידיות בין השנים 2024-2030. סיכום זה יאפשר הקמת מתקנים מתקדמים לטיפול בפסולת, כאשר על פי המשרד להגנת הסביבה, נדרשים עוד 10 מתקני מיון ו-17 מתקני טיפול בפסולת אורגנית עד שנת 2035

למרות גידול מסוים בשיעור הפסולת הממוחזרת בשנים האחרונות, כ-75%-80% מהפסולת בישראל מוטמנת, זאת לעומת 40% במדינות ה-OECD, 53% בארה"ב ו-35% באירופה.

בחודש דצמבר 2020 הוצגה התכנית האסטרטגית, אשר החזון העומד בבסיסה הינו הפיכת כלכלת מדינת ישראל עד שנת 2050 מכלכלה לינארית לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולות, בהתבסס על שלוש מטרות מרכזיות:

1. מניעת ייצור פסולת במקור והפחתת ייצור הפסולת לנפח.
2. הפיכת פסולת למשאב תוך ייעול השימוש במשאבים ומיצוי פוטנציאל השימוש בפסולת.
3. הפחתת ההשפעות הסביבתיות השליליות של שרשרת הטיפול בפסולת.

השגת המטרות האמורות, ובפרט בכל הקשור להפיכת הפסולת למשאב, תתאפשר, בין היתר, באמצעות חובת הפרדה במקור של זרמי הפסולת, וקידום מחזור של זרמי חומרים כגון פלסטיק, מתכת, נייר, זכוכית ופסולת אלקטרונית, הן באמצעות קביעת יעדי מחזור והן באמצעות שיפור תשתית ההפרדה של הפסולת ברשויות המקומיות, לדוגמה ברמת נגישות של התושבים לכלי אצירה לאיסוף זרמי פסולת שונים. בנוסף, על פי התכנית האסטרטגית, יש לפעול להקמת תשתית מלאה של מתקני מיון בפריסה ארצית, להטיל

מגבלות על הטמנה, לעדכן ולהרחיב את הרגולציה בעניין אחריות יצרן לזרמי פסולת ולתמוך בפיתוח תעשיית המחזור באמצעות תמיכה בהשקעות הון להקמת מפעלי מחזור ופיתוחם, תמיכה במו"פ יישומי ועידוד השימוש בחומר ממוחזר.

בתכנית האסטרטגית נקבעה סכמת טיפול מטרופוליני במקטעים הפנים עירוני והחוץ עירוני, כאשר במקטע הפנים עירוני יוצבו שלושה סוגי פחים בפתח הבית או הבניין (פח חום לפסולת אורגנית, פח כתום למגוון חומרים מתמחזרים ופח ירוק לפסולת שיורית), ובנוסף יוצבו פחי מחזור ייעודיים נוספים (למשל נייר וקרטון, זכוכית, טקסטיל וכו') במרחקים שונים מבתי המגורים. לאחר איסוף הפחים השונים, הפסולת תשוער ליעדים שונים בהתאם לתכולת פחי המחזור, כאשר החומרים המתמחזרים ישוערו למתקני מיון, שם הם יופרדו לזרמים שונים: החומרים המתמחזרים יועברו למפעלי מחזור בישראל ובחו"ל, והחומרים הנחוצים (שאינם מתמחזרים) יחולצו ויועברו להשבה (בעדיפות) או להטמנה.

לעמידה ביעדי המשרד להגנת הסביבה להפחתת שיעור ההטמנה ל-20%, יידרשו השקעות המוערכות במיליארדי ש"ח, וזאת להקמת עשרות מתקני טיפול בפסולת מכלל הסוגים. להערכת החברה, סך ההשקעות להקמת מתקנים חדשים בתחום, בשני העשורים הקרובים, עשוי לעמוד על כ-20 מיליארד ש"ח (ברוטו, לפני ניכוי מענקי הקמה מטעם קרן הניקיון). בלוג'ן, אשר יחד עם החברות הבנות שלה, ממוצבת כאחד מהשחקנים המובילים בענף הפסולת בישראל ופועלת בכל שרשרת הערך, נערכת להוביל את תנופת ההשקעות הצפויה בתחום בעשורים הבאים. יצוין כי להערכת החברה, בהינתן המצב הנוכחי בו נמצא משק הפסולת בישראל, הצורך בהקמת מתקנים חדשים הינו מיידי, וניכר כי תובנה זו משותפת גם למשרד להגנת הסביבה ולגופי הממשלה השונים.

התוכנית האסטרטגית כאמור עודכנה במהלך שנת 2024, למיון 100% מהפסולת, להורדת שיעור ההטמנה ל-65%, למחזור 51% מהפסולת ולעלייה בשיעור הפסולת המעורבת שתעבור מחזור והשבה לאנרגיה (מכלל הפסולת המיוצרת) ל-35% וכל זאת, עד לשנת 2030. התכנית האסטרטגית מגדירה כי עד הפיכת כלכלת מדינת ישראל לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולת עד שנת 2050.

בחודש אוקטובר 2024 פרסם משרד האוצר טיוטת תכנית כלכלית אשר קבעה, בין היתר, יעד של שיעור הטמנת פסולת עירונית שלא יעלה על 20% עד שנת 2050, ועוד קבעה שבהתאם לצרכי המשק נדרשים כ-100 מתקני קצה (השבה, הטמנה, מיון וטיפול).

פרק 3

ניתוח דוחות כספיים

ניתוח דוחות כספיים

דוח על המצב הכספי (מאזן)

להלן מאזני חברת בלוג'ן המאוחדים* ומבוקרים לימים 31 בדצמבר 2023-2024 וליום 31 במרץ 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.23	31.12.24	31.03.25
התחייבויות שוטפות				
	חלויות שוטפות של התחייבות בין הסכמי חכירה	18,467	18,861	21,108
	חלויות שוטפות של התחייבויות מתאגידים בנקאיים ואחרים	116,074	117,169	116,297
	חלויות שוטפות של הלוואות מבעל מניות	4,477	9,486	7,548
	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים	138,536	198,864	212,390
	ספקים ונותני שרותים	105,416	105,872	101,267
	זכאים אחרים	130,915	157,696	151,843
	חברת האם	3,927	2,459	775
	התחייבויות מסים שוטפים	444	902	1,135
	הפרשות	6,195	843	843
	סה"כ התחייבויות שוטפות	524,451	612,152	613,206
התחייבויות בלתי שוטפות				
	הלוואות מתאגידים מבנקים ואחרים	381,146	288,574	283,198
	הלוואות מבעלי מניות, לרבות מהחברה האם	126,032	136,517	130,356
	התחייבויות בגין הפסדי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	-	4,175	-
	זכאים אחרים לזמן ארוך	66,333	68,890	71,298
	התחייבות בגין הסכמי חכירה	69,649	56,736	55,773
	התחייבויות מסים נדחים	116,429	121,592	123,464
	הטבות לעובדים	2,396	2,593	2,593
	סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות	761,985	679,077	666,682
	הון עצמי	763,415	784,102	797,328
	סה"כ התחייבויות והון עצמי	2,049,851	2,075,331	2,077,216

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.23	31.12.24	31.03.25
נכסים שוטפים				
	מזומנים ושווי מזומנים	31,388	64,559	39,427
	פקדונות בנקאיים	15,813	15,039	19,056
	לקוחות	158,436	172,846	206,588
	חייבים אחרים	110,364	90,108	83,842
	מלאי	29,930	30,806	29,539
	חלויות שוטפות של חייבים בגין הסדרי זיכיון	3,092	6,912	6,778
	נכסי מסים שוטפים	2,614	1,769	1,691
	נכסי חוזה	110,859	122,800	132,558
	סה"כ נכסים שוטפים	462,496	504,839	519,479
נכסים בלתי שוטפים				
	השקעות והלוואות בחברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	223,691	276,992	275,095
	חייבים אחרים והלוואות לזמן ארוך	11,267	10,161	11,781
	חייבים בגין הסדרי זיכיון	34,526	31,719	30,943
	נכסי מסים נדחים	5,289	7,270	8,005
	הטבות לעובדים חייבים	220	220	220
	רכוש קבוע	526,742	497,103	490,027
	נכסי זכות שימוש	83,494	70,683	71,946
	נכסים בלתי מוחשיים	702,126	676,344	669,720
	סה"כ נכסים בלתי שוטפים	1,587,355	1,570,492	1,557,737
	סה"כ נכסים	2,049,851	2,075,331	2,077,216

*הדוחות המאוחדים כוללים איחוד של דרך הים, ק.מ.מ, חטיבת המים ושפכים וחטיבת הכימיקלים. כל שאר הנכסים העיקריים מטופלים על בסיס שווי מאזני.

ניתוח דוחות כספיים

ביאורים למאזן

(1) לקוחות – עיקר השינוי בסעיף הלקוחות הינו בגין מתקן התפלה דרך הים. חשבון יוצא למקורות אחת לחודשיים, כלומר בתום כל שלושה חודשים יתרת הלקוח מורכבת ממכירות שלושה חודשים.

(2) חייבים אחרים – מרבית הקיטון בין השנים נובע בשל קיטון ביתרות אשדוד, כתוצאה מקיטון במקדמות לספקים.

(3) נכסי חוזה – עיקר העלייה בין השנים נובעת מהתקדמות עבודות הקבלן באשדוד.

(4) אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים – מרבית הגידול ביום 31 במרץ 2025 לעומת 31 בדצמבר, 2024 נובעת מגידול באשראי בק.מ.מ. ובדרך הים בסך של כ-7 מיליון ש"ח ו-4 מיליון ש"ח, בהתאמה

מאזן כלכלי

דוחותיה המאוחדים של בלוג'ן כוללים את אלה של החברה ושל חברות הבת שלה, וכן את זכויותיה בחברות כלולות ובישויות בשליטה משותפת. חברות הבת של בלוג'ן בתחום המים ושפכים ובתחום הכימיקלים הן חברת סייקלין בע"מ וחברת וויסט קלין בע"מ (המהוות חלק מחטיבת הכימיקלים), חברת בלוג'ן תפעול מתקנים בע"מ וחברת אקוויז טכנולוגיות מים חכמות בע"מ (המהוות חלק מחטיבת המים והשפכים), חברת דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ, אשר מוחזקת במלואה על-ידי שותפות פלמחים (המוחזקת על-ידי החברה ב-51%) ומאוחדת במלואה וכן שותפות קבלן ההקמה של מתקן ההתפלה באשדוד אשר מאוחדת באיחוד יחסי. החברה, ביחד עם החברות המאוחדות שלה ללא דרך הים, ללא ק.מ.מ. וללא קבלן ההקמה של אשדוד, יקראו להלן ביחד: "**בלוג'ן סולו**", אשר מהווים למעשה את הפעילות של החברה הכוללת את חטיבת המים והשפכים וחטיבת הכימיקלים בלבד.

חוב נטו

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי החוב נטו של בלוג'ן סולו ליום 31 במרץ, 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.25
מזומנים ובנקים	26,608
השקעות בניירות ערך ובפקדונות	7,566
נכס פיננסי לזמן קצר	6,778
נכס פיננסי לז"א	30,943
אשראי והלוואות לז"ק בנקים	(181,043)
חלויות שוטפות הלוואות מבנקים	(7,474)
הלוואות מבנקים בניכוי חלויות שוטפות	(23,630)
אחרים	6,705
נכס מס נדחה	22,502
סה"כ	(111,045)

הון חוזר

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי ההון החוזר התפעולי של בלוג'ן סולו ליום 31 במרץ, 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.25
לקוחות	75,790
מקדמות מלקוחות	(41,626)
מלאי	19,681
עבודות קבלניות בביצוע	11,913
ספקים ונותני שרותים	(32,768)
הון חוזר אחר	(26,623)
סה"כ	6,367

הפסדים להעברה

נכון ליום 31 במרץ 2025 לחברה הפסדים להעברה בגובה של כ-105 מיליוני ש"ח.

ניתוח דוחות כספיים

דוח רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד מאוחדים מבוקרים של החברה לשנים 2023-2024 ולרבעון הראשון לשנת 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2023	2024	2025 Q1
הכנסות	928,052	898,472	212,476
שיעור שינוי בהכנסות	39.6%	-3.2%	-5.4%
עלות המכר	(777,562)	(701,258)	(165,575)
רווח גולמי	150,490	197,214	46,901
שיעור רווח גולמי	16.2%	21.9%	22.1%
הוצאות מכירה ושיווק	(74,226)	(52,464)	(13,019)
הוצאות הנהלה וכלליות	(65,057)	(75,660)	(19,825)
הכנסות (הוצאות) אחרות	22,931	8,701	167
הוצאות מחקר ופיתוח	(513)	(418)	(92)
רווח תפעולי	33,625	77,373	14,132
שיעור רווח תפעולי	3.6%	8.6%	6.7%
הכנסות מימון	13,956	16,897	5,115
הוצאות מימון	(56,786)	(61,011)	(12,576)
חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	13,279	15,670	562
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה	4,074	48,929	7,233
מיסים על הכנסה	(10,574)	(12,410)	(3,357)
רווח (הפסד) לתקופה	(6,500)	36,519	3,876

*לעניין תוצאות לא מבוקרות של המחצית הראשונה לשנת 2025 ראו נספח ב'

ביאורים לרווח והפסד

- הוצאות מכירה ושיווק – הקיטון בהוצאות המכירה והשיווק בשנת 2024 לעומת 2023 נובע בשל קיטון בשכר, משכורות והוצאות נלוות. ובנוסף הכרה בעלויות חד פעמיות בשנת 2023 בגין מכרז גליל מערבי.**
- הכנסות (הוצאות) אחרות – ההכנסות האחרות בשנים 2023-2024 וברבעון הראשון לשנת 2025 נבעו משינוי בשווי אופציית מכר לבעלי מניות המיעוט, הכנסות האחרות, דמי ניהול בדקל ורווח הון בק.מ.מ.**
- חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני – עיקר השינוי ברבעון הראשון בשנת 2025 נובע מהתייצבות בתוצאות פעילות מחזור הבקבוקים לאחר שתוצאות הפעילות בשנת 2024 היו גבוהות מהתוכנית העסקית.**

פרק 4

מתודולוגיה

מתודולוגיה

כללי

קיימות מספר מתודולוגיות שונות, שבהן ניתן להעריך את השווי של פעילויות חברה עסקית או נכסים. לכל אחת מן המתודולוגיות השונות ייחוד משלה והיא דורשת התייחסות לפרמטרים שונים ומתאימה לטיפול בסוגי נכסים או להערכת מצבים עסקיים שונים.

- שיטת היוון תזרימי המזומנים;
- שיטת ההשוואה לעסקאות דומות;
- שיטת השווי הנכסי.

גישת היוון תזרימי מזומנים

תחת גישה זו, שוויה של פעילות או נכס כלכלי נגזרים מתזרימי המזומנים שינבעו מהם במשך תקופה עתידית למועד ביצוע ההערכה. משך התקופה העתידית נקבע בהתאם לאופי הפעילות והתנאים הכלליים המגדירים אותה.

השלב הראשון בגישה זו, הינו בניית מודל מתמטי של "המציאות" העסקית אותה רוצים לאמוד. המודל הוא מערכת של קשרים לוגיים-מתמטיים בין פרמטרים שונים אותם מעריכים כמשפיעים על התוצאות העסקיות העתידיות של הפעילות/נכס נשואי הבדיקה. תוצאת המודל הינה שורה של תזרימי מזומנים, הנובעים מן הפרמטרים והנוסחאות השונות, ששימשו כהנחות למודל.

השלב השני, הינו היוון תזרימי המזומנים הנובעים מן המודל במחיר הון (ריבית), שנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחרת. פעולת ההיוון הינה הבאה לערכי הווה של ערכים עתידיים. מחיר ההון משקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות. ככל שהפעילות מוערכת כמסוכנת יותר, קרי, רמת הודאות הקיימת להתגשמות תזרימי המזומנים נמוכה יותר, כך יבחר מחיר הון גבוה יותר. ככל שמחיר ההון גבוה יותר, כך שווי התזרימים יהיה נמוך יותר.

גישת היוון תזרימי מזומנים (המשך)

לאחר שמתקבלת תוצאת היוון תזרימי המזומנים יש לבצע התאמות שונות בהתאם לכל פעילות. ההתאמות כוללות הערכת שווי השייר, קרי ערך תקופת הפעלה שלא נלקחה בחשבון בתזרימי המהוון (למשל תזרימי נבנה ל- 5 שנים ואילו הפעילות הכלכלית צפויה להמשך זמן רב יותר), התאמות שונות בגין סעיפים מאזניים קרי, הפחתה או הוספת ערכם של התחייבויות או נכסים עודפים לפעילות, שאינם נלקחים בחשבון במודל תזרימי המזומנים (למשל, ערכם של מזומנים עודפים יתווסף לשווי ואילו הלוואה שמשמשת למימון הפעילות תגרע מהשווי).

השימוש העיקרי בגישה זו נעשה בהערכת עסקים חיים (Ongoing Concern), אשר יש לגביהם ולגבי תחום הפעילות שלהם נתוני עבר מספיקים, שיכולים להוות בסיס למודל המשקף מציאות עסקית. ככל שהפעילות המוערכת קיימת זמן רב יותר ובידי המעריך נתונים רבים ומדויקים יותר לגבי תוצאות העבר שלה, כך יקל לבנות מודל מציאותי אמין.

נתוני הפעילות המוערכת אינם היחידים החשובים. יש צורך בנתונים ובהערכות מדויקות ככל האפשר לגבי הסביבה העסקית בה נערכת הפעילות, קרי, נתונים וההערכות בנושאי רגולציה, מתחרים קיימים ומתחרים פוטנציאליים, ספקים לקוחות וכיו"ב. ככל שנתונים וההערכות מדויקות יותר, כך איכותה של ההערכה תהיה גבוהה יותר ולהפך, ככל שהנתונים וההערכות שבבסיס המודל רחוקות מן המציאות, כך איכותה של הערכת השווי יורדת.

מתודולוגיה

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של הנכס נשוא ההערכה, או של נכסים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה בפרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה.

כדי להשוות לעסקאות שנעשו בעסקים דומים, יש למצוא עסקאות הדומות מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת בצורה נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלולות להיות שנויות במחלוקת. כמו-כן, התבססות על עסקאות, שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת השווי, מבטיחה כי השווי שמתקבל בשיטה זו יסתמך על מציאות כלכלית וסביבה עסקית דומות, המשתקפות נאמנה דרך מחיר השוק. החיסרון העיקרי של שיטה זו הנו הקושי הקיים, בדרך-כלל, במציאת עסקאות דומות, מהן ניתן לגזור את שווי העסק / הנכס המוערך.

שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על שווי נכסים או התחייבויות, כפי שהם משתקפים במאזן החברה. ההערכה יכול שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות. שיטה זו מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן.

הגישה מתאימה גם להערכה של עלות ההקמה של עסק או נכס דומה, אך לא בהכרח להערכת פוטנציאל הרווח הצפוי לנבוע מנכסי העסק. החיסרון העיקרי של השיטה נעוץ בעובדה שהשיטה מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הקיים בעסק מעבר לנכסים הרשומים בספרים.

IFRS13 מדידת שווי הוגן

תקן דיווח כספי בינלאומי 13 - מדידת שווי הוגן, מגדיר את אופן מדידת השווי ההוגן לצורך יישום מודל הערכה מחדש. התקן מגדיר שווי הוגן כמחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או מחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה.

התקן מדגיש כי מדידת שווי הוגן היא לנכס מסוים או להתחייבות מסוימת. לפיכך, בעת מדידת שווי הוגן ישות תביא בחשבון את המאפיינים של הנכס או של ההתחייבות אם משתתפים בשוק היו מביאים בחשבון מאפיינים אלה בעת המחרת הנכס או ההתחייבות במועד המדידה. מאפיינים כאלה כוללים, לדוגמה, את המצב והמיקום של הנכס וכן מגבלות, אם קיימות, על מכירת הנכס או על שימוש בנכס.

בהתאם לתקן, עקרונות מדידת השווי ההוגן צריכים להניח שהנכס או ההתחייבות מוחלפים בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק למכירת הנכס או להעברת ההתחייבות במועד המדידה בתנאי שוק נוכחיים. מדידת השווי ההוגן תניח שהעסקה למכירת הנכס או להעברת ההתחייבות מתרחשת בשוק העיקרי של הנכס או של ההתחייבות, או בהיעדר שוק עיקרי, בשוק הכדאי ביותר עבור הנכס או ההתחייבות.

השווי ההוגן של נכס או של התחייבות יימדד תוך שימוש בהנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, בהנחה שמשתתפים בשוק פועלים לטובת האינטרסים הכלכליים שלהם.

המחיר בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) שמשמש למדידת השווי ההוגן של הנכס או של ההתחייבות לא יותאם בגין עלויות עסקה. עלויות עסקה יטופלו בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים אחרים. עלויות עסקה אינן מאפיין של נכס או של התחייבות. במקום זאת, הן ספציפיות לעסקה והן יהיו שונות בהתאם לדרך שבה הישות מתקשרת בעסקה לנכס או להתחייבות.

עלויות עסקה אינן כוללות עלויות הובלה. אם מיקום הוא מאפיין של הנכס (כפי שיכול להיות המקרה, לדוגמה, עבור סחורת יסוד (commodity), המחיר בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) יותאם בגין העלויות, אם קיימות, שיתוהו להובלת הנכס מהמיקום הנוכחי שלו לשוק זה.

מתודולוגיה

שיטת הערכת השווי שנבחרה

בעבודה זו, חישובנו את שווי החברה באמצעות חיבור של שווי מרכיביה השונים. לצורך כך אימצנו מספר גישות כדי להעריך את השווי:

1. שיטת הויון תזרימי המזומנים (DCF). על-פי גישה זו, בנינו את תזרימי המזומנים העתידיים שפעילות צפויה להפיק בתרחיש סביר, על בסיס הפרמטרים אשר יפורטו להלן. תזרימי המזומנים העתידיים הונו בשיעור ניכין לאחר מס הנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחנת, ואשר משקף את רמת הסיכון הקיימת בה.
2. שיטת הויון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE) – שיטה זו דומה במהותה לשיטת הויון תזרימי המזומנים (DCF), רק שבשיטה זו נלקחים בחשבון היבטי מימון.

נציין כי מאחר והערכת השווי מבוצעת ליום ה-30 ביוני, 2025 בהתבסס על הדוחות הכספיים ליום ה-31 במרץ, 2025, תחזיות תזרימי המזומנים בניתוחי ה-DCF (שיוצגו להלן) מתחילות במועד ה-31 למרץ 2025, אך במקביל מהוונות ליום 30.06.25.

להלן שלבי הערכת השווי בשיטת הויון תזרימי המזומנים:

- ניתוח שוק המכירות של הפעילות;
- ניתוח ההכנסות ההיסטוריות של הפעילות, לפי סוגי המוצרים/שירותים;
- חיזוי ההכנסות;
- ניתוח מבנה ההוצאות וחיזוי ההוצאות, הנדרשות להשגת ההכנסות;
- חיזוי ההשקעות הנדרשות בתקופת הבדיקה;
- בניית דו"ח רווח והפסד חזוי לשנות התחזית;
- חישוב השווי הכלכלי של הפעילות על-ידי הויון תזרימי המזומנים התפעולי ותזרימי ההשקעות, תוך שימוש במחיר הון משוקלל, המותאם לסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפעילות;

להלן שלבי הערכת השווי בשיטת הויון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE)

- נקודת המוצא היא הרווח הנקי (לאחר מימון);
- בשיטה זו תזרימי המזומנים הסופי שנגיע אליו כולל בתוכו נכסים שאינם תפעוליים ולכן אין צורך להוסיף יתרות מאזניות נוספות
- חישוב תנועת המזומנים הקשורה לחוב הפיננסי שקיים בחברה.

מתודולוגיה

קביעת מחיר ההון המשוקלל

כדי לקבוע את שווי הפעילות על פי מודל היוון תזרימי המזומנים, יש לקבוע את מקדם ההיוון הרצוי להיוון תזרימי המזומנים החופשיים, קרי תזרימי המזומנים התפעולי ולאחר ההשקעות ברכוש קבוע ושינוי בהון חוזר, במחיר הון המשקף את הסיכון בפעילות. מקדם ההיוון מהווה את הבסיס להיוון תזרימי המזומנים העתידיים ותרומם לערכים נוכחיים.

לצורך קביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות, נעשה שימוש בנוסחת ה-WACC ובמודל ה-CAPM.

הנוסחה לקביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות הינה:

$$WACC = D/(D + E) * Kd * (1 - T) + E/(D + E) * Ke$$

מחיר ההון המשוקלל של הפעילות מורכב ממחיר החוב של הפעילות ומחיר ההון העצמי. עלות החוב מוכרת לצורכי מס, כך שהעלות האפקטיבית נמוכה יותר בגלל זיכוי המס.

להלן פירוט המשתנים המשמשים לחישוב מחיר ההון המשוקלל של הפעילות:

מרכיב ההון הזר – הינו החלק היחסי של החוב המשוערך (Debt) מתוך שווי הפעילות (שווי ההון העצמי + Equity + חוב חיצוני Debt).

מרכיב ההון העצמי – הינו החלק היחסי של ההון העצמי (Equity) מתוך שווי הפעילות (שווי ההון העצמי + Equity + חוב חיצוני Debt).

T – שיעור מס חברות בישראל למועד ההערכה שהינו 23%.

Kd – עלות ההון הזר.

מחיר ההון העצמי (Ke) – אחת הדרכים המקובלות לחישוב מחיר ההון העצמי היא באמצעות מודל השוק – C.A.P.M (Capital Asset Pricing Model). מודל זה מחשב את מחיר ההון העצמי בהתבסס על שיעור התשואה על מקורות ההון חסרי הסיכון (כגון אג"ח ממשלתיות), בתוספת פרמיה הנדרשת בגין סיכון הפעילות וסיכוני השוק. סיכון השוק מוגדר כתוספת המבוקשת על ידי המשקיעים מעל לשער הריבית חסר הסיכון במשק. ההתאמה לסיכוני הפעילות נעשית על ידי הכפלת פרמיית הסיכון של השוק במקדם הסיכון השיטתי של הפעילות. הסיכון השיטתי מייצג את גמישות ההשתנות במניות הקבוצה בהשוואה להשתנות כלל מניות השוק. מחיר ההון העצמי לפי גישה זו מחושב על פי הנוסחה הבאה:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$$

תשואה חסרת סיכון (Rf) – זוהי תשואת המינימום הנדרשת על ידי משקיע בגין השקעה "חסרת סיכון". תשואה זו נקבעה על בסיס התשואה הנומינלית של איגרת חוב ממשלתית של מדינת ישראל למועד ההערכה ובהתאם למח"מ של הפעילות.

מקדם הביתא (β) – מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו. כאשר מקדם זה גדול מ-1, לחברה רגישות גבוהה לשינויים במצב השוק (מניה אגרסיבית, קרי, השינוי בה גדול מהשינוי בתשואת השוק, לטוב או לרע). כאשר מקדם זה קטן מ-1 שווי הפעילות רגיש פחות מהממוצע לשינויים במצב השוק. כאשר מקדם זה שלילי (מקרים נדירים ביותר), הפעילות מגיבה בצורה הפוכה למצב השוק.

פרמיית הסיכון של השוק (Rm - Rf) – התשואה הצפויה העודפת מעבר לריבית חסרת הסיכון, אותה מצפים לקבל מהשקעה מבוזרת בשוק המניות. פרמיית הסיכון של מדינת ישראל הינה 6.05%.

פרמיית גודל (SCP) - למחיר ההון העצמי ניתן להוסיף פרמיה המשקפת את הסיכון בהשקעות בפעילויות קטנות. הוספת פרמיית גודל בהתאם למתודולוגיה המקובלת שנקבעה לפי שווי הפעילויות

מתודולוגיה

קביעת מחיר ההון המשוקלל

להלן ריכוז שיעורי ההיוון העיקריים בהם נעשה שימוש בעבודה זו:

ריכוז שיעור היוון	סוג	30.06.25
דרך הים - תקופת הרישיון הנוכחית	Ke	7.00%
דרך הים - ערך השייר	WACC	9.0%
דרך הים - O&M	Ke	10.25%
אשדוד (התפלה ותחנת כח)	Ke	14.5%
סמארט וויסט - זכיין	Ke	12.75%
דקל תשתיות	WACC	10.75%
ק.מ.מ	WACC	10.75%
חטיבת המים והשפכים	WACC	11.25%
חטיבת הכימיקלים	WACC	11.25%

להרחבה ראו נספח א'.

פרק 5

הערכת השווי

הערכת השווי

תמצית ממצאים

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של חברת בלוג'ן ליום 30 ביוני, 2025:

אלפי ש"ח	ביאור	שווי ליום 30 ביוני, 2025	שיעור החזקה
שווי 51% דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ	(1)	160,805	51%
שווי 50% מתקן התפלה אשדוד	(2)	255,467	50%
זרוע הפסולת	(3)	827,474	-
שווי חטיבת המים והשפכים	(4)	232,962	100%
שווי פעילות הכימיקלים	(5)	132,534	100%
חוב נטו והתאמות	(6)	(104,654)	-
הכנסות שהתקבלו מבלוג'ן בניכוי הלוואות בעלים	(7)	(980)	-
סה"כ שווי חברה		1,503,609	
אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן		80.01%	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן		1,203,037	

(*) (להשוואה להערכת שווי קודמת ראו עמוד 82

(**) חלקה של בלוג'ן בקבלני ההקמה בפרויקטים (EPC) נאמד בכ-112 מיליוני ש"ח וכלול בתוך שווי זרוע הפסולת ושווי מתקן ההתפלה באשדוד.

הנחות עבודה עיקריות

- **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון, הינן בערכים נומינליים.
- **נכסי PPP (נכסי תשתיות שבבעלות החברה)** – על מנת להעריך את שווי החזקותיה של בלוג'ן בנכסי PPP, התבססנו על המודלים הפיננסיים המעודכנים של הפרויקטים אשר שימשו הן את החברה והן את הגופים המממנים, אשר מפרטים את תחזית תזרים המזומנים של כל נכס ליום הערכת השווי. המודלים כוללים פירוט בין היתר בנוגע לסעיפי ההכנסות, עלויות קבועות ומשתנות, השקעות, תשלומי מיסים תזרימים מימוניים וכיוצ"ב.
- **שיעור מס** – הונח שיעור מס של 23% שהינו שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה. כמו כן, לקבוצה הפסדים להעברה שהוקצו לכל אחת מהישויות המשפטיות.
- **אינפלציה** – הונח תחזיות אינפלציה לטווח ארוך של כ-2.4%.
- **IFRS 16** – התזרימים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה הינם לפני השפעת IFRS 16, קרי הוצאות השכירות מוצגות כהוצאה תפעולית בתחזיות המפורטות. בהתאם, גם מספרי ההשוואה לשנים 2023 ו-2024 כפי שמופיעים לצד התזרימים העתידיים, מוצגים באותו אופן ולכן אינם זהים לנתונים המוצגים בדיווחי הקרן.
- **דמי ניהול לבעלי המניות** – התזרימים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה הינם בנטרול דמי ניהול המשולמים לבעלי המניות. בהתאם גם מספרי ההשוואה לשנים 2023 ו-2024 כפי שמופיעים לצד התזרימים העתידיים מוצגים באותו אופן.

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של חברת דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ:

אלפי ש"ח	שווי דרך הים	ביאור
דרך הים זכ"ן	198,810	א
דרך הים מפעיל	80,474	ב
התאמות מאזניות דרך הים אחזקות 31.12.2024	(7,542)	ג
חלוקות מדרך הים אחזקות ל GESM ברבעון ראשון 2025	(2,000)	ד
יתרות מאזניות שותפות GESM סולו 31.03.2025	896	ה
סה"כ שווי שותפות GESM	270,639	
חלקה של בלוג'ן	51%	
שווי לבלוג'ן	138,026	
שווי דמי הצלחה לשותף הכללי	22,626	
התחייבות GESM כלפי בלוג'ן	154	
סה"כ	160,805	

ביאור א' – שווי דרך הים זכ"ן

הנחות עבודה עיקריות

- **שיטת הערכה** - פעילות זו הוערכה בשיטת הויון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
 - **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 בינואר, 2025 ועד ליום 30 באפריל, 2029 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הזיכיון, וכן את תקופת השייר.
 - **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (Ke), הינן בערכים נומינליים.
 - **שיעור היוון** – כאמור לעיל, שיעור ההיוון לבעלים (KE) שחושב הינו 7% לתקופת הזיכיון. בתקופת השייר עשינו שימוש בשיטת DCF והתזרימים התפעוליים הלא-ממונפים הונו בשיעור היוון תפעולי (WACC) של 9%.
- הערכת השווי של מתקן ההתפלה בפלמחים אינה מניחה הגדלת כמויות מעבר לכמות הקיימת (90 מיליון קוב). ככל ויוסכם על הגדלת כמויות, עשויה להיות לכך השפעה חיובית משמעותית על שווי המתקן.

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

הכנסות

בהתאם להסכם הזיכיון של חברת הזכיין לבין מדינת ישראל, זכאית חברת הזכיין לקבל מהמדינה תשלום הנחלק לשני מרכיבים: תשלום קבוע, שישולם בתמורה להעמדת יכולת זמינה, ותשלום משתנה, שישולם עבור כמויות המים המותפלים שיופקו למדינה בפועל.

התשלום המשתנה מורכב ממספר רכיבים אשר צמודים כל אחד למדד אחר: רכיב אנרגיה, ממברנות, פילטרים, כימיקלים ושונות. הרכיב הקבוע מהווה כ-42% מהכנסות החברה על פני שנות התחזית והרכיב המשתנה מהווה כ-58% מההכנסות.

הכמויות שנדרשו על-ידי המדינה עמדו על 78.3 מלמ"ק בשנת 2022 ו-90 מלמ"ק בשנים 2023-2024. יצוין כי שינוי בכמויות המים בין 78 מלמ"ק ל-90 מלמ"ק אינו משפיע משמעותית על רווחיות המתקן.

הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות מעלויות קבועות, עלויות משתנות וקנסות. ההוצאות הנוטרות מורכבות מהוצאות הנהלה וכלליות (שכירות קרקע ומשרדיות) וכן הוצאות ביטוח. הרכיב הקבוע מהווה כ-2% מהוצאות החברה על פני שנות התחזית וכן הרכיב המשתנה מהווה כ-98% מההוצאות.

הוצאות מס

נכון ליום 31 בדצמבר 2024, לחברת הזכיין הפסדים להעברה בגובה של כ-72 מיליוני ש"ח. בהתאם לכך, חברת הזכיין צפויה לשלם מס רק החל משנת 2026.

התאמות לרווח

הרווח לאחר מס תואם בגין שינויים בהון חוזר (לקוחות, ספקים, חייבים וזכאים), בנוסף לא נדרשות השקעות הוניות (CAPEX) מעבר להוצאות התחזוקה הכלולות לעיל.

יתרת הפתיחה של ההון החוזר הינה כ-21 מיליון ש"ח. תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 60
- ימי ספקים – 60

הנחות מרכזיות לעניין תחזיות הזכיין והמפעיל

- כאמור לעיל, מבנה ההכנסות מבוסס על חוזה זיכיון ל-90 מיליון קוב הכולל מנגנון Take or pay של מדינת ישראל.
- להכנסות הפרויקט קיים מנגנון הצמדות חוזי המייצר הגנה מפני אינפלציה ועליית מחירים.
- בהתאם לחוזה הזיכיון, היקף התקבולים לשנים 2027-2028 יורד.
- בשנת 2029 אין שירות חוב ולכן התזרים גבוה משמעותית.
- השונות בתזרימים בשנים 2026-2029 נובעת ממבנה הסכם הזיכיון ופירעון מרבית החוב עד לשנת 2028. בממוצע רב שנתי מדובר על תזרים פנוי של כ-40 מיליון ש"ח בשנה.

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

ערך השייר

מועד סיום הזיכיון הינו כאמור ה- 28 באפריל 2029, בהסכם במתכונת BOO לפיו המתקן נשאר בבעלות הזכין (הבעלים) ולא חוזר למדינה. מאחר ומדובר בנכס תשתית לאומית חיוני, להערכת החברה צפוי בסבירות גבוהה מאוד מתקן ההתפלה בפלמחים להמשיך לפעול ולמכור מים מותפלים גם בטווח הארוך ולאחר תום תקופת הזיכיון הנוכחית. זאת, בהתחשב בין היתר במצבו התפעולי והתחזוקתי התקין של המתקן, לאור העלייה המתמדת בביקושים למים מותפלים בישראל והעובדה כי מרבית צריכת המים בישראל מבוססת על מים מותפלים (יעדי ההתפלה של מדינת ישראל לשנת 2030 כפולים מכמותם היום), כאשר שיעורי הגידול באוכלוסייה לבדם מצריכים הקמת מתקני התפלה חדשים כל מספר שנים (לראיה, פעולות המדינה להגדלת היקף המים המותפלים באמצעות שני מתקני התפלה נוספים, זאת עוד לפני החתימה על הסכם המים עם ירדן שיצריך גידול נוסף בהיקף המים המותפלים בישראל). יצוין כי מתקן ההתפלה בפלמחים ממוקם על קרקע ייעודית עם תמ"א להתפלה אשר הינה אחת מתוך יתרת קרקעות מצומצמות ייעודיות להתפלה.

ערך המתקן ליום זה, קרי ערך השייר, חושב לעמוד על כ-113 מיליוני ש"ח (שווי להיום), בהתאם להנחות הבאות שהתקבלו מהנהלת החברה:

- תעריף המים יעמוד על כ-2.2 ש"ח למ"ק.
- התאמת מחיר השכירות לתקופה שלאחר הסכם הזיכיון הקיים בהתאם למזכר ההבנות שנחתם עם בעל הקרקע.
- השקעה נדרשת של כ-473 מיליוני ש"ח בשנים 2027-2029, לטובת שיפוץ משמעותי למתקן ללא הגדלת כמות ייצור, וכוללת רכישת מנועי DD בהנעה ישירה שיאפשרו התייעלות אנרגטית למתקן.
- תקופת הפעלה נוספת של 25 שנה, עד לשנת 2054.
- כמו כן, נעשה שימוש בשיעור היוון (WACC) של כ-9%.

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ובהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים לבעלים של פעילות הזכיין דרך הים (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2029	2028	2027	2026	2025
הכנסות					
הכנסות קבועות	32,938	103,008	105,502	111,636	109,194
הכנסות משתנות	42,543	146,370	156,018	174,802	171,016
סה"כ הכנסות	75,480	249,378	261,520	286,438	280,210
% שינוי	-7.2%	-4.6%	-8.7%	2.2%	6.3%
עלות מכר					
עלויות תפעוליות קבועות	(1,157)	(3,664)	(3,587)	(3,512)	(3,435)
עלויות תפעוליות משתנות	(42,744)	(128,240)	(146,461)	(164,153)	(163,158)
סה"כ עלות מכר	(43,901)	(131,904)	(150,048)	(167,665)	(166,593)
% מההכנסות	58.2%	52.9%	57.4%	58.5%	59.5%
רווח גולמי	31,580	117,474	111,472	118,773	113,617
שיעור רווח גולמי	41.8%	47.1%	42.6%	41.5%	40.5%
הוצאות מכירה, הנדסה וכלליות	(6,644)	(13,023)	(12,541)	(12,065)	(11,604)
הוצאות ביטוח	(906)	(2,675)	(2,619)	(2,564)	(2,992)
EBITDA	24,205	102,341	96,878	104,709	99,586
רווח תפעולי	24,030	101,775	96,312	104,144	99,021
שיעור רווח תפעולי	32.1%	41.0%	37.0%	36.6%	35.3%
הוצאות מס	(2,261)	(13,463)	(11,121)	(3,450)	—
רווח לאחר מס	21,769	88,312	85,191	100,694	99,021
שינוי בהון חוזר ופקדונות	15,447	(1,381)	3,874	298	2,952
פחת	176	565	565	565	565
החזרי ריבית על הלוואה	(94)	(1,496)	(4,130)	(6,827)	(9,397)
החזרי קרן הלוואה	(8,714)	(67,748)	(74,848)	(76,065)	(77,173)
תזרים מזומנים פנוי	28,583	18,253	10,653	18,664	15,968
% מההכנסות	37.9%	7.3%	4.1%	6.5%	5.7%
מזומנים ושווי מזומנים י.פ.	1,500	1,500	1,500	3,703	6,249
סה"כ מזומנים	30,083	19,753	12,153	22,367	22,217
מזומנים ושווי מזומנים (מוגבל) י.ס.	—	1,500	1,500	1,500	3,703
תזרים לבעלי המניות	30,083	18,253	10,653	20,867	18,515
תקופה להיוון					
	3.66	3.00	2.00	1.00	0.25
תזרים מהוון	23,479	14,900	9,304	19,502	18,204
שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	85,389				

* בהתאם להסכם הזיכיון, בשנים 2027-2028 היקף ההכנסות יורד

** הזיכיון הנוכחי מסתיים באפריל 2029

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

בהתאם לאמור, שווי הזכיון נאמד בכ- 199 מיליוני ש"ח, כדלקמן:

שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	85,389
ערך גרט	113,421
שווי הזכיון	198,810

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההיוון של תקופת הרישיון הנוכחית על שווי חברת הזכיון (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%
202,174	200,461	198,810	197,219	195,685

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת הזכיון עומד על כ- 199 מיליוני ש"ח.

ביאור ב' - שווי דרך הים מפעיל

הנחות עבודה עיקריות

- שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 בינואר, 2025 ועד ליום 30 באפריל, 2029 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הסכם ההפעלה.
- תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (Ke), הינן בערכים נומינליים.
- שיעור היוון (Ke) – כאמור לעיל, שיעור ההיוון לבעלים שחושב הינו 10.25% לתקופת הרישיון ו-12.5% לתקופת הגרט.

הכנסות

בדומה להכנסות פעילות הזכיון, גם למפעיל הכנסות ממרכיב קבוע וממרכיב משתנה. הכנסות אלו נגזרות מהוצאות התפעול וחלק מהוצאות האנרגיה של הזכיון. ההכנסות המשתנות הינן משתנות בהתאם לכמות המים המיוצרת והכנסות בגין התייעלות אנרגטית.

הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות מהוצאות קבועות כמו שכר ותחזוקה וכן מהוצאות משתנות הדרושות לתהליך ההתפלה כמו אנרגיה וכימיקלים. בנוסף לחברה יש הוצאות קבועות ומשתנות בגין ממברנות כאשר הרכיב המשתנה נגזר מכמות המים המותפלים שמופקת במפעל.

בשנים 2027-2028 צפויה פגיעה משמעותית בפעילות לאור ייצור עודף של 25 מלמ"ק למדינה ללא תמורה.

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים לבעלים של פעילות מפעיל דרך הים (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2025	2026	2027	2028	2029
הכנסות	166,028	172,699	155,086	136,939	46,318
שיעור שינוי בהכנסות	3.8%	4.0%	-10.2%	-11.7%	3.7%
הוצאות תפעוליות	(129,311)	(130,439)	(134,152)	(135,698)	(48,008)
% מהכנסות	77.9%	75.5%	86.5%	99.1%	103.6%
רווח גולמי	36,717	42,260	20,933	1,241	(1,690)
שיעור רווח גולמי	22.1%	24.5%	13.5%	0.9%	-3.6%
הוצאות מכירה הנהלה וכלליות	(7,516)	(5,764)	(5,884)	(6,006)	(1,895)
% מהכנסות	4.5%	3.3%	3.8%	4.4%	4.1%
תחזוקה	(2,664)	(506)	(513)	(521)	–
EBITDA	27,800	37,254	15,800	(4,022)	11,179
רווח תפעולי	26,537	35,990	14,536	(5,286)	(3,586)
שיעור רווח תפעולי	16.0%	20.8%	9.4%	-3.9%	-7.7%
הוצאות מס	(6,112)	(9,206)	(4,161)	–	–
רווח תפעולי לאחר מס	20,424	26,784	10,375	(5,286)	(3,586)
התאמות נוספות					
שינויים בהון חוזר	(7,050)	(1,274)	4,777	608	31,512
פחת	1,264	1,264	1,264	1,264	14,765
החזרי קרן וריבית	(161)	(230)	(190)	(169)	(208)
תזרים מזומנים פנוי	14,476	26,543	16,226	(3,583)	42,483
% מההכנסות	8.7%	15.4%	10.5%	-2.6%	91.7%
מזומנים ושווי מזומנים י.פ.	7,125	5,848	14,836	29,642	24,639
סה"כ מזומנים	21,601	32,391	31,062	26,059	67,122
מזומנים ושווי מזומנים (מוגבל) י.פ.	5,848	14,836	29,642	24,639	–
תזרים לבעלי המניות והלוואות בעלים	15,754	17,555	1,420	1,420	67,122
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	3.66
תזרים מהוון	15,374	15,923	1,168	1,060	46,949
שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	80,474				

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

הוצאות מס

הוצאות המס חושבו בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהנהלת החברה.

התאמות לרווח

הרווח לאחר מס תואם בגין שינויים בהון חוזר (לקוחות, ספקים, חייבים וזכאים), פחת והפחתות.

יתרת הפתיחה של ההון החוזר הינה כ-31 מיליון ש"ח. תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 60
- ימי ספקים – 45

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון על שווי חברת המפעיל (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	8.25%
77,033	78,720	80,474	82,299	84,199

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת המפעיל עומד על כ-80 מיליוני ש"ח.

ביאור ג' – התאמות מאזניות

התאמות בין יתרות הפתיחה של ההון החוזר, המזומנים וההלוואות כפי שמופיעים במודל הפיננסי שהתקבל מהנהלת החברה ליום 31 בדצמבר 2024 לבין יתרות אלו במאזן המאוחד של דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ ליום זה. ההתאמות המאזניות כאמור עומדות על כ-7,542 אלפי ש"ח.

ביאור ד' – חלוקות מדרך הים אחזקות ל-GESM במהלך הרבעון ראשון 2025

מאחר והתבססנו על דוחות כספיים של דרך הים אחזקות ליום 31 בדצמבר 2024, הורדנו את החלוקות שהיא ביצעה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2025 למעלה לשותפות GESM. חלוקות אלו עמדו על 2 מיליוני ש"ח.

ביאור ה' – יתרות מאזניות שותפות GESM סולו 31.03.2025

היתרות המאזניות הנוספות של שותפות GESM סולו ל-31 במרץ, 2025 עומדות על כ-1 מיליון ש"ח.

סיכום

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 1% בשיעורי ההיוון של המפעיל והזכין בתקופת הרישיון הנוכחית על שווי אחזקות החברה בדרך הים (באלפי ש"ח):

שיעור היוון - זכין						
9.00%	8.00%	7.00%	6.00%	5.00%		
155,174	158,656	162,705	167,447	173,046	8.25%	שיעור היוון - מפעיל
154,205	157,688	161,736	166,479	172,077	9.25%	
153,275	156,757	160,805	165,548	171,146	10.25%	
152,380	155,862	159,911	164,653	170,251	11.25%	
151,519	155,001	159,050	163,793	169,391	12.25%	

הערכת השווי

ביאור 1 - שווי דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ (המשך)

להלן תזרים מזומנים מאוחד של הזכ"ן והמפעיל לשנות הזכ"ן הנוכחי כולל מספרי השוואה (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2024	2023	2025	2026	2027	2028	2029
סה"כ הכנסות	272,987	264,889	280,210	286,438	261,520	249,378	75,480
עלות מכר והוצאות תפעוליות	(131,752)	(131,015)	(154,652)	(146,304)	(150,672)	(152,888)	(55,036)
EBITDA	143,064	135,703	127,387	141,963	112,677	98,319	35,385
רווח תפעולי	141,235	133,874	125,558	140,134	110,848	96,490	20,444
שיעור רווח תפעולי	51.7%	50.5%	44.8%	48.9%	42.4%	38.7%	27.1%

- שורת ההכנסות מייצגת את הכנסות הזכ"ן בלבד.
- ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנות התחזית הן חיבור של התחזית של הזכ"ן והתחזית של המפעיל.
- ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנים 2023-2024 הן על פי הדוח הכספי המאוחד של התחנה (לפני השפעות IFRS 16) ללא הוצאות פחת על המתקן על מנת לייצר השוואתיות עם התחזית.
- עלות המכר וההוצאות התפעוליות משקפות את הפער בין ההכנסות לבין הרווח התפעולי.
- הירידה ב-EBITDA וברווח התפעולי בשנת 2025 לעומת שנת 2024 נובעת בעיקרה מגידול צפוי בהוצאות האנרגיה.

הערכת השווי

ביאור 2 – פרויקט אשדוד

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של ההון העצמי של חברות מתקן ההתפלה ותחנת הכח באשדוד:

אלפי ש"ח	שווי אשדוד	ביאור
שווי אשדוד - התפלה ותחנת כוח (זכ״ן, EPC ו-O&M)	722,036	א
אחזקות בלוג'ן באשדוד	50%	
שווי לבלוג'ן	361,018	
התאמות מאזניות	(105,551)	ב
סה"כ	255,467	

ביאור א' – שווי מתקן התפלה ותחנת כח

הנחות עבודה עיקריות

- ישויות - הפרויקט באשדוד כולל את "שותפות הרכישה", המוחזקת 50/50 ביחד עם שפיר, אשר זו רכשה את חברת הזכ״ן ואת חברת קבלן התפעול מאת מקורות. כמו כן, הפרויקט כולל החזקה בקבלן ההקמה, קבלן התפעול וזכ״ן תחנת הכח, אשר הינן חברות אחות של שותפות הרכישה, וגם הן מוחזקות 50/50. הערכת השווי המוצגת לעיל כוללת את כל הישויות האמורות ביחד. קבלן ההקמה אחראי גם על תהליך השיפוץ של מתקן ההתפלה, וגם על הקמת תחנת הכח שטרם התחילה נכון למועד הערכת השווי.
- שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת הוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2044 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הזיכיון.

- תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (Ke), הינם בערכים נומינליים.
- שיעור היוון – כאמור לעיל, שיעור ההיוון לבעלים (KE) שחושב הינו שיעור היוון משוקלל למתקן ההתפלה, לתחנת הכח, לקבלן ההקמה ולקבלן התפעול ועומד על כ- 14.5%.
- תחזית השקעות – בהתאם לתחזית מעודכנת שהתקבלה מהנהלת החברה, של היקף ההשקעות לצורך שיקום ההתפלה והקמת תחנת הכח.
- מימון הפרויקט – בהתאם לתחזית, החברה תמשיך מזומנים מהמסגרות שנחתמו בהסכמי המימון, על מנת לתמוך בעלויות ההקמה בהתאם להסכמי המימון שנחתמו לפרויקט.
- פיצויים - על רקע השלכותיה של המלחמה על תחום הקמת פרויקטי תשתית בישראל, חלה עלייה משמעותית בעלויות ההקמה של הפרויקט, לצד עיכובים בלוחות הזמנים. לאור זאת, העניקה המדינה הארכה של 6 שנים במתקן ההתפלה וקיצור תקופת תחנת הכוח בכשנה וארבעה חודשים (שניהם יסתיימו ביום 31 בדצמבר, 2044). בהתאם לכך, צפויה החברה לבצע מהלך של מימון מחדש לקראת סוף שנת 2025, שבמסגרתו תמשיך חוב נוסף.

הערכת השווי

ביאור 2 – פרויקט אשדוד (המשך)

מתקן ההתפלה

כאמור, מתקן ההתפלה באשדוד הינו בעל קיבולת ייצור מקסימלית של 140 מלמ"ק (ובביצוע השקעות נוספות שאינן משמעותיות, אף יותר מכך), לפי חוזה הזיכיון, הייצור בפועל הוא של 100 מלמ"ק בשנה והוא פועל עד שנת 2044 בהתאם לזיכיון שקיבל מהמדינה. למתקן תשתית להרחבה מיידיית אשר מכתבת עם הרצון של רשות המים להרחבת הכמויות במתקנים הקיימים.

שותפות אשדוד (המוחזקת בחלקים שווים על ידי החברה ושפיר הנדסה בע"מ) החליפה את מערך הטיפול המקדים במים הנשאבים מהים ואת מערכת הבקרה שלו.

שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2044 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הזיכיון.

הכנסות – במסגרת ההסדרה נקבע בהסכם הזיכיון תעריף רכישה מראש של 2.4 ש"ח למ"ק (צמוד לסל מדדים שנקבע בהסכם הזיכיון) המחולק לתשלום קבוע ומשתנה למ"ק שסופק בפועל למדינה. החברה מעריכה את ההכנסות בשנת 2026 בכ- 303 מיליוני ש"ח. לאורך שנות התחזית ההכנסות הקבועות נאמדות בכ- 45% (בממוצע) מסך ההכנסות. התחזית אינה לוקחת בחשבון הגדלת כמויות המים וזאת למרות הפנייה שהתקבלה מרשות המים לבחינת הגדלת כמויות וכן קיומה של תשתית קיימת במתקן להגדלת כמויות ללא השקעה מהותית כאמור לעיל. ככל ויוסכם על הגדלת כמויות, עשויה להיות לכך השפעה חיובית משמעותית על שווי המתקן.

הוצאות תפעוליות – מרבית ההוצאות התפעוליות, כ-71%, הינן הוצאות אנרגיה משתנות בגין רכישת חשמל עבור המתקן – המסופק על ידי מנועי ה DD של תחנת הכוח.

שינויים בהון חוזר – תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 30
- ימי ספקים – 30

תחנת כח

במהלך תקופת ההקמה תקינים השותפות תחנת כוח בחצר המתקן שתספק את כלל צרכי מתקן ההתפלה, ואשר צפויה להוזיל משמעותית את עלויות האנרגיה שלו, כאשר עודפי ייצור האנרגיה של תחנת הכוח ישמשו כזמינות למנהל המערכת וימכרו לרשת החשמל. הזיכיון להפעלת תחנת הכוח יהיה זהה לתקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה.

שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2044 (להלן: "תקופת התחזית").

הכנסות – מרבית הכנסות החברה בשנות התחזית נובעות ממכירה למתקן ההתפלה לפי ההסכם למכירת חשמל שנחתם בסגירה הפיננסית, למקורות ולמנהל המערכת. בנוסף ישנן הכנסות נוספות מזמינות וממכירת חשמל.

הוצאות תפעוליות – כ- 76% מההוצאות לאורך השנים הן הוצאות משתנות בעבור גז (מבוסס הסכם חתום על אנרג'יאן), הוצאות חלוקה, מס על הבלו וחשמל. כ- 16% מסך ההוצאות הן הוצאות קבועות הכוללות עלויות בנייה ותפעול, ביטוח, ארנונה, הוצאות חשמל קבועות, דיזל, וכ- 8% עלויות שונות נוספות.

שינויים בהון חוזר – תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 30
- ימי ספקים – 30

הערכת השווי

ביאור 2 – פרויקט אשדוד (המשך)

להלן תחזית תזרים המזומנים המאוחדת של פרויקט אשדוד (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
הכנסות	270,408	410,703	504,086	520,539	536,560	540,064	557,232	568,560	580,381	599,851	604,922	616,368	630,897	639,117	651,675	657,479	670,814	683,286	697,004	719,055
הוצאות תפעוליות	(154,277)	(218,983)	(276,755)	(279,711)	(286,607)	(295,369)	(296,798)	(304,807)	(313,582)	(310,805)	(335,713)	(326,327)	(328,497)	(340,446)	(348,042)	(360,355)	(359,831)	(367,480)	(372,776)	(385,787)
EBITDA	116,130	191,720	227,331	240,828	249,953	244,695	260,434	263,753	266,799	289,046	269,209	290,041	302,401	298,670	303,633	297,124	310,983	315,806	324,228	333,268
הוצאות מס	–	–	–	–	–	(2,084)	(1,971)	(14,630)	(18,442)	(19,263)	(23,324)	(20,449)	(24,928)	(26,880)	(29,476)	(27,361)	(31,614)	(33,052)	(34,013)	(38,410)
רווח לאחר מס	116,130	191,720	227,331	240,828	247,869	242,723	245,804	245,311	247,537	265,723	248,760	265,114	275,520	271,724	274,157	269,763	279,369	282,755	290,216	294,857
התאמות																				
השקעות	(194,722)	(110,042)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	(10,519)	(3,785)	(873)	(878)	(1,873)	461	(1,301)	(647)	(737)	(2,264)	171	(721)	(954)	559	(2,066)	377	(833)	(755)	(852)	44,632
תנועה בקרנות	–	(448)	(896)	1,090	(1,016)	653	330	(1,146)	(548)	(7,925)	9,689	(869)	(869)	1,198	(2,525)	3,035	(988)	(988)	1,362	860
שינויים ביתרת מזומנים	(44,122)	11,115	25,834	(196)	(200)	(205)	(210)	(215)	(220)	(225)	(230)	(236)	(241)	(247)	(253)	(259)	(265)	(271)	(278)	14,036
עמלות	–	(4,809)	(7,820)	(2,381)	(2,534)	(2,543)	(2,437)	(2,449)	(2,492)	(2,606)	(2,620)	(2,651)	(2,697)	(2,735)	(2,713)	(2,719)	(2,752)	(2,801)	(2,852)	(1,389)
משיכת חוב בכיר	581,613	38,420	215,400	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(75,493)	(82,631)	(98,096)	(112,726)	(122,868)	(125,280)	(125,342)	(131,004)	(137,195)	(145,735)	(155,938)	(164,671)	(174,385)	(183,818)	(186,661)	(191,683)	(205,744)	(215,925)	(227,195)	(147,667)
החזר ריבית חוב בכיר	(29,850)	(66,032)	(86,052)	(85,256)	(82,252)	(79,001)	(75,645)	(72,195)	(68,385)	(64,413)	(60,001)	(55,207)	(49,936)	(44,243)	(38,194)	(32,034)	(25,403)	(18,205)	(10,510)	(2,472)
תזרים לחלוקה	343,036	(26,492)	274,828	40,482	37,126	36,809	41,199	37,656	37,960	42,555	39,830	40,760	46,438	42,439	41,745	46,480	43,384	43,810	49,892	202,857
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00	12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00
תזרים מהוון	331,650	(23,146)	209,786	26,998	21,633	18,739	18,324	14,633	12,888	12,623	10,323	9,229	9,187	7,335	6,304	6,132	5,001	4,412	4,390	15,595
שווי אשדוד	722,036																			

* תחנת הכוח צפויה להתחיל לפעול באמצע שנת 2026

הערכת השווי

ביאור 2 – פרויקט אשדוד (המשך)

ביאור ב' – התאמות מאזניות

התאמות בין יתרות הפתיחה של ההון החוזר, המזומנים וההלוואות כפי שמופיעים במודל הפיננסי שהתקבל מהנהלת החברה לבין המאזן המאוחד של כל ישויות מתקן ההתפלה ותחנת הכוח כאמור לעיל. ההתאמות המאזניות כאמור עומדות על ערך שלילי בסך של כ-105 מיליוני ש"ח כאשר עיקר ההתאמה הינה הלוואה המשויכת לשותפות הרכישה סולו (EBF) ואשר אינה מקבלת ביטוי בתחזית תזרים המזומנים.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי מתקן ההתפלה ותחנת הכוח עומד על כ-255 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון על שווי אחזקות החברה באשדוד, (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
16.5%	15.5%	14.5%	13.5%	12.5%
237,160	245,905	255,467	265,959	277,516

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת

כאמור לעיל בלוג'ן צפויה לשלוח בזרוע הפסולת עם כ-77% מהאחזקות (לפני התאמות), ובנוסף תשלם ל-YSB סכום השווה ל-5% מערך דקל תשתיות בתמורה לפרמיית שליטה. ל-YSB תוענק אופציית מכר למכירת אחזקותיה בזרוע הפסולת.

פעילותה של הזרוע נעשית כיום באמצעות סמארט וויסט (50%) דקל (50%) וק.מ.מ (100%).

הערכת השווי של הזרוע בוצעה על בסיס עצמאי וללא הכללת סינרגיות פוטנציאליות הצפויות להתממש בעקבות המיזוג, וזאת מאחר שהמיזוג טרם הושלם במועד הקובע להערכת השווי. לסינרגיות כאמור פוטנציאל משמעותי להעלאת ערך הזרוע.

להלן שווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת:

נכס	ביאור	שווי	שיעור החזקה	חלק בלוג'ן	שווי זרוע הפסולת
סמארט וויסט אקו בע"מ	א	400,854	50%	200,427	200,427
דקל תשתיות (2001) בע"מ	ב	507,811	50%	253,905	507,811
ק.מ.מ מפעלי מחזור	ג	448,559	100%	448,559	448,559
תשלום בעבור רכישת 25% מק.מ.מ	ד	-	-	(55,417)	-
תמורה מותנית סייקל	ה	-	-	(20,000)	-
סה"כ		1,357,223		827,474	1,156,796

(*) שווי זרוע הפסולת לאחר רכישת דקל קרי החזקה של 100% במניות דקל, נאמדת בכ-1,157 מיליוני ש"ח.

(**) שווי זרוע הפסולת כולל את ההחזקה בקבלני ההקמה (EPC) של פרויקטי סמארט ודיה.

הערכת השווי

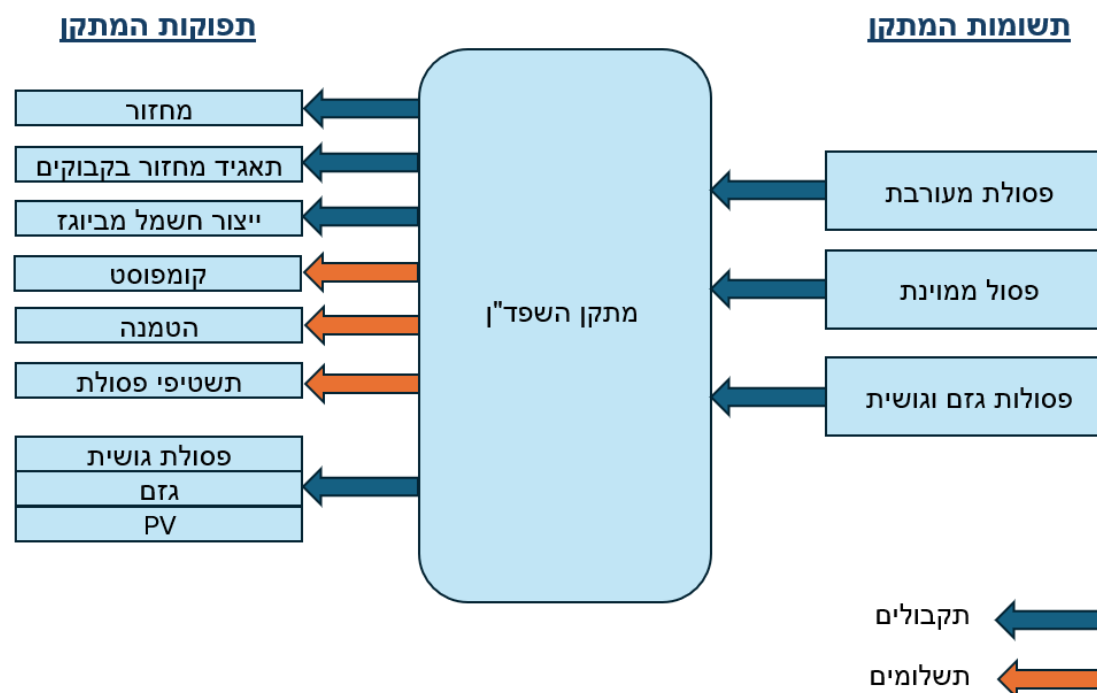
ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור א' – סמארט וויסט אקו בע"מ

כללי

נכון למועד הערכת השווי, המתקן נמצא בשלב עבודות ההקמה לאחר שקיבל אישורים מהמדינה, כאשר בהתאם להנהלת החברה ובהתבסס על יועציה הטכניים, הקמת המתקן צפויה להימשך כ-3.5 שנים (מתוכם חלפו שנתיים) שלאחריה הפרויקט יופעל במשך 25 שנה, בהתאם להסכם ה-BOT, כך שהפרויקט יסתיים בשנת 2051. בהערכת שווי זו, מוצגים תזרימי המזומנים בתקופות שנתיות, כאשר טווחי התקופות הינן מחודש דצמבר עד חודש נובמבר בשנה העוקבת, בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה.

להלן המבנה העסקי של פרויקט סמארט וויסט, המציג את ערוצי ההכנסות וההוצאות בפרויקט:



הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

הנחות עיקריות

- **תקופת התזרים – 1.5 שנות הקמה ו-25 שנות הפעלה**, עד לשנת 2051;
- **שיעור היוון (Ke)** - שיעור של 12.75% לזכיין ו-10.75% לקבלן ההקמה והתפעול (להרחבה ראה פרק מתודולוגיה); שיעור היוון משוקלל שנאמד בכ-12.6%.
- **קיבולת המתקן – כ-406 אלף טון פסולת עירונית בשנה**;
- **הכנסות – למתקן סמארט וויסט קיימים מספר ערוצי הכנסה עיקריים:**
 - הכנסות מדמי קליטה בגין הפסולת הנכנסת במתקן. החברה קולטת הן אשפה ממוינת והן אשפה לא ממוינת, כאשר לכל אחד מהסוגים החברה מקבלת תעריף אחר אשר יוצמד לסל ההצמדות. דמי הקליטה שהונחו הינם בהתאם למחירי השוק עם שיעורי צמיחה נורמטיביים וכן משקפים את רשת הביטחון הקיימת בהסכם הזיכיון.
 - מכירת תוצרי מיחזור. החברה מוכרת תוצרים הכוללים מתכות, קרטונים, פלסטיק, וכיו"ב. בגין כל סוג, החברה זכאית לקבל תעריף שונה אשר יוצמד לסל ההצמדות.
 - תשלומים מתוך מענקי מיחזור, מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה.
 - מכירת חשמל אשר עתיד להיות מופק במתקן בשיטת ביו-גז, אשר יימכר מכוח אסדרה ותעריף מכירה לרשת;
 - תמיכות מהמדינה אשר עיקרן הוא מתן רשת ביטחון לתקופת הזיכיון אשר תשולם ככל ורמת ההכנסות תפחת מהרף שנקבע על ידי המזמין.
 - הכנסות בגין מיחזור בקבוקי פלסטיק מכוח חוק הפיקדון.
- **הוצאות – בהתאם למבנה העסקי של הפרויקט, להלן סוגי ההוצאות בפרויקט:**
 - **תפעול ותחזוקת המתקן (O&M)** – ביצוע כלל עבודות התפעול והתחזוקה הנדרשות במפעל והיפטרות מתשטיפים, תמיסות של חומרים שונים המצויים בפסולת או הנוצרים במהלך התפרקותה. הוצאות ה-O&M כוללות מרכיב קבוע ומרכיב משתנה. סך הוצאות הזכיין מתוקצבות בסכום של כ-154 מיליוני ש"ח בשנת 2026 וצמודות למדד המחירים לצרכן.
 - **הוצאות הטמנה** – יתרת הפסולת אשר לא נעשה בה שימוש מועברת לאתר הטמנה, כאשר ישנן עלויות בגין ההטמנה כגון – היטל הטמנה, מחיר השער (Gate Fee) שגובה המטמנה וכן עלויות הובלה למטמנה;
- **להכנסות הפרויקט קיים מנגנון הצמדות חוזי המייצר הגנה מפני אינפלציה ועליית מחירים.**

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

- **עלות הקמה (CapEx)** – עלויות ההקמה בפרויקט צפויות לעמוד על סכום של כ-1,053 מיליוני ש"ח (נטו מהתייקרויות שיפוצו על ידי המדינה, לא כולל התייקרויות נוספות בהיקפים משמעותיים שנבעו בגין נזקי המלחמה והונח שיפוצו על ידי המדינה מכוח הסכם הזיכיון). עד חודש אפריל 2025 הושקעו בפרויקט כ-510 מיליוני ש"ח;
- **מענק הקמה** – בהתאם להסכם ה-BOT מול המדינה, הפרויקט זכאי למענק הקמה בסכום של כ-170 מיליוני ש"ח צמוד למדד בשנה הקרובה, אשר ישולם בחלקים במהלך תקופת ההקמה (3.5 שנים);
- **חוב בכיר והון עצמי** – הון עצמי נדרש של כ-221 מיליוני ש"ח, חוב בכיר בסכום של כ-621 מיליוני ש"ח וכ-221 מיליוני ש"ח הלוואת EBF, שנפרעת בשנת 2028 והפער בתזרים ייסגר כנגד הזרמת הון על ידי הבעלים.
- **פיצויים** - כחלק מהשפעות המלחמה על כלל תחום הקמת פרויקטי תשתית בישראל, חלה התייקרות בעלויות ההקמה של הפרויקט. הונח שיפוי חלקי מהמדינה בגין הגידול בעלויות שמקורו במלחמה.
- **רווח מפעיל** – הונח שיעור רווחיות של 5% בהתאם לתחזית החברה ומבלי לקחת בחשבון התייעלות תפעולית עתידית ושיפורים טכנולוגיים.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים לבעלים של סמארט וויסט (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
הכנסות	–	118,954	249,035	346,412	270,932	294,964	318,412	325,393	332,147	339,975	349,406	359,158	369,244	379,676
הוצאות תפעוליות	–	(75,917)	(154,157)	(156,764)	(159,418)	(170,135)	(181,153)	(184,864)	(188,653)	(192,521)	(196,472)	(200,505)	(204,623)	(208,828)
EBITDA	–	43,037	94,878	189,648	111,514	124,829	137,259	140,529	143,494	147,454	152,934	158,654	164,621	170,848
תשלומי ריבית ועמלות	(25,132)	(50,411)	(63,488)	(56,314)	(48,322)	(46,807)	(45,894)	(44,951)	(43,600)	(42,429)	(41,579)	(40,139)	(38,952)	(37,843)
רווח לפני מס	(25,132)	(7,374)	31,390	133,334	63,192	78,021	91,365	95,578	99,893	105,025	111,355	118,515	125,670	133,004
הוצאות מס	–	(3,741)	(4,434)	(5,632)	(5,187)	(8,773)	(12,126)	(13,426)	(14,516)	(15,696)	(17,152)	(18,799)	(20,444)	(22,131)
רווח תפעולי לאחר מס	(25,132)	(11,115)	26,956	127,702	58,005	69,249	79,239	82,152	85,378	89,329	94,203	99,716	105,225	110,873
התאמות לתזרים מזומנים														
שינויים בהון חוזר	–	(24,018)	(3,846)	(5,864)	(1,205)	(4,247)	(1,138)	(1,125)	3,229	(725)	(2,165)	(2,124)	(2,045)	(2,176)
השקעות, לפני התייקרויות ובקיזוז מענקים	(177,591)	(228,070)	(18,105)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תנועות בקרן ההלוואות	199,253	266,078	(3,481)	(283,877)	(25,400)	(13,143)	(15,311)	(17,467)	(18,910)	(12,957)	(14,785)	(14,745)	(14,574)	(17,904)
מזומנים י.פ.	2,592	3,192	6,066	6,209	6,356	6,506	6,659	6,817	6,977	7,142	7,311	7,483	7,660	7,841
מזומנים י.ס.	3,192	6,066	6,209	6,356	6,506	6,659	6,817	6,977	7,142	7,311	7,483	7,660	7,841	8,026
תזרים פנוי לבעלים	(4,070)	0	1,380	(162,185)	31,250	51,704	62,633	63,399	69,532	75,478	77,080	82,671	88,425	90,608
רווח מפעיל וקבלן	7,665	8,158	2,981	3,041	3,107	3,224	3,340	3,408	3,477	3,548	3,620	3,694	3,769	3,846
תזרים להיוון	3,596	8,158	4,361	(159,144)	34,357	54,929	65,973	66,807	73,010	79,026	80,700	86,365	92,195	94,454
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00	12.00	13.00
תזרים מהוון	3,490	7,242	3,437	(111,359)	21,343	30,294	32,303	29,041	28,176	27,076	24,547	23,322	22,103	20,104

(*) שנת 2026 כוללת 6 חודשי הפעלה בלבד על פי צפי סיום הקמה.

(**) שנת 2028 כוללת פירעון מלא של הלוואת ה-EBF

(***) בשנת 2030 ישנה הנחה של הגדלת כמויות הפסולת למיון בהתאם לתנאי הזיכיון

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

להלן המשך תחזית תזרים המזומנים (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	30.05.51
הכנסות	390,465	401,625	413,168	425,110	437,463	450,244	463,466	464,009	464,562	478,578	493,089	508,112	215,599
הוצאות תפעוליות	(213,122)	(217,506)	(221,982)	(226,553)	(231,221)	(235,987)	(240,854)	(245,824)	(250,899)	(260,388)	(270,140)	(275,751)	(117,126)
EBITDA	177,343	184,119	191,186	198,557	206,242	214,256	222,612	218,185	213,663	218,190	222,949	232,361	98,473
תשלומי ריבית ועמלות	(36,484)	(34,948)	(32,919)	(30,650)	(28,018)	(25,071)	(21,555)	(17,635)	(13,888)	(10,151)	(6,131)	(1,505)	–
רווח לפני מס	140,859	149,171	158,267	167,907	178,224	189,185	201,057	200,550	199,775	208,038	216,818	230,857	98,473
הוצאות מס	(23,938)	(25,850)	(27,942)	(30,159)	(32,532)	(35,053)	(37,783)	(37,667)	(37,489)	(39,389)	(41,409)	(44,637)	(18,419)
רווח תפעולי לאחר מס	116,921	123,321	130,326	137,748	145,692	154,132	163,273	162,883	162,286	168,649	175,409	186,219	80,054
התאמות לתזרים מזומנים													
שינויים בהון חוזר	(2,257)	(2,353)	(2,444)	(2,541)	(2,536)	(8,142)	(13,766)	(1,514)	(8,460)	2,165	(8,663)	59,369	38,592
השקעות, לפי התייקרויות ובקיצוז מענקים	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תנועות בקרן ההלוואות	(21,588)	(25,528)	(30,056)	(34,912)	(40,130)	(45,794)	(52,104)	(53,727)	(50,001)	(54,928)	(53,486)	(27,524)	–
מזומנים י.פ.	8,026	8,215	8,409	8,607	8,810	9,018	9,231	9,449	9,672	9,900	10,134	10,373	(0)
מזומנים י.ס.	8,215	8,409	8,607	8,810	9,018	9,231	9,449	9,672	9,900	10,134	10,373	–	–
תזרים פנוי לבעלים	92,887	95,246	97,627	100,091	102,818	99,984	97,185	107,419	103,597	115,652	113,022	228,437	118,646
רווח מפעיל וקבלן	3,924	4,004	4,086	4,169	4,255	4,341	4,430	4,521	4,613	4,708	4,804	4,662	1,896
תזרים להיוון	96,811	99,250	101,713	104,261	107,072	104,326	101,616	111,940	108,211	120,360	117,826	233,099	120,542
תקופה להיוון	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00	23.00	24.00	25.00	25.71
תזרים מהוון	18,293	16,650	15,148	13,786	12,569	10,872	9,402	9,195	7,891	7,792	6,772	11,894	5,655

שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	307,036
התאמות מאזניות	93,817
שווי סמארט וויסט	400,854
שווי בלוג'ן (50%)	200,427

כפי שניתן לראות שווי סמארט וויסט נאמד בכ-401 מיליוני ש"ח, כאשר חלקה של בלוג'ן במתקן עומד על 50%.

התאמות מאזניות – על מנת להגיע לשווי, ביצענו התאמה בגין פערים מאזניים אשר לא קיבלו ביטוי במודל הפיננסי של המתקן. פערים אלו נבעו בעיקר מסעיפים כמו מזומן, הון חוזר והלוואות.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חלקה של בלוג'ן בפרויקט סמארט וויסט נאמד בסכום של כ-200 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההיוון של הזכיין ושל קבלן ההקמה והתפעול על שווי אחזקות החברה בסמארט וויסט (באלפי ש"ח):

שיעור היוון - זכיין						
14.75%	13.75%	12.75%	11.75%	10.75%		
170,545	185,734	203,338	223,812	247,710	8.75%	שיעור היוון - מפעיל וקבלן
168,990	184,179	201,783	222,257	246,155	9.75%	
167,633	182,823	200,427	220,900	244,799	10.75%	
166,445	181,634	199,238	219,712	243,610	11.75%	
165,398	180,588	198,191	218,665	242,563	12.75%	

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור ב' – דקל תשתיות (2001) בע"מ

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של דקל תשתיות:

אלפי ש"ח	דקל תשתיות	ביאור
גרין נט + גרינסויל	425,042	א
חוב נטו דקל תשתיות	(62,326)	ב
דיה (זכיון, EPC ו-O&M)	115,206	ג
חירייה	29,889	ד
סה"כ	507,811	
חלקה של בלוג'	50%	
שווי לבלוג'	253,905	

הנחות עבודה עיקריות

- תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (WACC), הינן בערכים נומינליים.
 - שיעור מס** – שיעור המס בתחזית תזרים המזומנים הינו 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה.
 - שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2048 ואת השנה הטרמינלית עבור פעילות גרינסויל, עד 31 בדצמבר, 2049 עבור מתקן גרין נט ופרויקט דיה וחירייה בהתאם לתקופות הזיכיון שלהם.

ביאור א' – שווי גרין נט וגרינסויל

הכנסות

כאמור, התחזית מכילה בתוכה את פעילות גרין נט (להלן "**המתקן**"), ד.ט גרין נט השקעות וגרינסויל יחד. הכנסות החברה ממתקן גרין נט נובעות מדמי שער ודמי קליטה, ממכירת חומרי מיחזור, מתמיכות וכן הכנסות אחרות.

עיקר ההכנסות מכניסות פסולת מקורן מהסכם מול עיריית ירושלים, והסכמים עם רשויות נוספות אשר מורכבות מדמי כניסה לכל טון אשפה שנקלט במתקן. החוזה עם עיריית ירושלים הינו בעל מבנה הצמדה שמגדר באופן כמעט מלא את השינויים בעלויות של המתקן.

- הכנסות ממכירה של חומרי מיחזור למפעלי מיחזור בארץ ובחו"ל אשר מתכנסות בשנים הקרובות לממוצע הרב שנתי של מחירי המכירה של תוצרי המיחזור.**
- תשלומים מתוך מענקי מיחזור, מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה בהם זוכה החברה.**
- הכנסות בגין מיחזור בקבוקי פלסטיק מכוח חוק הפיקדון.**

בנוסף, באמצעות גרינסויל החברה עוסקת בתחום הטיפול בבוצות ובאדמות מזוהמות ברמת חובב.

הגידול בהכנסות מורכב מגידול במחיר הכניסה המתבסס על תחזית האינפלציה ומגידול בכמויות הפסולת הנכנסות למתקן המתבסס על גידול באוכלוסייה וגידול בפסולת לנפש בהתאם לנתוני עבר. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו בשנים 2026-2030 בכ- 4.4% (כ-2% ריאלי) בממוצע ובשנים 2031-2049 בכ- 2.4% (צמיחה בגובה האינפלציה) בממוצע. להכנסות מתקן גרין נט קיים מנגנון הצמדות חוזי המייצר הגנה מפני אינפלציה ועליית מחירים. בנוסף, המודל מניח כי בשנת 2030 המתקן יגיע לקיבולת מקסימלית.

משיקולים פרקטיים החברה הניחה בתחזית שהמתקן יעבוד ל-25 שנים בלבד שכן לאחר מכן ככל הנראה ידרשו השקעות משמעותיות על מנת להמשיך את הפעילות במתקן אשר קשה לחזותן בשלב זה, וממילא השפעת התקופה כאמור על שווי הנכס אינה משמעותית במונחי ערך נוכחי.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

הוצאות

עלויות החברה מורכבות מעלויות בגין טיפול בפסולת, עלויות הובלה, הטמנה, שכר ונלות, פחת, שכירות, ארנונה, חשמל ועוד. שיעור העלויות כאמור מסך ההכנסות בתחזית דומה לשיעור העלויות בפועל.

פחת ו-CapEx – בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה הפחת של קבוצת דקל נאמד בשנת 2026 בכ-6 מיליון ש"ח ו-יורד לכ-4.5 מיליון ש"ח בשנת 2027 ולאחר מכן כ-3 מיליון ש"ח בשנת 2031. החברה מניחה השקעות הוניות בסך של כ-7 מיליון ש"ח בשנת 2026 ולאחר מכן עלייה עד לכ-8 מיליון ש"ח.

הון חוזר – בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה יתרת הלקוחות צומחת בהתאם לצמיחה בהכנסות ויתרות הספקים והמלאי בהתאם לשינויים בעלות המכר. יתרת הפתיחה של ההון החוזר לפעילות דקל (ללא דיה) נאמדת בכ-40 מיליון ש"ח.

שיעור הון (WACC) - כאמור לעיל, שיעור ההון שחושב הינו 10.75%.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של דקל תשתיות (פעילות גרין נט וגרינסויל יחד), באלפי ש"ח:

אלפי ש"ח	2023	בפועל 2024	2025	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	2030	2031	שווי שנים 2032 ואילך
הכנסות	218,374	255,780	267,671	200,753	280,467	293,095	306,335	320,218	332,004	340,026	
שיעור שינוי בהכנסות	-	17.1%	4.6%	-	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	3.7%	2.4%	
עלות המכר	(185,814)	(205,143)	(212,792)	(159,594)	(220,536)	(231,403)	(241,070)	(251,225)	(260,982)	(266,903)	
% מההכנסות	85.1%	80.2%	79.5%	79.5%	78.6%	79.0%	78.7%	78.5%	78.6%	78.5%	
רווח גולמי	32,560	50,637	54,879	41,159	59,931	61,693	65,265	68,993	71,023	73,123	
שיעור רווח גולמי	14.9%	19.8%	20.5%	20.5%	21.4%	21.0%	21.3%	21.5%	21.4%	21.5%	
הוצאות תפעוליות	(7,726)	(9,223)	(8,201)	(6,151)	(7,135)	(7,319)	(7,508)	(7,701)	(7,898)	(8,100)	
EBITDA	37,538	54,729	55,979	41,984	58,685	60,429	62,234	64,103	66,047	68,052	
רווח תפעולי	24,834	41,414	46,678	35,009	52,796	54,374	57,757	61,292	63,124	65,022	
שיעור רווח תפעולי				17.4%	18.8%	18.6%	18.9%	19.1%	19.0%	19.1%	
הוצאות מס				(8,052)	(12,143)	(12,506)	(13,284)	(14,097)	(14,519)	(14,955)	
רווח תפעולי לאחר מס				26,957	40,653	41,868	44,473	47,195	48,606	50,067	
התאמות											
שינויים בהון חוזר				1,808	(1,264)	(1,439)	(1,455)	(1,524)	(1,330)	(887)	
פחת והפחתות				6,976	5,890	6,056	4,477	2,811	2,923	3,030	
CapEx				(5,171)	(7,089)	(7,289)	(7,495)	(7,707)	(7,924)	(7,908)	
סה"כ התאמות				3,612	(2,463)	(2,672)	(4,472)	(6,420)	(6,332)	(5,765)	
סה"כ תזרים להיוון				30,569	38,189	39,195	40,001	40,775	42,274	44,302	
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	
תזרים מהוון				29,798	34,483	31,956	29,447	27,103	25,372	24,008	222,875
סך תזרים מהוון גרין נט וגרינסויל				425,042							

* הגידול ברווח התפעולי בין 2025 ל-2026 מיוחס ברובו לסיים ההפחתה של מתקן גרין נט.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור ב' – חוב נטו דקל תשתיות

סך החוב נטו של דקל תשתיות (במאוחד, כולל חוב פרויקטלי של דיה) נכון ל-31 במרץ 2025 עומד על סך של כ-83 מיליוני ש"ח, כדלקמן:

אלפי ש"ח	31.03.25
מזומנים ושווי מזומנים	24,389
אשראי לז"ק וחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	(34,314)
נגזרים	1,524
התחייבויות לתאגידים בנקאיים	(78,220)
התחייבויות בשל הטבות לעובדים	(188)
סה"כ	(86,809)
חוב זכיון דיה	(24,483)
חוב דקל תשתיות ללא דיה	(62,326)

כאמור, מדובר על החוב המאוחד, הכולל בין היתר את החוב של דקל סולו, וכן את החוב של גרין נט וגרינסויל ללא החוב של דיה.

ביאור ג' – שווי דקל דיה בע"מ

פרויקט דיה שהינו כאמור מתקן טיפול בפסולת אורגנית, התחיל הקמה בתחילת 2025. שווי חברה זו מורכב מתזרימי המזומנים של הזכיון, קבלן התפעול וקבלן ההקמה, והכל בהתבסס על המודלים הפיננסיים של החברה.

שנות התחזית – מיום ה-1 באפריל 2025 עד ליום 30 בספטמבר, 2052 בהתאם לתחזית חברת הזכיון.

שיעור היוון – שיעור היוון (Ke) משוקלל של הזכיון, המפעיל והקבלן הינו כ-14% ושיעור היוון קבלן הינו 11.25%.

הכנסות – דמי הקליטה שהונחו הינם בהתאם לסיכום עם המועצה ולמחירי השוק המקובלים עבור פסולת אורגנית, עם שיעורי צמיחה נורמטיביים וכן משקפים את רשת הביטחון הקיימת בהסכם הזכיון.

מענקי הקמה ותפעול – מבוססים במלואם על הסכם הזכיון.

עלות הקמה (CapEx) – עלויות ההקמה בפרויקט (לפי תקציב) צפויות לעמוד על סכום של כ-315 מיליוני ש"ח.

חוב הבכיר – משיכות ופירעונות בהתאם להסכם המימון החתום.

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של דיה:

אלפי ש"ח	דיה
שווי דיה	102,944
התאמות מאזניות נוספות	12,262
סה"כ	115,206

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי דקל דיה בע"מ עומד על כ-115 מיליוני ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פרויקט דיה, באלפי ש"ח:

אלפי ש"ח	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
הכנסות	–	–	–	96,712	103,384	105,646	107,960	110,328	112,749	115,226	103,234	100,756	103,176	105,654
% שימי	–	–	–	–	6.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	-10.4%	-2.4%	2.4%	2.4%
עלויות תפעול	(2,363)	(2,537)	(2,179)	(64,828)	(65,791)	(66,263)	(67,808)	(69,389)	(71,006)	(72,662)	(63,565)	(65,327)	(66,835)	(68,379)
תזרים מזומנים תפעולי	(2,363)	(2,537)	(2,179)	31,884	37,593	39,383	40,153	40,938	41,743	42,564	39,669	35,429	36,341	37,276
שיעור רווח תפעולי	–	–	–	33.0%	36.4%	37.3%	37.2%	37.1%	37.0%	36.9%	38.4%	35.2%	35.2%	35.3%
הוצאות מס	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תזרים מזומנים תפעולי נקי ממס	(2,363)	(2,537)	(2,179)	31,884	37,593	39,383	40,153	40,938	41,743	42,564	39,669	35,429	36,341	37,276
הפקדות ומשיכות לקרן MRA	–	–	–	–	–	–	(3,204)	(3,204)	(3,204)	9,613	–	–	–	(3,773)
עלויות הקמה	(163,434)	(170,324)	(20,105)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
הוצאות הטמנה נוספות	–	–	–	–	–	–	–	–	–	(10,414)	–	–	–	–
מענקים	44,237	40,805	–	27,192	27,203	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	–	–	–	(5,960)	(149)	(152)	(156)	(160)	(164)	(168)	(1,435)	(208)	(213)	(218)
שימי ביתרת מזומנים	–	–	(6,020)	(3,089)	(12,578)	18,236	(81)	(83)	(85)	(87)	(89)	(91)	(94)	(96)
תזרים מזומנים לפני מימון	(121,560)	(132,056)	(28,304)	50,027	52,069	57,467	36,711	37,491	38,290	41,508	38,145	35,130	36,035	33,189
משיכת חוב בכיר	170,917	190,250	53,308	–	17,453	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(44,237)	(40,805)	–	(34,429)	(39,736)	(14,644)	(13,656)	(14,162)	(15,147)	(18,040)	(16,163)	(14,411)	(15,592)	(13,958)
החזר ריבית חוב בכיר	(3,405)	(15,113)	(22,728)	(13,227)	(14,589)	(14,641)	(14,264)	(13,942)	(13,500)	(13,011)	(12,378)	(11,882)	(11,378)	(10,889)
תזרים פנוי לחלוקת דיבדנדים לבעלי המניות	1,715	2,276	2,276	2,371	15,197	28,181	8,791	9,387	9,643	10,457	9,603	8,837	9,065	8,342
רווח מפעיל	–	–	–	4,673	4,773	4,876	4,981	5,088	5,198	5,310	4,804	4,935	5,041	5,149
רווח קבלן	22,748	24,224	2,539	(13,590)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
סך תזרים להיוון	24,462	26,500	4,815	(6,546)	19,970	33,057	13,772	14,475	14,841	15,767	14,407	13,772	14,106	13,491
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00	12.00	13.00
תזרים מהוון	23,683	23,280	3,716	(4,438)	11,893	17,295	6,329	5,844	5,264	4,913	3,943	3,312	2,980	2,503

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פרויקט דיה, באלפי ש"ח:

אלפי ש"ח	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
הכנסות	108,192	110,791	113,453	116,178	118,969	121,827	124,754	127,751	130,820	106,817	109,395	112,035	114,738	117,508
% שינוי	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	-18.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
עלויות תפעול	(69,959)	(71,577)	(73,231)	(74,925)	(76,659)	(78,434)	(80,249)	(82,108)	(84,010)	(82,357)	(84,263)	(86,216)	(87,857)	(89,723)
תזרים מזומנים תפעולי	38,234	39,214	40,222	41,253	42,310	43,393	44,505	45,643	46,810	24,460	25,131	25,819	26,881	27,785
שיעור רווח תפעולי	35.3%	35.4%	35.5%	35.5%	35.6%	35.6%	35.7%	35.7%	35.8%	22.9%	23.0%	23.0%	23.4%	23.6%
הוצאות מס	–	–	–	–	–	(745)	(7,828)	(8,640)	(9,347)	(4,554)	(4,918)	(5,291)	(5,962)	(6,390)
תזרים מזומנים תפעולי נקי ממס	38,234	39,214	40,222	41,253	42,310	42,648	36,677	37,004	37,463	19,906	20,213	20,528	20,919	21,394
הפקדות ומשיכות לקרן MRA	(3,773)	(3,773)	11,318	–	(1,696)	(1,696)	(1,696)	5,087	–	–	–	–	–	–
עלויות הקמה	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
הוצאות הטמנה נוספות	–	–	(12,261)	–	–	–	–	(5,511)	–	–	–	–	–	–
מענקים	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	(223)	(229)	(234)	(240)	(246)	(252)	(258)	(265)	(271)	3,708	(190)	(195)	(200)	8,078
שינוי ביתרת מזומנים	(98)	(100)	(103)	(105)	(108)	(110)	(113)	(116)	(118)	(121)	(124)	(127)	(130)	5,631
תזרים מזומנים לפני מימון	34,139	35,113	38,941	40,908	40,261	40,590	34,610	36,199	37,074	23,493	19,899	20,206	20,589	35,104
משיכת חוב בכיר	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(15,139)	(16,382)	(19,917)	(22,232)	(22,685)	(23,919)	(20,456)	(22,584)	(24,310)	(15,200)	(13,143)	(14,012)	(15,001)	–
החזר ריבית חוב בכיר	(10,419)	(9,904)	(9,229)	(8,384)	(7,450)	(6,464)	(5,465)	(4,525)	(3,454)	(2,428)	(1,804)	(1,166)	(466)	–
תזרים פנוי לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות	8,581	8,826	9,795	10,292	10,126	10,207	8,689	9,090	9,310	5,865	4,952	5,027	5,123	35,104
רווח מפעיל	5,259	5,373	5,488	5,607	5,728	5,852	5,979	6,109	6,242	6,378	6,517	6,660	3,382	–
רווח קבלן	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
סך תזרים להיוון	13,841	14,199	15,283	15,898	15,854	16,060	14,669	15,199	15,552	12,243	11,469	11,687	8,505	35,104
תקופה להיוון	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00	23.00	24.00	25.00	26.00	26.88
תזרים מהוון	2,256	2,033	1,923	1,757	1,539	1,370	1,099	1,000	899	622	512	458	293	1,079

סך תזרים מהוון 127,356

חוב נטו זכיון (24,411)

שווי דיה 102,944

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור ד' – שווי פרויקט חירייה

פרויקט חירייה הינו מתקן לטיפול בפסולת, מתקן זה מיועד לשמש כתחנת מיון ומחזור פסולת איגודן עם קיבולת של כ-390 אלף טון בשנה וישרת את תל אביב והערים שבאזור. המתקן הזה יצטרף לתפעול של תחנת המעבר הקיימת באיגודן. עבודות ההקמה החלו בחודשים האחרונים. תקופת ההקמה צפויה להסתיים עד סוף 2026. לאחר ההקמה החברה צפויה להפעיל את המתקן למשך 10 שנים (8 שנים עם אופציה לשנתיים נוספות). הכנסות המתקן מבוססות על מחיר חוזי שנקבע במכרז. הוצאות המתקן כוללות בעיקר כוח אדם והוצאות תפעול שונות (כגון הובלות). המתקן כאמור נמצא טרם תחילת ההקמה והערכנו אותו בהתאם לגישת DCF. תזרים המזומנים של פרויקט זה, מתבסס על המודל הפיננסי של החברה.

שנות התחזית – מיום ה-1 באפריל 2025 עד ליום 31 בדצמבר, 2036 בהתאם לתחזית החברה.

שיעור הון – שיעור ההון שחושב (WACC) הינו 10.75%.

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פרויקט חירייה עומד על כ-30 מיליוני ש"ח.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי דקל תשתיות עומד על כ- **508 מיליוני ש"ח** ובהתאם לכך שווי החזקות בלוג'ן על כ- **254 מיליוני ש"ח**.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההון של גרין נט וגרינסויל ושינוי של 5% בצמיחה משנת 2032 בגרין נט וגרינסויל על שווי אחזקות החברה בדקל תשתיות (באלפי ש"ח):

שינוי בשיעור הון						
-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%		
385,238	346,977	314,254	285,967	261,308	10.00%	שינוי
346,562	312,870	284,080	259,190	237,475	5.00%	בשיעור
307,886	278,763	253,905	232,412	213,641	0.00%	צמיחה
269,211	244,656	223,731	205,635	189,807	-5.00%	משנת
230,535	210,549	193,557	178,857	165,973	-10.00%	2032

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

ביאור ג' – ק.מ.מ מפעיל מיחזור בע"מ

ק.מ.מ. מפעלי מיחזור בע"מ (להלן: "ק.מ.מ.") כולל את הפעילויות הבאות:

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע
2. פעילות בתחום הפלסטיק באמצעות אחזקה בחברה סייקל (24.75%) - תאגיד שהוקם בשנת 2022 לטובת איסוף ומיחזור בקבוקי שתיה בשותפות עם החברה המרכזית למשקאות
3. פעילות מיון אריזות עבור תאגיד תמיר
4. פעילות איסוף ומחזור צמיגים
5. טיפול בטקסטיל

הנחות עבודה עיקריות

- התחזית על בסיס מאוחד- התחזית המוצגת לעיל, כוללת את כל פעילויות ק.מ.מ. על בסיס מאוחד, לרבות החלק היחסי מפעילות סייקל.
- **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2029 וכן את השנה המייצגת (להלן: "**תקופת התחזית**").
- **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (WACC), הינן בערכים נומינליים.
- **שיעור מס** – שיעור המס בתחזית תזרים המזומנים הינו 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה.
- **שיעור היוון (WACC)** – כאמור לעיל, שיעור ההיוון שחושב הינו 10.75%.
- **CapEx** – בהתאם לנתונים שהתקבלו, הנהלת החברה מניחה השקעות של כ-9 מיליון ש"ח ברבעונים 2-4 בשנת 2025 ו-13 מיליון ש"ח בשנת 2026. לאחר מכן החברה מניחה פחת של כ-11.5 מיליון ש"ח וכ-10.5 בשנה הטרמינלית. ההשקעות המוצגות בתחזית כוללות השקעות בגין פעילות ק.מ.מ. ת.מ.צ וסייקל.

הכנסות

הכנסות החברה נלקחו בהתאם לתחזית החברה ובין היתר מבוססות על מחירי החוזים הקיימים עם לקוחותיה (לרבות ההצמדות הקבועות בחוזים), וצפויות לעמוד בשנת 2025 על כ-345 מיליון ש"ח. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו בכ-5% בין שנת 2025 לשנת 2026.

החל משנת 2027 חלה ירידה בהכנסות וברווחיות לאור סיום פעילות תחנת המעבר בראשל"צ וסיום ההסכם הקיים עם תמיר. ההסכם החדש עם תמיר משוקף במסגרת ההתאמות לשווי בתוך שורת "חוב פיננסי נטו". בשנה הטרמינלית הונחה צמיחה של 3% הנובעת מגידול בהיקף הפסולת בהתאם לתחזיות התעשייה וכן מגידול איטי במחירי תוצרי המיחזור אשר יתכנסו לממוצע הרב שנתי.

הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות בעיקר מעלויות קבועות וכוללות גם עלויות משתנות. ההוצאות התפעוליות נלקחו מהמודל הפיננסי שהתקבל מהחברה. בהתאם לאמור לעיל, ישנה ירידה בהוצאות התפעוליות בשנת 2027 של כ-12% עקב הפסקת הפעילות בתחנת המעבר ולאחר מכן עלייה של כ-3%. בשנה הטרמינלית ההוצאות התפעוליות עומדות על כ-27 מיליון ש"ח.

הוצאות מס - 23% בהתאם למס החברות בישראל.

ראו בהמשך פירוט אודות הסיבות המרכזיות לשיפור החזוי ברווחי החברה ביחס לתוצאות העבר.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של ק.מ.מ. (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2023	2024	2025	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	טרמינלי
הכנסות	320,491	326,509	345,421	259,066	360,554	300,888	313,860	325,844	335,619
שיעור שינוי בהכנסות		1.9%	6%	-	4.4%	-16.5%	4.3%	3.8%	3.0%
עלות המכר	(262,080)	(273,529)	(275,912)	(206,934)	(287,445)	(237,061)	(243,457)	(249,290)	(256,769)
% מההכנסות	81.8%	83.8%	79.9%	79.9%	79.7%	78.8%	77.6%	76.5%	76.5%
רווח גולמי	58,411	52,980	69,509	52,132	73,110	63,828	70,403	76,554	78,851
שיעור רווח גולמי	18.2%	16.2%	20.1%	20.1%	20.3%	21.2%	22.4%	23.5%	23.5%
הוצאות תפעוליות	(31,594)	(31,482)	(28,556)	(21,417)	(28,566)	(25,120)	(25,834)	(26,573)	(27,351)
EBITDA	41,872	39,774	56,089	42,067	60,856	50,204	56,066	61,477	61,909
רווח תפעולי	26,817	21,498	40,953	30,715	44,544	38,707	44,569	49,980	51,500
שיעור רווח תפעולי	8.4%	6.6%	11.9%	11.9%	12.4%	12.9%	14.2%	15.3%	15.3%
הוצאות מס				(7,064)	(10,245)	(8,903)	(10,251)	(11,495)	(11,845)
רווח תפעולי לאחר מס				23,650	34,299	29,805	34,318	38,485	39,655
התאמות									
שניים בהון חוזר				(2,638)	(966)	(3,212)	(1,550)	(1,599)	(521)
פחת והפחותות				11,352	16,313	11,497	11,497	11,497	10,409
CapEx				(8,900)	(13,730)	(10,379)	(8,071)	(8,239)	(10,409)
סה"כ התאמות				(186)	1,617	(2,094)	1,875	1,658	(521)
סה"כ תזרים להיוון				23,465	35,916	27,710	36,193	40,143	39,134
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				22,873	32,429	22,592	26,644	26,683	335,643
ערך נוכחי				466,864					
הפרשי פחת				5,915					
שווי פעילות				472,779					
חוב נטו				(24,220)					
שווי חברה				448,559					

* שווי החזקות החברה בק.מ.מ. המוצג לעיל הינו לאחר תשלום אופציית הרכש והתמורה המותנית בגין סייקל בסך כ-75 מיליון ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

- ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנים 2023-2024 הן על פי הדוח הכספי המאוחד של ק.מ.מ. בתוספת איחוד יחסי של תוצאות פעילות סייקל.
- השיפור בתוצאות ק.מ.מ. לשנת 2025 ביחס לתוצאות בפועל בשנים 2023-2024 מבוסס בעיקרו על הסיבות הבאות:
 1. הגדלת הכמות המטופלת באתר תמיר (גידול של 60%) ושיפור במחיר במסגרת הסכם שנכנס לתוקף ביום 1 בינואר 2025.
 2. קיטון משמעותי בהוצאות הייצוא וחזרה לרמות המחיר ששררו ערב מלחמת חרבות ברזל.
 3. כניסה לתוקף של הסכמים חדשים מול העיריות שנחתמו בתנאים טובים יותר מההסכמים הקיימים.
 4. התייעלות בפעילות מיחזור צמיגים (ת.מ.צ) על בסיס השקעות שבוצעו בפועל.
 5. החלפת הנהלה וחיסכון בהוצאות מטה.

הערכת השווי

ביאור 3 – זרוע הפסולת (המשך)

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי ק.מ.מ. עומד על כ-449 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההיוון ו-0.5% בשיעור הצמיחה הטרימינלית על שווי ק.מ.מ. (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
12.75%	11.75%	10.75%	9.75%	8.75%		
330,106	370,030	418,621	479,186	557,013	2.00%	צמיחה שנה מייצגת
338,682	380,888	432,683	497,920	582,894	2.50%	
348,137	392,987	448,559	519,428	613,275	3.00%	
358,615	406,552	466,625	544,378	649,444	3.50%	
370,290	421,867	487,367	573,668	693,227	4.00%	

ביאור ד' – תשלום בעבור רכישת מניות ק.מ.מ.

כאמור לעיל, החברה מימשה אופציה לרכישת מניות ק.מ.מ. ושלמה בעבורן כ-55 מיליון ש"ח.

ביאור ה' – תמורה מותנית סייקל

בחודש יולי 2025 שלמה החברה 20 מיליון ש"ח כתמורה מותנית בגין תוצאות פעילות סייקל.

סיכום – זרוע הפסולת

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה שווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת נאמדת בכ- 827 מיליוני ש"ח.

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההיוון אחזקות החברה בזרוע הפסולת (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
2.00%	1.00%	0.00%	-1.00%	-2.00%
686,788	750,409	827,474	923,201	1,046,172

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים

הנחות עבודה עיקריות בקשר לתחום המים והשפכים והכימיקלים

- **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2029 (להלן: "**תקופת התחזית**") ואת השנה הטרמינלית. תקופת התחזית נקבעה על סמך הנחות BDO ובהתאם לתחזיות החברה.
- **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (WACC), הינן בערכים נומינליים.
- **שיעור מס** – הונח שיעור מס של 23% שהינו שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה. כמו כן, לקבוצה הפסדים להעברה שהוקצו לכל אחת מהישויות המשפטיות.
- **שיעור צמיחה** – הונח שיעור צמיחה נומינלי לטווח ארוך של כ-3% (0.6% ריאלי).

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של החזקות בלוג'ן בחטיבת מים ושפכים:

אלפי ש"ח	מים ושפכים	ביאור
פרויקטים ותפעול	193,018	א
כפר מסריק	39,944	ב
סה"כ	232,962	

ביאור א' – פרויקטים ותפעול (לא כולל חטיבת ההקמות (EPC))

הכנסות

- ליחידת הפרויקטים מקורות הכנסה מעבודות קבלנות שמבצעת הן לפרויקטים בבעלות הקבוצה, והן לפרויקטים של אחרים, ממכירת מסננים ומאקווז. לצורך הערכת השווי של פעילות יחידת הפרויקטים התייחסנו לכל עבודות הקבלנות, בין אם מבוצעים פנימית בתוך הקבוצה ובין אם לחיצוניים, כחלק משווי היחידה. הכנסות החברה מיחידת הפרויקטים בשנת 2024 עמדו על כ-62 מיליוני ש"ח ואילו בשנת 2025 צפויות לעמוד על כ-92 מיליוני ש"ח. צמיחה של כ-48%. בהתאם לצבר ההזמנות המחייב, המצביע על גידול מהותי בהיקף הפרויקטים שמבצעת החברה (ביניהם: פרויקט סבחה – מתקן ההתפלה באילת, פרויקט תע"ש רמת השרון ועוד), ההכנסות מיחידת הפרויקטים צפויות לצמוח בשנת 2026 לכ-201 מיליוני ש"ח. עיקר הגידול בהכנסות בשנה זו נובע מפרויקטים ספציפיים וידועים שכבר החלו אבל עוד לא הוכרה רוב ההכנסה בגינם היות וההכרה בהכנסה הינה לפי שיעור השלמה ומפרויקטים בשלבי ייזום/מכירה מתקדמים.

הכנסות החברה מיחידת התפעול הינן מישראל בלבד. בשנת 2024 עמדו על כ-107 מיליוני ש"ח ואילו בשנת 2025 צפויות לעמוד על כ-101 מיליוני ש"ח, ירידה של כ-6% הנובעת מסיום תקופת הסכמי תפעול קיימים ביוזמת החטיבה ולטובת שיפור הרווחיות. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו במהלך שנות התחזית בכ-7.7% בממוצע ויעמדו על כ-140 מיליוני ש"ח בשנה הטרמינלית. ממידע שנמסר מהנהלת החברה, במסגרת הגידול נכללו גם פרויקטי BOT אשר יושלמו ויועברו לשלב התפעול.

חלק מהשיפור ברווחיות בשנת 2026 נובע מהתקדמות פרויקט MTO, פרויקט גדול שהתעכב בשנים 2024-2025.

תחזית ההכנסות והרווחיות של פעילות התפעול מבוססת על התוצאות בפועל של המחצית הראשונה לשנת 2025.

בשנת 2025 הונח כי 47% מההכנסות יחידת הפרויקטים יתקבלו בדולר, 36% מההכנסות יתקבלו בש"ח, 13% יתקבלו ביורו והשאר בפאונד.

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

כמו כן, חלק מהפרויקטים אותם החברה מתפעלת הינם פרויקטי BOT אשר בשלב מסויים מסתיימים (בעיקר אחרי 25 שנה) ואיתם גם חוזה התפעול שלהם. נכון למועד הערכת השווי, לא קיימים פרויקטי BOT ששלב התפעול שלהם מסתיים במהלך 5 שנות התחזית המוצגות לעיל. כמו כן, הגם שפרויקטי תפעול מסויימים יסתיימו במהלך השנים המאוחרות יותר, הונח כי הכנסות לא תרדנה מאחר ופרויקטי תפעול אחרים ייכנסו ויפצו על כך.

עלות המכר

- עלות המכר ביחידת הפרויקטים מורכבת בעיקר מתצרוכת חומרים. בפעילות הפרויקטים הנהלת החברה הניחה כי שיעור התצרוכת ינוע בין 67% ל-74%. בפעילות הסננים הונח ששיעור התצרוכת יהיה בממוצע של 60% לאורך שנות התחזית.
- עלות המכר ביחידת התפעול מורכבת מההוצאות הדרושות לשם תפעול המתקנים בשטח, וכוללות תצרוכת חומרים, הוצאות שכר עבודה, הוצאות עבור קבלני משנה, הוצאות פחת והוצאות אחרות. לדברי הנהלת החברה, כלל ההוצאות התפעוליות למעט פחת חושבו תחת ההנחה כי שיעורן מסך המכירות ישאר זהה לאורך שנות התחזית.

הוצאות מכירה והנה"כ

הוצאות המכירה בזרוע כוללות הוצאות ישירות של כל יחידת התפעול ויחידת הפרויקטים אשר כוללות בעיקר את שכ"ע של עובדי המכירה וכן הוצאות שונות לרבות פחת, וכן של הנהלת חטיבת המים והשפכים. הוצאות אלו נחזו בהתאם לתחזית ההנהלה.

הון חוזר

ממידע שנמסר מהנהלת החברה, ביחידת הפרויקטים ההון החוזר תלוי ומשתנה בהתאם לפרויקטים השונים, כאשר תנאי התשלום ואבני הדרך עשויים להיות שונים בכל אחד מהם.

ביחידת התפעול ההשקעה השנתית בהון חוזר חושבה בהתבסס על ניתוח השינויים הצפויים בסעיפי ההון החוזר השונים במאזן - מלאי, לקוחות, ספקים והון חוזר אחר (חייבים ויתרות חובה וזכאים אחרים).

בהתאם למידע שנמסר מהנהלת החברה, להלן ימי ההון החוזר שהונחו:

- ימי לקוחות – 90
- ימי ספקים – 70

פחת ו-CapEx

הפחת ו-CapEx חושבו בהתאם למידע שקיבלנו מהנהלת החברה ובדומה לקצב הפחת וההשקעות ההיסטורי.

שיעור הון (WACC)

כאמור לעיל, שיעור ההון של חטיבת המים והשפכים נבנה מתוך ממוצע משוקלל של שיעורי הון לחטיבת התפעול והפרויקטים. המשקל של כל חטיבה נלקח בהתאם לחלק היחסי של החטיבה מהתזרים להיוון המאוחד. שיעור ההון המשוקלל שחושב הינו 11.25%.

ראו בהמשך פירוט אודות הסיבות המרכזיות לשיפור החזוי ברווחי החברה ביחס לתוצאות העבר.

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

הוצאות מס

נכון ליום 31 במרץ, 2025, לחטיבת התפעול הפסדים להעברה בגובה של כ-36 מיליוני ש"ח ואילו לאקוויז הפסדים להעברה בגובה של כ-130 מיליוני ש"ח. ההפסדים להעברה של יחידת התפעול משויכים באופן מלא ומנוצלים כנגד הרווח התפעולי של חטיבת התפעול ואילו ההפסדים המועברים של אקוויז משויכים לרווח התפעולי של כלל פעילויות הפרויקטים.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההיוון ושינוי של כ- 0.5% בשיעור הצמיחה לטווח ארוך בשנה הטרמינלית על שווי הפעילות (באלפי ש"ח):

שיעור היוון					שווי פעילות	
13.25%	12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	שיעור צמיחה שנה מייצגת	
162,034	186,017	216,696	257,289	313,466		
154,723	176,552	204,093	239,887	288,243		
148,125	168,111	193,018	224,885	267,056		
142,140	160,536	183,209	211,819	249,008		
136,688	153,699	174,460	200,337	233,449		

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות הפרויקטים והתפעול עומד על כ-193 מיליוני ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פעילות הפרויקטים והתפעול (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2023	2024	2025	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	טרמינלית
הכנסות	191,280	164,516	193,169	153,682	308,994	350,135	369,031	391,931	403,689
% שינוי		-14.0%	17.4%	-	60.0%	13.3%	5.4%	6.2%	3.0%
עלות המכר	(196,213)	(151,843)	(171,372)	(135,305)	(265,449)	(298,508)	(313,282)	(331,300)	(341,164)
% מההכנסות	102.6%	92.3%	88.7%	88.0%	85.9%	85.3%	84.9%	84.5%	84.5%
רווח גולמי	(4,933)	12,673	21,796	18,377	43,545	51,627	55,749	60,630	62,524
% מההכנסות	-2.6%	7.7%	11.3%	12.0%	14.1%	14.7%	15.1%	15.5%	15.5%
הוצאות הנהלה וכלליות	(35,365)	(36,078)	(31,278)	(23,328)	(31,762)	(32,304)	(32,268)	(32,790)	(32,962)
EBITDA	(27,071)	(8,471)	(4,331)	(1,165)	16,870	23,923	27,651	31,830	33,475
רווח תפעולי	(40,298)	(23,405)	(9,481)	(4,951)	11,783	19,323	23,481	27,840	29,563
% מההכנסות	-21.1%	-14.2%	-4.9%	-3.2%	3.8%	5.5%	6.4%	7.1%	7.3%
הוצאות מס				(811)	(1,360)	(1,972)	(2,295)	(2,648)	(6,799)
רווח תפעולי לאחר מס				(5,761)	10,423	17,350	21,186	25,192	22,763
התאמות									
שינויים בהון חוזר				(12,404)	(13,467)	(7,238)	(8,776)	(2,347)	(1,069)
פחת והפחותות				3,785	5,087	4,600	4,170	3,990	3,912
CapEx				(1,233)	(1,650)	(1,697)	(1,746)	(3,990)	(3,912)
סה"כ התאמות				(9,852)	(10,030)	(4,335)	(6,352)	(2,347)	(1,069)
סה"כ תזרים להיוון				(15,613)	393	13,015	14,834	22,845	21,694
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				(15,203)	353	10,516	10,774	14,914	171,664
סך תזרים מהוון				193,018					

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

השיפור בתוצאות חטיבת המים בתקופת התחזית ביחס לתוצאות בפועל בשנים 2023-2024 מבוסס בעיקרו על הסיבות הבאות:

1. גידול משמעותי בצבר ההזמנות המחייב של החטיבה בפרויקטים בהיקפים גדולים יותר בעלי שיעורי רווחיות גבוהים משיעורי הרווחיות של פרויקטי העבר.
2. מגמות בשוק המים בישראל מצביעות על גידול משמעותי בפרויקטים בתחום המוניציפאלי וצפי השקעות הולך וגדל על פני תקופת התחזית בהתאם לתוכנית האב של רשות המים.
3. התייעלות תפעולית (הן בעלות המכר והן בהוצאות הנהלה וכלליות) של החטיבה אשר טרם קיבלה ביטוי באופן מלא בתוצאות לשנת 2024.
4. תשתית החטיבה הקיימת מאפשרת צמיחה והרחבה של הפעילות ללא גידול מהותי בתשומות.

הערכת השווי

ביאור 4 - שווי פעילות חטיבת המים והשפכים (המשך)

ביאור ב' – כפר מסריק

הנחות עבודה עיקריות

- שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת הוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2025 ועד ליום 31 בדצמבר, 2050 (להלן: "תקופת התחזית"). כפי שנמסר לנו מהנהלת החברה, צפי סיום הפרויקט הינו בסוף שנת 2050 בהתאם לתנאי ה-BOT ולכן תחזית תזרימי המזומנים הינה לתקופה זו. החל משנת 2031 המשך הפרויקט מותנה בהשגת הסכמות מול המדינה בקשר לתעריף המים המותפלים. ההסכמה כאמור נמצאת בשלבי סיום. כמו כן, בגין התקופה הנוספת נלקחה פרמיה ספציפית נוספת לשיעור ההיוון.
- תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההיוון (Ke), הינן בערכים נומינליים.
- שיעור צמיחה - הונח שיעור צמיחה נומינלי לטווח ארוך של כ-3% (0.6% ריאלי)
- שיעור היוון - שיעור היוון של 9.75%.

ניתוחי רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון על שווי הפעילות (באלפי ש"ח):

שיעור היוון				
11.75%	10.75%	9.75%	8.75%	7.75%
39,442	39,688	39,944	40,209	40,483

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי כפר מסריק עומד על כ-40 מיליוני ש"ח.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חטיבת המים והשפכים עומד על כ-233 מיליוני ש"ח.

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ-1% בשיעור ההיוון ושינוי של כ-0.5% בשיעור הצמיחה לטווח ארוך בשנה הטרמינלית על שווי חטיבת המים והשפכים (אלפי ש"ח):

שיעור היוון						
13.25%	12.25%	11.25%	10.25%	9.25%		
201,978	225,961	256,640	297,233	353,410	4.0%	שיעור צמיחה שנה מייצגת
194,667	216,496	244,038	279,831	328,187	3.5%	
188,069	208,055	232,962	264,829	307,000	3.0%	
182,084	200,480	223,153	251,763	288,952	2.5%	
176,632	193,643	214,404	240,281	273,393	2.0%	

הערכת השווי

ביאור 5 - שווי פעילות הכימיקלים

הכנסות

הכנסות החברה מחטיבת הכימיקלים בשנת 2024 עמדו על כ-82 מיליוני ש"ח, עלייה של כ-4% משנת 2023. בהתאם לתקציב 2025 ועל בסיס ביצועי החברה למחצית הראשונה לשנת 2025, ההכנסות צפויות לעמוד על כ-94 מיליוני ש"ח, קרי צמיחה של כ-15%. ההכנסות מורכבות ממגוון רב של מוצרים ובהתאם התקציב נבנה ברמה פרטנית בהתאם לכל מוצר ונסיבותיו. בין היתר, ההכנסות כוללות מכירות של כימיקלים למתכות, כימיקלים לציפויים, דבקים, שמנים ומוצרי סיכה, טיפול בשפכי לקוחות, כימיקלים לטיפול במים ושפכים, פעילות חברת סייקלין, ועוד. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו בכ- 6.4% בשנת 2026 ויעמדו על כ-123 מיליוני ש"ח בשנה הטרמינלית.

הצמיחה בתחזית ההכנסות נובעת מהתרחבות הפעילות דרך חוזים חדשים והרחבת התקשרויות קיימות.

עלות המכר

עלות המכר בחטיבת הכימיקלים מורכבת בעיקר מתצרוכת חומרים, הוצאות שכר, קבלני משנה, הוצאות פחת והוצאות אחרות. בשנת 2022 עלות המכר עמדה על כ-71% ובשנים 2023-2024 כ-66% מההכנסות. בהתאם לתקציב לשנת 2025, עלות המכר תעמוד על כ-67% ובהמשך תרד בהדרגה לכ-65% עד שנת 2029.

כפי שניתן לראות תחזית החברה מניחה שיפור ברווחיות מכ-33% לכ-35% הנובע מצמצום סגמנטים הפסדיים ומגידול בהיקף פעילות בסקטורים אסטרטגיים ורווחיים (לדוגמא לקוחות ביטחוניים).

הוצאות מכירה והנה"כ

הוצאות המכירה כוללות הוצאות ישירות של החטיבה אשר כוללות בעיקר את שכ"ע של עובדי המכירה וכן הוצאות שונות לרבות פחת. הוצאות אלו נחזו בהתאם לתחזית ההנהלה.

העברת אתר

לאור בקשת המשכיר לפנות את אתר הייצור בעכו בשנת 2026, החברה פועלת להעסקת אתר הפעילות לאתר חלופי. בהתאם לכך ישנה הפסקת תשלום של הוצאות שכירות בשנה הטרמינלית.

הון חוזר

נלקח בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה בהתאם למפתחות הבאים:

- ימי לקוחות – 95
- ימי ספקים – 70
- ימי מלאי – 100
- הון חוזר אחר – 5% (מינוס)

פחת ו-CapEx – בהתאם להנהלת החברה, היקף הפחת יעמוד על סך של כ-3.2 מיליון ש"ח בשנת 2025, כ-2.5 מיליון ש"ח בשנת 2026 ולאחר מכן כ-3.1 מיליון ש"ח. היקף ההשקעות מוצג בנטו, קרי כולל את עלויות העברת האתר ואת המענקים שהחברה תקבל מהמדינה בשנים 2025-2027 ממשד הכלכלה בגין העברת האתר.

שיעור הון (WACC) – כאמור לעיל, הונח שיעור ההון נומינלי של 11.25%.

הערכת השווי

ביאור 5 - שווי פעילות הכימיקלים (המשך)

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פעילות הכימיקלים (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2023	2024	2025	2025 Q2-Q4	2026	2027	2028	2029	טרמינלית
הכנסות מלקוחות	78,987	82,269	93,964	71,016	99,995	106,482	113,419	118,977	122,546
% שינוי		4.2%	14.2%	-	6.4%	6.5%	6.5%	4.9%	3.0%
עלות המכר	(52,108)	(54,619)	(63,312)	(47,886)	(66,707)	(70,067)	(73,704)	(76,985)	(79,295)
% מההכנסות	66.0%	66.4%	67.4%	67.4%	66.7%	65.8%	65.0%	64.7%	64.7%
רווח גולמי	26,879	27,650	30,652	23,130	33,288	36,414	39,716	41,991	43,251
שיעור רווח גולמי	34.0%	33.6%	32.6%	32.6%	33.3%	34.2%	35.0%	35.3%	35.3%
הוצאות תפעוליות	(19,726)	(18,239)	(18,429)	(13,614)	(18,899)	(19,412)	(19,945)	(20,471)	(21,085)
EBITDA	9,965	12,098	14,113	10,883	16,946	20,113	22,882	24,632	25,315
רווח תפעולי	7,153	9,411	12,223	9,516	14,389	17,002	19,771	21,521	22,166
שיעור רווח תפעולי	9.1%	11.4%	13.0%	13.4%	14.4%	16.0%	17.4%	18.1%	18.1%
הוצאות מס				(2,189)	(3,309)	(3,910)	(4,547)	(4,950)	(5,098)
רווח תפעולי לאחר מס				7,327	11,079	13,091	15,224	16,571	17,068
התאמות									
שינויים בהון חוזר				(9,678)	(1,136)	(1,640)	(1,758)	(1,438)	(1,417)
פחת והפחתות				1,367	2,557	3,111	3,111	3,111	3,149
השקעות בניכוי מענק מדינה בגין העברת אתר				(5,000)	(13,500)	(23,000)	(1,250)	(1,250)	(3,149)
סה"כ התאמות				(13,310)	(12,079)	(21,529)	103	423	(1,417)
סה"כ תזרים להיוון				(5,983)	(999)	(8,438)	15,327	16,994	15,651
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				(5,826)	(898)	(6,817)	11,132	11,094	123,849
שווי פעילות כימיקלים	132,534								

הערכת השווי

ביאור 5 - שווי פעילות הכימיקלים (המשך)

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 1% בשיעור ההיוון ושינוי של כ- 0.5% בשיעור הצמיחה לטווח ארוך בשנה הטרמינלית על שווי פעילות הכימיקלים (באלפי ש"ח):

שיעור היוון					שווי פעילות	
13.25%	12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	שיעור צמיחה שנה מייצגת	
110,484	127,636	149,617	178,746	219,115		
105,209	120,808	140,524	166,191	200,918		
100,449	114,718	132,534	155,368	185,632		
96,131	109,252	125,457	145,941	172,611		
92,198	104,320	119,145	137,657	161,386		
					4.0%	
					3.5%	
					3.0%	
					2.5%	
					2.0%	

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות הכימיקלים עומד על כ-133 מיליוני ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 6 - חוב נטו

להלן חישוב החוב נטו של החברה ליום 31 במרץ 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.25	ביאור
חוב נטו - בלוג'ן סולו	(111,045)	א
התאמות שווי הוגן נכס פיננסי	6,391	ב
סה"כ חוב נטו	(104,654)	

ביאור א' - חוב נטו

כ- 111 מיליוני ש"ח כמפורט בפרק ניתוח דוחות כספיים.

ביאור ב' - נכס פיננסי בשווי הוגן

לחברה החזקות במספר מכוני טיהור שפכים בשיטת BOT. חלקן מטופלות בספרי החברה בהתאם לפרשנות חשבונאית בינלאומית IFRIC12, ובפרט בשיטת "הנכס הפיננסי". משמעות הטיפול בצורה זו הינה כי ההשקעות במט"ש מטופלת כאילו הן למעשה הלוואה שניתנה למדינה, ובאופן שקבלת התשלומים הקבועים מהמדינה לאורך תקופת הזיכיון הינה החזר ההלוואה (עם ריבית) לפי לוח סילוקין ידוע וקבוע מראש.

בהתאם לאמור, לחברה נכס פיננסי נכון ל-31 במרץ 2025 בגובה של 37.7 מיליוני ש"ח לא כולל כפר מסריק, אשר מייצג למעשה את היקף התקבולים שהחברה זכאית לקבל מהמדינה, מהוון בריבית שנקבעה במקור במועד העמדת ההלוואה. תקבולים אלו לא נכללו בתחזית ההכנסות ברכיבים האחרים שהוערכו לעיל. ערך זה כלול בתחשיב החוב הפיננסי נטו בביאור א' לעיל.

לצורך אומדן השווי ההוגן של הנכס הפיננסי הנ"ל התבססנו על ביאור שווי הוגן כפי שמופיע בדוחות הכספיים של החברה. השווי ההוגן של הנכס הפיננסי עומד על כ-46 מיליון ש"ח.

בהתאם לכך ביצענו התאמה לשווי ההוגן של הנכס פיננסי, בהתאם לפער האמור בניכוי מס, בסך של כ-6.3 מיליוני ש"ח.

להלן תחשיב נכס פיננסי בשווי הוגן:

אלפי ש"ח	31.03.25
שווי הוגן	46,021
ערך בספרים	37,721
פער	8,300
פער בניכוי מס	6,391

ביאור 7 - דיבידנדים והחזרי הלוואות בעלים Q2

כ-980 אלפי ש"ח בהתאם להחזר הלוואות בעלים ודיבידנדים שחולקו מהחברה לקרן ג'נריישן ומגדל חברה לביטוח במהלך הרבעון השני בשנת 2025.

הערכת השווי

השוואה לעבודות קודמות

ביצענו עבור ג'נריישן קפיטל, הערכת שווי אחזקות בחברה בהתאם להוראות IFRS 13, ליום ה- 30 ביוני, 2024. במסגרת הערכת שווי זו הערכנו את ששויה של החברה בכ- 1,316 מיליוני ש"ח.

להלן השוואה בין הערכת השווי הקודמת להערכת השווי הנוכחית:

אלפי ש"ח	
יתרת פתיחה 30.06.24	1,315,665
השקעות בעלים בניכוי חלוקת רווחים	(35,986)
שערך *	223,929
יתרת סגירה 30.06.25	1,503,609
שערך באחוזים	17.5%

(*) בהתאם לשוויים הנגזרים בהערכות השווי

להלן הסיבות העיקריות לעליית השווי ביחס להערכת השווי הקודמת:

פרויקט אשדוד - בעקבות מגעים מול המדינה לקבלת פיצוי על נזקי מלחמת חרבות ברזל, נחתם ביום 26 במרץ 2025 תיקון להסכם הזיכיון, במסגרתו הווארחה תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה בשש שנים עד לסוף 2044, תוך הפחתה זניחה בתעריף המים. הארכת הזיכיון אפשרה לחברה לבצע מימון מחדש, למשוך תזרים לבעלים, מה שהוביל לעלייה משמעותית בשווי הפרויקט.

זרוע הפסולת - במהלך השנה החולפת נרשמה עלייה בשווי זרוע הפסולת, בין היתר כתוצאה מביצועים טובים יותר בדקל תשתיות, אשר תרמו לשיפור בתזרים ובתוצאות. בנוסף, נרכשו מניות המיעוט בק.מ.מ. במחיר הנמוך מהשווי הכלכלי שלהן.

ירידה בשיעורי ההיוון כתוצאה מסביבת המאקרו.

בנוסף, ישנה התקדמות בזמן שמעלה את השווי (תשואה בניכוי חלוקות בפועל).

פרק 6

נספחים

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (Ke) דרך הים זכין:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	33%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	67%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	0.44	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.89%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.50%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	7.00%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור היוון (WACC) דרך הים – ערך שייך:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	46%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	54%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.58%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.52	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	11.45%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	8.50%	$(D/V) \cdot (1-T) \cdot Kd + (E/V) \cdot Ke$

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור היוון (Ke) דרך הים O&M:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	0%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	100%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.87%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.60	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	2.66%	KROLL 2025
מחיר ההון העצמי	Ke	10.25%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור היוון (Ke) דרך הים O&M – ערך שייך:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	0%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	100%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.60	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	2.66%	KROLL 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	14.50%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון סמארט וויסט זכיון:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	50%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	50%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.05	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	12.75%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון אשדוד:

פרמטרים	סימון	משוקלל	
חוב (%)	D/V	69%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	31%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.46	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.88%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל בהתאם למח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.73%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי		14.5%	

(*) שיעור ההיוון של אשדוד נבנה מתוך ממוצע משוקלל של שיעורי היוון למתקן ההתפלה, תחנת הכוח, קבלן ההקמה וקבלן התפעול. שיעור ההיוון המשוקלל הינו 14.5%.

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון (WACC) דקל תשתיות:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	17%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	83%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.18%	מחיר החוב נומינלי דירוג a3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.99%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.54	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.47%	KROLL 2025
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.23%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	11.94%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	10.75%	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון (WACC) ק.מ.מ.:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	17%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	83%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.83%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג baa1, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.54	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.47%	KROLL 2025
מחיר ההון העצמי	Ke	12.01%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$
		10.75%	

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון (WACC) מים ושפכים:

פרמטרים	סימון	משוקלל	מקור
חוב (%)	D/V	21%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	79%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.58%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3, נכון למועד הערכת השווי
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.28%	תשואה נומינלית משוקללת של אג"ח ממשלתי בהתאם למדינות השונות לטווח הארוך
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.53%	פרמיית משוקללת ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.82	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.06%	KROLL 2025
מחיר ההון העצמי	Ke	12.75%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		11.25%	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$

(*) שיעור ההיוון של מים ושפכים נבנה מתוך ממוצע משוקלל של שיעורי היוון לחטיבת התפעול והפרויקטים. המשקל של כל חטיבה נלקח בהתאם לחלק היחסי של החטיבה מהתזרים להיוון המאוחד. שיעור ההיוון המשוקלל הינו 11.25%.

נספח א'

קביעת מחיר ההון המשוקלל (המשך)

שיעור הון (WACC) חטיבת הכימיקלים:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	12%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	88%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.70%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.28%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.05%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2025
ביטא	Beta	0.77	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.06%	KROLL 2025
מחיר ההון העצמי	Ke	12.02%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	$(D/V) \cdot (1-T) \cdot Kd + (E/V) \cdot Ke$

נספח ב'

רווח והפסד

להלן דוח רווח והפסד מאוחד של החברה למחצית הראשונה לשנת 2025:

אלפי ש"ח	2025 H1
הכנסות	436,578
עלות המכר	(336,818)
רווח גולמי	99,760
<i>שיעור רווח גולמי</i>	<i>22.9%</i>
הוצאות מכירה ושיווק	(25,900)
הוצאות הנהלה וכלליות	(40,489)
הכנסות (הוצאות) אחרות	(1,443)
הוצאות מחקר ופיתוח	(170)
חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	2,825
רווח תפעולי	34,583
<i>שיעור רווח תפעולי</i>	<i>7.9%</i>
הכנסות מימון	9,730
הוצאות מימון	(29,320)
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה	14,993
מיסים על הכנסה	(6,836)
רווח לתקופה	8,157