

ג'נרیشن קפיטל בע"מ

הערכת שווי חברת בלוג'ן בע"מ

generation
bluegen

30.06.2026

נתבקשנו על-ידי ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן" ו/או "מזמינת העבודה" ו/או "הקרבן") לבצע הערכת שווי להחזקותיה בחברת בלוג'ן בע"מ (להלן: "בלוג'ן" ו/או "BlueGen" ו/או "החברה"). הערכת שווי התבצעה ליום 30 ביוני, 2026 (להלן: "מועד הערכת שווי"). הערכת שווי תבוצע לטובת הצגת ההשקעה בדוחות הכספיים של ג'נריישן בשווי הוגן. מדידת השווי ההוגן בוצע 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-24 ביוני, 2026. 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, 2026, 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 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.

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.

עבודתנו התבססה על נתונים, מסמכים ומצגים כמפורט להלן:

- דוחות כספיים של החברה ושל החברות בנות לימים 31 בדצמבר, 2024-2025 וליום 31 במרץ, 2026;
- דוחות הרכבה לימים 31 בדצמבר, 2024-2025 וליום 31 במרץ, 2026;
- 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 – ליעד סיוון, סמנכ"ל פיתוח עסקי;
- חטיבת מפעלים ומתקנים – עופר בוגין, מנכ"ל;
- וכן אנשי מפתח נוספים בחברות השונות;

BDO Consulting and Management Ltd - נוסדה על ידי השותפים של משרד רואי חשבון BDO. BDO ייעוץ 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 ונכסים 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 פיננסים 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 ובאוניברסיטת 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 פיננסים ועבודות כלכליות-חשבונאיות מסוגים שונים בהתאם לכללי התקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS) והאמריקאית (US GAAP). בעבר שגיב הרצה באוניברסיטת בר אילן בחשבונאות והערכות שווי.

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי,

שווי החזקות ג'נריישן בחברה הינו כ-1,579 מיליוני ש"ח כדלקמן:

אלפי ש"ח	שווי ליום 30 ביוני, 2026	שיעור החזקה
BlueGen Waste	1,136,235	70%
זרוע המים ו-EPC	1,015,267	100%
חוב נטו והתאמות	(178,521)	
סה"כ שווי חברה	1,972,982	
אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן	80.01%	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן	1,578,583	



בכבוד רב,

רו"ח שגיב מזרחי, שותף

BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ

נחתם בתאריך: 19.08.2026

תוכן עניינים

תמצית ממצאים

החברה ופעילותה

זרוע הפסולת

זרוע המים ו-EPC

חוב נטו והתאמות

נספחים

להלן תמצית ממצאים של הערכת השווי:

אלפי ש"ח	שווי ליום 30 ביוני, 2026	שיעור החזקה
BlueGen Waste	1,136,235	70%
זרוע המים ו-EPC	1,015,267	100%
חוב נטו והתאמות	(178,521)	
סה"כ שווי חברה	1,972,982	
אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'	80.01%	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'	1,578,583	

להלן ניתוח רגישות המציג את שווי החברה ושווי חלקה של ג'נריישן בהתאם לשינויים של חצי אחוז בשיעורי ההיוון ורבע אחוז בשיעור צמיחה טרמינלי (אלפי ש"ח):

מחיר ההון העצמי הממוצע נאמד בכ-11.7%

שינוי בשיעור היוון						
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%		
1,629,143	1,760,349	1,904,527	2,063,799	2,240,831	-0.50%	שיעור שינוי צמיחה מייצג
1,654,615	1,789,259	1,937,595	2,101,958	2,285,313	-0.25%	
1,681,650	1,820,062	1,972,982	2,142,997	2,333,434	0.00%	
1,710,399	1,852,952	2,010,944	2,187,263	2,385,670	0.25%	
1,741,032	1,888,151	2,051,776	2,235,157	2,442,582	0.50%	

שינוי בשיעור היוון						
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%		
1,303,477	1,408,455	1,523,812	1,651,246	1,792,889	-0.50%	שיעור שינוי צמיחה מייצג
1,323,857	1,431,586	1,550,270	1,681,776	1,828,479	-0.25%	
1,345,488	1,456,232	1,578,583	1,714,612	1,866,981	0.00%	
1,368,490	1,482,547	1,608,956	1,750,029	1,908,774	0.25%	
1,393,000	1,510,710	1,641,626	1,788,349	1,954,310	0.50%	

הנחות עבודה עיקריות

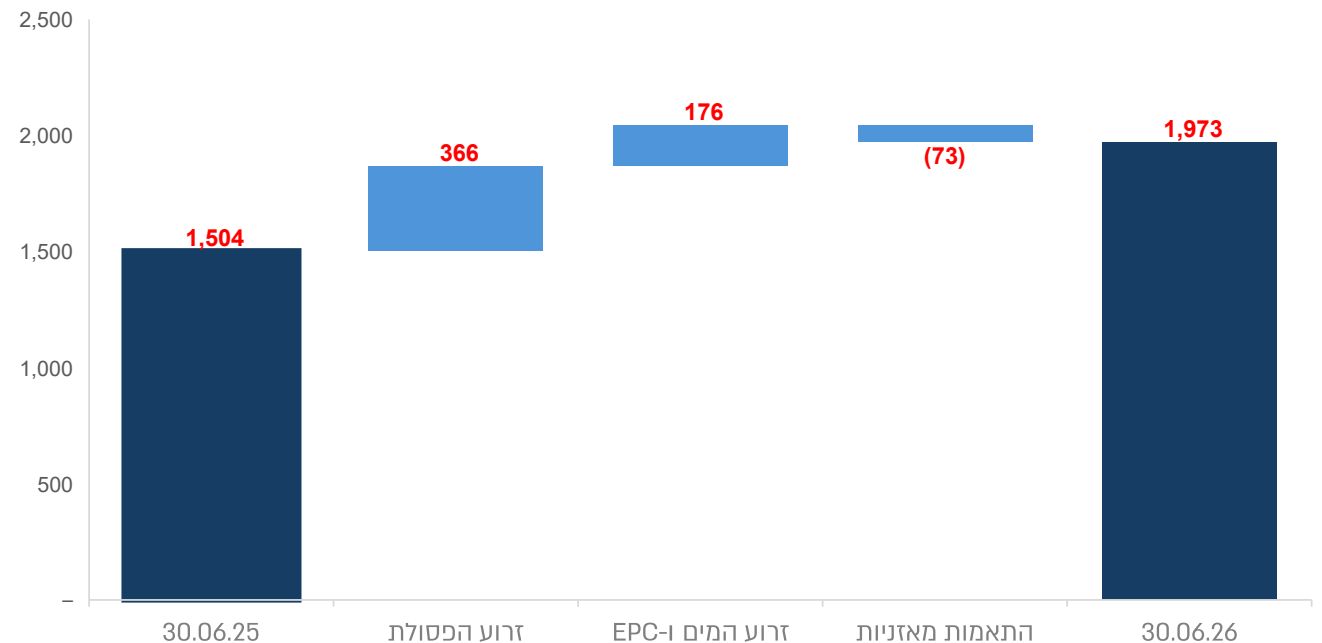
- ❖ **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת השווי ההוגן, לרבות שיעור ההיוון, הינן בערכים נומינליים מבוססות על תחזית אינפלציה של כ-1.9%.
- ❖ **נכסי PPP (נכסי תשתית שבבעלות החברה)** - על מנת להעריך את שווי החזקותיה של בלוג' 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.
- ❖ **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 2024-2025 כפי שמופיעים לצד התזרימים העתידיים, מוצגים באותו אופן ולכן אינם זהים לנתונים המוצגים בדיווחי הקרן.
- ❖ **דמי ניהול** - התזרימים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה הינם בנטרול דמי ניהול המשולמים לבעלי המניות. בהתאם גם מספרי ההשוואה לשנים 2024-2025 כפי שמופיעים לצד התזרימים העתידיים מוצגים באותו אופן.
- ❖ **לא בוצעה התאמה לשווי בגין עלויות המטה של בלוג' מתוך הנחה כי אלו מתקזזות (לכל הפחות) עם ערך הפלטפורמה ופוטנציאל הצמיחה של בלוג'.**

ביצענו עבור ג'נריישן קפיטל, הערכת שווי החזקות בחברה בהתאם להוראות IFRS 13 ליום ה-30 ביוני 2025. במסגרת הערכת שווי זו הערכנו את שווייה של החברה בכ- 1,504 מיליוני ש"ח.

אלפי ש"ח

יתרת פתיחה 30.06.25	1,503,609
תזרימים לבעלים, נטו	(224,211)
שערוך *	693,585
יתרת סגירה 30.06.26	1,972,982
שערוך באחוזים	54.2%

* בהתאם לשוויים הנגזרים בהערכת השווי



להלן תמצית העלייה בשווי זרוע הפסולת ביחס לעבודה קודמת אלפי ש"ח:

שווי זרוע הפסולת בספרי ג'נריישן 30.06.25	827,474
בנטרול קבלנים בפרויקט PPP	57,136
זרוע הפסולת 30.06.25	770,338
שווי החזקות בזרוע הפסולת 30.06.26	1,136,235
עלייה בשווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת	365,897

שווי זרוע הפסולת בספרי ג'נריישן נאמד בכ-827 מיליוני ש"ח ליום 30 ביוני, 2025.

על מנת לקיים השוואה נכונה בוצעו ההתאמות הבאות:

✓ נטרול החזקות הזרוע בקבלני דיה וסמארט וויסט אשר מוצגים בהערכת השווי הנוכחית

במסגרת זרוע המים וה-EPC.

להלן הסיבות העיקריות לעליית השווי ביחס להערכת שווי קודמת

❖ פעילות ייזום ופייפליין משמעותי - זרוע הפסולת, על כל תחומי פעילותה, נהנית מפעילות

ייזום עצימה של נכסים חדשים ופייפליין משמעותי של פרויקטים עתידיים המאפשרים צמיחה

והתרחבות עסקית.

פסולת מעורבת

❖ מתקני מיון במטרופולין ירושלים - שווי הפעילות עלה בכ-113 מיליון ש"ח ביחס להערכת

השווי הקודמת, בעיקר כתוצאה מהכללת מתקן גרין-נט 2, אשר צפוי להתחיל את פעילותו

בשנת 2029. כניסת המתקן לפעילות צפויה להוביל לגידול ממוצע של כ-31% בהכנסות החל

משנת 2030 ואילך. בנוסף, חלה עלייה בשיעור הרווחיות הגולמית, אשר נאמדת בממוצע

בכ-20% לעומת כ-17% בהערכת השווי הקודמת. עלייה זו נובעת בעיקר מהסינרגיה

התפעולית הצפויה בין מתקני גרין-נט לבין פעילות זרוע הפסולת בכללותה, וכן מהתייעלות

במבנה ההוצאות בעקבות הפעלתם המשולבת של שני המתקנים.

❖ חירייה וכפר גלעדי - התקדמות בפרויקט חירייה וכפר גלעדי. בפרויקט כפר גלעדי מדובר

בהסכם חדש עליו חתמה החברה לאחר מועד ביצוע הערכת השווי הקודמת. לצד זאת, נרשמה

התקדמות בפרויקט חירייה, אשר הביאה לוודאות גבוהה יותר ולשיפור ביחס לתחזיות.

פסולת מופרדת במקור

❖ פעילות הפסולת המופרדת במקור, אשר הוצגה בהערכת השווי הקודמת במסגרת חברת קממ,

נבחנה בעבודה הנוכחית כחלק אינטגרלי מזרוע הפסולת של הקבוצה. הנהלת החברה

מעריכה כי איחוד הפעילויות תחת הזרוע בכללותה יאפשר מימוש סינרגיות תפעוליות

ומסחריות, אשר צפויות להביא לשיפור בשיעורי הרווחיות של הפעילות. זאת כתוצאה

מהתייעלות במבנה העלויות, שיפור ניצול המשאבים והיתרונות הנובעים מניהול משולב של

כלל פעילויות הפסולת בקבוצה.

פרויקטי PPP

❖ תחום פרויקטי ה-PPP כולל את פרויקטי סמארט וויסט, דיה ונאות חובב. במהלך התקופה האחרונה חלה התקדמות משמעותית בהקמת פרויקטי סמארט וויסט ודיה, אשר מצויים בשלבי הקמה מתקדמים יותר בהשוואה למועד ביצוע הערכת השווי הקודמת, דבר אשר הפחית את רמת אי הוודאות הכרוכה במימושם. כמו כן, יוחס לראשונה שווי לפרויקט נאות חובב, במסגרתו זכתה החברה השנה במכרז להקמת והפעלת מתקן מיון והשבה, אשר לא נכלל במסגרת העבודה הקודמת. בהתאם להערכות החברה, תחילת הקמת הפרויקט צפויה בשנת 2027, בעוד שהפעלתו המסחרית צפויה להתחיל בשנת 2030. שילובו של פרויקט זה בתחזיות הפעילות תורם באופן מהותי להרחבת בסיס ההכנסות ותזרימי המזומנים העתידיים של תחום ה-PPP.

קרקעות, בוצות ושונות

❖ פעילות הטיפול בקרקעות ובוצות מבוצעת באמצעות חברת גרינסויל, אשר מהווה את הפלטפורמה המרכזית של הקבוצה בתחומים אלו. במסגרת הערכת השווי הנוכחית הונחה המשך מגמת גידול ושיפור בתוצאות וברווחיות, בין היתר בהתבסס על הרחבת הפעילות, התקשרות בשכירות שטח נוסף והגדלת פייפליין הפרויקטים הפוטנציאלי.

בנוסף, ישנה ירידה בשיעורי היוון כתוצאה מסביבת ריבית נמוכה יותר וקידום בערך הזמן שמביאים לעלייה בשווי.

להלן שווי זרוע הפסולת:

נכס	שווי	שיעור החזקה	אלפי ש"ח	KE משוקלל
פסולת מעורבת	607,409	100%	607,409	12.70%
פסולת מופרדת במקור	632,995	100%	632,995	11.49%
פרויקטי PPP	526,726	50%-100%	317,863	12.54%
קרקעות, בוצות ושונות	109,883	100%	109,883	11.49%
חוב נטו והתאמות נוספות	(44,957)		(44,957)	
שווי BlueGen Waste			1,623,193	12.13%
החזקת בלוג' ב- BlueGen Waste			70%	
שווי החזקות בלוג'ן			1,136,235	

להלן ניתוח רגישות לשווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת בשינוי של חצי אחוז בשיעורי ההיוון:

שינוי בשיעור היוון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
1,001,281	1,065,574	1,136,235	1,214,344	1,301,277

להלן תמצית העלייה בשווי ביחס לעבודה קודמת אלפי ש"ח:

זרוע המים ו-EPC בספרי ג'נריישן 30.06.25	781,769
בתוספת קבלנים בפרויקטי PPP	57,136
שווי הזרוע 30.06.25	838,905
שווי הזרוע 30.06.26	1,015,267
עלייה בשווי החזקות בלוג'ן	176,363

נכסי מים ו-EPC נאמדו בכ-782 מיליוני ש"ח ליום 30 ביוני, 2025.

על מנת לקיים השוואה נכונה בוצעו ההתאמות הבאות:

✓ הוספת החזקות בקבלני דיה וסמארט וויסט אשר מוצגים בהערכת השווי הנוכחית במסגרת חטיבת ה-EPC.

להלן הסיבות העיקריות לעליית השווי ביחס להערכת שווי קודמת

חטיבת הקמות ו-EPC

❖ בחטיבה זו חל גידול בצבר ההזמנות בדמות פרויקטים חדשים, כגון WTE, עלייה ל-100% בפרויקט סבחה, מתקן התפלה בקפריסין ועוד, אשר הובילו לגידול בתחזית ההכנסות של החטיבה בשנים הקרובות והנחת המשך שימור היקפי הפעילות בהמשך, וזאת לצד התקדמות / סיום של פרויקטים בשנה החולפת. בנוסף, ישנה התרחבות בפעילות התפעול לצד גידול ברווחיות.

כימיקלים

❖ חטיבת הכימיקלים הציגה עלייה בשווייה, אשר נבעה בעיקר מביצועי יתר ביחס לתחזיות קודמות אשר הובילו לעדכון תחזיות קדימה, בין היתר בהתבסס על התקשרות עם לקוחות חדשים בסקטור הביטחוני.

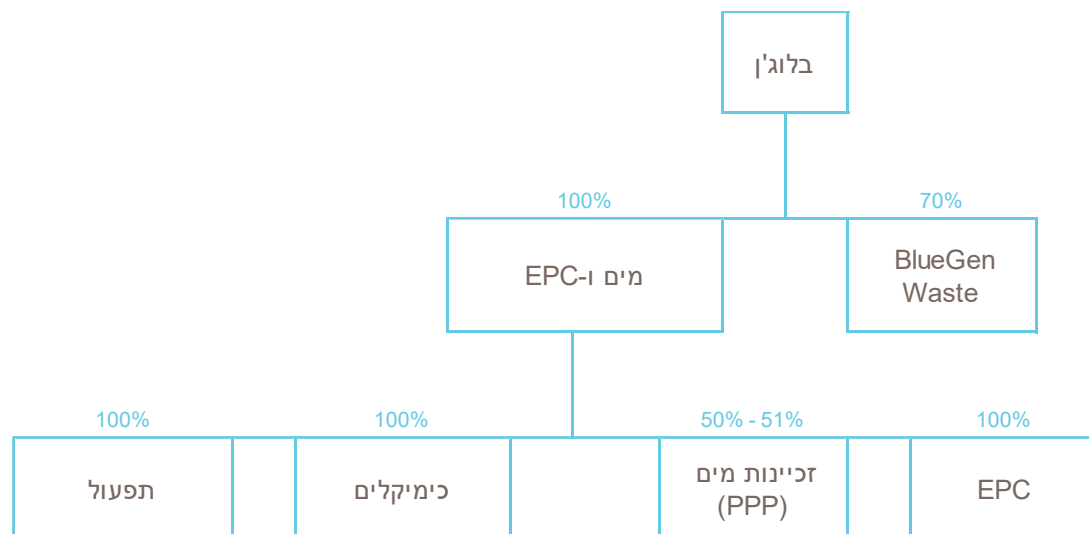
בנוסף, ישנה ירידה בשיעורי היוון כתוצאה מסביבת ריבית נמוכה יותר וקידום בערך הזמן שמביאים לעלייה בשווי.

להלן ניתוח רגישות לשווי החזקות בלוג'ן בזרוע בשינוי של חצי אחוז בשיעורי ההיוון:

שינוי בשיעור היוון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
886,595	947,517	1,015,267	1,091,110	1,176,680

נכס	שווי	שיעור החזקה	KE משוקלל
זכיינות מים	370,553	50%-100%	13%-8.2%
EPC	277,217	100%	12.36%
תפעול	124,237	100%	10.36%
כימיקלים	196,649	100%	11.25%
כפר מסריק	40,497	50%	9.64%
חוב נטו והתאמות הון חוזר	6,114		
זרוע המים ו-EPC	1,015,267		

להלן מבנה ההחזקות בלוג'ן:



*זכיינות מים- מחזיקה ב-3 פרויקטי PPP, מתקן התפלה בפלמחים (51%), מתקן התפלה אשדוד ותחנת כוח (50%), מתקן טיפול במי תהום באזור תעש רמת השרון (100%).

BlueGen הינה אחת מחברות הסביבה המובילות בישראל, המוחזקת בשיעור של 80.01% על ידי ג'נריישן קפיטל. בלוג'ן פועלת מול המגזר הציבורי והתעשייתי ומספקת פתרונות היקפיים בתחומי המים, השפכים, הטיפול בפסולת, שיקום קרקעות ואספקת כימיקלים. פעילות החברה מתפרשת על פני ארבעה תחומי ליבה מרכזיים:

בתחום זכיינות המים והתשתיות הלאומיות (PPP / BOT / BOO), בלוג'ן יוזמת, מקימה ומפעילה מתקני תשתית לאומיים ארוכי טווח. הפרויקטים הבולטים בתחום זה כוללים את מתקן ההתפלה בפלמחים, מתקן ההתפלה באשדוד ותחנת הכוח והמתקן לטיפול במי תהום באזור התעשייה ברמת השרון.

בתחום המים וה-EPC, החברה מספקת מעטפת טכנולוגית מלאה לאורך כל חיי הפרויקט, החל מתכנון, אספקת ציוד, מימון, ועד להקמה, תפעול ותחזוקה שוטפת של מתקני טיפול במים ובשפכים. לצד זאת, החברה פועלת בתחום הכימיקלים לאספקת חומרים ייעודיים לתהליכי טיפול במים ולתעשייה.

בתחום הפסולת, פועלת החברה באמצעות זרוע הפעילות הייעודית BlueGen Waste, המרכזת את כלל נכסי הפסולת ופועלת לאורך כל שרשרת הערך – מאיסוף, מיון וטיפול, ועד למחזור, השבחה והטמנה של פסולת עירונית, נייר, פלסטיק, צמיגים וחומרים נוספים. נכסיה הבולטים של הזרוע כוללים את מתקן גרין-נט בירושלים, מתקן סמארט וויסט, הצפוי להתחיל לפעול ב-2027 ולמיין כ-465 אלף טון פסולת בשנה; ומתקן דיה המוקם במועצה האזורית אשכול לטיפול בכ-200 אלף טון פסולת אורגנית בשנה ולהפקת אנרגיה מתחדשת.

זרוע הפסולת

בלוג'ן פועלת בתחום הפסולת לאורך כל שרשרת הערך: איסוף, טיפול, מיון, מחזור, הטמנה והשבה.

במהלך השנה, הקימה הקרן זרוע פסולת ייעודית, BlueGen Waste Management Ltd (להלן: "BlueGen Waste") אשר כל נכסי ופרויקטי הפסולת שבבעלות החברה הועברו אליה, והיא תרכז את כלל הפעילות בתחום. BlueGen Waste בשליטת החברה עם שיעור החזקה של 70%, כשהמחזיקים האחרים הם לאומי פרטנרס ו-YSB (בחלקים שווים).

הנכסים שמנהלת BlueGen Waste בשרשרת הערך של פסולת מעורבת ופסולת מופרדת במקור מהווים הזדמנות לסינרגיה רבה בעולמות התפעול, האחזקה, ההובלה והרכש. החברה עוסקת במתקנים גדולים, מרכזיים וטכנולוגיים המאפשרים לה התמקצעות ומצוינות בעולמות הפסולת במשק הישראלי.

לבלוג'ן ידע רב הן בעולמות פרוייקטי ה PPP והן בעולמות חברות התפעול והשירות והיא נהנית מחוזקה בנתיבי שוק מרכזיים וממנהלים אשר עובדים מספר שנים רב בשוקי הפסולת המביאים ניסיון רב והכרות בתחום.

בעולמות הפסולת המושפעים מאוד מרגולציה מביאה בלוג'ן ואנשיה ניסיון ניהולי ותפעולי מהגבוהים שיש בשוק.

תכנון, הקמה, מימון ותפעול מתקני מיון מחזור עיכול אנאירובי ובעתיד הקרוב גם השבה מתאפשרים תודות לשימוש שיש לחברה בטכנולוגיה המתקדמת ביותר בעולם בתחומים אלו.

BlueGen Waste מטפלת במגוון רחב של סוגי פסולת לרבות פסולת עירונית, נייר וקרטון, פלסטיק, צמיגים, אריזות, טקסטיל, וחומרים ייחודיים מסוגים שונים. במסגרת פעילותה עוסקת BlueGen Waste, בין היתר, באיסוף, מיון, גריסה, טיפול, עיבוד ומחזור של חומרי הגלם הנאספים בכל הארץ ממגוון רשויות מקומיות ומגופים מוסדיים ופרטיים, ומוכרת את תוצרי המחזור בארץ ובחו"ל. בבעלות BlueGen Waste מתקנים פעילים לטיפול ומחזור פסולת, מתקנים לטיפול ומחזור פסולת בשלבים שונים של הקמה, ופרויקטי זכיינות לטיפול בפסולת הנמצאים בשלבי הקמה.

BlueGen Waste פועלת באמצעות ארבעה מגזרים:

1. פסולת מעורבת
2. פסולת מופרדת במקור
3. פרויקטי PPP
4. קרקעות, בוצות ושונות

פסולת מעורבת

מתקן גרין-נט (100%) – מתקן לקליטה, טיפול, מיון, הפרדה ופינוי פסולת עירונית המעניק שירותים למטרופולין ירושלים מכוח הסכם עם עיריית ירושלים עד לשנת 2030. המתקן קולט כ-500 אלף טון פסולת עירונית ומסחרית בשנה (כ-8% מסך הפסולת העירונית המיוצרת בישראל) בגינה זכאי המתקן לתשלום סכום קבוע לכל טון אשפה נקלט. בנוסף, זכאי המתקן לתשלום בגין מכירה של חומרי מחזור ולתשלומים מתוך מענקי מחזור של המשרד להגנת הסביבה.

מתקן מיון פסולת בחירייה (100%) – מתקן טכנולוגי מתקדם למיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בתוך תחנת המעבר הקיימת באתר חירייה עבור איגוד ערים דן, לתקופה של 10 שנים עם אופציה לשנתיים נוספות. החל מינואר 2025 מתפעלת החברה באופן מלא את תחנת המעבר הקיימת במקביל להקמת המתקן ועד להפעלתו. המתקן, שישרת את כל אזור גוש דן, צפוי לקלוט כ-380 אלפי טון פסולת בשנה, מתוכם כ-150 אלף טון יופנו לאחר מיון למחזור והשאר יועברו להטמנה.

מתקן טיפול בפסולת כפר גלעדי (50%) (בייזום) – מתקן לטיפול בפסולת שישמש כתחנת מיון ומחזור פסולת עם קיבולת של כ-210 אלף טון בשנה וישרת את יישובי הגליל.

פסולת מופרדת במקור

שבעה מתקנים נוספים לטיפול, עיבוד ומחזור פסולת – שני מפעלי מחזור למיון ואריזת פסולת נייר וקרטון בראשון לציון ובניצני שלום, מתקן למיון פסולת אריזות ומתקן למיון פסולת עירונית בראשון לציון, מפעל לטיפול ומחזור פסולת צמיגים בבאר שבע, החזקה בחברת סייקל (24.75%) העוסקת באיסוף ומחזור של מכלי שתיה וכן מתקן חדש למיון אריזות בחירייה, המצוי נכון למועד זה בשלב התכנון.

פעילות תפעולית – איסוף, פינוי והובלה של מגוון סוגי פסולות, ביניהן פסולת נייר וקרטון, פלסטיק, צמיגים, אריזות, טקסטיל, וחומרים ייחודיים.

סחר ומכירה של תוצרי מחזור – לאחר הטיפול והעיבוד של מגוון סוגי הפסולות במתקנים, זרוע הפסולת פועלת בתחום הסחר ומכירה של תוצרי המחזור בארץ ומייצאת חלק מהם לחו"ל.

פרויקטי PPP

מתקן סמארט וויסט (50%) - צפוי להתחיל לפעול ברבעון הראשון של שנת 2027. מתקן לקליטה, מיון ומחזור פסולת עירונית מעורבת במתחם השפד"ן, הכולל הליך עיכול אנאירובי לייצור חשמל נקי וקומפוסטציה מהפסולת האורגנית. המתקן מוקם בהתאם להסכם זיכיון מסוג BOT לתקופת זיכיון של כ-25 שנה (לאחר סיום ההקמה). המתקן יהיה הראשון מסוגו בארץ ומהמתקדמים בתחומו בעולם, וצפוי למחזר כ-60% מהפסולת שתגיע אליו. המתקן יהיה בעל קיבולת טיפול של כ-465 אלף טון פסולת עירונית בשנה.

מתקן דיה (100%) - מתקן אשר הקמתו צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2027. מדובר בפרויקט DBOT לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול בפסולת אורגנית באתר דיה שבאזור מועצה אזורית אשכול. המתקן יפעל לתקופה של כ-25 שנים (לאחר הקמה). המתקן צפוי לטפל בכ-200 אלף טון פסולת אורגנית בשנה באמצעות טכנולוגיית עיכול אנאירובי. כמו כן, צפוי המתקן להפיק אנרגיה מתחדשת מביו-גז וממתקן פוטו-וולטאי שיוותקן בו.

מתקן השבת אנרגיה מפסולת (WTE) בנאות חובב (54.5%) - פרויקט חדש שבו זכתה החברה בתחילת 2026. מדובר בהסכם זיכיון BOT לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של המתקן לכ-25 שנים (לאחר פיתוח והקמה). מדובר במתקן הראשון מסוגו בארץ לטיפול בהשבת אנרגיה מפסולת. המתקן צפוי לטפל בכ-300 אלף טון פסולת בשנה, והוא כולל מתקן למיון והפרדה של פסולת לרכיבים ברי מחזור ורכיבים שיועברו לשריפה, ממנה תפעל טורבינה שתפיק אנרגיה בהספק של כ-50 מגה וואט מותקן. המתקן צפוי לייצר אנרגיה באופן רציף לאורך מרבית שעות השנה ויספק חשמל רציף ונקי לרשת החשמל.

קרקעות, בוצות ושונות

מתקן לטיפול בקרקע ובבוצות תעשייתיות בנאות חובב. הידע הנצבר והניסיון בתחום זה מהווים פוטנציאל להרחבת היקפי הפעילות בתחום הטיפול הביולוגי בקרקעות מזוהמות, אשר להערכת החברה, הינו תחום בעל פוטנציאל צמיחה משמעותי בשנים הקרובות.

סינרגיות בזרוע הפסולת

להערכת הקרן, זרוע הפסולת צפויה ליהנות מסינרגיות רבות בתחומי ההובלה, ניהול המפעלים, יעילות הרכש ומכירת חומרי הייצוא ועוד ותהיה בעלת נוכחות משמעותית בכל אחד מהשלבים בשרשרת הערך בתחום הטיפול בפסולת בישראל. להערכת הקרן, תחום זה מהווה מוקד לצמיחה משמעותית בשנים הבאות וזאת על רקע העלאת המודעות במשק לנושא ועל רקע התוכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה.

תוכנית ה-PMI שנבנתה על בסיס עבודת מחקר של בנצ'מארק מעולם הפסולת, נועדה לתרגם את היתרון לגודל של הקבוצה האחודה לצמיחה ברווחיות ולחיסכון מובנה בעלויות.

✓ תשתיות ומטה - הקמת מרכז שירותים אחוד לפונקציות המטה והכספים לצמצום כפילויות, צמצום הוצאות ספקים ומחזור חוב ברמת הקבוצה.

✓ תפעול ורכש - איחוד ניהול צי ההובלה והתחזוקה, והוזלת תשומות שוטפות ורכש קאפקס במפעלים באמצעות מינוף כוח קנייה מרוכז.

✓ מסחר ומכירות - שיפור תנאי סחר מול ספקי יצוא והטמנה, לצד ריכוז היקפי המכירה של תוצרי המחזור להשגת תמחור מיטבי בשוק ויצירת הזדמנויות חדשות למיזוגים ורכישות.

תפיסת "כלכלת הטון" - אופטימיזציה תפעולית ומסחרית מבוססת AI

✓ **תשתית נתונים אחודה** - חיבור הדאטה הגולמי מכלל מערכות התפעול והמפעלים ליצירת תמונה מלאה עבור כל טון פסולת (איכות, קיבולות, עלויות וסיכונים).

✓ **קבלת החלטות ואופטימיזציה** - מנוע AI המנתח נתונים בזמן אמת ומספק המלצות אופטימיזציה לתהליכי הייצור, הניתוב והמסחר, במטרה לשפר את הרווחיות התפעולית.

✓ **משילות ואחריות ניהולית** - יישום עקרון ליבה לפיו המערכת הטכנולוגית מספקת ניתוחים והמלצות, בעוד סמכות ההחלטה והאחריות נשארות בידי הגורם האנושי המנהל.

זרוע המים וה- EPC

פעילות זרוע המים של החברה מתבצעת במספר מקטעי פעילות כמפורט להלן:

חטיבת ה-EPC

מקטע זה כולל הקמות פרויקטים מורכבים וגדולים בתחומי המים, השפכים והפסולת, המהווה תחום מומחיות של בלוג'ן, אשר צברה ניסיון מקצועי והנדסי רב בהקמות. פעילות זו כוללת תכנון מתקנים, ניהול פרויקטים, ניהול ביצוע, ניהול תכנון, ניהול סיכונים, הבטחת ובקרת איכות ויישום שיטות מתקדמות לבקרה פיננסית. נכון למועד זה, לחטיבה מספר פרויקטי תכנון והקמה בארץ ובעולם, וצבר הפרויקטים החתום של החברה עומד על סך כולל של כ-1.7 מיליארד ש"ח (לעומת כ-1.5 מיליארד ש"ח בתחילת 2025), הכולל בין היתר את פרויקט הקמת מתקן ה-WTE, פרויקט סבחה ד' באילת, ופרויקטי סמארט וויסט, דיה ותחנת הכוח באשדוד המצויים בשלבי הקמה.

חטיבת ה-EPC משתלבת עם המגמות הצפויות בשנים הקרובות בתחום התשתיות והאנרגיה בישראל, במסגרתן צפוי גידול דרמטי בהיקפי ההשקעות עם היצע עצום של פרויקטי תשתית, בראשן פרויקט המטרו. חטיבת ה-EPC של בלוג'ן, אשר נשענת על ידע רב, ניסיון, יכולות הנדסה וטכנולוגיות מתקדמות, מתעתדת לפעול ולהשתלב בכל תחומי התשתיות, כאשר תחום המים והפסולת יהוו את פעילות הליבה.

פעילות זכיינות מים

תכנון, הקמה, מימון ותפעול של פרויקטים במסגרת הסכמי זיכיון במקטעי פעילות התפלת מי ים וטיפול במים. תחום הזכיינות מרכז תחתיו נכסי תשתיות חיוניים, המייצרים תזרימי מזומנים יציבים ומוגנים באמצעות הסכמים ארוכי טווח ומנגנוני הגנה נוספים. בשנים הקרובות עומדת החברה בפני צמיחה פוטנציאלית משמעותית בהיקף הפעילות בתחום זכיינות המים הודות לתהליך הרחבות משמעותי בנכסים ואפשרות לזכייה במכרזים חדשים. נכון להיום מחזיקה החברה ב-3 פרויקטי PPP לטווח ארוך במקטע זכיינות המים, הכוללים שני מתקני התפלת מי ים (פלמחים ואשדוד) ומתקן לטיפול במי תהום מזהמים בפרכלורט (רמת השרון), עם אפשרות להרחבת הפעילות בחלק מהמתקנים. הנכסים הקיימים מייצרים לבלוג'ן אופק תזרימי חזק ויציב לטובת חלוקת תזרימים לבעלים לצד המשך צמיחה.

נכסי הזכיינות של בלוג'ן במקטע פעילות זכיינות מים כוללים:

❖ מתקן התפלה בפלמחים (51%) - מתקן להתפלת מי ים בפלמחים הפועל במסגרת הסכם BOO. המתקן מפיק מים בהיקף של 90 מלמ"ק בשנה בהתאם לתנאי הזיכיון, עד לשנת 2029. בפועל, למתקן קיבולת הפקה מקסימלית של 105 מלמ"ק בשנה. ביולי 2025, התקשרה בלוג'ן עם בעלת הקרקע, חברת IES, במזכר הבנות במסגרתו סוכם על פעילות משותפת מול המדינה להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלה, ושדרוג של מתקן ההתפלה לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת. מאז ועד מועד הערכת השווי הצדדים האריכו פעמיים את ההתקשרות.

כחלק ממזכר ההבנות הוסכם, בין היתר, כי IES תרכוש 50% מהמתקן תמורת ערכו בספרים בתוספת פרמיה מוסכמת. מוסכם, כי עבודות שדרוג והרחבת המתקן יבוצעו על ידי בלוג'ן באופן בלעדי וכי יעודכן הסכם השכירות ויועלו דמי השכירות בכפוף לסגירה פיננסית של פרויקט שדרוג המתקן (ככל שיאושר).

❖ מתקן התפלה אשדוד ותחנת הכוח (50%) – מתקן להתפלת מי ים באשדוד הפועל מכוח הסכם BOT עד לשנת 2044 (לאחר הארכת תקופת הזיכיון במסגרת הסדר עם המדינה בגין נזקי מלחמת חרבות ברזל). המתקן מפיק היקף של 100 מלמ"ק בשנה בהתאם לתנאי הזיכיון, ולמתקן קיימת בפועל קיבולת הפקה של 140 מלמ"ק בשנה. במהלך הרבעון השלישי של 2025, החל המתקן לפעול באופן מלא לאחר שהושלמו בו עבודות השיפוץ והשדרוג. בנוסף, במסגרת ההסכם מקימה בלוג'ן תחנת כוח בחצר המתקן, אשר תספק לו את כלל צרכי האנרגיה וכך תפחית משמעותית את עלויות האנרגיה שלו, בעוד שעודפי הייצור ישמשו כזמינות למנהל המערכת וימכרו לרשת החשמל. להערכת בלוג'ן הקמת תחנת הכוח והפעלתה צפויה להסתיים במחצית הראשונה של 2027. הזיכיון להפעלת תחנת הכוח נקבע גם הוא עד לשנת 2044.

שני מתקני ההתפלה לעיל, לצד הידע הרב הקיים בחברה, הטכנולוגיות המתקדמות והתהליכים שבוצעו במתקנים בשנים האחרונות, ממצבים את בלוג'ן כשחקנית מובילה בשוק התפלת מי הים בישראל. בימים מקדמת בלוג'ן מול רשות המים אפשרות להגדלת היקף כמויות המים המותפלים במתקנים הקיימים שלה (אשדוד ופלמחים), בהמשך לבקשת המדינה להרחבת הפעילות לאור הצרכים הגבוהים.

❖ מתקן טיפול במי תהום באזור תעש רמת השרון (100%) - פרויקט לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים לטובת צמצום הזיהום והתפשטותו, הפועל במסגרת הסכם BOT לכ-25 שנים (לאחר תקופת הקמה). בשלב זה הפרויקט עודנו בשלבי הפיתוח לפני סגירה פיננסית והתחלת הקמה, וזאת עקב קשיים סטטוטורים בהוצאת ההיתרים. בלוג'ן, בשת"פ עם המדינה, פועלת לקידום הוצאת ההיתרים אל מול עיריית רמת השרון ורשות המים לצורך קידום הפרויקט עם צפי לתחילת הפעלה בשנת 2029.

תחום תפעול מתקני מים ושפכים – הפעילות במקטע זה עוסקת בתפעול ובעלות על מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, הן באמצעות תפעול מתקנים בבעלות צדדים שלישיים מכוח הסכמי תפעול, והן באמצעות פרויקטים שונים של תכנון והקמת מתקנים, בעיקר בישראל. החברה מספקת שירותי תפעול למעל 200 מתקנים שונים ומייצרת תזרים יציב ושיעורי רווחיות בעלייה. בנוסף, החברה מחזיקה בזיכיונות ב-4 מתקנים המופעלים במסגרת הסכמי BOT: מט"ש עבו, מט"ש בז"ן, מט"ש בית שאן ומתקן ההתפלה כפר מסריק.

תחום הכימיקלים – לבלוג'ן פעילות נוספת בתחום הכימיקלים הכוללת ייצור, יבוא ושיווק של כימיקלים וחומרי גלם לתעשייה, וכן מתן שירותים נלווים. חטיבת הכימיקלים עוסקת בתחום המוצרים המיוחדים בשווקים בעלי חסמי כניסה גבוהים מחזיקה בקשת רחבה של לקוחות גדולים ויציבים ונמצאת בצמיחה מואצת וברווחיות גבוהה.

להלן מאזני חברת בלוג'ן המאוחדים ומבוקרים לימים 31 בדצמבר, 2024-2025 וליום 31 במרץ, 2026 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.24	31.12.25	31.03.26
התחייבויות שוטפות				
	חלויות שוטפות של התחייבות בין הסכמי חכירה	18,861	21,263	20,375
	חלויות שוטפות של התחייבויות מתאגידים בנקאיים ואחרים	117,169	106,706	109,281
	חלויות שוטפות של הלוואות מבעל מניות	9,486	28,609	8,958
	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים	198,864	237,834	288,536
	ספקים ונותני שרותים	105,872	101,985	81,338
	זכאים אחרים	157,696	196,917	195,614
	חברת האם	2,459	7	—
	התחייבויות מסים שוטפים	902	1,305	2,246
	הפרשות	843	843	843
	סה"כ התחייבויות שוטפות	612,152	695,469	707,191
התחייבויות בלתי שוטפות				
	הלוואות מתאגידים מבנקים ואחרים	288,574	272,406	264,700
	הלוואות מבעלי מניות, לרבות מהחברה האם	136,517	20,668	20,950
	התחייבויות בגין הפסדי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	4,175	—	—
	זכאים אחרים לזמן ארוך	68,890	31,747	33,876
	התחייבות בגין הסכמי חכירה	56,736	50,429	79,034
	התחייבויות מסים נדחים	121,592	129,649	132,128
	הטבות לעובדים	2,593	2,671	2,671
	סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות	679,077	507,570	533,359
	הון עצמי	784,102	742,836	740,302
	סה"כ התחייבויות והון עצמי	2,075,331	1,945,875	1,980,852

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.24	31.12.25	31.03.26
נכסים שוטפים				
	מזומנים ושווי מזומנים	64,559	80,271	51,714
	פקדונות בנקאיים	15,039	9,930	22,230
	לקוחות	172,846	189,964	208,247
	חייבים אחרים	90,108	93,539	116,944
	מלאי	30,806	36,801	32,018
	חלויות שוטפות של חייבים בגין הסדרי זיכיון	6,912	5,697	5,775
	נכסי מסים שוטפים	1,769	1,958	2,524
	נכסי חוזה	122,800	15,402	16,239
	סה"כ נכסים שוטפים	504,839	433,562	455,691
נכסים בלתי שוטפים				
	השקעות והלוואות בחברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	276,992	285,430	282,443
	חייבים אחרים והלוואות לזמן ארוך	10,161	8,118	6,818
	חייבים בגין הסדרי זיכיון	31,719	29,802	28,841
	נכסי מסים נדחים	7,270	9,769	9,681
	הטבות לעובדים חייבים	220	220	220
	רכוש קבוע	497,103	469,107	466,313
	נכסי זכות שימוש	70,683	66,936	94,634
	נכסים בלתי מוחשיים	676,344	642,931	636,211
	סה"כ נכסים בלתי שוטפים	1,570,492	1,512,313	1,525,161
	סה"כ נכסים	2,075,331	1,945,875	1,980,852

*הדוחות המאוחדים כוללים איחוד של דרך הים, ק.מ.מ, זרוע המים וחטיבת הכימיקלים. כל שאר הנכסים העיקריים מטופלים על בסיס שווי מאזני.
**החל מחודש מאי 2026 בלוג'ן מאחדת את זרוע הפסולת בכללותה, בה היא מחזיקה 70%.

1. **לקוחות** - עיקר השינוי בסעיף הלקוחות נובע מפעילות מתקן ההתפלה דרך הים. בהתאם למנגנון החיוב מול מקורות, החשבון מונפק אחת לחודשיים, כך שבסוף כל רבעון יתרת הלקוחות משקפת למעשה הכנסות שטרם נגבו בגין כשלושה חודשי פעילות.
2. **חייבים אחרים** – הגידול ברבעון הראשון של 2026 נובע בעיקר בגין העברה לשותפות התפלה אשדוד סך של 15 מיליון ש"ח לצורך פירעון הלוואת EBF.
3. **נכסי חוזה** – עיקר הקיטון משנת 2024 נובע מתשלומים שנפרעו על ידי זכייני אשדוד לקבלן אשדוד לאחר קבלת כספי ההלוואות.
4. **אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים** - מרבית הגידול ביום 31 במרץ, 2026 לעומת 31 בדצמבר, 2025 נובע מגידול באשראי החברה בסך של כ-25 מיליון ש"ח על מנת לתמוך בפעילות השוטפת, בקממ בסך של כ-12 מיליון ש"ח ובדרך הים בסך של כ-9 מיליון ש"ח, כהלוואת גישור אל מול ההון החוזר עד לקבלת התשלומים מהמדינה.

חוב פיננסי נטו:

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי החוב נטו של בלוג'ן סולו ליום 31 במרץ, 2026 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.26	שווי הוגן
מזומנים ובנקים	14,743	14,743
פקדונות לזמן קצר	6,737	6,737
התחייבויות אחרות	(11,485)	(32,567)
נכס פיננסי לזמן קצר	5,775	5,775
נכס פיננסי לז"א	28,841	28,841
אשראי והלוואות לז"ק בנקים	(219,585)	(219,585)
חלויות שוטפות הלוואות מבנקים	(10,767)	(10,767)
הלוואות מבנקים בניכוי חלויות שוטפות	(63,914)	(63,914)
אחרים (כולל חייבים שונים ונגזרים)	9,481	9,481
סה"כ	(240,175)	(261,257)

הון חוזר:

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי ההון החוזר התפעולי של בלוג'ן סולו ליום 31 במרץ, 2026 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.03.26
לקוחות	77,763
מקדמות מלקוחות	(7,215)
מלאי	22,191
עבודות קבלניות בביצוע	15,629
ספקים ומתני שרותים	(29,275)
הון חוזר אחר	(18,591)
סה"כ	60,502

יתרות החוב נטו והון חוזר כוללות את זרוע המים והכימיקלים (בלוג'ן, תפעול, אקווייז, סי קלין ווסט קלין)

להלן דוחות רווח והפסד מאוחדים ומבוקרים של החברה לשנים 2024-2025 וסקורים לרבעון הראשון לשנת 2026 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	ביאור	2024	2025	2026 Q1
הכנסות	1	898,472	915,324	229,573
שיעור שינוי בהכנסות		-3.2%	1.9%	8.0%
עלות המכר		(701,258)	(687,006)	(183,528)
רווח גולמי		197,214	228,318	46,045
שיעור רווח גולמי		21.9%	24.9%	20.1%
הוצאות מכירה ושיווק	2	(52,464)	(49,112)	(11,887)
הוצאות הנהלה וכלליות		(75,660)	(81,632)	(17,969)
הכנסות (הוצאות) אחרות	3	8,701	(10,971)	200
הוצאות מחקר ופיתוח		(418)	(382)	(48)
רווח תפעולי		77,373	86,221	16,341
שיעור רווח תפעולי		8.6%	9.4%	7.1%
הכנסות מימון		16,897	10,798	2,655
הוצאות מימון		(61,011)	(55,372)	(10,473)
חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	4	15,670	49,299	(3,867)
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה		48,929	90,946	4,656
מיסים על הכנסה		(12,410)	(13,535)	(3,737)
רווח (הפסד) לתקופה		36,519	77,411	919

*בשנת 2025 חל שיפור בשיעור הרווח כתוצאה משיפור במרווחים במרבית תחומי הפעילות של בלוג'. החברה צופה שהשיעור כאמור יישמר גם בשנת 2026.

**לתוצאות החברה למחצית הראשונה של שנת 2026 ראו בעמוד הבא.

ביאורים:

1. הכנסות – להלן פילוח הכנסות לשנים 2024-2025 ולרבעון הראשון לשנת 2026:

אלפי ש"ח	2024	2025	2026 Q1
זרוע הפסולת	228,849	244,957	64,653
זרוע המים	587,354	569,258	138,818
כימיקלים	82,269	101,109	26,102
סך הכנסות	898,472	915,324	229,573

2. הוצאות מכירה ושיווק – הקיטון בהוצאות המכירה והשיווק בשנת 2025 לעומת 2024 נובע בשל קיטון בשכר, משכורות והוצאות נלוות וקיטון בהוצאות מכרזים.
3. הכנסות (הוצאות) אחרות – הכנסות אחרות בשנת 2024 כוללות בעיקר מחיקת הפרשות לתלויות בדרך הים, הכנסות משינוי באופציית מכר לבעלי מניות המיעוט והכנסות מדמי ניהול דקל. בשנת 2025 הכנסות אחרות כוללות בעיקר הפרשה לירידת ערך (רכוש קבוע באקווייז ובמוניטין דרך הים), שינוי בשווי אופציית מכר לבעלי מניות המיעוט ובניכוי דמי ניהול לדקל. ברבעון הראשון לשנת 2026 סעיף זה כולל הכנסות מדמי ניהול דקל.
4. חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני – הגידול בשנת 2025 נובע מהכרה ברווח בקבלן סמארט וויסט לאחר חתימה על הסכם פיצוי. ברבעון הראשון לשנת 2026 קיים גידול בהפסד בפעילות ההתפלה באשדוד וקיטון ברווחי פעילות מחזור הבקבוקים.

רווח והפסד – מחצית ראשונה לשנת 2026

להלן דוח רווח והפסד של בלוג'ן למחצית הראשונה לשנת 2026:

אלפי ש"ח	2026 H1
הכנסות	548,768
עלות המכר	(434,487)
רווח גולמי	114,281
שיעור רווח גולמי	20.8%
הוצאות מכירה ושיווק	(28,924)
הוצאות הנהלה וכלליות	(58,591)
הכנסות (הוצאות) אחרות	146,482
הוצאות מחקר ופיתוח	(210)
חלק בתוצאות חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	(1,779)
רווח תפעולי	171,259
שיעור רווח תפעולי	31.2%
הכנסות מימון	6,104
הוצאות מימון	(29,271)
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה	148,092
הטבת מס	12,240
רווח לתקופה	160,332

*הכנסות אחרות מיוחסות בעיקר לרווח מעלייה לשליטה במגזר הפסולת המעורבת



הערכת השווי

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של חברת בלוג'ן ליום 30 ביוני, 2026:

אלפי ש"ח	ביאור	שווי ליום 30 ביוני, 2026	שיעור החזקה
BlueGen Waste	(1)	1,136,235	70%
זרוע המים ו-EPC	(2)	1,015,267	100%
חוב נטו והתאמות	(3)	(178,521)	
סה"כ שווי חברה		1,972,982	
אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן		80.01%	
שווי אחזקות ג'נריישן קפיטל בבלוג'ן		1,578,583	

כאמור, בלוג'ן שולטת בזרוע הפסולת (70%) כאשר לאומי פרטנרס ו-YSB מחזיקים בשאר המניות בחלקים שווים.

פעילות זרוע הפסולת מתקדמת על בסיס בנצ'מארק בינלאומי של חברות פסולת אינטגרטיביות אשר פועלות לצורך מקסום ערך לכל טון פסולת מטופלת ("כלכלת הטון") תוך מקסום היעילות התפעולית בארגון על בסיס תהליך PMI מתקדם אשר מושלם בימים אלו.

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.

פעילות הזרוע נעשית באמצעות 4 מגזרים:

1. פסולת מעורבת
2. פסולת מופרדת במקור
3. פרויקטי PPP
4. קרקעות, בוצות ושונות

פעילות הזרוע כוללת מתקנים פעילים, מתקנים בהקמה ופרויקטים המצויים בשלבי פיתוח, והיא פרוסה, בין היתר, במטרופולין ירושלים, בגוש דן, במתחם השפד"ן, באזור אשכול ובנאות חובב, לצד מערכי איסוף ומחזור הפועלים בפריסה ארצית. עם השלמת הקמתם, צפויה הקיבולת של מתקני הקצה לעמוד על יותר מ-2 מיליון טון פסולת בשנה.

בתחום **הפסולת המעורבת** והפסולת האורגנית, פעילות הזרוע מתמקדת בעיקר בהחזקה ובתפעול של מתקני קצה, הכוללים:

1. מתקן גרין-נט למיון פסולת בירושלים (100%)
2. מתקן מיון פסולת בחירייה (100%)
3. מתקן למיון פסולת בכפר גלעדי (50%)

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

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע (100%)
2. פעילות בתחום הפלסטיק באמצעות אחזקה בחברה סייקל (24.75%)
3. פעילות מיון אריזות עבור תאגיד תמיר (100%)
4. פעילות איסוף ומחזור צמיגים (100%)

בתחום **פרויקטי ה-PPP** פועלת הזרוע באמצעות המתקנים הבאים:

1. מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול (100%) - זכיון ומפעיל
2. מתקן סמארט וויסט למיון ומיחזור פסולת עירונית ופסולת אורגנית בשפד"ן - זכיון ומפעיל (50%)
3. מתקן השבה בנאות חובב (WTE) (54.5%).

בנוסף כאמור החברה מחזיקה בגרינסויל- מתקן לטיפול **בבוצות וקרקעות מזוהמות** (100%)

תחום הפסולת המעורבת והפסולת האורגנית

פעילות מגזר הפסולת המעורבת מתבצעת מכוח הוראות חוק המחייבות את הלקוחות לקבל שירותי איסוף, טיפול ומחזור של זרמי הפסולת הרלוונטיים. חלק ניכר מהכנסות המגזר נובע ממכירת תוצרי מחזור בארץ ובעולם, ובהם קרטון ונייר. לפיכך, תוצאות החברה מושפעות ממחירי הסחורות בעולם בכל הנוגע להכנסות ממכירת מוצרים אלה.

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 אריזות, הכנסות ממכירת אישורי מחזור צמיגים ועוד. כמו כן, יודגש כי פעילות ההפרדה במקור 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.

מתקן גרין-נט למיון פסולת בירושלים - גרין-נט מחזור וטיפול בפסולת בע"מ, שהוקמה בשנת 2010, מחזיקה ומפעילה באזור התעשייה עטרות בירושלים מתקן לקליטה ולמיון של פסולת עירונית מעורבת. המתקן החל לפעול בחודש מרץ 2015 ומשרת את מטרופולין ירושלים. הלקוח המרכזי של המתקן הוא עיריית ירושלים, ולצדה מעניקה גרין-נט שירותי קליטה וטיפול בפסולת לרשויות מקומיות נוספות באזור. יודגש כי גרין-נט הינו מתקן הטיפול בפסולת המתקדם היחידי במטרופולין ירושלים, ולהערכת החברה חסמי הכניסה לתחום זה הינם ייחודיים ומשמעותיים.

המתקן ממיינ כ-500 אלפי טונות פסולת עירונית בשנה. הפסולת הנקלטת במתקן ממוינת ומופרדת לזרמים שונים, שחלקם מועברים לשימוש חוזר בתעשיות המחזור: הפסולת האורגנית מועברת לטיפול באתר קומפוסט, וחומרים כגון קרטון, ברזל, אלומיניום ופלסטיק לסוגיו נמכרים כחומרי גלם לתעשיות שונות. יתרת הפסולת, שאינה ניתנת למחזור, מועברת להטמנה. בפועל המתקן פועל בניצול מלאה, וכמויות פסולת עודפות מועברות להטמנה. הכנסותיו נובעות בעיקר מדמי קליטה המשולמים בגין כל טון פסולת הנקלט בו, ממכירת תוצרי מחזור, מתשלומים מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה ומהכנסות הקשורות למחזור בקבוקי פלסטיק.

ביום 1 בינואר, 2025 נחתמה תוספת להסכם משנת 2020 בין גרין-נט לבין עיריית ירושלים. במסגרת התוספת הוארכה תקופת ההתקשרות בחמש שנים, מיום 24 במרץ, 2025 ועד ליום 24 במרץ, 2030, וכן עודכן מנגנון ההצמדה באופן שיתאים יותר למבנה ההוצאות של המתקן (בעיקר עקב הצמדה של רכיב ההובלה).

בחודש מרץ 2026 התקשרה גרין-נט בהסכם שכירות עם בעל הקרקע ביחס לשטח נוסף של כ-7.5 דונם באזור התעשייה עטרות, במטרה לאפשר את הרחבת פעילותה באזור. במקביל, חודש הסכם השכירות ביחס לשטח שעליו פועל המתקן הקיים לתקופה של 12 שנים, מיום 1 בינואר, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2037. ביחס לשטח הנוסף מתקיימים דיונים עם עיריית ירושלים, וסטטוס הפרויקט השתנה ביחס לשנה הקודמת. על פי המידע שנמסר, השטח מיועד להקמת מתקן מיון חדש, שמטרתו לשרת את עיריית ירושלים. עוד צוין כי היקף המתקן המתוכנן הוא 210 אלפי טון בשנה.

מתקן מיון פסולת בחירייה - במהלך בחודש אוגוסט 2024 התקשרה בלוג'ן, באמצעות גרין דקל TLV, חברה בת של דקל תשתיות, בהסכם על פי מכרז שבו 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-380 אלף טון פסולת בשנה, מתוכם כ-150 אלף טון למחזור, והשאר (כ-230 אלף טון) להטמנה.

פרויקטי PPP

פרויקטי ה-PPP נחשבים לפרויקטים בטוחים ומוגנים ביחס לנכסים תפעוליים אחרים, וזאת מהסיבות הבאות:

1. ביקוש קשיח וזרם הכנסות רובסטי

2. הגנות ריבית ושערי חליפין

3. הגנות מדינה באירועי כוח עליון (כדוגמת מלחמה)

מתקן סמארט וויסט למיון ומיחזור פסולת עירונית בשפד"ן (בהקמה, תחילת הרצות קרות) -
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. המתקן מוקם על פי תנאי מכרז BOT לתקופת זיכיון של 25 שנים (לאחר 3.5 שנות הקמה) קיבולת המתקן צפויה לעמוד על כ-365 אלפי טון פסולת מעורבת בשנה וכ-72 אלפי טון פסולת אורגנית לאחר מיון. קיימת אפשרות לקלוט כמויות נוספות בהיקף משמעותי לאור מאפייני המתקן והגודל שלו. בהערכת השווי הונח כמויות נוספות לאחר מספר שנות הפעלה בהיקף של כ-100 אלפי טון פסולת נוספת בשנה. 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 מתוכנן לפעול באופן המיועד לצמצם פליטות של ריחות ומזהמים ויעמוד בכל התקנים הסביבתיים. מתקן סמארט וויסט צפוי לקלוט ולטפל בחלק מזרמי הפסולת המיוצרים במחוזות תל אביב והמרכז בישראל, אזורים המאכלסים כ-3.5 מיליון תושבים ואחראים לכ-46% מהפסולת העירונית במדינה.

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 מעל מחצית 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 שילקח 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-93% (שיעור של כ-88% על פי העלויות בפועל) נכון ליום 30 ביוני, 2026 עם צפי להשלמת ההקמה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2027. למלחמת חרבות ברזל השפעה על היקף העלויות ולוחות הזמנים של הפרויקט, והחברה הגיעה להסכמות עם המדינה בקשר לקבלת פיצויים בגין נזקי המלחמה על בסיס סעיף כוח עליון הקיים בהסכם הזיכיון. סך עלות ההשקעה המשוערת של הפרויקט נאמדת בכ-1,246 מיליון ש"ח. המתקן השלים חתימה על חוזים עם לקוחות למלוא תפוסת המתקן. ההכנסות לשנת הפעלה ראשונה של המתקן יעמדו על כ-261 מיליון ש"ח.

מתקן השבת אנרגיה מפסולת (WTE) בנאות חובב (54.5%) - פרויקט חדש שבו זכתה החברה בתחילת 2026. מדובר בהסכם זיכיון BOT לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של המתקן לכ-25 שנים (לאחר פיתוח והקמה). מדובר במתקן הראשון מסוגו בארץ לטיפול בהשבת אנרגיה מפסולת. המתקן צפוי לטפל בכ-300 אלף טון פסולת בשנה, והוא כולל מתקן למיון והפרדה של פסולת לרכיבים ברי מחזור ורכיבים שיועברו לשריפה, ממנה תפעל טורבינה שתפיק אנרגיה בהספק של כ-50 מגה וואט מותקן. המתקן צפוי לייצר אנרגיה באופן רציף לאורך מרבית שעות השנה ויספק חשמל רציף ונקי לרשת החשמל. ההכנסות לשנת הפעלה ראשונה של המתקן יעמדו על כ-300 מיליוני ש"ח.

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: עיכול אנאירובי והפקת אנרגיה מתחדשת מביו-גז, וקומפוסטציה (בנוסף, בשטח האתר ישנה גם מטמנה). בינואר 2023, התקשרו בלוג'ן ודקל דיה בע"מ, המוחזקת במלואה על ידי דקל תשתיות (2001) בע"מ, בהסכם מחייב עם המועצה האזורית אשכול. על פי ההסכם, המתקן יוקם על פי תנאי מכרז DBOT לתקופת זיכיון של 24 שנים ו-11 חודשים (לאחר הפעלה). קיבולת המתקן צפויה לעמוד על כ-200 אלפי טון פסולת אורגנית בשנה, כאשר כ-140 אלפי טון צפויים להגיע ממתקן גרין-נט, והיתרה מהאזור הסמוך למתקן. המתקן צפוי להשלים את הטיפול בזרם האורגני של מתקני המיון וליצור סינרגיה בין מתקני זרוע הפסולת לאורך שרשרת הערך. עלות ההקמה המשוערת של המתקן עומדת על כ-415 מיליון ש"ח, מתוכם עד כ-150 מיליון ש"ח צפויים להתקבל כמענק הקמה מהקרן לניקיון, בכפוף לעמידה ביעדים, וזאת בנוסף למענק תפעול מאותה קרן בסך של עד 140 מיליון ש"ח. בחודש דצמבר 2024 הושלמה סגירה פיננסית, במסגרתה התקשר הזכיון בהסכמי מימון עם בנק דיסקונט בהיקף של כ-406 מיליון ש"ח; בתוספת הלוואת גישור בסך כ-35 מיליון ש"ח והון עצמי בסך כ-35 מיליון ש"ח, מסתכמת עלות הפרויקט הכוללת בכ-476 מיליון ש"ח, כאשר המימון ייפרע לאורך תקופת התפעול, כ-25 שנה. הקמת המתקן החלה בחודש ינואר 2025, שיעור ההשלמה עומד על כ-45%, והשלמת ההקמה צפויה ברבעון השלישי של שנת 2027, ממנה ואילך צפויה הכנסה ממוצעת של כ-113 מיליון ש"ח בשנה לאורך שנות הזיכיון. ההכנסות לשנת הפעלה ראשונה של המתקן יעמדו על כ-99 מיליוני ש"ח.

פעילות זרמי פסולת מופרדת במקור

1. פעילות איסוף ומחזור נייר וקרטון ואבטחת מידע- פעילות חברת הפסולת בתחום הטיפול והמיחזור 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 ומיחזור 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 מכלי 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 ותחנת 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. כיום עוברים בתחנה כ-170 אלף טון בשנה.
4. הרחבת מתקן תמיר - בחודש אפריל 2024 הגיעה החברה להסכמות עם "תמיר" מחזור על הקמה, בהיקף של כ- 68 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, 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. המתקן התחיל הקמה בסוף שנת 2025 וצפוי להתחיל לפעול בשנת 2028.

טיפול בבוצות ובקרקעות מזוהמות

החברה פועלת בתחום הטיפול הביולוגי בקרקעות מזוהמות ובבוצות תעשייתיות באמצעות החזקתה במלוא הון המניות של גרינסויל. גרינסויל מחזיקה בזכויות שכירות בשטח ובמתקנים לטיהור קרקעות, הממוקמים במתחם מפעל החברה לשירותי איכות הסביבה בנאות חובב. החל מיום 1 בינואר, 2020 מפעילה גרינסויל במקום מתקן לטיפול בקרקעות ובבוצות תעשייתיות, מכוח הסכם לתקופה של עשר שנים, הכולל אופציות הארכה לתקופה מצטברת של עד 24 שנים ו-11 חודשים. בשנת 2025 זכתה החברה במכרז להשכרת שטח נוסף הסמוך לשטח הקיים, לצורך הגדלת קיבולת קליטת הקרקעות במתקן.

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 וגינות 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).

להלן שווי החזקות בלוג'ן בזרוע הפסולת:

נכס	ביאור	שווי	שיעור החזקה	אלפי ש"ח
פסולת מעורבת	א	607,409	100%	607,409
פסולת מופרדת במקור	ב	632,995	100%	632,995
פרויקט PPP	ג	526,726	50%-100%	317,863
קרקעות, בוצות ושומת	ד	109,883	100%	109,883
חוב נטו והתאמות נוספות		(44,957)		(44,957)
שווי BlueGen Waste		1,623,193		
החזקת בלוג'ן ב- BlueGen Waste		70%		
שווי החזקות בלוג'ן		1,136,235		

תחזית מגזר הפסולת המעורבת כוללת את המתקנים הבאים - גרין-נט (1 ו-2), חירייה וכפר

גלעדי, כמפורט להלן:

גרין-נט

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 המס – שיעור המס בתחזית תזרים המזומנים הינו 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה.
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2049.
- ❖ שיעור היוון (WACC) נומינלי של 10.5%.

הכנסות

כאמור, התחזית כוללת את פעילות גרין-נט (להלן "המתקן") וד.ט גרין-נט השקעות. 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 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.

הוצאות

עלויות החברה מורכבות מעלויות בגין טיפול בפסולת, עלויות הובלה, הטמנה, שכר ונלוות, פחת, שכירות, ארנונה, חשמל ועוד.

פחת ו-CapEx

בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה הפחת של מתקן גרין-נט בשנים 2026-2027 נאמד בכ- 2.5 מיליון ש"ח, עולה לכ- 4 מיליון בשנת 2028 וכ- 7 מיליון ש"ח בשנת 2029 בעקבות הפעלה מלאה של גרין-נט 2. החברה מניחה השקעות הוניות בסך של כ- 5 מיליון ש"ח בשנים 2027-2028 ולאחר מכן עלייה עד לכ- 7 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 גרין-נט נאמדת בכ- 28 מיליון ש"ח.

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 2027-2032 בכ- 5.1% (כ- 3% ריאלי) בממוצע ובשנים 2033-2049 בכ- 3.5% 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. החברה מתכננת להקים מתקן טיפול נוסף בפסולת בשטח הסמוך למתקן גרין-נט הקיים (להלן: "גרין-נט 2"), כחלק מהמשך הרחבת פעילותה בתחום הטיפול וההשבה. בהתאם להנחות החברה, המתקן החדש צפוי להיות בעל כושר טיפול של כ-210 אלף טון בשנה, כאשר עבודות ההקמה צפויות להתבצע במהלך השנים 2027-2028 ותחילת הפעלתו המסחרית צפויה בשנת 2029 ועלויות ההקמה צפויות לעמוד על כ-69 מיליון ש"ח. נכון למועד הערכת השווי, לחברה הסכם התקשרות עם בעלי הקרקע לתקופה של 15 שנים, הכולל אופציה להארכה. השטח מתאים מבחינה סטטוטורית להרחבת המפעל לצורך נוסף ומשמש באופן זמני לקבלת פסולת של עיריית ירושלים. לשטח כל הרישיונות הנדרשים ולאחר השלמת ההתקשרות עם עיריית ירושלים וקבלת הקול הקורא להקמת המפעל יושלמו ההיתרים הנדרשים לבניית הקו הנוסף. בתחזית החברה הונחה עלייה הדרגתית בהיקפי הפעילות של המתקן עד להגעה לניצולת מלאה בשנת 2032, המשקפת את כושר הפעילות המתוכנן של המתקן לאורך זמן.

חירייה

פרויקט חירייה הינו מתקן לטיפול בפסולת שמיועד לשמש כתחנת מיון ומחזור פסולת איגודן עם קיבולת של כ-380 אלף טון בשנה וישרת את תל אביב והערים שבאזור. מתקן זה יצטרף לתפעול של תחנת המעבר הקיימת באיגודן אשר מפיקה כבר כיום הכנסות בהיקף של כ-65 מיליוני ש"ח. עבודות ההקמה צפויות להתחיל במחצית השנייה של 2026 ותקופת ההקמה צפויה להסתיים עד סוף 2027. 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, 2026 עד ליום 31 בדצמבר, 2037 בהתאם לתחזית החברה.

שיעור הון – שיעור ההון (WACC) שחושב הינו 13.75% (במונחי Ke, הינו 15.9%).

כפר גלעדי

פרויקט כפר גלעדי הינו מתקן לטיפול בפסולת, המיועד לשמש כתחנת מיון ומחזור פסולת בקיבולת של כ-210 אלף טון בשנה ולשרת את יישובי הגליל העליון. הקמת והפעלת המתקן מבוססות על הסכם מחייב שנחתם עם קיבוץ כפר גלעדי, המשמש כשותף בפרויקט וכבעל הזכויות בקרקע עליה צפוי לקום המתקן, אך עדיין תלויות בקבלת האישורים הנדרשים לצורך כך. עבודות ההקמה צפויות להתחיל במחצית השנייה של 2027 ותקופת ההקמה צפויה להסתיים עד סוף 2028. לאחר ההקמה החברה צפויה להפעיל את המתקן למשך 25 שנים. המתקן כאמור נמצא בשלב הייזום והערכנו אותו בהתאם לגישת DCF. תזרים המזומנים של פרויקט זה, מתבסס על המודל הפיננסי של החברה.

שנות התחזית - מיום ה-1 באפריל, 2026 עד ליום 31 בדצמבר, 2053 בהתאם לתחזית החברה.

שיעור הון – שיעור ההון (WACC) שחושב הינו 14.25% (במונחי Ke, הינו 16.5%).

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

הגידול בהכנסות החזוי בשנים
2029–2027 מיוחס בעיקר
לכניסתם של מתקני גרין-נט 2,
חירייה ובפר גלעדי לפעילות
מסחרית מלאה

ההשקעות בשנים 2026-2028
הן בגין הקמת מתקני מיון
נוספים – גרין-נט 2, חירייה
ובפר גלעדי.

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034 ואילך
הכנסות	233,125	266,591	276,051	272,293	352,732	448,512	522,264	549,187	577,497	597,662	618,487	
שיעור צמיחה		14.4%	3.5%		27.8%	27.2%	16.4%	5.2%	5.2%	3.5%	3.5%	
עלות המכר	(186,327)	(217,008)	(219,997)	(227,428)	(291,233)	(353,125)	(410,153)	(427,997)	(449,772)	(465,398)	(481,697)	
רווח גולמי	46,798	49,583	56,054	44,865	61,499	95,388	112,111	121,189	127,726	132,264	136,791	
שיעור מהכנסות	20.1%	18.6%	20.3%	16.5%	17.4%	21.3%	21.5%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	
הוצאות תפעוליות	(7,169)	(7,115)	(6,287)	(4,715)	(5,477)	(10,762)	(10,960)	(10,885)	(11,082)	(11,278)	(11,474)	
רווח תפעולי	39,629	42,468	49,767	40,150	56,022	84,625	101,152	110,304	116,644	120,986	125,316	
EBITDA	39,629	42,468	49,767	41,842	58,343	94,194	115,471	125,008	131,740	136,481	141,219	
שיעור מהכנסות	17.0%	15.9%	18.0%	14.7%	15.9%	18.9%	19.4%	20.1%	20.2%	20.2%	20.3%	
הוצאות מס				(9,234)	(12,885)	(19,464)	(23,265)	(25,370)	(26,828)	(27,827)	(28,823)	
רווח תפעולי לאחר מס				30,915	43,137	65,161	77,887	84,934	89,816	93,159	96,494	
התאמות												
שינויים בהון חוזר				(14,221)	(1,665)	(9,693)	(6,524)	(3,219)	(2,979)	(2,565)	(2,754)	
פחת והפחתות				1,693	2,322	9,569	14,319	14,704	15,096	15,495	15,902	
השקעות נטו ממענקים				(38,606)	(93,692)	(27,581)	(8,822)	(9,024)	(9,231)	(9,445)	(9,665)	
התאמה לדמי ניהול נטו ממס				824	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	
סה"כ התאמות				(50,311)	(91,936)	(26,606)	72	3,560	3,984	4,584	4,582	
סה"כ תזרים להיוון				(19,395)	(48,800)	38,555	77,959	88,494	93,800	97,743	101,075	
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	
תזרים מהוון				(18,878)	(43,801)	31,061	56,371	57,434	54,641	51,106	47,434	376,121

סך תזרים מהוון	611,490
התאמות נוספת	(4,081)
שווי פסולת מעורבת	607,409

שיעור ההיוון המשוקלל של פעילות זו נאמד בכ-11.4%

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המציג את שווי פסולת מעורבת ביחס לשינוי של חצי אחוז בשיעור ההיוון
(אלפי ש"ח):

שינוי בשיעור היוון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
552,012	578,815	607,409	637,944	670,588

פעילות פסולת מופרדת במקור כוללת 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 ההפרדה במקור על בסיס מאוחד (פרט לפעילות תמיר – שהוערכה בנפרד), לרבות החלק היחסי מפעילות סייקל.
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2030 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 – כאמור לעיל, שיעור ההיוון (WACC) שחושב הינו 10.25% (במונחי Ke, הינו 11.5%).

הכנסות

הכנסות החברה נלקחו בהתאם לתחזית החברה ובין היתר מבוססות על מחירי החוזים הקיימים עם לקוחותיה (לרבות ההצמדות הקבועות בחוזים), וצפויות לעמוד בשנת 2026 על כ-354 מיליוני ש"ח. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות ירדו בכ-5% בין שנת 2026 לשנת 2027 בעקבות הפסקת הפעילות של תחנת המעבר בראשון לציון.

החל משנת 2028 חלה ירידה בהכנסות לאור סיום 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 2028 של כ-16% עקב הפסקת הפעילות בתחנת המעבר ולאחר מכן עלייה של כ-2%. בשנה הטרמינלית ההוצאות התפעוליות עומדות על כ-22 מיליוני ש"ח.

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

להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של פעילות ההפרדה במקור (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	טרמינלי
הכנסות	326,509	346,127	354,459	257,728	335,274	318,019	329,552	341,668	351,918
שיעור שינוי בהכנסות	1.9%	6.0%	2%	-	-5.4%	-5.1%	3.6%	3.7%	3.0%
עלות המכר	(273,529)	(288,755)	(282,564)	(204,892)	(265,652)	(248,803)	(251,377)	(254,214)	(261,840)
% מההכנסות	83.8%	83.4%	79.7%	79.5%	79.2%	78.2%	76.3%	74.4%	74.4%
רווח גולמי	52,980	57,372	71,895	52,835	69,621	69,216	78,174	87,454	90,078
שיעור רווח גולמי	16.2%	16.6%	20.3%	20.5%	20.8%	21.8%	23.7%	25.6%	25.6%
הוצאות תפעוליות	(31,482)	(31,275)	(25,018)	(18,553)	(25,093)	(20,962)	(21,004)	(21,246)	(21,884)
EBITDA	39,774	45,511	68,210	50,075	63,617	65,342	72,258	78,801	80,787
רווח תפעולי	21,498	26,097	46,877	34,283	44,529	48,254	57,170	66,208	68,194
שיעור רווח תפעולי	6.6%	7.5%	13.2%	13.3%	13.3%	15.2%	17.3%	19.4%	19.4%
הוצאות מס					(7,885)	(10,242)	(11,098)	(13,149)	(15,685)
רווח תפעולי לאחר מס					34,287	37,156	44,021	50,980	52,509
התאמות									
שינויים בהון חוזר					(5,734)	1,502	(2,093)	(2,199)	(516)
פחת והפחתות					15,792	19,088	17,088	15,088	12,593
CapEx					(29,303)	(19,234)	(12,866)	(12,866)	(12,593)
סה"כ התאמות					(19,244)	1,356	2,129	24	(516)
סה"כ תזרים להיוון				7,153	35,643	39,284	44,045	48,324	51,993
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				6,981	32,329	32,319	32,867	32,708	485,396
ערך נוכחי			622,600						
הפרשי פחת			10,395						
שווי פעילות			632,995						

ירידה בהכנסות כתוצאה מהפסקת פעילות תחנת המעבר באמצע שנת 2026 ועלייה ברווח הגולמי כתוצאה מכך שפעילות תחנת המעבר הייתה פחות רווחית.

ירידה בהכנסות בשנת 2028 עקב סיום החוזה הנוכחי מול תמיר כאמור לעיל.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות ההפרדה במקור עומד על כ-633 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 פעילות ההפרדה במקור (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	8.25%		
458,717	510,169	574,200	656,022	764,183	2.00%	צמיחה שנה מייצגת
475,091	531,118	601,701	693,315	816,939	2.50%	
493,234	554,606	632,995	736,575	879,744	3.00%	
513,452	581,125	668,926	787,358	955,772	3.50%	
536,120	611,302	710,605	847,815	1,049,688	4.00%	

- ❖ ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנים 2024-2025 הם על פי הדוח הכספי המאוחד של קממ בתוספת איחוד יחסי של תוצאות פעילות סייקל.
- ❖ הגידול ב-CAPEX בשנים הראשונות משקף את תוכנית הצמיחה של החברה, הכוללת השקעות בהרחבת פעילויות קיימות באמצעות זכייה במכרזים חדשים והתקשרויות עם לקוחות נוספים, לצד השקעות בפיתוח והרחבת פעילות בתחומים משיקים, כגון מדיה מגנטית. השקעות אלו נועדו לתמוך בגידול הצפוי בהיקפי הפעילות בשנות התחזית. לצד זאת, חלק קטן מה-CAPEX מיועד להשקעות תחזוקה שוטפות (Maintenance Capex), הנדרשות לשימור הבשירות התפעולית והחלפת ציוד בהתאם לצורך.

להלן שווי נכסי פרויקטי PPP (זכיון ומפעיל):

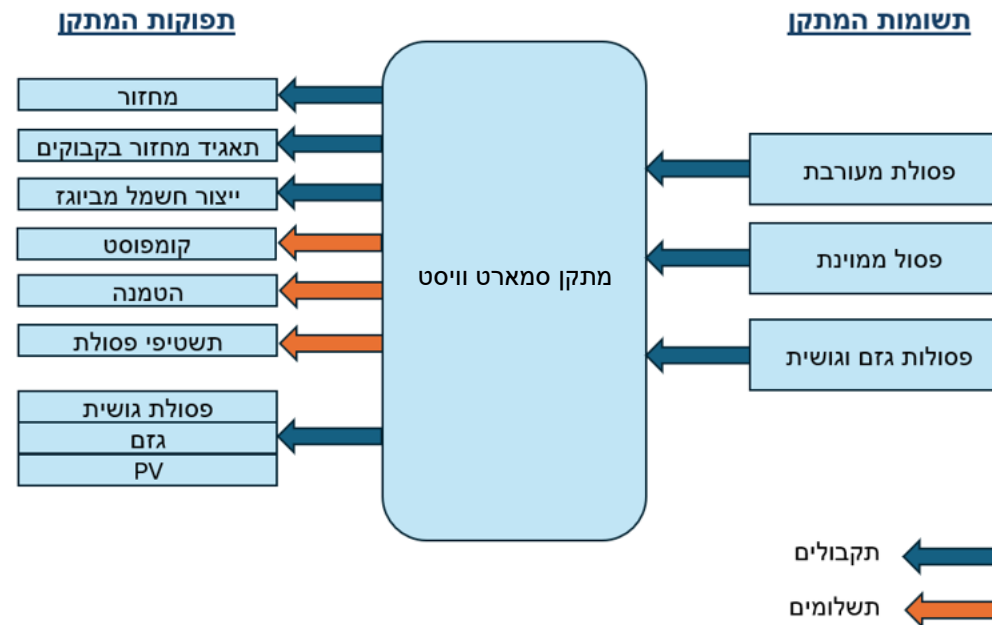
פרויקטי PPP	סה"כ	שיעור החזקה	חלק BlueGen Waste	ביאור
סמארט וויסט	320,578	50.0%	160,289	1
דיה	99,391	100.0%	99,391	2
נאות חובב WTE	106,757	54.5%	58,183	3
סה"כ	526,726		317,863	

החזקות הזרוע בפרויקטי PPP מוצגות לעיל ללא החזקות בקבלן, אשר מוצגת בנפרד תחת חטיבת ההקמות ו-EPC.

ביאור 1 – סמארט וויסט אקו בע"מ

נכון למועד הערכת השווי, המתקן נמצא בשלבי הקמה מתקדמים, בתהליך הרצה קרה והיערכות לתחילת הפעלה מסחרית בחודשים הקרובים שלאחריה הפרויקט יופעל במשך 25 שנה, בהתאם להסכם ה-BOT, כך שהפרויקט יסתיים בשנת 2051.

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



הנחות עבודה עיקריות

- ❖ תקופת התזרים – חצי שנת הקמה ו-25 שנות הפעלה, עד לשנת 2051
- ❖ שיעור היוון (Ke) – שיעור של 12.5% לזכיון ו-10.25% לקבלן התפעול (להרחבה ראה נספח א); שיעור היוון משוקלל שנאמד בכ-12.2%.
- ❖ קיבולת המתקן – כ-365 אלף טון ולאחר 3 שנים עלייה לכ-465 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.
 - מענקים 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 שרמת ההכנסות תפחת מהרף שנקבע על ידי המזמין.
 - הכנסות בגין מיחזור בקבוקי פלסטיק מכוח חוק הפיקדון.
 - להכנסות הפרויקט קיים מנגנון הצמדות חוזי המייצר הגנה מפני אינפלציה ועליית מחירים.

❖ הוצאות – בהתאם למבנה העסקי של הפרויקט, להלן סוגי ההוצאות בפרויקט:

- **תפעול ותחזוקות המתקן (O&M)** - ביצוע כלל עבודות התפעול והתחזוקה הנדרשות במפעל, לרבות סילוק וטיפול בתשטיפים שגובה המטמנה וכן עלויות הובלה למטמנה ובתמיסות של חומרים שונים המצויים בפסולת או הנוצרים במהלך התפרקותה. הוצאות ה-O&M כוללות מרכיב קבוע ומרכיב משתנה.
- **הוצאות הטמנה** - יתרת הפסולת אשר לא נעשה בה שימוש מועברת לאתר הטמנה, כאשר ישנן עלויות בגין ההטמנה כגון – היטל הטמנה, מחיר השער (Gate Fee) וכן עלויות הובלה למטמנה.

- ❖ עלות הקמה – עלויות ההקמה בפרויקט צפויות לעמוד על סכום של כ-1,246 מיליוני ש"ח. עד חודש יוני 2026 הושקעו בפרויקט 918 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 על ידי משיכת הלוואת מזנין בסכום של כ-215 מיליוני ש"ח.
- ❖ פיצויים - כחלק מהשפעות המלחמה על כלל תחום הקמת פרויקטי תשתית בישראל, חלה התייקרות בעלויות ההקמה של הפרויקט. בעקבות התייקרויות אלו, הגיעה החברה להסכמות עם המדינה בדבר מנגנון פיצוי, אשר הובא בחשבון במסגרת המודל הפיננסי.
- ❖ רווח מפעיל - בהתאם לתחזית החברה, המתקן צפוי להגיע לתפוסה מלאה עם השלמת הפעלתו המסחרית, המהווה את הבסיס להנחת שיעור הרווחיות של 7%, מבלי לקחת בחשבון התייעלות תפעולית עתידית ושיפורים טכנולוגיים.
- ❖ נחתמו הסכמים עם לקוחות לקבלת פסולת בכמות אשר תאפשר את כלל ההרצות במתקן.

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

ההכנסות בשנת 2028
כוללות תקבול חד פעמי

אלפי ש"ח	2026 H2	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
הכנסות	–	258,681	343,615	300,347	319,433	328,295	333,810	339,546	344,219	352,358	360,739	369,372	378,264	387,422
הוצאות תפעוליות	–	(164,131)	(169,220)	(199,928)	(204,546)	(209,280)	(214,133)	(219,108)	(224,208)	(229,437)	(234,799)	(240,297)	(245,935)	(251,716)
EBITDA	–	94,549	174,395	100,419	114,887	119,015	119,677	120,438	120,011	122,920	125,940	129,075	132,329	135,706
תשלומי ריבית ועמלות	(23,100)	(65,931)	(64,754)	(49,338)	(46,909)	(45,701)	(45,104)	(44,123)	(43,142)	(42,522)	(41,865)	(40,756)	(39,722)	(38,443)
רווח לפני מס	(23,100)	28,618	109,641	51,081	67,979	73,315	74,573	76,316	76,868	80,398	84,075	88,319	92,607	97,262
הוצאות מס	–	(3,297)	(2,629)	–	(3,051)	(4,508)	(5,099)	(5,794)	(6,161)	(7,128)	(8,175)	(9,351)	(10,535)	(11,805)
רווח תפעולי לאחר מס	(23,100)	25,320	107,011	51,081	64,928	68,807	69,474	70,522	70,708	73,270	75,901	78,968	82,071	85,457
התאמות לתזרים מזומנים														
שינויים בהון חוזר	(14,078)	(13,844)	(3,256)	(2,085)	(3,236)	(1,474)	(600)	387	3,755	(1,773)	(1,752)	(1,662)	(1,771)	(1,912)
השקעות בקיזוז מענקים	(73,711)	(13,884)	(12,714)	(28,326)	(5,076)	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תנועות בקרן ההלוואות	111,189	4,701	(62,253)	(30,552)	(35,988)	(28,536)	(29,614)	(30,678)	(31,304)	(32,958)	(34,987)	(37,456)	(39,993)	(42,800)
מזומנים י.פ.	3,542	3,842	6,135	6,251	6,370	6,490	6,613	6,738	6,865	6,995	7,127	7,262	7,399	7,539
מזומנים י.ס.	3,842	6,135	6,251	6,370	6,490	6,613	6,738	6,865	6,995	7,127	7,262	7,399	7,539	7,681
תזרים פנוי לבעלים	–	(0)	28,672	(9,999)	20,507	38,675	39,134	40,103	43,029	38,407	39,027	39,713	40,168	40,603
רווח מפעיל לאחר מס	–	3,921	4,124	4,670	4,759	4,849	4,940	5,034	5,129	5,226	5,324	5,425	5,528	5,632
תזרים להיוון	–	3,921	32,796	(5,329)	25,265	43,523	44,074	45,137	48,157	43,632	44,352	45,138	45,695	46,235
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	–	3,495	26,053	(3,773)	15,944	24,481	22,096	20,168	19,179	15,488	14,032	12,728	11,484	10,357

שנת 2028 כוללת פירעון מלא של הלוואת

ה-EBF, נטו ממשיכת הלוואת מזני

אלפי ש"ח	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	30.05.51
הכנסות	396,856	406,573	416,584	426,896	437,520	448,466	459,744	448,941	460,490	472,395	484,667	455,149	–
הוצאות תפעוליות	(257,646)	(263,727)	(269,964)	(276,361)	(282,923)	(289,655)	(296,560)	(303,645)	(310,914)	(326,208)	(334,009)	(311,762)	–
EBITDA	139,210	142,847	146,620	150,535	154,597	158,812	163,183	145,296	149,576	146,186	150,658	143,387	–
תשלומי ריבית ועמלות	(36,992)	(35,047)	(32,867)	(30,328)	(27,475)	(24,055)	(20,239)	(16,114)	(12,403)	(8,276)	(4,091)	–	–
רווח לפני מס	102,218	107,800	113,753	120,207	127,123	134,757	142,944	129,182	137,174	137,910	146,567	143,387	–
הוצאות מס	(13,142)	(14,622)	(16,184)	(17,856)	(19,629)	(21,561)	(23,611)	(20,617)	(22,672)	(23,056)	(25,105)	(24,374)	–
רווח תפעולי לאחר מס	89,076	93,178	97,569	102,351	107,494	113,196	119,333	108,565	114,501	114,854	121,462	119,014	–
התאמות לתזרים מזומנים													
שינויים בהון חוזר	(1,780)	(1,955)	(2,032)	(2,086)	(2,162)	(13,669)	(8,177)	(7,503)	(253)	3,950	54,137	(1,394)	26,224
השקעות בקיזוז מענקים	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תנועות בקרן ההלוואות	(45,818)	(49,322)	(53,093)	(57,242)	(61,732)	(66,778)	(72,240)	(69,007)	(71,911)	(65,941)	(56,635)	–	–
מזומנים י.פ.	7,681	7,826	7,974	8,125	8,279	8,435	8,594	8,757	8,922	9,091	9,263	9,438	(0)
מזומנים י.ס.	7,826	7,974	8,125	8,279	8,435	8,594	8,757	8,922	9,091	9,263	9,438	(0)	–
תזרים פנוי לבעלים	41,333	41,753	42,293	42,870	43,444	32,589	38,753	31,890	42,169	52,690	118,788	127,057	26,224
רווח מפעיל לאחר מס	5,738	5,847	5,957	6,070	6,185	6,302	6,421	6,542	6,666	6,792	6,920	6,345	–
תזרים להיוון	47,072	47,600	48,250	48,940	49,629	38,890	45,174	38,432	48,835	59,482	125,708	133,403	26,224
תקופה להיוון	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00	23.00	24.00	24.71	24.93
תזרים מהוון	9,398	8,470	7,653	6,918	6,253	4,367	4,522	3,429	3,883	4,215	7,940	7,768	1,488

שווי תזרים מהוון לבעלים (100%) 268,035

התאמות מאזניות* 52,543

שווי סמארט וויסט 320,578

שווי ל-BlueGen Waste (50%) 160,289

כפי שניתן לראות, שווי סמארט וויסט נאמד בכ-320 מיליוני ש"ח כאשר חלקה של BlueGen Waste 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.

ביאור 2 – שווי פרויקט דיה בע"מ

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי דקל דיה בע"מ עומד על כ-99 מיליוני ש"ח.

יש לציין כי הערכת השווי של ה-EPC נעשתה במסגרת חטיבת ההקמות ו-EPC

פרויקט דיה שהינו כאמור מתקן טיפול בפסולת אורגנית, התחיל הקמה בתחילת 2025. נכון ליום הערכת השווי שיעור ההתקדמות עומד על כ-45% והמתקן צפוי להתחיל הפעלה מסחרית ברבעון השלישי של שנת 2027. שווי חברה זו מורכב מתזרימי המזומנים של הזכיון וקבלן ההקמה, והכל בהתבסס על המודלים הפיננסיים של החברה.

❖ שנות התחזית – מיום ה-1 באפריל, 2026 עד ליום 30 בספטמבר, 2052 בהתאם לתחזית חברת הזכיון.

❖ שיעור היוון – שיעור היוון (Ke) משוקלל של הזכיון והמפעיל הינו כ-12.75%.

❖ 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 הזיכיון.

❖ הוצאות – מבנה ההוצאות של הפרויקט כולל הוצאות קבועות, המורכבות בעיקר מעלויות שכר ותחזוקה; תשלומים למועצה אזורית אשכול; עלויות ה-SPC, הכוללות בין היתר הוצאות הנהלה וכלליות וביטוח; הוצאות משתנות בגין רכישת חשמל; עלויות הטמנה וכן תשלומים למפעיל.

❖ מענקי הקמה ותפעול – מבוססים במלואם על הסכם הזיכיון.

❖ עלות הקמה (CapEx) – עלויות ההקמה בפרויקט (לפי תקציב) צפויות לעמוד על סכום של כ-415 מיליוני ש"ח.

❖ חוב בכיר – משיכות ופירעונות בהתאם להסכם המימון החתום.

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

אלפי ש"ח	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
הכנסות	–	19,861	98,986	101,243	103,557	105,931	108,364	110,859	113,418	97,120	99,632	102,211	104,859	107,578
% שינוי	–	–	–	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	-14.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
עלויות תפעול	(1,258)	(16,556)	(62,330)	(63,421)	(64,391)	(65,597)	(66,826)	(68,076)	(66,641)	(60,762)	(61,902)	(63,061)	(64,244)	(65,448)
תזרים מזומנים תפעולי	(1,258)	3,305	36,656	37,822	39,166	40,334	41,538	42,783	46,777	36,358	37,730	39,150	40,615	42,130
שיעור רווח תפעולי	–	16.6%	37.0%	37.4%	37.8%	38.1%	38.3%	38.6%	41.2%	37.4%	37.9%	38.3%	38.7%	39.2%
הוצאות מס	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
תזרים מזומנים תפעולי נקי ממס	(1,258)	3,305	36,656	37,822	39,166	40,334	41,538	42,783	46,777	36,358	37,730	39,150	40,615	42,130
הפקדות ומשיכות לקרן MRA	–	–	–	–	(1,256)	(5,023)	(5,023)	11,302	–	–	–	(1,432)	(5,726)	(5,726)
עלויות הקמה	(166,096)	(83,473)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
הוצאות הטמנה נוספות	–	–	–	–	–	–	–	(16,325)	–	–	–	–	–	–
מענקים	62,568	33,888	27,203	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	–	(5,574)	(195)	(201)	(208)	(214)	(221)	(228)	(1,538)	(128)	(273)	(281)	(290)	(299)
שינוי ביתרת מזומנים	(0)	(5,070)	1,827	(61)	(62)	(64)	(65)	(66)	(67)	(69)	(70)	(71)	(73)	(74)
תזרים מזומנים לפני מימון	(104,787)	(56,925)	65,491	37,559	37,640	35,033	36,229	37,466	45,171	36,161	37,388	37,366	34,527	36,031
משיכת חוב בכיר	175,535	102,938	–	17,453	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(62,568)	(31,888)	(37,024)	(10,635)	(11,730)	(11,267)	(11,628)	(12,002)	(16,910)	(11,620)	(12,768)	(13,235)	(11,786)	(13,186)
החזר ריבית חוב בכיר	(8,180)	(14,125)	(15,819)	(13,732)	(14,101)	(13,783)	(13,508)	(13,135)	(12,708)	(12,099)	(11,755)	(11,275)	(10,866)	(10,451)
תזרים פנוי לחלוקת דיבדנדים לבעלי המניות	–	–	12,649	30,645	11,809	9,984	11,093	12,328	15,553	12,441	12,864	12,856	11,874	12,393
רווח מפעיל	–	1,143	4,621	4,701	4,783	4,867	4,953	5,039	4,962	4,654	4,735	4,817	4,901	4,987
סך תזרים להיוון	–	1,143	17,269	35,346	16,592	14,851	16,045	17,368	20,515	17,095	17,599	17,673	16,776	17,380
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 מהיוון	–	1,014	13,585	24,663	10,268	8,152	7,812	7,500	7,857	5,807	5,303	4,723	3,976	3,654

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

אלפי ש"ח	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
הכנסות	110,370	113,236	116,179	119,201	122,304	125,490	128,762	126,125	111,132	114,213	117,380	120,637	92,882
% שינוי	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	-2.0%	-11.9%	2.8%	2.8%	2.8%	-23.0%
עלויות תפעול	(66,677)	(67,927)	(69,201)	(70,500)	(71,824)	(73,172)	(74,545)	(75,206)	(74,361)	(75,756)	(77,179)	(78,143)	(59,600)
תזרים מזומנים תפעולי	43,693	45,309	46,978	48,701	50,480	52,319	54,217	50,919	36,771	38,456	40,201	42,495	33,282
שיעור רווח תפעולי	39.6%	40.0%	40.4%	40.9%	41.3%	41.7%	42.1%	40.4%	33.1%	33.7%	34.2%	35.2%	35.8%
הוצאות מס	–	–	(2,667)	(7,918)	(8,559)	(9,251)	(10,569)	(10,160)	(7,222)	(7,858)	(8,536)	(9,371)	(7,446)
תזרים מזומנים תפעולי נקי ממס	43,693	45,309	44,311	40,783	41,921	43,068	43,648	40,759	29,549	30,598	31,666	33,124	25,836
הפקדות ומשיכות לקרן MRA	12,885	–	(629)	(2,515)	(2,515)	5,660	–	–	–	–	–	–	–
עלויות הקמה	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
הוצאות הטמנה נוספות	(18,611)	–	–	–	–	(8,175)	–	–	–	–	–	–	–
מענקים	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
שינויים בהון חוזר	(308)	(317)	(327)	(337)	(347)	(358)	(368)	3,170	(324)	(335)	(346)	(357)	10,203
שינוי ביתרת מזומנים	(75)	(77)	(78)	(80)	(81)	(83)	(84)	(86)	(87)	(89)	(91)	(93)	4,989
תזרים מזומנים לפני מימון	37,583	44,915	43,277	37,851	38,978	40,112	43,196	43,843	29,138	30,174	31,229	32,674	41,028
משיכת חוב בכיר	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
החזר קרן חוב בכיר	(14,671)	(20,153)	(19,951)	(17,159)	(18,625)	(20,226)	(23,205)	(24,737)	(16,105)	(17,575)	(19,139)	(15,670)	–
החזר ריבית חוב בכיר	(9,984)	(9,303)	(8,434)	(7,674)	(6,947)	(6,090)	(5,130)	(4,024)	(3,028)	(2,238)	(1,366)	(393)	(0)
תזרים פנוי לחלוקת דיבדנדים לבעלי המניות	12,928	15,459	14,892	13,018	13,406	13,796	14,860	15,083	10,004	10,361	10,724	16,611	41,028
רווח מפעיל	5,074	5,163	5,254	5,346	5,441	5,536	5,634	5,734	5,835	5,939	6,044	6,152	4,685
סך תזרים להיוון	18,002	20,622	20,146	18,364	18,846	19,333	20,494	20,816	15,839	16,299	16,768	22,763	45,713
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	25.88
תזרים מהוון	3,357	3,411	2,955	2,389	2,175	1,979	1,861	1,676	1,131	1,033	942	1,134	2,051

סך תזרים מהוון	130,409
התאמות מאזניות	(31,018)
שווי דיה	99,391

- ❖ תקופת התזרים – שלוש וחצי שנות הקמה ו-25 שנות הפעלה, עד לשנת 2052.
- ❖ שיעור הון (Ke) – שיעור של 13.5% לזכיין ו-10.75% לקבלן התפעול.
- ❖ קיבולת המתקן – כ-300 אלף טון פסולת עירונית בשנה.
- ❖ הכנסות – למתקן נאות חובב קיימים מספר ערוצי הכנסה עיקריים:
 - דמי קליטה בגין הפסולת שנכנסת למתקן המיון.
 - דמי קליטה בגין פסולת שנכנסת למתקן ההשבה.
 - הכנסות ממכירת אנרגיה.
 - מכירת פסולת למיחזור.
- ❖ הוצאות – כ-45% מהוצאות המתקן הינן הוצאות משתנות לרבות טיפול בפסולת אורגנית וטיפול באפר. בנוסף, ישנן עלויות תפעול ותחזוקה למתקנים השונים.
- ❖ עלות הקמה – עלויות ההקמה בפרויקט צפויות לעמוד על סכום של כ-1.5 מיליארד ש"ח.
- ❖ חוב בכיר והון עצמי – המודל הפיננסי מבוסס על יחס מינוף נורמטיבי, המשקף את התנאים הצפויים להיקבע בהסכם המימון המתגבש.

בהתאם לכך אנו בדעה כי שווי החזקות BlueGen Waste בנאות חובב הינו כ-58 מיליון ש"ח

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את שווי החזקות וויסט מנג'מנט במתקן ביחס לשינוי בשיעור הון של המפעיל והזכיין:

שיעור הון זכיין						
14.50%	14.00%	13.50%	13.00%	12.50%		
43,690	52,449	61,902	72,112	83,152	9.75%	שיעור הון מפעיל
41,757	50,516	59,968	70,179	81,219	10.25%	
39,971	48,730	58,183	68,393	79,433	10.75%	
38,320	47,079	56,532	66,742	77,782	11.25%	
36,791	45,550	55,002	65,213	76,253	11.75%	

פעילות הזרוע בתחום קרקעות, בוצות ושונות נעשית באמצעות חברת דקל גרינסויל.

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 המס – שיעור המס בתחזית תזרים המזומנים הינו 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה.
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2049 ואת השנה הטרמינלית.
- ❖ שיעור היוון (WACC) שחושב הינו 10.25% (במונחי Ke, הינו 11.5%).

הכנסות

כאמור, התחזית מכילה בתוכה את פעילות דקל גרינסויל אשר עוסקת בטיפול בקרקעות, בוצות ושונות. בהתאם לתחזית החברה, אשר דומה לתוצאות בפועל, כ-84% מהכנסות החברה מקורן בטיפול בקרקעות ובוצות, כ-12% מטיפול בקרקע חדשה וכל השאר קרקעות המזוהמות בתרכובות אורגניות נדיפות.

תחומי הגידול המרכזיים נובעים מפינוי קרקעות עתידי של מתחמים ומחנות שצה"ל/גופים ציבוריים ישבו בהם ומפנים אותם כמו תע"ש רמת השרון, מחנה בילו, תל השומר ואחרים, ופינוי אדמות של תעשיות מזהמות כמו מפרץ חיפה.

תחומי הגידול בבוצות נובע מהרחבת סוגי הבוצות בהן ניתן לטפל בשטחים. ישנן מספר תעשיות שהחברה בוחנת את יכולת הטיפול בבוצות שלהם כתוצאה מהוספת תהליכים כימיים וביולוגיים.

הוצאות

עלויות החברה מורכבות מעלויות טיפול בקרקעות, שכר ושכירות.

בהתאם לכך, הגענו לכלל מסקנה כי שווי קרקעות, בוצות ושונות נאמד בכ- 110 מיליון ש"ח.

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה אנו בדעה כי שווי זרוע הפסולת הינו כ-1,623 מילוני ש"ח, בהתאם חלקה של בלוג'ן הינו כ- 1,136 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את שווי החזקות החברה בזרוע הפסולת ביחס לשינוי של חצי אחוז בשיעורי היוון (אלפי ש"ח):

שינוי בשיעור היוון					
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%	
1,430,401	1,522,249	1,623,193	1,734,777	1,858,967	100%
1,001,281	1,065,574	1,136,235	1,214,344	1,301,277	חלק בלוג'ן (70%)

זרוע המים וה- EPC של בלוג'ן פועלת בסביבת ביצוע של פרויקטים בהיקפים עצומים עם פייפליין משמעותי בתחומי תשתיות רחבים.

נכסי בלוג'ן בזרוע המים כוללים את מתקן ההתפלה בפלמחים, בו היא מחזיקה ב-51% מהזכויות במסגרת הסכם BOO ואשר מנוהל על ידי בהיותה השותף הכללי ("מתקן ההתפלה בפלמחים"), את מתקן ההתפלה באשדוד, אשר החל לפעול באופן מלא במהלך שנת 2025 לאחר השלמת עבודות שיפוץ ושדרוג, בו היא מחזיקה ב-50% מהזכויות במסגרת הסכם BOT ("מתקן ההתפלה באשדוד"), לרבות תחנת כוח המוקמת בחצרו, אשר להערכת בלוג'ן הפעלתה צפויה במהלך סוף שנת 2026, תחילת שנת 2027, וכן פועלת להקמת מתקן לטיפול במי תהום מזהמים באזור תעש רמת השרון. במסגרת פעילות חטיבת ה-EPC פועלת בלוג'ן לתכנון והקמה של מתקן להתפלת מי ים סבחה ד' בעיר אילת, וכן פועלת לתכנון, הקמה, תפעול ובעלות במתקני טיפול במים וטיהור שפכים, רובם בבעלות צדדים שלישיים, ומבצעת פרויקטים בסגמנטים שונים בתחום המים והשפכים במגוון רחב של תחומים ופעילויות ולמגוון רחב של לקוחות.

פעילות זרוע המים ו-EPC של בלוג'ן מתבצעת בשלושת המקטעים להלן:

1. פרויקטי תשתית לאומית בתחום המים - הקמות פרויקטים מורכבים בתחומי המים, השפכים והפסולת, הקמה של פרויקטי הזכינות של BlueGen ושל חברות הבנות שלה, לרבות תמיכה בפרויקטים, והקמת פרויקטים עבור צדדים שלישיים.
2. פעילות זכינות מים - פרויקטי התפלת מי ים וטיפול במי תהום, אשר הקמתם ותפעולם נעשים במתווה זכינות, במסגרתו בלוג'ן מקימה, מממנת ומתפעלת את הפרויקט במהלך תקופת הזיכיון, כאשר בתום התקופה הפרויקט חוזר לבעלות המדינה (בפרויקטי BOT או DBOT) או נשאר בבעלות בלוג'ן, אשר רשאית להמשיך ולתפעלו באופן פרטי (בפרויקטי BOO).
3. מקטע פעילות תפעול מתקני מים ושפכים (O&M) – מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, אשר ייזומם, הקמתם, תפעולם והבעלות עליהם, הינם מכוח זיכיונות BOT, וכן מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, בבעלות צדדים שלישיים, אשר תפעולם נעשה על ידי בלוג'ן מכוח הסכמי תפעול והן באמצעות פרויקטים שונים של תכנון והקמת מתקנים, בעיקר בישראל.

נכון למועד הדוח עומד צבר ההזמנות החתום של חטיבת ה-EPC, הנדסה ותשתיות על כ-1.7 מיליארד ש"ח.

פרויקט תשתית לאומית בתחום המים

פלמחים

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. תקן מוחזק על-ידי "שותפות פלמחים", בבעלות קבוצת בלוג'ן (51%) וחברות בקבוצת מגדל (49%). השותף הכללי הינו חברה בת בבעלות מלאה של בלוג'ן. הרכישה הושלמה ב- 2020 בתמורה ל- 380 מיליון ש"ח.

הכנסות שותפות פלמחים ב- 2025 עמדו על כ- 273 מיליון ש"ח (לפי מודל רכוש קבוע ולא לפי מודל נכס פיננסי).

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, המתקן התרחב משמעותית 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, המתקן הוכרז כאחד מעשרת מתקני ההתפלה המובילים בעולם

על ידי Water Desalination Report.

מועד סיום הזיכיון הינו כאמור ה- 28 באפריל, 2029, בהסכם במתכונת BOO לפיו המתקן נשאר בבעלות הזכיון (הבעלים) ולא חוזר למדינה. להרחבה ראו בהמשך.

ביום ה- 2 ביולי, 2025 נחתם מזכר הבנות לא מחייב בין חברת IES החזקות בע"מ לבין חברת בלוג'ן, 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 שוויו 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 30 בספטמבר, 2026, קבלת אישורים רגולטוריים, והסכמות עם המדינה על הארכת הזיכיון. עד לתום תקופת הזיכיון הנוכחית, בלוג'ן תמשיך להחזיק בשליטה במתקן בהתאם. בנוסף, סוכם כי פרויקט שדרוג המתקן יבוצע על ידי בלוג'ן באופן בלעדי וכי יעודכן הסכם השכירות ויועלו דמי השכירות בכפוף לסגירה פיננסית של הפרויקט. העסקה מהווה מהלך מהותי לחיזוק מעמדו של המתקן במשק המים הישראלי ולהתאמתו לצרכים העתידיים של המדינה.

מזכר ההבנות עם בעל הקרקע הוארך לרבעון נוסף אשר במסגרתו פועלים הגופים יחד להגעה להסדר להארכת הזיכיון לתקופה נוספת מול המדינה.

להרחבה אודות פוטנציאל ההתרחבות בשוק ומצוקת המים בחו"ל ראו נספח הסביבה העסקית.

אשדוד

בחודש אוגוסט 2022 השלימה בלוג'ן באמצעות שותפות מוגבלת ("שותפות אשדוד") בה היא מחזיקה ב-50% (שפיר מחזיקה ב-50% הנוספים) את רכישת חברות הזכיון ("זכיון 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 30 ליוני 2026, מתקן ההתפלה באשדוד פעיל. המפעל מייצר כמויות שעתיות שנעות בין 8,500 מק"ש ל-12,000 מק"ש. 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 הבנייה להקמת תחנת הכוח, אשר הקמתה צפויה להסתיים, להערכת החברה, לקראת סוף שנת 2026, תחילת שנת 2027.

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 תקופת הזיכיון להפעלת מתקן ההתפלה ותחנת הכוח תסתיימנה יחדיו בתום שנת 2044.

מתקן ההתפלה באשדוד, אשר החל לאחרונה הפעלה מסחרית מלאה, נמצא בשלב ה-Ramp-up ונמצא במגמה חיובית של טיפול בתקלות תפעול מנועי ה-DD וטיפול בנזילות, תוך כדי הגעה לאחוזי ייצור נדרשים. החברה צופה כי לקראת הרבעון הרביעי לשנת 2026 המתקן יגיע ליעדיו. הרצת מתקן הפחמן דו חמצני מתוכננת לסוף חודש אוגוסט.

במסגרת תוכנית האב של רשות המים נקבע כי יעד היקף כמות המים המותפלים לשנת 2030 הינו 1.2 מיליארד מ"ק לשנה.

על מנת לעמוד ביעד זה ועל מנת לייעל את מלוא פוטנציאל הייצור מהמתקנים הקיימים פנתה רשות המים למתקני ההתפלה בשיטת RFI להגשת תוכניות ואסמכתאות על פוטנציאל הגדלת היקף הייצור השנתי של כל מתקן.

למעשה בשיטה זאת מקדמת רשות המים בחינה של הגדלת כמות המים המותפלים בזמן הקצר ביותר תוך שימוש בתשתיות הקיימות ובעלות הטכנו-כלכלית הגבוהה ביותר. בהתאם מתקן התפלה אשדוד ומתקן התפלה פלמחים נערכים לתת מענה לנ"ל.

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 הארכת זיכיון 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.

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:

הרחבה מהירה ללא שינוי מהותי בתשתיות.

הרחבה משמעותית המחייבת הרחבת מערכי RO (אוסמוזה הפוכה) נוספים, תשתיות בינוי וחשמל.

לעניין מתקן ההתפלה באשדוד, התשתית הקיימת של המתקן מאפשרת הרחבה מיידית של עד 50 מיליון קוב מבלי לבצע השקעות משמעותיות ותוך שימוש בתשתית הקיימת של המתקן.

חטיבת ה-EPC

תחום הפרויקטים מתמחה בתכנון והקמת מתקני טיפול במים ושפכים, מתכנן ומקים מתקנים תהליכיים לטיפול במים ובשפכים בשילוב טכנולוגיות ממברנליות, 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 מתקן 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. יתר שלבי התהליך ותפעול הפרויקט יהיו למשך תקופה של כ-20 שנים.

ביום 28 ביולי, 2025 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.

העבודות החלו בנובמבר 2025, עתידות להסתיים בנובמבר 2028 ומסירה במאי 2029.

תפעול מתקני מים

פעילות בלוג'ן בתחום המים והשפכים כוללת תכנון, הקמה ותפעול של מתקני התפלה, טיהור וטיפול במים ובשפכים בישראל ובחו"ל, לצד פתרונות לטיוב מי בארות ומים לתעשייה. החטיבה פועלת כ־One Stop Shop ומספקת פתרונות מקצה לקצה לטיפול במים ושפכים עבור מגוון תעשיות, תוך שימוש בטכנולוגיות מתקדמות, ובהן טכנולוגיית MBBR לטיפול ביולוגי בשפכים. במהלך השנה האחרונה יושמה תוכנית התייעלות שהפחיתה את העלויות הקבועות בכ־9.5 מיליון ש"ח בשנה, שיפור שאפשר לחטיבה לחזק את כושר התחרות שלה ולהציג תוצאות עסקיות טובות יותר. פעילות החטיבה מתחלקת לשני תחומים עיקריים: תחום התפעול בישראל, הכולל שירותי תפעול ותחזוקה למתקני מים ושפכים בבעלות צדדים שלישיים, ותחום הפרויקטים בישראל ובחו"ל, הכולל תכנון, ניהול והקמת פרויקטים עד למסירתם ללקוח. תחום זה כולל גם את פעילות אקווייז, אשר נרכשה ומוזגה במלואה לתוך החטיבה.

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, שלישוני 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 2025 טיפלה בלוג'ן במתקניה השונים בסך של כ-48.9 מלמ"ק, גידול של כ-0.6% לעומת שנת 2024, בה טיפלה בלוג'ן בכ-48.6 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. טיהור מי בארות - רשות המים מעודדת המשך הפקת מים מקידוחים שנפסלו לשתייה באמצעות מנגנון תמרוץ כלכלי, במטרה לשמר את יכולת ההפקה מהאקוויפר. במסגרת זו מחזיקה בלוג'ן בשיעור של 50% במתקן ההתפלה בכפר מסריק המטפל בכ-6 מלמ"ק מים בשנה. בשנת 2024 הגישה החברה תוכנית להרחבת המתקן, אשר צפויה להגדיל את היקף הטיפול לכ-7.3 מלמ"ק בשנה ולהאריך את צו הרכישה ב-25 שנים נוספות. הגידול בכמויות המטופלות צפוי לקזז את השפעת הירידה בתעריף ולהבטיח המשך תרומה יציבה של המתקן לתוצאות הפעילות.

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.

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.

הכנסות הקבוצה מסעיף השירותים הסתכמו בשנת 2025 בכ-123.4 מיליון ש"ח (לעומת כ-122.2 מיליון ש"ח בשנת 2024).

פעילות 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.

פעילות הכימיקלים נמצאת בתנופת צמיחה משמעותית לצד עלייה בשיעורי הרווח והרחבת קהל הלקוחות בדגש על הסקטור הביטחוני שפעילותו התעצמה בעקבות המצב הביטחוני והשפיעה בעקיפין על הביקושים למוצרי החברה.

לחטיבת הכימיקלים מפעל באתר עבו 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 2025 עמדו על כ-101 מיליון ש"ח.

להלן שווי החזקות בלוג'ן בזרוע המים ו-EPC:

נכס	ביאור	שווי	שיעור החזקה
זכיונות מים	א	370,553	50%-100%
EPC	ב	277,217	100%
תפעול	ג	124,237	100%
כימיקלים	ד	196,649	100%
כפר מסריק	ה	40,497	50%
חוב נטו והתאמות הון חוזר		6,114	
זרוע המים ו-EPC		1,015,267	

להלן שווי זכיינות המים:

נכס	ביאור	שווי	שיעור החזקה
דרך הים	1	152,721	51%
אשדוד	2	204,378	50%
פרכלורט		13,455	100%
זכיינות מים		370,553	

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	211,717	א
דרך הים מפעיל	57,204	ב
התאמות מאזניות נוספות	(4,357)	ג
סה"כ שווי שותפות GESM	264,563	
חלקה של בלוג'	51%	
שווי לבלוג'	134,927	
שווי דמי הצלחה לשותף הכללי	17,440	
התחייבות GESM כלפי בלוג'	354	
סה"כ	152,721	

הנחות מרכזיות לעניין תחזיות הזכ"ן 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-23 מיליון ש"ח בשנה.

ביאור א – שווי דרך הים זכ"ן

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 בינואר, 2026 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 הינן בערכים נומינליים.
- ❖ שיעור היוון – שיעור ההיוון לבעלים (Ke) שחושב הינו 6% לתקופת הזיכיון. בתקופת השייר עשינו שימוש בשיטת DCF והתזרימים התפעוליים הלא-ממונפים הונו בשיעור היוון תפעולי (WACC) של 8.6%.
- ❖ הערכת השווי של מתקן ההתפלה בפלמחים אינה מניחה הגדלת כמויות מעבר לכמות הקיימת (90 מיליון קוב). ככל שיוסכם על הרחבת המתקן, בדגש על תקופת הרישיון הבאה, עשויה להיות לכך השפעה חיובית משמעותית על שווי המתקן.

הכנסות

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

התשלום המשתנה מורכב ממספר רכיבים אשר צמודים כל אחד למדד אחר: רכיב אנרגיה, ממברנות, פילטרים, כימיקלים ושונות. הרכיב הקבוע מהווה כ-40% מהכנסות החברה על פני שנות התחזית והרכיב המשתנה מהווה כ-60% מההכנסות.

הכמויות שנדרשו על-ידי המדינה בשנים 2024-2025 עמדו על 90 מלמ"ק.

הוצאות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות מעלויות קבועות ל-O&M, מעלויות משתנות (בעיקר אנרגיה) וקנסות. ההוצאות הנותרות 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, 2025, לחברת הזכיון הפסדים להעברה בגובה של כ-32 מיליוני ש"ח.

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-25 מיליון ש"ח. תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:

❖ ימי לקוחות – 60

❖ ימי ספקים – 60

ערך השייר

מועד סיום הזיכיון הינו כאמור ה- 28 באפריל, 2029, בהסכם במתכונת BOO לפיו המתקן נשאר בבעלות הזכיון (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 מכמות 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-129 מיליוני ש"ח (שווי להיום), בהתאם להנחות הבאות שהתקבלו מהנהלת החברה:
- ❖ גודל מתקן - 90 מיליון קוב. ללא שינוי ביחס לגודל המתקן הנוכחי וזאת על אף קיומה של קרקע סמוכה המאפשרת הרחבה למתקן בגודל של עד 300 מיליון קוב.
- ❖ תעריף המים יעמוד על כ-2.5 ש"ח למ"ק.
- ❖ התאמת מחיר השכירות לתקופה שלאחר הסכם הזיכיון הקיים בהתאם למזכר ההבנות שנחתם עם בעל הקרקע.
- ❖ השקעה נדרשת של כ-837 מיליוני ש"ח בשנים 2027-2029, לטובת שיפוץ משמעותי למתקן. הגידול בהשקעה ביחס להערכת שווי קודמת מיוחס לתוכנית המתקן אשר מתבססת על שיח עם המדינה לייצר מים בהתאם לסט דרישות שעלו מהמדינה.
- ❖ תקופת הפעלה נוספת של 25 שנה, עד לשנת 2054.
- ❖ כמו כן, נעשה שימוש בשיעור היוון משוקלל (WACC) של כ-8.6% ושיעור היוון (WACC) של כ-9.25% למפעיל.

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

בהתאם לזיכיון, בשנים 2027-2028 היקף ההכנסות יורד

הזיכיון הנוכחי מסתיים באפריל 2029

אלפי ש"ח	2029	2028	2027	2026
הכנסות				
הכנסות קבועות	32,639	102,261	104,997	111,098
הכנסות משתנות	41,020	141,533	151,692	186,951
סה"כ הכנסות	73,659	243,794	256,689	298,049
% שינוי	-69.8%	-5.0%	-13.9%	13.1%
עלות מכר				
עלויות תפעוליות קבועות	(1,146)	(3,637)	(3,570)	(750)
עלויות תפעוליות משתנות	(38,518)	(123,999)	(142,285)	(178,048)
סה"כ עלות מכר	(39,665)	(127,636)	(145,855)	(178,797)
% מההכנסות	53.8%	52.4%	56.8%	60.0%
רווח גולמי	33,995	116,158	110,834	119,252
שיעור רווח גולמי	46.2%	47.6%	43.2%	40.0%
הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות	(7,521)	(15,661)	(15,153)	(15,333)
EBITDA	26,644	101,043	96,226	104,465
רווח תפעולי	26,474	100,498	95,681	103,919
שיעור רווח תפעולי	35.9%	41.2%	37.3%	34.9%
הוצאות מס	(2,064)	(11,778)	(9,777)	(2,735)
רווח לאחר מס	24,410	88,720	85,903	101,184
שינוי בהון חוזר ופקדונות פחת	25,556	(4,636)	1,727	3,886
החזרי ריבית על הלוואה	(94)	(1,482)	(4,113)	(6,809)
החזרי קרן הלוואה	(8,635)	(67,269)	(74,503)	(75,736)
תזרים מזומנים פנוי	41,406	15,879	9,560	23,071
% מההכנסות	56.2%	6.5%	3.7%	7.7%
מזומנים ושוי מזומנים י.פ.	1,500	1,500	1,500	2,010
סה"כ מזומנים	42,906	17,379	11,060	25,081
מזומנים ושוי מזומנים (מוגבל) י.ס.	—	1,500	1,500	1,500
תזרים לבעלי המניות	42,906	15,879	9,560	23,581
תקופה להיוון	2.66	2.00	1.00	0.25
תזרים מהוון	36,739	14,132	9,019	23,240
שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	83,131			

בהתאם לאמור, שווי הזכיון נאמד בכ-212 מיליוני ש"ח:

שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	83,131
ערך גרט	128,587
שווי הזכיון	211,717

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				
4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
214,462	213,068	211,717	210,408	209,139

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת הזכיון עומד על כ-212 מיליוני ש"ח.

ביאור ב – שווי דרך הים מפעיל

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 בינואר, 2026 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 הינן בערכים נומינליים.
- ❖ שיעור היוון (WACC) - כאמור לעיל, שיעור ההיוון שחושב הינו 9.25%.

הכנסות

הכנסות המפעיל משקפות למעשה את הוצאות התפעול והתחזוקה (O&M) של הזכיון, למעט הוצאות האנרגיה. הכנסות אלו מורכבות מרכיב קבוע ומרכיב משתנה, כאשר הרכיב המשתנה נגזר מהיקף ייצור המים בפועל.

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 בהכנסות וברווחיות לאור ייצור עודף של 25 מלמ"ק למדינה ללא תמורה.

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

בהתאם לזיכיון, בשנים 2027-2028 היקף ההכנסות יורד

הזיכיון הנוכחי מסתיים באפריל 2029

אלפי ש"ח	2029	2028	2027	2026
הכנסות	41,087	130,691	149,413	178,252
שיעור שינוי בהכנסות	-3.6%	-12.5%	-16.2%	-
הוצאות תפעוליות	(47,454)	(132,861)	(132,482)	(130,200)
% מההכנסות	115.5%	101.7%	88.7%	73.0%
רווח גולמי	(6,367)	(2,170)	16,930	48,051
שיעור רווח גולמי	-15.5%	-1.7%	11.3%	27.0%
הוצאות מכירה הנהלה וכלליות	(2,314)	(7,602)	(7,463)	(7,861)
EBITDA	5,069	(8,297)	10,941	41,665
רווח תפעולי	(8,681)	(9,772)	9,467	40,190
שיעור רווח תפעולי	-21.1%	-7.5%	6.3%	22.5%
הוצאות מס	-	-	(2,889)	(10,210)
רווח תפעולי לאחר מס	(8,681)	(9,772)	6,578	29,980
התאמות נוספות				
שינויים בהון חוזר	27,558	551	7,069	(12,054)
פחת	13,750	1,475	1,475	1,475
עמלות	(231)	(207)	(221)	(227)
תזרים מזומנים פנוי	32,395	(7,953)	14,900	19,174
% מההכנסות	78.8%	-6.1%	10.0%	10.8%
מזומנים ושוי מזומנים י.פ.	6,107	15,480	2,000	7,663
סה"כ מזומנים	38,501	7,527	16,900	26,837
מזומנים ושוי מזומנים (מוגבל) י.ס.	-	6,107	15,480	2,000
תזרים לבעלי המניות והלוואות בעלים	38,501	1,420	1,420	24,837
תקופה להיוון	2.66	2.00	1.00	0.25
תזרים מהוון	30,420	1,190	1,300	24,294
שווי תזרים מהוון לבעלים (100%)	57,204			

הוצאות מס – חושבו בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה

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				
11.25%	10.25%	9.25%	8.25%	7.25%
55,593	56,386	57,204	58,048	58,919

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת המפעיל עומד על כ-57 מיליוני ש"ח.

ביאור ג – התאמות מאזניות נוספות

מורכבות מהרכיבים הבאים:

- התאמות בין יתרות הפתיחה של ההון החוזר, המזומנים וההלוואות כפי שמופיעים במודל הפיננסי שהתקבל מהנהלת החברה ליום 31 בדצמבר 2025 לבין יתרות אלו במאזן המאוחד של דרך הים התפלה (אחזקות) בע"מ ליום זה.
- מאחר והתבססנו על דוחות כספיים של דרך הים אחזקות ליום 31 בדצמבר 2025, הורדנו את החלוקות שהיא ביצעה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2026 למעלה לשותפות GESM.
- יתרות מאזניות נוספות של שותפות GESM סולו ל-31 במרץ, 2026.

סיכום

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

שיעור היוון - זכיין						
8.00%	7.00%	6.00%	5.00%	4.00%		
152,281	152,928	153,596	154,285	154,996	7.25%	שיעור היוון - מפעיל
151,837	152,484	153,151	153,840	154,551	8.25%	
151,406	152,053	152,721	153,410	154,121	9.25%	
150,989	151,636	152,304	152,993	153,704	10.25%	
150,585	151,232	151,900	152,588	153,300	11.25%	

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

אלפי ש"ח	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
סה"כ הכנסות	264,889	272,987	276,243	298,049	256,689	243,794	73,659
עלות מכר והוצאות תפעוליות	(131,206)	(131,943)	(142,446)	(153,940)	(151,542)	(153,069)	(55,866)
EBITDA	135,703	143,064	135,817	146,129	107,168	92,746	31,712
רווח תפעולי	133,683	141,044	133,797	144,109	105,148	90,726	17,793
שיעור רווח תפעולי	50.5%	51.7%	48.4%	48.4%	41.0%	37.2%	24.2%

- ❖ שורת ההכנסות מייצגת את הכנסות הזכיון בלבד.
- ❖ ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנות התחזית הם חיבור של התחזית של הזכיון והתחזית של המפעיל.
- ❖ ה-EBITDA והרווח התפעולי לשנים 2023-2025 הם 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.

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

אלפי ש"ח	שווי אשדוד	ביאור
שווי אשדוד - התפלה ותחנת כוח (זכיון, O&M)	546,955	א
אחזקות בלוג'ן באשדוד	50%	
שווי לבלוג'ן	273,478	
התאמות מאזניות	(69,100)	ב
סה"כ	204,378	

ביאור א – שווי מתקן ההתפלה ותחנת הכוח

הנחות עבודה עיקריות:

- ❖ ישויות - הפרויקט באשדוד כולל את "שותפות הרכישה", המוחזקת 50/50 ביחד עם שפיר, אשר זו רכשה את חברת הזכיון ואת חברת קבלן התפעול מאת מקורות. כמו כן, הפרויקט כולל החזקה בקבלן ההקמה, קבלן התפעול וזכיון תחנת הכוח, אשר הינן חברות אחות של שותפות הרכישה, וגם הן מוחזקות 50/50. הערכת השווי המוצגת לעיל כוללת את כל הישויות האמורות ביחד פרט לקבלן אשר מוצג במסגרת חטיבת ההקמות ו-EPC. קבלן ההקמה אחראי גם על תהליך השיפוץ של מתקן ההתפלה וגם על הקמת תחנת הכוח.
- ❖ שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- ❖ שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 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 הכוח ולקבלן התפעול ועומד על כ- 13%.
- ❖ תחזית השקעות - בהתאם לתחזית מעודכנת שהתקבלה מהנהלת החברה, של היקף ההשקעות לצורך הקמת תחנת הכוח.
- ❖ שינויים בהון חוזר - תחזית ההון החוזר נלקחה בהתאם להנחות החברה ולמפתחות הבאים:
 - ימי לקוחות - 30
 - ימי ספקים - 30
- ❖ 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 בשנה וארבעה חודשים (שניהם יסתיימו ביום 31 בדצמבר, 2044). בהתאם לכך, ביצעה החברה מימון מחדש, שבמסגרתו משכה חוב נוסף.

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 מיידית, התואמת את רצון רשות המים להרחבת הכמויות במתקנים הקיימים.

יודגש כי במסגרת הערכת השווי לא נכללה הנחת הרחבת המתקן, חרף קיומה של תשתית התומכת באפשרות זו. לפיכך, ככל שהרחבת המתקן תאושר ותשוקף בתחזיות הפעילות בעתיד, היא צפויה להוות אפסייד ולהשפיע באופן חיובי על שווי הפעילות.

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

שנות התחזית - מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 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 2027 בכ-300 מיליוני ש"ח (מתקן ההתפלה בלבד ללא תחנת הכוח). לאורך שנות התחזית ההכנסות הקבועות נאמדות בכ-45% (בממוצע) מסך ההכנסות.

הוצאות תפעוליות – מרבית ההוצאות התפעוליות, כ-71%, הינן הוצאות משתנות.

רכישת חשמל עבור המתקן – המסופק על ידי מנועי ה-DD של תחנת הכוח.

תחנת כוח

במהלך תקופת ההקמה תקים 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, 2026 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-74% 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, דיו, וכ-10% עלויות שונות נוספות.

ביאור 2 - זרוע המים ו-EPC
ביאור א2 – זכיינות מים (אשדוד)

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

שנת הפעלה ראשונה של תחנת הכוח

אלפי ש"ח	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
הכנסות	336,538	480,944	493,039	501,964	514,682	523,442	532,729	541,589	549,422	556,616	565,653	576,319	585,119	582,294	588,864	610,547	620,363	629,259	615,537
הוצאות תפעוליות	(175,888)	(253,552)	(259,951)	(261,692)	(270,654)	(273,382)	(278,358)	(287,436)	(284,144)	(299,900)	(294,677)	(302,360)	(307,676)	(308,065)	(321,953)	(318,366)	(327,222)	(334,455)	(326,866)
EBITDA	160,650	227,392	233,089	240,272	244,029	250,061	254,371	254,154	265,278	256,717	270,976	273,959	277,443	274,229	266,911	292,182	293,140	294,804	288,671
הוצאות מס	(3,568)	-	-	-	-	-	(6,994)	(12,026)	(13,446)	(14,346)	(26,034)	(28,030)	(28,901)	(29,721)	(28,612)	(35,043)	(35,948)	(37,047)	(36,230)
רווח לאחר מס	157,082	227,392	233,089	240,272	244,029	250,061	247,377	242,128	251,832	242,371	244,942	245,929	248,541	244,508	238,299	257,138	257,193	257,757	252,441
התאמות																			
השקעות	(14,248)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
שינויים בהון חוזר	(4,437)	(1,604)	(487)	(1,048)	(497)	(615)	(535)	(541)	(974)	(404)	(547)	(684)	733	(579)	(545)	(1,490)	(508)	(511)	41,149
תנועה בקרנות	(731)	(1,462)	216	529	377	(1,146)	(1,146)	1,623	(5,832)	5,850	(1,248)	1,060	(231)	(5,587)	5,600	(1,573)	1,277	2,424	-
שינויים ביתרת מזומנים	8,733	8,371	(155)	(158)	(161)	(164)	(167)	(170)	(173)	(177)	(3,275)	2,912	(187)	(190)	(194)	(198)	(201)	(205)	13,055
עמלות	(2,174)	(2,902)	(2,811)	(2,709)	(2,595)	(2,470)	(2,336)	(2,200)	(2,061)	(1,910)	(1,748)	(1,576)	(1,392)	(1,198)	(1,001)	(793)	(571)	(336)	(86)
משיכת חוב בכיר	73,368	199,575	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
החזר קרן חוב בכיר	(99,849)	(92,080)	(108,877)	(115,471)	(118,882)	(130,778)	(135,260)	(134,914)	(141,840)	(151,246)	(162,518)	(163,589)	(171,341)	(168,835)	(179,467)	(188,586)	(197,385)	(206,008)	(131,437)
החזר ריבית חוב בכיר	(53,253)	(77,952)	(81,493)	(78,497)	(75,340)	(71,949)	(68,116)	(64,072)	(60,012)	(55,567)	(50,746)	(45,488)	(40,177)	(34,635)	(28,954)	(22,807)	(16,253)	(9,345)	(2,172)
תזרים לחלוקה	64,490	259,337	39,481	42,918	46,930	42,939	39,818	41,854	40,940	38,917	24,860	38,565	35,947	33,483	33,739	41,691	43,551	43,776	172,951
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
תזרים מהוון	62,555	229,585	30,942	29,777	28,825	23,348	19,167	17,836	15,445	12,998	7,350	10,094	8,330	6,868	6,127	6,703	6,198	5,516	19,291
סך תזרים מהוון	546,955																		

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-69 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-204 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				
15%	14%	13%	12%	11%
186,543	195,048	204,378	214,647	225,990

הנחות עבודה עיקריות בקשר לתחום המים והשפכים

- ❖ **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2031 (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 היוון** – שיעור היוון (WACC) שחושב הינו 11.5% (במונחי Ke, הינו 12.36%).
- ❖ **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% (כ-1% ריאלי).

הכנסות

הכנסות ה-EPC הינן מעבודות קבלנות שמבצעת הן לפרויקטים בבעלות הקבוצה, והן לפרויקטים של אחרים וממכירת מסננים. לצורך הערכת השווי של פעילות ה-EPC התייחסנו לכל עבודות הקבלנות, בין אם מבוצעים פנימית בתוך הקבוצה ובין אם לחיצוניים, כחלק משווי היחידה. הכנסות ה-EPC בשנת 2025 עמדו על כ-192 מיליוני ש"ח ואילו בשנת 2026 צפויות לעמוד על כ-402 מיליוני ש"ח. צמיחה של כ-109%. בהתאם לצבר ההזמנות המחייב, המצביע על גידול מהותי בהיקף הפרויקטים שמבצעת החטיבה (ביניהם: פרויקט סבחה – מתקן ההתפלה באילת, פרויקט תע"ש רמת השרון ועוד), הכנסות ה-EPC צפויות לצמוח בשנת 2027 לכ-505 מיליוני ש"ח וכל ההכנסות בשנים 2026-2028 מבוססות על צבר הזמנות מחייב. עיקר הגידול בהכנסות בשנת 2027 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. בנוסף, בהתאם לשינוי המבני, חטיבת ה-EPC כוללת בתוכה פרויקטים אשר מבוצעים פנימית כגון סמארט וויסט, דיה ותחנת הכוח באשדוד.

בשנת 2026 הונח כי 80% מהכנסות ה-EPC יתקבלו בשקל, 18% מההכנסות יתקבלו בדולר והשאר באירו ובפאונד.

עלות המכר

עלות המכר בחטיבת ה-EPC מורכבת בעיקר מעלויות ישירות. כמו כן, הונח כי שיעור העלויות הישירות ינוע בין 86% ל-90%. בפעילות הסננים הונח ששיעור התצרוכת יהיה בממוצע של 60% לאורך שנות התחזית.

הוצאות מכירה הנהלה וכלליות

הוצאות המכירה כוללות הוצאות ישירות אשר כוללות בעיקר את שכ"ע של עובדי המכירה וכן הוצאות שונות לרבות פחת, וכן של הנהלת החטיבה. 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.

פחת ו-CapEx

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

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 הטרימינלית על שווי הפעילות (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
12.50%	12.00%	11.50%	11.00%	10.50%		
235,723	249,504	264,828	281,969	301,267	2.5%	שיעור צמיחה שנה מייצגת
240,415	254,802	270,846	288,848	309,187	2.8%	
245,354	260,395	277,217	296,156	317,635	3.0%	
250,560	266,307	283,975	303,937	326,666	3.3%	
256,055	272,567	291,155	312,235	336,342	3.5%	

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חטיבת ה-EPC עומד על כ-277 מיליוני ש"ח.

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

הרוב המוחלט של ההכנסות בשנים

2026-2028 מבוסס על צבר הזמנות

חתום ומחייב

העלייה בשיעור הרווח הגולמי

מבוססת על גידול במחזור

בשילוב עם קיומן של הוצאות

קבועות

*השינויים השליילים בהון החוזר בשנים

2026 ו-2028 מיוחסים בעיקר להכנסות

מראש שהתקבלו מהזכיין בפרויקט אשדוד

**נחתם הסכם מחייב למכירה והסכום

המוצג הינו נטו ממס

***נתוני ההשוואה מוצגים עד שורת

הרווח הגולמי לאור השינוי שחל במבנה

החטיבה

אלפי ש"ח	2026	2025	2024	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	טרמינלית
הכנסות	402,214	191,579	209,093	359,919	504,599	599,892	617,888	636,425	655,518	675,183
	109.9%	-8.4%			5.1%	18.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
עלות המכר	(383,242)	(138,902)	(188,076)	(341,069)	(453,430)	(542,414)	(558,542)	(575,310)	(592,506)	(610,281)
רווח גולמי	18,972	52,677	21,017	18,850	51,170	57,478	59,346	61,115	63,012	64,902
	4.7%	27.5%	10.1%	5.2%	10.1%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
הוצאות הנהלה וכלליות				(15,982)	(21,909)	(22,524)	(22,524)	(23,024)	(23,024)	(23,715)
רווח תפעולי				2,868	29,261	34,954	36,822	38,091	39,987	41,187
EBITDA				3,709	30,442	36,253	38,142	39,402	41,212	42,412
שיעור רווח תפעולי				0.8%	5.8%	5.8%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%
הוצאות מס				(660)	(6,730)	(8,039)	(8,469)	(8,761)	(9,197)	(9,473)
רווח תפעולי לאחר מס				2,208	22,531	26,914	28,353	29,330	30,790	31,714
התאמות										
שינויים בהון חוזר*				(24,320)	(5,424)	(8,258)	(1,545)	(1,573)	(1,629)	(1,665)
פחת והפחתות				842	1,181	1,300	1,320	1,311	1,225	1,225
CapEx				(1,187)	(1,225)	(1,225)	(1,225)	(1,311)	(1,225)	(1,225)
מכירת פעילות בחו"ל**				9,533	-	-	-	-	-	-
סה"כ התאמות				(15,132)	(5,468)	(8,184)	(1,450)	(1,573)	(1,629)	(1,665)
תזרים להיוון				(12,924)	17,063	18,730	26,903	27,758	29,161	30,050
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	5.00
תזרים מהוון				(12,577)	15,304	15,066	19,407	17,959	16,921	205,137
שווי פעילות				277,217						

השיפור בתוצאות חטיבת המים בתקופת התחזית ביחס לתוצאות בפועל בשנים 2025-2026 מבוסס בעיקרו על הסיבות הבאות:

נושא	תיאור
פעילות ה-EPC בארץ ובחו"ל	גידול בצבר ההזמנות של החברה בעקבות זכייה בפרויקטים חדשים (סבחה) והתחזקות משמעותית בפרויקטים קיימים והמשך צמיחה בפעילות הבינלאומית, בעיקר במרכזי אסיה, אזרבייג'ן ומדינות נוספות באזור
מינוף התשתיות הארגוניות	פעילויות ללא גידול פרופורציונלי בהוצאות המטה, כך שחלק מהגידול בהכנסות צפוי לבוא לידי ביטוי גם בשיפור ברווחיות
חטיבת התפעול (O&M)	ביצועי חטיבת התפעול (O&M) מציגים המשך יציבות וצמיחה בהכנסות וגידול בשיעורי הרווחיות

הנחות עבודה עיקריות בקשר לתחום תפעול מתקנים

- ❖ **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2031 (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 היוון** – שיעור ההיוון (WACC) שחושב הינו 9% (במונחי Ke, הינו 10.36%).
- ❖ **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% (כ-1% ריאלי).

הכנסות

הכנסות החברה מחטיבת התפעול (O&M) הן מפרויקטים בבעלות הקבוצה, והן לפרויקטים של אחרים. לצורך הערכת השווי של פעילות יחידת התפעול התייחסנו לכל עבודות הקבלנות, בין אם מבוצעים פנימית בתוך הקבוצה ובין אם לחיצוניים, כחלק משווי היחידה.

הכנסות החברה מיחידת התפעול הינן מישראל בלבד. בשנת 2025 עמדו על כ-101 מיליוני ש"ח ואילו בשנת 2026 צפויות לעמוד על כ-100 מיליוני ש"ח. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו במהלך שנות התחזית בכ-7% בממוצע ויעמדו על כ-150 מיליוני ש"ח בשנה הטרמינלית וזאת על סמך פרויקטים מזהים, אשר מרביתם חתומים או נמצאים לקראת חתימה. ממידע שנמסר מהנהלת החברה, במסגרת הגידול נכללו גם פרויקטי BOT אשר יושלמו ויועברו לשלב התפעול.

כמו כן, חלק מהפרויקטים שהחברה מתפעלת הינם פרויקטי BOT אשר בשלב מסוים 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 מסוימים יסתיימו במהלך השנים המאוחרות יותר, הונח כי הכנסות לא תרדנה מאחר ופרויקטי תפעול אחרים ייכנסו ויפצו על כך, ובהתאם לכך הונחו גם השקעות בשנה הטרמינלית לצורך שמירה על היקף הפעילות לאורך זמן.

תחזית ההכנסות והרווחיות של פעילות התפעול מבוססת על התוצאות בפועל של המחצית הראשונה לשנת 2026.

עלות המכר

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 יישאר זהה לאורך שנות התחזית.

הוצאות מכירה הנהלה וכלליות

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

הון חוזר

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.

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 הטרימינלית על שווי הפעילות (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
10.00%	9.50%	9.00%	8.50%	8.00%		
96,159	102,602	110,028	118,681	128,898	2.5%	שיעור צמיחה שנה מייצגת
101,443	108,578	116,848	126,548	138,087	2.8%	
107,105	115,015	124,237	135,130	148,195	3.0%	
113,187	121,966	132,268	144,529	159,368	3.3%	
119,736	129,496	141,030	154,869	171,781	3.5%	

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות התפעול עומד על כ-124 מיליוני ש"ח.

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

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	2031	טרמינלית
הכנסות	105,274	101,436	100,000	74,787	103,950	114,779	123,075	134,267	145,795	150,169
	-3.6%	-1.4%			4.0%	10.4%	7.2%	9.1%	8.6%	3.0%
עלות המכר	(97,704)	(92,654)	(91,046)	(68,502)	(94,075)	(103,014)	(109,844)	(119,497)	(129,393)	(133,275)
רווח גולמי	7,570	8,782	8,954	6,285	9,875	11,765	13,231	14,769	16,402	16,894
הוצאות תפעוליות				(4,527)	(4,678)	(4,362)	(4,554)	(4,699)	(5,103)	(5,256)
רווח תפעולי				1,758	5,198	7,403	8,677	10,070	11,299	11,638
EBITDA				4,197	8,232	10,296	11,464	12,769	13,975	14,394
הוצאות מס				(404)	(1,195)	(1,703)	(1,996)	(2,316)	(2,599)	(2,677)
רווח תפעולי לאחר מס				1,354	4,002	5,700	6,681	7,754	8,700	8,961
התאמות										
שינויים בהון חוזר				215	(593)	(1,624)	(1,244)	(1,679)	(1,729)	(656)
פחת והפחתות				2,439	3,034	2,892	2,787	2,699	2,676	2,756
CapEx				(43)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(2,756)
סה"כ התאמות				2,612	2,385	1,211	1,486	963	890	(656)
תזרים להיוון				3,966	6,387	6,912	8,167	8,717	9,590	8,305
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	5.00
תזרים מהוון				3,881	5,860	5,817	6,306	6,175	6,233	89,964
שווי פעילות				124,237						

* נתוני ההשוואה מוצגים עד שורת הרווח הגולמי לאור השינוי שחל במבנה החטיבה

הכנסות

הכנסות חטיבת הכימיקלים הסתכמו בכ-79 מיליון ש"ח בשנת 2023, בכ-82.3 מיליון ש"ח בשנת 2024 ובכ-101.1 מיליון ש"ח בשנת 2025, המשקפים שיעורי צמיחה של כ-4.2% וכ-22.9%, בהתאמה. בהתאם לתקציב 2026 ועל בסיס ביצועי החברה למחצית הראשונה לשנת 2026, ההכנסות צפויות לעמוד על כ-107 מיליון ש"ח, קרי צמיחה של כ-6%. 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 סייקליון, ועוד. כמו כן, בהתאם לתחזית החברה הונח כי ההכנסות יצמחו בכ-15.7% בשנת 2027 ויעמדו על כ-155 מיליון ש"ח בשנה הטרמינלית.

הצמיחה בתחזית ההכנסות נובעת מהתרחבות הפעילות דרך חוזים מול לקוחות חדשים והרחבת התקשרויות קיימות לרבות התקשרויות מהותיות בסקטור הביטחוני.

עלות המכר

עלות המכר בחטיבת הכימיקלים מורכבת בעיקר מתצרוכת חומרים, הוצאות שכר, קבלני משנה, הוצאות פחת והוצאות אחרות. בשנת 2023 עלות המכר עמדה על כ-66% ובשנים 2024-2025 כ-70.5% ו-69% מההכנסות, בהתאמה. בהתאם לתקציב לשנת 2026, עלות המכר תעמוד על כ-70% ובהמשך תרד בהדרגה לכ-69% עד שנת 2030.

כפי שניתן לראות תחזית החברה מניחה שיפור ברווחיות הנובע מצמצום סגמנטים הפסדיים ומגידול בהיקף פעילות בסקטורים אסטרטגיים ורווחיים (לדוגמה לקוחות ביטחוניים).

הון חוזר

נלקח בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה, כ-33% מהשינוי בהכנסות.

פחת ו-CapEx

בהתאם להנהלת החברה, היקף הפחת יעמוד על סך של כ-2.3 מיליון ש"ח בשנת 2026, כ-2.2 מיליון ש"ח בשנת 2027 ולאחר מכן כ-2.5 מיליון ש"ח. בשנה הטרמינלית הונח כי היקף הפחת יהיה שווה להיקף ההשקעות ההוניות ויעמוד על סך של 1 מיליון ש"ח. היקף ההשקעות מוצג בנטו, קרי כולל את עלויות העברת האתר.

שיעור הון (WACC)

הונח שיעור הון נומינלי של 10.25% (Ke שחושב הינו 11.25%)

התאמות מאזניות

בוצעו התאמות מאזניות בגין יתרה בסך 1,990 אלפי ש"ח, הנוגעת לפינוי הקרקע, וכן בגין קנס בסך 5.7 מיליון ש"ח מכוח חוק אוויר נקי.

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

הגידול בהכנסות בשנת 2027 מבוסס על התקשרויות בסקטור הביטחוני

השקעה של כ-7 מיליון ש"ח בשנת 2026 מורכבת מעלויות שיקום קרקע של האתר הקיים.

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2026 Q2-Q4	2027	2028	2029	2030	טרמינלית
הכנסות מלקוחות	82,269	101,108	106,928	80,514	123,688	133,650	141,878	150,544	155,060
% שינוי	4.2%	22.9%	5.8%	-	15.7%	8.1%	6.2%	6.1%	3.0%
עלות המכר	(54,619)	(71,232)	(74,610)	(56,130)	(86,217)	(92,819)	(98,541)	(104,469)	(107,603)
% מההכנסות	66.4%	70.5%	69.8%	69.7%	69.7%	69.4%	69.5%	69.4%	69.4%
רווח גולמי	27,650	29,876	32,317	24,383	37,471	40,831	43,337	46,075	47,457
שיעור רווח גולמי	33.6%	29.5%	30.2%	30.3%	30.3%	30.6%	30.5%	30.6%	30.6%
הוצאות תפעוליות	(18,239)	(17,191)	(19,003)	(14,283)	(20,006)	(21,083)	(21,616)	(22,236)	(22,903)
EBITDA	12,098	12,685	13,314	11,826	19,709	22,001	23,918	25,902	25,585
רווח תפעולי	9,411	12,685	13,314	10,100	17,465	19,748	21,721	23,839	24,555
שיעור רווח תפעולי	11.4%	12.5%	12.5%	12.5%	14.1%	14.8%	15.3%	15.8%	15.8%
הוצאות מס				(2,323)	(4,017)	(4,542)	(4,996)	(5,483)	(5,648)
רווח תפעולי לאחר מס				7,777	13,448	15,206	16,725	18,356	18,907
התאמות									
שינויים בהון חוזר				(1,920)	(5,531)	(3,287)	(2,715)	(2,860)	(1,490)
פחת והפחתות				1,726	2,244	2,253	2,197	2,063	1,030
CapEx				(7,000)	(2,110)	(600)	(800)	(1,000)	(1,030)
סה"כ התאמות				(7,194)	(5,397)	(1,634)	(1,318)	(1,797)	(1,490)
סה"כ תזרים להיוון				583	8,051	13,572	15,407	16,559	17,417
תקופה להיוון				0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	4.00
תזרים מהוון				569	7,303	11,166	11,497	11,208	162,597
סך תזרים מהוון				204,339					
התאמות מאזניות				(7,690)					
שווי פעילות כימיקלים				196,649					

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	
12.25%	11.25%	10.25%	9.25%	8.25%		
173,968	200,348	235,218	283,433	354,415	4.0%	שיעור צמיחה שנה מייצגת
161,691	184,674	214,505	254,760	312,023	3.5%	
150,742	170,900	196,649	230,674	277,705	3.0%	
140,916	158,701	181,097	210,157	249,356	2.5%	
132,048	147,820	167,430	192,469	225,542	2.0%	

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי פעילות הכימיקלים עומד על כ-197 מיליוני ש"ח.

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ שיטת הערכה - פעילות זו הוערכה בשיטת הוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- ❖ שנות התחזית – מייצגות את התקופה מיום 1 באפריל, 2026 ועד ליום 31 בדצמבר, 2050 (להלן: "תקופת התחזית"). כפי שנמסר לנו מהנהלת החברה, צפי סיום הפרויקט הינו עד שנת 2031 בהתאם לתנאי הסכם ה-BOT. 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 ההוון.
- ❖ תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת שווי השימוש, לרבות שיעור ההוון (Ke) הינן בערכים נומינליים. יצוין כי תחזית ההכנסות בפרויקט מסוג זה מאופיינת ברמת יציבות גבוהה יחסית, וזאת לאור אופיו התשתיתי של הפרויקט.
- ❖ שיעור צמיחה – הונח שיעור צמיחה נומינלי לטווח ארוך של כ-2.4% (כ-0.5% ריאלי)
- ❖ שיעור הוון – שיעור הוון של 8.75%.

ניתוח רגישות

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

שיעור הוון				
10.75%	9.75%	8.75%	7.75%	6.75%
40,053	40,272	40,497	40,728	40,965

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

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה אנו בדעה כי שווי החזקה בלוג'ן בזרוע המים, השפכים, ההקמות וה-EPC נאמד בכ-1,015 מיליוני ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את שווי החזקות החברה בזרוע ביחס לשינוי של חצי אחוז בשיעורי הדיון (אלפי ש"ח):

שינוי בשיעור הדיון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
886,595	947,517	1,015,267	1,091,110	1,176,680

חוב נטו והתאמות

להלן חישוב החוב נטו והתאמות מאזניות נוספות של החברה ליום הערכת השווי:

אלפי ש"ח	ביאור	
חוב נטו - בלוג'ן סולו	א	(261,257)
התאמות שווי הוגן נכס פיננסי	ב	3,962
תזרים מבלוג'ן לבעלים Q2 2026	ג	(41,441)
נכס מס	ד	40,777
תזרים נטו בגין עסקת הפסולת	ה	35,880
שווי אופציות מול YSB	ו	43,558
סה"כ חוב נטו		(178,521)

ביאור א' – חוב נטו

כ-261 מיליוני ש"ח כמפורט בפרק החברה ופעילותה.

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 מטופלות 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, 2026 בגובה של 34.6 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-40 מיליון ש"ח. בהתאם לכך ביצענו התאמה לשווי ההוגן של הנכס פיננסי, בהתאם לפער האמור בניכוי מס, בסך של כ-3.9 מיליוני ש"ח.

להלן תחשיב נכס פיננסי בשווי הוגן:

אלפי ש"ח	31.03.26
שווי הוגן	39,761
ערך בספרים	34,616
פער	5,145
פער בניכוי מס	3,962

ביאור ג' – דיבידנדים והחזרי הלוואות בעלים Q2

כ-41 מיליוני ש"ח בהתאם להחזר הלוואות בעלים ודיבידנדים שחולקו מהחברה לקרן ג'נריישן ומגדל חברה לביטוח במהלך הרבעון השני בשנת 2026.

חוב נטו והתאמות

ביאור ד' – נכס מס

לחברה הפסדים להעברה לצורכי מס בסך של כ-216 מיליוני ש"ח ליום הערכת השווי בפעילויות אקווייז, כימיקלים, תפעול ובסולו. הפסדים אלה לא קיבלו ביטוי בתזרימים המוצגים מעלה. בהתאם לפרופיל הרווחים של פעילויות אלה ולשיעור היותן משוקלל של כ-10.6% שווי הפסדים אלו מוערך בכ-41 מיליון ש"ח

ביאור ה' – תזרים נטו בגין עסקת הפסולת

במסגרת עסקת הפסולת מול לאומי ו-YSB (להרחבה ראו פרק על החברה) התקבל תשלום מלאומי של כ-106 מיליון ש"ח ומנגד שולם ל-YSB 70 מיליון ש"ח. בהתאם לכך, בנטו, לחברה תזרים חיובי של כ-36 מיליון ש"ח.

ביאור ו' – שווי אופציות מול YSB

במסגרת עסקת זרוע הפסולת לחברה ול-YSB אופציות Call ו-Put בהתאמה לרכישת החזקות YSB בזרוע (15%) בהתאם למחיר מימוש שנקבע מראש. להלן שווי האופציות:

אלפי ש"ח	Put	Call
שווי נכס הבסיס	243,479	243,479
מחיר מימוש	206,500	226,500
תנודתיות	29.7%	29.7%
ריבית חסרת סיכון	3.21%	3.22%
תקופה	2.25	2.51
שווי אופציה	17,870	61,429
נטו	43,558	

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, ומוליכה ומספקת כ-65% מצריכת המים בישראל (לרבות מים המסופקים לממלכת ירדן ולרשות הפלסטינית) וכ-77% מהצריכה הביתית בישראל².

התפלת מים היא הפרדה בין המים למלחים המומסים בהם כדי לקבל מים ראויים לשימוש. עיקר מי השתיה בישראל מקורם במים מותפלים וכ-90% מהמים המותפלים בישראל מופקים בשישה מתקנים להתפלת מי ים: מתקן ההתפלה באשקלון, בעל הספק של 118 מלמ"ק לשנה; מתקן ההתפלה בפלמחים, בעל הספק של 90 מלמ"ק לשנה; מתקן ההתפלה בחדרה, בעל הספק של 137 מלמ"ק לשנה; מתקן ההתפלה בשורק, בעל הספק של 151 מלמ"ק לשנה; מתקן ההתפלה באשדוד, בעל הספק של 100 מלמ"ק לשנה; ומתקן שורק ב', בעל הספק של 200 מלמ"ק לשנה. בהתאם לכך, כושר ההתפלה הכולל של מתקני מי הים הפועלים כיום עומד על כ-796 מלמ"ק לשנה.

על רקע הפעלת מתקן ההתפלה שורק 2 במרץ, 2025, בשנת 2025 הופקו בששת מתקני התפלת מי הים בישראל כ-680.6 מלמ"ק, לעומת כ-541.2 מלמ"ק בשנת 2024.

נוסף על מתקני התפלת מי הים, בישראל פועלים מספר מתקני התפלה שבהם מי הגלם הינם מים מליחים המופקים מקידוחים של מי תהום מליחים. מתקנים מסוג זה קיימים באילת, בערבה, בדרום מישור החוף ובשפלת החוף, באזור חוף כרמל. היקף ההתפלה של מים מליחים כיום הינו כ-82 מלמ"ק לשנה.

בנוסף, פועלת המדינה להגדלת כמות המים המותפלים בישראל באמצעות קידום מתקני התפלת מי ים נוספים והרחבת מתקנים קיימים. במסגרת זו מקודם מתקן ההתפלה בגליל המערבי, הנמצא בשלבי הקמה ומתוכנן ליכולת ייצור של כ-100 מלמ"ק בשנה ולתחילת אספקת מים במהלך שנת 2027. במקביל פורסם מכרז להרחבתו ולשדרוגו של מתקן ההתפלה באשקלון, מכוסר ייצור נוכחי של כ-118 מלמ"ק בשנה לכ-220 מלמ"ק בשנה. באילת מקדמת מקורות את הרחבת מערך ההתפלה בסבחה, הכוללת מערכת ימית חדשה והקמת מתקן "סבחה ד'", במטרה להגדיל את כושר אספקת המים הכולל מכ-18 לכ-38 מלמ"ק בשנה. לצד פרויקטים אלה מקודמים מתקן ההתפלה בעמק חפר, המתוכנן לכושר כולל של עד כ-400 מלמ"ק בשנה, וכן פרויקט "גליל מערבי ב'". לפי תוכנית רשות המים שפורסמה בדוח מבקר המדינה, עמק חפר תוכנן בשתי פעימות: כ-200 מלמ"ק עד 2032 וכ-200 מלמ"ק נוספים עד 2036, אולם לוחות הזמנים והיקף ההפעלה בכל שלב עדיין עשויים להשתנות.

בהמשך ליעד שנקבע לפני מספר שנים, שלפיו כושר הייצור של מים מותפלים יעמוד על כ-1,100 מלמ"ק לשנה עד שנת 2030, אישרה הממשלה ביוני 2026 יעד ארוך טווח של כ-2,000 מלמ"ק מים מותפלים בשנה עד שנת 2050 ושל כ-2,750 מלמ"ק עד שנת 2075. הקמת מתקני ההתפלה והרחבת המתקנים הקיימים, כמפורט לעיל, משתלבות בתוכנית זו.

1 - רשות המים ומרכז המחקר והמידע של הכנסת
2 - מקורות, דוח תקופתי לשנת 2025

בעשור האחרון, חל גידול בצריכת המים הכוללת בישראל, בעיקר כתוצאה מגידול משמעותי בצריכה הביתית (לרבות הצריכה התעשייתית אשר משנת 2015 משויכת לצריכה ביתית). הסיבות לגידול בביקוש למים כוללות, בין היתר, גידול באוכלוסייה, עלייה ברמת החיים, גידול בצריכה במגזר הערבי והבדואי וגידול באספקת המים לרשות הפלסטינאית ולירדן. על פי נתוני רשות המים צריכת המים בישראל בשנת 2024 עמדה על כ-2,522 מלמ"ק, נתון הכולל מים שפירים, מים מליחים ומי קולחין. מתוך היקף זה כ-46% שימשו לצריכה ביתית ותעשייתית, והשאר לחקלאות. בעוד היקף המים המוזרמים לרש"פ ולירדן עומד בשנת 2024 על כ-215.3 מלמ"ק. היקף המים השפירים עמד על כ-1,690 מלמ"ק, לרבות המים שהוזרמו לרשות הפלסטינית ולירדן.

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.

במסגרת הסכם השלום עם ירדן משנת 1994, ישראל מחויבת להעביר לירדן כ-50 מלמ"ק מים בשנה. במאי 2021 נחתמה בין המדינות הסכמה נוספת, שלפיה הוגדלה אספקת המים לירדן לכ-100 מלמ"ק בשנה, כלומר תוספת של כ-50 מלמ"ק מעבר להסדר הבסיסי. בנובמבר 2021 נחתמה הצהרת כוונות בין ישראל, ירדן ואיחוד האמירויות לקידום "פרויקט שגשוג" במסגרתו 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. ההסכמה הנוספת לאספקת כ-100 מלמ"ק בשנה הסתיימה בנובמבר 2025 ונכון למועד הדוח לא הוארכה מחדש. בפועל, ישראל סיפקה לממלכת ירדן כ-110 מלמ"ק בשנת 2024 וכ-103 מלמ"ק בשנת 2025. ברבעון הראשון של 2026 סיפקה ישראל לירדן ולרשות הפלסטינית יחד כ-25.3 מלמ"ק, לעומת כ-44 מלמ"ק בתקופה המקבילה בשנת 2025, בעיקר בשל ירידה בכמויות המים שהועברו לירדן לפי הנחיית רשות המים.

תעריפי המים

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

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.

- **התפלה** - מים מותפלים משמשים מקור מים חשוב ומרכזי במשק המים בישראל, על רקע המחסור המתמשך במים טבעיים. בישראל פועלים שישה מתקנים עיקריים להתפלת מי ים וכן מתקנים להתפלת מי תהום מליחים, בעיקר בערבה. כל מתקני ההתפלה, למעט מתקן פלמחים שבבעלות בלוג'ן, הוקמו בשיטת BOT (Build, Operate, Transfer), שבה הזכיון מתכנן, בונה ומתפעל את המתקן למשך תקופת הזיכיון, שבסיומה עובר המתקן לבעלות המדינה. מתקן ההתפלה בפלמחים הוקם בשיטת BOO (Build, Operate, Own), כך שהמתקן נותר בבעלות הזכיון בסוף התקופה. בלוג'ן הינה אחד משני שחקני ההתפלה המובילים בישראל, ונכון להיום נתח השוק שלה בתחום התפלת מי ים מוערך בכ-27%.

- **השבת קולחים** - במדינת ישראל נוצרים מדי שנה כ-640 מלמ"ק שפכים³. 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 2024 נצרכו כ-554 מלמ"ק⁴ של מי קולחין, כ-81% מתוכם שימשו לצרכים חקלאיים. בלוג'ן הקימה ומפעילה מט"שים 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.

מקורות מים טבעיים (המשך)

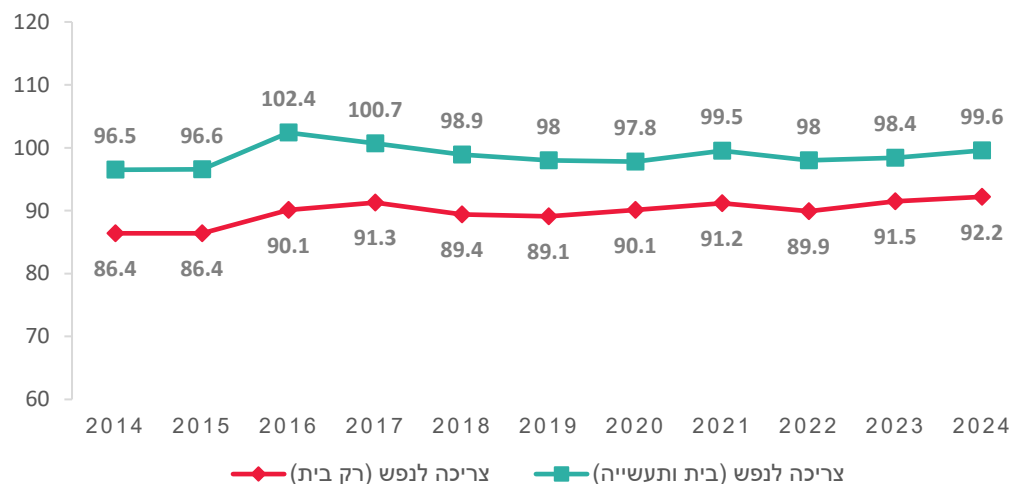
• טיוב מי בארות⁵ - בשל חריגות מהאיכות הנדרשת בתקנות מי שתיה, בעשורים האחרונים נפסלו על ידי משרד הבריאות כ-200 קידוחים לאספקה ישירה של מי שתיה. לרוב, החריגות מהתקן נבעו משילוב של דעיכה מתמשכת באיכות מי התהום, גילוי מוקדי זיהום חדשים באקוויפר או החמרה של תקן מי השתייה.

התוכנית הלאומית מתווה השקעה כוללת של כ-7.3 עד 7.5 מיליארד ש"ח (עד לשנת 2030 – 2032) במטרה להרחיב ולשדרג את תשתיות הטיפול בשפכים בישראל. התוכנית מקדמת קונסולידציה של השוק כולל ביטול של כ-20-23 מט"שים קטנים, הקמה והרחבה של כ-65 מט"שים אזוריים גדולים, פיתוח מאסיבי של מערכת השפד"ן והקמת מרכזים לטיפול בבוצה.

למרות חסמים רגולטוריים ותקציביים המעכבים כיום את היישום בשטח (המנוהלים באמצעות מנהלת ייעודית ברשות המים), התהליך מייצר הזדמנויות עסקיות משמעותיות: פתיחת השוק לתחרות מול תאגידי המים (מתן היתר לחברות מקורות וגורמים פרטיים להקים ולתפעל מט"שים), ואפשרויות ליצירת שיתופי פעולה אסטרטגיים בהקמה ותפעול מתקנים.

ביקוש וצריכת המים בישראל

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



צריכת המים הסגולית מחושבת כסה"כ צריכת המים השפירים למגזר הביתי (כל צריכה שאינה חקלאית) מחולקת לאוכלוסייה. בתוכנית 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 התוכנית, 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.

3 - המשרד להגנת הסביבה
4 - סקר צריכת המים לשנת 2024 - רשות המים.
5 - אתר רשות המים

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).

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.

רשות המים

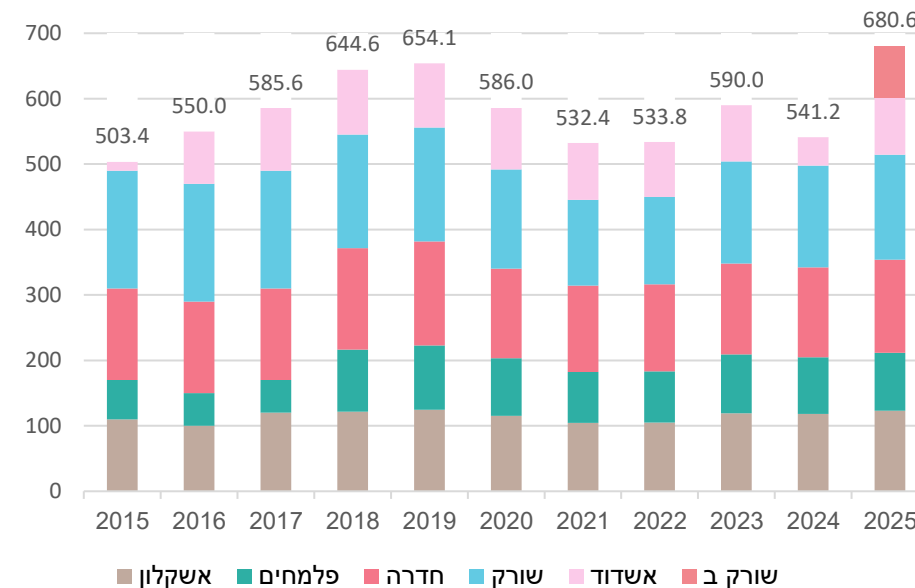
בינואר 2007 הוקמה הרשות הממשלתית למים ולביוב (להלן: "רשות המים"), רשות פיקוח ממלכתית בתחום שירותי המים והביוב. הרשות הוקמה כדי לרכז את סמכויות הניהול והאסדרה שתהווה גורם ממשלתי יחיד שיופקד על ניהול משק המים בישראל, להסדירו ולפקח עליו. רשות המים אחראית לרגולציה של משק המים, ניהולו, תפעולו ופיתוחו. כן 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.

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 2024 חברת מקורות סיפקה 65% מהמים בישראל, כ-1,898.6 מלמ"ק.

התפלה לאורך השנים

בשנת 2025 הופקו בישראל כ-680.6 מלמ"ק מים מותפלים (מ-6 המתקנים העיקריים) לעומת כ-541 וכ-590 מלמ"ק בשנים 2024 ו-2023 בהתאמה. להלן כמויות המים שהותפלו בשנים 2015-2025 בפילוח לפי מיקום המתקן בו בוצעה ההתפלה:



התפלת מים בישראל

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. בהמשך החלו לפעול מתקנים נוספים להתפלת מי ים: פלמחים בשנת 2007, חדרה בשנת 2009, שורק בשנת 2013, אשדוד בשנת 2015, ושורק ב' בשנת 2025. נוסף עליהם פועלים ברחבי ישראל עוד כמה מתקני התפלת מים מליחים, שמפיקים כמה עשרות מלמ"ק נוספים בשנה. שיטת ההקמה והזכיינות של מתקני ההתפלה מתוארת לעיל. להערכת החברה, כמות המים השנתית המותפלת במתקני ההתפלה שבהחזקתה (פלמחים ואשדוד), מהווה 24% מכמות המים של כלל מתקני ההתפלה בישראל.

בשנת 2021 הודיעה רשות המים על האצת התוכנית הסטטוטורית לתכנון מתקן ההתפלה בעמק חפר. בפברואר 2024 פורסם מכרז BOT לשיפוץ, להרחבה ולהפעלה של מתקן ההתפלה באשקלון, עם סיום תקופת הזיכיון הראשונה של המתקן.

בצורת בישראל⁶

כפי שעולה מנתונים שפרסמה רשות המים חורף 2024/25 היה מהשחונים ביותר שידעה ישראל במאה השנים האחרונות. במהלך עונת הגשמים 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 זו 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.

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.

6 – השירות המטאורולוגי הישראלי, סיכום עונת 2024-2025

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.

לצד הביקוש הגובר לפתרונות התפלה ומיחזור שפכים, שוק המים העולמי מושפע מהחמרה רגולטורית בארה"ב ובאירופה סביב טיפול במיקרו-מזהמים, ובראשם תרכובות PFAS ("כימיקלים לנצח").

כיום, תקנים מחמירים להגבלת זיהום PFAS כבר נכנסו לתוקף באירופה ובכ-24 מדינות בארה"ב עבור מי שתייה, כאשר במגזר התעשייתי הדרישות מתמקדות כעת בטיפול נקודתי אצל יצרני PFAS ישירים, מתוך צפי להתרחבות עתידית של האסדרה גם לקולחים ושפכי תעשייה כלליים. התפתחויות אלו מהוות מנוע צמיחה עבור בלוג'ן, המציעה פתרונות טכנולוגיים מוכחים להרחקת PFAS ומיקרו-מזהמים ממי שתייה, ובמקביל מרחיבה ומפתחת את יכולותיה כדי לענות על צרכי השוק והחמרת דרישות הרגולטור בשנים הקרובות.

נכון ל-2024 בישראל כ-6.38 מיליון טונות פסולת עירונית, לעומת כ-5.0 מיליון טונות בשנת 2014, גידול של כ-28% בעשור. מתוך הכמות שנאספה בשנת 2024, כ-4.82 מיליון טונות הועברו להטמנה וכ-1.55 מיליון טונות הועברו למחזור ולהשבה, כך ששיעור המחזור וההשבה עמד על כ-24% בלבד. נתונים אלה משקפים המשך גידול בכמות הפסולת העירונית, הנובע בעיקר מגידול אוכלוסייה ומשינוי בהרגלי הצריכה. 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 פסולת 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). בשנת 2025 פרסמה הממשלה מכרז להקמת מתקן השבת אנרגיה מפסולת באזור התעשייה נאות חובב, שייעודו לטפל בפסולת עירונית באזור הדרום שאינה ניתנת למיחזור. בפברואר 2026 זכתה בלוג'ן יחד עם שפיר הנדסה במכרז כאמור והן עתידות להקים את מתקן ההשבה הראשון בישראל.
- הטמנה - הטמנת הפסולת נמצאת בעדיפות אחרונה בהיררכיית הטיפול בפסולת בשל עלותה הסביבתית הגבוהה. כיום מרבית הפסולת בישראל מוטמנת במספר מצומצם של אתרי הטמנה, רובם מרוכזים בדרום הארץ.

מתקני פסולת בישראל

- תחנות מעבר - אתרים שאליהם מופנית פסולת על ידי קבלני איסוף הפסולת באופן זמני, וממנה מועברת לתחנת 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 התוכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה.
- מתקני מיון - מתקנים מתקדמים 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 התוכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה תומכת במעבר למתקנים אלה לצד סגירת תחנות המעבר.
- קליטה וטיפול בפסולת הממוינת במפעלי המיחזור - זרמי הפסולת הממוינת (בין אם מוינו 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.

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. לפי עדכון מרכז המחקר והמידע של הכנסת מפברואר 2026, נכון לינואר 2026 המשרד להגנת הסביבה מקדם ומלווה לפחות 50 מיזמים בתחום מתקני הקצה לפסולת, ובהם 16 מתקני מיון, 19 מתקני טיפול בפסולת אורגנית ו-15 מתקני השבה לאנרגיה.

למרות עלייה מסוימת בשיעור הפסולת הממוחזרת בשנים האחרונות, ישראל עודנה מאופיינת בתלות גבוהה בהטמנה: בשנת 2024 הוטמנו כ-76% מהפסולת העירונית בישראל, שיעור גבוה בהשוואה לכ-40% במדינות ה-OECD, כ-53% בארצות הברית וכ-24% באירופה.

בחודש דצמבר 2020 הוצגה התוכנית האסטרטגית, אשר החזון העומד בבסיסה הינו הפיכת כלכלת מדינת ישראל עד שנת 2050 מכלכלה לינארית לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולת, 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 התוכנית 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.

בתוכנית 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 תשונע ליעדים שונים בהתאם לתכולת פחי המחזור, כאשר החומרים המתמחזרים ישונעו למתקני מיון, שם הם יופרדו לזרמים שונים: החומרים המתמחזרים יועברו למפעלי מחזור בישראל ובחו"ל, והחומרים הנחותים (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). קרן הניקיון⁸ מהווה כלי מרכזי לתמיכה ביישום אסטרטגיית הפסולת, ובשנים האחרונות ניתן דגש על סיוע במימון הקמת תשתיות מיון, טיפול והשבת אנרגיה מפסולת. כך, בין היתר, הקצתה הקרן כ-2.1 מיליארד ש"ח לתמיכה במתקני מיון מתקדמים, הכוללת תמיכה של עד 60% מעלות הקמת המתקן ותמיכה בהפעלתו. בנוסף, הקרן הקצתה כ-2.9 מיליארד ש"ח לתמיכה בהקמה, שדרוג והפעלה של מתקני טיפול בפסולת אורגנית.

תחום פעילות טיפול בפסולת וקרקעות מזוהמות

כ-80% מהפסולת העירונית בישראל עדיין מועברת להטמנה, בעוד שנפח ההטמנה הזמין במטמנות הפעילות הולך ואוזל בקצב קריטי. כיום פועלות בישראל מטמנות פעילות מעטות בלבד ובראשן גני הדס ואפעה בדרום, לצד תאנים וחלמיש בצפון. מטמנות מרכזיות כגון חשבון ודודאים הגיעו או מתקרבות למיצוי קיבולת מלא, ומטמנות נוספות צפויות להיסגר בשנים הקרובות עקב מגבלות נפח וחסמים סטטוטוריים.

המחסור החמור בשטחי הטמנה זמינים במרכז הארץ מייצר שינוע יומי של אלפי משאיות פסולת לדרום, ומביא לזינוק חד בעלויות השינוע, ההטמנה והיטלי ההטמנה.

נתונים אלו, לצד התנגדויות ציבוריות וסטטוטוריות נרחבות להקמת אתרים חדשים (תופעת NIMBY) מחדדים את דחיפות המעבר לפתרונות מיון, מחזור והשבת אנרגיה, ומציבים את היעד הממשלתי להורדת שיעור ההטמנה ל-20% בלבד כצורך לאומי אסטרגי ומנוע צמיחה מרכזי לקבוצה.

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. התוכנית האסטרטגית מגדירה כיעד את הפיכת כלכלת מדינת ישראל לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולת עד שנת 2050. בחודש אוקטובר 2024 פרסם משרד האוצר טיוטת תוכנית 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). נכון למועד הדוח, טרם הושלמה חקיקת מסגרת מחייבת.

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.

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 נשוא 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 הנבחנת. 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 תזרים המזומנים נמוכה יותר, כך יבחר מחיר הון גבוה יותר. ככל שמחיר ההון גבוה יותר, כך שווי התזרים יהיה נמוך יותר.

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 בתזרים המהוון (למשל תזרים 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 המערך 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 והערכות 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 שווי יורדת.

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות + גישת השווי הנכסי

גישת השוואה 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 העוללות להיות שנויות במחלוקת. כמו כן, התבססות על עסקאות, שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת שווי, 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.

גישת 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 והתחייבויות. 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.

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 תמחור 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, שיתהוו להובלת הנכס מהמיקום הנוכחי שלו לשוק זה.

בעבודה זו, חישבנו את שווי החברה באמצעות חיבור של שווי מרכיביה השונים. לצורך כך אימצנו

מספר גישות כדי להעריך את השווי של כל מרכיב:

❖ שיטת הוון 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 ניכיון לאחר מס הנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחנת, ואשר משקף את רמת הסיכון הקיימת בה.

❖ שיטת הוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE) – שיטה זו דומה במהותה לשיטת הוון תזרימי המזומנים (DCF), רק שבשיטה זו נלקחים בחשבון היבטי מימון.

להלן שלבי הערכת שווי בשיטת הוון 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 הוון תזרימי המזומנים התפעולי ותזרימי ההשקעות, תוך שימוש במחיר הון משוקלל, המותאם לסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפעילות;

להלן שלבי הערכת שווי בשיטת הוון 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.

כדי לקבוע את שווי הפעילות על פי מודל היוון תזרימי המזומנים, יש לקבוע את מקדם ההיוון הרצוי להיוון תזרימי המזומנים החופשיים, קרי תזרים המזומנים התפעולי ולאחר ההשקעות ברכוש קבוע ושינוי בהון חוזר, במחיר הון המשקף את הסיכון בפעילות. מקדם ההיוון מהווה את הבסיס להיוון תזרימי המזומנים העתידיים ותרגומם 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 המשווער (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 למועד ההערכה שהינו 23% בישראל.

Kd – עלות ההון הזר.

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 למועד ההערכה ובהתאם למח"מ של הפעילות.

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:

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

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

שיעור הון (WACC) גרין-נט:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.78%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 12.5 שנים, דירוג a3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הון
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.69%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי למח"מ המתקן, ממערכת מרווח הון
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.75%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	11.98%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	10.50%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

שיעור הון (WACC) חירייה:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.40%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג a3, נכון למועד הערכת השווי, מערכת מרווח הון
שיעור המס	1-T	77%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.37%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הון
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	5.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	15.91%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	13.75%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

שיעור הון (WACC) כפר גלעדי:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.10%	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	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	5.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	16.49%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	14.25%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

שיעור הון (WACC) הפרדה במקור:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.18%	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	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	11.49%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	10.25%
		$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	

שיעור הון (Ke) סמארט וויסט זכיון:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	59%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	41%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.25	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.72%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	12.50%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון (Ke) דיה זכיון:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	61%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	39%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.31	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.56%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	3.00%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	13.75%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון (Ke) נאות חובב:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	53%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	47%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
ביטא	Beta	1.12	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	3.50%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	13.50%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון (WACC) גרינסויל:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	19%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	81%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.10%	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	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.58	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	4.37%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	11.49%	$Rf + \beta(Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	10.25%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

שיעור הון (WACC) חטיבת הפרויקטים:

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	6.10%	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	4.13%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.96	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.01%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	12.41%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$
		11.50%	

שיעור הון (WACC) חטיבת התפעול:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	22%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	78%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.10%	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	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.62	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.01%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	10.36%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$
		9.00%	

שיעור הון (Ke) דרך הים זכין:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	30%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	70%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	0.42	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.20%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.50%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	6.00%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון (WACC) דרך הים זכין – 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	6.10%	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	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.51	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	10.78%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	8.00%	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$

שיעור הון (Ke) דרך הים מפעיל:

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	3.19%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.62	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	2.59%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	9.25%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון (WACC) דרך הים מפעיל – ערך שייר:

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	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי, לפי מח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.62	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	2.59%	KROLL 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	14.00%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SCP + SRP$

שיעור הון אשדוד*:

פרמטרים	סימון	משוקלל	
חוב (%)	D/V	70%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	30%	בהתאם למינוף הפנימי של הפרויקט
ביטא	Beta	1.46	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.35%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל בהתאם למח"מ הפרויקט, ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.56%	פרמיה ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	13%	

(*) שיעור ההון (Ke) המשוקלל של מתקן ההתפלה, תחנת הכוח והמפעיל הינו 13%.

להלן שיעור ההון (WACC) אשר שימש לטובת שווי פעילות הכימיקלים:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	14%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	86%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.14%	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	3.95%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.51%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, נכון ליום 1 ביולי 2026
ביטא	Beta	0.78	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
פרמיית גודל	SCP	3.01%	KROLL 2026
מחיר ההון העצמי	Ke	11.25%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס		WACC	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$
		10.25%	

תודה



BDO | Knowledge
CONSULTING | Driven
Success