

ורידים אינווירומנט בע"מ הקצאת עלות רכישה- אינפיניה בע"מ

ליום 6 בפברואר, 2023



שלום רב,

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.

החשובים 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 9ב 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, לשפותנו 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: "ורידיס" ו/או "הקבוצה" ו/או "מזמינת העבודה") לבצע הקצאת עלות רכישה בגין עסקה אשר במסגרתה רכשה 70% מהון המניות של חברת אינפיניה בע"מ (להלן: "אינפיניה" ו/או "החברה"). עסקת הרכישה הושלמה ביום ה-6 בפברואר 2023 (להלן: "מועד ההערכה" ו/או "מועד הקלוזינג") והחל ממועד זה מחזיקה ורידיס ב-70% מהון המניות של אינפיניה.

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 11 בספטמבר, 2023.

ממצאינו ישמשו את ורידיס, הנהלתה ומבקריה, למטרות דיווח פיננסי במסגרת עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין לרבות בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 3 "צירופי עסקים" (להלן: "IFRS 3"). 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.

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.

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.

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.

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 2021-2022 ודוחות כספיים סקורים ליום 1 בפברואר, 2023, לרבות פירוט הרכב הסעיפים המאזניים;
- שמאיות מקרקעין, ציוד ומכונות, שבבעלות החברה, שבוצעו על ידי מומחים חיצוניים (להרחבה, ראה נספח ה');;
- תחשיבי שווי למלאים שברשות החברה, ולהתחייבות בגין חכירה, שבוצעו על ידי הנהלת ורידיס.
- ניירות עבודה נוספים והסברים שונים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה;
- מידע גלוי לציבור;
- שיחות עם אנשי מפתח בחברה:
 - בני בר און, סמנכ"ל כספים, ורידיס.
 - ליאור הלמן, סמנכ"ל כספים (לשעבר), אינפיניה.
 - אהרון ביניאשוילי, חשב, ורידיס.
 - יהונתן דרפול, כלכלן ראשי, אינפיניה.
 - נתן גרמפל, חשב, אינפיניה.

תמצית ממצאים

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, להלן תמצית הקצאת עלות הרכישה של ורידיס:

אלפי ש"ח	מגזר קרטון	מגזר נייר לבן	אחרים	חוב נטו (כולל מיסים נדחים)	סה"כ
מזומן ששולם					1,662,781
שווי הוגן זשמ"ש (30%)					712,620
סה"כ תמורה	2,595,965	316,855	60,345	(597,764)	2,375,401
הון נרכש	1,542,086	175,924	64,374	(761,074)	1,021,307
הפרש מקורי	1,053,879	140,931	(4,029)	163,310	1,354,094
ייחוס ההפרש המקורי					
קשרי לקוחות	95,571	15,169	-	-	110,740
כסי זכות שימוש	(9,694)	-	(5,232)	-	(14,926)
התחייבות בגין חכירה	-	-	-	52,014	52,014
רכוש קבוע	891,090	166,531	-	-	1,057,621
נדל"ן להשקעה	-	-	-	57,697	57,697
מלאי	2,089	(6,310)	-	-	(4,221)
נדל"ן לא תפעולי	-	-	-	114,000	114,000
אופציית רכש מבעלי הזשמ"ש	-	-	-	(12,461)	(12,461)
מחיקת נב"מ ישנים	(5,196)	-	-	-	(5,196)
הפרשות	(1,650)	-	-	-	(1,650)
עתודה למס	(211,861)	(37,403)	1,203	(47,940)	(296,001)
מוניטין P.N	293,530	2,944	-	-	296,476

בכבוד רב,
רו"ח שגיב מזרחי, שותף
BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ
נחתם בתאריך: 31.1.2024

תוכן עניינים

1	תיאור החברה הרוכשת
3	תיאור החברה הנרכשת
10	תיאור העסקה
12	הסביבה העסקית
18	תוצאות הפעילות העסקית
24	מתודולוגיה
31	הערכת שווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים
40	ממצאים
43	נספחים

פרק 1

תיאור החברה הרוכשת

תיאור החברה הרוכשת

ורידים

ורידים הינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לנ"ע בתל אביב החל מחודש יוני 2021. בעלי המניות העיקריים של החברה הינם דלק רכב אשר רכשה את השליטה בחברה בחודש יולי 2018 ומחזיקה, נכון למועד העסקה, בכ-12% ובכ-20% ממניות הקבוצה, בהתאמה.

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 ורידים.

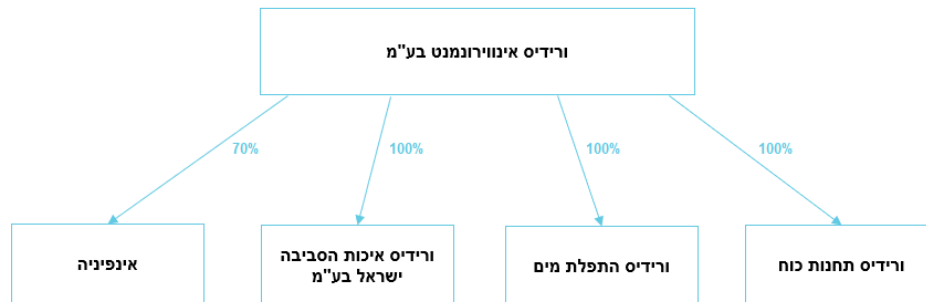
הקבוצה פועלת החל משנת 1993 בתחומי הסביבה והתשתיות. עד למועד השלמת העסקה, ורידים פעלה בשלושה תחומי פעילות כדלקמן:

- **איכות הסביבה:** פעילות הקבוצה בתחום איכות הסביבה מבוצעת באמצעות חברת ורידים איכות הסביבה ישראל וחברות המוחזקות על ידה. עיקר הפעילות הינה איסוף פסולת, הקמה והפעלה של תחנות מעבר, מיון, מיחזור, ייצור RDF, ייצור קומפוסט והטמנה, וכן טיפול ושריפה של פסולת מסוכנת.
- **התפלת מים:** פעילות הקבוצה בתחום התפלת מים מבוצעת באמצעות חברת ורידים התפלת מים. עיקר הפעילות הינה התפלת מי ים המבוצעת באמצעות החזקה ב-50% בו.י.ד (חברה כלולה), הזכיין של מתקן ההתפלה באשקלון, והחזקה ב-100% ב-אדום (חברה מאוחדת), המפעיל של מתקן ההתפלה.
- **אנרגיה:** פעילות הקבוצה בתחום האנרגיה מבוצעת באמצעות חברת ורידים תחנות כוח וחברות המוחזקות על ידה. עיקר הפעילות הינה הפעלה ותחזוקה של תחנות כוח וכן ביצוע פרויקטים בתחום התייעלות אנרגטית, שירותי מיזוג אויר וייצור חשמל מביו גז מטמנות.

החל ממועד השלמת העסקה נוספו לחברה תחומי פעילות חדשים, המהווים מגזרי ברי דיווח וגם יחידות מניבות מזומנים נפרדות בראי ורידים:

- **תחום הקרטון:** עיקר פעילות הקבוצה בתחום זה הינה מתן שירותי איסוף, עיבוד ומחזור פסולת קרטון, ייצור ומכירת גלילי נייר ממוחזרים לקרטון וייצור ומכירת מוצרי אריזה מקרטון גלי ואריזות למוצרי צריכה ללקוחות.
- **תחום נייר לבן:** עיקר הפעילות הינה ייצור ו/או ייבוא של ניירות כתיבה והדפסה ומכירתם.
- **אחרים:** כולל בעיקר פעילות בתחום מכירת צרכי משרד ללקוחות עסקיים (שיווק צרכי משרד) וכן הכנסות מהשכרת נכסי נדל"ן.

להלן תרשים מבנה האחזקות של הקבוצה לאחר העסקה:



פרק 2

תיאור החברה הנרכשת

תיאור החברה הנרכשת

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. החברה מהווה מקור תעסוקה לכ-1,500 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 יתרונות 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. נציין כי החל מיום 12 ביולי 2023 ורידיס מחזיקה באינפיניה ב-100%, אך עסקה זו לא קיבלה התייחסות בעבודת ה-PPA שנעשתה למועד הרכישה המקורי בלבד.

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".



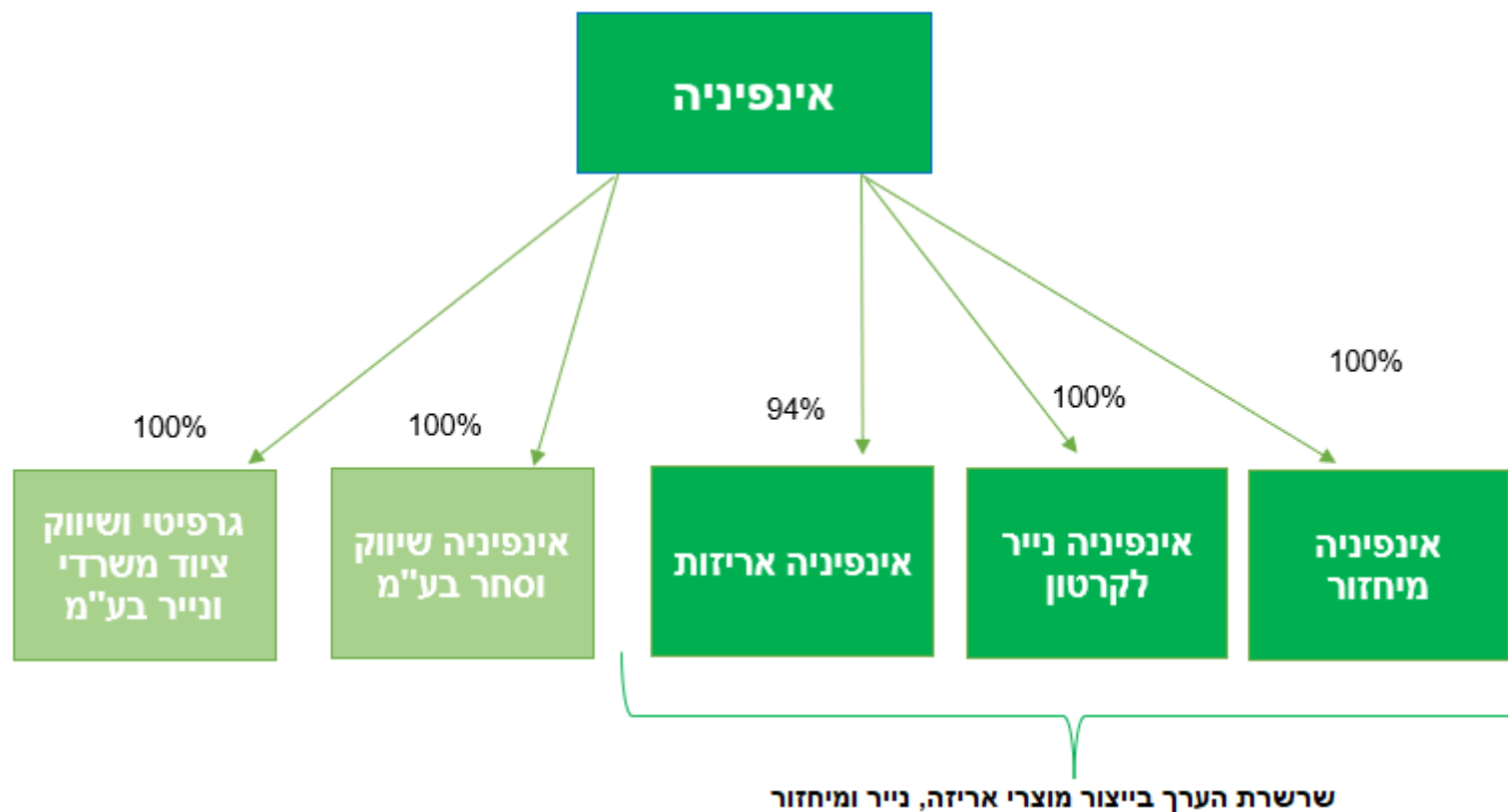
חברות הבת הפועלות בשרשרת הערך, שינו את שמן בהתאם:

- "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").

תיאור החברה הנרכשת

מבנה החזקות

להלן מבנה ההחזקות של החברה:



תיאור החברה הנרכשת

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 גיליני נייר ממוחזר לקרטון. פסולת הקרטון מספקת סיבים ממוחזרים שהם תחליף לסיבי התאית הבתולית, המשמשים גם הם חומר גלם לייצור גיליני 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 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 2022 כ-92% מכמות פסולת הקרטון והנייר שטופלה על ידי אינפיניה מיחזור שימשה את הקבוצה בפעילות ייצור גיליני נייר לקרטון (בהשוואה לשיעור של 90% בשנת 2021).

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 2021 ו-2022, לעומת כושר התפוקה הפוטנציאלי:

באלפי טונות	כושר תפוקה פוטנציאלי	תפוקה בפועל 2022	תפוקה בפועל 2021
מודיעין	255	164	156
חדרה	225	98	100
סה"כ	480	262	256

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

בשנים 2021 ו-2022 אינפיניה מיחזור אספה ורכשה פסולת קרטון ונייר בישראל בהיקף של כ-323 ו-306 אלפי טונות, בהתאמה. בשנים 2021 ו-2022 עמד שיעור הפסולת הנרכשת על ידי אינפיניה מיחזור (מתוך סך היקף האיסוף והרכש) מחברות איסוף נוספות, על כ-30% וכ-28%, בהתאמה. לאינפיניה מיחזור לא קיימת תלות בספק ספציפי.

תיאור החברה הנרכשת

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-30% במהלך שנת 2022) 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 2022, כ-84% מתוצרת החברה בתחום גלילי נייר לקרטון, נמכרה בשוק המקומי וזאת בהשוואה לשיעור של כ-79% בשנת 2021. כ-30% 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 2022 בכ-278 אלפי טונות ובשנת 2021 בכ-260 אלפי טונות. במהלך שנת 2022 חלה עלייה של כ-7% בכמויות שנמכרו בשוק המקומי לאור עלייה בביקוש של לקוחותיה המקומיים האחרים של אינפיניה נייר לקרטון.

בנוסף למכירות בשוק המקומי, אינפיניה נייר לקרטון מייצאת ללקוחות שונים בחו"ל. היקף המכירות הכמותי ללקוחות בחו"ל עמד בשנת 2022 על כ-16% ממחזור המכירות שלה. לחברה אשר נחשבת למנופול 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.

תיאור החברה הנרכשת

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 2021 ו-2022:

באלפי טונות	כושר תפוקה פוטנציאלי	תפוקה בפועל 2022	תפוקה בפועל 2021
מכונה 2	כ-80	69	73
מכונה 8	כ-240	229	231
סה"כ	כ-320	298	304
מכונה 4 (חלק מתהליך ההסבה)	(*) -	32	20

(*) על רקע הליך ההסבה של מכונה 4, בשנים 2021-2022 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 2022, 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 2022, כושר התפוקה השנתי של אינפיניה אריזות בקרטון גלי נאמד בכ-125 אלפי טונות. הייצור בפועל, בשנת 2022, הגיע ל כ-90% מכושר התפוקה.

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 2021 ו-2022 היוו כ-81% וכ-80%, 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.

תיאור החברה הנרכשת

אינפיניה (המשך)

נייר לבן

בתחום פעילות הנייר הלבן עוסקת אינפיניה בייצור ושיווק ניירות כתיבה והדפסה ללקוחות בארץ ובחו"ל והינה היצרן היחיד של נייר לבן בישראל. אינפיניה משווקת ניירות כתיבה והדפסה לבתי דפוס, הוצאות לאור, משווקי ציוד משרדי, יצרני מוצרי נייר וכן לסיטונאים הפועלים מול לקוחות קטנים יותר. מרבית המוצרים מיוצרים על ידי אינפיניה ומקצתם נרכשים ומיובאים כמוצרים מוגמרים.

בשנים האחרונות נמשכה המגמה העולמית של ירידה בביקוש לניירות כתיבה והדפסה, בעיקר בשל המעבר לשימוש במדיה דיגיטלית. כמענה לירידה בביקוש, החברה פעלה להתאמת היקף הייצור, זאת על ידי תהליך הסבת מכונה 4 אשר יפורט בהמשך, ובכך צמצמה את ההשפעה השלילית על הרווחיות של התחום.

בנוסף לפעילות הייצור החברה משלימה את סל מוצריה באמצעות יבוא נייר (כגון נייר מצופה, נייר דופלקס וניירות מיוחדים אותם היא אינה מייצרת) מאירופה והמזרח הרחוק ומכירתו בישראל. בשנת 2022 החברה יבאה ומכרה כ- 25 אלף טונות של ניירות כתיבה והדפסה (בהשוואה להיקף של כ- 21 אלף טונות בשנת 2021).

שיווק צרכי משרד

פעילות תחום שיווק צרכי משרד מתמקדת בשיווק ציוד משרדי, נייר צילום, מוצרי קידום מכירות, ציוד אלקטרוניקה, ריהוט משרדי, קפה ומזון יבש, מוצרי נייר טואלט, מוצרי ניקיון והיגיינה, מוצרי קידום מכירות ועוד. פעילות תחום שיווק צרכי המשרד מבוצעת באמצעות חברת הבת גרפיטי.

גרפיטי משווקת צרכי משרד בעיקר ללקוחות עסקיים, גופים מוסדיים, רשתות וחנויות, בשיטה של מכירה באמצעות אנשי מכירות, באמצעות מוקד מכירה ושירות טלפוני ובאמצעות אתר אינטרנט. בתחום הפעילות פועלים ספקים ומשווקים מקומיים רבים. כמו כן, גרפיטי, באמצעות חברה בת בבעלותה, עטר שיווק ציוד משרדי בע"מ, מפיצה באופן בלעדי מותגים בינלאומיים מובילים בתחום הציוד המשרדי בישראל.

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 2022, כ-32 אלף טון גלילי נייר לקרטון יוצרו על ידי מכונה 4 הודות להתקדמות הליך ההסבה. בהתאם לתחזית, תפוקת מכונה 4 צפויה לעמוד החל 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 שנתרו לה בסך של כ-140 מיליון ש"ח. כמו כן לפי הנהלת החברה, סך עלויות פרויקט ההסבה צפויות להסתכם לכ-170 מיליון ש"ח.

פרק 3

תיאור העסקה

תיאור העסקה

עסקת המיזוג

ביום ה-6 בפברואר 2023 הושלמה עסקת המיזוג בין החברה מצד אחד, לבין ורידיס, קרן תשתיות ישראל איי וי, שותפות מוגבלת (להלן: "תש"י" וביחד עם ורידיס "הרוכשות") וורידיס 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. חלקה של ורידיס בעסקה הוא 70% וחלקה של תש"י הוא 30%.

ורידיס מימנה את חלקה בתמורה (סכום של כ-1.66 מיליארד ש"ח) באמצעות נטילת הלוואות מתאגידיים בנקאיים בסך כולל של 900 מיליוני ש"ח, הנפקת זכויות בסך של כ-715 מיליוני ש"ח וממקורותיה העצמאיים.

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.

פרק 4

הסביבה העסקית

הסביבה העסקית

פסולת קרטון ופעילות האיסוף

מפעלי הייצור של גלילי נייר 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. רמת המחירים הגבוהים נשמרה גם בחציון הראשון של שנת 2022 והחל מהרבעון השלישי של שנת 2022 חל שינוי מגמה ונרשמה ירידה במדד מחירי המכירה. להערכת החברה, הירידה בביקוש ל-OCC קשורה, בין היתר, למשבר האנרגיה באירופה אשר הוביל יצרני גלילי נייר לקרטון להקטנת היקף הייצור בשל חוסר כדאיות כלכלית. מגמה זו עשויה להוזיל את עלויות רכש ה-OCC ולהקל על עלויות האיסוף, של החברה.

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 גליים 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):



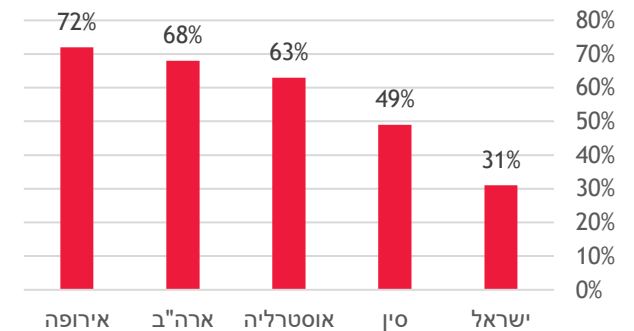
כפי שניתן לראות, שנת 2020 התאפיינה בתנודתיות גבוהה וחוסר יציבות של מחירי ה-OCC, כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה. בתחילת השנה הסגרים הכלליים שהוטלו על מדינות רבות, ובכלל זה על המשק הישראלי, כחלק מהתמודדות עם הנגיף, באו לידי ביטוי, בין היתר, בזמינות נמוכה של פסולת קרטון ונייר לצד ביקושים הולכים וגוברים לגלילי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

הסביבה העסקית

פעילות ייצור גלילי נייר לקרטון

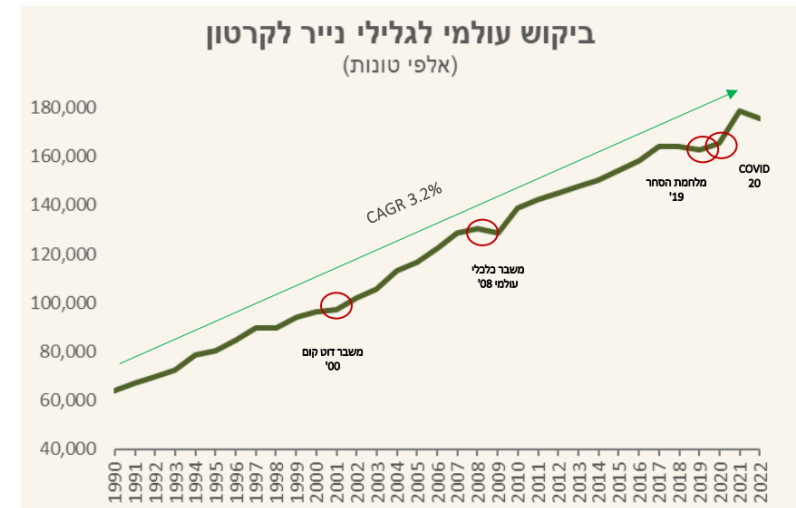
המגמה השנייה היא המודעות והעיסוק ההולך וגובר בעולם כולו בנושא הקיימות ואיכות הסביבה, ובכלל זה, במעבר לשימוש באריזות ממוחזרות ו/או ניתנות למיחזור מקרטון חלף אריזות פלסטיק. להערכת החברה, המעבר משימוש בפלסטיק לשימוש בנייר ובקרטון לצרכי אריזה, עתיד להוות גורם ביקוש משמעותי בשנים הבאות. מניתוח המגמה רבת השנים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

בשנת 2020, בעולם ובישראל, הביקוש לגלילי נייר לקרטון נותר יציב ומרבית המפעלים המייצרים גלילי נייר לקרטון המשיכו לייצר גם בתקופות הסגרים וההגבלות שהוטלו במשק (כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה). בשלהי שנת 2020 הוצאה מגמת הגידול בביקוש לגלילי נייר לקרטון אל תוך שנת 2021, לשיעור המוערך בכ-5%-6%. העלייה בביקוש, בצד הקושי בשינוע גלילי נייר לקרטון ממדינה למדינה, שנבעה מעיכובים ומהתייקרות בהובלה ימית, הובילו לעלייה חדה וניכרת במחירי המכירה, בעולם ובארץ, במהלך שנת 2021 ועד לסוף המחצית הראשונה של שנת 2022. בהמשך שנת 2022 נבלמה מגמת העלייה ובסופה התהפכה המגמה ומחירי המכירה החלו לרדת. במחצית השנייה של שנת 2022 החלו סימני התמתנות בביקוש העולמי עקב האטת הכלכלות בעולם, עליית הריבית והצטברות מלאי שהוזמן בתקופות קודמות והגיע באיחור ניכר. ההאטה בביקוש נמשכה גם במהלך 2023 עד למועד הערכת השווי.

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.

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:



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".

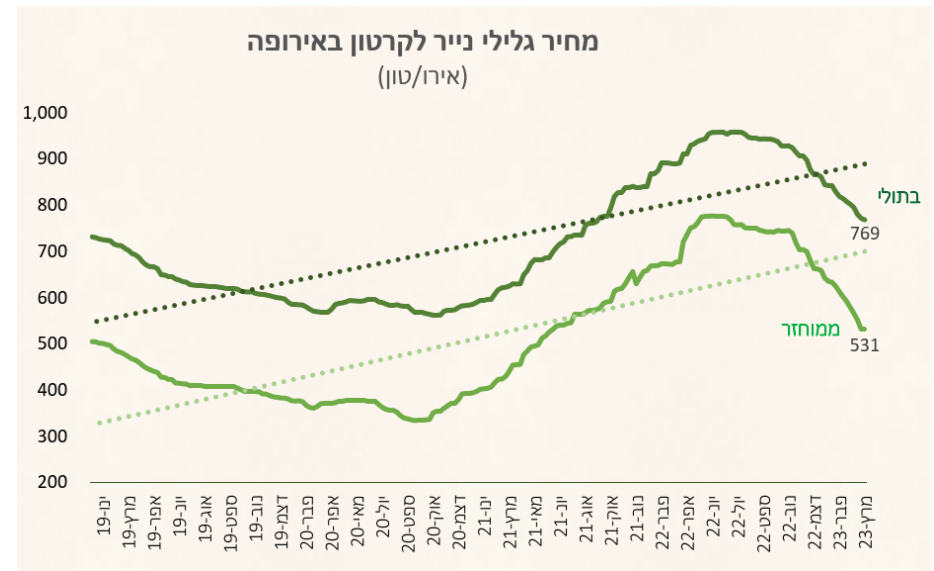
הסביבה העסקית

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, Paper International, Westrock), 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 הינו כ-65%. בשנת 2022, עלה נתח השוק של הקבוצה בשוק הישראלי, לנוכח הביקוש הגואה בעולם, השיעור הגבוה של אמצעי הייצור, עליה במחירי הנייר בעולם וקושי לוגיסטי משמעותי ביבוא מוצרים לישראל, בלוח זמנים, בהיקף ובתזמון הנדרש בחומר גלם מרכזי.

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, בשנת 2022, המשיכה להיות גבוהה. למיטב ידיעת החברה ובהתבסס על מידע והערכותיה הפנימיות, בשוק האריזה מקרטון בישראל פועלות ארבע חברות עיקריות: אינפיניה אריזות, ימ"א ייצור מוצרי אריזה, בסט קרטון בע"מ, וקבוצת פלסטו-קרגל בע"מ. להערכת אינפיניה אריזות לארבעת היצרנים המקומיים פעילות בהיקפים דומים.

להערכת החברה, בשנת 2022 תעשיית הקרטון הגלי בישראל, עיבדה כ-410 אלפי טונות גלילי נייר לקרטון (בתולי וממוחזר) והיקף המכירות בתחום בשנה זו מוערך בכ-1.6 מיליארד ש"ח.

פרק 5

תוצאות הפעילות העסקית

תוצאות הפעילות העסקית

מאזני החברה

להלן הדוחות הכספיים המאוחדים והמבוקרים של החברה לימים 31 בדצמבר 2021-2022, וכן דוחות כספיים המאוחדים והסקורים ליום 1 בפברואר 2023 (אלפי ש"ח):

01.02.23	31.12.22	31.12.21	אלפי ש"ח	01.02.23	31.12.22	31.12.21	אלפי ש"ח
התחייבויות שוטפות				נכסים שוטפים			
498,244	208,181	193,000	אשראי מתאגידים בנקאיים	129,731	87,624	199,742	מזומנים ושווי מזומנים
-	114,952	57,476	חלויות שוטפות של אגרות חוב	552,059	548,859	567,016	לקוחות
64,337	64,454	60,980	חלויות שוטפות של התחייבות בגין חכירה	20,909	16,741	8,217	חייבים ויתרות חובה
314,576	308,658	319,477	ספקים ונותני שירותים	272,326	280,942	210,438	מלאי
93,537	69,651	93,026	זכאים ויתרות זכות	12,461	12,461	17,461	אופציות רכש מהזמ"ש
7,598	7,598	7,500	התחייבויות פיננסיות דרך רווח הפסד				
13,593	13,771	15,479	התחייבות בגין הטבות עובדים				
991,885	787,265	746,938	סה"כ התחייבויות שוטפות	987,486	946,627	1,002,874	סה"כ נכסים שוטפים
התחייבויות בלתי שוטפות				נכסים בלתי שוטפים			
-	116,358	232,420	אג"ח	1,009,177	995,343	968,598	רכוש קבוע, נטו
303,291	305,125	321,176	התחייבות בגין חכירה	330,540	332,335	344,418	נכס זכות שימוש
83,965	88,136	43,360	התחייבות בגין מיסים נדחים	76,000	76,000	61,100	נדל"ן להשקעה
19,801	20,112	20,082	התחייבות בגין הטבות לעובדים	13,704	13,870	17,684	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
				3,342	3,379	2,920	נכסי מיסים נדחים
407,057	529,731	617,038	סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות	1,432,763	1,420,927	1,394,720	סה"כ נכסים בלתי שוטפים
1,021,307	1,050,558	1,033,618	הון עצמי				
2,420,249	2,367,554	2,397,594	סה"כ התחייבויות והון	2,420,249	2,367,554	2,397,594	סה"כ נכסים

(*) יצוין כי בהתאם להנהלת החברה, למעט פדיון אג"ח עליו מפורט בפרק "תיאור העסקה" אשר קיבל ביטוי בדוחות להלן לא חלו שינויים מהותיים במצבה הכספי של החברה מיום ה-1 בפברואר, 2023, ועד למועד השלמת העסקה.

תוצאות הפעילות העסקית

מאזני החברה (המשך)

להלן מאזן החברה למועד צירוף העסקים, תוך חלוקת הנכסים וההתחייבויות למגזרי הקרטון, נייר לבן ואחרים כן לחוב נטו (אלפי ש"ח) (**):

חוב נטו	אחרים	נייר לבן	קרטון	מאוחד	אלפי ש"ח	חוב נטו	אחרים	נייר לבן	קרטון	מאוחד	אלפי ש"ח
התחייבויות שוטפות						נכסים שוטפים					
498,244	-	-	-	498,244	אשראי מתאגידים בנקאיים	129,731	-	-	-	129,731	מזומנים ושווי מזומנים
64,337	-	-	-	64,337	חלויות שוטפות של התחייבות בגין חכירה	-	58,460	92,051	401,548	552,059	לקוחות
-	55,526	62,818	196,232	314,576	ספקים ונותני שירותים	-	4,552	194	16,164	20,909	חייבים ויתרות חובה
5,372	52,613	1,980	33,571	93,537	זכאים ויתרות זכות	-	14,427	111,391	146,507	272,326	מלאי
7,598	-	-	-	7,598	התחייבויות פיננסיות דרך רווח והפסד	12,461	-	-	-	12,461	אופציות רכש מהזשמ"ש
-	1,386	-	12,206	13,593	התחייבות בגין הטבות עובדים	סה"כ נכסים שוטפים					987,486
575,551	109,525	64,798	242,009	991,885	סה"כ התחייבויות שוטפות	142,192	77,439	203,636	564,219	987,486	סה"כ נכסים שוטפים
התחייבויות בלתי שוטפות						נכסים בלתי שוטפים					
303,291	-	-	-	303,291	התחייבות בגין חכירה	-	28,380	37,086	943,712	1,009,177	רכוש קבוע, נטו
83,965	-	-	-	83,965	התחייבות בגין מיסים נדחים	-	66,612	-	263,929	330,540	נכס זכות שימוש
19,801	-	-	-	19,801	התחייבות בגין הטבות לעובדים	76,000	-	-	-	76,000	נדל"ן להשקעה
סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות						סה"כ נכסים בלתי שוטפים					
407,057	-	-	-	407,057	סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות	79,342	96,460	37,086	1,219,876	1,432,763	סה"כ נכסים בלתי שוטפים
(761,074)	64,374	175,924	1,542,086	1,021,307	הון עצמי						
221,534	173,899	240,722	1,784,095	2,420,249	סה"כ התחייבויות והון	221,534	173,899	240,722	1,784,095	2,420,249	סה"כ נכסים

(**) הקצאת המאזן המאוחד של החברה בוצעה על ידי הנהלת החברה כאשר כל הנכסים, ההתחייבויות וההון העצמי הוקצו בין המגזרים קרטון, נייר לבן (פעילות סחר ופעילות ייצור) ואחרים. בהמשך לכך, בוצע ניתוח וסיווג כך שכל הנכסים וההתחייבויות שאינם תפעוליים סווגו כחוב נטו, ולמגזר אחרים. מגזר אחרים כולל בעיקר את פעילות גרפיטי ואת מטה החברה, שהוגדר כנכס עודף שאינו תפעולי לצרכי הקצאת עלות הרכישה.

תוצאות הפעילות העסקית

מאזן כלכלי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן המאזן הכלכלי של החברה לימים 31 בדצמבר 2021-2022, וליום 1 בפברואר, 2023 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.21	31.12.22	01.02.23
הון חוזר	378,780	459,836	428,960
חוב נטו	(635,422)	(666,069)	(680,451)
נכסים תפעוליים אחרים	1,330,700	1,341,548	1,353,421
מיסים נדחים	(40,440)	(84,757)	(80,623)
סה"כ	1,033,618	1,050,558	1,021,307

הון חוזר תפעולי

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

הון חוזר תפעולי	31.12.21	31.12.22	01.02.23
לקוחות	567,016	548,859	552,059
מלאי	210,438	280,942	272,326
ספקים ונותני שירותים	(319,477)	(308,658)	(314,576)
הון חוזר אחר	(79,197)	(61,307)	(80,849)
סה"כ הון חוזר תפעולי	378,780	459,836	428,960

נכסים תפעוליים אחרים

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

נכסים תפעוליים אחרים	31.12.21	31.12.22	01.02.23
רכוש קבוע, נטו	968,598	995,343	1,009,177
נכס זכות שימוש	344,418	332,335	330,540
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	17,684	13,870	13,704
סה"כ נכסים תפעוליים אחרים	1,330,700	1,341,548	1,353,421

חוב פיננסי נטו ונכסים עודפים

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

חוב נטו	31.12.21	31.12.22	01.02.23
מזומנים ושוי מזומנים	199,742	87,624	129,731
אופציות רכש מהזשמ"ש	17,461	12,461	12,461
נדל"ן להשקעה	61,100	76,000	76,000
אשראי מתאגידים בנקאיים	(193,000)	(208,181)	(498,244)
חלויות שוטפות של אגרות חוב	(57,476)	(114,952)	-
חלויות שוטפות של התחייבות בגין חכירה	(60,980)	(64,454)	(64,337)
התחייבויות פיננסיות דרך רווח והפסד	(7,500)	(7,598)	(7,598)
אג"ח	(232,420)	(116,358)	-
התחייבות בגין חכירה	(321,176)	(305,125)	(303,291)
התחייבות בגין הטבות לעובדים	(20,082)	(20,112)	(19,801)
ריבית שנצברה	(118)	(269)	(238)
הפרשה להתחייבויות תלויות	(20,973)	(5,105)	(5,134)
סה"כ חוב נטו	(635,422)	(666,069)	(680,451)

דוחות כספיים

מאזן כלכלי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן המאזן הכלכלי של החברה ליום 1 בפברואר, 2023, תוך חלוקה למגזרי הפעילות השונים:

אלפי ש"ח	מאוחד	קרטון	נייר לבן	אחרים	חוב, נטו
הון חוזר תפעולי	428,960	322,210	138,838	(32,086)	-
חוב, נטו	(680,451)	-	-	-	(680,451)
נכסים תפעוליים אחרים	1,353,421	1,219,876	37,086	96,460	-
נכסי מיסים נדחים	(80,623)	-	-	-	(80,623)
סה"כ מאזן כלכלי	1,021,307	1,542,086	175,924	64,374	(761,074)

נכסים תפעוליים אחרים

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי הנכסים התפעוליים האחרים ליום 1 בפברואר, 2023 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	מאוחד	קרטון	נייר לבן	אחרים
רכוש קבוע, נטו	1,009,177	943,712	37,086	28,380
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	13,704	12,235	-	1,468
נכס זכות שימוש	330,540	263,929	-	66,612
סה"כ נכסים תפעוליים אחרים	1,353,421	1,219,876	37,086	96,460

כפי שניתן לראות כל הנכסים התפעוליים האחרים שבחברה הוקצו בין מגזר קרטון, מגזר נייר לבן ומגזר אחרים שכאמור הנכסים הכלולים שם הוגדרו כנכסים עודפים.

הון חוזר תפעולי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי ההון החוזר התפעולי ליום 1 בפברואר 2023 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	מאוחד	קרטון	נייר לבן	אחרים
לקוחות	552,059	401,548	92,051	58,460
חייבים ויתרות חובה	20,909	16,164	194	4,552
מלאי	272,326	146,507	111,391	14,427
ספקים ונותני שירותים	(314,576)	(196,232)	(62,818)	(55,526)
זכאים ויתרות זכות	(88,166)	(33,571)	(1,980)	(52,613)
התחייבות בגין הטבות עובדים	(13,593)	(12,206)	-	(1,386)
סה"כ הון חוזר תפעולי	428,960	322,210	138,838	(32,086)

דוחות כספיים

רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד מבוקרים מאוחדים של החברה לשנים 2021-2022, וכן דוח רווח והפסד מאוחד סקור של החברה לתקופה של חודש שהסתיימה ביום ה-31 בינואר, 2023 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2021	2022	M1- 2023
הכנסות	1,643,932	1,842,714	151,940
% שינוי	11.1%	12.1%	-1.1%
עלות ההכנסות	(1,329,650)	(1,437,639)	(129,195)
רווח גולמי	314,282	405,075	22,745
% רווח גולמי	19.1%	22.0%	15.0%
הוצאות מכירה ושיווק	(159,013)	(168,894)	(13,794)
% מההכנסה	9.7%	9.2%	9.1%
הוצאות הנהלה וכלליות	(32,162)	(33,143)	(3,276)
% מההכנסה	2.0%	1.8%	2.2%
רווח תפעולי לפני אחרות	123,107	203,038	5,675
% רווח תפעולי לפני אחרות	7.5%	11.0%	3.7%
הוצאות (הכנסות) אחרות	1,170	(1,565)	30,523
רווח (הפסד) תפעולי	121,937	204,603	(24,848)
% רווח תפעולי	7.4%	11.1%	-16.4%
הוצאות מימון נטו	(24,366)	(41,727)	(8,555)
רווח לפני מיסים על הכנסה	97,571	162,876	(33,403)
% רווח לפני מס	5.9%	8.8%	-22.0%
הוצאות (הכנסות) מיסים על הכנסה	32,315	45,680	(3,584)
רווח (הפסד) נקי	65,256	117,196	(29,819)
% רווח נקי	4.0%	6.4%	-19.6%

בשנת 2022 חל גידול של כ-12.1% בהכנסות של החברה ביחס לשנת 2021 אשר הושג בין היתר כתוצאה מגידול בכמות פסולת הקרטון והנייר שנמכרה ומעלייה במחירי המכירה של הפסולת הנמכרת, וכן מגידול בביקושים לגילי נייר שהוביל גם לעלייה במחירי המכירה של גילי הנייר בעולם כולו.

כפי שניתן לראות שיעור הרווח הגולמי בשנת 2022 הסתכם בכ-22% וזאת בהשוואה לכ-19.1% בשנת 2021, ושיעור הרווח התפעולי הסתכם בכ-11% בהשוואה לכ-7.5% בשנת 2021. השיפור ברווחיות של החברה מוסבר בין היתר מעלייה בכמות הפסולת באיסוף עצמי אשר הקטינה את התלות ברכש יקר מצדדים שלישיים, ומגידול במחזורי הפעילות ובמחירי המכירה כאמור לעיל.

הירידה ברווחיות כפי שמשקפת בתוצאות החודש הראשון לשנת 2023 נובעת מירידה במחירי גילי הנייר בעולם שהחלה כבר ברבעון הרביעי של שנת 2022.

במהלך החודש הראשון של שנת 2023 רשמה החברה הפרשות לעלויות להשלמת עסקת המיזוג, כפי שתואר בהרחבה בפרק על העסקה, בסך של כ-30.52 מיליוני ש"ח אשר נרשמו כהוצאות אחרות. ההוצאות האחרות כוללות בין היתר עמלות תיווך, מענקי עובדים ונושאי משרה ושכ"ט יועצים.

פרק 6 מתודולוגיה

זיהוי הרוכש (המשך)

בצירוף עסקים המבוצע באמצעות העברת מזומנים ו/או נכסים אחרים ו/או באמצעות התהוותן של התחייבויות, הרוכש הוא בדרך כלל הישות שמעבירה את המזומנים ו/או הנכסים האחרים ו/או שמתהוות לה ההתחייבויות. בצירוף עסקים המבוצע באמצעות החלפה של זכויות הוניות, הרוכש הוא בדרך כלל הישות שמנפיקה את הזכויות ההוניות שלה. על אף האמור לעיל, לעיתים תהליך זיהוי הרוכש מורכב יותר ולכן יש לבחון סוגיה זו לעומק.

קביעת מועד הרכישה

בהתאם להוראות IFRS 3 "הרוכש יזהה את מועד הרכישה, שהוא המועד בו הוא משיג שליטה על הנרכש". בהתאם לתקן, בדרך כלל, המועד בו הרוכש משיג שליטה על הנרכש הוא המועד שבו הרוכש מעביר משפטית את התמורה, רוכש משפטית את הנכסים של הנרכש ונטל משפטית את ההתחייבויות של הנרכש (מועד הסגירה). אולם במקרים מסוימים עשוי הרוכש להשיג שליטה במועד מוקדם יותר או מאוחר יותר ממועד הסגירה. לדוגמה, מועד הרכישה קודם למועד הסגירה אם הסכם בכתב קובע שהרוכש משיג שליטה על הנרכש במועד שקודם למועד הסגירה. רוכש יביא בחשבון את כל העובדות והנסיבות הרלוונטיות לצורך זיהוי מועד הרכישה.

קביעת תמורת הרכישה

במסגרת המודל המוצע ב- IFRS 3 יש להפריד את התמורה בצירוף העסקים ל 3 רכיבים מרכזיים:

הרכיב הראשון הינו התמורה ששילם הרוכש בגין המניות. סכום זה כולל תמורה במזומן, העברת נכסים לנרכש או לחלופין לבעלי המניות הקודמים בו, לקיחת חוב של הנרכש או בעלי מניותיו או ויתור של חוב שנתן הרוכש לנרכש או לבעליו הקודמים. כמו כן סכום זה כולל רכיבים נוספים לרבות תמורה מותנית או החזר תמורה.

בהתאם להוראות החשבונאות - תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 3 "צירוף עסקים" (להלן: "**IFRS 3**"), במקרים בהם חברה רוכשת חברה אחרת עליה לבצע תהליך הקרוי "הקצאת עלות רכישה" - **PPA** (Purchase Price allocation). התקן חל על עסקה או אירוע אחר שמקיימים את ההגדרה של "צירוף עסקים", כלומר על החברה או הפעילות הנרכשת לעמוד בהגדרת עסק. כמו כן, רכישה של השקעה בחברה כלולה מטופלת גם היא בהתאם לעקרונות המנחים של תקן זה.

התהליך הינו הקצאת ההפרש שבין עלות הרכישה לבין ההון העצמי הנרכש. בהתאם לכללי ה- IFRS יש להקצות את ההפרש האמור לעיל לנכסים בלתי מוחשיים שנרכשו ואינם מופיעים בדוחותיה הכספיים של החברה הנרכשת וכן להפרשים בין נכסים והתחייבויות המופיעים בדוחותיה הכספיים של החברה הנרכשת אולם אינם עומדים על שווים ההוגן נכון למועד הרכישה. נכסים בלתי מוחשיים שנרכשו ואינם מופיעים בדוחותיה הכספיים של החברה הנרכשת הינם נכסים בלתי מוחשיים אשר נוצרו בישות ועל כן רק לאחר רכישתם ניתן להכיר בהם בדוחות הכספיים, כדוגמת מוניטין ונכסים לא מוחשיים אחרים, ביניהם נכסים הקשורים ללקוחות, שיווק, טכנולוגיה, או מבוססים על חוזים.

זיהוי הרוכש

בהתאם להוראות IFRS 3 "**בכל צירוף עסקים, אחת מהישויות המשתלבות תזוהה כרוכש**". הרוכש הינו הישות שמשיגה שליטה על הנרכש.

יש להשתמש בהנחיות בתקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 10 "דוחות כספיים מאוחדים" ("להלן: **IFRS 10**") כדי לזהות את הרוכש - הישות שמשיגה שליטה על ישות אחרת, בהתאם להגדרת שליטה בתקן זה. בהתאם להוראות IFRS 10, משקיע שולט בישות מושקעת כאשר הוא חשוף, או בעל זכויות, לתשואות משתנות ממערבותו בישות המושקעת ויש לו את היכולת להשפיע על תשואות אלה באמצעות כוח ההשפעה שלו על הישות המושקעת.

אם אירע צירוף עסקים, אבל יישום ההנחיות המופיעות ב- IFRS 10 אינו מצביע בבירור איזה ישות מהישויות המשתלבות היא הרוכש, יש להביא בחשבון את הגורמים המפורטים ב- IFRS 3 לצורך קבלת החלטה זו.

קביעת תמורת הרכישה (המשך)

הרכיב השני בתמורה הינו השווי ההוגן של הזכויות ההוניות של הרוכש בנרכש ביום צירוף העסקים. במצב בו החזיק הרוכש במניות הנרכש לפני יום צירוף העסקים ובתנאי שלא שלט בנרכש (השפעה מהותית, איחוד יחסי והחזקה לא מהותית נדרשות לטיפול בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 9), נדרש הרוכש לשערך את אחזקותיו בנרכש לשווי ההוגן במועד צירוף העסקים.

הרכיב השלישי הינו חלקן של זכויות שאינן מקנות שליטה (להלן: "זשמ"ש" או "מיעוט") בנרכש. בהתאם להוראות IFRS 3 רכיב זה יכול להימדד בשתי חלופות: (1) שווי הוגן או (2) חלקו היחסי בנכסים ובהתחייבויות המזוהים נטו. יש לציין כי חלופות אלו ניתנות לבחירה על ידי הרוכש בכל צירוף עסקים בנפרד. זכות בחירה זו מתאפשרת לחברה רק לגבי הרכיבים ההוניים הנחותים ביותר ואילו הרכיבים האחרים של המיעוט (כתבי אופציה שמחזיק המיעוט, מניות בכורה ועוד) חייבים להימדד בשווי הוגן.

קביעה מה מהווה חלק מעסקת צירוף העסקים

יתכן שבין הרוכש לבין הנרכש היו קיימים יחסים קודמים או הסדר אחר לפני שהחל המשא ומתן על צירוף העסקים, או יתכן שבמהלך המשא ומתן הם נכנסו להסדר שהוא נפרד מצירוף העסקים. בכל אחד מהמצבים, יזהה הרוכש סכומים כלשהם שאינם חלק ממה שהרוכש והנרכש (או בעליו הקודמים) החליפו בצירוף העסקים, כלומר סכומים שאינם חלק מעסקת הרכישה. בעת יישום שיטת הרכישה יכיר הרוכש רק בתמורה שהועברה עבור הנרכש, בנכסים שנרכשו ובהתחייבויות שניטלו בעסקת הרכישה. סביר שעסקה שהתקשרות בה נעשתה על ידי הרוכש או על ידי הישות המשולבת, בשמם או בעיקר לטובתם, ולא בעיקר לטובת הנרכש (או בעליו הקודמים) לפני הצירוף, תהיה עסקה נפרדת.

עלויות הקשורות לרכישה

עלויות הקשורות לרכישה הן עלויות שמתהוות לרוכש כדי לבצע צירוף עסקים. עלויות אלה כוללות עמלות שונות: מתווכים, ייעוץ, משפטיים, חשבונאיות, עלויות הערכת שווי ועמלות אחרות בגין שירותים מקצועיים או שירותי ייעוץ, וכן עלויות שונות: הנהלה כללית, החזקת מחלקת רכישות פנימית, רישום והנפקת ניירות ערך המהווים חוב וניירות ערך הוניים. הרוכש יטפל לרוב בעלויות הקשורות לרכישה כהוצאות בתקופות שבהן העלויות מתהוות והשירותים מתקבלים.

הכרה בנכסים והתחייבויות הניתנים לזיהוי במהלך הרכישה

עיקרון ההכרה

בהתאם להוראות IFRS 3 "ממועד הרכישה, הרוכש יכיר, בנפרד מהמוניטין, בנכסים הניתנים לזיהוי שנרכשו, בהתחייבויות שניטלו ובזכויות כלשהן שאינן מקנות שליטה בנרכש". הנכסים הניתנים לזיהוי שנרכשו והתחייבויות שניטלו חייבים לקיים במועד הרכישה את ההגדרות של נכסים והתחייבויות במסגרת המושגית להכנת דוחות כספיים ולהצגתם, כדי שהם יהיו כשירים להכרה כחלק מיישום שיטת הרכישה.

עיקרון המדידה

בהתאם להוראות IFRS 3 "הרוכש ימדוד את הנכסים הניתנים לזיהוי שנרכשו ואת ההתחייבויות שניטלו לפי שווי הוגן (בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 13 "מדידת שווי הוגן" (להלן: "IFRS 13").

חריגים לעקרונות ההכרה או המדידה

חריגים לעיקרון ההכרה – ישנם מספר חריגים לעיקרון ההכרה ב IFRS 3, כאשר העיקריים שבהם הינם: (1) התחייבויות תלויות אשר יוכרו בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי IAS 37; (2) יתרות הקשורות למיסים על הכנסה יוכרו בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי IAS 12 "מיסים על הכנסה"; (3) התחייבויות (או נכסים) המתייחסים להסדרי הטבות עובד של הנרכש יוכרו בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי IAS 19 "הטבות עובד".

חריגים לעיקרון המדידה – ישנם מספר חריגים לעיקרון המדידה ב IFRS 3, כאשר העיקריים שבהם הינם: (1) יתרות הקשורות למיסים על הכנסה וכן השפעות מס על הפרשים זמניים יימדדו בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי IAS 12 "מיסים על הכנסה"; (2) התחייבויות (או נכסים) המתייחסים להסדרי הטבות עובד של הנרכש יימדדו בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי IAS 19 "הטבות עובד"; (3) מדידה הקשורה לעסקאות תשלום מבוסס מניות תבצע בהתאם להוראות בתקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 2 "תשלום מבוסס מניות".

מתודולוגיה

נכסים הניתנים לזיהוי

הנכסים הניתנים לזיהוי מתחלקים לנכסים מוחשיים ונכסים בלתי מוחשיים.

נכסים מוחשיים הינם נכסים אשר מופיעים במאזני החברה, נכסים אלו צריכים להימדד בשווי הוגן. במידה והנכסים במאזני החברה אינם מופיעים בשווי הוגן, יש לשערךם ולהעמידם על שווים הוגן.

כחלק מתהליך הקצאת מחיר הרכישה, על החברה הרוכשת לזהות את כל הנכסים וההתחייבויות הקיימים בישות הנרכשת, וזאת אף אם נכסים אלה לא נרשמו בדוחותיה הכספיים של החברה הנרכשת. נכס בלתי מוחשי הוא ניתן לזיהוי אם הוא מקיים את קריטריון יכולת הפרדה או את הקריטריון החוזי משפטי.

הקריטריון החוזי משפטי

נכס בלתי מוחשי יוכר כנכס בנפרד מהמוניטין אם הוא נובע מזכויות חוזיות או משפטיות, זאת ללא קשר אם זכויות אלה ניתנות להעברה או להפרדה מהישות הנרכשת או מזכויות והתחייבויות אחרות.

קריטריון יכולת הפרדה

במידה והנכס הבלתי מוחשי אינו נובע מזכויות חוזיות או משפטיות, ניתן יהיה להכירו כנכס בנפרד מהמוניטין רק במקרה והוא ניתן להפרדה או לחלוקה מהישות הנרכשת וכן ניתן למכירה, העברה, השכרה או החלפה בנפרד או כחלק מעסקה. המשמעות של קריטריון יכולת הפרדה היא שניתן להפריד נכס בלתי מוחשי או לפצל אותו מהנכס ולמכור אותו, להעביר אותו, להעניק רישיון לשימוש בו, להשכיר אותו או להחליפו בנפרד או יחד עם חוזה קשור.

להלן דוגמאות לנכסים בלתי מוחשיים הניתנים לזיהוי במסגרת הקצאת עלות רכישה:

נכסים בלתי מוחשיים הקשורים לשיווק כגון: סימנים מסחריים, שמות מסחריים, סימני שירות, סימנים קולקטיביים, סימני אישור, שמות דומיין והסכמי אי תחרות;

נכסים בלתי מוחשיים הקשורים ללקוחות כגון: רשימת לקוחות, צבר הזמנות, חוזים עם לקוחות וקשרי לקוחות לא חוזיים;

נכסים בלתי מוחשיים הקשורים לאומנות;

נכסים בלתי מוחשיים מבוססי חוזים כגון: רישוי מוצרים ותמלוגים, הסכמי זיכיון וזכויות שימוש; וכן

נכסים בלתי מוחשיים הקשורים לטכנולוגיה כגון: טכנולוגית ליבה, טכנולוגיה בתהליכי מחקר ופיתוח וידע נרכש.

קביעת אורך חיים שימושיים

המדידה העוקבת של הנכסים הבלתי מוחשיים המזוהים תיקבע בהתאם לאורך החיים השימושיים של כל נכס, אשר נקבע במועד הרכישה. אורך חיים שימושיים הינו פרק הזמן שלאורכו הנכס חזוי להיות זמין לשימוש על ידי החברה או מספר יחידות תפוקה או יחידות דומות, אשר חזויות לנבוע לחברה מהנכס.

גורמים רבים נלקחים בחשבון בקביעת אורך החיים השימושיים של נכס בלתי מוחשי, כולל השימוש החזוי בנכס על ידי הישות, מחזור חיים טיפוסי של הנכס ומידע זמין לציבור לגבי אומדנים של אורך חיים שימושיים של נכסים דומים שנעשה בהם שימוש דומה, התיישנות טכנית, התיישנות טכנולוגית, או התיישנות מסחרית, רמת היציאה הנדרשת לתחזוקה על מנת להשיג את ההטבות הכלכליות העתידיות החזויות מהנכס ויכולת הישות וכוונתה להגיע לרמה זו, תקופת השליטה בנכס ומגבלות משפטיות ועוד.

מתודולוגיה

הטיפול ברכישת חברה כלולה

בעת רכישת חברה כלולה, תקן חשבונאות בינלאומי IAS 28 (השקעות בחברות כלולות) מפנה לעקרונות שבבסיס הנהלים לטיפול החשבונאי ברכישה של חברה בת. על כן, הקצאת עלות הרכישה של חברה כלולה תתבצע בדומה לעקרונות הטיפול החשבונאי המפורטים לעיל. בהתאם לכך, ההון הנרכש הינו החלק היחסי בהון בהתאם לשיעור האחזקה הנרכש. קביעת עודפי העלות בגין הנכסים המזוהים וכן בגין המוניטין, גם היא תתבצע בהתאם לחלק הנרכש בחברה הכלולה.

גישות להערכת שווי

בקביעת השווי ההוגן של כל אחד מהנכסים הבלתי מוחשיים יש להתחשב בגורמים הספציפיים לכל נכס כולל: (א) התועלת הכלכלית למשתתף שוק; (ב) אורך החיים הכלכלי; וכן (ג) רמת הסיכון היחסי.

הנכסים הבלתי מוחשיים יוערכו על בסיס השווי ההוגן שלהם בהתאם להוראות IFRS 13, אשר דורש למדוד שווי הוגן מנקודת מבט של "משתתף שוק", כלומר, תוך שימוש בהנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בעת המחרת הנכס, בהנחה שמשתתפים בשוק פועלים לטובת האינטרסים הכלכליים שלהם, ולא מנקודת מבטו של הרוכש הספציפי.

בחישוב השווי ההוגן של הנכסים הבלתי מוחשיים נלקחו בחשבון הגורמים הבאים:

1. המאפיינים, השימושים ואורך החיים של הנכסים הבלתי מוחשיים;
2. תזרימי ההכנסות או החיסכון בהוצאות המיוחסים לנכסים הבלתי מוחשיים;
3. קצב ההתיישנות הפונקציונאלית או הכלכלית של כל אחד מן הנכסים הבלתי מוחשיים;
4. הסיכון היחסי ואי הוודאות הכרוכים בהשקעה בנכסים הבלתי מוחשיים.

קיימות שלוש גישות להערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים:

1. גישת ההכנסות (Income Approach);
2. גישת השוק (Market Approach);
3. גישת העלות (Cost Approach).

גישת ההכנסות (Income Approach)

על-פי גישת ההכנסות שוויו של הנכס נגזר מערכם הנוכחי של זרמי המזומנים, אשר צפויים לנבוע ממנו, ולאורך יתרת חייו הכלכליים. ביישום גישה זו יש לאמוד תחילה את זרמי המזומנים, אשר צפוי הנכס לייצר בעתיד. לאחר מכן, יש להביא את זרמי המזומנים העתידיים לערכים נוכחיים על-ידי היווןם למועד הערכת השווי. היוון זרמי המזומנים העתידיים נעשה תוך שימוש במחיר הון, המשקף את הסיכון הגלום בהפקת רווחים מהנכס ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מנכס דומה.

להלן שיטות עיקריות להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים תחת גישת ההכנסות (Income Approach):

שיטת ה- **Multi-Period Excess Earning Method – MPEEM** – הנחת היסוד של שיטה זו היא שהערך של הנכס הבלתי מוחשי שווה לערך הנוכחי של תזרימי מזומנים הנקיים המיוחסים לנכס בניכוי התשואה ההוגנת על כל הנכסים הדרושים (הנכסים התורמים) לצורך מימוש תזרימי מזומנים אלו. התשואה ההוגנת על הנכסים התורמים תהיה מבוססת על השווי ההוגן של נכסים אלו. העיקרון מאחורי התשלום בגין הנכס התורם הוא שלכל נכס מוערכים "דמי שכירות" או "דמי הכירה" היפותטיים, כאשר לכל נכס מחושבת תשואה הוגנת התואמת את אופיו ובהתחשב בסיכונים הדרושים בהחזקתו. לפיכך, כל תזרימי המזומנים נטו אשר נותרו לאחר חיובים אלה מיוחסים לנכס הבלתי מוחשי. נכסים תורמים אלה כוללים הן נכסים מוחשיים כגון הון חוזר ורכוש קבוע והן נכסים בלתי מוחשיים כגון מותגים, הסכמים, חוזים וכוח אדם מיומן. שיטה זו משמשת לרוב להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים מהותיים בעלי זיקה הדוקה לפעילות החברה.

מתודולוגיה

הטיפול ברכישת חברה כלולה

גישת ההכנסות (Income Approach) (המשך)

שיטת ה- Relief from Royalty - RF ("שיטת הפטור מתמלוגים") – שיטה זו מבוססת על העיקרון לפיו במקרה בו לחברה אין בעלות על הנכס הבלתי מוחשי המוערך, עליה לשלם תמלוגים כלשהם לבעלי הנכס הבלתי מוחשי בתמורה לזכות להשתמש בנכס בלתי מוחשי זה. באמצעות הבעלות או רכישת הנכס הבלתי מוחשי המוערך, נמנעת החברה מתשלום תמלוגים אלו. שוויו של הנכס הבלתי מוחשי יתקבל על ידי היוון תשלומי "התמלוגים הראויים" אשר נחסכו מהחברה. שיטה זו משמשת בעיקר להערכת שווים של נכסים בלתי מוחשיים הרשומים באופן משפטי על שם החברה כגון: מותגים, סימני מסחר, שמות אתרי אינטרנט, מאגרי מידע, פטנטים וכיו"ב.

שיטת ה- With and Without - יישום נוסף של גישת ההכנסות (Income Approach) להערכת השווי של נכסים בלתי מוחשיים מבוצע באמצעות שיטת "With and Without". שיטה זו מעריכה את שווי הנכס הבלתי מוחשי על ידי כימות ההשפעה על תזרימי המזומנים לפי שימוש בשני תרחישים שונים, כאשר הפער ביניהם משקף שוויו של הנכס הבלתי מוחשי:

תרחיש 1- With: מייצג את תזרימי המזומנים של הפעילות הנרכשת הכוללת את כל נכסי הפעילות הרבות הנכס הבלתי מוחשי המוערך (Base Case).

תרחיש 2- Without: מייצג את תזרימי המזומנים של הפעילות הנרכשת הכוללת את כל נכסי הפעילות למעט אותו הנכס.

TAB (Tax Amortization Benefit) – הוספת ה- TAB לשווי הנכס הבלתי מוחשי תבצע בעת שימוש בגישת ההכנסות בלבד. הינו השווי ההוגן של הטבת הפחתות המס, מתייחסת לערך הנוכחי של חסכון עתידי במס הכנסה כתוצאה מהניכוי לצורכי מס שנובע מהפחתת הנכס הבלתי מוחשי. שווים ההוגן של הנכסים הבלתי מוחשיים, שהינם ברי פחת לצורך מס, יכלול את שווי הטבת המס הגלומה ברכישתם. כלכלית, רכיב זה יכלול גם בעסקת רכישת נכסים בלתי מוחשיים המבוצעת בדרך של רכישת מניות, אשר אינה מאפשרת בפועל את הפחתת הנכסים לצורך מס. על מנת לכלול את הטבת המס הגלומה ברכישת הנכסים יש להוסיף את שווי הטבת המס המהוונת לשווי הנכסים ברי הפחת לצורך מס.

גישת השוק (Market Approach)

גישת השוק מבוססת על השוואה של מחירים בפועל, לפיהם בוצעו עסקאות מכר של נכסים דומים, המוצעים למכירה, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה בתוך פרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה. על-מנת להשוות את הנכס הבלתי מוחשי לעסקאות של נכסים דומים יש למצוא עסקאות דומות מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים. לאחר מכן יש לבצע התאמות אשר ישקפו את ההבדלים שבין הנכס המוערך לבין הנכס בר השוואה. בעת בחינת העסקאות הדומות יש לקחת בחשבון את המניעים השונים של הקונים והמוכרים, התנאים הפיננסיים, גודל, מיקום, מאפיינים פיזיים וכלכליים וכיו"ב.

גישת העלות (Cost Approach)

גישת העלות מנסה לאמוד את שווי הנכס בהתבסס על העלות הצפויה לשחזר או להחליף את הנכס בנכס אחר בעל מאפיינים דומים. ההנחה העומדת בבסיס גישה זו הנה שמשקיע סביר לא ישלם תמורת נכס יותר מהסכום בו יכול היה להחליף את הנכס. לאחר מכן, נערכות התאמות הבאות לשקף את ירידת הערך של הנכס כתוצאה מפחת פיזי וכן התיישנות הנכס.

מתודולוגיה

שיעור ההיוון

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

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

הנוסחה לקביעת מחיר הון המשוקלל של הפעילות הינה:

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

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

להלן פירוט המשתנים המשמשים לחישוב מחיר הון המשוקלל של הפעילות:

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

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

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

עלות הון הזר (Kd) – הינה מחיר החוב.

מחיר הון העצמי (Ke) – אחת הדרכים המקובלות לחישוב מחיר הון העצמי היא באמצעות מודל השוק – C.A.P.M (Capital Asset Pricing Model). מודל זה מחשב את מחיר הון העצמי בהתבסס על שיעור התשואה על מקורות הון 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 הון העצמי לפי גישה זו מחושב על פי הנוסחה הבאה:

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

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

מקדם הביתא (β) – מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק הון 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 מבוצרת בשוק המניות.

פרמיית גודל (SCP) ופרמיית סיכון ספציפית (SRP) - למחיר הון העצמי ניתן להוסיף פרמיה המשקפת את הסיכון בהשקעות בפעילויות קטנות, וכן פרמיית סיכון ספציפית המשקפת את הסיכון הכרוך בפעילות.

פרק 7

הערכת שווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

רצינול העסקה

עיקר עיסוקה של החברה הנרכשת הינו בהפעלת שרשרת הערך בייצור מוצרי אריזה, נייר ומחזור. הפעילות כוללת איסוף ועיבוד של פסולת לצורכי מחזור, כאשר פסולת זו מהווה את חומר הגלם העיקרי לייצור גלילי נייר לקרטון אשר נמכרים על ידה.

חברת ורידיס פועלת בין היתר בתחומים של איסוף פסולת ומחזור ועל כן הרצינול לעסקה הינו כדלקמן:

- התרחבות מערך המחזור של הקבוצה, בעיקר בתחום הקרטון, וביסוס מעמדה בתחום המיחזור.
- יצירת סינרגיה בין פעילות האיסוף של החברה לבין פעילות האיסוף של ורידיס, אשר תביא להתייעלות תפעולית מיטבית.

זיהוי הנכסים הבלתי מוחשיים

בחוות דעת זו, בחנו את קיומם של הנכסים הבלתי מוחשיים הבאים:

- קשרי לקוחות.
- חכירה בתנאים עדיפים/ נחותים.
- מותג.

זיהינו והערכנו את הנכסים הבלתי מוחשיים הבאים:

- קשרי לקוחות – מגזר הקרטון;
- קשרי לקוחות – מגזר הנייר הלבן.

חכירה והסכמי שכירות בתנאים עדיפים/נחותים

כפי שהוצג במאזן, לחברה חכירות רבות אשר כוללות חכירות רכבים ונדל"ן. בהתאם להנהלת החברה, ההפרשים בין השכירות המשולמת לבין השכירות ההוגנת אינם משמעותיים, ועל כן מחוסר מהותיות להקצאה בכללותה לא הכרנו בהתאמה מסוג זה.

בנוסף, לחברה נכסי נדל"ן המושכרים לצדדים שלישיים. בהתאם לסעיף 42 לתקן בינלאומי IFRS 3: "במדידת השווי ההוגן למועד הרכישה של נכס, כגון בניין או פטנט, הכפוף לחכירה תפעולית, שבה הנרכש הוא המחכיר, הרוכש יביא בחשבון את התנאים של החכירה. הרוכש לא מכיר בנכס נפרד או בהתחייבות נפרדת אם התנאים של החכירה תפעולית עדיפים או נחותים בהשוואה לתנאי שוק". בהתאם, מאחר ונכסי נדל"ן אלו נמדדים ב-PPA זה בשווי הוגן (בהתאם לשמאות), הרי שלא מדדנו בנפרד את שווי העדיפות/נחיתות של חוזי השכירות הקיימים.

מותג

בעבודתנו, לא יוחס ערך נפרד מהמוניטין למותג "אינפיניה" מכיוון שלהבנתנו, בתחום המחזור ההחלטה בדבר התקשרות לאיסוף פסולת נובעת בעיקר משיקולי הנגישות של נותן השירות למיקום האיסוף. בנוסף, בתחום גלילי הנייר אינפיניה הינה היצרן היחיד בישראל כאשר ההחלטה בדבר התקשרות נובעת בעיקר משיקולים כלכליים ביחס לאלטרנטיבה של ייבוא, וכמו כן גלילי הנייר הינם מוצר קומודיטי שלמיתוג יש תועלת נמוכה.

הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

קשרי לקוחות

התקינה הבינלאומית מגדירה את המונח קשרי לקוחות כהסכמים, קשרים עם לקוחות או רשימת לקוחות שיש לחברה הנרכשת ושהנם בעלי ערך מהותי לחברה הרוכשת. ההסכמים או הקשרים עם הלקוחות הנם בעלי ערך כלכלי היות ותזרים המזומנים העתידי של העסק ייפגע בהעדרם.

היחסים עם הלקוחות, יכול שינבעו מחוזים, אולם קשרי הלקוחות יכולים לנבוע מסוגים נוספים של יחסים עסקיים, כגון מערכת יחסים רגילה, הנובעת מקשר של ספק לקוח באמצעות מכירות.

על-פי התקינה הבינלאומית רשימת לקוחות אינה נובעת, בדרך-כלל, מזכויות חוזיות או מזכויות משפטיות אחרות. אולם, לעיתים קרובות רשימות לקוחות מוכרות או מוחלפות. לכן, רשימת לקוחות, הנרכשת בצירוף עסקים, מקיימת, באופן רגיל, את קריטריון יכולת ההפרדה, וניתנת לזיהוי בנפרד מהמוניטין.

קשרי לקוח קיימים בין ישות לבין לקוח שלה אם (א) יש לישות מידע לגבי הלקוח ויש לה קשר סדיר עם הלקוח וגם (ב) יש ללקוח את היכולת ליצור קשר ישיר עם הישות. קשרי לקוח מקיימים את הקריטריון החוזי- משפטי אם יש לישות נוהג ליצור חוזים עם לקוחותיה, בין אם קיים חוזה במועד הרכישה, ובין אם לאו. קשרי לקוח עשויים להיווצר גם על ידי אמצעים אחרים מלבד חוזים, כגון על ידי קשר סדיר באמצעות נציגי מכירות או נציגי שירות.

במסגרת בחינת קיומם של קשרי לקוחות במגזר הקרטון בחנו את לקוחות החברה בתחום איסוף ועיבוד הפסולת, ומכירת גלילי הנייר והארזות, ובמסגרת קיומם של קשרי לקוחות במגזר הנייר הלבן בחנו את לקוחות החברה בתחום הנייר הלבן המיוצר ובנייר הלבן הקנוי, והגענו למסקנה כי כלל לקוחות חו"ל בפעילות גלילי הנייר וכלל הלקוחות החיצוניים ביתר הפעילויות במגזר הקרטון, וכן כלל הלקוחות החיצוניים במגזר הנייר הלבן, מקיימים את ההגדרה של קשרי לקוחות ולפיכך יש להכיר בהם בנפרד מהמוניטין במסגרת הקצאת עלות הרכישה.

לעניין הלקוחות בישראל בפעילות גלילי הנייר, נציין כי בהתאם לספרות המקצועית, לרוב, בשוק מאוד ריכוזי (ובקצה- "Pure Monopoly"), ללקוחות אין חלופה אלא לרכוש את המוצרים או השירותים מהספק היחיד שנותן אותם. בהיעדר חלופות ללקוח, יהיה זה סביר להניח כי לנכס קשרי לקוחות במקרים אלו יהיה שווי זניח. בהתאם לאמור, ומאחר והחברה מונפול מוכרז בפעילות גלילי הנייר בישראל, לא הוכר נכס בגין הלקוחות בישראל של פעילות זו.

לצורך הערכת השווי ההוגן של קשרי הלקוחות קיבלנו מהחברה נתונים על מכירות החברה לפי לקוחות בשנים הקודמות למועד צירוף העסקים וניתחנו את רשימת הלקוחות העיקריים עימם עובדת החברה, ניהלנו שיחות עם החברה בנוגע לאופי הפעילות מול לקוחות גדולים וחישבנו את שיעור הלקוחות העוזבים בכל אחת מהשנים.

לצורך הערכת השווי ההוגן של נכס זה, הערכנו בנפרד את קשרי הלקוחות של מגזר הקרטון ובנפרד את קשרי הלקוחות של מגזר הנייר הלבן, ולצורך כך קיבלנו את תחזיות הנהלת החברה, בדבר תחזית ההכנסות והעלויות.

הערכת השווי של הנכס הבלתי-מוחשי, קשרי לקוחות, נעשתה על-פי גישת ההכנסות (Income Approach), כאשר שווי הנכס נאמד על בסיס תזרים המזומנים העתידי, הנובע מהכנסות החברה מקשרי הלקוחות שבעלותה (שיטת ה- MPEEM).

הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

קשרי לקוחות – מגזר הקרטון

הטבלה שלהלן מציגה את הערכת השווי של קשרי הלקוחות במגזר הקרטון, נכון למועד צירוף העסקים (אלפי ש"ח):

2035	2034	2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	1.2.23-31.12.23	2022	אלפי ש"ח
1,352,872	1,313,468	1,275,211	1,238,069	1,199,122	1,161,719	1,125,788	1,091,260	1,060,525	1,030,810	993,533	886,367	796,532	840,207	הכנסות בייס קייס
6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.5%		% נטישה
378,972	403,075	428,710	455,976	484,976	515,821	548,627	583,520	620,632	660,104	702,087	746,740	726,777		הכנסות קשרי לקוחות, נטו
(265,308)	(282,181)	(300,128)	(319,216)	(347,263)	(377,535)	(410,208)	(445,484)	(484,465)	(525,888)	(577,269)	(583,698)	(555,790)		עלות המכר
113,664	120,893	128,582	136,760	137,714	138,286	138,419	138,036	136,167	134,216	124,818	163,041	170,987		רווח גולמי
30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	28.4%	26.8%	25.2%	23.7%	21.9%	20.3%	17.8%	21.8%	23.5%		שיעור רווח גולמי
(34,062)	(36,228)	(38,532)	(37,720)	(40,590)	(43,692)	(47,043)	(50,666)	(54,558)	(58,767)	(63,754)	(69,238)	(66,424)		הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות
-9%	-9%	-9%	-8%	-8%	-8%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%		% מההכנסות
79,602	84,665	90,050	99,040	97,123	94,595	91,376	87,370	81,609	75,449	61,064	93,803	104,562		רווח תפעולי
21.0%	21.0%	21.0%	21.7%	20.0%	18.3%	16.7%	15.0%	13.1%	11.4%	8.7%	12.6%	14.4%		שיעור רווח תפעולי
(18,309)	(19,473)	(20,711)	(22,779)	(22,338)	(21,757)	(21,016)	(20,095)	(18,770)	(17,353)	(14,045)	(21,575)	(24,049)		הוצאות מס
61,294	65,192	69,338	76,261	74,785	72,838	70,359	67,275	62,839	58,096	47,019	72,229	80,513		רווח תפעולי לאחר מס
														חיובים תורמים
(4,426)	(4,708)	(5,007)	(5,325)	(5,664)	(6,024)	(6,408)	(6,815)	(7,248)	(7,709)	(8,200)	(8,721)	(8,488)	1.17%	הון חוזר
(1,854)	(1,972)	(2,098)	(2,231)	(2,373)	(2,524)	(2,685)	(2,855)	(3,037)	(3,230)	(3,436)	(3,654)	(3,556)	0.49%	כוח אדם
(28,132)	(29,921)	(31,824)	(33,848)	(36,001)	(38,291)	(40,726)	(43,316)	(46,071)	(49,001)	(52,118)	(55,432)	(53,951)	7.42%	רכוש קבוע
(34,413)	(36,601)	(38,929)	(41,405)	(44,038)	(46,839)	(49,818)	(52,987)	(56,357)	(59,941)	(63,753)	(67,808)	(65,995)		סה"כ חיובים תורמים
26,881	28,591	30,409	34,856	30,747	25,999	20,541	14,289	6,482	(1,845)	(16,734)	4,421	14,518		סה"כ תזרים להיוון
12.42	11.42	10.42	9.42	8.42	7.42	6.42	5.42	4.42	3.42	2.42	1.42	0.46		תקופה להיוון
6,582	7,840	9,339	11,990	11,845	11,218	9,927	7,734	3,930	(1,253)	(12,725)	3,765	13,783		תזרים מהוון
													83,975	שווי קשרי לקוחות מגזר קרטון - לפני TAB
													95,571	שווי קשרי לקוחות מגזר קרטון - אחרי TAB

פרק 7: הערכת שווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים
 הקצאת עלות רכישה- אינפניה בע"מ | ליום 6 בפברואר, 2023
 ורידיס אינוורומנט בע"מ

הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

קשרי לקוחות – מגזר הקרטון (המשך)

להלן יובאו ההנחות המרכזיות בעת בניית תחזית תזרים המזומנים שינבעו לחברה מקשרי הלקוחות של מגזר הקרטון:

שיעור נטישה - בהתבסס על הניתוח שביצענו בהתבסס על נתונים שהתקבלו מהחברה על הכנסות היסטוריות מלקוחות חיצוניים במגזר הקרטון, למעט לקוחות חיצוניים של גלילי נייר בשוק המקומי, הערכנו כי שיעור הנטישה השנתי המשוקלל עומד על כ-6%.

אורך חיים כלכלי – בהתבסס על הניתוח שביצענו, אורך החיים של קשרי הלקוחות נאמד בכ-13 שנים, נכון למועד ההערכה.

הכנסות – ההכנסות מקשרי לקוחות נקבעו בהתבסס על תחזית הכנסות מגזר הקרטון, למעט הכנסות מלקוחות גלילי נייר בשוק המקומי, כפי שנקבע ב-Base Case (להרחבה, ראה נספח ג'), כהכנסות מלקוחות קיימים בלבד נכון למועד הקלוזינג, כאשר הכנסות אלו יורדות במשך שנות התחזית בהתאם לשיעור נטישה של כ-6% כפי שתואר לעיל.

עלות המכר – עלות המכר נקבעה בהתאם לשיעור עלות המכר כפי שהונח במודל ה-Base Case של מגזר הקרטון (להרחבה, ראה נספח ג').

הוצאות תפעוליות – ההוצאות התפעוליות כוללות הוצאות מכירה ושיווק וכן הוצאות הנהלה וכלליות. הונח כי לא יחולו שינויים בהוצאות אלו, ועל כן הוצאות אלו נקבעו בהתאם לשיעורם כפי שנקבע במודל ה-Base Case.

שיעור היוון - שיעור ההיוון על-פיו מבוצע היוון תזרים המזומנים להערכת שווי של קשרי הלקוחות, הינו כ-12%, על פי מחיר ההון הממוצע המשוקלל (WACC) של הפעילות, בתוספת 2%.

הוצאות מס - על פי שיעור המס בישראל, 23%.

חיובים תורמים (Contributory Charges) – החיובים התורמים מבטאים את השימוש בנכסים אחרים, שתרמו ליצירת ערכו של הנכס הבלתי-מוחשי. מן הרווח התפעולי לאחר מס, נוכו חיובים תורמים בגין רכוש קבוע, כוח אדם והון חוזר כלהלן:

אלפי ש"ח	יתרה מאזנית	אחוז תשואה לאחר מס	חיוב תורם	הכנסות	אחוז חיוב תורם
רכוש קבוע, נטו	2,304,889	5.11%	117,870	1,587,847	7.42%
הון חוזר	461,048	4.37%	20,157	1,725,849	1.17%
כוח אדם מיומן	77,699	10.00%	7,770	1,587,847	0.49%

רכוש קבוע, נטו - יתרת הרכוש הקבוע למועד הקלוזינג כוללת את כלל הרכוש הקבוע בחברה, כשהוא בשווי ההוגן, ואת נכסי זכות השימוש בגין חכירות ובתוספת הנכסים הבלתי מוחשיים התפעוליים המיוחסים למגזר הקרטון, שהסתכמו כולם בכ-2,305 מיליוני ש"ח. חישוב החיוב התורם בוצע על בסיס סך ההכנסות של מגזר הקרטון מחיצוניים וסך הכנסות מנייר לבן מיוצר במגזר הנייר הלבן, בשנת 2022, וזאת בהתאם לסך ההכנסות שהופקו משימוש ברכוש הקבוע. שיעור התשואה לפני מס נקבע בהתאם לשיעור החוב לטווח הארוך של החברה שנאמד בכ-6.64% וכ-5.11% לאחר מס. שיעור החיוב התורם נקבע על כ-7.42% מההכנסות מקשרי הלקוחות בכל שנה.

הון חוזר - ההון החוזר הכולל של מגזרי הפעילות קרטון ונייר לבן עומד על כ-461 מיליוני ש"ח. שיעור התשואה לפני מס נקבע בהתאם לשיעור החוב לטווח הקצר של החברה שנאמד בכ-5.68% וכ-4.37% לאחר מס. שיעור החיוב התורם בגין ההון החוזר נקבע על כ-1.17% מההכנסות מקשרי הלקוחות בכל שנה.

כוח אדם מיומן - עלות כח אדם מיומן נאמדה בהתאם לגישת העלות וחושבה כעלות הגיוס וההכשרה של העובדים השייכים למגזר הקרטון ומגזר הנייר הלבן. עלות זו נאמדה בכ-77,699 אלפי ש"ח (להרחבה, ראה נספח ד'). החיוב התורם בגין כוח אדם מיומן חושב בהתאם לשיעור ההיוון של החברה (WACC) של כ-10%. שיעור החיוב התורם נאמד בכ-0.49% מההכנסות מקשרי הלקוחות בכל שנה.

הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

קשרי לקוחות – מגזר הקרטון (המשך)

נכס מס – אורך החיים השימושי של נכס קשרי הלקוחות במגזר הקרטון נאמד על ידינו לתקופה של 13 שנים. הנכס האמור מופחת לצרכי מס, לאורך חייו השימושיים, ולכן היוון מכפלת שיעור הפחת השנתי בשיעור המס הסטטוטורי מהווה הטבת מס עבור תזרים המזומנים הנובע מהנכס. בהתבסס על האמור לעיל, שווי הטבת המס נאמד בכ-12.1% כדלקמן:

TAB	תקופה	תקופה להיוון	שיעור פחת	שיעור מס	שיעור הטבת המס	שיעור הטבת המס מהיוון
1	0.92	0.46	7.7%	23%	1.8%	1.7%
2	1.92	1.42	7.7%	23%	1.8%	1.5%
3	2.92	2.42	7.7%	23%	1.8%	1.3%
4	3.92	3.42	7.7%	23%	1.8%	1.2%
5	4.92	4.42	7.7%	23%	1.8%	1.1%
6	5.92	5.42	7.7%	23%	1.8%	1.0%
7	6.92	6.42	7.7%	23%	1.8%	0.9%
8	7.92	7.42	7.7%	23%	1.8%	0.8%
9	8.92	8.42	7.7%	23%	1.8%	0.7%
10	9.92	9.42	7.7%	23%	1.8%	0.6%
11	10.92	10.42	7.7%	23%	1.8%	0.5%
12	11.92	11.42	7.7%	23%	1.8%	0.5%
13	12.92	12.42	7.7%	23%	1.8%	0.4%
			100.0%		23.0%	12.1%

סיכום

להלן סיכום שווי קשרי הלקוחות במגזר הקרטון לאחר TAB (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	1.2.23	%
שווי קשרי לקוחות לפני TAB	83,975	87.9%
הטבת מס TAB	11,596	12.1%
שווי קשרי לקוחות מגזר הקרטון	95,571	100%

לאור האמור, שווי קשרי הלקוחות במגזר התוכנה נאמד על ידינו בכ-95.6 מיליוני ש"ח.

הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

קשרי לקוחות – מגזר הנייר הלבן

הטבלה שלהלן מציגה את הערכת השווי של קשרי הלקוחות במגזר הנייר הלבן, נכון למועד צירוף העסקים (אלפי ש"ח):

2028	2027	2026	2025	2024	1.2.23-31.12.23	2022	אלפי ש"ח
-	-	-	-	243,254	330,345	368,328	הכנסות נייר לבן מיוצר - Base Case
				8.5%	7.8%		% נטישה
-	-	-	-	232,899	310,675		הכנסות קשרי לקוחות, נייר לבן מיוצר
164,824	162,492	160,192	157,923	103,755	117,075	122,640	הכנסות נייר לבן קנוי - Base Case
8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	7.8%		% נטישה
72,363	79,116	86,499	94,571	103,396	103,444		הכנסות קשרי לקוחות, נייר לבן קנוי
72,363	79,116	86,499	94,571	336,295	414,119		סה"כ הכנסות מקשרי לקוחות, נטו
(54,996)	(60,128)	(65,739)	(71,874)	(267,689)	(320,054)		עלות המכר
17,367	18,988	20,760	22,697	68,607	94,065		רווח גולמי
24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	20.4%	22.7%		שיעור רווח גולמי
(14,534)	(15,809)	(17,197)	(18,708)	(37,907)	(43,296)		הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות
2,833	3,179	3,562	3,989	30,699	50,769		רווח תפעולי
3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	9.1%	12.3%		שיעור רווח תפעולי
(652)	(731)	(819)	(917)	(7,061)	(11,677)		הוצאות מס
2,182	2,448	2,743	3,071	23,639	39,092		רווח תפעולי לאחר מס
(845)	(924)	(1,010)	(1,105)	(3,928)	(4,837)		חיובים תורמים
(354)	(387)	(423)	(463)	(1,646)	(2,026)	1.17%	הון חוזר
				(17,289)	(23,062)	0.49%	כוח אדם
(1,199)	(1,311)	(1,434)	(1,567)	(22,862)	(29,925)	7.42%	רכוש קבוע
							סה"כ חיובים תורמים
982	1,136	1,310	1,504	777	9,167		סה"כ תזרים להיוון
5.42	4.42	3.42	2.42	1.42	0.46		תקופה להיוון
532	689	889	1,144	661	8,703		תזרים מהוון
						12,618	שווי קשרי לקוחות מגזר נייר לבן - לפני TAB
						15,169	שווי קשרי לקוחות מגזר נייר לבן - אחרי TAB

הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

קשרי לקוחות – מגזר הנייר הלבן (המשך)

להלן יובאו ההנחות המרכזיות בעת בניית תחזית תזרים המזומנים שינבעו לחברה מקשרי הלקוחות של מגזר הנייר הלבן:

שיעור נטישה – בהתבסס על הניתוח שביצענו בהתבסס על נתונים שהתקבלו מהחברה על הכנסות היסטוריות מלקוחות חיצוניים, הערכנו כי שיעור הנטישה השנתי המשוקלל עומד על כ-8.5%.

אורך חיים כלכלי – בהתבסס על הניתוח שביצענו, אורך החיים של קשרי הלקוחות נאמד בכ-6 שנים, נכון למועד ההערכה.

הכנסות – ההכנסות מקשרי לקוחות נקבעו בהתבסס על תחזית הכנסות מגזר נייר לבן כפי שנקבע ב-Base Case (להרחבה, ראה נספח ג'), כאשר הכנסות אלו יורדות במשך שנות התחזית בהתאם לשיעור נטישה של כ-8.5% כפי שתואר לעיל. יצוין כי החל משנת 2025 ההכנסות כוללות רק פעילות של סחר בנייר קנוי, (להרחבה, ראה נספח ג').

עלות המכר – עלות המכר נקבעה בהתאם לשיעור עלות המכר כפי שהונח במודל ה-Base Case של מגזר נייר לבן (להרחבה, ראה נספח ג').

הוצאות תפעוליות – ההוצאות התפעוליות כוללות הוצאות מכירה ושיווק וכן הוצאות הנהלה וכלליות. הונח כי לא יחולו שינויים בהוצאות אלו, ועל כן הוצאות אלו נקבעו בהתאם לשיעורם כפי שנקבע במודל ה-Base Case.

שיעור הויון – שיעור ההיוון על-פיו מבוצע היוון תזרים המזומנים להערכת שווי של קשרי הלקוחות, הינו כ-12% על פי מחיר ההון הממוצע המשוקלל (WACC) של הפעילות, בתוספת 2%.

הוצאות מס – על פי שיעור המס בישראל, 23%.

חיובים תורמים (Contributory Charges) – החיובים התורמים מבטאים את השימוש בנכסים אחרים, שתרמו ליצירת ערכו של הנכס הבלתי-מוחשי. מן הרווח התפעולי לאחר מס, נוכו חיובים תורמים בגין כוח אדם והון חוזר כלהלן:

אלפי ש"ח	יתרה מאזנית	אחוז תשואה לאחר מס	חיוב תורם	הכנסות	אחוז חיוב תורם
רכוש קבוע, נטו	2,304,889	5.11%	117,870	1,587,847	7.42%
הון חוזר	461,048	4.37%	20,157	1,725,849	1.17%
כוח אדם מיומן	77,699	10.00%	7,770	1,587,847	0.49%

רכוש קבוע, נטו – שיעור החיוב התורם נקבע על כ-7.42% מההכנסות מקשרי הלקוחות בכל שנה, וחושב באופן זהה לחיוב התורם בגין הרכוש הקבוע במגזר הקרטון, כפי שהוסבר לעיל. החיוב התורם הינו בגין הכנסות מקשרי לקוחות של נייר לבן מיוצר בלבד בשנים 2023-2024.

הון חוזר – ההון החוזר הכולל של מגזרי הפעילות קרטון ונייר לבן עומד על כ-461 מילוני ש"ח. שיעור התשואה לפני מס נקבע בהתאם לשיעור החוב לטווח הקצר של החברה שנאמד בכ-5.68% וכ-4.37% לאחר מס. שיעור החיוב התורם בגין ההון החוזר נקבע על כ-1.17% מההכנסות מקשרי הלקוחות בכל שנה.

כוח אדם מיומן – עלות כח אדם מיומן נאמדה בהתאם לגישת העלות וחושבה כעלות הגיוס וההכשרה של העובדים השייכים למגזר הקרטון ומגזר הנייר הלבן. עלות זו נאמדה בכ-77,699 אלפי ש"ח (להרחבה, ראה נספח ד'). החיוב התורם בגין כוח אדם מיומן חושב בהתאם לשיעור ההיוון של החברה (WACC) של כ-10%. שיעור החיוב התורם נאמד בכ-0.49% מההכנסות מקשרי הלקוחות בכל שנה.

הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים

קשרי לקוחות – מגזר הנייר לבן (המשך)

נכס מס – אורך החיים השימושי של נכס קשרי הלקוחות במגזר התשתיות נאמד על ידינו לתקופה של 4 שנים. הנכס האמור מופחת לצרכי מס, לאורך חייו השימושיים, ולכן היוון מכפלת שיעור הפחת השנתי בשיעור המס הסטטוטורי מהווה הטבת מס עבור תזרים המזומנים הנובע מהנכס. בהתבסס על האמור לעיל, שווי הטבת המס נאמד בכ-16.8% כדלקמן:

TAB	תקופה	תקופה להיוון	שיעור פחת	שיעור מס	שיעור הטבת המס	שיעור הטבת המס מהיוון
1	0.92	0.46	16.7%	23%	3.8%	3.6%
2	1.92	1.42	16.7%	23%	3.8%	3.3%
3	2.92	2.42	16.7%	23%	3.8%	2.9%
4	3.92	3.42	16.7%	23%	3.8%	2.6%
5	4.92	4.42	16.7%	23%	3.8%	2.3%
6	5.92	5.42	16.7%	23%	3.8%	2.1%
			100.0%			16.8%

סיכום

להלן סיכום שווי קשרי הלקוחות במגזר נייר לבן לאחר TAB (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	1.2.23	%
שווי קשרי לקוחות לפני TAB	12,618	83.2%
הטבת מס TAB	2,552	16.8%
שווי קשרי לקוחות מגזר נייר לבן	15,169	100%

לאור האמור, שווי קשרי הלקוחות במגזר התשתיות נאמד על ידינו בכ-15.2 מיליוני ש"ח.

פרק 9 ממצאים

ממצאים

הקצאת עלות הרכישה - אינפיניה

הטבלה להלן מציגה את הקצאת עלות הרכישה עבור רכישת 70% ממניות אינפיניה על ידי ורידיס (אלפי ש"ח) (*):

אלפי ש"ח	ביאור	מגזר קרטון	מגזר נייר לבן	אחרים	חוב נטו (כולל מיסים נדחים)	סה"כ
מזומן ששולם	1					1,662,781
שווי הוגן זשמ"ש (30%)	2					712,620
סה"כ תמורה	3	2,595,965	316,855	60,345	(597,764)	2,375,401
הון נרכש	4	1,542,086	175,924	64,374	(761,074)	1,021,307
הפרש מקורי		1,053,879	140,931	(4,029)	163,310	1,354,094
ייחוס ההפרש המקורי						
קשרי לקוחות	5	95,571	15,169	-	-	110,740
נכסי זכות שימוש	6	(9,694)	-	(5,232)	-	(14,926)
התחייבות בגין חכירה	7	-	-	-	52,014	52,014
רכוש קבוע	8	891,090	166,531	-	-	1,057,621
נדל"ן להשקעה	9	-	-	-	57,697	57,697
מלאי	10	2,089	(6,310)	-	-	(4,221)
נדל"ן לא תפעולי	11	-	-	-	114,000	114,000
אופציית רכש מבעלי הזשמ"ש	12	-	-	-	(12,461)	(12,461)
מחיקת נב"מ ישנים	13	(5,196)	-	-	-	(5,196)
הפרשות		(1,650)	-	-	-	(1,650)
עתודה למס	14	(211,861)	(37,403)	1,203	(47,940)	(296,001)
מוניטין P.N	15	293,530	2,944	-	-	296,476

(*): למאזן הרכישה בשווי הוגן ראה נספח א'.

(1) **מזומן ששולם** - סך המזומן ששולם על ידי ורידיס עבור 70% מהון המניות של אינפיניה הסתכם בכ- 1,663 מיליוני ש"ח. להרחבה, ראה פרק עסקת הרכישה.

(2) **זשמ"ש** - ורידיס בחרה למדוד את הזשמ"ש בשווי הוגן ולשתף את המיעוט במוניטין הנרכש. השווי ההוגן של הזשמ"ש המחזיק ב-30% מהון המניות של אינפיניה, חושב בהתאם לשווי החברה שנגזר מעסקת הרכישה והסתכם בכ- 713 מיליוני ש"ח.

(3) **סה"כ תמורה** - סך של 2,375 מיליוני ש"ח ששולם עבור 100% מהון המניות של החברה שמשקף את השווי ההוגן של החברה. תמורת הרכישה האמורה הוקצתה בין מגזר הקרטון, מגזר נייר לבן, מגזר אחרים והחוב נטו והנכסים העודפים. תמורת הרכישה שהוקצתה למגזר קרטון ולמגזר נייר לבן נקבעה בהתאם להערכת שווי פעילות שבוצעה למגזרים (להרחבה, ראה נספח ג'), ותמורת הרכישה שהוקצתה למגזר אחרים נקבעה בהתאם לערך בספרים של מגזר אחרים כשהוא מותאם בגין ההפרשים המקוריים שנפתחו בגינו. תחשיב חוב נטו (כולל ניסים נדחים) חושב כדלקמן: חוב נטו של החברה נכון למועד צירוף העסקים בתוספת מיסים נדחים ובסה"כ כ-761 מיליוני ש"ח (להרחבה, ראה פרק דוחות כספיים), מותאם לאחר כל ההפרשים המקוריים שנפתחו בגינו, ובסה"כ כ-597.8 מיליוני ש"ח במונחי שווי הוגן. לתחשיב הקצאת התמורה בין המגזרים ראה נספח ג'.

(4) **הון נרכש** - ההון העצמי של אינפיניה למועד צירוף העסקים עומד על כ-1,021 מיליוני ש"ח, כמפורט בפרק בדוחות כספיים. ההון העצמי של כל אחד מהמגזרים מפורט גם בפרק זה.

(5) **קשרי לקוחות** - שווי נכס קשרי הלקוחות של מגזר הקרטון נאמד בכ-95.6 מיליוני ש"ח ושווי נכס קשרי הלקוחות של מגזר הנייר הלבן נאמד בכ-15.2 מיליוני ש"ח, ובסה"כ כ-110.7 מיליוני ש"ח. כמו כן, אורך החיים המומלץ לקשרי הלקוחות של מגזר הקרטון, הינו כ-13 שנה, ואורך החיים המומלץ לנכס קשרי הלקוחות של מגזר הנייר הלבן הינו כ-6 שנים. להרחבה, ראה פרק הערכת השווי הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים.

(6) **נכסי זכות שימוש** - בהתאם להוראות IFRS 3 וכן הוראות IFRS16 נדרש במסגרת צירוף עסקים להשוות את נכס השימוש לגובה ההתחייבות בגין חכירה. בהתאם לאמור, הפחתנו את נכס זכות השימוש בגובה של כ-14.9 אלפי ש"ח.

(7) **התחייבות בגין חכירה** - החברה חוברה נכסי נדל"ן ורכבים המשמשים לפעילותה השוטפת כאשר נכון למועד צירוף העסקים יתרת סך ההתחייבות בספרי אינפיניה עומדת על כ-395 מיליוני ש"ח. בהתאם לתחשיב שבוצע על ידי הנהלת ורידיס, ההתחייבות בגין חכירה נכון למועד צירוף העסקים המחושבת בערך נוכחי לפי ריבית תוספתית הוגנת בהתאם להוראות IFRS16, הינה כ-315.6 מיליוני ש"ח, ובהתאם הוכר עודף עלות בסך של כ-52 מיליוני ש"ח.

הקצאת עלות הרכישה – אינפיניה (המשך)

(8) רכוש קבוע - לחברה רכוש קבוע מסוג ציוד ומכונות ונדל"ן. בהתאם לשמאיות שבוצעו נכון למועד צירוף העסקים הן לציוד ולמכונות והן לנדל"ן התפעולי שבבעלותה של החברה, בוצע שערך בסך של כ-1,057 מיליוני ש"ח, שכולל שערך בסך של כ-567 מיליוני ש"ח למכונות ולציוד כשמתוכם סך של כ-498.2 יוחס למגזר קרטון וסך של כ-68.3 יוחס למגזר הנייר הלבן, וכן בוצע שערך בסך של כ-491 מיליוני ש"ח לנכסי נדל"ן כשמתוכם סך של כ-392.8 יוחס למגזר הקרטון וסך של כ-98.2 יוחס למגזר הנייר הלבן. להרחבה אודות השמאיות שבוצעו על ידי מומחים חיצוניים, ראה נספח ה'.

(8) נדל"ן להשקעה - בהתאם לעבודת שמאות שבוצעה נכון למועד צירוף העסקים (להרחבה, ראה נספח ה'), שווי נכס מקרקעין באזור התעשייה בנהריה, המושכר לחברת קיבמרלי קלארק, נאמד בכ-55.7 מיליוני ש"ח כאשר ערכו בספרים הינו כ-47 מיליוני ש"ח. בנוסף שווי של שני נכסי מקרקעין המושכרים לאו.פי.סי בע"מ באזור תעשייה "מרכזי" בחדרה, נאמד בכ-101.5 מיליוני ש"ח כאשר ערכם בספרים הינו כ-52.3 מיליוני ש"ח. יצוין כי אחד מנכסים אלו סווג ערב העסקה בספרי החברה כרכוש קבוע בעוד שהחל ממועד צירוף העסקים הנכס מסווג בהתאם לטיפול החשבונאי של ורידיס כנדל"ן להשקעה. בגין שלושת הנכסים הנ"ל הוכר עודף עלות בסך של כ-57.7 מיליוני ש"ח.

(9) מלאי - במסגרת בחינת השווי ההוגן של המלאי נכון למועד צירוף העסקים בוצעו על ידי הנהלת ורידיס ההתאמות הבאות:

- במגזר הנייר הלבן חושב השווי ההוגן של מלאי נייר לבן קנוי והשווי ההוגן של מלאי חומרי גלם מסוג תאית שמשמש לייצור נייר לבן ובסה"כ הוכר הפרש מקורי שלילי של כ-6.31 מיליוני ש"ח.
- במגזר הקרטון חושב השווי ההוגן של מלאי תוצרת גמורה ותוצרת בעיבוד בסגמנטים השונים בהם פועלת החברה במגזר קרטון, כמלאי בתהליכי ייצור של חברה יצרנית, וכן חושב השווי ההוגן של מלאי חומרי גלם שמשמש לייצור אריזות, ובסה"כ בנטו הוכר הפרש מקורי חיובי בסך של כ-2.1 מיליוני ש"ח.

(11) נדל"ן לא תפעולי - לחברה נדל"ן עודף שאינו תפעולי המושכר לצדדים שלישיים בשטח המפעל בחדרה, בהתאם לעבודת שמאות שבוצעה נכון למועד צירוף העסקים (להרחבה, ראה פרק נספח ה'), שווי של נכס זה נאמד בכ-114 מיליוני ש"ח אשר הוכר כהפרש מקורי ויוחס כולו כנכס עודף.

(12) אופציית רכש מבעלי הזשמ"ש - במסגרת עסקה בין החברה לבין חברת פרנקל ובניו בע"מ, אשר במסגרתה עלתה החברה לשיעור החזקה של 94%, הוענקו אופציות הודיות CALL ו-PUT ביחס להחזקות המיעוט (6%). בהתאם למדיניות החשבונאית של ורידיס, אשר שונה מהמדיניות החשבונאית שיושמה באינפיניה, יושמה האחדת הטיפול החשבונאי, כך ששווי אופציית ה-CALL אופס והוכר כהפרש מקורי שלילי, וזאת במקביל לכל שההון הנרכש מייצג את מלוא הון המניות ללא זשמ"ש וכן את התחייבות החברה בגין אופציית ה-PUT.

(13) מחיקת נב"מ ישנים - נכון למועד צירוף העסקים, במאזני החברה יתרה היסטורית של נכס בלתי מוחשי מסוג תיק לקוחות שנוצר במקור עקב רכישת חברת האריזות. לאור זאת, מחקנו את היתרה היסטורית בדרך של הפרש מקורי שלילי בגינה וכן הכרנו בקיטון בעתודה למס בגין מחיקה זו.

(14) עתודה למס - נפתחה עתודה למס על כל ההפרשים המקוריים, למעט מוניטין. העתודה לכל ההפרשים המקוריים נפתחה על פי שיעור מס החברות הקבוע בישראל נכון למועד ההערכה (23%), למעט נכסי נדל"ן בשווי של כ-650 מיליוני ש"ח, שיוחס להם הפרש מקורי בסך של כ-590 מיליוני ש"ח בהתאם לאומדן מס שבח שצפוי לחול בעת מימוש המקרקעין כפי שהתקבל מיועצי המס של החברה.

(15) מוניטין - המוניטין הינו ההפרש בין סה"כ התמורה בעסקה ובין השווי ההוגן של הנכסים המוחשיים והבלתי מוחשיים המזוהים, והסתכם לסך של כ-296.5 מיליוני ש"ח כאשר מתוכם מוניטין בסך של כ-293.5 מיליוני ש"ח הוקצה למגזר קרטון ומוניטין בסך של כ-3 מיליוני ש"ח הוקצה לנייר לבן.

פרק 10 נספחים

נספח א'

מאזן הרכישה בשווי הוגן

להלן המאזן המאוחד של החברה למועד צירוף העסקים וכן ההתאמות לשווי הוגן של הנכסים וההתחייבות של החברה בהתאם לעבודת הקצאת עלות הרכישה שבוצעה:

אלפי ש"ח			ערך בספרים התאמות לשווי	שווי הוגן
התחייבויות שוטפות				
498,244	–	498,244	אשראי מתאגידים בנקאיים	
–	–	–	חלויות שוטפות של אגרות חוב	
64,337	–	64,337	חלויות שוטפות של התחייבות בגין חכירה	
314,576	–	314,576	ספקים ונותני שירותים	
93,537	–	93,537	זכאים ויתרות זכות	
7,598	–	7,598	התחייבויות פיננסיות דרך רווח והפסד	
13,593	–	13,593	התחייבות בגין הטבות עובדים	
1,650	1,650	–	הפרשות	
993,535	1,650	991,885	סה"כ התחייבויות שוטפות	
התחייבויות בלתי שוטפות				
–	–	–	אג"ח	
251,277	(52,014)	303,291	התחייבות בגין חכירה	
83,965	–	83,965	התחייבות בגין מיסים נדחים	
19,801	–	19,801	התחייבות בגין הטבות לעובדים	
296,001	296,001	–	עתודה למס	
651,044	243,987	407,057	סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות	
2,375,401	1,354,094	1,021,307	הון עצמי	
4,019,980	1,599,731	2,420,249	סה"כ התחייבויות והון	

אלפי ש"ח			ערך בספרים התאמות לשווי	שווי הוגן
נכסים שוטפים				
129,731	–	129,731	מזומנים ושווי מזומנים	
552,059	–	552,059	לקוחות	
20,909	–	20,909	חייבים ויתרות חובה	
268,105	(4,221)	272,326	מלאי	
–	(12,461)	12,461	אופציות רכש מהזשמ"ש	
970,804	(16,682)	987,486	סה"כ נכסים שוטפים	
נכסים בלתי שוטפים				
2,180,798	1,171,621	1,009,177	רכוש קבוע, נטו	
315,614	(14,926)	330,540	נכס זכות שימוש	
133,697	57,697	76,000	נדל"ן להשקעה	
8,509	(5,196)	13,704	נכסים בלתי מוחשיים, נטו	
3,342	–	3,342	נכסי מיסים נדחים	
110,740	110,740	–	קשרי לקוחות	
296,476	296,476	–	מוניטין P.N	
3,049,176	1,616,413	1,432,763	סה"כ נכסים בלתי שוטפים	
4,019,980	1,599,731	2,420,249	סה"כ נכסים	

נספח ב'

שיעור הון

שיעור ההון נקבע על כ- 10%, בהתבסס על מודל WACC ובהתבסס על הפרמטרים הבאים:

מקור	ערך	סימון	פרמטרים
			חוב (%)
בהתאם למוצע חברות השוואה	20.9%	D/V	
בהתאם למוצע חברות השוואה	79.1%	E/V	הון עצמי (%)
מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג A2 נכון למועד ההערכה, מערכת מרווח הוגן	6.64%	Kd	מחיר הון זר
ע"פ שיעור המס הסטטוטורי בישראל לטווח הארוך 23%	23.0%	1-T	שיעור המס
תשואה נומינלית של אג"ח ממשלתי בישראל למועד ההערכה, (מח"מ 15), ממערכת מרווח הוגן	3.3%	Rf	ריבית חסרת סיכון
פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, ינואר 2023	6.43%	Rm-Rf	פרמיית הסיכון של השוק
ממוצע ביטאות, חברות השוואה	92.5%	Beta	ביטא
Duff& Phelps 2023	1.21%	SCP	פרמיית גודל
בהתאם לניסיונו ושיקול דעתנו	1.0%	SRP	פרמיית סיכון ספציפית
$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$	11.4%	Ke	מחיר ההון העצמי
$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$	10.00%	WACC	מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס

נספח ג'

מודל הרכישה (Base Case) – מגזר הקרטון

הטבלה הבאה מציגה את מודל ה- Base Case עבור מגזר הקרטון (אלפי ש"ח):

שנה מייצגת	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	M2-12 2023	אלפי ש"ח
סה"כ הכנסות	1,834,035	1,780,617	1,720,614	1,662,973	1,607,589	1,554,364	1,505,657	1,458,667	1,399,831	1,261,180	1,141,222
% שינוי	3.0%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	4.2%	11.0%	1.3%	-
עלות המכר	(1,297,163)	(1,246,560)	(1,232,030)	(1,217,147)	(1,201,994)	(1,186,668)	(1,175,316)	(1,162,082)	(1,150,967)	(985,817)	(872,730)
רווח גולמי	536,872	534,057	488,585	445,826	405,595	367,696	330,341	296,585	248,864	275,363	268,492
% מההכנסות	29%	30%	28%	27%	25%	24%	22%	20%	18%	22%	24%
הוצאות מכירה ושיווק	(98,344)	(95,480)	(93,374)	(91,382)	(89,497)	(87,713)	(86,183)	(84,734)	(83,009)	(73,829)	(65,679)
הוצאות הנהלה וכלליות	(53,292)	(51,818)	(50,633)	(49,477)	(48,349)	(47,248)	(46,174)	(45,127)	(44,105)	(43,108)	(38,624)
רווח תפעולי	385,236	386,759	344,578	304,968	267,750	232,735	197,984	166,723	121,750	158,426	164,189
% רווח תפעולי	21%	22%	20%	18%	17%	15%	13%	11%	9%	13%	14%
הוצאות מס	(88,604)	(88,955)	(79,253)	(70,143)	(61,582)	(53,529)	(45,536)	(38,346)	(28,002)	(36,438)	(37,764)
רווח תפעולי לאחר מס	296,632	297,804	265,325	234,825	206,167	179,206	152,448	128,377	93,747	121,988	126,426
התאמות:											
השקעות הוניות (CapEx)	(97,622)	(99,909)	(97,472)	(95,095)	(92,775)	(90,513)	(113,305)	(86,151)	(96,550)	(263,412)	(119,167)
פחת והפחתות	97,622	94,779	92,861	91,285	90,064	89,211	88,741	87,422	87,770	79,004	72,420
השקעות בחכירות IFRS16	(64,354)	(25,860)	(25,230)	(24,614)	(24,014)	(36,124)	(22,857)	(92,888)	(93,587)	-	-
פחת והפחתות IFRS16	64,354	53,372	52,718	52,103	51,502	50,915	50,584	50,027	52,818	49,130	44,638
שינוי בהון חוזר	(12,688)	(15,915)	(15,253)	(14,622)	(14,022)	(12,936)	(12,391)	(15,729)	(31,602)	1,765	12,681
סה"כ התאמות	(12,688)	6,466	7,625	9,057	10,755	553	(9,227)	(57,320)	(81,151)	(133,512)	10,572
סה"כ תזרים להיוון	283,944	304,271	272,950	243,882	216,923	179,758	143,220	71,057	12,596	(11,525)	136,998
תקופה להיוון	9.42	9.42	8.42	7.42	6.42	5.42	4.42	3.42	2.42	1.42	0.46
תזרים מהוון	1,653,307	124,016	122,375	120,278	117,680	107,270	94,013	51,308	10,005	(10,069)	131,142
שווי פעילות											2,521,325

נספח ג'

BASE CASE – מגזר הנייר הלבן

הטבלה הבאה מציגה את מודל ה- Base Case עבור מגזר הנייר הלבן (אלפי ש"ח):

שנה מייצגת	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	M2-12 2023	אלפי ש"ח
סה"כ הכנסות	184,386	181,661	178,950	176,349	173,786	168,770	166,317	163,900	354,297	446,015	
% שינוי	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	53.7%-	27.2%-		
עלות המכר	(140,133)	(138,062)	(136,002)	(134,025)	(132,077)	(128,266)	(126,401)	(124,564)	(282,018)	(344,705)	
רווח גולמי	44,253	43,599	42,948	42,324	41,709	40,505	39,916	39,336	72,279	101,310	
% מההכנסות	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	20%	23%	
הוצאות מכירה ושיווק	(32,964)	(32,477)	(31,845)	(31,230)	(30,630)	(29,466)	(28,903)	(28,352)	(35,956)	(43,063)	
הוצאות הנהלה וכלליות	(4,844)	(4,769)	(4,662)	(4,557)	(4,455)	(4,258)	(4,163)	(4,071)	(3,981)	(3,568)	
רווח תפעולי	6,444	6,352	6,442	6,536	6,624	6,781	6,850	6,913	32,343	54,679	
% רווח תפעולי	3.49%	3.50%	3.60%	3.71%	3.81%	4.02%	4.12%	4.22%	9.13%	12.26%	
הוצאות מס	(1,482)	(1,461)	(1,482)	(1,503)	(1,524)	(1,560)	(1,575)	(1,590)	(7,439)	(12,576)	
רווח תפעולי לאחר מס	4,962	4,891	4,960	5,033	5,101	5,221	5,274	5,323	24,904	42,103	
מכירת רכוש קבוע למגזר הקרטון	-	-	-	-	-	-	-	-	131,412	-	
התאמות											
השקעות הוניות (CapEx)	-	-	-	-	-	-	-	-	(3,960)	(3,575)	
פחת והפחתות	-	-	-	-	-	-	-	-	5,073	5,073	
השקעות בחירות IFRS16	(1,106)	(528)	(515)	(502)	(490)	(737)	(466)	(1,896)	(1,910)	-	
פחת והפחתות IFRS16	1,106	1,089	1,076	1,063	1,051	1,039	1,032	1,021	1,078	1,067	
שינוי בהון חוזר	(667)	(664)	(637)	(628)	(619)	(601)	(592)	46,123	35,844	16,735	
סה"כ התאמות	(667)	(102)	(76)	(67)	(58)	(308)	(35)	(1,467)	45,291	169,436	19,300
סה"כ תזרים להיוון	4,295	4,789	4,884	4,966	5,043	4,855	5,186	3,807	50,614	194,340	61,403
תקופה להיוון	9.42	9.42	8.42	7.42	6.42	5.42	4.42	3.42	2.42	1.42	0.46
תזרים מהוון	20,594	1,952	2,190	2,449	2,736	2,897	3,404	2,749	40,201	169,794	58,778
שווי פעילות	307,745										

מודל הרכישה (Base Case)

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 יחידות מניבות מזומנים נפרדות.

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

להלן ההנחות העיקריות ששימשו לצורך הערכת שווי הפעילות של מגזר הקרטון ושל מגזר הנייר הלבן:

- **שנות התחזית - מייצגות את התקופה החל מיום ה-1 בפברואר, 2023, ועד ליום 31 בדצמבר 2032, וכן את השנה המייצגת.**
- **תחזית תזרים המזומנים - התחזית לשנים 2023-2032 התבססה על תחזית שהתקבלה מהנהלת החברה, במונחים נומינליים.**
- **שיעור היוון - שיעור ההיוון המשמש להיוון תזרימי המזומנים נאמד בכ-10%, נומינלי, בהתבסס על מודל WACC כפי שפורט בהרחבה בפרק מתודולוגיה. להרחבה, ראה נספח ב" לעבודה זו.**
- **שיעור מס - שיעור מס חברות בישראל, כ-23%. יצוין כי נכון למועד העסקה לחברה יתרת הפסדים מועברים זניחה ולפיכך לא נלקח בחשבון במסגרת תחשיב המס בשני המגזרים.**
- **IFRS16 - התחזית נערכה תוך אימוץ מלא של הוראות IFRS16, ובהתאם לכך לא קיימות הוצאות שכירות בתחזית הרווח והפסד, ומנגד קיימות הוצאות פחת של נכסי זכות שימוש. כמו כן, תחזית ההשקעות (CapEx) כוללת השקעות בחכירות עתידיות לטובת חידושי חכירה.**

מודל הרכישה (Base Case) - מגזר קרטון- הנחות עיקריות

להלן ההנחות העיקריות ששימשו לצורך הערכת שווי הפעילות של מגזר הקרטון:

- **הכנסות - תחזית תזרים המזומנים של מגזר הקרטון כוללת הכנסות מחיצוניים בלבד, מפעילות איסוף מיון ומיחזור פסולת, הכנסות ממכירת גלילי נייר לקרטון והכנסות ממכירת אריזות. כפי שניתן לראות בשנת 2025 צפוי גידול משמעותי בהכנסות בשיעור של כ-11% בעיקר בגין תוכנית ההסבה של מכונה 4 (על חשבון הכנסות מגזר הנייר הלבן כמפורט בהמשך). החל משנת 2027, הגידול בהכנסות מתמתן ומתכנס, וצפוי להתייצב ולהישאר קבוע על כ-3.5% בממוצע.**
- **שיעור רווח גולמי ותפעולי - שיעורי הרווחיות שמודל הרכישה הינם בהתאם לתחזית שהתקבלה מהנהלת החברה.**
- **שיעור צמיחה לט"א - הונח קצב צמיחה נומינלי לטווח הארוך בשיעור 3%.**
- **פחת ו- CapEx - בהתאם לתחזית החברה. הונח כי בשנה המייצגת סך ההשקעות ההוניות והשקעות בגין חכירות, יתכנסו לגובה הפחת.**
- **כמו כן, ההשקעות ההוניות בגין רכוש קבוע בשנת 2025 כוללות רכישה של רכוש קבוע מסוג ציוד ומכונות ונדל"ן ממגזר הנייר הלבן, ששימשו לייצור נייר לבן בשנים 2023-2024 (חלק ממכונה 4), ומוסבים לייצור גלילי נייר כחלק מתהליך ההסבה של מכונה 4, בסך של כ-131.4 מיליון ש"ח, כפי שיורחב בהמשך.**
- **שינויים בהון חוזר - בהתאם לתחזית ההון החוזר של החברה שנקבעה בהתבסס על ניתוח ההון החוזר ההיסטורי של החברה לשנים 2020-2022, כאשר יתרת הפתיחה הינה יתרת ההון החוזר המיוחס למגזר הקרטון בלבד.**

מודל הרכישה (Base Case) - מגזר נייר לבן- הנחות עיקריות

להלן ההנחות העיקריות ששימשו לצורך הערכת שווי הפעילות של מגזר הנייר הלבן:

- הכנסות** - תחזית תזרים המזומנים של מגזר הנייר הלבן כוללת הכנסות מחיצוניים ומחברות הקבוצה, קנוי או מיוצר. בעקבות הסבת מכונה 4, הונח כי החברה תפסיק את פעילות ייצור הנייר הלבן ותמכור לשוק המקומי מוצר גמור קנוי בלבד (קרי תעבור לפעילות סחר בלבד).
- שיעור רווח גולמי ותפעולי** - שיעורי הרווחיות שמודל הרכישה הינם בהתאם לתחזית שהתקבלה מהנהלת החברה.
- מכירת רכוש קבוע למגזר הקרטון** - כפי שהוסבר לעיל בפרק על החברה, בשנים 2023-2024 החברה נמצאת בתהליך הסבה של מכונה 4 שנעשה באופן הדרגתי כאשר בשנים אלו עדיין מיוצר נייר לבן במכונה זו, והחל משנת 2025 מכונה 4 תשמש את מגזר הקרטון לייצור גלילי נייר כאשר פעילות מגזר הנייר הלבן תסתכם בסחר בנייר קנוי בלבד. במסגרת הקצאת נכסי החברה למגזרים, הרכוש הקבוע בגין מכונה 4 הוקצה על ידי הנהלת החברה באופן יחסי בין מגזר הקרטון לבין מגזר הנייר הלבן ובהתאם ליחס הייצור של המכונה בין נייר לבן מיוצר לבין גלילי נייר הצפוי בשנים 2023-2024. בסיום תהליך ההסבה של המכונה, הונח כי תבוצע מכירה בין מגזרית של כל הרכוש הקבוע שמוסב לייצור גלילי נייר ממגזר הנייר הלבן למגזר הקרטון, וזאת לפי העלות המופחתת של הרכוש הקבוע הנמכר, ובסך של כ- 131.4 מיליוני ש"ח, נטו ממס.
- שיעור צמיחה לט"א** – הונח קצב צמיחה נומינלי לטווח הארוך בשיעור 1.5%.
- פחת ו- CapEx** – בשנים 2023-2024 הונח כי תידרשנה השקעות הוניות בגין רכוש קבוע לצורך שמירה על הקיים של הרכוש הקבוע המשמש לייצור נייר לבן, וכן הוכר פחת בגינו. החל משנת 2025 הונח כי לא תידרשנה כלל השקעות הוניות ובהתאם לא נלקח פחת בגין שכן המגזר עובר לפעילות סחר בלבד. ביחס להשקעות בגין חכירות ופחת בגין חכירות הונח כי מגזר הנייר הלבן יידרש להשקעות של 2% מסך ההשקעות ברמה המאוחדת של החברה לצורך פעילות הסחר ונלקח פחת חכירות בהתאם. הונח כי בשנה המייצגת סך ההשקעות בגין חכירות, יתכנסו לגובה הפחת.

- שינויים בהון חוזר** – בהתאם לתחזית ההון החוזר של החברה שנקבעה בהתבסס על ניתוח ההון החוזר ההיסטורי של החברה לשנים 2020-2022, כאשר יתרת הפתיחה הינה יתרת ההון החוזר המיוחס למגזר הנייר הלבן בלבד (בגין פעילות הסחר ונייר המיוצר).

נספח ג'

הקצאת תמורת הרכישה בין המגזרים

להלן יוצג התחשיב שבוצע לצורך הקצאת התמורה בין המגזרים השונים:

תמורה	%	שווי הוגן	אלפי ש"ח
2,595,965	89.1%	2,521,325	שווי פעילות מגזר קרטון - Base Case
316,855	10.9%	307,745	שווי פעילות מגזר נייר לבן - Base Case
2,912,820	100%	2,829,069	סה"כ שווי הוגן פעילויות
		(537,419)	סה"כ חוב נטו ונכסים עודפים
		2,291,650	סה"כ שווי חברה
		2,375,401	סה"כ תמורה

נספח ד'

כוח אדם מיומן

הטבלה להלן מציגה את ניתוח עלות כוח האדם המיומן בחלוקה לתחומי פעילות:

תחום פעילות	תקופת הכשרה	עלות הכשרה	עלות גיוס	עלות כוללת לעובד	כמות עובדים	אלפי ש"ח
קרטון	2.5	58,921	18,855	77,776	213	16,596
אריזות	2.5	40,417	12,933	53,350	498	26,542
מיחזור	2.5	42,204	13,505	55,710	367	20,440
כתיבה והדפסה	2.5	54,313	17,380	71,693	197	14,122
סה"כ		195,855	62,674	258,529	1,275	77,699

יצוין כי כמות העובדים כוללת את כל העובדים המשויכים לתחום הפעילות, ללא חלוקה או הקצאה בין עובדים שמשמשים לייצור הכנסה מחיצוניים לבין עובדים שמשמשים לייצור הכנסה בין-מגזרית.

נספח ה'

עבודות שמאות שבוצעו על ידי מומחים חיצוניים

בעבודתנו התבססנו על ממצאי שמאיות מקרקעין, ציוד ומכונות אשר התקבלו מהנהלת החברה ובוצעו על ידי מומחים חיצוניים כמפורט להלן:

הערכות שווי מקרקעין:

במסגרת עבודתנו קיבלנו מהחברה הערכות שווי בגין שישה נכסי מקרקעין אשר בוצעו ליום 30 בינואר 2023 על ידי גרש טובי בע"מ, שמאי מקרקעין. שווים הכולל של נכסים אלו נאמד על סך של כ- 822 מיליוני ש"ח.

הערכות השווי המלאות מצורפות כנספח לדוחות הכספיים של ורידיס נכון למועד ההערכה.

הערכות שווי מכונות וציוד:

במסגרת עבודתנו קיבלנו מהחברה הערכות שווי בגין מערכי ייצור, מכונות וציוד אשר בוצעו ליום 31 בינואר 2023 על ידי א. זגול סיקור (2001) בע"מ, שמאים ומעריכים. שווים הכולל של נכסים אלו נאמד על סך של כ- 1,284 מיליוני ש"ח.

הערכות השווי המלאות מצורפות כנספח לדוחות הכספיים נכון למועד ההערכה.

28 במרץ 2024

א.ג.נ.,

**הנדון: אישור הכללת עבודת הקצאת עלות רכישת אינפיניה בע"מ בתשקיף מדף של ורדיס אינוורונמנט בע"מ
(להלן: "החברה") מחודש מאי 2021**

הרינו להודיעכם כי אנו מסכימים להכללת עבודתנו הכלכלית בנושא הקצאת עלות רכישת אינפיניה בע"מ מיום 31 בינואר 2024, 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

תל אביב | ירושלים | חיפה | באר שבע | בני ברק | קרית שמונה | פתח תקווה | מודיעין עילית | נצרת עילית | אילת
03-6386868 | 02-6546200 | 04-8680600 | 077-7784100 | 073-7145300 | 077-5054906 | 077-7784180 | 08-9744111 | 04-6555888 | 08-6339911

משרד ראשי: בית אמות BDO, דרך מנחם בגין 48, תל אביב, 6618001 **דוא"ל:** bdo@bdo.co.il **בקרו באתר שלנו:** www.bdo.co.il

BDO Israel, an Israeli partnership, is a member of BDO International Limited, a UK company limited by guarantee, and forms part of the international BDO network of independent member firms. BDO is the brand name for the BDO network and for each of the BDO Member Firms



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

א. זגול סיקור (2001) בע"מ
שמאים ומעריכים

הערכת שווי הוגן

מערכי ייצור, מכונות וציוד בבסיס פעילות

אינפיניה בע"מ

נערכה עבור

ורידיס אינווירונמנט בע"מ

ליום 31.01.2023



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

לכבוד
ורידס אינוורונמנט בע"מ
לידי בני בר און, סמנכ"ל כספים
בדוא"ל benny_b@groupve.co.il

29 מרץ 2023
מספרנו : 20238001

חוויות דעת

ורידס אינוורונמנט בע"מ	:	מזמיני הבדיקה
שד' אבא אבן 1, הרצליה 4672159	:	כתובת
הערכת שווי הוגן במסגרת הקצאת עלות רכישה (PPA)	:	מהות הבדיקה
אינפיניה בע"מ, רח' יוסף מייזר 1, חדרה	:	החברה
א. אינפיניה נייר לקרטון בע"מ, רח' יוסף מייזר 1, חדרה	:	אתרי הבדיקה
ב. אינפיניה מיחזור בע"מ, רח' יוסף מייזר 1, חדרה	:	
ג. אינפיניה מיחזור בע"מ, רח' עמק האלה 250, מודיעין-מכבים-רעות	:	
ד. אינפיניה אריזות בע"מ, מפעל האריזות, רח' החלמיש 2, קיסריה	:	
ינואר – מרץ 2023	:	בדיקה מתאריך
31 ינואר 2023	:	מועד מדידה

1. רקע כללי והיקף חוות הדעת

1.1. היקף ומטרת הבדיקה

1.1.1. התבקשנו לחוות דעתנו לעניין השווי ההוגן ואורכי החיים הנותרים של מערכי ייצור, מכונות וציוד בבסיס פעילות אינפיניה בע"מ (להלן: "אינפיניה") הכוללת את החברות אינפיניה נייר לקרטון בע"מ (להלן: "מפעל הנייר"), אינפיניה מיחזור בע"מ (להלן: "מפעל המיחזור") ואינפיניה אריזות בע"מ (להלן: "מפעל האריזות").

1.1.2. נמסר לנו כי חוות דעתנו תשמש בסיס לביצוע הקצאת עלויות הרכישה וקביעת שווי הרכוש הקבוע בספרי החברה, וזאת במסגרת רכישת פעילות אינפיניה על ידי ורידיס אינוורונמנט בע"מ (להלן: "הרוכשת").

1.2. התקשרות, זיהוי מזמין ההערכה

חוויות הדעת נערכה בהתאם למסמך התקשרות מיום 8 ינואר 2023. ההתקשרות אושרה בתאריך 8 ינואר 2023 על ידי בני בר און, סמנכ"ל כספים ורידיס אינוורונמנט בע"מ.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

1.3 הערכת שווי מהותית או מהותית מאוד, הסכמה לצירוף, שיפוי

1.3.1. לבקשת הרוכשת ניתנת הסכמתנו להעברת חוות הדעת ליועצים ו/או מומחים ו/או מערכי שווי מטעם החברה, לרואי החשבון המבקרים של החברה ולרשויות ו/או גורמים ספציפיים אחרים.

1.3.2. נמסר לנו כי חוות הדעת הנוכחית מהווה במסגרת הקצאת עלות הרכישה הערכת שווי מהותית מאוד. בהתאם, ניתנת הסכמתנו לאזכור חוות הדעת ו/או צירופה לדיווחי החברה. לצורך מתן הסכמתנו נמסר לנו על ידי החברה כתב שיפוי הערוך בהתאם להנחיות לנושא כתב שיפוי שאינו יוצר תלות¹.

1.4 הגדרת בסיס השווי

בעת עריכת חוות הדעת הונחנו ע"י העקרונות הרלוונטיים לבחינת שווים ההוגן של מערכי הייצור, המכונות והציוד בהיותם חלק ממערך ייצור פעיל, במקומם ובמצבם הנוכחיים, כאשר הינם שלובים ביתר הנכסים של החברה וכפופים למשטר האחזקה השימור והשיקום השוטף המדווח הקיים בעת הבדיקה². לשינויים בסטטוס הרכוש עשויה להיות השפעה מהותית או מכריעה על שוויו ההוגן של הציוד.

1.5 מועד אימות

חוות הדעת הנוכחית נערכה על מנת לשקף את שוויו ההוגן של הרכוש ליום 31 בינואר 2023.

1.6 הסתמכות על מידע מהותי שנמסר על ידי הרוכשת ו/או אינפיניה ו/או מי מטעמם

חוות הדעת הנוכחית נערכה תוך הסתמכות מהותית על מידע שנמסר על ידי הרוכשת ו/או אינפיניה ו/או מי מטעמם, מידע הכולל בין היתר נתונים בפרקים דלהלן:

א. פירוט השקעות ועלויות היסטוריות בספר רכוש קבוע ("טופס פחת").

ב. פירוט השקעות תקופתיות ושוטפות באחזקה, שיפוץ, הסבה ושידרוג.

ג. נתונים לנושא עלויות משוערות ו/או מצוטטות של פרויקטים בהקמה ו/או בתכנון ו/או פרויקטים שלא בוצעו.

ד. עלויות תשומות, חומרי הפעלה, חומרי גלם וכוח אדם.

ה. נתוני תקלות, מרווחים בין תקלות, שעות עבודה שנתיות ומפרטי ביצועים.

ו. נתוני מצאי של ציוד אצל לקוחות³.

¹ כתב השיפוי כולל שיפוי מלא בעבור נושאים הקשורים למידע שנמסר על ידי הרוכשת ו/או אינפיניה ו/או מי מטעמם ומותיר חשיפה של עד פי שלושה משכר הטרחה שהתקבל בעבור נושאים שאינם נובעים ממידע שנמסר על ידי הרוכשת ו/או אינפיניה ו/או מי מטעמם.

² "Continued use Value", "Fair Value Installed".

³ מפעל המיחזור ומפעל האריזות, כולל מכשירים, דחסניות ומכונות הקמה (בניית קרטונים).



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

1.7. סייגים

1.7.1.1. חוות הדעת אינה מיועדת לשמש מדד לבחינת ירידת ערך במסגרת תקן חשבונאי בינ"ל IAS 36 או לפי US GAAP, ו/או מדד לשווי הציוד כבטוחה ו/או לשווי מימוש ו/או מכירה בכל קונפיגורציה אחרת שאינה זהה למפורט לעיל בסעיף 1.1.5, בין אם כמערכי ייצור מושבתיים באתרם הנוכחי ובין אם כמכונות וציוד מפורקים בנפרד מהתשתיות והאתרים בהם הוא מצוי.

1.7.2.1. במסגרת עריכת חוות הדעת נערכה סקירה ויזואלית של הציוד באתרים ונערכו ניתוחים של נתוני תקלות, תשומות ייצור והשקעות בציוד ובאחזקה לצורך קביעת אומדן השווי ההוגן בלבד ותוך הסתמכות על נתוני החברה וקבלתם כנתונים מבוקרים ומאומתים. אין לראות בחוות הדעת כמהווה בסיס לאימות נתונים שנכללו בפרק מידע שנמסר על ידי החברה וזאת כולל נתונים לגבי מצב הציוד ואופי התכנון הקיים.

1.7.3.1. חוות הדעת לא נועדה לשמש בסיס לבחינת אפיון התכנון הנדסי באתר ואין לראות בה כמהווה תחליף לסקר הנדסי מפורט.

1.7.4.1. אומדני השווי ההוגן בחוות הדעת אינם כוללים בחינה של התיישנות כלכלית או התיישנות חיצונית אחרת וזאת כולל אך לא רק כתוצאה משינויים בביקוש למוצר/ים, רגולציה ושינויים אחרים שאינם בגדר בלאי פיזי או התיישנות טכנולוגית.

1.8. הערכות קודמות, הסתמכות על הערכות קודמות, שינויים בהנחות יסוד מהותיות מהערכות קודמות

1.8.1.1. בעבור עיקר הרכוש הכלול בחוות הדעת הנוכחית, לא בוצעו על ידינו הערכות קודמות לקווי הייצור, המכונות והציוד. בהתאם אין שינויים בהנחות יסוד ו/או שיטות שננקטו בתקופות קודמות.

1.8.2.1. בעבור ציוד במחלקת גמר (9 Sheeters, 11 ו-12) בוצעו על ידינו הערכות קודמות במסגרת התקשרות עם אינפיניה בע"מ וזאת לצורך בחינת ירידת ערך רכוש קבוע בהתאם להנחיות תקן חשבונאי בינ"ל IAS 36. במסגרת חוות הדעת הנוכחית הסתמכנו על מידע שנאסף במסגרת הערכות קודמות לצורך קביעת אומדן השווי הנוכחי⁴.

1.9. הנחיות ותקינה

הערכת השווי הנוכחית עולה בקנה אחד עם ההנחיות של תקני חשבונאות בינ"ל IFRS 3 (צירופי עסקים) ו-IFRS 13 (שווי הוגן). אין לראות בהערכה הנוכחית בסיס למדידת ירידת ערך.

⁴ השווי ההוגן המשויך לשלושת הסליטרים נמוך מ-1% מסה"כ השווי ההוגן בחוות הדעת (לא כולל פרויקטים בהקמה). הסברים לנושא אופן קביעת השווי לסליטרים והשיקולים בבחירת גישת ההערכה מפורטים בסעיפים הרלוונטיים בפרק "מתודולוגיה".



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

2. מהות הציוד והרכוש המוערכים

2.1. תעשיית הנייר – סקירה כללית

2.1.1. תעשיית הנייר העולמית היא מהתעשיות הוותיקות בעולם, ומייצרת בכל שנה מעל ל-400 מיליון טון נייר. תוצרת הנייר נחלקת בין שתי קטגוריות עיקריות: נייר לאריזה ונייר גרפי. כיום החלק הארי של התוצרת העולמית הוא נייר לאריזה, אשר צריכתו נמצאת בעליה בעוד צריכת הנייר הגרפי הינה ברידה.

2.1.2. מחירי הנייר בעולם סובבים סביב כ-1,000 דולר ארה"ב לטון נייר גרפי, וכ-500 דולר ארה"ב לטון נייר אריזה (במועד עריכת חוות הדעת, בממוצע). תהליכי הייצור של שני סוגי הנייר דומים, והסיבה העיקרית להפרש במחירי השוק נובעת מעלות חומר הגלם העיקרי, תאית. כדי לייצר נייר גרפי משתמשים בתאית בתולית המופקת מעצים, וכדי לייצר נייר אריזה משתמשים בפסולת נייר ותאית בעלת איכות נמוכה.

2.1.3. תהליך ייצור הנייר נחלק לשני תהליכים עיקריים:

א. הכנת תרחיף

שלב זה כולל עיבוד שבבי עץ, תאית ופסולת נייר (בהתאם לסוג הנייר) לתרחיף אשר מכיל סיבים. הכנת התרחיף מלווה בתהליכים שונים של טחינה, ערבוב והוספת כימיקלים. קו הייצור של הכנת התרחיף בנוי מכלים, משאבות וצנרת. הכנת התרחיף דורשת כמויות גדולות של מים מאחר ומדובר בתרחיף דליל למדי אשר מכיל אחוזים בודדים של חומר סיבי.

ב. הכנת הנייר

בתהליך זה כובשים את התרחיף לריעת נייר. התהליך נעשה תוך כדי שימוש במכונה ייעודית אשר מורכבת מגלילים רבים אשר על חלקם מתוחה רשת. התהליך מתחיל במזיגת התרחיף על גבי הרשת, וממשיך בסחיטת עודפי המים מעיסת הנייר אשר פרוסה על גבי הרשת. בהמשך עיסת הנייר עוברת דרך סדרת גלילים חמים אשר מייבשים את עיסת הנייר על ידי אידוי. בשלב זה מתקבלת יריעה יציבה, כאשר בשלב העיבוד האחרון מעבירים את היריעה דרך גלילים גדולים אשר מגהצים אותה ליריעה חלקה. לאחר מכן גוללים את הנייר המוכן בגלילי ענק.

2.1.4. ציוד הכנת התרחיף הוא ציוד תעשייתי גנרי לעיבוד תמיסות, בעוד מכונת הכנת הנייר היא ציוד תעשייתי ספציפי. בהתאם העלות הקפיטלית של פריטי הציוד מרוכזת בעיקר במכונת הכנת הנייר. העלות הקפיטלית של ציוד הכנת התרחיף כחלק מסה"כ עלות מערך הייצור נמוכה באופן משמעותי ביחס לעלות מכונת הנייר. לבד מעלות הציוד, כולל התהליך עלות אופרטיבית אשר מתבטאת בהשקעה בתשומות שונות אשר נדרשות לתהליך הייצור, כאשר ייצור נייר מהווה תהליך עתיר אנרגיה בהיבטי חום וחשמל.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

2.2. מכונות הנייר

2.2.1. מכונת הכנת הנייר בנויה מחלקים רבים ומהווה את המכונה המורכבת ביותר בה נעשה שימוש בתהליך הייצור של הנייר. מכונות הנייר המודרניות מבוססות על העקרונות אשר הודגמו במכונת Fourdrinier במאה ה-19. כפי שתואר לעיל, המכונה מכינה את הנייר אמצעות יישום של ארבעה תהליכים פיסיקליים: הנחת תרחיף סיבי הנייר על גבי רשת, סחיטה של עודפי מים, יבוש באמצעות גלילים חמים ולבסוף גיהוץ יריעת הנייר וגלילה שלה לגלילי ענק.

2.2.2. לאורך השנים נעשו שיפורים טכנולוגיים בתהליך הבסיסי אשר הודגם במכונת Fourdrinier: מהירות העבודה של מכונות הנייר המודרניות גבוהה לאין שיעור לעומת הדגמים הראשונים, כמו כן רוחב היריעה אשר ניתן לעבד גדל באופן ניכר, וגם עובי היריעה גדל לאורך השנים.

2.2.3. לבד מהשיפורים הללו שהם ספציפיים לתהליך עיבוד הנייר, נהנתה תעשיית מכונות הנייר משיפורים טכנולוגיים גנריים בבניית מכונות תעשייתיות, להלן רשימה חלקית: מטלורגיה משופרת של חלקי המכונה, הוספת בקרה ממוחשבת, שיפור כללי בחוסן חומרי המבנה השונים אשר אינם מתכתיים, שיפורים באמינות ונצילות פריטי ציוד גנרי כגון משאבות ומנועים חשמליים, ושיפורים בבידוד המכונה אשר מביאים לאובדני חום קטנים יותר וחסכון בצריכת האנרגיה במהלך עיבוד הנייר.

2.2.4. מכונת הכנת הנייר היא מכונה תעשייתית גדולה מאוד אשר עובדת באופן רציף במתכונת של 24 שעות 7 ימים בשבוע ללא הפסקה. ככל שמשתפרת רציפות העבודה של המכונה כך תהליך ההכנה של הנייר כלכלי יותר וזאת מאחר וקיימות הוצאות קבועות רבות אשר אינן תלויות בהספק הייצור של המכונה. כאמור, התעשייה מוטה כיום לייצור נייר אריזה וכפועל יוצא משמשת חלק משרשרת המיחזור של פסולת, כך שלעיתים רבות ייצור נייר אריזה מבוסס על איסוף פסולת נייר אשר משמשת כחומר גלם לייצור נייר האריזה עצמו.

2.2.5. מאחר ועקרונות העבודה של מכונות ייצור נייר לא השתנו במהלך 200 השנים האחרונות, וכל שכן במהלך 80 השנים האחרונות אשר מאופיינות בפיתוח תעשייתי מואץ ושכלול משמעותי, גריטה של מכונות נייר אינה שכיחה, ולרוב אורך החיים הכולל של מערכי ייצור אלו נמדד בעשרות רבות של שנים. מאחר ומכונת נייר מורכבת מחלקים רבים, חלק משמעותי מעלות ההקמה שלה נובע מהרכבתה באתר היעד, כך שחלק גדול מהערך שלה טמון בעלות ההרכבה המקורית (Initial Costs) ולא דווקא בעלות פריטי הציוד השונים אשר מרכיבים אותה.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

2.2.6. להלן סיכום התחנות ושלבי הייצור במכונות הנייר:

- א. Headbox – תא לקבלת תערובת מים-תאית.
- ב. רשת/לבד נעה – על הרשת מותזת תערובת תאית ומים, אשר תוך כדי תנועה מתייבשת בהדרגה.
- ג. תיבות שאיבה – יונקות מים דרך הרשת וממשיכות ביבוש העיסה.
- ד. Former Top – גליל כבישה לעיצוב שטח הנייר.
- ה. מערך כבישה ויבוש ע"י העברת נוזלים ללבד.
- ו. מערך גלילי ייבוש מחוממי קיטור.
- ז. קלנדר – החלקה וכבישה סופית כנדרש.
- ח. גולן – גליל נייר סופי.
- ט. קווי חיתוך ואריזה עצמאיים לגליל נייר, לגודל A3 ו-A4 ולמידות קוואטרו (מידות אמריקאיות).
- י. אריזה במכונות אריזה המותקנות על כל אחד מקווי החיתוך.

2.3. אפיון מכונות הנייר באתר

2.3.1. ניתן לאפיין את כמות התקלות אשר מתרחשות במהלך החיים של מכונת נייר כדיאגרמת אמבטיה קלאסית של מכונות תעשייה כבדה. שנות ההפעלה הראשונות מאופיינות בכמות תקלות גבוהה יחסית אשר נובעת מתקופה בה הציוד התעשייתי עובר הסמכה והפעלה, תקופה זו מאופיינת בתקלות ינוקא אשר נובעות מתיאום לקוי בין פריטי ציוד שונים ומפגמים נסתרים בפריטי הציוד השונים.

2.3.2. שנות ההפעלה הבאות מאופיינות בכמות נמוכה של תקלות מאחר והציוד חדש ועובד כראוי למעט תחזוקה שוטפת רגילה. משלב מסוים פריטי הציוד השונים מתחילים להתיישן (כל פריט בזמנו שלו) וכמות התקלות במכונה מתחילה לעלות באופן מצרפי כך שהוצאות התחזוקה עולות. המכונה מורכבת מפריטי ציוד ספציפיים וגנריים אשר ניתן למצוא לכולם חלקי חילוף ולכן ניתן להמשיך ולהפעיל את המכונה למשך תקופות ארוכות מאוד.

2.3.3. כאמור, זמינות המכונה מהווה פרמטר חשוב מאוד ביעילות הייצור, וקיימת עדיפות לזמינות כמה שיותר גבוהה. מאחר וכל חלקי המכונה הינם ברי החלפה או תיקון, ניתן להתייחס למכונת נייר ישנה כמכונה אשר זמינותה דומה למכונה חדשה אך עלויות התפעול שלה יהיו גבוהות יותר עקב צריכה גבוהה יותר של תשומות מכאניות (עבודה וחלקי חילוף), כמו כן ייתכן ומכונה ישנה תהיה פחות יעילה אנרגטית ביחס למכונה חדשה. יש לציין כי לכל מפעיל שיקולים מסחריים משלו לעניין עלויות הייצור בהיבט יכולת המכירה של התוצרת המוגמרת כך שעלויות ייצור גבוהות עשויות לעלות בקנה אחד עם יכולת מכירה ולכן לתמוך בהמשך הפעלה של מכונה ישנה.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

2.3.4. אינפנייה מפעילה שלוש מכונות נייר אשר פועלות כיום באתר אינפנייה בחדרה⁵:

א. מכונה 2

המכונה הופעלה לראשונה בשנת 1952, כך שגילה הכרונולוגי הינו כ-70 שנה. רוחב יריעת הנייר שניתן לייצר במכונה זו הוא כ-3,500 מ"מ, ומהירות ייצור הנייר המקסימאלית היא כ-680 מטר לדקה. מכונה זו מייצרת נייר אריזה בעובי גבוה יחסית. הספק הייצור השנתי של מכונה זו הוא כ-80 אלף טון. למכונה ראש כפול המאפשר ייצור נייר דו שכבתי (Top White) המשמש בייצור אריזות מסוגים שונים כגון אריזות לדגני בוקר ומוצרי מזון אחרים. למרות גילה הכרונולוגי המכונה עובדת במדדי יעילות / אמינות טובים ועברה השקעות ושדרוגים לאורך השנים, לאחרונה באמצעות שיפור מערכת הייבוש על ידי הוספת מכבש Shoe Press המגדיל את שטח המגע של הנייר עם גלילי הייבוש ומייעל את תהליכי הייבוש.

ב. מכונה 4

הופעלה לראשונה בשנת 1972, ומשכך גילה הכרונולוגי חוצה בימים אלו את קו 50 השנים. רוחב יריעת הנייר שניתן לייצר במכונה זו הוא כ-5,100 מ"מ, ומהירות ייצור הנייר המקסימאלית היא כ-850 מטר לדקה. במהלך השנים המכונה התמקדה בייצור נייר לבן בתקופות בהם ביקוש לנייר זה היה נדבך מהותי בתעשיית הנייר. במכונה זו בוצעו שדרוגים המאפשרים יכולת ייצור של נייר לבן ובנוסף נייר אריזה ("נייר חום"), וכיום המכונה הינה קו היברידי המייצר נייר לבן וחום לחילופין. הספק הייצור השנתי של מכונה זו הוא כ-140 אלף טון.

ג. מכונה 8

הופעלה לראשונה בשנת 2010 וגילה הכרונולוגי חצה את קו 10 השנים לאחרונה. רוחב יריעת הנייר שניתן לייצר במכונה זו הוא כ-6,000 מ"מ, ומהירות ייצור הנייר המקסימאלית היא כ-1,100 מטר לדקה. מכונה זו מייצרת נייר אריזה בהספק ייצור השנתי של כ-230 אלף טון. נייר האריזה מועבר למפעל האריזות שם הוא מעובד לקרטון גלי ואריזות לסוגיהן.

⁵ המספור הפנימי של קווי הנייר הינו: מכונה 8 – PM8, מכונה 2 – PM2, מכונה 4 – PM4.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

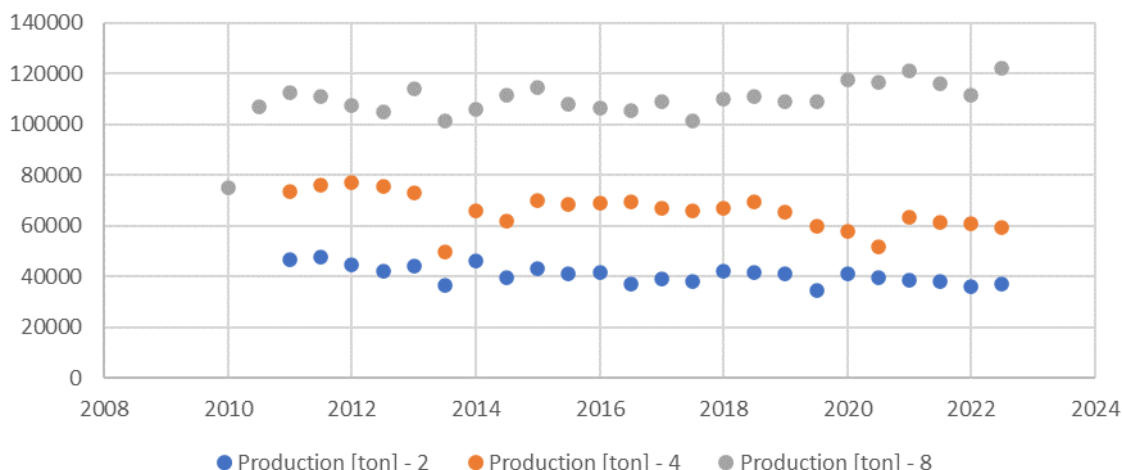
HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

Production [ton/6 month]



תרשים א' – ייצור בפועל, טון נייר, חצי-שנתי (שישה חודשים)

2.3.5. אינפיניה עדיין עוסקת בייצור נייר לבן אך ממקדת את מאמציה בייצור נייר אריזה תוך ניצול חומר גלם אשר מקורו בפסולת נייר אשר נאספת בישראל, כך שחלק משמעותי מהפעילות הנוכחית של המפעל הוא למעשה פעילות ייצור אשר ממחזרת פסולת לנייר.

2.4. יעילות הייצור

2.4.1. זמינות מכונות הנייר במפעל אינפיניה נמדדת בדקות הפעלה, צוות המפעל מנהל סטטיסטיקה מדויקת בעניין זמינות המכונות ומבחין בין אובדן דקות מכונה חיצוני (אינו קשור לזמינות המכונה אלא לגורמים אחרים כגון: הפסקות חשמל, זמינות חומר גלם וכו'), ואובדן דקות פנימי של המכונה עצמה אשר נובע בדרך כלל מתקלות שונות בציוד הייצור.

2.4.2. על פניו, בהתאם לסטטיסטיקה אשר נאספה על ידי צוות המפעל במהלך 10 השנים האחרונות, אובדני הזמן של כל המכונות דומים, כך שכל מכונה זמינה בהיקף של כ-255,000 דקות לחצי שנה. כך שעל פניו נראה כי לגיל המכונה אין השפעה על זמינות המכונה.

2.4.3. תהליך ייצור הנייר מלווה בפחת ואובדני תוצרת פוטנציאלית מסוגים שונים, חלקם נובעים מתהליך הייצור עצמו וחלקם מפגמים שונים בתהליך הייצור. האובדן הממוצע של תוצרת פוטנציאלית דומה לכל המכונות ונע בין 4-5 אחוז.

2.4.4. יעילות הייצור של כל מכונה, היא מדד סטטיסטי אשר כולל בתוכו את זמינות המכונה, את אובדן התוצרת וכל זאת ביחס לפוטנציאל הייצור המקסימלי שלה. בהתאם לסטטיסטיקה של צוות אינפיניה, אין הבדל גדול ביעילות הייצור בין המכונות השונות וכולן עומדות על יעילות של כ-80%.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

2.5. תשומות ועלות הייצור

2.5.1. בניגוד ליעילות הייצור, בחינת עלויות הייצור הממוצעות לטון נייר בין המכונות השונות מעלה תמונה יותר מגוונת. עלות הייצור הכוללת הממוצעת לטון נייר כוללת בעיקרה את עלות חומר הגלם (סיבים/תאית) ועלויות נוספות. יש לציין כי עלות תאית בתולית לייצור נייר לבן גבוהה יותר מעלות פסולת נייר אשר משמשת מקור לסיבים לצורך ייצור נייר אריזה, ולכן עלויות חומרי הגלם אינן מהוות קריטריון אשר מבדיל בין המכונות, כאשר הקריטריונים אשר מבדילים בין המכונות קשורים לצריכת תשומות שונות כגון: אנרגיה, חלקי חילוף ושכר עבודה (מנורמלים לטון תוצרת).

2.5.2. עלויות השכר הכרוכות בהפעלת המכונות יתרון לכלכלת גודל, כך שככל שהמכונה גדולה יותר כך עלויות ההפעלה שלה לטון תוצרת נמוכות יותר. מאחר ולמכונות ישנות יש עלויות מימון נמוכות מאוד העלות הכוללת מתקזזת עם ההוצאות הגבוהות יותר בגין הייצור. ולכן באופן מעשי בתנאים הקיימים אין יתרון משמעותי להחלפת מכונת ייצור קיימת במכונה חדשה.

2.5.3. כפועל יוצא של האמור, כל עוד קיים שוק פוטנציאלי אשר מצדיק את עלות הייצור של הנייר, ומכונת הייצור פועלת ללא תקלות מהותיות אשר ישביתו אותה למשך פרקי זמן ארוכים, אין מוטיבציה להחליפה בציוד חדש. כך שציוד ייצור חדש ירכש מתוך שיקולי הגדלת קיבולת ייצור ולא מתוך שיקולי החלפת ציוד ישן, ולכן באופן מעשי יש להניח כי אורך החיים של מכונת ייצור הנייר ייגזר מפרמטרים חיצוניים (לרוב כלכליים) אשר אינם קשורים אינהרנטית להנדסה וטכנולוגיה.

2.5.4. בהתאם, מחזור החיים המתועד (מחזור החיים בפועל) של מתקן ייצור יכול להקמה הדרגתית של מערכים חדשים ולבסוף גריטה הדרגתית של מערכים ישנים מאוד, בכפוף לשיקולים המתוארים בסעיף 2.5.2 לעיל.

2.6. מערכי ההכנה

2.6.1. כאמור, מערכי הכנת החומר למכונות הנייר משמשים להכנת התרחיף המשמש לייצור הנייר. במערכים אלו מארזי חומר גלם (או חומר ממוחזר) מוכנסים למערבלים⁶ בהם מתבצע ערבול חומר הגלם והפרדה של חומרים זרים (ניילון, חוטי ברזל וכיו"ב).

2.6.2. החומר ממשיך לעבור ערבול במערבל משני ומשם ממשיך למערכות סינון והוספת חומרים.

2.6.3. להלן פירוט מערכי הכנת הנייר באתר:

⁶ Paper Pulpers



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל : +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

א. קו הכנה מס' 1

הקו בעיקרו משרת את מכונה מס' 2. לקו יכולת עיבוד בהיקף של כ-16 טון בשעה.

ב. קו הכנה מס' 2

הקו משמש לעיבוד פסולת נקיה שחוזרת ממפעל המקרגלים⁷, ומייצר חומר גלם המשמש לייצור נייר
זו שכבתי בהיקף של 7 טון בשעה.

ג. קו הכנה מס' 3

הקו משרת בעיקר את מכונה מס' 8. לקו יכולת עיבוד של כ-31 טון בשעה.

ד. קו הכנה נייר לבן

הקו משרת בעיקר את מכונה מס' 4. לקו יכולת עיבוד של כ-25 טון בשעה.

2.6.4. מערכות ההזנה של שלושת הקווים מחוברות זו לזו וניתן להזין חומר גלם מכל אחד ממערכי ההכנה
לכל אחת ממכונות הנייר בהתאם לדרישות הייצור. כאמור קו 4 עבר הסבה וניתן לבצע בו ייצור של
נייר לבן או חום לחילופין תוך הזנה מקווי הכנה 1 / 3 או קו לבן.

2.7. טיהור שפכים

2.7.1. ייצור הנייר הינו תהליך העושה שימוש בכמויות גדולות של מים. על מנת לטפל במים המתקבלים
כתוצר לוואי של הייצור באתר, הוקם מכון טיהור שפכים המטפל ומשיב את המים לתהליך.

2.7.2. תהליך הטיהור מתבצע בשני שלבים עיקריים כאשר בכל שלב מגויסים סוגי בקטריות שונים
המשמשות לטיהור המים מחומרים אורגנים, כדלהלן:

א. טיפול אנארובי, בו פירוק החומר האורגני נעשה על ידי בקטריות ללא נוכחות של חמצן. תהליך
הפירוק האנאירובי מתבצע על ידי בקטריות מסוגים שונים בשלושה מתקנים הממוקמים בשטח
המפעל..

ב. לאחר מכן המים מועברים למכון הארובי הממוקם מעבר לנחל חדרה. במכון האירובי המים
עוברים חמצון לעידוד בקטריות ארוביות המשמשים להמשך טיהור המים ממרכיבים אורגנים.
בנוסף מתבצעת בשלב זה הקטנת כמויות בוצה, הצללה וסחיטת הבוצה ע"י מסננים יעודים (Belt
Presses).

⁷ קרטון גלי, מדובר בבלאי ייצור ופסולת ייצור המועברת ישירות מקו הייצור לקו המחזור ועל כן מוגדרת כפסולת "נקיה". ידוע גם כ-DLK-Double Lined Kraft. משמש כחלק מתהליך ייצור מוצר דו שכבתי (צד מודפס וצד קרטון) כגון אריזות דגני בוקר.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

2.8. מפעל האריזות

2.8.1. באתר מתקבל חומר גלם מסוג נייר חום ונייר Top White לצורך ייצור אריזות שונות לפי דרישות הלקוחות.

2.8.2. באתר שתי מכונות לייצור קרטון גלי המוכרות בתעשייה כ"מקרגלים", המבצעות ייצור קרטון גלי ע"י הדבקה של השכבה הגלית בין שתי שכבות של נייר חום, לצורך הקניית חוזק ועמידות למוצר הסופי.

2.8.3. משטחי הקרטון הגלי נערמים באתר על קרוניות שינוע אוטומטיות אשר משנעות אותם להמשך התהליך, הכולל חיתוך והדפסה על מנת לייצר את האריזה הנדרשת ע"י הלקוחות.

2.8.4. שלבי הייצור באתר הינם כדלקמן:

א. הזנת דף עליון

ב. קיפול גלים והזנה של נייר גלי עליון

ג. הזנת דף אמצעי

ד. קיפול גלים והזנה של נייר גלי תחתון

ה. הזנת דף תחתון

ו. הדבקת שכבות

ז. יבוש

ח. חיתוך וערימה

2.8.5. ארגזי קרטון מיוצרים כמשטח קרטון שטוח מחורץ, כאשר תהליך הקיפול הסופי ידוע בתעשייה כ"הקמה". חלק מהארגזים משווקים טרם הקמה והקמתם מתבצעת באתר הלקוח על ידי מכונות הקמה בבעלות מפעל האריזות, בשכירות ו/או בהשאלה⁸.

2.8.6. אריזות מיוחדות כגון קערות ואריזות לא סטנדרטיות מיוצרות עד לשלב הסופי באתר באמצעות מכונות ייעודיות ועל ידי מספר רב של גלופות ושבלונות חיתוך המאוחסנות בשני אזורי איחסון שונים ומשמשות לייצור הזמנות חוזרות⁹.

⁸ מכונות ההקמה כלולות בשווי ההוגן בחוות הדעת הנוכחית.

⁹ גלופות שבלונות וציוד תלוי מוצר-לקוח אינם כלולים בחוות הדעת הנוכחית.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

2.9. מפעל המיחזור

2.9.1. באתרי מפעל המיחזור במודיעין ובחדרה זה הנדבך המחזורי של תהליך הייצור מתחיל ומסתיים. קרטונים ופסולת נייר נאספת ונלקחת לאתרים באמצעות כ-150 מכבשים הממוקמים אצל לקוחות באזורי תעשייה ברחבי הארץ ומוקדי איסוף פסולת ציבוריים ע"י דחסניות ניידות (דחסנית על גבי משאית).

2.9.2. במרכזי המיחזור מתבצע מיון ראשוני, במסגרתו פלסטיק ומוזהמים אחרים מופרדים מחומר למיחזור הנדחס לערמות דחוסות (Paper Bales, "באלות") בלות ע"י מכבש ייעודי.

2.9.3. בנוסף באתר פעילים שני קווי גירעון למחזור פלסטיק לחומר גלם לתעשיית הפלסטיקה.

2.9.4. מארזי הקרטון הממוחזר מאוחסנים בשטחים פתוחים ייעודים טרם עיבודם.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

3. מתודולוגיה

3.1. הגדרות

א. שווי הוגן – Fair Value

במסגרת חוות הדעת הנוכחית שווים ההוגן של מפעל, מערך ייצור, מכונות או ציוד הינו המחיר שהיה מתקבל כתוצאה ממכירתם בעסקה רגילה ממוכר מרצון לקונה מרצון, המחזיקים במידע מלא לגבי הנכס הנמכר ומהווים משתתפים פוטנציאליים בשוק המטרה במועד המדידה.

ב. עלות שחלוף

עלות השחלוף של מפעל, מערך ייצור, מכונה או פריטי ציוד הינה העלות הנדרשת לצורך רכישתם מחדשים, הקמתם, התקנתם, הרצתם והפעלתם במועד המדידה.

3.2. גישת ההערכה

3.2.1. **שווי ההוגן של הרכוש נשוא חוות דעת זו הוערך בהתבסס על עקרונות גישת העלות.** במסגרת גישה זו, נלקחו בחשבון הגורמים הבאים:

(א) עלות השחלוף של מפעל, מערך ייצור, מכונה או ציוד חדשים בעל פונקציה זהה או דומה לקיים.

(ב) בלאי פיזי.

(ג) התיישנות טכנולוגית.

3.2.2. במסגרת גישת העלות, הופחתו מעלות ההחלפה בחדש של הרכוש המוערך השפעתם של בלאי פיזי ושל התיישנות טכנולוגית, בהתאם לאומדן הבלאי ההנדסי המפורט להלן.

3.2.3. בעבור ציוד במחלקת גמר במפעל הנייר בלבד (9 Sheeters, 11 ו-12) ההערכה התבססה על עקרונות גישת **שווי השוק**. במסגרת גישה זו נלקחו בחשבון המאפיינים דלהלן:

(א) מחירי שוק לציוד מוערכים משומש מיד שניה בשוק הבינ"ל בעלי מאפייני יצרן, דגם, כושר ייצור וגיל כרונולוגי דומים או זהים.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

3.3 עלות השחלוף וקביעת השווי ההוגן – חלוקה למחלקות עיקריות

3.3.1 עלות השחלוף למפעלים מכונות וציוד בארבעת האתרים העיקריים נקבע תוך חלוקה לארבע-עשר מחלקות עיקריות כדלהלן:

א.	מפעל הנייר	מערך הכנה נייר לבן
ב.	מפעל הנייר	מערך הכנה נייר חום 3
ג.	מפעל הנייר	מערך הכנה נייר חום
ד.	מפעל הנייר	מערך הכנה DLK
ה.	מפעל הנייר	מכונת נייר PM4
ו.	מפעל הנייר	מכונת נייר PM8
ז.	מפעל הנייר	מכונת נייר PM2
ח.	גמר	9 Sheeter
ט.	גמר	11 Sheeter
י.	גמר	12 Sheeter
יא.	תשתיות מפעל הנייר	תשתיות אתר ומט"ש
יב.	מפעל המיחזור	
יג.	מפעל האריזות	אריזות – כרמל
יד.	מפעל האריזות	אריזות – פרנקל

3.3.2 שיטת ההערכה וקביעת השווי ההוגן התבצעו בארבעה פרקים עיקריים בהתאם לאופי הרכוש והמידע הקיים, כדלהלן:

1. מחלקות א' עד ד' – מערכי הכנה.
2. מחלקות ה' עד ז' – מכונות נייר.
3. מחלקות ח' עד י' – שיטרים.
4. מחלקות י"א עד י"ד – תשתיות מפעל הנייר כולל מט"ש, מפעל המיחזור, מפעל האריזות.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

4. יישום וקביעת אומדני שווי – מערכי ייצור והכנת נייר

4.1. עלות שחלוף, מערכי הכנת נייר

4.1.1. עלות השחלוף בפרק זה נקבעה על בסיס השוואת כושר ייצור לעלות הקמה (Cost – Capacity). בסיס השחלוף נקבע כיחס כושר הייצור טון / שעה בכל מערך ייצור, וזאת על בסיס תקציב עדכני למערך 45 טון הנמצא בשלבי הקמה במועד עריכת חוות הדעת.

4.1.2. מערך 45 טון המצוי בהקמה כולל החיבור לתשתית ייצור קיימת במערכים לבן, חום 3, חום ו-DLK. בהתאם, עלות הקמת כושר ייצור לכל טון הינה נמוכה מעלות השחלוף של מערך חדש. בהתאם, התבצעה הסתמכות על אומדן הקמה ראשוני למערך 45 טון חדש כולל תשתיות עצמאיות שנערכה על ידי החברה בעת תכנון ההרחבה.

4.1.3. לצורך התאמת עלות על בסיס כושר ייצור נלקחה בחשבון העובדה כי מערך ייצור 145 טון כולל עלות נמוכה יחסית לכל טון מיוצר ביחס למערכים שעל הפרק, וזאת נוכח כלכלת הגודל בעת הקמת המערך. בהתאם נלקחה בחשבון עקומת המרה מתוקנת (יחס ישר בחזקת אחוז, ראו טבלה להלן).

4.1.4. בנוסף לאמור, נלקחה בחשבון הפחתה מעלות ההקמה לאחר חישוב בסיס שחלוף לפי כושר ייצור בעבור מערכי הייצור השונים, וזאת נוכח העובדה כי חלק ממערכות התשתית במערכים אלו אינם קיימות במערך האומדן הכולל תכנון אופטימלי לנייר חום (אחוז מסה"כ עלות, ראו טבלה להלן).

4.1.5. עלויות השחלוף חושבו על בסיס מטבע אירו, המרה לשקלים חדשים בוצעה בהתאם לשער יציג (בנק ישראל) ליום 31.01.2023 (מועד המדידה).

4.1.6. נוכח העובדה שתקציב ההקמה מעודכן ליום 31.12.2019, בוצעו התאמות לצורך עדכון העלות ליום 31.1.2023 כדלהלן:

- א. עדכון שער להמרה לשקלים חדשים בהתאם למועד האימות.
- ב. בעבור סעיפי פרויקט שקליים (עבודות מקומיות) – בוצעה הצמדה למדד תשומות בבניה למסחר.
- ג. בעבור סעיפי פרויקט באירו – בוצעה הצמדה למדד תשומות יצרן (מכונות וציוד)¹⁰.

¹⁰ Federal Reserve, Import Price Index by Origin (NAICS): Machinery Manufacturing for European Union. נבחנו מדדי תשומות יצרן נוספים כולל מדד תשומות יצרן למכונות וציוד בתעשיית הנייר, ארה"ב – Federal Reserve, Producer Price Index by Commodity: Machinery and Equipment: Paper Industries Machinery.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

תרשים ב' – טבלת חישוב בסיס עלות הקמה למערכי הכנה (Cost-Capacity)

1	2	3	4	5	6	7
קו	t/h	Cost Base, EUR	Base Cap.	Cost-Cap f.	Tech. F	RCN, EUR
Preparation White	25.0	44,091,031	45	90%	70%	18,184,600
Preparation Brown 3	31.0	44,091,031	45	90%	100%	31,527,100
Preparation Brown	16.0	44,091,031	45	80%	60%	11,567,200
Preparation DLK	7.0	44,091,031	45	70%	90%	10,787,300

- עמודה 1 – תאור הקו
- עמודה 2 – כושר ייצור טון/שעה
- עמודה 3 – בסיס שחלוף לכל 1 טון / שעה, אירו
- עמודה 4 – כושר ייצור בסיס
- עמודה 5 – מקדם חזקה לעקומת המרה
- עמודה 6 – אחוז לסה"כ עלות הקמה מתוך 100% עלות הקמה מחושבת לפי כושר ייצור
- עמודה 7 – סה"כ עלות שחלוף למערך הכנה

4.2. עלות שחלוף, מכונות נייר

4.2.1. עלות השחלוף בפרק זה נקבעה על בסיס השוואת כושר ייצור לעלות הקמה (Cost – Capacity). בסיס השחלוף נקבע כעלות ההקמה המקורית של קו 8, המהווה קו אופטימלי מבחינת תכנון הנדסי ומאפיינים ביחס לקו שהקמתו היתה מתבצעת במועד המדידה.

4.2.2. עלות ההקמה מבוססת על תקציב מעודכן ליום 12.08.2009, כאשר בוצעו התאמות כדלהלן:

א. עדכון סעיפי תקציב הכוללים רכש ציוד ועלויות שאינן שקליות למטבע אירו על בסיס שערי מטבע במועד התקציב ומועד המדידה.

ב. בעבור סעיפי פרויקט מקומיים (שקליים) – בוצע הצמדה למדד תשומות בבניה ומסחר.

ג. בעבור סעיפי פרויקט באירו – בוצעה הצמדה למדד תשומות יצרן (מכונות וציוד)¹¹.

4.2.3. כבסיס החישוב נלקח בחשבון רוחב הגליל / הייצור, כאשר בוצעו בנוסף התאמות כמותיות על בסיס הערכת סדרי גודל הנדסיים למהירות הייצור בקווים.

¹¹ בהתאם לאופן הבדיקה המפורט בהערת שוליים 10 לעיל.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

4.2.4. כפי שבוצע במערכי ההקמה, בוצעו התאמות לסדר גודל על בסיס מקם חזקה (אחוז) למקדם המרה בקו ישר.

תרשים ג' – טבלת חישוב בסיס עלות הקמה למכונות נייר (Cost-Capacity)

1	2	3	4	5	6	7	8
קו	w/mm	m/m	Cost Base, EUR	Base Cap.	Cost-Cap f.	Tech. F.	RCN, EUR
PM4 – White	5,650	850	137,150,582	6,050	95%	80%	102,817,300
PM8-Brown	6,050	1,000	137,150,582	6,050	100%	100%	137,150,600
PM2 – Double / DLK	3,600	680	137,150,582	6,050	85%	60%	52,931,500

עמודה 1 – תאור הקו

עמודה 2 – רוחב ייצור, מ"מ

עמודה 3 – מהירות, מטר / דקה

עמודה 4 – בסיס עלות, אירו

עמודה 5 – בסיס כושר ייצור, מ"מ רוחב

עמודה 6 – מקדם חזקה לעקומת המרה

עמודה 7 – אחוז לסה"כ עלות הקמה מתוך 100% עלות הקמה על בסיס מהירות ייצור

עמודה 8 – עלות שחלוף, אירו

4.3. אומדני התיישנות טכנולוגית ובלאי פיזי לצורך קביעת אומדן שווי הוגן במכונות הנייר ומערכי ההכנה

4.3.1. כאמור, במסגרת גישת העלות שווים ההוגן של מערכי הייצור נקבע כשעור היחס בין עלות קווים חדשים (עלות שחלוף) לשווי הקווים במצבם הנוכחי, לאחר הצטברות בלאי שימוש ובלאי קבוע ותוך מתן מקדמים מתאימים למפרטי הקווים.

4.3.2. שיטת ההערכה בפרק זה נקבעה עבור מכונות הנייר על בסיס מספר מאפיינים עיקריים אשר נחלקים עמן על ידי מערכי הכנת הנייר. בהתאם יפורטו להלן ההנחות והשיטה שיושמו בעבור מכונות הנייר, תוך מתן התייחסות משלימה למערכי ההכנה.

4.4. התיישנות טכנולוגית – מערכי הכנה וייצור

4.4.1. כפי שפורט בהרחבה בפתיח, בעיקרה טכנולוגיית הייצור במכונות הנייר נותרה ללא שינוי מזה כמאתיים שנים. עיקר ההתקדמות לאורך השנים הינה במאפיינים טכנולוגיים מובהקים שפורטו, ובמהלך העשורים האחרונים (החל מאמצע שנות השבעים לערך) התמקדה התקדמות טכנולוגיית הייצור בהגדלת רוחב הייצור והגברת מהירות הייצור.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

4.4.2. מגמה זו הגיעה למיצוי במהלך שלושת העשורים האחרונים, כאשר להגדלות נוספות במהירות הייצור ו/או ברוחב הקו אין השלכות לשיפור בכלכליות הייצור. פועל יוצא של האמור, מערכי הנייר באתר (ובמידה דומה מערכי ההכנה) אינם שונים מבחינת הטכנולוגיה הקיימת באופן מובהק מקווים חדשים שהיו נבנים כיום, וזאת כפועל יוצא של גיל הציוד (במכונה 8) או של שדרוגים שנערכו לאורך השנים.

4.4.3. האמור אינו מתייחס למאפיינים של רצפת הייצור (כגון הפחתת רעשים וכן הלאה), כאשר כפי שפורט לעיל הבדלים במהירות הייצור נלקחו בחשבון כמאפיין הדורש הפחתה בעבור התיישנות טכנולוגית במכונות הנייר בלבד.

4.5. בלאי פיזי – מערכי הכנה וייצור

4.5.1. אומדן בלאי פיזי במכונות וציוד משויך לסוג הציוד הנבדק על בסיס זיהוי טיפוס הציוד על גבי ציר המורכב משתי נקודות קיצון. מחד, קיימים פריטי ציוד ומכונות אשר ניתן לקבוע עבורם אורך חיים כולל אבסולוטי, וזאת על בסיס שעות הפעלה (מתוקף הנחיות יצרן), על בסיס סטטיסטיקה של אירועי שבר מכני יוצאי דופן (הסתברות גדלה לתקופה), של סיום חיי רכיבים אלקטרוניים וכיו"ב¹².

4.5.2. מאידך, קיימים מערכי ייצור עבורם ניתן לקבוע באופן תיאורטי אורך חיים כולל בלתי-סופי, שכן בכל שלב מחיי הציוד ניתן להאריך את חייו באמצעות שיפוץ כולל והחלפת רכיבים. כפי שפורט לעיל, בעבור מערכי ייצור אלו, השיקול הכלכלי יהיה השיקול המכריע לגבי סיום חיי הקו. בעבור מכונות שחלקן חצו את קו שבעים השנים, בטכנולוגיה שגילה הינו כמאתיים שנים, ומהווה מתקן ייצור ייחודי בתחום הגיאוגרפי הקיים, לא ניתן לקבוע כללי אצבע על בסיס מוסכמות בתעשייה לסיום חיי הציוד.

4.5.3. מהאמור אין להסיק כי אין השלכות מעשיות לבלאי הפיזי המצטבר והמצרפי הכולל בלאי באלפי חלקים בכל מכונה ויחסי גומלין המייצרים תקלות. במסגרת עריכת חוות הדעת הנוכחית נערך ניתוח הנדסי של נתוני הייצור במכונות (תשומות ייצור ותקלות), ונמצא כי אופן הייצור המתקבל הינו אופטימלי בכל הקווים. עם זאת, אופן ייצור זה כרוך בהשקעות תקופתיות מהותיות במערכי הייצור.

4.5.4. מהניתוח ההנדסי של מערכי הייצור באתר, עולה תמונת בלאי פיזי המחולקת לשלבי החיים דלהלן:

- שלב א' – עד 15-16.5 שנים
- שלב ב' – עד 31-34 שנים
- שלב ג' – עד 50-55 שנים

¹² מיצוי אורך חיי הציוד כתוצאה מסיום תמיכה אינו שייך לקבוצה זו למרות שההשלכות המעשיות הינן זהות מבחינת יישום עקומת הפחתה.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

4.5.5. בשלב א' תמונת הבלאי המוערכת מייצגת בלאי קבוע של קרוב לאחוז אחד לשנה, כאשר בשנתיים הראשונות הציוד מצוי באחזקת יצרן ובעשור הראשון לפעילותו כמות התקלות נמוכה מאוד ורוב חלקי הציוד חדשים. בשלב ב' אחוז הבלאי השנתי גדל עד לבלאי שנתי בשיעור של 2.705% בשנת החמישים של הציוד, בה אחוז הבלאי הנצבר הינו כ-75%.

4.5.6. בנקודה זו אין באפשרותנו לקבוע תחזית על המשך הבלאי של הציוד שכן יש להביא בחשבון כי המשך ההפעלה מותנה בהשקעות עבר מהותיות ובהמשך השקעות עתידיות, כל זאת בכפוף לאופן אחזקת הציוד בכל נקודת זמן עד למועד המדידה.

4.5.7. בהתאם לאמור, נקבע אחוז פחת נצבר בכל אחד מקווי הייצור, כדלהלן:

שוי הוגן (אחוז משחלוף בהפחתת התיישנות)	בלאי מצטבר, %	
89.6%	10.4%	PM8
61.6%	38.4%	PM4
24.8%	75.2%	PM2

4.5.8. בעבור מערכי ההכנה, הגיל הכרונולוגי וההנדסי של הציוד אינם מובהקים ביחס למצב הציוד בהתאם נקבע פחת בגין בלאי פיזי בשיעור ממוצע אחיד לכלל המערכים בשיעור של 50%.

4.6. קביעת אומדן שווי הוגן, מערכי ייצור והכנה

בהתאם למפורט לעיל, אומדן השווי הוגן במערכי ההכנה והייצור נקבע בהתאם לתחשיב דלהלן:

א. קביעת עלות שחלוף (RCN – Replacement Cost New)

$$RCN = RCN_1 \times \left(\frac{CAP}{CAP_1} \right)^{f\%} \times t\%$$

RCN = עלות שחלוף

RCN₁ = עלות שחלוף ידועה

CAP = כושר ייצור

CAP₁ = כושר ייצור לעלות נמדדת

f% = מקדם התאמת כושר ייצור

t% = מקדם טכנולוגיית ייצור¹³

¹³ מהירות ייצור, או תשתיות עזר במערכי הכנה.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

ב. אומדן שווי הוגן (FV – Fair Value)

$$FV = RCN \times Dep f\%$$

FV = שווי הוגן

RCN = עלות שחלוף

Dep f% = מקדם בלאי פיזי

5. יישום וקביעת אומדני שווי – מפעל המיחזור, מפעל האריזות, תשתיות ומכון טיהור שפכים

5.1 עלות שחלוף – מפעל המיחזור, מפעל האריזות

עלות השחלוף בפרקים אלו נקבעה על בסיס עלויות ידועות של ציוד דומה או זהה במועד הבדיקה ו/או על בסיס עלות של ציוד שנרכש על ידי החברה במועדים שטרם למועד המדידה.

5.2 עלות שחלוף – תשתיות ייצור ומכון טיהור שפכים

עלות השחלוף בפרקים אלו נקבעה על בסיס עלות ההקמה בפועל (עלות היסטורית) של התשתיות האתר ומכון טיהור השפכים, ועל בסיס עלויות סטנדרטיות של מערכי תשתית וטיהור שפכים דומים.

5.3 שווי הוגן, מפעל המיחזור ומפעל האריזות

השווי ההוגן בפרקים אלו נקבע על בסיס היחס בין אורך החיים הכולל והנותר של הציוד, תוך לקיחה בחשבון של אורכי חיים כוללים הנעים בין 20-25 שנים ואורך חיים נותר בהתאם לגיל הציוד תוך יישום רצפה של 10 שנים.

בהתאם השווי ההוגן בפרק זה נקבע על פי התחשיב דלהלן:

$$FV = \frac{RUL}{TUL} \times RCN$$

FV = שווי הוגן

RCN = עלות שחלוף

TUL = אורך חיים כולל, שנים

RUL = אורך חיים נותר, שנים

5.4 שווי הוגן, תשתיות אתר ומכון טיהור שפכים

השווי ההוגן בפרק זה נקבע על בסיס פחת תפעולי שוטף (עקומת בסיס פוחת) בשעור הנע בין 5% ל-7% בהתאם לסוג הציוד, על פי התחשיב דלהלן:

$$FV = RCN \times (1 - YD)^{AGE}$$

FV = שווי הוגן

RCN = עלות החלפה בציוד חדש

YD = אחוז פחת שנתי

AGE = גיל הציוד, שנים



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

6. הערות לנושא שיטת ההערכה ואומדן השווי

6.1. פרויקט הקמה קו 8

פרויקט ההקמה בוצע בשנת 2010 תוך הסתמכות על ידע וביצוע של החברה והסתמכות על קבלני משנה. פרויקטים עדכניים מבוצעים מול קבלן הקמה ראשי על בסיס חוזה turn-key. יש להביא בחשבון עלויות הקמה גבוהות מהעלות המוערכת במסגרת ביצוע של פרויקט חדש.

6.2. עלויות הרצה, הקמה, היוון כח אדם, הקדמת הכנסות, מימון, אגרות ואיכות סביבה, רישוי אתר, תקופת הזמנת ציוד

עלויות בזמן הקמת האתר הכוללות עלויות כח אדם לסוגיהן, עלויות במהלך תקופת הרצה ועלויות נוספות כגון אגרות, רישוי, הוצאות מימון ועלויות המתנה לרכש ציוד אינן כלולות בשווי ההוגן בחוות הדעת הנוכחית. כמו כן השווי ההוגן אינו מגלם את הרווח הגלום בקיצור תקופת ההמתנה להפעלת האתר המקרה של רכישת אתר פעיל כדוגמת האתר המוערך.

6.3. מבנים והעדר חפיפה מול שמאות מקרקעין באתר

6.3.1. בהתאם למידע שנמסר לנו נערכה שמאות למקרקעין באתר על ידי שמאי המקרקעין טובי גרש. במסגרת עריכת חוות הדעת קיימנו שיחה עם שמאי המקרקעין לצורך אימות העדר חפיפה בין עלויות השחלוף בחוות הדעת הנוכחית לשווי המיוחס למקרקעין.

6.3.2. בהתאם לאמור חוות הדעת הנוכחית כוללת שווי עבור הקמת מבני ייצור במערכי הכנה ומכונות נייר בלבד המהווים סעיף מעלות הפרויקט. נמסר לנו כי מבנים אלו לא נלקחו בחשבון לצורך עריכת תחשיבי שווי המקרקעין¹⁴.

6.4. חסכון בערך הרחבות עתידיות

קיים באתר פוטנציאל להרחבת כושר ייצור כפועל יוצא מהסבת מכונה 4 אשר משמעותו עלות נמוכה מעלות להקמת מתקן חדש בעבור הגדלות כושר ייצור נייר חום (חלקן בהקמה/ביצוע וחלקן בתכנון). חוות הדעת הנוכחית אינה כוללת הקצאת שווי בעבור חסכון פוטנציאלי זה.

¹⁴ כאמור, עלות השחלוף במערכי הכנה וייצור נקבעה על בסיס התאמה לכושר ייצור מפרויקטים ו/או אומדנים קיימים. עלות פרויקט הקמה למעריך ייצור חדש כולל עלות הקמת מבני ייצור כסעיף בכתב הכמויות להקמת מערך הייצור.



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל: +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

7. הערכה

7.1. עלות שחלוף ושווי הוגן,

אלפי שקלים חדשים,

ליום 31.01.2023

FV	RCN	
34,200	68,500	מערך הכנה נייר לבן
59,300	118,700	מערך הכנה נייר חום 31 טון
21,800	43,500	מערך הכנה נייר חום 16 טון
18,000	36,100	מערך הכנה DLK
44,100	177,600	מכונה 2
230,400	373,800	מכונה 4
549,800	613,700	מכונה 8
9,300	72,000	שיטרים
51,000	80,900	תשתיות
80,200	155,100	מפעל המיחזור
186,200	278,900	מפעל האריזות
1,284,300	2,018,800	סה"כ

* הסכומים מעוגלים למאות אלפי ₪

** RCN – עלות שחלוף, אלפי ₪

*** FV – שווי הוגן, אלפי ₪

א. זגול

סיקור (2001) בע"מ
שמאים ומעריכים



A. ZGHOUL Ltd
APPRAISERS | LOSS ADJUSTERS

info@azghoul.co.il
www.azghoul.co.il

A. ZGHOUL SECUR (2001) Ltd

HAIFA
71 Horev St.
PO Box 9010, Haifa 3109002
TEL. +972-4-853-2171

TEL AVIV
54 Zahal St.
TEL. +972-3-544-1784

א. זגול סיקור (2001) בע"מ

חיפה
רח' חורב 71
ת.ד. 9010, מיקוד 3109002
טל : +972-4-8532171

תל אביב
רח' צה"ל 54
טל: +972-3-544-1784

לכבוד

ורידיס אינוורונמנט בע"מ

28 במרץ 2024

א.ג.נ.,

הנדון: אישור הכללת עבודת הערכת שווי הוגן למערכי ייצור, מכונות וציוד בבסיס פעילות אינפיניה בע"מ בתשקיף מדף של ורידיס אינוורונמנט בע"מ (להלן: "החברה") מחודש מאי 2021

הרינו להודיעכם כי אנו מסכימים להכללת עבודת הערכת שווי הוגן למערכי ייצור, מכונות וציוד בבסיס פעילות אינפיניה בע"מ מיום 29 במרץ 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.

א. זגול

סיקור (2001) בע"מ
שמאים ומעריכים