

## ורידים אינווירומנט בע"מ

בחינה לירידת ערך- אינפיניה בע"מ

ליום 31 בדצמבר, 2023



שלום רב,

בחוות דעת זאת, התייחסנו למידע צופה פני עתיד, שנמסר לנו, כאמור, על-ידי הנהלת החברה. מידע צופה פני עתיד הינו מידע בלתי ודאי לגבי העתיד, המבוסס על מידע קיים למועד הערכה, וכולל הערכות של ההנהלה או כוונותיה נכון למועד ההערכה. אם הערכות אלה של ההנהלה לא תממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות ממידע זה, ככל שנעשה בו שימוש בחוות הדעת.

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 עניין אישי בחברה וכי הננו בלתי תלויים בחברה או באחת מחברות הקבוצה כמשמעותו של מונח זה בחוק רואי חשבון תשט"ו - 1955 ובתקנות שהותקנו על-פיו, לרבות תקנות רואי חשבון (ניגוד עניינים ופגיעה באי תלות כתוצאה מעיסוק אחר) תשס"ח - 2008, בתקני ביקורת ובכללי ההתנהגות המקצועית של לשכת רואי החשבון בישראל. כמו כן חוות דעתנו עומדת בתנאים ובקריטריונים של הערכת שווי בלתי תלויה בהתאם לתקנות ניירות ערך והנחיות רשות ניירות ערך, לרבות החלטת רשות ניירות ערך (בנושא אי תלות) לפי סעיף 9 לחוק ניירות ערך תשכ"ח - 1968. 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 מזמינת העבודה, לשפוטנו בגין כל סכום כאמור שישולם על ידינו, מעבר לסכום השווה לפי שלושה משכר טרחתנו ובלבד שניתנה למזמינת העבודה אפשרות להתגונן, והכל למעט מקרים של רשלנות או זדון של BDO שאז לא יחול שיפוי או פיצוי כלשהו.

נתבקשנו על-ידי חברת ורידיס אינוורונמנט בע"מ (להלן: "ורדיס" ו/או "הקבוצה" ו/או "מזמינת העבודה") לבחון ולהעריך האם יש צורך להכיר בירידת ערך נכסים בגין ההשקעה באינפיניה בע"מ (להלן: "אינפיניה" ו/או "החברה") אשר תיבחן במסגרת יחידה מניבה מזומנים אחת הכוללת את פעילות אינפיניה בכללותה למעט פעילות הציוד המשרדי, כפי שיורחב בהמשך, והכל בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 36 ירידת ערך נכסים (IAS 36) נכון ליום 31 בדצמבר, 2023 (להלן: "מועד ההערכה").

ההתקשרות בין BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ (להלן: "BDO") לבין מזמינת העבודה אושרה ונחתמה על ידי מר בני בר און, סמנכ"ל הכספים, ביום 1 בפברואר, 2024.

ממצאינו ישמשו את ורידיס, הנהלתה ומבקריה, וזאת למטרות דיווח פיננסי במסגרת עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין לרבות בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 36 ירידת ערך נכסים (IAS 36). עבודה זו מיועדת לשימוש הבלעדי של ורידיס, הנהלתה, מבקריה הבלתי תלויים בלבד על-פי כל דין.

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.

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדיווחי ורידיס ליום ה- 31 בדצמבר, 2023, לרבות דוחות שיקללו במסגרת תשקיפי מדף או דוחות הצעת מדף שתפרסם ורידיס, וכן בכל דיווח מידי לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ותקנותיו אשר על פי הוראות הדין החברות האמורות תידרשנה במסגרתו לצרף את העבודה הכלכלית. אין לעשות שימוש אחר בחוות דעת זו למעט האמור לעיל, ובכלל זה, לפרסמה או לצטטה במלואה או חלקים ממנה, ואין להעבירה לצד ג' כלשהו, ללא קבלת אישורנו המפורש בכתב ומראש.

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

**הצוות המוביל**

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

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

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

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



## מקורות מידע

עבודתנו התבססה על נתונים, מסמכים ומצגים כמפורט להלן:

- דוחות כספיים שנתיים מבוקרים של החברה לשנים 2021-2023;
- מאזני הרכבה של החברה לשנת 2023;
- תקציב החברה לשנת 2024 ותחזית פיננסית של ההנהלה, הכוללת בין היתר הכנסות, הוצאות והשקעות לשנים 2025-2032;
- ניירות עבודה והסברים שונים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה;
- מידע גלוי לציבור;
- שיחות עם אנשי מפתח בחברה:
  - בני בר און, סמנכ"ל כספים, ורידיס.
  - אהרון ביניאשוילי, חשב, ורידיס.
  - נתן גרמפל, חשב, אינפיניה.

## תמצית ממצאים

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון ליום 31 בדצמבר, 2023, שווי השימוש (סכום בר ההשבה) של היחידה מניבת מזומנים גבוה מהערך בספרים, ולפיכך לא נדרשת הפרשה לירידת ערך, כדלקמן:

אלפי ש"ח	31/12/2023
שווי פעילות	3,081,549
ערך בספרים	2,747,016
<b>ירידת ערך</b>	<b>-</b>

בכבוד רב,

רו"ח שגיב מזרחי, שותף

BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ

נחתם בתאריך: 28.3.2024

## תוכן עניינים

1	החברה ופעילותה
10	הסביבה העסקית
16	דוחות כספיים
20	מתודולוגיה
27	בחינה לירידת ערך
34	בחינת הצורך במדידת ירידת ערך

# פרק 1

## החברה ופעילותה

## החברה ופעילותה

### קבוצת ורידיס

מאז הקמתה ועד שנת 2015 פעלה הקבוצה כחלק מקבוצת ואוליה הבינלאומית. בשנת 2015 נמכרה הפעילות של ואוליה העולמית בישראל לקרן ההשקעות הבינלאומית Oaktree Capital Management (להלן: "קרן אוקטרי"). כחלק ממכירת הפעילות של ואוליה בישראל, הקבוצה עברה תהליך מיתוג מחדש והחלה לפעול תחת השם ורידיס. בחודש יולי 2017 רכשה קרן תש"י כ-20% מהחזקה בקבוצה. בחודש יולי 2018 רכשה דלק רכב את השליטה בקבוצה מקרן אוקטרי. באותו מועד רכשו חברות מקבוצת הראל כ-10% ממניות הקבוצה.

ורידיס במתכונתה הנוכחית הוקמה בישראל ביום 6 בדצמבר 2018 כחברה פרטית המוגבלת במניות לפי חוק החברות, כחלק משינוי מבנה האחזקה בקבוצה. ביום 9 ביוני 2021 רשמה ורידיס את מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב והפכה לחברה ציבורית.

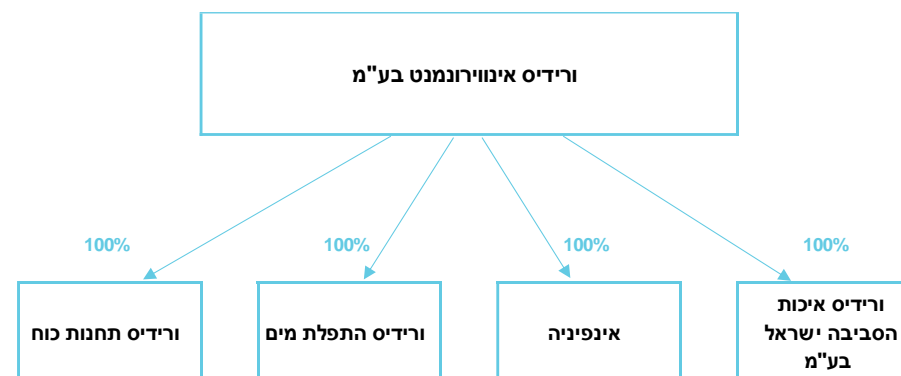
ביום 6 בפברואר 2023 הושלם מיזוג בין ורידיס וגומא תש"י, שותפות מוגבלת (שותפות בבעלות מלאה של קרן תשתיות ישראל איי וי, שותפות מוגבלת) לבין אינפיניה, כך שלאחר המיזוג החזיקה ורידיס ב-70% מהון המניות המונפק של אינפיניה. על עסקת המיזוג נרחיב בהמשך הפרק.

בחודש יוני, 2023 חתמה החברה על הסכם עם גומא תש"י, לרכישת 30% מהון המניות המונפק והנפרע של אינפיניה, כך שלאחר השלמת העסקה תחזיק החברה במלוא הון המניות המונפק והנפרע של אינפיניה. ביום 12 ביולי, 2023 התקיימו התנאים המתלים והעסקה הושלמה.

הקבוצה פועלת החל משנת 1993 בתחומי הסביבה והתשתיות. נכון למועד הערכה, פועלת ורידיס בשישה תחומי פעילות: תחום איכות הסביבה, תחום התפלת המים, תחום האנרגיה, תחום הקרטון, תחום נייר לבן וכן תחום פעילות נוסף שכולל בעיקר פעילות של שיווק צרכי משרד והשכרת נכסי נדל"ן. ורידיס פועלת בתחומי הפעילות באמצעות ארבע חברות בת כדלקמן:

- ורידיס איכות הסביבה ישראל, חברה פרטית בבעלות מלאה של ורידיס.
- ורידיס - התפלת מים, חברה פרטית בבעלות מלאה של ורידיס.
- ורידיס - תחנות כוח, חברה פרטית בבעלות מלאה של ורידיס.
- אינפיניה - חברה פרטית בבעלות מלאה של ורידיס.

### להלן מבנה אחזקות ורידיס נכון למועד הערכת השווי:



## החברה ופעילותה

### אינפיניה

בין שלוש פעילויות אלו המהוות את "שרשרת הערך" קיימת אינטגרציה אנכית מובהקת מעצם היותן שלוש חוליות בשרשרת ערך אחת. בכלל זה, אינפיניה מיחזור אוספת פסולת קרטון ומעבדת אותה. פסולת הקרטון המעובדת מהווה חומר גלם עיקרי המשמש את מפעל הנייר לייצור גלילי נייר ממוחזרים לקרטון. גלילי הנייר הממוחזרים לקרטון המיוצרים במפעל הנייר מהווים חומר גלם עיקרי בפעילותה של אינפיניה אריזות בייצור אריזות קרטון גלי. אותן אריזות קרטון גלי, הנמכרות ללקוחותיה הסופיים של אינפיניה אריזות, נאספות (לאחר שימוש) על ידי אינפיניה מיחזור כפסולת קרטון, מעובדות על ידה וחוזר חלילה.

בנוסף, עוסקת החברה בייצור ושיווק ניירות כתיבה והדפסה (להלן: "הנייר הלבן") ובשיווק צרכי משרד. במטרה להגדיל את המיקוד בליבת העסקים- שוק המיחזור ומוצרי האריזה הצומח, בכוננת החברה לצמצם את פעילות ייצור הנייר הלבן, עד לכדי הפסקתו, אגב שימור וחיזוק פעילותה המסחרית בתחום זה.

פעילותה של החברה היא הגדולה מסוגה בישראל והיחידה המקיימת כלכלה מעגלית שלמה ואינסופית. נכון למועד ההערכה, החברה מהווה מקור תעסוקה לכ-1,270 עובדים ואלפי ספקים, קבלנים וקבלני משנה נוספים, בתחומי פעילותה.

החברה הקימה מערך מתקדם לטיפול בשפכים (מט"ש) הנוצרים כחלק מתהליכי הייצור. לאחר שעברו טיפול במט"ש, כחמישית ממי הקולחין מושבים לתהליכי הייצור. החברה שוקדת על מקסום השבת מי הקולחין לתהליכי הייצור כתחליף למים "טריים" הנרכשים בעלות גבוהה יותר, משמעותית.

בנוסף, בשטח המפעל בחדרה פועלות שתי תחנות כוח פרטיות לייצור חשמל (שאינן בבעלות החברה). האחת, בבעלות והפעלה של או.פי.סי חדרה בע"מ הפועלת על בסיס גז טבעי ומייצרת חשמל וקיטור (קוגנרציה), והשנייה, תחנת כוח קטנה, המבוססת על ביוגז כמקור אנרגיה עיקרי. תחנה זו עושה שימוש בגזים שנפלטים בתהליך ייצור הנייר, על מנת לייצר חשמל, ובכך עושה שימוש חוזר במשאב קיים. לפעולות האמורות תרונות סביבתיים מובהקים וייחודיים ובנוסף, הן תורמות לחיסכון בהוצאות האנרגיה של החברה.

החברה התאגדה ונרשמה בישראל כחברה פרטית בשנת 1951. בשנת 1959 הציעה החברה לראשונה את ניירות הערך שלה לציבור, והחל מאותו מועד היו רשומות מניות החברה למסחר בבורסה. החל משנת 2015 ועד ליום 6 בפברואר 2023, בעלת השליטה בחברה הייתה קרן פימי. החל מתאריך זה, עקב עסקת המיזוג, וכפי שנאמר לעיל, בעלת השליטה בחברה הינה ורידיס המחזיקה 70% מהון המניות המונפק של החברה, והחל מיום 12 ביולי 2023 ורידיס מחזיקה באינפיניה ב-100%, כפי שיורחב בהמשך.

ביום 23 בפברואר 2022 שונה שמה של החברה מנייר חדרה בע"מ לאינפיניה בע"מ. שינוי שם החברה נועד לבטא את העובדה שהחברה יחד עם חברות הבת שלה, היא שרשרת ערך אינטגרטיבית אחת, המיישמת הלכה למעשה "כלכלה מעגלית אינסופית".



חברות הבת הפועלות בשרשרת הערך, שינו את שמן בהתאם:

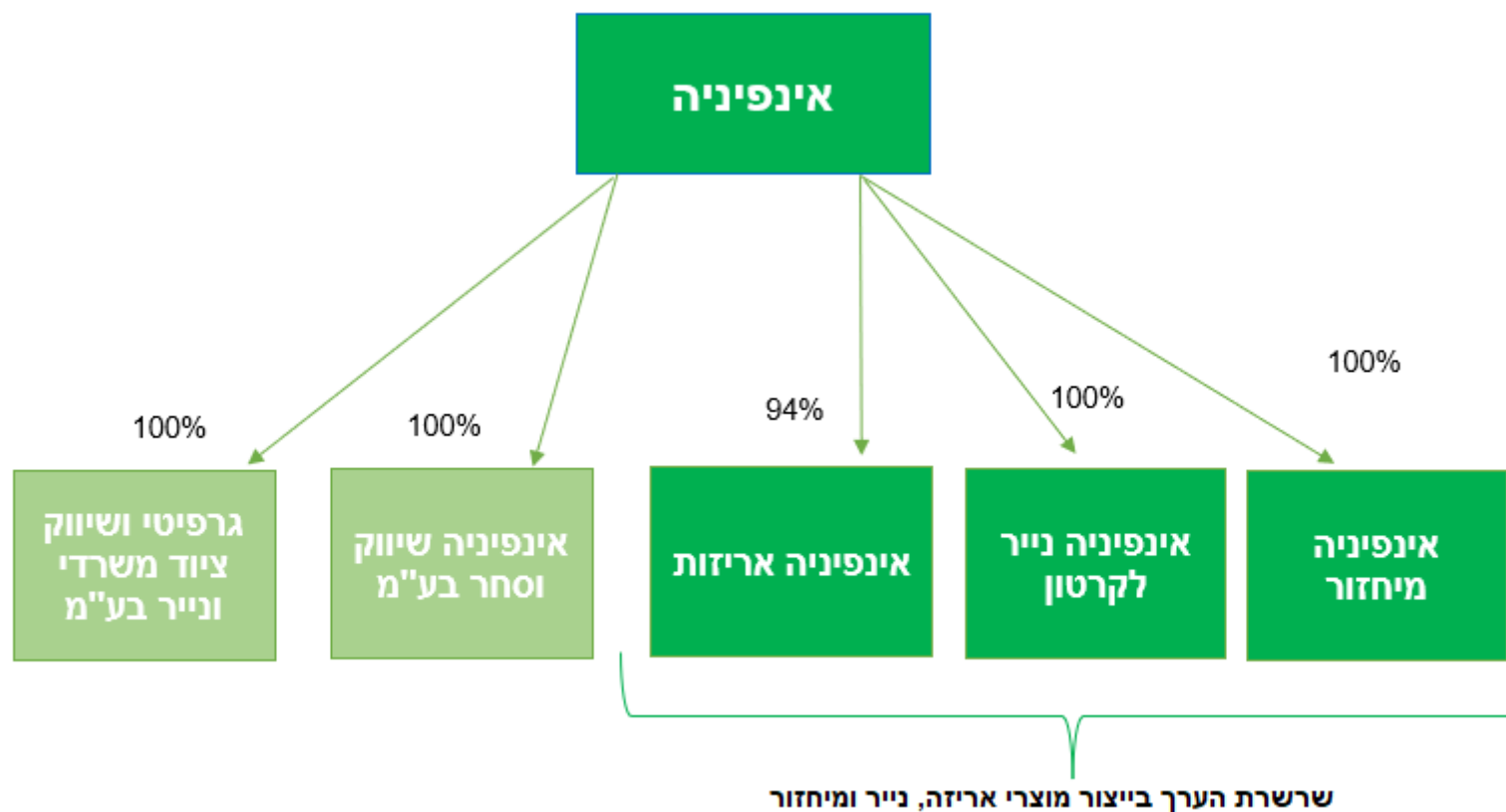
- "אמניר מיחזור בע"מ" אשר אוספת ומיינת פסולת קרטון ונייר, שינתה את שמה ל-"אינפיניה מיחזור בע"מ" (להלן: "אינפיניה מיחזור").
- "נייר חדרה-ניירות אריזה ומיחזור בע"מ" אשר מייצרת מפסולת קרטון זו גלילי נייר ממוחזר לקרטון שינתה את שמה ל-"אינפיניה נייר לקרטון בע"מ" (להלן: "אינפיניה נייר לקרטון").
- חברת "כרמל פרנקל אינד בע"מ", אשר משתמשת בחומר הגלם שמייצרת אינפיניה נייר לקרטון לייצור אריזות קרטון גלי, שינתה את שמה ל-"אינפיניה אריזות בע"מ" (להלן: "אינפיניה אריזות").



## החברה ופעילותה

### מבנה החזקות

להלן מבנה ההחזקות של החברה:



## החברה ופעילותה

### אינפיניה (המשך)

#### אינפיניה מיחזור

עיקר הפעילות של אינפיניה מיחזור הינה איסוף ועיבוד (מיון וכבישה) של פסולת קרטון ונייר (קרטון, נייר לבן ונייר עיתון) לצורכי מיחזור, המבוצעת על ידי חברת אינפיניה מיחזור.

פסולת קרטון (OCC – Old Corrugated Containers) הינה חומר הגלם העיקרי בייצור גלילי נייר ממוחזר לקרטון. פסולת הקרטון מספקת סיבים ממוחזרים שהם תחליף לסיבי התאית הבתולית, המשמשים גם הם חומר גלם לייצור גלילי נייר לקרטון שאינם ממוחזרים ("בתוליים"). פסולת הקרטון (ה-OCC) הינה מוצר הניתן לשילוח בינלאומי, וקיים שוק עולמי, מסחר ער ומחיר עולמי אשר מושפע בעיקר ממשתנים מאקרו כלכליים ורגולציה במדינות היצרניות הגדולות בעולם (שוכשות חומר גלם זה). הביקוש בעולם לפסולת קרטון והעובדה כי הפסולת ניתנת לשינוע באופן כלכלי, מייצרים שוק עולמי למסחר בפסולת קרטון (ונייר) ומאפשרים לפעילים בשוק זה לייצא מעת לעת, סוגים של פסולת קרטון ונייר שאינם משמשים בתהליך הייצור, או לחילופין, לייבא פסולת קרטון ולגוון את מקורות האיסוף. מדינות בהן רמת הצריכה ושיעור המיחזור והאיסוף גבוהים, כמו ארה"ב ומערב אירופה, מייצאות פסולת קרטון למדינות שבהן מייצרים ואורזים מוצרים ורמת הצריכה, או שיעור המיחזור בהן, נמוכים, כמו תורכיה ומדינות דרום מזרח אסיה, מדינות בהן אין די באיסוף המקומי בכדי לספק את צרכי חומר הגלם לתעשייה המקומית. יחד עם זאת, האפשרות לייצא פסולת קרטון ונייר מגבירה את התחרות בישראל, בין החברות השונות העוסקות באיסוף פסולת קרטון ונייר.

להערכת החברה, אינפיניה מיחזור היא החברה הגדולה בישראל בתחום איסוף, עיבוד ומיחזור פסולת קרטון ונייר כאשר החברה אוספת את פסולת הקרטון והנייר ממקורות שונים בכל רחבי המדינה. כמו כן, על מנת לנצל את מלוא כושר הייצור בשרשרת הערך, אינפיניה מיחזור רוכשת פסולת הקרטון מצדדים שלישיים בארץ ובחו"ל.

בשנת 2023 כ-87% מכמות פסולת הקרטון והנייר שטופלה על ידי אינפיניה מיחזור שימשה את הקבוצה בפעילות ייצור גלילי נייר לקרטון (בהשוואה לשיעור של כ-92% בשנת 2022), והכמות הנותרת נמכרה ליצרנים אחרים בישראל.

לאינפיניה מיחזור פעילויות נוספות, שאינן מהותיות לקבוצה. בכלל זה, אינפיניה מיחזור פועלת גם בתחום איסוף ומיחזור של פסולת פלסטיק. אינפיניה ממיינת, שוטפת ומגרענת את פסולת הפלסטיק הנאספת על ידה ולאחר מכן, מוכרת את הפלסטיק המגורען כחומר גלם ליצרני פלסטיק שונים. כמו כן, אינפיניה מיחזור מספקת שירותי אבטחת מידע (שירותי גריסה באתר הלקוח או באתרי אינפיניה מיחזור) ודפורמציה (שירותי השמדת סחורות/מוצרים).

בהתבסס על הערכות פנימיות של החברה, נתח השוק של אינפיניה מיחזור באיסוף פסולת קרטון ונייר מכלל פסולת הקרטון והנייר שנאספת בישראל, נכון למועד הדוח, הינו כ-60%.

למועד ההערכה, אינפיניה מיחזור מפעילה שני מפעלי מיון וכבישה מרכזיים לטיפול בפסולת הקרטון והנייר. הראשון, ממוקם בצמידות למפעל הנייר בחדרה, והשני במודיעין. להלן פירוט בדבר תפוקת המיון והכבישה (באלפי טונות) של פסולת הקרטון והנייר, בשנים 2022 ו-2023, לעומת כושר התפוקה הפוטנציאלי:

באלפי טונות	כושר תפוקה פוטנציאלי	תפוקה בפועל 2023	תפוקה בפועל 2022
מודיעין	255	115	164
חדרה	225	81	98
<b>סה"כ</b>	<b>480</b>	<b>196</b>	<b>262</b>

נכון למועד ההערכה, לצורך איסוף פסולת קרטון הנייר, אינפיניה מיחזור מפעילה כ-160 משאיות, כמחציתן באמצעות קבלני משנה.

בשנים 2023 ו-2022 אינפיניה מיחזור אספה ורכשה פסולת קרטון ונייר בישראל בהיקף של כ-306 ו-323 אלפי טונות, בהתאמה. בשנים 2023 ו-2022 עמד שיעור הפסולת הנרכשת על ידי אינפיניה מיחזור (מתוך סך היקף האיסוף והרכש) מחברות איסוף נוספות, על כ-21% וכ-30%, בהתאמה. לאינפיניה מיחזור לא קיימת תלות בספק ספציפי.

## החברה ופעילותה

### אינפיניה (המשך)

#### אינפיניה נייר לקרטון

פעילות אינפיניה נייר לקרטון מתמקדת בייצור ומכירה של גלילי נייר ממוחזרים ("Containerboard Packaging Paper") לקרטון גלי והיא מבוצעת באמצעות חברת הבת אינפיניה נייר לקרטון.

גלילי הנייר לקרטון מיועדים לתעשיית הקרטון הגלי ומהווים חומר גלם לייצור מיכלי קרטון, המשמשים כאריזות למוצרים שונים. אריזות הקרטון הגלי משמשות בעיקר לענפי התעשייה, חקלאות ולתעשיית המזון. כתוצאה מכך, לרמת הפעילות במשק והיקפי הייצור והסחר השפעה משמעותית על הביקוש לגלילי נייר לקרטון. בהקשר זה יצוין, כי לגידול מגמת המסחר האלקטרוני (E-Commerce) אשר הביא לגידול בהיקף המשלוחים הבין-לאומיים והפנים-ארציים, השפעות חיוביות לביקוש למוצרי אריזה, וכפועל יוצא לביקוש לגלילי נייר לקרטון, המיוצרים על ידי החברה.

גלילי הנייר לקרטון הינם מוצר כלכלי לשינוע (יבוא ויצוא או הובלה למרחקים ארוכים) ומתקיים בו סחר עולמי ער. העיכובים וההתייקרויות שחלו בשוק ההובלה הימית במהלך השנים האחרונות נתנו ביטוי ליתרון של פעילות החברה כיצרן מקומי, אשר חומר הגלם העיקרי של הפעילות (פסולת הקרטון) נאסף בישראל וכלל הייצור הינו בישראל, באופן שאיפשר לחברה לשמר אספקה יציבה, רציפה ואמינה של המוצרים ללקוחותיה.

בהתאם להנהלת החברה, דפוס הפעילות בשוק גלילי הנייר לקרטון הוא של ייצור רציף "24/7", 365 ימים בשנה, בין היתר, לנוכח ההשקעה ההונית הגבוהה הכרוכה בהקמת מכונות הייצור ובמטרה למקסם את תפוקת הייצור ואת יעילותו. היות שכך, ההיצע נקבע על ידי כושר הייצור האפקטיבי של המכונות. החברה מייצרת מגוון רחב של גלילי נייר ממוחזרים לקרטון לרבות, נייר מסוג "Fluting" (נייר ממוחזר המשולב בלוחות הקרטון הגלי, "כגל") ונייר מסוג "Test Liner" (נייר ממוחזר המהווה את דפנות לוח הקרטון). כל גלילי הנייר לקרטון המיוצרים על ידי החברה מיוצרים מ-100% פסולת קרטון ונייר ממוחזרים. בשנים האחרונות הקבוצה פיתחה סוגי נייר מסוג Liner, שעל אף היותם ממוחזרים, איכותם הגבוהה מאפשרת החלפה של גלילי נייר לקרטון מבוססי תאית בתולית. ניירות מסוג זה (להלן: "תואמי התאית"), נמכרים על ידי החברה, בארץ ובחו"ל.

בבחינת אינטגרציה בין פעילויות הקבוצה, חומר הגלם העיקרי לייצור גלילי נייר ממוחזרים לקרטון הינו פסולת הקרטון הנאספת ומעובדת על ידי אינפיניה מיחזור, וחלק משמעותי מייצור גלילי הנייר לקרטון במפעל החברה (כ-31% במהלך שנת 2023) משמש כחומר הגלם העיקרי של פעילות הקבוצה בתחום מוצרי האריזה וקרטון. החברה מייצרת אך ורק גלילי נייר לקרטון ממוחזרים (להבדיל מגלילי נייר העשויים תאית בתולית). תהליך המיחזור מורכב יותר תפעולית מחד, אך הוא חוסך בעלויות חומר הגלם (תאית), מאידך.

בשוק המקומי, החברה מוכרת לשלושה לקוחות עיקריים (שאינם חלק מקבוצת אינפיניה) אשר מייצרים לוחות קרטון גלי ואריזות קרטון ("מקרלים"). במהלך שנת 2023, כ-66% מתוצרת החברה בתחום גלילי נייר לקרטון, נמכרה בשוק המקומי וזאת בהשוואה לשיעור של כ-84% בשנת 2022. כ-31% מתוצרת גלילי נייר לקרטון בשנים אלו נמכרה לאינפיניה אריזות, חברה בת של החברה הפועלת בתחום מוצרי האריזה והקרטון. המכירות לשוק המקומי, הכוללות את מכירותיה של החברה לאינפיניה אריזות הסתכמו בשנת 2023 בכ-208 אלפי טונות ובשנת 2022 בכ-278 אלפי טונות. במהלך שנת 2023 חלה ירידה של כ-25% בכמויות שנמכרו בשוק המקומי לאור ירידה בביקוש המקומי עקב ייבוא של גלילי נייר לקרטון והאטה בביקוש לאריזות בשוק המקומי של אינפיניה.

בנוסף למכירות בשוק המקומי, אינפיניה נייר לקרטון מייצאת ללקוחות שונים בחו"ל. היקף המכירות הכמותי ללקוחות בחו"ל עמד בשנת 2023 על כ-34% ממחזור המכירות שלה. לחברה אשר נחשבת למונופול בישראל עדיפות למכירות לשוק המקומי לאור היתרונות בזמינות, אחסון, וכן בהינתן עלויות ההובלה של המוצרים לחו"ל אשר משפיעות לרעה על שולי הרווח.

במפעל גלילי הנייר לקרטון בחדרה פועלות שתי מכונות לייצור גלילי נייר לקרטון (מכונה 2 ומכונה 8) והחל משנת 2021 גם באמצעות מכונה 4 (לפירוט ראה בהמשך הפרק), שהינן בעלות כושר תפוקה שנתי מצרפי של כ-320 אלפי טונות. המכונות פועלות בתפוקה גבוהה, וככלל פועלות 24 שעות ביממה ב-3 משמרות עבודה (פרט לעצירות אחזקה מתוכננות). תפוקת המכונות מושפעת הן מאופן הפעלתן והן מסוגי המוצרים שהן מייצרות. בעת ייצור נייר בעל משקל מרחבי גבוה ("נייר עבה יותר") תתקבל תפוקה שעתית ויומית גבוהה יותר ולהיפך.

## החברה ופעילותה

### אינפיניה (המשך)

החברה מייצרת גלילי נייר ממוחזרים לקרטון עשויים 100% סיבים ממוחזרים. סדרת פיתוחים ושיפורים שבוצעו בחברה, העניקו לגלילי הנייר לקרטון שמייצרים במפעל הנייר, תכונות חוזק משופרות שמאפשרות ליצרני הקרטון להחליף בעזרתם גלילי נייר לקרטון המיוצרים מתאית בתולית (שכולם מיובאים לארץ).

להלן נתוני תפוקת המכונות (באלפי טונות) בשנים 2022 ו-2023:

באלפי טונות	כושר תפוקה פוטנציאלי	תפוקה בפועל 2023	תפוקה בפועל 2022
מכונה 2	כ- 80	62	69
מכונה 8	כ- 240	223	229
סה"כ	כ- 320	285	298
מכונה 4 (חלק מתהליך ההסבה)	(*)	35	32

(\*) על רקע הליך ההסבה של מכונה 4, בשנים 2022-2023 היקף ייצור ניירות כתיבה והדפסה (נייר לבן) הוגבל מתוך בחירה על מנת לאפשר ייצור של גלילי נייר ממוחזר לקרטון באמצעות מכונה 4.

### אינפיניה אריזות

אינפיניה אריזות מציעה פתרונות אריזה ייחודיים המותאמים לצרכיהם של לקוחותיה הרבים. פעילות התחום מתמקדת בתכנון, ייצור ושיווק של אריזות קרטון גלי המשמשות בעיקר לקוחות מתחומי המזון, התעשייה והחקלאות ובייצור ומכירה של אריזות מדף מקרטון למוצרי צריכה המשמשות בעיקר לתחומי התעשייה, החקלאות, התרופות, המזון, הקוסמטיקה והתעשייה עתירת הידע. כמו כן, פעילות התחום כוללת גם יכולת הדפסה דיגיטלית, המשמשת בעיקר לייצור ולמכירת אריזות באיכות הדפסה גבוהה יותר, בעיצוב אישי (personalized) ובכמויות קטנות יותר שאינן דורשות ייצור ורכישת גלופות, ייצור ושיווק מעמדי תצוגה ואמצעי פרסום אחרים מקרטון, בנקודות מכירה קמעונאיות.

אריזות קרטון גלי הינן מוצר נפחי וקל משקל (בניגוד לגלילי הנייר לקרטון ופסולת קרטון) ולכן, המוצר אינו כלכלי לשינוע (יבוא ויצוא ימי או הובלה יבשתית למרחקים ארוכים).

המוצרים בתחום מתאפיינים בדרך כלל בייצור ושימוש לטובת אריזה בשוק המקומי (גם אם חלק מהמוצרים הנארזים, מיוצאים לאחר מכן). בעוד מחיר חומר הגלם העיקרי של התחום (גלילי נייר לקרטון) נקבע בשוק העולמי, כמפורט לעיל, מחירי המכירה של אריזות הקרטון, נקבעים בעיקר בין היצרנים המקומיים ללקוחותיהם המקומיים. מחירים אלה מושפעים, בעיקר, מרמת הפעילות הכלכלית המקומית ומרמת התחרות המקומית בענף. בשל הקושי לאחסן מלאי לתקופות ארוכות (מכיוון שהקרטון הינו מוצר נפחי, הדורש מקום אחסון רב ויקר), הייצור מבוצע, בדרך כלל, על פי דרישה, לטובת אספקה ושימוש בתוך ימים.

עיקר מכירות מוצרי הקרטון מופנה לשוק המקומי ללקוחות מתחומי התעשייה, המזון, המשקאות והחקלאות. נכון ליום 31 בדצמבר 2023, לאינפיניה אריזות מאות לקוחות פעילים של מוצרי קרטון. עיקר הלקוחות הינם קבועים, הרוכשים את מוצרי החברה במשך שנים רבות.

פעילות הייצור בתחום הקרטון הגלי של אינפיניה אריזות נעשית באתר החברה בקיסריה (המפעל עובד בחלק מקווי הייצור 24 שעות ביממה ובשלוש משמרות) וכולל שני מקרגלים ו-11 מכונות עיבוד.

פעילות ייצור נוספת נעשית במפעל נוסף של אינפיניה אריזות, גם הוא בקיסריה, שם מייצרים את מוצרי המדף מבוססי ה-"דופלקס" (קרטון דק יותר שאינו קרטון גלי) ומעמדי התצוגה. גם אתר זה פועל 24 שעות ביממה, בשלוש משמרות. נכון ליום 31 בדצמבר 2023, כושר התפוקה השנתי של אינפיניה אריזות בקרטון גלי נאמד בכ-125 אלפי טונות. הייצור בפועל, בשנת 2023, עמד על כ-90% מכושר התפוקה המירבי.

חומר הגלם העיקרי בייצור הקרטון הגלי הוא גלילי הנייר לקרטון (רובו ממוחזר וחלקו על בסיס תאית). חומר גלם זה מהווה מרכיב מרכזי בעלות המכר.

הספק העיקרי של אינפיניה אריזות בתחום גלילי הנייר לקרטון הינו מפעל הנייר של הקבוצה, המספק גלילי נייר ממוחזר לקרטון ואשר הרכישות ממנו בשנים 2022 ו-2023 היוו כ-80% וכ-81%, בהתאמה, מכמות גלילי הנייר לקרטון השנתית שנרכשה על ידי התחום בכל אחת מאותן שנים. אינפיניה אריזות גם מייבאת חלק מחומרי הגלם הדרושים לפעילותה, בעיקר נייר בתולי.

## החברה ופעילותה

### אינפיניה (המשך)

#### פעילויות נוספות

בנוסף, החברה עוסקת בייצור ושיווק של ניירות כתיבה והדפסה. יחד עם זאת, בתחום זה לא קיימים חסמי כניסה מהותיים ליבוא מוצרים מוגמרים ולכן קיימת תחרות משמעותית ושחקני יבוא משמעותיים נוספים.

בנוסף, החברה עוסקת בשיווק ומכירה של צרכי משרד. בינואר 2023 הושק מותג פרטי של חברת "גרפיטי", במגוון רחב של מוצרים כגון מוצרי נייר, מוצרי ניקוי, ציוד משרדי וכלים חד פעמיים.

#### תהליך הסבת מכונה 4

החברה מקדמת תהליך הסבה של מכונת נייר נוספת של החברה, המייצרת כיום בעיקר ניירות כתיבה והדפסה (להלן: "מכונה 4"), כך שתוכל לייצר גם גלילי נייר ממוחזרים לקרטון. עם השלמת המהלך, כושר הייצור של החברה בתחום פעילות גלילי הנייר הממוחזרים לקרטון צפוי לעלות באופן משמעותי. התהליך מיועד, בין היתר, לאפשר גמישות תפעולית והפעלה יעילה יותר של מכונות הייצור הקיימות בתחום, מכונות 2 ו-8. במהלך שנת 2023, כ-35 אלף טון גלילי נייר לקרטון יוצרו על ידי מכונה 4 הודות להתקדמות הליך ההסבה. בהתאם לתחזית, תפוקת מכונה 4 בשנת 2024 צפויה לעמוד על כ-40 אלפי טון והחל משנת 2025 על כ-140 אלפי טון בשנה.

החל ממועד הערכה ועד תחילת שנת 2025 עת בה תהליך ההסבה צפוי להסתיים, החברה אומדת את עלויות ההסבה שנותרו לה בסך של כ-80 מיליון ש"ח. כמו כן לפי הנהלת החברה, סך עלויות פרויקט ההסבה צפויות להסתכם לכ-170 מיליון ש"ח.

## החברה ופעילותה

### עסקת המיזוג

ביום ה-6 בפברואר 2023 הושלמה עסקת המיזוג בין החברה מצד אחד, לבין ורידיס, קרן תשתיות ישראל א"י וי, שותפות מוגבלת (להלן: "תש"י" וביחד עם ורידיס "הרוכשות") וורידים תש"י ייעודית (2022) בע"מ, חברה פרטית המאוגדת בישראל, בבעלות מלאה של הרוכשות (להלן: "חברות היעד").

במסגרת עסקת המיזוג, הרוכשות רכשו את מלוא הון המניות המונפק של החברה בדרך של מיזוג משולש הופכי והחברה הפכה מחברה ציבורית לחברה פרטית. מניות החברה נמחקו ממסחר ביום 7 בפברואר 2023.

בהתאם להסכם המיזוג, בעבור כל מניה רגילה בת 0.01 ש"ח ע.ג. של החברה, מיד לפני מועד השלמת המיזוג, הרוכשות שילמו סך של 362.51 ש"ח במזומן. התמורה ששולמה על ידי הרוכשות לכלל בעלי המניות של אינפיניה, הסתכמה לסך של כ-2,375 מיליון ש"ח.

בהתאם להסכם המיזוג, ביום 1 בפברואר 2023 החברה ביצעה פדיון מוקדם מלא של אגרות החוב השקליות (סדרה 6) שהונפקו לציבור על ידי החברה, בתמורה לסך כולל של כ-237 מיליון ש"ח.

### עסקת רכישת המיעוט

ביום 27 ביוני 2023, נחתם הסכם מחייב בין ורידיס לבין גומא תש"י שותפות מוגבלת (להלן: "גומא") לרכישת 30% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה, כך שלאחר השלמת העסקה, תחזיק ורידיס במלוא הון המניות המונפק והנפרע של החברה.

עם השלמת המיזוג והכניסה לניהול עסקיה של אינפיניה, הגיעה הנהלת ורידיס להכרה כי פוטנציאל הסינרגיה של אינפיניה עם פעילויותיה האחרות גבוה יותר מהצפי ערב המיזוג, וכי לאור מצב השוק העולמי ותוצאות אינפיניה בפועל, נדרש מימוש מהיר יותר של פוטנציאל זה. על רקע זה, ובמטרה למצות את פוטנציאל הסינרגיה ולקדם באופן מיטבי את תהליכי ההתייעלות באינפיניה, החליטה הנהלת ורידיס לרכוש את מניות אינפיניה המוחזקות על ידי גומא. ההחזקה במלוא הון המניות של אינפיניה תאפשר לנהל חלק מפעילויות אינפיניה כחטיבה עסקית אינטגרטיבית בורידים, תוך שימוש במשאבים משותפים.

על פי ההסכם, התמורה שתשלם ורידיס לגומא עבור המניות הנרכשות כוללת הקצאה של 13,047,668 מניות רגילות של ורידיס (להלן: "המניות המוקצות"), בתוספת סך במזומן של כ-280 מיליון ש"ח.

התמורה נקבעה בהתאם לשווי מניות אינפיניה בעסקת המיזוג המקורית עם אינפיניה בניכוי הדיבידנד שהכריזה אינפיניה לאחר המיזוג (כ-300 מיליון ש"ח), ועל בסיס מחיר מניות ורידיס כפי שהיה בזמן ההצעה בדרך של זכויות שביצעה החברה ערב המיזוג על פי דוח הצעת מדף מיום 11 בינואר 2023.

ביום ה-12 ביולי, 2023, התקיימו התנאים המתלים והעסקה הושלמה.

## פרק 2

# הסביבה העסקית

## הסביבה העסקית

### פסולת קרטון ופעילות האיסוף

מפעלי הייצור של גלילי הנייר לקרטון המשיכו לפעול ברציפות גם בתקופה זו ויצרו ביקוש גבוה ל-OCC. בהתאם, החל מהרבעון השני של שנת 2020 ולאורך שנת 2021, חלה עליה חדה במחירי ה-OCC בעולם. בנוסף התייקרות מחירי ההובלה הימית המשיכה להשפיע על יכולת השינוע בין יבשות ועל זמינות ה-OCC ומחירו. ועל כן עליות המחירים המשיכו עד למחצית שנת 2022. במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 חל שינוי מגמה ונרשמה ירידה במחירי המכירה של פסולת הקרטון ולאורך שנת 2023 מחירי ה-OCC היו יציבים יחסית ורמתם כיום נמוכה מהממוצע ההיסטורי.

בתקופות בהן מחירי ה-OCC בעולם עולים, גדלה האטרקטיביות של איסוף פסולת קרטון ונייר בישראל (גם לצורך יצוא) ובהתאם, עולים מחירי איסוף ועיבוד ה-OCC בישראל. מנגד, בתקופות בהן מחירי ה-OCC בעולם יורדים, קטנה האטרקטיביות של איסוף פסולת הקרטון והנייר בישראל ובהתאם, יורדים מחירי ה-OCC בישראל.

פסולת הקרטון והנייר הנאספת בישראל, בין היתר על-ידי אינפיניה מיחזור, כוללת בעיקרה (1) פסולת קרטון (OCC), הכוללת אריזות קרטון המיוצרות ונצרכות בישראל וכן אריזות קרטון שהכילו מוצרים שיוצרו ונארזו בחו"ל ונשלחו לישראל; וכן (2) פסולת נייר כתיבה והדפסה ופסולת נייר עיתון, הנצרכים בישראל.

הגברת המודעות והפעילות בנושאי שימור הסביבה, קיימות ומיחזור, הינן מגמות עולמיות המתחזקות מידי שנה. גם בישראל נמשכת העלייה במודעות למיחזור בכלל ולמיחזור פסולת קרטון ונייר, בפרט. במיחזור קרטון ונייר גלומה הטבה כלכלית מובנית ועקרון הכלכלה המעגלית מיושם תוך השאת ערך. בהתאם, שיעור מיחזור פסולת הקרטון והנייר בעולם גבוה בהשוואה למיחזור פסולת שמקורה בחומרים אחרים (זכוכית, סוגי פלסטיק, פסולת אורגנית וכו').

כאמור, פסולת קרטון (OCC – Old Corrugated Containers) הינה חומר הגלם העיקרי בייצור גלילי נייר ממוחזר לקרטון. בשנים האחרונות, כחלק ממגמת קיימות ואיכות הסביבה, נוצרה מודעות רבה יותר למיחזור פסולת קרטון. בארה"ב לבדה לדוגמא, למעלה מ-35 מיליון טון של מיכלים גלילים או קרטון הגיעו למחזור בשנת 2021, ושיעור הגידול השנתי הממוצע (CAGR) משנת 2001 עמד על כ-4.9%.

להלן תיאור גרפי של התפתחויות מחירי OCC בשנים האחרונות באירופה, בהתאם לנתוני PPI (RISI):



כפי שניתן לראות, שנת 2020 התאפיינה בתנודתיות גבוהה וחוסר יציבות של מחירי ה-OCC, כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה. בתחילת השנה הסגרים הכלליים שהוטלו על מדינות רבות, ובכלל זה על המשק הישראלי, כחלק מהתמודדות עם הנגיף, באו לידי ביטוי, בין היתר, בזמינות נמוכה של פסולת קרטון ונייר לצד ביקושים הולכים וגוברים לגלילי נייר לקרטון (פסולת הקרטון מהווה את החומר גלם העיקרי בתהליך ייצור זה).

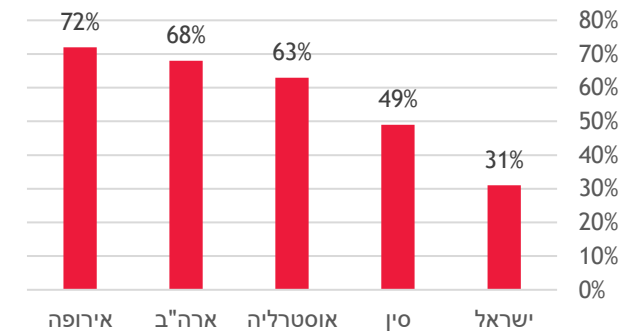


## הסביבה העסקית

### פסולת קרטון ופעילות האיסוף (המשך)

יחד עם זאת, וכפי שניתן לראות בתרשים להלן, רמת המיחזור של פסולת קרטון ונייר בישראל עדיין נמוכה משמעותית בהשוואה למדינות מערביות אחרות. כך למשל, בהתבסס על נתוני CEPI (Confederation of European Industries), בשנים האחרונות, השיעור השנתי הממוצע של פסולת הקרטון והנייר שנאספה באירופה, מתוך סך הקרטון והנייר הנצרך באירופה, עומד על כ-72%. להערכת החברה, שיעור פסולת הקרטון והנייר הנאספת על ידי אינפיניה מיחזור ומתחרותיה, מתוך סך הקרטון והנייר, הנצרכים בישראל, קטן משמעותית מהשיעור הממוצע האמור. למועד הערכה, החברה אינה יכולה להעריך את היקף הקרטון בר האיסוף בישראל (בעיקר עקב היעדר מידע לגבי אריזות של מוצרים מוגמרים המיובאים לישראל) על כן, החברה אינה יכולה לאמוד את שיעורי מיחזור פסולת הקרטון והנייר. עם זאת, הערכת המשרד להגנת הסביבה, מלפני מספר שנים, היא כי שיעור זה עמד בשנת 2018 על כ-30%-40% והיעד הוא שבשנת 2030 יעמוד על כ-51%. להערכת החברה, היקף פסולת הקרטון שנאספה בישראל גדל לאורך השנים. יצוין כי פסולת קרטון ונייר שנאספת בישראל, שלא על ידי אינפיניה מיחזור, ושלא נרכשת על ידי מיוצאת לחו"ל.

להלן נתונים על שיעור המיחזור של פסולת וקרטון בעולם:



### תחרות

למיטב ידיעת החברה, בתחום איסוף פסולת קרטון ונייר, קיים לחברה מתחרה דומיננטי אחד שפועל בישראל- ק.מ.מ. מפעלי מיחזור בע"מ. בנוסף, פועלים גם מספר רב של מתחרים בעלי נתחי שוק קטנים יותר הפעילים בכל רחבי הארץ.

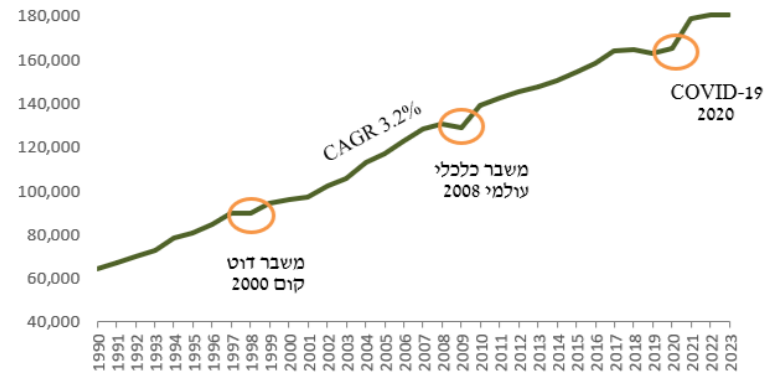
כאמור, תחום פעילות זה מאופיין בקיומו של שוק עולמי המשפיע על אטרקטיביות האיסוף בישראל. בכלל זה, עליית מחירי ה-OCC בעולם מובילה לגידול באטרקטיביות איסוף פסולת קרטון ונייר בישראל ויצואה ובהתאם, לעליית מחירי ה-OCC בישראל. מנגד, ירידת מחירי ה-OCC בעולם מובילה לירידת האטרקטיביות של איסוף פסולת הקרטון והנייר בישראל, לירידת מחירי ה-OCC בישראל ומאלצת, את הגורמים הפועלים בתחום, להתייעל ולהתאים את עלויות האיסוף למחירי המכירה ו/או לסיים חלק מהתחייבויותיהם לאור חוסר כדאיות האיסוף. כאמור, במהלך השנתיים האחרונות עד למחצית שנת 2022, חלה עלייה חדה במחירי ה-OCC בעולם ובהתאם, התחרות בתחום האיסוף בישראל התעצמה. במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 חל שינוי מגמה ונרשמה ירידה במחירי המכירה של פסולת הקרטון. לאורך שנת 2023 מחירי ה-OCC היו יציבים יחסית ורמתם כיום נמוכה מהממוצע ההיסטורי.

## הסביבה העסקית

### פעילות ייצור גלילי נייר לקרטון

שוק גלילי הנייר לקרטון מאופיין בביקוש צומח ויציב לאורך שנים ובחסימי כניסה גבוהים, בשל השקעה הונית משמעותית שנדרשת לשם הקמת מפעל לייצור גלילי נייר לקרטון. להלן גרף המציג ניתוח מגמה ארוכת טווח, לביקוש לגלילי נייר לקרטון בעולם, בהתאם לנתוני Numera Analytics:

ביקוש עולמי לגלילי נייר לקרטון  
(אלפי טונות)



הביקוש העולמי לגלילי נייר לקרטון, המהווים חומר גלם מרכזי בייצור מוצרי אריזה מקרטון גלי, גדל בעולם באופן עקבי לאורך השנים. קצב הצמיחה הממוצע, לאורך 30 השנים האחרונות עומד על קצת מעל 3% בשנה. להערכת החברה, הביקוש לגלילי נייר לקרטון קשור באופן ישיר לכלכלה הבסיסית, המונעת מגידול האוכלוסייה ומהשיפור ברמת החיים שלה ("GDP") ומתבטא בעיקר בגידול בקצב צריכת המוצרים. שתי הסיבות הנ"ל מובילות לאורך שנים לגידול מתמשך בצריכת אריזות קרטון הבנויות מגלילי נייר לקרטון.

בנוסף, ניכרות בשנים האחרונות שתי מגמות משמעותיות נוספות, התומכות בגידול המואץ בביקוש לקרטון: מגמה אחת היא צמיחת המסחר המקוון (E-Commerce) שרוב מוצריו נמכרים באריזות קרטון. שיעור חדירת המסחר המקוון בשנתיים האחרונות, אגב משבר הקורונה, "עשה קפיצת מדרגה".

המגמה השנייה היא המודעות והעיסוק ההולך וגובר בעולם כולו בנושא הקיימות ואיכות הסביבה, ובכלל זה, במעבר לשימוש באריזות ממוחזרות ו/או ניתנות למיחזור מקרטון חלף אריזות פלסטיק. להערכת החברה, המעבר משימוש בפלסטיק לשימוש בנייר ובקרטון לצרכי אריזה, עתיד להוות גורם ביקוש משמעותי בשנים הבאות. מניתוח המגמה רבת השנים המוצגת בגרף לעיל, תחום גלילי הנייר לקרטון נהנה מביקוש קשיח למדי, צומח לאורך השנים ובעל יכולת התאוששות מהירה מתקופות של משברים כלכליים.

על רקע התפרצות משבר הקורונה נרשמה בישראל בשנת 2020 עליה בביקוש לגלילי נייר לקרטון, אשר נמשכה ואף הואצה בשנת 2021, זאת על רקע גידול בהיקפי המסחר המקוון (שרוב מוצריו נמכרים באריזות קרטון). הגידול בביקוש, וכן חוסר הזמינות והתייקרות עלויות ההובלה הימית, הובילו בתקופה זו לעלייה ניכרת במחירי המכירה של גלילי נייר לקרטון. עלייה זו ברמת הביקושים והמחירים נמשכה עד לסוף המחצית הראשונה של שנת 2022, אך ברבעון השלישי של שנת 2022 החלו סימני התמתנות בביקוש העולמי עקב האטת הכלכלות בעולם, עליית הריבית והצטברות מלאי שהוזמן בתקופות קודמות והגיע באיחור ניכר, כתוצאה מכך אף נרשמה בתקופה זו ירידת מחירים במחיר גלילי הנייר לקרטון בעולם ובישראל. הירידה במחירי גלילי נייר לקרטון המשיכה ואף התגברה לכל אורך שנת 2023, נוכח ההאטה במשק והירידה בביקוש למוצרי חקלאות כחלק מהשפעות מלחמת "חרבות ברזל" על החקלאות המקומית ברבעון הרביעי.

ככלל, היצרנים יעדיפו למכור את תוצרתם לשוק המקומי ואת עודפי הייצור, ביחס לביקוש המקומי, הם ייצאו לשווקים זרים. על פי רוב, המכירה לייצוא רווחית פחות ממכירה בשוק המקומי, בעיקר בשל עלויות השינוע המושתות על המוכר.

אריזות קרטון גלי יכולות להיות מיוצרות משני סוגים של גלילי נייר לקרטון (כחומר גלם) - גלילי נייר "בתולי" עשוי תאית בתולית (תאית שעדין לא נעשה בה שימוש); וגלילי נייר ממוחזר (Recycled) עשוי פסולת קרטון ממוחזרת (OCC). לאורך השנים ניכרת מגמת שוק בולטת של מעבר הולך וגובר לשימוש בגלילי נייר לקרטון ממוחזרים על חשבון ה"בתוליים", שכן לגלילי הנייר הממוחזר יתרונות כלכליים מובהקים (זול יותר), ובנוסף, לגלילי הנייר לקרטון הממוחזרים ערכים סביבתיים לא מבוטלים.

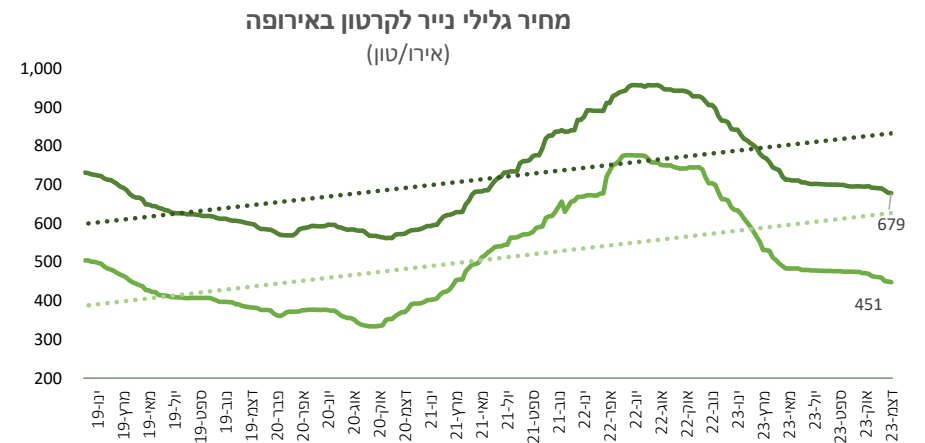
## הסביבה העסקית

### פעילות ייצור גלילי נייר לקרטון (המשך)

לנוכח התחליפיות בין שני סוגי גלילי הנייר לקרטון ומרכזיות התאית (Pulp) בתהליך ייצור הנייר ה"בתולי", קיים מתאם גבוה וארוך שנים בין מחירי התאית למחירי המכירה של גלילי הנייר לקרטון, ה"בתולי" והממוחזר.

לגלילי נייר לקרטון יחס משקל לנפח וגובה, המאפשר הובלה יעילה ולכן, הלוגיסטיקה הכרוכה בשינועם הינה כלכלית. אי לכך, קיים מסחר ער של יבוא ויצוא גלילי נייר לקרטון החוצה מדינות ויבשות. בהתאם, מחירי המכירה של גלילי הנייר לקרטון שמייצרת החברה מושפעים ממחירי המכירה בשוק העולמי, המשפיעים הן על מחיר גלילי נייר לקרטון המיובא לארץ (שמתחרה ומשפיע באופן ישיר על מחיר הנייר שאותו מוכרת החברה, בארץ) והן על מחירי המכירה של החברה, בחו"ל.

להלן תיאור גרפי המתאר את התפתחות המחירים באירופה לגלילי נייר לקרטון ממוחזרים מסוג Fluting ובתוליים מסוג Kraftliner בהתאם לנתוני PPI (RISI):



להערכת החברה, במהלך השנים האחרונות, חלקם של גלילי הנייר לקרטון הממוחזרים (המיוצרים ע"י החברה או המיובאים) מסך גלילי הנייר לקרטון הנצרכים בישראל, עלה.

החברה מעריכה כי בשנת 2022 כ-75% מסך גלילי הנייר לקרטון הנצרכים בישראל הינם גלילי נייר ממוחזרים. על פי הערכות החברה, המבוססות על פרסומים בענף, חלקם של גלילי הנייר הממוחזרים לקרטון מסך גלילי הנייר לקרטון הנצרכים באירופה, עומד במוצע על כ-80%.

### תחרות

למיטב ידיעת החברה, מתחריה העיקריים של הקבוצה בישראל, הינם הספקים הזרים המפורטים להלן: יצרנים תורכיים (Kipas ו-Modern Carton), יצרנים אירופאים (Hamburger, SAICA, Mondi), יצרנים אמריקאים (Schollershammer, Propapier, Varel, Westrock, Paper International) ויצרנים אמריקאים (Georgia Pacific) כאמור, לאור המגמות שאפיינו את שוק ההובלה הימית בשנתיים האחרונות, חלק מהספקים הזרים הפחיתו את היקף פעילותם בישראל.

בהתבסס על הערכות פנימיות של החברה, חלק השוק הכמותי של הקבוצה בתחום מכירת גלילי הנייר לקרטון המשמשים כחומר גלם לתעשיית הקירגול בישראל בתקופת הדוח הינו כ-50%. בשנת 2023, נתח השוק של אינפניה גלילי נייר לקרטון ירד בשוק הישראלי בשנה זו בכ-25% הירידה בנתח השוק נובעת מעודפים של יצרני נייר מחו"ל, מביקוש נמוך באירופה ובעולם ומירידת מחירים מתמשכת לאורך כל השנה.

## הסביבה העסקית

### פעילות אריזות קרטון

תעשיית אריזות הקרטון מייצרת מוצרים עבור לקוחות מתחומי התעשייה, החקלאות, תעשיית המזון והמשקאות, הקוסמטיקה, הפרמצבטיקה והתעשייה עתירת הידע. כתוצאה מכך, לרמת הפעילות במשק ולהיקפי היצוא, השפעה משמעותית על הביקוש לאריזות קרטון.

תעשיית הקרטון הגלי הינה עתירת הון, עובדה המשמשת כחסם טבעי לכניסה של מתחרים לענף. כמו כן, לאור מאפייני אריזות הקרטון, שוק היעד של המקרגלים הוא השוק המקומי, בעוד שהיבוא, מוגבל. התחליפים למוצרי הקרטון הגלי הם בעיקר אריזות מפלסטיק.

רמת התחרותיות בתחום זה בשנת 2023 המשיכה להיות גבוהה. למיטב ידיעת קבוצת אינפיניה, בשוק האריזה מקרטון בישראל פועלות ארבע חברות עיקריות: אינפיניה אריזות, ימ"א ייצור מוצרי אריזה, בסט קרטון בע"מ, וקבוצת פלסטו-קרגל בע"מ, אשר, להערכת החברה, היקפי הפעילות שלהם דומים.

להערכת החברה, בשנת 2023 תעשיית הקרטון הגלי בישראל, עיבדה כ-410 אלפי טונות גלילי נייר לקרטון (בתולי וממוחזר) והיקף המכירות בתחום בשנה זו מוערך בכ-1.68 מיליארד ש"ח.

# פרק 3

## דוחות כספיים

## דוחות כספיים

### מאזן

להלן הדוחות הכספיים המבוקרים של החברה לימים 31 בדצמבר 2021-2023 (אלפי ש"ח):

31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	אלפי ש"ח	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	אלפי ש"ח
<b>התחייבויות שוטפות</b>				<b>נכסים שוטפים</b>			
-	208,181	193,000	אשראי מתאגידים בנקאיים	78,951	87,624	199,742	מזומנים ושווי מזומנים
-	114,952	57,476	חלויות שוטפות של אגרות חוב	288,040	548,859	567,016	לקוחות
219,031	-	-	הלוואה מחברת האם	14,348	16,741	8,217	חייבים ויתרות חובה
60,168	64,454	60,980	חלויות שוטפות של התחייבות בגין חכירה	185,592	280,942	210,438	מלאי
257,144	308,658	319,477	ספקים ונותני שירותים	-	12,461	17,461	נכס פיננסי בשווי הוגן דרך רווח והפסד
52,783	69,651	93,026	זכאים ויתרות זכות				
8,005	7,598	7,500	התחייבויות פיננסיות דרך רווח והפסד				
13,443	13,771	15,479	התחייבות בגין הטבות עובדים				
<b>610,573</b>	<b>787,265</b>	<b>746,938</b>	<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>	<b>566,931</b>	<b>946,627</b>	<b>1,002,874</b>	<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>
<b>התחייבויות בלתי שוטפות</b>				<b>נכסים בלתי שוטפים</b>			
-	116,358	232,420	אג"ח	1,002,799	995,343	968,598	רכוש קבוע, נטו
276,329	305,125	321,176	התחייבות בגין חכירה	300,398	332,335	344,418	נכס זכות שימוש
76,496	88,136	43,360	התחייבות בגין מיסים נדחים	153,830	76,000	61,100	נדל"ן להשקעה
16,241	20,112	20,082	התחייבות בגין הטבות לעובדים	12,199	13,870	17,684	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
400,000	-	-	הלוואות מתאגידים בנקאיים	2,708	3,379	2,920	נכסי מיסים נדחים
<b>769,067</b>	<b>529,731</b>	<b>617,038</b>	<b>סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות</b>	<b>1,471,935</b>	<b>1,420,927</b>	<b>1,394,720</b>	<b>סה"כ נכסים בלתי שוטפים</b>
<b>659,225</b>	<b>1,050,558</b>	<b>1,033,618</b>	<b>הון</b>				
<b>2,038,865</b>	<b>2,367,554</b>	<b>2,397,594</b>	<b>סה"כ התחייבויות והון</b>	<b>2,038,865</b>	<b>2,367,554</b>	<b>2,397,594</b>	<b>סה"כ נכסים</b>

## דוחות כספיים

### מאזן כלכלי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן המאזן הכלכלי של החברה לימים 31 בדצמבר 2021-2023 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
הון חוזר	165,045	459,836	378,780
חוב נטו	(747,428)	(666,069)	(635,422)
נכסים תפעוליים אחרים	1,315,397	1,341,548	1,330,700
מיסים נדחים	(73,788)	(84,757)	(40,440)
<b>סה"כ</b>	<b>659,225</b>	<b>1,050,558</b>	<b>1,033,618</b>

### הון חוזר תפעולי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי ההון החוזר התפעולי לימים אלו (אלפי ש"ח):

הון חוזר תפעולי	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
לקוחות	288,040	548,859	567,016
מלאי	185,592	280,942	210,438
ספקים ונותני שירותים	(257,144)	(308,658)	(319,477)
הון חוזר אחר	(51,442)	(61,307)	(79,197)
<b>סה"כ הון חוזר תפעולי</b>	<b>165,045</b>	<b>459,836</b>	<b>378,780</b>

### נכסים תפעוליים אחרים

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי הנכסים התפעוליים האחרים לימים אלו (אלפי ש"ח):

נכסים תפעוליים אחרים	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
רכוש קבוע, נטו	1,002,799	995,343	968,598
נכס זכות שימוש	300,398	332,335	344,418
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	12,199	13,870	17,684
<b>סה"כ נכסים תפעוליים אחרים</b>	<b>1,315,397</b>	<b>1,341,548</b>	<b>1,330,700</b>

### חוב פיננסי נטו ונכסים עודפים

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי החוב הפיננסי נטו והנכסים העודפים לימים אלו (אלפי ש"ח):

חוב, נטו	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
מזומנים ושווי מזומנים	78,951	87,624	199,742
אופציות רכש מהזשמ"ש	-	12,461	17,461
נדל"ן להשקעה	153,830	76,000	61,100
אשראי מתאגידים בנקאיים	-	(208,181)	(193,000)
חלויות שוטפות של אגרות חוב	-	(114,952)	(57,476)
הלוואה מחברת האם	(219,031)	-	-
חלויות שוטפות של התחייבות בגין חכירה	(60,168)	(64,454)	(60,980)
אג"ח	-	(116,358)	(232,420)
התחייבות בגין חכירה	(276,329)	(305,125)	(321,176)
התחייבות בגין הטבות לעובדים	(16,241)	(20,112)	(20,082)
הלוואות מתאגידים בנקאיים	(400,000)	-	-
אחרים	(8,439)	(12,972)	(28,591)
<b>סה"כ חוב נטו</b>	<b>(747,428)</b>	<b>(666,069)</b>	<b>(635,422)</b>

## דוחות כספיים

### רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד מבוקרים של החברה לשנים 2021-2023 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2023	2022	2021
הכנסות	1,565,539	1,842,714	1,643,932
% שינוי	69.9%	12.1%	11.1%
עלות ההכנסות	(1,406,841)	(1,437,639)	(1,329,650)
% עלות ההכנסות	89.9%	78.0%	80.9%
<b>רווח גולמי</b>	<b>158,698</b>	<b>405,075</b>	<b>314,282</b>
% רווח גולמי	10.1%	22.0%	19.1%
הוצאות מכירה ושיווק	(148,094)	(168,894)	(159,013)
הוצאות הנהלה וכלליות	(49,892)	(33,143)	(32,162)
<b>רווח (הפסד) תפעולי לפני אחרות</b>	<b>(39,289)</b>	<b>203,038</b>	<b>123,107</b>
% רווח (הפסד) תפעולי לפני אחרות	-2.5%	11.0%	7.5%
הכנסות (הוצאות) אחרות	(28,619)	1,565	(1,170)
<b>רווח (הפסד) תפעולי</b>	<b>(67,908)</b>	<b>204,603</b>	<b>121,937</b>
% רווח (הפסד) תפעולי	-4.3%	11.1%	7.4%
הוצאות מימון נטו	(75,626)	(41,727)	(24,366)
<b>רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה</b>	<b>(143,534)</b>	<b>162,876</b>	<b>97,571</b>
% רווח (הפסד) לפני מס	-9.2%	8.8%	5.9%
מיסים על הכנסה	20,988	(45,680)	(32,315)
<b>רווח (הפסד) נקי לשנה</b>	<b>(122,547)</b>	<b>117,196</b>	<b>65,256</b>
% רווח (הפסד) נקי	-7.8%	6.4%	4.0%

### ביאור

הקיטון בהכנסות וברווח התפעולי בשנת 2023, ביחס לשנת 2022, נבע בעיקרו מהירידה בביקוש למוצרי אריזה בארץ ובעולם, ירידה אשר הביאה לקיטון במכירות בעיקר לשוק המקומי במגזר גלילי נייר לקרטון. חלף כך, הכמויות נמכרו לייצוא, במחירי מכירה נמוכים יותר.

בנוסף, חלה שחיקה במחירי המכירה של אריזות הקרטון, וכן שחיקה במחירי המכירה של הנייר לכתביה והדפסה כתוצאה מגידול בהיצע הנייר הלבן המיובא לארץ במחירים אטרקטיביים.

כמו כן, חלה עליה בתשומות האיסוף ותשומות הייצור של החברה, לכל אורך שרשרת הייצור, לרבות עליה בתשומות התאית.



# פרק 4 מתודולוגיה

תקן חשבונאות בינלאומי 36 (להלן: "התקן" או "IAS36") מבקש להבטיח כי נכסיה של ישות לא יוצגו בסכום העולה על הסכום בר ההשבה שלהם. נכס מוצג בסכום הגבוה מסכום בר השבה שלו כאשר ערכו של הנכס בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו. במקרה כזה, חלה ירידה בערך הנכס והתקן דורש מהישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

התקן חל על כל הנכסים (למעט חריגים המנויים בתקן עצמו) לרבות, מוניטין שנרכש בצירוף עסקים. מוניטין שנרכש בצירוף עסקים מייצג תשלום שביצע הרוכש מתוך ציפיות להטבות כלכליות עתידיות מנכסים שלא ניתן לזהותם בנפרד ולהכיר בהם בנפרד.

### הגדרות

**ערך בספרים (Carrying Amount)** מוגדר כסכום בו מוכר הנכס לאחר ניכוי כל פחת שנצבר (הפחתה שנצברה), ובניכוי הפסדים מירידת ערך שנצברו.

**יחידה מניבה-מזומנים (Cash-generating unit)** היא קבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המפיקה תזרימי מזומנים חיוביים, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים או מקבוצות נכסים אחרות.

**שווי הוגן (Fair value)** הוא המחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או המחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה.

**עלויות מימוש (Costs of disposal)** הן עלויות תוספתיות, המיוחסות במישרין למימוש של נכס או של יחידה מניבה-מזומנים, למעט עלויות מימון והוצאת מסים על הכנסה.

**שווי שימוש (Value in use)** הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים, החזויים לנבוע מנכס או מיחידה מניבה-מזומנים.

**כסום בר-השבה (Recoverable amount)** של נכס או יחידה מניבה-מזומנים הוא הגבוה מבין השווי ההוגן שלו בניכוי עלויות למכירה לבין שווי השימוש בו.

### זיהוי נכס שתיתכן ירידה בערכו

#### עיתוי בחינת ירידת הערך

ישות תבחן בכל תאריך מאזן אם קיימים סימנים המצביעים על ירידת ערך של נכס. אם מתקיים סימן כלשהו, על הישות לאמוד את סכום בר ההשבה של הנכס. ללא קשר אם קיים סימן לירידת ערך, על הישות גם:

- לבחון אחת לשנה ירידת ערך של נכס בלתי מוחשי בעל אורך חיים שימושיים בלתי מוגדר או נכס בלתי מוחשי שאינו זמין עדיין לשימוש על ידי השוואת ערכו לסכום בר ההשבה שלו.
- לבחון אחת לשנה ירידת ערך של מוניטין שנרכש בצירוף עסקים.

#### סימנים המצביעים על ירידת ערך

כאמור, את הסימנים לירידת ערך תבחן הישות בכל תאריך מאזן. התקן קובע כי על הישות לבחון, לכל הפחות, את הסימנים הבאים:

#### מקורות מידע חיצוניים

- במהלך התקופה חלה ירידה משמעותית בערך השוק של הנכס מעבר לחזוי כתוצאה מחלוף הזמן או משימוש רגיל.
- שינויים משמעותיים בעלי השפעה שלילית על הישות חלו במהלך התקופה או שיחולו בעתיד הקרוב, בסביבה הטכנולוגית, השיווקית, הכלכלית או המשפטית, שבה פועלת הישות, או בשוק אליו מיועד הנכס.
- במהלך התקופה חלה עלייה בשיעורי הריבית בשוק או בשיעורי תשואה אחרים על השקעות בשוק, וסביר שעלויות אלה ישפיעו על שיעור הניכיון המשמש בחישוב שווי הנכס, ויקטינו באופן מהותי את הסכום בר ההשבה של הנכס.
- הערך בספרים של הנכסים נטו של הישות גבוה משווי השוק של הישות (Market capitalization).

#### מקורות מידע פנימיים

- קיימות ראיות זמינות להתיישנות או לנזק פיזי של נכס.
  - שינויים משמעותיים בעלי השפעה שלילית על הישות חלו במהלך התקופה או חזויים לחול בעתיד הקרוב, בהיקף או באופן שבו נעשה שימוש בנכס או חזוי שייעשה בו שימוש.
  - קיימות ראיות זמינות ממערכת הדיווח הפנימית המצביעות על כך שהביצועים הכלכליים של הנכס הם, או יהיו, גרועים מאלה שנחזו.
- הרשימה לעיל אינה רשימה ממצה. ישות עשויה לזהות סימנים נוספים המצביעים על ירידה אפשרית בערך של נכס.
- קיומם של סימנים לירידת ערך ידרוש מהישות לקבוע את הסכום בר ההשבה של הנכס, או, במקרה של מוניטין, לבצע בחינה לירידת ערך.
- אם לא ניתן לאמוד את סכום בר ההשבה של נכס בודד, על הישות לחשב את סכום בר ההשבה של היחידה המניבה מזומנים, אליה שייך הנכס. יחידות מניבות מזומנים צריכות להיות מזוהות באופן עקבי מתקופה לתקופה לאותם נכסים או סוגי נכסים, אלא אם קיימת הצדקה לשינוי.

### מדידת סכום בר השבה

#### כללי

סכום בר-השבה של נכס או יחידה מניבה-מזומנים הוא הגבוה מבין השווי ההוגן שלו בניכוי עלויות למכירה לבין שווי השימוש בו.

התקן קובע שלא תמיד הכרחי לקבוע הן את השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה והן את השווי השימוש שלו. אם אחד מבין הסכומים הללו גבוה מהערך בספרים של הנכס, לא חלה ירידה בערך הנכס ואין צורך לאמוד את הסכום האחר.

אם אין סיבה להאמין כי שווי השימוש של נכס עולה באופן מהותי על השווי ההוגן שלו בניכוי עלויות מכירה, השווי ההוגן של הנכס בניכוי עלויות מכירה עשוי לשמש כסכום בר ההשבה. לעיתים קרובות, זה יהיה המקרה כאשר הנכס מיועד למימוש. זאת מכיוון ששווי השימוש של נכס המיועד למימוש יתבסס בעיקר על התמורה נטו מהמימוש, מאחר וסביר כי תזרימי המזומנים העתידיים מהמשך השימוש בנכס עד למכירתו, זניחים.

#### שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה

הראיה הטובה ביותר לשווי הוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס היא המחיר שנקבע בהסכם מכירה מחייב בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים מותאם בגין עלויות תוספתיות שניתן יהיה ליחסן במישרין למימוש הנכס.

כאשר אין הסכם מכירה מחייב, אך הנכס נסחר בשוק פעיל, השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה יהיה מחיר השוק של הנכס בניכוי עלויות מימוש.

כאשר אין הסכם מכירה מחייב או שוק פעיל לנכס, השווי ההוגן יתבסס על המידע הזמין הטוב ביותר על מנת לשקף את הסכום שישות הייתה יכולה לקבל, בתאריך המאזן, תמורת מימוש הנכס בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים, בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת. בקביעת סכום זה, ישות מביאה בחשבון את התוצאות של עסקאות שנעשו לאחרונה בנכסים דומים באותו ענף. מהשווי ההוגן יש להפחית עלויות תוספתיות שניתן יהיה ליחסן במישרין למימוש הנכס.

## מתודולוגיה

### מדידת סכום בר השבה (המשך)

#### שווי שימוש

המרכיבים שלהלן ישתקפו בחישוב שווי השימוש של הנכס:

- אמידת תזרימי המזומנים העתידיים, הן חיוביים והן שליליים, שינבעו משימוש מתמשך בנכס וממימושו הסופי.
- תחזיות לגבי שינויים אפשריים בסכום או בעיתוי של תזרימי מזומנים עתידיים אלה.
- ערך הזמן של הכסף, המיוצג על ידי שיעור שוק שוטף של ריבית חסרת סיכון.
- המחיר לנשיאת (for bearing) אי וודאות, שטבועה בנכס.
- גורמים אחרים, כגון היעדר נזילות, שמשותפים בשוק ישתקפו בתמחור תזרימי המזומנים העתידיים שהישות מצפה להפיק מהנכס.

אמידת שווי השימוש של הנכס כוללת את השלבים הבאים:

- אמידת תזרימי המזומנים העתידיים, הן חיוביים והן שליליים, שינבעו משימוש מתמשך בנכס וממימושו הסופי.
- יישום שיעור ניכיון מתאים לתזרימי מזומנים עתידיים אלה.

במדידת שווי השימוש הישות:

- תבסס את תחזית תזרימי המזומנים על הנחות סבירות ומבוססות, המייצגות את האומדן הטוב ביותר של ההנהלה לגבי התנאים הכלכליים, שישררו במהלך יתרת אורך החיים השימושיים של הנכס.

■ תבסס את תחזיות תזרימי המזומנים על תקציבים/תחזיות כספיים, העדכניים ביותר, שאושרו על ידי ההנהלה. תחזיות המבוססות על תקציבים/תחזיות כאלה, יכסו תקופה מרבית של 5 שנים, אלא אם ניתן להצדיק תקופה ארוכה יותר.

■ תאמוד תחזיות תזרימי המזומנים לתקופה שמעבר לתקופה המכוסה על ידי התקציבים/תחזיות העדכניים ביותר, על ידי אקסטרפולציה של אותן תחזיות תוך שימוש בשיעור צמיחה קבוע או יורד לשנים שלאחר מכן. כאשר הערך בספרים של נכס אינו כולל עדיין את כל תזרימי המזומנים השליליים אשר יתהוו עד שהנכס מוכן לשימוש או למכירה, אומדני תזרימי מזומנים עתידיים שליליים אמורים לכלול אומדן של תזרימי מזומנים שליליים נוספים, החזויים להתהוות כדי להכין את הנכס לשימוש או למכירה.

אומדן תזרימי מזומנים עתידיים **לא** יכללו אומדני תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים החזויים לנבוע מ:

- שינוי מבני עתידי שהישות אינה מחויבת לגביו.
- שיפור או הגדלת רמת הביצועים של הנכס.
- תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים מפעילויות מימון.
- תשלומי או תקבולי מיסים על ההכנסה.

תזרימי המזומנים העתידיים נאמדים במטבע בו הם מופקים ולאחר מכן מהוונים תוך שימוש בשיעור ניכיון המתאים לאותו מטבע. ישות מתרגמת את הערך הנוכחי לפי שער החליפין המידי במועד חישוב שווי השימוש.

## מתודולוגיה

### מדידת סכום בר השבה (המשך)

#### שיעור הניכיון

שיעור הניכיון צריך להיות שיעור לפני מס המשקף הערכות שוק שוטפות של:

- ערך הזמן של הכסף.
- הסיכונים הספציפיים של הנכס, אשר בגינם לא הותאמו האומדנים של תזרימי המזומנים העתידיים.

### הכרה של הפסד מירידת ערך

יש להקצות את ההפסד מירידת הערך להקטנת הערך בספרים של נכסי היחידה (קבוצת היחידות) לפי הסדר הבא:

- א. תחילה, להקטין את הערך בספרים של מוניטין כלשהוא שהוקצה ליחידה מניבה מזומנים (קבוצה של יחידות) ולאחר מכן;
- ב. לשאר נכסי היחידה (קבוצה של יחידות) באופן יחסי על בסיס הערך בספרים של כל נכס ביחידה (קבוצה של יחידות).

הפחתות אלה בערכים בספרים יטופלו כהפסדים מירידת ערך של נכסים בודדים.

לצורך הקצאת ההפסד מירידת ערך בהתאם לאמור לעיל ישות לא תקטין את הערך בספרים של נכס מתחת לגבוה מבין:

- שוויו ההוגן בניכוי עלויות מכירה (אם ניתן לקביעה);
- שווי השימוש שלו (אם ניתן לקביעה); או
- אפס.

סכום ההפסד מירידת ערך שאילולא כן היה מוקצה לנכס, יוקצה באופן יחסי לשאר הנכסים ביחידה (קבוצה של יחידות).

## מתודולוגיה

### קביעת מחיר ההון המשוקלל

כדי לקבוע את שווי הפעילות על פי מודל היוון תזרימי המזומנים, יש לקבוע את מקדם היוון הרצוי להיוון תזרימי המזומנים החופשיים, קרי תזרים המזומנים התפעולי ולאחר ההשקעות ברכוש קבוע ושינוי בהון חוזר, במחיר הון המשקף את הסיכון בפעילות. מקדם היוון 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 המשוערך (Debt) מתוך שווי הפעילות (שווי ההון העצמי Equity + חוב חיצוני Debt).

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

T – שיעור מס חברות בישראל.

**עלות ההון הזר (Kd)** – הינה עלות המימון. עלות המימון מוכרת לצורכי מס ולכן העלות נטו הינה לאחר ניכוי מס.

**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 וסיכוי השוק. סיכון השוק מוגדר כתוספת המבוקשת על ידי המשקיעים מעל לשער הריבית חסר הסיכון במשק. ההתאמה לסיכוי 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:

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

כאשר:

**תשואה חסרת סיכון (Rf)** – זוהי תשואת המינימום הנדרשת על ידי משקיע בגין השקעה "חסרת סיכון".

**מקדם הביטא (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 מהמוצע 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) ופרמיית סיכון ספציפי (SRP)** – למחיר ההון העצמי ניתן להוסיף פרמיה המשקפת את עודף הסיכון בהשקעות בפעילויות קטנות וכן פרמיית סיכון ספציפית המשקפת את הסיכון הכרוך בפעילות.

## מתודולוגיה

### קביעת שיעור ההיוון המשוקלל (המשך)

שיעור ההיוון לפעילות אינפיניה נקבע על 10.5% בהתבסס על מודל CAPM כאמור, ובהתבסס על הפרמטרים הבאים:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	23.5%	בהתאם למוצע חברות השוואה
הון עצמי (%)	E/V	76.5%	בהתאם למוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	8.3%	מחיר חוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A3 נכון למועד ההערכה, מערכת מרווח הוגן
שיעור המס	1-T	23.0%	ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל, 23%
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.3%	תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד הערכת השווי (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.9%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, ינואר 2024
ביטא	Beta	88.3%	מוצע ביטאות, חברות השוואה
פרמיית גודל	SCP	1.2%	Duff & Phelps 2023
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.0%	בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	11.8%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
<b>מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס</b>	<b>WACC</b>	<b>10.5%</b>	<b><math>(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke</math></b>

\* שיעור ההיוון הינו במונחים נומינליים.

# פרק 5 בחינה לירידת ערך



# בחינה לירידת ערך

כללי

## עיתוי בחינת ירידת הערך

לבקשת הנהלת ורידיס, הבחינה לירידת ערך נכסים המשויכים להשקעה באינפיניה (בכללותה למעט פעילות הציוד המשרדי) בוצעה לפי תקן חשבונאות בינלאומי IAS 36, ליום 31 בדצמבר, 2023.

## זיהוי יחידה מניבת מזומנים

בהתאם להנהלת ורידיס, היחידה מניבת מזומנים הנבחנת כוללת את נכסיה התפעוליים של פעילות אינפיניה כולה, שעיקרה מגזר הקרטון, למעט פעילות הציוד משרדי.

## סכום בר השבה של היחידה מניבת המזומנים

בהתאם ל- IAS 36 סכום בר השבה של היחידה מניבת מזומנים הוא השווי ההוגן שלה בניכוי עלויות מכירה או שווי השימוש שלה, כגובה מבניהם. להרחבה ראה פרק "מתודולוגיה".

סכום בר השבה חושב כשווי השימוש של היחידה מניבת מזומנים וזאת על פי גישת ההכנסות, שיטת היוון תזרימי מזומנים (Discounted Cash Flows).

## הערך בספרים של היחידה מניבת מזומנים

הערך בספרי ורידיס ליום ה- 31 בדצמבר, 2023 כולל את הנכסים וההתחייבויות התפעוליים של היחידה מניבת מזומנים (לא כולל התחייבויות פיננסיות נטו ונכסים עודפים) ולרבות הפרשים המקוריים שהוכרו בדוחותיה הכספיים של ורידיס ומוניטין המיוחסים ליחידה המניבת מזומנים. להרחבה ראה בהמשך הפרק.

## תזרים מזומנים חזוי בשנות התחזית

תחזית תזרים המזומנים התבססה על תוכנית רב שנתית מפורטת שהוכנה על-ידי הנהלת החברה והנהלת ורידיס. תחזית זו כוללת התייחסות לפעילויות השונות של החברה לאורך השנים, ובין היתר לתמהילי המכירה והייצור, מכירי המכירה החזויים, וההוצאות וההשקעות שיידרשו לשם מימוש התוכנית.

התוכנית מבוססת על עקרון שמירה על הקיים בהתאם להנחיות תקן IAS36 ומשכך קיבולת המפעל תיוותר כפי שהיא נכון להיום, למעט פירות תהליך ההסבה של מכונה 4 אשר החל בשנת 2021 וצפוי להסתיים בשנת 2025. מאחר ופירות תהליך ההסבה מתוכננות להגיע על פני מספר רב של שנים, ואשר מבוססת על גידול משמעותי בפעילות איסוף הקרטון אשר מהווה את חומר הגלם למכונה, התוכנית מייצגת את התקופה שממועד הערכת השווי ועד ליום 31 בדצמבר 2032.

בהתאם להנהלת ורידיס, התוכנית כוללת סינרגיות והתייעלויות בין ורידיס לבין החברה שכבר הוטמעו בפעילות בפועל נכון ליום ה-31 בדצמבר 2023, והתוכנית אינה כוללת סינרגיות והתייעלויות נוספות, אשר מתוכננות בעתיד ועדיין לא נרשמו בספרים נכון למועד זה, והכל בהתאם לתקן.

התחזית הינה במונחים נומינליים, קרי, נלקחה בחשבון אינפלציה שנתית במחירים. שיעור ההיוון נומינלי בהתאם.

מבנה תחזית הרווח והפסד המוצג להלן אינו תואם את מבנה הדיווח של הרווח התפעולי של החברה בדוחותיה הכספיים (כגון: סיווג הוצאה בין עלות המכירות להוצאה תפעולית), למעט הרווח התפעולי עצמו שתואם.

## IFRS16

התחזית נערכה תוך אימוץ מלא של הוראות IFRS16, ובהתאם לכך לא קיימות הוצאות שכירות בתחזית הרווח והפסד, ומנגד קיימות הוצאות פחת של נכסי שימוש. כמו כן, תחזית ההשקעות (CapEx) כוללת השקעות בחכירות עתידיות לטובת חידושי חכירה.

# בחינה לירידת ערך

## תחזית תזרים תפעולי

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים של הפעילות לשנים הבאות (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	שנה מייצגת
<b>הכנסות:</b>										
מגזר קרטון	1,154,910	1,431,598	1,517,304	1,548,007	1,598,984	1,655,874	1,715,086	1,776,728	1,840,912	1,896,139
מגזר נייר לבן	436,121	179,816	182,468	185,159	187,890	190,662	193,474	196,328	199,224	205,200
התאמות למאוחד	(22,685)	(3,568)	(3,657)	(3,748)	(3,842)	(3,938)	(4,037)	(4,138)	(4,241)	(4,368)
<b>סה"כ הכנסות</b>	<b>1,568,345</b>	<b>1,607,846</b>	<b>1,696,115</b>	<b>1,729,418</b>	<b>1,783,033</b>	<b>1,842,597</b>	<b>1,904,524</b>	<b>1,968,919</b>	<b>2,035,895</b>	<b>2,096,971</b>
% שינוי	2.5%	5.5%	2.0%	3.1%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.0%
עלות המכר	(1,292,136)	(1,283,316)	(1,294,026)	(1,312,611)	(1,328,366)	(1,350,854)	(1,373,593)	(1,396,515)	(1,419,568)	(1,464,886)
<b>רווח גולמי</b>	<b>276,209</b>	<b>324,529</b>	<b>402,089</b>	<b>416,807</b>	<b>454,667</b>	<b>491,743</b>	<b>530,930</b>	<b>572,404</b>	<b>616,327</b>	<b>632,086</b>
% מההכנסות	18%	20%	24%	24%	25%	27%	28%	29%	30%	30%
הוצאות מכירה ושיווק	(110,231)	(108,153)	(110,752)	(113,272)	(115,886)	(118,833)	(121,873)	(125,011)	(128,251)	(132,099)
הוצאות הנהלה וכלליות	(34,301)	(34,085)	(34,831)	(35,596)	(36,380)	(37,184)	(38,007)	(38,852)	(39,717)	(40,908)
<b>רווח תפעולי</b>	<b>131,678</b>	<b>182,292</b>	<b>256,506</b>	<b>267,939</b>	<b>302,400</b>	<b>335,727</b>	<b>371,050</b>	<b>408,541</b>	<b>448,358</b>	<b>459,078</b>
% רווח תפעולי	8%	11%	15%	15%	17%	18%	19%	21%	22%	22%
<b>סה"כ פחת</b>	<b>143,732</b>	<b>140,053</b>	<b>133,768</b>	<b>135,443</b>	<b>136,032</b>	<b>137,261</b>	<b>138,866</b>	<b>140,835</b>	<b>143,179</b>	<b>150,205</b>
<b>EBITDA</b>	<b>275,409</b>	<b>322,345</b>	<b>390,273</b>	<b>403,382</b>	<b>438,433</b>	<b>472,988</b>	<b>509,916</b>	<b>549,376</b>	<b>591,538</b>	<b>609,284</b>
<b>EBITDA %</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>29%</b>
הוצאות מס	(30,286)	(41,927)	(58,996)	(61,626)	(69,552)	(77,217)	(85,342)	(93,964)	(103,122)	(105,588)
<b>רווח תפעולי לאחר מס</b>	<b>101,392</b>	<b>140,364</b>	<b>197,509</b>	<b>206,313</b>	<b>232,848</b>	<b>258,510</b>	<b>285,709</b>	<b>314,577</b>	<b>345,236</b>	<b>353,490</b>
<b>התאמות:</b>										
השקעות הוניות (CapEx)	(158,340)	(92,253)	(82,000)	(109,050)	(86,151)	(88,305)	(90,513)	(92,775)	(95,095)	(94,347)
פחת והפחתות	90,391	86,157	85,601	86,708	86,959	87,589	88,581	89,922	91,599	94,347
השקעות בחכירות IFRS16	-	(95,497)	(22,754)	(23,323)	(36,862)	(24,504)	(25,117)	(25,745)	(26,388)	(55,858)
פחת והפחתות IFRS16	53,341	53,896	48,166	48,735	49,073	49,672	50,285	50,913	51,580	55,858
שינוי בהון חוזר	(64,366)	(11,318)	(23,802)	(8,268)	(14,004)	(15,314)	(15,953)	(16,624)	(17,329)	(14,612)
<b>סה"כ התאמות</b>	<b>(78,974)</b>	<b>(59,015)</b>	<b>5,211</b>	<b>(5,198)</b>	<b>(985)</b>	<b>9,138</b>	<b>7,284</b>	<b>5,691</b>	<b>4,367</b>	<b>(14,612)</b>
<b>סה"כ תזרים להיוון</b>	<b>22,418</b>	<b>81,349</b>	<b>202,720</b>	<b>201,115</b>	<b>231,863</b>	<b>267,648</b>	<b>292,993</b>	<b>320,268</b>	<b>349,603</b>	<b>338,878</b>
תקופה להיוון	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	8.50
<b>תזרים מהוון</b>	<b>21,326</b>	<b>70,034</b>	<b>157,940</b>	<b>141,800</b>	<b>147,946</b>	<b>154,551</b>	<b>153,109</b>	<b>151,459</b>	<b>149,622</b>	<b>1,933,761</b>
<b>שווי פעילות</b>	<b>3,081,549</b>									

## בחינה לירידת ערך

### הכנסות

נכון למועד הערכה, לחברה 2 מגזרים עיקריים בהם היא פועלת: מגזר הקרטון, אשר מהווה את ליבת עסקיה, ומגזר נייר לבן, אשר צפוי לעבור שינוי משמעותי. כאמור, כאשר שני מגזרים אלו מהווים את היחידה מניבת מזומנים נשוא עבודה זו.

במגזר הקרטון החברה מקיימת כלכלה מעגלית אינסופית בין שלוש היחידות שלה: איסוף ומיחזור פסולת קרטון ונייר, ייצור גלילי נייר ממוחזר לקרטון וייצור אריזות קרטון, שפעולות באינטגרציה מלאה ומהוות יחידה מניבת מזומנים אחת של מגזר הקרטון בכללותו. המגזר הלבן, כחלק מתוכנית ההסבה צפוי לעבור שינוי משמעותי שבמסגרתו ייצור של נייר לבן ממכונה 4 ייפסק, ובמקומו החברה תייבא נייר לבן ותמכור אותו, כך שהמגזר צפוי להמשיך לפעול במתכונת סחר בלבד.

### מגזר הקרטון

פעילות המגזר כוללת את הסגמנטים הבאים (מכירה לחיצוניים בלבד):

- **הכנסות מפעילות האיסוף**- הכנסות ממתן שירותים לחיצוניים אגב פעולות איסוף פסולת קרטון ועיתון. נוסף על כך, החברה פועלת גם בתחום איסוף, מיון ומיחזור של פסולת הפלסטיק, תוך מכירתו כחומר גלם ליצרני פלסטיק שונים. בהתאם לתחזית, בשנים 2024-2032 הונחה צמיחה שנתית של כ-5% בהכנסות משירותים, ושל כ-3% בהכנסות מפלסטיק.
- **הכנסות ממכירות נייר קרטון**- כולל ייצור ומכירה של גלילי נייר ממוחזרים. המכירה של נייר הקרטון הינה לשוק המקומי ולייצוא. בעקבות תהליך של הסבת מכונה 4, אשר צפוי להסתיים בשלהי שנת 2024. כמפורט בפרק 1 "החברה ופעילותה" (קרי, מעבר מייצור כיום של ניירות כתיבה והדפסה, לייצור של גלילי נייר ממוחזרים לקרטון), הונח כי קיבולת ייצור נייר לקרטון של מכונה 4 החל משנת 2025 תעמוד על 140 אלפי טון בשנה. בנוסף, קיימות 2 מכונות נוספות, מכונה 2 ומכונה 8, בעלות כושר תפוקה מירבי מצרפי של כ-320 אלפי טונות.

בהתאם לאמור לעיל, בשנת 2024 תפוקת הייצור החזויה תעמוד על כ-342 אלפי טון ואילו לאחר ההסבה כאמור, התפוקה תעמוד על כ-459 אלפי טון ותישאר כך החל משנת 2025. לאור הצפי לגידול בביקושים בשוק המקומי, הונח כי החברה תשנה בהדרגה את תמהיל המכירות שלה, כך שתמכור יותר בשוק המקומי על חשבון הייצוא לחו"ל, ששם מחירי המכירה נמוכים יותר.

כאמור, גלילי נייר הקרטון מהווים סחורה (Commodity) אשר מחירה נקבעים בשווקים הבינלאומיים והינן מטבעם תנודתיים. מחירי המכירה לטון לשוק המקומי מבוססים על תחזית אנליסטים בינלאומיים אשר מסקרים את התחום, ותוך הנחת אינפלציה שנתית. מחירי המכירה לייצוא נקבעו על בסיס שיעור דיסקאונט קבוע מתחזית זו, בהתאם לניסיון ההנהלה.

- **הכנסות ממכירות אריזות קרטון**- כולל ייצור ושיווק של אריזות קרטון גלי ובנוסף מכירה של אריזות מדף ומעמדי תצוגה מקרטון. כאמור, פעילות הייצור כוללת 2 מקרגלים ו-11 מכונות עיבוד, כאשר כושר התפוקה השנתי נאמד בכ-125 אלפי טונות. בשנת 2023, הייצור בפועל הגיע לכ-90% מכושר התפוקה האמור. לאור הצפי לגידול בביקושים בשוק המקומי, הונחה צמיחה בהכנסות של כ-5% בשנה לאורך שנות התחזית, ותוך הנחת השקעה שתבצע בשנת 2027 להרחבת יכולת הייצור של המפעל לכ-140 אלפי טון.

בהתאם לאמור לעיל, הכנסות ממגזר הקרטון בשנים 2024-2025, צפויות לעלות משמעותית מכ-1,155 מיליון ש"ח, לכ-1,431 מיליון ש"ח, גידול של כ-24% אשר מוסברת בעיקר בגין תוכנית ההסבה של מכונה 4 (על חשבון הכנסות מגזר הנייר הלבן כמפורט בהמשך). החל משנת 2027, הגידול בהכנסות מתמתן, וצפוי להתייצב ולהישאר קבוע על כ-3% בממוצע.

## בחינה לירידת ערך

### הכנסות (המשך)

#### מגזר הנייר הלבן

החברה עוסקת בייצור ושיווק ניירות כתיבה והדפסה ללקוחות בארץ ובחו"ל. הכנסות המגזר מחושבות בהתאם למחיר המכירה של הנייר, קנוי או מיוצר, ובהתאם לכמות הנייר הנמכר. בעקבות הסבת מכונה 4, כמפורט בפרק 1 "החברה ופעילותה", הונח כי החברה תפסיק את פעילות ייצור הנייר הלבן ותמכור לשוק המקומי מוצר קנוי בלבד (קרי תעבור לפעילות סחר בלבד).

בהתאם לכך, ניתן לראות ירידה משמעותית במכירות ללקוחות בארץ ובחו"ל, למעט מכירות בתוך הקבוצה, מכ-436 מיליוני ש"ח בשנת 2024 לכ-180 מיליוני ש"ח בשנת 2025, ירידה של כ-59%, כאשר לאחר מכן ההכנסות שומרות על יציבות עם עלייה קלה.

שיעור ההכנסות ממגזר זה מסך הכנסות החברה פוחת משמעותית מכ-27% במוצע בשנים 2023-2024, לכ-10% במוצע החל משנת 2025 ואילך.

### עלות המכר

לאור הגידול הצפוי בקיבולת מכונה 4, בשנת 2025 צפויה עליה בביקוש המפעל לפסולת קרטון (המהווה חומר גלם). בהתאם, צפויה ירידה משמעותית בשיעור הפסולת הנאספת על חשבון גידול בשיעור פסולת הקרטון (OCC) הנרכשת, אשר כאמור יקרה יותר. עם השנים, לאור הגידול הצפוי בכמויות האיסוף, צפויה לחול ירידה הדרגתית בכמות הפסולת הנרכשת, מה שצפוי להביא לשיפור הרווחיות הכוללת. עלויות ה-OCC (לטון) נקבעו על בסיס יחס קבוע (דיסקאונט) ממחירי המכירה הצפויים של גילי נייר לקרטון בשוק המקומי, וזאת בהתאם לניסיון ההנהלה.

כאמור, פעילות איסוף הקרטון מתבצעת באמצעות מערך איסוף של כ-160 משאיות, כמחציתן באמצעות קבלני משנה. לאור הגידול הצפוי בכמויות האיסוף, החברה מניחה כי הוצאות האיסוף יעלו בהתאמה, אך תוך יישום התייעלויות שונות במערכי האיסוף.

עלויות מפעל ייצור גילי הנייר לקרטון, מורכבות לאורך השנים מעלויות החומרים, אשר צפויות להיות כ-40% מסך עלויות הייצור, הכוללות בעיקר את עלות הכימיקלים (20%) ואת עלות פסולת הנייר כולל נפולת (79%). כמו כן, המפעל נושא בהוצאות ייצור אחרות (חרושת) אשר מהוות כ-28% מתוך עלות המכר. לאור העובדה שהמפעל בעל קיבולת מוגדרת שאינה גדלה לאורך התחזית, הונח כי הוצאות החרושת תגדלנה בגובה האינפלציה בלבד.

עלויות מפעל האריזות, מורכבות לאורך השנים בעיקר מהוצאות בגין חומרים (כ-65% עד 70%). הונח כי המפעל יסיט בהדרגתיות את רכש החומרים כך שיותר ירכשו ממפעל נייר הקרטון ופחות מייבוא, תוך שינוי תמהיל המוצרים הסופי, כך שיהיה מבוסס יותר קרטונים ממוחזרים ופחות קרטונים בתוליים, וזאת בהתאם למגמה העולמית.

יצוין כי בהתאם להנהלת החברה, החלק הארי של תהליכי הייצור מבוצע על ידי מכונות ורובוטים כך שהוצאות השכר בייצור צפויות לגדול באופן מתון כתוצאה מהצמיחה הצפויה בפעילות וזאת במקביל לתהליכי התייעלות שהחלו בחברה.

## בחינה לירידת ערך

### עלות המכר (המשך)

במסגרת מגזר הנייר הלבן, עד סוף תוכנית ההסבה עלות המכר תרד משמעותית מכ- 392 מיליון ש"ח לכ- 140 מיליון ש"ח בלבד, וזאת עקב הפסקת הפעילות התעשייתית של המגזר. מאותה נקודה עלות המכר כוללת רק את עלות המוצרים המוגמרים אשר יירכשו מייבוא במסגרת פעילות הסחר, ותוך שמירה על שיעור רווח גולמי של כ-23%.

### הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות של החברה במסגרת פעילות מגזר נייר הקרטון ומגזר הנייר הלבן, כוללות בעיקר הוצאות שכר ונלוות לרבות רכבים ורווחה, הוצאות אריזה, הובלה ומשלוח, הן במסגרת מכירת גיליני נייר קרטון ואריזות והן במסגרת תהליך המחזור וכן הוצאות שונות בגין שיווק ופרסום ואחרות. ההוצאות המוצגות כוללות גם הוצאות פחת והפחתות בגין מבנים ומכונות המשמשות בתהליכי הייצור והמטה והוצאות בגין שכירות אשר בתחולת IFRS16 בעיקר בגין שכירות ורכבים.

הוצאות השיווק ומכירה והוצאות ההנהלה והכלליות, צפויות לגדול לאורך התחזית לאור הגידול בפעילות, אך בשיעור נמוך יותר מההכנסות, וזאת עקב קיומן של הוצאות קבועות משמעותיות בפעילויות אלה.

### שיעור מס

הונח שיעור מס של 23%, בהתאם לשיעור מס החברות בישראל נכון למועד הערכת השווי.

### שיעור היוון

כמפורט לעיל בפרק 4- "מתודולוגיה", הונח שיעור היוון WACC של 10.5%.

### שיעור צמיחה בטווח הארוך

הונח שיעור צמיחה לטווח ארוך של כ-3% נומינלי.

### התאמות לתזרים המזומנים

במטרה להגיע לתזרים מזומנים אשר ישמש לאמידת שווי השימוש של החברה, תחזיות הרווח התפעולי לפני מס נדרשות לעבור מספר התאמות, וזאת בכדי לאמוד את ההשקעה הנדרשת עבור אותם נכסים המייצרים את תחזית ההכנסות. סעיפים אלו כוללים סעיפים שאינם נזילים (non-cash item) אשר אותם מוסיפים לתזרים המזומנים (פחת והפחתות), השקעות הוניות נדרשות לצורך שמירה על הקיים וכן השקעות בהון חוזר.

### השקעות בהון חוזר

ההון החוזר של החברה מורכב מלקוחות, ספקים, מלאי, וכן מהון חוזר אחר. יתרת ההון החוזר של היחידה מניבת מזומנים ליום ה-31 בדצמבר, 2023 הסתכמה לכ-145 מיליון ש"ח, אשר כוללת את ההון החוזר התפעולי של החברה בכללותה בגובה של כ-165 מיליון ש"ח (להרבה ראה פרק דוחות כספיים) ובניכוי ההון החוזר של פעילות הציוד המשרדי בגובה של כ-20 מיליון ש"ח אשר אינו חלק מעבודה זו.

ההון החוזר המייצג נקבע בהתבסס על ממוצע ימי ההון החוזר בשנים 2020-2023 כדלקמן:

- ימי לקוחות (\*) - 114.
- ימי ספקים - 75.
- ימי מלאי - 57.
- ימי הון חוזר אחר - 4% (מינוס) מההכנסות.

(\*) בהתאם להנהלת החברה, בשנת 2023 בוצע פקטורינג לקוחות (ניכיון) בסך של כ-159.5 מיליון ש"ח כך שיתרת הלקוחות בדוחותיה הכספיים של החברה מגלמת ניכיון לקוחות בסכום הנ"ל. כחלק מחישוב ימי הלקוחות, נוטרלה השפעת הניכיון הנ"ל, וזאת לצורך חישוב ימי הלקוחות המייצגים של החברה. יצוין כי ניכיון הלקוחות נלקח בחשבון (כיתרת לקוחות ברוטו) גם בחישוב יתרת הפתיחה של ההון החוזר נכון ליום ה-31 בדצמבר, 2023, שהסתכמה בכ-305 מיליון ש"ח (ללא הון חוזר בגין ציוד משרדי).

## בחינה לירידת ערך

### התאמות לתזרים המזומנים (המשך)

#### השקעות הוניות (CapEx)

תחזית ההשקעות ההוניות של החברה כוללת את כל ההשקעות ההוניות בגין שמירה על הקיים ובעיקר בגין מכונות הייצור, והן כוללות השקעות נוספות שתידרשנה בפרויקט ההסבה של מכונה 4 בשנת 2024, ולהרחבת קו ייצור האריזות (למעבר 140 טון) בשנת 2027. תחזית ההשקעות כוללת גם השקעה בחכירות עתידיות (IFRS 16), והכל כפי שהתקבלה מהנהלת החברה. בשנה המייצגת הונחו השקעות בגובה הפחת החזוי לשנה זו.

#### הוצאות פחת והפחתות

הוצאות הפחת וההפחתות הן בהתאם לתחזית שהתקבלה מהנהלת החברה וכוללות את סך הוצאות הפחת בגין שצפויות להיות מוכרות במסגרת פעילות תחום הקרטון ותחום הנייר הלבן. תחזית הפחת נבחנה על ידנו ביחס להיקף ההשקעות בעבר ובשנות התחזית.

### ניתוחי רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעור ההיוון לאחר מס ושינוי של 0.25% בשיעור הצמיחה הטרמינלית, על שווי השימוש (באלפי ש"ח):

11.50%	11.00%	10.50%	10.00%	9.50%	
2,590,925	2,766,068	2,963,607	3,188,035	3,445,131	2.50%
2,632,406	2,814,545	3,020,675	3,255,775	3,526,297	2.75%
2,676,326	2,866,051	3,081,549	3,328,354	3,613,707	3.00%
2,722,909	2,920,881	3,146,620	3,406,309	3,708,110	3.25%
2,772,403	2,979,365	3,216,339	3,490,260	3,810,379	3.50%

## פרק 6

# בחינת הצורך במדידת ירידת ערך

## בחינת הצורך במדידת ירידת ערך

### הערך בספרים של היחידה מניבת המזומנים

לאחר שמצאנו את סכום בר-ההשבה של היחידה מניבת המזומנים, נשווה אותו לערך של היחידה בספרי ורידיס. באם ורק אם ימצא, כי הסכום בר-ההשבה של היחידה מניבת המזומנים נמוך מן הערך בספרים, אזי תידרש ורידיס לבצע הפחתה בהתאם.

הערך בספרים כולל הן את הנכסים והתחייבויות התפעוליים כפי שמופיעים בפרק דוחות כספיים לעיל, למעט הערך בספרים של פעילות הציוד משרדי. ערך בספרים זה כולל גם את המוניטין ואת כל הפרשים המקוריים שהוכרו בדוחות ורידיס בגין עסקת המיזוג.

להלן סך הערך הפנקסני של היחידה מניבת המזומנים:

אלפי ש"ח	31.12.23
הון חוזר תפעולי (*)	324,545
נכסים תפעוליים אחרים	1,315,397
בנטרול: מגזר ציוד משרדי	(57,697)
<b>יתרת הפרשים מקוריים:</b>	
רכוש קבוע	1,021,973
קשרי לקוחות	97,544
מוניטין	296,476
נכסי זכות שימוש	(10,633)
עתודה למס בגין הפרשים מקוריים	(240,588)
<b>סה"כ ערך בספרים</b>	<b>2,747,016</b>

(\*) ההון החוזר התפעולי מחושב בנטרול השפעת ניכיון לקוחות בסך 159.5 מיליוני ש"ח בהלימה עם כך שהשפעת הניכיון נטרלה גם מיתרת הפתיחה של ההון החוזר בתחזית תזרים המזומנים וגם לצורך חישוב ימי הלקוחות.

לפירוט ההון החוזר והנכסים התפעוליים האחרים ראה פרק דוחות כספיים.

### בחינת הצורך במדידת ירידת ערך

בהתבסס על עבודתנו והמצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון ליום 31 בדצמבר, 2023, שווי השימוש (סכום בר ההשבה) של היחידה מניבת מזומנים גבוה מהערך בספרים, ולפיכך לא נדרשת הפרשה לירידת ערך.

הטבלה להלן מציגה את תוצאות הבחינה לירידת ערך (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31/12/2023
שווי פעילות	3,081,549
ערך בספרים	2,747,016
<b>ירידת ערך</b>	<b>-</b>



## נספח – גילויים נדרשים תקנה 8 לתקנות ניירות ערך

### גילויים נדרשים לפי תקנה 8 לתקנות ניירות הערך

בהתאם לתקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקנה 8"), בדבר הגילויים הנדרשים עבור הערכות השווי המצורפות לדוחות הכספיים (להלן: "הגילויים הנדרשים"), להלן יובאו הגילויים הנדרשים הנוספים (מעבר לאלו שפורטו לאורך המסמך):

#### השוואה לעבודות קודמות:

ביצענו עבור ורידיס בחינה לירידת ערך עבור השקעתה באינפיניה ליום 30 ביוני 2023, בהתאם להוראות IAS36. בבחינה זו נקבעו התוצאות כדלקמן:

אלפי ש"ח	30/06/2023
שווי פעילות	2,971,698
ערך בספרים	2,854,556
<b>ירידת ערך</b>	<b>-</b>

להלן תמצית השינויים העיקריים שחלו בהנחות בין מועד הערכת השווי ליום 30 ביוני, 2023, לבין הבחינה הנוכחית ליום 31 בדצמבר, 2023:

- שיעור ההיוון עלה מכ- 10% לכ- 10.5%.
- עדכונים רחביים בתחזית החברה בעיקר בעקבות הטמעת התייעלויות וסינרגיות בין ורידיס לבין החברה אשר בוצעו במחצית השנייה לשנת 2023 ועד למועד ההערכה.

28 במרץ 2024

א.ג.נ.,

**הנדון: אישור הכללת עבודת בחינה לירידת ערך אינפיניה בע"מ בתשקיף מדף של ורידיס אינוורונמנט בע"מ  
(להלן: "החברה") מחודש מאי 2021**

הרינו להודיעכם כי אנו מסכימים להכללת עבודתנו הכלכלית מיום 28 במרס 2024 בנושא בחינה לירידת ערך אינפיניה בע"מ ליום 31 בדצמבר 2023, לרבות בדרך של הפניה, לדוח התקופתי של החברה לשנת 2023 וכן לדוחות הצעת מדף שתפרסם החברה מכח תשקיף המדף של החברה, כפי שיהיו מעת לעת.

אנו מסכימים כי מכתבנו זה ייכלל בדוח התקופתי של החברה.

**BDO זיו האפט**  
**ייעוץ וניהול בע"מ**