



אברות תעשיות בע"מ

בחינה לירידת ערך מוניטין מגזר פעילות
קבלנית תשתיות מים וביוב בהתאם ל-
IAS36 ליום 31 בדצמבר 2025

פברואר 2026



בהתאם להסכם ההתקשרות בין בטא פייננס צ.י.ש בע"מ (להלן: "בטא פייננס") לבין אברות תעשיות בע"מ (להלן: "מזמינת העבודה" ו/או "אברות"), נתבקשנו לבצע בחינה לירידת ערך מגזר פעילות קבלנית תשתיות מים וביוב (להלן: "הפעילות" ו/או "המגזר"), ליום 31 בדצמבר, 2025 (להלן: "מועד ההערכה"), וזאת לטובת דוחותיה הכספיים של מזמינת העבודה. בחינת ירידת הערך הינה בהתאם לתקן חשבונאי בינלאומי 36, ירידת ערך נכסים (להלן: "IAS 36").

לצורך עבודתנו התבססנו על נתונים ומסמכים, כמפורט להלן:

- דוחות כספיים של אברות לשנים 2023-2024;
- מאזן בוחן לפעילות אברות פרויקטים ליום 31 בדצמבר, 2025;
- תחזיות פיננסיות של החברה לשנים 2026-2031;
- נתונים נוספים, שנמסרו לנו בכתב ובעל-פה על-ידי ההנהלה;
- מידע גלוי לציבור.

המסמך המצורף הינו רכושה הבלעדי של בטא פייננס (להלן: "המסמך").

המסמך המצורף נועד לשימוש הבלעדי של הנהלת מזמינת העבודה, ראי החשבון והיועצים המשפטיים שלה. אין לעשות שימוש אחר במסמך זה, כולל ציטוטו במלואו או חלק ממנו או צירופו למסמכים אחרים, למעט למען המטרות אשר הובאו לעיל, ללא אישורנו המפורש בכתב. עם זאת, אנו מסכימים כי חוות דעתנו זו תצורף ו/או תאוזכר בדוחותיה הכספיים של מזמינת העבודה, על פי חובות הגילוי החלות עליה לפי דיני ניירות ערך או כל חיקוק אחר לרבות בכל דו"ח מתוקן שתידרש מזמינת העבודה להגיש.

בעת גיבוש חוות הדעת בטא פייננס הניחה והסתמכה על דיוק, שלמות ועדכניות המידע שהתקבל מהחברה, לרבות הנתונים הפיננסיים ולרבות מידע צופה פני עתיד. בטא פייננס אינה אחראית לבחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלה, ובהתאם לא ערכה בחינה עצמאית בלתי תלויה של מידע זה.

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.

אין בעבודה זו משום המלצת השקעה, או הימנעות מהשקעה, בחברה או בחלק ממנה. אין בתחזיות המופיעות בהערכת השווי תקפות לשם בחינת כדאיות השקעות בפרויקטים כאלו ואחרים ואין הן מהוות המלצה לנקיטת אי אילו צעדים על ידי החברה ובעליה.

הרינו לציין כי אין לנו עניין אישי במזמינת בעבודה, הננו בלתי תלויים בחברה או באחת מחברות הקבוצה כמשמעותו של מונח זה בחוק ראי חשבון תשט"ו 1955 ובתקנות שהותקנו על פיו. עוד נציין כי לא נקבעו התניות לקבלת שכר הטרחה בקשר עם תוצאות חוות דעת זו.

כל שימוש בחוות דעת זו מותנה בקריאה והכרת פרטיה ומגבלותיה, ויפורש כהסכמה בעליל לתנאים דלעיל.

חוות דעת זו אינה מהווה בדיקת נאותות (Due-Diligence) ואינה מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלולים בבדיקות נאותות, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של הלקוחה עם צדדים שלישיים. המידע המפורט בחוות דעת זו, הינו מידע תמציתי בלבד, הוא אינו מתאר באופן מלא את פעילות הלקוחה ואת הסיכונים אשר להם חשופה הלקוחה. המידע נועד להוות קנה מידה והערכה כללית. על כל משתמש לבחון את שלמות ו/או נאותות המידע בהתאם לצרכיו ולשיקוליו. יודגש כי אין בחוות הדעת משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי חוות דעת זו.

אין בחוות דעת זו משום המלצת השקעה, או הימנעות מהשקעה, בלקוחה או בחלק ממנה. לבטא פייננס אין כל ודאות כי תחזיותיה והערכותיה ביחס ללקוחה אכן יתממשו, כולן או חלקן, ותוצאות הפעילות של הלקוחה עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות מהאמור בחוות דעת זו, בין היתר עקב שינוי בגורמי הסיכון המאפיינים את פעילות הלקוחה, וכן מההתפתחויות מאקרו-כלכליות ובגורמים חיצוניים המשפיעים על פעילות הלקוחה. למען הסר ספק, על אף כל שינוי כאמור, בטא פייננס אינה מתחייבת לעדכן או לשנות תחזית או הערכה כאמור ואינה מתחייבת לעדכן חוות דעת זו. אין התחזיות המופיעות בחוות הדעת תקפות לשם בחינת כדאיות השקעות בפרויקטים כאלו ואחרים ואין הן מהוות המלצה לנקיטת אי אילו צעדים על ידי הלקוחה ובעליה.

בטא פייננס ומי מטעמה (לרבות בעלי מניותיה) אינם ערבים ו/או אחראים לשלמות המידע המפורט בחוות הדעת, לדיוק הנתונים הכלולים בה ו/או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר במסמך ובפרט על דיוק התכנים בה ו/או כי המידע בה לא השתנה מאז תאריך כתיבת המסמך.

מבלי לגרוע מן האמור מוגבלת אחריותה של בטא פייננס במסגרת מתן השירותים בהתאם לעמדת גל משפטית 105-30 של הרשות לניירות ערך.

עבודתה של בטא פייננס נוהלה בהתאם לרישיות המקצועיות הנדרשות מיועץ הפיננסי. בתחומים אחרים, נהלים ומנהגים הרלוונטיים לעבודה עשויים להיות שונים ויתכן שהנתונים יוצגו בצורה

פרטי המעריך וניסיונו המקצועי -

מבצע העבודה:

הערכת השווי בוצעה על ידי מר יניב אבדי, רו"ח, שותף מייסד בחברת בטא פייננס ומומחה במימון והערכות שווי. מר אבדי הינו בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה בהצטיינות יתרה, רו"ח ותואר שני במנהל עסקים בהתמחות במימון וחשבונאות בהצטיינות. ליניב יש מעל ל-17 שנים ניסיון בייעוץ וניהול והוראה במוסדות אקדמיים (בתחום החשבונאות והמימון) לרבות ניסיון רחב בעסקים, אסטרטגיה ובייעוץ כלכלי. בטרם הצטרפותו לבטא פייננס יניב שימש ככלכלן ראשי של חברת אחזקות בינלאומית. ליניב ניסיון בהערכות שווי של חברות ציבוריות ופרטיות כאחד, חוות דעת להוגנת עסקה, הערכות שווי מניה (A409), הקצאת עלות רכישה (PPA), הערכות שווי ESOP ומכשירים פיננסיים מורכבים, בדיקת היתכנות כלכלית ואנליזה תמחירית לפרויקטים ועוד. נשמח לעמוד לרשותכם בכל שאלה ו/או הבהרה,

יניב אבדי, רו"ח

בטא פייננס צ.י.ש בע"מ

שונה. לכן מסמך זה לא נערך בתיאום עם נהלים ומנהגים של אף גוף מקצועי מתחום אחר. אין להפנות אל חוות דעת זו לצטט אותה או חלקים ממנה, בכל מסמך אחר החשוף לצד ג'.

כל שימוש בחוות דעת זו מותנה בקריאה והכרת פרטיה ומגבלותיה, ויפורש כהסכמה בעליל לתנאים דלעיל.

ביצוע החישובים בעבודה זו נעשה באמצעות שימוש בגיליון אלקטרוני, לפיכך יתכנו הפרשי עיגול.

במידה ומכל סיבה שהיא, תחליט ערכאה משפטית או רשות מוסכמת כלשהיא, כי איזו מהוראות מסמך זה הינה בלתי סבירה, אך הייתה סבירה אילו שונה תנאי מתנאיה, הרי ששינויים אלה יהיו מחייבים ביחס למסמך כאילו היו בו מלכתחילה, כך שתוקפו של מסמך זה ישמר.

להלן נתונים נוספים, הנדרשים על פי תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל 1970:

מזמינת העבודה הינה אברות תעשיות בע"מ.

נשוא העבודה : בחינה לירידת ערך מוניטין פעילות אברות פרויקטים ליום 31 בדצמבר 2025.

מועד ההתקשרות בין מזמינת העבודה לבין בטא פייננס צ.י.ש הינו פברואר 2026.

פרק 1

תמצית ממצאים

תמצית ממצאים

להלן הערך בספרים המיוחס ליחידה מניבת המזומנים אברות פרויקטים, נכון ליום ה-31 בדצמבר 2025 (באלפי ₪):

פירוט	באלפי ₪
לקוחות	10,109
חייבים ויתרות חובה	174
רכוש קבוע	203
ספקים ונותני שירות	(4,300)
זכאים ויתרות זכות	(4,595)
מוניטין	5,216
סה"כ ערך בספרים	6,807

מכאן כי ערכה בספרים (carrying amount) של תחום הפעילות ליום 31 בדצמבר, 2025 הינה כ-6.81 מיליון ₪.

להלן שווי שימוש של יחידת מניבת המזומנים אברות פרויקטים, כפי שנאמד על ידינו ליום ה-31 בדצמבר 2025 (באלפי ₪):

פירוט	אלפי ₪
שנים 1-5	1,916
שנה טרמינלית	4,295
סה"כ שווי פעילות	6,211

מכאן כי שווי השימוש של הפעילות למועד ההערכה הינו כ-6.2 מיליון ₪.

בהתאם להוראות תקן IAS 36, על ישות לבחון בכל תאריך מאזן אם קיימים סימנים המצביעים על ירידת ערך של נכס. ככל ומתקיים סממן כלשהו, על הישות לאמוד את סכום בר ההשבה של הנכס. כמו כן, ישות נדרשת לבדוק ירידת ערך בגין מוניטין לכל הפחות פעם בשנה.

סכום בר-השבה של נכס או יחידה מניבה-מזומנים הוא הגבוה מבין השווי ההוגן שלו בניכוי עלויות למכירה לבין שווי השימוש בו (הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים, החזויים לנבוע מנכס או מיחידה מניבה מזומנים). ירידת ערך ליחידת מניבת המזומנים תעשה כאשר הערך בספרים עולה על סכום בר ההשבה. כלומר, רק אם יימצא כי סכום בר ההשבה של הנכס נמוך מערכו בספרים, אזי יהיה נדרש לבצע ירידת ערך ליחידה מניבת המזומנים.

חברת אברות תעשיות בע"מ (להלן: "אברות" ו/או "החברה") הוקמה כחברה פרטית בשנת 1987 והפכה לציבורית בשנת 1992. החברה פועלת בשוק צינורות הפלדה והפלסטיק ומתמקדת בייצור, ציפוי ושיווק תשתיות להולכת מים, ביוב, דלק וגז.

במסגרת פעילותה, רכשה החברה בשנת 2015 את מלוא המניות (100%) של חברת בי.א.טי בנייה וניהול בע"מ (להלן: "בי.א.טי"), העוסקת במתן שירותי אחזקה בתחומי הביוב, הניקוז ובהקמת מתקני טיפול במים ושפכים. פעילות זו אוחדה עם פעילות תחזוקת רשתות המים והביוב של אברות לתחום פעילות אחד (להלן: "אברות פרויקטים" ו/או "הפעילות").

בהתאם, יחידת המזומנים הקטנה ביותר שזיהתה החברה הינה פעילות אברות פרויקטים.

בהתאם למתואר לעיל, ולאור העובדה כי נוצר מוניטין במסגרת רכישת הפעילות, נדרשת החברה לבדוק האם קיימת ירידת ערך בגין המוניטין אחת לשנה. על מנת לקבוע האם קיימת ירידת ערך, אמדנו את סכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים אברות פרויקטים לפי חלופת שווי שימוש, ליום ה-31 בדצמבר 2025 (להלן: "מועד הבחינה").

להלן בחינת ירידת הערך המיוחסת ליחידה מניבת המזומנים אברות פרויקטים, ליום 31 בדצמבר 2025 (באלפי ₪):

פירוט	אלפי ₪
שווי שימוש	6,211
שווי בספרים (פנקסי)	6,807
ירידת ערך	596

ניתן לראות כי נכון למועד ההערכה אין ביכולתה של היחידה מניבת המזומנים להניב הטבות כלכליות בעתיד, באופן שבו השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של יחידת מניבת המזומנים למועד ההערכה, יעלה על הערך נטו בספרים של יחידת מניבת המזומנים לאותו מועד (31.12.2025). לכן, לאור העובדה כי סכום בר ההשבה (שווי הוגן) נמוך מהערך בספרים של היחידה, ובהתאם אברות נדרשת לבצע הפרשה לירידת ערך בגין מוניטין פעילות קבלנות תשתיות מים וביוב בהתאם להוראות תקן IAS 36.

בהתאם להוראות תקן IAS 36 כל ההפסד מירידת ערך שזוהה יוקצה תחילה להקטנת הערך בספרים של מוניטין שהוקצה ליחידה ולאחר מכן לנכסים אחרים ביחידה באופן יחסי לבסיס של הערך בספרים של כל נכס ביחידה. כמו כן, בהתאם לעבודתנו, סך גובה ההפסד מירידת ערך, נכון ליום 31 בדצמבר, 2025, הינו כ-596 אלפי ₪. לפיכך, בהתאם להוראות תקן IAS36 יש להקצות את מלוא ההפסד מירידת ערך למוניטין יחידת מניבת מזומנים אברות פרויקטים.

להלן טבלה המציגה את רגישות שווי שימוש של פעילות אברות פרויקטים לשיעור הצמיחה הטרימינלי, וכן לשיעור ההיוון:

WACC						שיעור צמיחה פרמננטי
16.1%	15.6%	15.1%	14.6%	14.1%		
5,471	5,691	5,925	6,178	6,449	0.5%	
5,587	5,817	6,063	6,329	6,615	1.0%	
5,710	5,952	6,211	6,491	6,794	1.5%	
5,843	6,097	6,371	6,667	6,988	2.0%	
5,985	6,253	6,543	6,857	7,199	2.5%	

פרק 2

תיאור החברה ותחום הפעילות

חברת אברות תעשיות בע"מ (להלן: "אברות" ו/או "החברה") התאגדה בישראל 1987 כחברה פרטית, והפכה בשנת 1997 לחברה ציבורית. החל מחודש נובמבר 2021, השליטה בחברה עברה לידי קבוצת שפיר הנדסה ותעשייה בע"מ (להלן: "שפיר") כאשר היא מחזיקה בכ-54.85% מהון המניות המונפק של החברה.

אברות פועלת במישרין ובאמצעות חברות בנות בענף התשתיות כאשר היא מתמחה בייצור, ושיווק של צנרות מפלדה ופלסטיק המשמשות להולכת מים, ביוב, גז ודלק, המשמשים לצרכי תעשייה ומבנים. פעילות החברה מתבצעת בעיקר במפעל הסמוך לקיבוץ בארות יצחק ובאמצעות חברות מוחזקות באירופה במדינות איטליה וצרפת. נכון למועד העבודה החברה פועלת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים המפורטים להלן:

- **תחום פעילות ציפוי ועטיפת צנרות פלדה** – תחום זה נחשב לפעילות המרכזית של החברה, כאשר הוא כולל רכישה של צינורות פלדה וביצוע תהליכים של ציפוי ואבזור, אשר נועדו למנוע חלודה ונזקים סביבתיים לאורך זמן, ומאפשרים שימוש בצינורות להולכת מי שתייה, תשתיות כיבוי אש ושימושים בתעשיית הגז והדלק.
- **תחום פעילות ייצור ושיווק צנרות פלסטיק** – תחום זה כולל פעילות ייצור ושיווק צינורות פלסטיק מסוג פלדקס, כאשר החברה מוכרת בשוק המקומי וכן בשווקים נוספים באירופה. בהתאם לנמסר מהחברה תחום זה נחשב למנוע הצמיחה המרכזי של החברה בשנים האחרונות, כאשר החברה פועלת ברמה הבינלאומית באמצעות חברה מוחזקת באיטליה וכן באמצעות חברת בת בשליטה מלאה בצרפת.
- **תחום פעילות קבלנית תשתיות מים וביוב** (להלן: "אברות פרויקטים") – מגזר המהווה את הזרוע הביצועית של החברה, ומספק שירותי עבודה הנדסיים עבור תאגידי מים ורשויות מקומיות, הכוללים הקמת קווי הולכה ותחזוקת מערכות קיימות בתחומי המים והביוב.

תיאור פעילות אברות פרויקטים

פעילות החברה בתחום קבלנות פרויקטי התשתיות החלה בשנת 2014, כאשר החברה התקשרה בהסכמים להעברת פעילות תחזוקת תשתיות מים וביוב עבור תאגידי מים ורשויות מקומיות. בהמשך לכך, בשנת 2015 רכשה החברה 100% מהון מניות חברת בי.א.טי ניהול ובנייה בע"מ כחלק ממהלך אסטרטגי להרחבת הפעילות בתחום (להלן: "בי.א.טי"). בי.א.טי עוסקת במתן

שירותי אחזקה בתחומי הביוב והניקוז בנוסף להקמת מתקנים לטיפול במי שופכין וטיהור קרקע. **להלן פירוט השירותים אשר החברה מספקת תחת תחום הפעילות:**

- **תחזוקה שוטפת ותיקונים** – מענה רציף לתיקון נזילות ופיצוצים בצנרות המים וכמו כן פיתחת סתימות וניקוז הצפות במערכות שונות, בדגש על מתן שירות שוטף לאורך כל שעות היממה כאשר לעיתים ביצוע החלפות של מקטעי צנרת מלאים.
- **הקמה ושדרוג קווים** – ביצוע של פרויקטים יזומים להחלפת צנרות וכן הקמה וחיבור של צנרות חדשות הכוללים קווי מים וביוב חדשים לעיתים בשכונות בבנייה ובאזורי פיתוח.
- **תחזוקה מונעת וניטור** – שטיפה תקופתית של קווי ביוב, בדיקות תקינות שוחות ומגופים, וביצוע צילומי וידאו פנימיים לאיתור מוקדם של כשלים בתשתית.
- **עבודות שיקום והשבה** – ביצוע עבודות פיתוח והחזרת שטחים לקדמותם לאחר ביצוע חפירות או החלפת צנרת תת קרקעית.

בנוסף נכלל תחת תחום הפעילות שירותים הנדסיים וסביבתיים אשר מספקת חברת בי.א.טי:

- **מתקני טיפול וטיהור** – הקמת מתקנים לטיפול בשפכים, טיהור מים, וטיפול בביצות וקרקעות מזהמות.
- **תשתיות מחזור ואנרגיה** – הקמת מתקני אשפה ומחזור, וכן ביצוע פרויקטים להפקת גז וחשמל ממטמנות.
- **טיפול במשטחי מתכת** – שירותי ניקוי, ציפוי וצביעה של מוצרי מתכת כבדים, כגון מיכלי התפלה, גשרי צנרת ומנשאים לתעשייה הביטחונית.
- **פתרונות אגירה ואיגום** – הקמת מיכלי אגירה המשמשים לטיפול וייסות מי שופכין ושטפונות, וכן לאגירה של נוזלים בעיקר לדלקים וכימיקלים.

אופי הפעילות וההתקשרות מול לקוחות החברה תחת מגזר זה מתבצעת ברובה מול גופים ציבוריים וממשלתיים, כאשר תאגידי המים העירוניים מהווים את לקוחות החברה המרכזיים. ההתקשרות מול הלקוחות משלבות בין מתן שירותי תחזוקה שוטפת לבין ביצוע פרויקטים הנדסיים מורכבים. כמו כן, ההתקשרות מתבצעת לרוב באמצעות השתתפות במכרזים ציבוריים, הדורשים עמידה בתנאי סף של ניסיון קודם, וסיווג קבלני מתאים. מרבית החוזים נחתמים לתקופות של מספר שנים וכוללים תמהיל הכנסות המורכב מתשלום קבוע (Retainer) עבור זמינות וכוננות של צוותי חירום 24/7 לתיקון תקלות שבר, לצד תשלומים המבוססים על מדידת ביצוע בפועל עבור פרויקטים יזומים של הקמה ושדרוג קווי תשתית. בנוסף לתאגידי המים, המגזר מספק שירותים לגופים כגון משרד החקלאות ורכבת ישראל, וכן פועל כקבלן משנה עבור חברות תשתית גדולות בפרויקטים הדורשים מומחיות הנדסית ייחודית בתחומי איכות הסביבה ושימוש בטכנולוגיית הפלדקס.

ניתוח דוחות כספיים

להלן מאזני החברה המיוחסים לתחום הפעילות לימים ה-31 בדצמבר לשנים 2022-2025 (אלפי ₪):

31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022	אלפי ₪
				באזני מאזני החברה המיוחסים לתחום הפעילות לימים ה-31 בדצמבר לשנים 2022-2025 (אלפי ₪):
				נכסים שוטפים
10,109	11,402	14,442	16,214	לקוחות
174	41	23	112	חייבים ויתרות חובה
(4,300)	(4,927)	(4,821)	(3,176)	ספקים ונותני שירות
(4,595)	(4,118)	(5,764)	(5,952)	זכאים ויתרות זכות
10,283	11,442	14,465	16,326	סה"כ נכסים שוטפים
				נכסים לא שוטפים
203	473	706	1,213	רכוש קבוע
203	473	706	1,213	סה"כ נכסים לא שוטפים
10,486	11,915	15,171	17,539	סה"כ נכסים
				באזני מאזני החברה המיוחסים לתחום הפעילות לימים ה-31 בדצמבר לשנים 2022-2025 (אלפי ₪):
				התחייבויות שוטפות
4,300	4,927	4,821	3,176	ספקים ונותני שירות
4,595	4,118	5,764	5,952	זכאים ויתרות זכות
8,895	9,045	10,585	9,128	סה"כ התחייבויות
				הון עצמי
1,591	2,870	4,586	8,411	סה"כ הון עצמי
10,486	11,915	15,171	17,539	סה"כ הון והתחייבויות

■ **זכאים ויתרות זכות** – נכון למועד ההערכה, יתרת זו כוללת בעיקר סעיפי הוצאות לשלם אשר רובן נובעות מהעמסות ושירותי ניהול אשר ניתנים על ידי חברת האם.

להלן יתרות ההון החוזר המיוחסות לתחום הפעילות לימים ה-31 בדצמבר לשנים 2022-2025 (אלפי ₪):

31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022	אלפי ₪
10,109	11,402	14,442	16,214	לקוחות
174	41	23	112	חייבים ויתרות חובה
(4,300)	(4,927)	(4,821)	(3,176)	ספקים ונותני שירות
(4,595)	(4,118)	(5,764)	(5,952)	זכאים ויתרות זכות
1,388	2,397	3,880	7,198	סה"כ הון חוזר תפעולי
6.3%	11.0%	17.3%	27.7%	% מהכנסות
				באזני מאזני החברה המיוחסות לתחום הפעילות לימים ה-31 בדצמבר לשנים 2022-2025 (אלפי ₪):
				הון חוזר תפעולי - נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שיעור ההון החוזר התפעולי של הפעילות עומד על כ-6.3% מסך ההכנסות, נתון המשקף מגמת ירידה עקבית החל משנת 2022, כאשר עמד שיעור ההון החוזר על כ-27.7% מההכנסות. הסיבה העיקרית לקיטון הינה שיפור בימי האשראי של הלקוחות כאשר החברה מסרה כי השיפור מגיע בעיקר בעקבות לקוח ספציפי אשר מהווה שיעור מהותי מהכנסות החברה בשנת 2025.
152	186	213	195	ימי לקוחות
2	1	1	2	ימי חייבים
100	92	75	50	ימי ספקים
519	687	873	1,011	ימי זכאים
(465)	(594)	(735)	(865)	סה"כ מחזור תפעולי

■ **הון חוזר תפעולי - נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שיעור ההון החוזר התפעולי של הפעילות עומד על כ-6.3% מסך ההכנסות, נתון המשקף מגמת ירידה עקבית החל משנת 2022, כאשר עמד שיעור ההון החוזר על כ-27.7% מההכנסות. הסיבה העיקרית לקיטון הינה שיפור בימי האשראי של הלקוחות כאשר החברה מסרה כי השיפור מגיע בעיקר בעקבות לקוח ספציפי אשר מהווה שיעור מהותי מהכנסות החברה בשנת 2025.**

להלן דוחות רווח והפסד של החברה המיוחסים לתחום הפעילות לשנים 2022-2025 (אלפי ₪):

אלפי ₪	2025	2024	2023	2022
הכנסות	22,028	21,735	22,481	26,017
% צמיחה	1.3%	-3.3%	-13.6%	
עלות ההכנסות	(16,860)	(19,320)	(19,397)	(23,278)
% מהכנסות	76.5%	88.9%	86.3%	89.5%
רווח גולמי	5,168	2,415	3,084	2,739
% מהכנסות	23.5%	11.1%	13.7%	10.5%
הוצאות מכירה ושיווק	(1)	(38)	(2,095)	(3,598)
% מהכנסות	0.0%	0.2%	9.3%	13.8%
הוצאות הנהלה וכלליות	(3,066)	(2,625)	(2,450)	(2,150)
% מהכנסות	13.9%	12.1%	10.9%	8.3%
הכנסות אחרות	50	-	110	(2,418)
% מהכנסות	-0.2%	0.0%	-0.5%	9.3%
רווח תפעולי	2,151	(248)	(1,351)	(5,427)
% מהכנסות	9.8%	-1.1%	-6.0%	-20.9%
הכנסות (הוצאות) מימון	301	297	226	117
% מהכנסות	1.4%	1.4%	1.0%	0.4%
הכנסות (הוצאות) אחרות	-	-	(1,601)	(3,686)
% מהכנסות	0.0%	0.0%	-7.1%	-14.2%
רווח לפני מס	2,452	49	(2,726)	(8,996)
% מהכנסות	11.1%	0.2%	-12.1%	-34.6%

- הכנסות** – הכנסות החברה בשנת 2025 הסתכמו בכ-22 מיליון ₪, בהשוואה לכ-26 מיליון ₪ בשנת 2022, המהוות קיטון כולל של כ-5 מיליון ₪, בהתאם לנמסר מהחברה הקיטון נבע בין היתר מהשלכות מלחמת "חרבות ברזל" שהביאה להאטה בקצב התקדמות של פרויקטים קיימים וכן בעיכוב והשגה של פרויקטים חדשים. יחד עם זאת, בשנת 2025 חוותה החברה שינוי במגמה כאשר ההכנסות הציגו צמיחה של כ-1.3% בהשוואה לשנת 2024, אז הסתכמו בכ-21.73 מיליון ₪. מהחברה נמסר כי, בשנת 2025 חוותה החברה עלייה בצבר ההזמנות כאשר עיקר הצבר מגיע מפרויקט ספציפי בהיקף של כ-12 מיליון ₪ הכנסות לחברה. עוד נמסר כי פרויקט זה תרם לגידול ברווח הגולמי של החברה בשיעור של כ-12% המגלמים עלייה של כ-2.7 מיליון ₪ רווח גולמי. בנוסף החברה ממשיכה להירשם ולנסות לזכות במכרזים נוספים על מנת להגדיל את צבר ההזמנות הקיים כאשר היא מתבססת על הסינרגיה וחשיפה דרך בעלת השליטה שפיר.
- הוצאות מכירה ושיווק** – בהתאם לנמסר מהחברה, הקיטון המהותי בהוצאות מכירה ושיווק מגובה של כ-3.6 מיליון ₪ בשנת 2022, עד להוצאה של כ-1,000 ₪ בשנת 2025, נובעת מסיום הפחתה של נכסי קשרי לקוחות שנוצרו בעבר כאשר החברה סיימה להפחית נכסים אלו בשנת 2023.
- הוצאות הנהלה וכלליות** – בהתאם לנמסר מהחברה, הוצאות הנהלה וכלליות מורכבות מרכיב העמסה מאברות, אשר בקירוב מהווה כ-10% מכלל הוצאות הנהלה וכלליות של אברות. כאשר ההעמסות שאברות משיטה על הפעילות מתחלקות לרכיב המהווה תחליף לשירותים ברמה התפעולית והניהולית, בעוד שיתרת הסכום מהווה העמסה הנגזרת בהתאם להערכת הנהלת החברה לגבי השתתפות הפעילות בסך פעילות הקבוצה. בנוסף לכך נציין, תוצאות שנת 2025 הושפעו מהוצאות חד-פעמיות בגין הפרשות שנרשמו בסך של כ-600 אלפי ₪.

פרק 3 מתודולוגיה

בחינה לירידת ערך מוניטין – רקע והגדרות

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

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

הגדרות

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

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

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

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

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

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

זיהוי נכס שתיתכן ירידה בערכו

בחינת ירידת הערך

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

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

סימנים המצביעים על ירידת ערך

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

מקורות מידע חיצוניים:

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

הערך בספרים של הנכסים נטו של הישות גבוה משווי השוק של הישות (Market capitalization).

מקורות מידע פנימיים:

- קיימות ראיות זמינות להתיישנות או לנזק פיזי של נכס.
- שינויים משמעותיים בעלי השפעה שלילית על הישות חלו במהלך התקופה או חזויים לחול בעתיד הקרוב, בהיקף או באופן שבו נעשה שימוש בנכס או חזוי שיעשה בו שימוש.
- קיימות ראיות זמינות ממערכת הדיווח הפנימית המצביעות על כך שהביצועים הכלכליים של הנכס הם, או יהיו, גרועים מאלה שנחזו.

מדידת סכום בר השבה – שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה

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

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

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

מדידת סכום בר השבה – שווי שימוש

המרכיבים שלהלן ישתקפו החישוב שווי השימוש של הנכס:

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

אמידת שווי השימוש של הנכס כוללת את השלבים הבאים:

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

זיהוי נכס שתיתכן ירידה בערכו

התקן מדגיש ומציין כי הרשימה לעיל אינה רשימה ממצה וקובע כי ישות עשויה לזהות סימנים נוספים המצביעים על ירידה אפשרית בערך של נכס.

קיומם של סימנים לירידת ערך ידרוש מהישות לקבוע את הסכום בר ההשבה של הנכס, או, במקרה של מוניטין, לבצע בחינה לירידת ערך.

אם לא ניתן לאמוד את הסכום בר ההשבה של הנכס הבודד, על הישות לחשב את הסכום בר ההשבה של היחידה המניבה מזומנים, אליה שייך הנכס. יחידות מניבות מזומנים צריכות להיות מזוהות באופן עקבי מתקופה לתקופה לאותם נכסים או סוגי נכסים, אלא אם קיימת הצדקה לשינוי.

מוניטין:

לצורך בחינה לירידת ערך מוניטין שנרכש בצירוף עסקים, יוקצה המוניטין שהוכר במועד הרכישה לכל אחת מהיחידות המניבות מזומנים או קבוצות של היחידות מניבות מזומנים של הרוכש, אשר חזויות ליהנות מהסינרגיה של הצירוף, ללא קשר אם נכסים אחרים או התחייבויות אחרות של הגוף הנרכש שויכו ליחידות או קבוצות של יחידות אלו. כל יחידה או קבוצה של יחידות אליהן הוקצה מוניטין כאמור לעיל, תייצג את הרמה הנמוכה ביותר בישות שבה קיים מעקב על המוניטין לצורכי הנהלה פנימיים ולא תהיה גדולה ממגזר פעילות כמוגדר בתקן IFRS 8, לפני קיבוץ מגזרים דומים.

מדידת סכום בר השבה

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

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

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

במדידת שווי השימוש הישות:

- תבסס את תחזית תזרימי המזומנים על הנחות סבירות ומבוססות, המייצגות את האומדן הטוב ביותר של ההנהלה לגבי התנאים הכלכליים, שישררו במהלך יתרת אורך החיים השימושיים של הנכס.
- תבסס את תחזיות תזרימי המזומנים על תקציבים/תחזיות כספיים, העדכניים ביותר, שאושרו על ידי ההנהלה. תחזיות המבוססות על תקציבים/תחזיות כאלה, יכסו תקופה מרבית של 5 שנים, אלא אם ניתן להצדיק תקופה ארוכה יותר.
- תאמוד תחזיות תזרימי המזומנים לתקופה שמעבר לתקופה המכוסה על ידי התקציבים/תחזיות העדכניים ביותר, על ידי אקסטרפולציה של אותן תחזיות תוך שימוש בשיעור צמיחה קבוע או יורד לשנים שלאחר מכן. כאשר הערך בספרים של נכס אינו כולל עדיין את כל תזרימי המזומנים השליליים אשר יתהוו עד שהנכס מוכן לשימוש או למכירה, אומדני תזרימי מזומנים עתידיים שליליים אמורים לכלול אומדן של תזרימי מזומנים שליליים נוספים, החוזיים להתהוות כדי להכין את הנכס לשימוש או למכירה.

אומדן תזרימי מזומנים עתידיים לא יכלול אומדני תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים החוזיים לכבוע מ:

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

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

שיעור הניכיון

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

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

בחינת ירידת ערך מוניטין

בחינת ירידת ערך מוניטין תבוצע על ידי השוואת ערכה בספרים של היחידה, כולל המוניטין, לסכום בר השבה שלה. אם הסכום בר השבה של היחידה עולה על הערך בספרים של היחידה, היחידה והמוניטין שהוקצה ליחידה ייחשבו כבלתי פגומים בערכם. אם הערך בספרים של היחידה עולה על הסכום בר השבה של היחידה, הישות תכיר בהפסד מירידת ערך.

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

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

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

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

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

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

יישום המתודולוגיה

עיתוי בחינת ירידת הערך

בהתאם ל- IAS 36 בחינה לירידת ערך שנתית של היחידות מניבות המזומנים, אליהן הוקצה מוניטין, יכולה להתבצע בכל מועד במהלך התקופה השנתית, בתנאי שהמבחן מבוצע באותו מועד כל שנה.

זיהוי יחידה מניבת מזומנים

בהתאם ל- IAS 36, לצורך בחינה לירידת ערך של מוניטין שנרכש בצירוף עסקים, יוקצה המוניטין ליחידה מניבת המזומנים, אשר חזויה ליהנות מהסינרגיה של הצירוף. התקן מגדיר יחידה מניבת מזומנים כקבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המפיקה תזרימי מזומנים חיוביים, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים.

סכום בר השבה של היחידה מניבת המזומנים

כאמור, IAS 36 קובע כי סכום בר השבה של היחידה מניבת מזומנים הינו הגבוה מבין השווי ההוגן שלה בניכוי עלויות מכירה לבין שווי השימוש של היחידה. על מנת להעריך את שווי השימוש של היחידה מניבת מזומנים אנו מעריכים, כי גישת ההכנסות, שיטת היוון תזרימי מזומנים (Discounted Cash Flows), הינה המתאימה ביותר לצורך הערכת השווי.

פרק 4

בחינה לירידת ערך ליום 31 בדצמבר 2025

להלן הערך בספרים המיוחס ליחידה מניבת המזומנים אברות פרויקטים, נכון ליום ה-31 בדצמבר 2025 (באלפי ₪):

פירוט	באלפי ₪
לקוחות	10,109
חייבים ויתרות חובה	174
רכוש קבוע	203
ספקים ונותני שירות	(4,300)
זכאים ויתרות זכות	(4,595)
מוניטין	5,216
סה"כ ערך בספרים	6,807

מכאן כי ערכה בספרים (carrying amount) של תחום הפעילות ליום 31 בדצמבר, 2025 הינה כ-6.81 מיליון ₪.

בהתאם להוראות תקן IAS 36, ישות תבחן בכל תאריך מאזן אם קיימים סימנים המצביעים על ירידת ערך של נכס. אם מתקיים סימן כלשהו, על הישות לאמוד את סכום בר השבחה של הנכס. סכום בר-השבחה של נכס או יחידה מניבה-מזומנים הוא הגבוה מבין השווי ההוגן של היחידה בניכוי עלויות מכירה לבין שווי השימוש בה (הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים, החזויים לנבוע מנכס או מיחידה מניבה מזומנים). ירידת ערך ליחידת מניבת המזומנים תעשה כאשר הערך בספרים עולה על סכום-בר השבחה. כלומר, רק אם ימצא כי סכום בר השבחה של הנכס נמוך מערכו בספרים, אז יידרש לבצע ירידת ערך ליחידה מניבת המזומנים.

בהתאם לתקן דיווח כספי בינלאומי IAS 36, נדרשת החברה לזהות את היחידה מניבה מזומנים, שהינה קבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המפיקה תזרימי מזומנים חיוביים (Inflows), שהינם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים, או מקבוצות נכסים אחרות, ולגביה, לבצע את הבחינה האמורה.

בהתאם לניתוח החברה, נבחנה הסוגייה החשבונאית בדבר קביעה וזיהוי היחידה מניבת המזומנים (CGU), אשר יש לבצע בגינה בחינה לירידת ערך. בהתאם לכך היחידה הכי קטנה הינה תחום פעילות קבלנות תשתיות מים וביוב.

בחינה לירידת ערך ליום 31 בדצמבר 2025

על מנת לאמוד את סכום בר השבחה של יחידת מניבת המזומנים אברות פרויקטים, בחרנו לאמוד את שווי השימוש של היחידה ליום ה-31 בדצמבר 2025 (להלן: "מועד הבחינה"). בהתאם, ביצענו הערכת שווי לחברה בהתאם לגישת ההכנסות, לפיה שווי של נכס כלכלי נגזר מתזרימי המזומנים שינבעו ממנו בעתיד. העיקרון הבסיסי המונח ביסוד ניתוח החברה לפי גישת ההכנסות הינו כי הנכס / החברה הינה "עסק חי" ופעיל (Ongoing Concern), אשר יפעל בעתיד, כך שהמטרה היא להגיע לשווי הנוכחי של תחזית תזרימי המזומנים העתידיים.

מתודולוגיית הערכת השווי המרכזית והמקובלת בגישת ההכנסות הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). בשיטה זו שווי הנכס הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים החופשי (Free Cash Flows) המיוצר בתקופת התחזית שנקבעה (סופית או אינסופית).

שיעור היוון (WACC)

להלן נתוני חברות השוואה ונתונים ענפיים לפי פרופ' דמודראן:

חברה	משקל חוב	משקל הון	בטא לא ממונפת
לסיכו בע"מ	0.0%	100.0%	1.71
קבוצת ברן בע"מ	18.6%	81.4%	0.79
מנדלסון תשתיות ותעשיות בע"מ	11.1%	88.9%	0.94
קבוצת גאון בע"מ	44.8%	55.2%	0.28
מומצע חברות השוואה	18.7%	81.3%	0.93
Engineering/Construction	43.4%	56.6%	0.76
Environmental & Waste Services	26.3%	73.7%	0.91
מומצע דמודראן	34.8%	65.2%	0.83
מומצע כללי	26.7%	73.3%	0.88

הערכת שווי השימוש של פעילות אברות פרויקטים, בוצעה כאמור על פי גישת היוון תזרים המזומנים העתידי של הפעילות (DCF). תזרימי המזומנים הווננו לפי שיעור היוון ההולם את פעילות החברה, בהתאם למודל עלות ההון במומצע המשוקלל (WACC), אשר מחשבת את המשקל היחסי של כל רכיב במבנה ההון. מודל זה מהווה את הגישה הנפוצה והמקובלת ביותר לקביעת שיעור ההיוון המתאים.

להלן הפרמטרים שנלקחו לצורך אמידת שיעור היוון של תזרימי המזומנים של החברה:

סימון	ערך	מקור
E/V	73.26%	מומצע משקל החוב וההון בחברות השוואה, ונתוני ענפים
D/V	26.74%	Waste Services & Engineering, Environmental דמודראן לדצמבר 2025
Kd	4.35%	מחיר החוב של החברה על פי מטריצת מרווח הוגן צמודה ליום 31 בדצמבר 2025
T	23.0%	שיעור מס חברות בישראל
Rf	1.89%	ריבית חסרת סיכון לפי מטריצת מרווח הוגן צמודה, לדצמבר 2025
Rm-Rf	6.30%	פרמיית השוק של ישראל בהתאם לנתוני פרופסור דמודראן לינואר 2026
β_L	1.13	מומצע חברות השוואה למועד ההערכה, ונתונים ענפיים לפי נתוני פרופ' דמודראן לינואר 2026
SPC	10.38%	פרמיית גודל בהתאם לחברה בגודל 10Z לפי נתוני דצמבר 2025, Duff&Phelps
Ke	19.39%	תשואה לבעלי המניות
WACC	15.10%	

בחינה לירידת ערך ליום 31 בדצמבר 2025

להלן תחזית תזרים המזומנים של אברות פרויקטים לשנים 2026-2031 (באלפי ₪):

אלפי ₪	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031T
סה"כ הכנסות	22,481	21,735	22,028	20,320	23,368	25,004	26,254	27,042	27,447
% צמיחה	-13.6%	-3.3%	1.3%	-7.8%	15.0%	7.0%	5.0%	3.0%	1.5%
עלות המכירות	(19,397)	(19,320)	(16,860)	(17,678)	(20,096)	(21,253)	(22,316)	(22,985)	(23,330)
% מהכנסות	86.3%	88.9%	76.5%	87.0%	86.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
רווח גולמי	3,084	2,415	5,168	2,642	3,272	3,751	3,938	4,056	4,117
% מהכנסות	13.7%	11.1%	23.5%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
הוצאות מכירה ושיווק	(2,095)	(38)	-	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)
% מהכנסות	9.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
הוצאות הנהלה ובלויות	(2,450)	(2,625)	(3,066)	(2,263)	(2,433)	(2,518)	(2,581)	(2,620)	(2,639)
% מהכנסות	10.9%	12.1%	13.9%	11.1%	10.4%	10.1%	9.8%	9.7%	9.6%
רווח תפעולי	(1,461)	(248)	2,102	376	836	1,229	1,354	1,433	1,474
% מהכנסות	-6.5%	-1.1%	9.5%	1.9%	3.6%	4.9%	5.2%	5.3%	5.4%
הוצאות מס				(86)	(192)	(283)	(311)	(330)	(339)
רווח תפעולי לאחר מס				290	643	946	1,042	1,103	1,135
התאמות:									
הוצאות פחת				100	115	123	129	133	135
CAPEX				(100)	(115)	(123)	(129)	(133)	(135)
שינוי בהון חוזר תפעולי				(373)	(264)	(142)	(108)	(68)	(35)
תזרים מזומנים				(83)	379	805	934	1,035	1,100
זמן להיוון				0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
תזרים מהוון				(77)	307	566	571	550	4,295

הכנסות

תחזית ההכנסות לשנים 2026-2031 מבוססת על צבר ההזמנות הקיים של החברה, וכן מידע שנמסר על ידי הנהלת החברה. ראשית נציין כי שנת 2025 מהווה שנת התאוששות עבור החברה לאחר מספר שנים של דעיכה בהכנסות לנוכח מלחמת "חרבות ברזל", כאשר נרשמה צמיחה מתונה של כ-1.3% עם הכנסות שהסתכמו בכ-22 מיליון ש"ח בעיקר בעקבות גידול בצבר ההזמנות בדגש על פרויקט ספציפי של החברה בשנה זו. בנוסף לכך, תחזית ההכנסות לשנת 2026 נאמדת בכ-20.3 מיליון ש"ח כאשר הבסיס לצפי זה הוא צבר הזמנות חתום בהיקף של כ-11.3 מיליון ש"ח, בנוסף ל-4 מכרזים אליהם נגישה החברה וממתינה לתוצאות, אשר אמורים להניב הכנסות בגובה של כ-16 מיליון ש"ח, הכנסות אלו נלקחו בהנחה של 50% הסתברות לזכייה, מלבד פרויקט אחד אשר בסטטוס מתקדם יותר, ונלקח בהסתברות של כ-65%, בהתאם ההכנסות מפרויקטים אשר מותנים בהסתברות מסתכמים בכ-9 מיליון ש"ח.

בהמשך לנאמר, בהתאם לתחזית שהתקבלה מהחברה, בשנת 2027 החברה צופה צמיחה שנתית בהכנסות של כ-15%, וזאת לאור הצפי לכניסת פרויקטים חדשים רחבי היקף ראשית לנוכח העובדה כי החברה פועלת להעלאת הסיווג הקבלני שלה, אשר יאפשר לחברה לגשת למכרזים גדולים ורבים יותר כקבלן ראשי ביחס למצב הנוכחי. בנוסף, החברה צופה עבודות סביב פרויקטי הקמת הרכבת הקלה הדורשות עבודות הזזה והקמה רבות של תשתיות מים וביוב, מעבר לכך החברה מציינת כי הבסיס לצפי הצמיחה הוא שילוב הסינרגיה עם בעלת השליטה שפיר אשר עשויה לספק לחברה מספר פרויקטים בשנים הקרובות. כמו כן, החברה צופה כי בשנים 2028-2029 הצמיחה בהכנסות תעמוד על כ-10%, יחד עם זאת, מטעמי שמרנות וחוסר ודאות, בשנת 2028 הונחה צמיחה של כ-7%, בשנת 2029 צמיחה של כ-5%, וצמיחה של כ-3% בשנת 2030, וכאמור, צמיחה של 1.5% בשנה הטרימינלית.

עלות המכירות ורווח גולמי

בהתאם למידע ושיחות שנעשו מול החברה, לאחר תקופה של שחיקה ברווחיות בין השנים 2022-2024 וקטון ברווחיות הגולמית אשר נבעה בעקבות עלייה בעלויות הישירות ועלויות התפעול, הציגה החברה בשנת 2025 שיפור מהותי בשיעור הרווח הגולמי כאשר הוא היווה כ-23.5% ביחס לשיעור של כ-11.1% בשנת 2024, החברה מסבירה כי מדובר בשנה חד פעמית שאופיינה ברווח גולמי גבוה בעקבות פרויקט ספציפי אשר היווה כ-50% מההכנסות בשנה זו. כמו כן, פרויקט זה התאפיין בשיעור רווחיות גבוה משמעותית בהשוואה ליתר הפרויקטים של החברה.

בהתאם לתחזית שהתקבלה מהחברה, הצפי הוא חזרה לרמות רווחיות מייצגות החל משנת 2026 כאשר שיעור הרווח הגולמי יעמוד על כ-13%, כמו כן החברה צופה כי שיעור הרווח הגולמי יגדל בכ-1% בשנת 2027 לשיעור של כ-14%. החל משנת 2028 שיעור הרווח הגולמי צפוי לעמוד על כ-15% וצפוי להישמר לאורך שנות התחזית הבאות ובשנה הטרימינלית.

הוצאות מכירה ושיווק

כאמור, הוצאות המכירה ושיווק של החברה קטנו מהותית בעקבות סיום הפחתת נכסים של קשרי לקוחות שהיו לחברה. לאור העובדה כי המגזר מתבסס כיום על קשרים קיימים וזכייה במכרזים ללא צורך במערך שיווק רחב, הנחנו כי הוצאות אלו יוסיפו להישאר אפסיות לאורך שנות התחזית, כאשר הונח שיעור של כ-0.01% בהתאם לצפיות החברה כי היקף הוצאות אלו בשנה מסתכם בכ-3,000 ש"ח.

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות החברה צופה התייעלות בהיקף ושיעור הוצאות אלו. הקיטון הצפוי נובע מכך שחלק מההוצאות נובעות מהעמסה מצד חברת אברות תעשיות, כמו כן הנהלת החברה ציינה כי לבי.או.טי קיימת כיום כל האופרציה הניהולית הנדרשת לצורך תפעול עצמאי, דבר המאפשר לצמצם את ההעמסות הללו, כמו כן נציין כי בשנת 2025 היו לחברה הוצאות חד פעמיות בהיקף של כ-600 אלפי ש"ח בגין הפרשות עבור חוב של אחד השותפים. בהתאם לכך, בשנת 2026 הנחנו שיעור הוצאות הנהלה וכלליות של כ-11.1% מההכנסות, התואם את תחזיות החברה והתייעלותה המבנית. החל משנת 2027, הנחת העבודה שלנו היא כי הוצאות אלו יצמחו בקצב המהווה כ-50% מקצב צמיחת ההכנסות (קרי גמישות של כ-50%).

השקעות ברכוש קבוע ופחת בגין שמירה על הקיים

בהתאם למידע הנמסר מהחברה, בשנות התחזית 2026-2031 החברה אינה צופה השקעות מהותיות ברכוש קבוע, מלבד השקעות לטובת שמירה על רמת הנכסים הקיימת ותמיכה בפעילות השוטפת. בהתאם, לטובת הערכת השווי, הנחנו כי שיעור הפחת ושיעור ההשקעה ברכוש קבוע יהיו זהים ויעמדו על כ-0.49% מההכנסות.

הון חוזר

שיעור ההון החוזר של הפעילות במהלך השנים האחרונות מציג מגמת ירידה כאשר בשנת 2023 עמד שיעור זה על כ-17.3%, בשנת 2024 עמד על כ-11% ובשנת 2025 ירד עד לשיעור של כ-6.3%. בהתאם לנמסר מהחברה, הפער בשנת 2025 נובע מפריקט ספציפי אשר היווה כ-50% מההכנסות בשנה זו, כאשר תנאי התשלום והגבייה בגין פרויקט זה הינם מיטיבים בגלל סוג הפרויקט. החברה מעריכה כי השיעור בשנים הבאות יעמוד על טווח ממוצע של השנים 2024-2025, בהתאם לכך הונח לאורך שנות התחזית שיעור הון חוזר תפעולי העומד על כ-8.7% המהווה את הממוצע בין השנים כתלות בתמהיל הפרויקטים.

סיכום

להלן שווי שימוש של יחידת מניבת המזומנים אברות פרויקטים, כפי שנאמד על ידינו ליום ה-31 בדצמבר 2025 (באלפי ₪):

פירוט	אלפי ₪
שנים 1-5	1,916
שנה טרמינלית	4,295
סה"כ שווי פעילות	6,211

מכאן כי שווי השימוש של הפעילות למועד ההערכה הינו כ-6.2 מיליון ₪.

להלן בחינת ירידת הערך המיוחסת ליחידה מניבת המזומנים אברות פרויקטים, ליום 31 בדצמבר 2025 (באלפי ₪):

פירוט	אלפי ₪
שווי שימוש	6,211
ערך בספרים (פנקסי)	6,807
ירידת ערך	596

ניתן לראות כי נכון למועד ההערכה אין ביכולתה של היחידה מניבת המזומנים להניב הטבות כלכליות בעתיד, באופן שבו השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של יחידת מניבת המזומנים למועד ההערכה, יעלה על הערך נטו בספרים של יחידת מניבת המזומנים לאותו מועד (31.12.2025). לכן, לאור העובדה כי סכום בר השבחה (שווי הוגן) נמוך מהערך בספרים של היחידה, ובהתאם אברות נדרשת לבצע הפרשה לירידת ערך בגין מוניטין פעילות קבלנות תשתיות מים וביוב בהתאם להוראות תקן IAS 36.

בהתאם להוראות תקן IAS 36 כל ההפסד מירידת ערך שזוהה יוקצה תחילה להקטנת הערך בספרים של מוניטין שהוקצה ליחידה ולאחר מכן לנכסים אחרים ביחידה באופן יחסי לבסיס של הערך בספרים של כל נכס ביחידה. כמו כן, בהתאם לעבודתנו, סך גובה ההפסד מירידת ערך, נכון ליום 31 בדצמבר, 2025, הינו כ-596 אלפי ₪. לפיכך, בהתאם להוראות תקן IAS36 יש להקצות את מלוא ההפסד מירידת ערך למוניטין יחידת מניבת המזומנים אברות פרויקטים.

להלן טבלה המציגה את רגישות שווי שימוש של פעילות אברות פרויקטים לשיעור הצמיחה הטרמינלי, וכן לשיעור ההיוון:

WACC						שיעור צמיחה פרמננטי
16.1%	15.6%	15.1%	14.6%	14.1%		
5,471	5,691	5,925	6,178	6,449	0.5%	
5,587	5,817	6,063	6,329	6,615	1.0%	
5,710	5,952	6,211	6,491	6,794	1.5%	
5,843	6,097	6,371	6,667	6,988	2.0%	
5,985	6,253	6,543	6,857	7,199	2.5%	



עינת אפרתי



אור כורם



יגאל קוקושקין



שגיא בן סימון



יניב אבדי

Beta Finance הינה חברת הייעוץ הפיננסי המובילה בישראל, בעלת מומחיות בעולמות התוכן של מימון פרויקטים ומימון תאגידי, המעניקה שירותים למגוון חברות בישראל ובעולם.

שותפי החברה הינם בעלי ניסיון עשיר ואיכותי בפרויקטים בחזית עולם העסקים הישראלי.

אנו מאמינים כי ייעוץ הוא מקצוע ואנו מקדישים את זמננו לייעוץ מקצועי מזה שנים רבות. כל אחד מהצוות ייעץ במרוצת השנים לעשרות גופים בשאלות עסקיות שונות ובהליכי קבלת החלטות.