



בתי זיקוק לנפט בע"מ
בחינת ירידת ערך נכסים –
כרמל אולפינים בע"מ
ליום 30 ביוני, 2025

10 אוגוסט, 2025

דוח זה מוגש לחברת בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "הלקוח" ו/או "בזן") בהתאם למכתב ההתקשרות מיום 15 ביוני, 2025 וכפוף לכל התנאים וההגדרות המופיעים במכתב ההתקשרות.

עבודה זו מיועדת לצורך קביעת שווי השימוש של פעילות כרמל אולפינים בע"מ לצורך בחינת ירידת ערך נכסים של בזן בדוחותיה הכספיים ליום 30 ביוני, 2025 (להלן: "העבודה"), ואין לעשות בה כל שימוש אחר ללא קבלת אישור בכתב ומראש מ-KPMG.

העבודה תשמש למטרות דיווח חשבונאי בלבד. לפיכך, אין להשתמש בעבודה זו לכל מטרה אחרת.

במקרה שדוח זה יגיע לידידיו של מישהו שאינו הלקוח, על המקבל לשים לב שהדוח מיועד לצרכים הפנימיים בלבד של הלקוח ולשימושו הפנימי בלבד. מובהר, כי אין ולא תהיה לנו כל אחריות כלפי מקבל דוח זה שאינו הלקוח. KPMG לא תישא בכל אחריות ותנקוט בכל האמצעים המשפטיים כנגד העושה שימוש בלתי מורשה במסמך זה.

הנידון: סיוע בבחינת ירידת ערך נכסים חברת כרמל אולפיינס בע"מ בספרי בתי זיקוק לנפט בע"מ ליום 30 ביוני, 2025

ג.נ.,

בהתאם לבקשתך, ביצענו סיוע בבחינת ירידת ערך נכסים בספרי חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן: "בזן" ו/או "הלקוח") בגין השקעתה בחברת כרמל אולפיינס בע"מ (להלן: "כאו"ל" ו/או "החברה"), ליום 30 ביוני, 2025 (להלן: "מועד הבחינה"). יש לציין שתהליך בחינת ירידת הערך הינו באחריותה של הנהלת בזן (להלן: "הנהלה"). שירותי ההערכה בוצעו על ידי KPMG סומך חייקין (להלן: "KPMG") והדוח המצורף למכתב זה לא מפחית בשום אופן מהאחריות של הנהלת בזן לגבי תהליך בחינת ירידת הערך. כמו כן, אנו מבינים כי להערכתכם הנכסים וההתחייבויות של כאו"ל מהווים יחידה מניבת מזומנים אחת לצורך היישום של תקן חשבונאות בינלאומי IAS 36 – ירידת ערך נכסים (להלן: "IAS 36"). יובהר כי KPMG לא בחנה נושא זה.

תנאי ההתקשרות

המטרה של סיוע זה היא מתן חוות דעת האם למועד הבחינה בזן נדרשת להכיר בירידת ערך בגין השקעתה בכאו"ל. עבודתנו בוצעה על פי הנחיותיהם של התקנים הבינלאומיים IAS 36 ו-IFRS 3R ובהתאם להסברים שבדוח זה. על פי הנחיות IAS 36, חברה מחויבת בהכרה בהפסד מירידת ערך של נכס, בכל עת, שערכו של הנכס בספרים עולה על סכום בר ההשבה שלו - הסכום הגבוה מבין שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה של הנכס לבין שווי השימוש בו. יודגש כי עבודתנו כללה את בחינת שווי השימוש של כאו"ל (להלן: "הערכת השווי") בלבד ולא כללה את בחינת השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של פעילות זו.

מקורות מידע

- המידע הכלול בדוח זה כולל מידע הנמסר ל-KPMG על ידי הנהלת בזן והוא כולל, בין היתר:
- דוחות כספיים מבוקרים של כאו"ל לשנים 2021-2024 ולמחצית השנייה של שנת 2025.
 - תחזית תזרימי מזומנים למחצית השנייה של שנת 2025 ולשנים 2026 - 2030 ולשנה מייצגת.
 - יתרת הערך בספרים המיוחסת ל-כאו"ל למועד הבחינה.
- ראה נספח א' עבור פרטים מלאים.

אופי ההתקשרות

עבודה זו מיועדת ללקוח לצרכי דיווח כספי בלבד. יודגש כי הלקוח לא יוכל לעשות שימוש בעבודה, במידע ו/או בתוצרים הנמסרים על ידנו, כולם או חלקם ללא קבלת אישורינו מראש לכך.

במהלך עבודתנו, נמסרו לנו הערכות הנהלה ומידע פיננסי חזוי בנוגע לכאו"ל ללא ביצוע אימות עצמאי. הסתמכנו על מידע זה כמשקף באופן מדויק את תוצאות הפעילות והמצב הכספי של החברה. נאותות הערכות הנהלה והמידע הפיננסי החזוי עליהם הסתמכנו בעבודתנו הינם באחריותה הבלעדית של הנהלת הלקוח.

אנו, כיועצים פיננסיים, לא ביקרנו מידע זה או נתונים או מידע אחר, ולא מחוויים דעה או מספקים סוג אחר של ביטחון בנוגע לדיוק או נאותות ההצגה.

אנו לא ביצענו אימות למידע המהווה בסיס להערכת השווי, אך הסתמכנו על כך שהנהלה הציגה באופן נאות את כל המידע אשר נמסר לנו. אם מידע זה הינו שגוי או שמידע מהותי הושמט, תיתכן השפעה על ההערכות הכלולות במסמך זה לגבי בחינת ירידת הערך. העתק מדוח זה נסקר על ידי הנהלת בזן, אשר אישרה את נכונות העובדות.

הערכת שווי הינה פונקציה של ההנחות שבבסיס מתודולוגיית ההערכה. באופן ספציפי, הערכת שווי מניחה, בין השאר, שהתחזיות של הנהלה ניתנות למימוש או לכל הפחות מובנות על ידי משקיע פוטנציאלי אשר יש לו תחזית דומה לגבי הרמה החזויה של תזרים המזומנים. אנו לא נותנים כל הצהרה לגבי היכולת לממש את התחזיות. התוצאות בפועל עשויות להיות שונות וההבדלים יכולים להיות מהותיים.

עבודה זו משקפת הנחות, תנאי שוק ותנאים כלכליים הנתונים לשינויים במגמות ובתנאים כלכליים. KPMG אינה נדרשת לעדכן עבודה זו. KPMG תעדכן את העבודה על פי בקשה מפורטת של הלקוח ובכפוף לקביעת התנאים להרחבת השירות במידה הנחוצה על מנת לבצע את העדכון.

הרינו לציין כי אין לנו עניין אישי בבזן וכי הננו בלתי תלויים בבזן. חוות דעתנו עומדת בתנאים ובקריטריונים של הערכת שווי בלתי תלויה בהתאם להחלטת רשות ניירות ערך (בנושא אי תלות) לפי סעיף 9 לחוק ניירות ערך תשכ"ח 1968. עוד נציין כי לא נקבעו התניות לקבלת שכר הטרחה בקשר עם תוצאות חוות דעת זו.

אנו מסכימים כי חוות דעת זו תשמש ו/או תיכלל בדוחות הכספיים לרבות על דרך הפנייה כאמור בתקנות לפי חוק ניירות ערך התשכ"ח (1968). 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.

במסגרת התקשרות זו, הלקוח יהיה חייב לשפות את KPMG בגין כל טענה או תביעה אשר תופנה כלפינו, בקשר עם מידע שהתקבל מהלקוח והוא אינו נכון, אינו הוגן או מטעה, ואשר הערכת השווי הסתמכה עליו.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הלקוח יהיה חייב לשפות את KPMG בגין כל נזק שייגרם לנו, שעולה על פי שלושה משכר הטרחה בגין התקשרות זו, כתוצאה מתביעה, עלות, הוצאה, הפסד, דרישה, פעולה או הליך הוצאה לפועל שיהיו מכל סוג, שייגרמו מצד גורמים שלישיים בקשר לעבודה ו/או לשירות שיבוצעו במסגרת התקשרות זו, לרבות הוצאות המשפט ושכר טרחת עו"ד.

KPMG לא תישא באחריות כלפי הלקוח בגין כל פעולה, נזקים, תביעות, התחייבויות, עלויות, הוצאות או הפסד הנובעים או מתייחסים בכל דרך שהיא לשירותים בסכום מצרפי העולה על סכום שהוא פי שלוש משכר הטרחה ששולם בפועל ל-KPMG עבור השירותים שסופקו.

בברכה,
סומך חייקין

בתי זיקוק לנפט בע"מ	בזן
כרמל אולפיניים בע"מ	כאו"ל ואו החברה
30 ליוני 2025	מועד הערכת השווי
ההפרש בין מחיר הפולימרים למחיר הנפטא	מרווחי הפולימרים
Chemical Market Analytics	CMA
השקעות ברכוש קבוע (Capital Expenditures)	CAPEX
היוון תזרימי המזומנים העתידיים (Discounted Cash Flow)	DCF
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות (Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)	EBITDA
שיעור החיוון המשוקלל (Weighted Average Cost of Capital)	WACC

ארו טל
דירקטור,

Deal Advisory
KPMG סומך חייקין
טלפון: 03-6848646
פקס: 03-6848610
etal@kpmg.com

רועי מילר
מגיר,

Deal Advisory
KPMG סומך חייקין
טלפון: 054-6504548
roemiller@kpmg.com

פרק	נושא	עמוד
2	רקע	6
3	ניתוח דוחות כספיים	16
4	מתודולוגיה	20
5	הערכת שווי השימוש	25
6	נספחים	32

רקע

כללי – בתי זיקוק לנפט בע"מ

חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ (בזן) התאגדה בישראל באוגוסט 1959 תחת השם "בתי זיקוק חיפה בע"מ", כישות שקלטה את פעילות בית הזיקוק שפעל בחיפה עוד משנת 1938 תחת המנדט הבריטי. בשנת 2007 השלימה ממשלת ישראל את תהליך הפרדת החברה, עם מכירת מלוא הונה המונפק והנפרע. מאז חדלה בזן מלהיות חברה ממשלתית ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. כיום, בעלת השליטה העיקרית בחברה היא "מפעלי פטרוכימיה בישראל בע"מ".

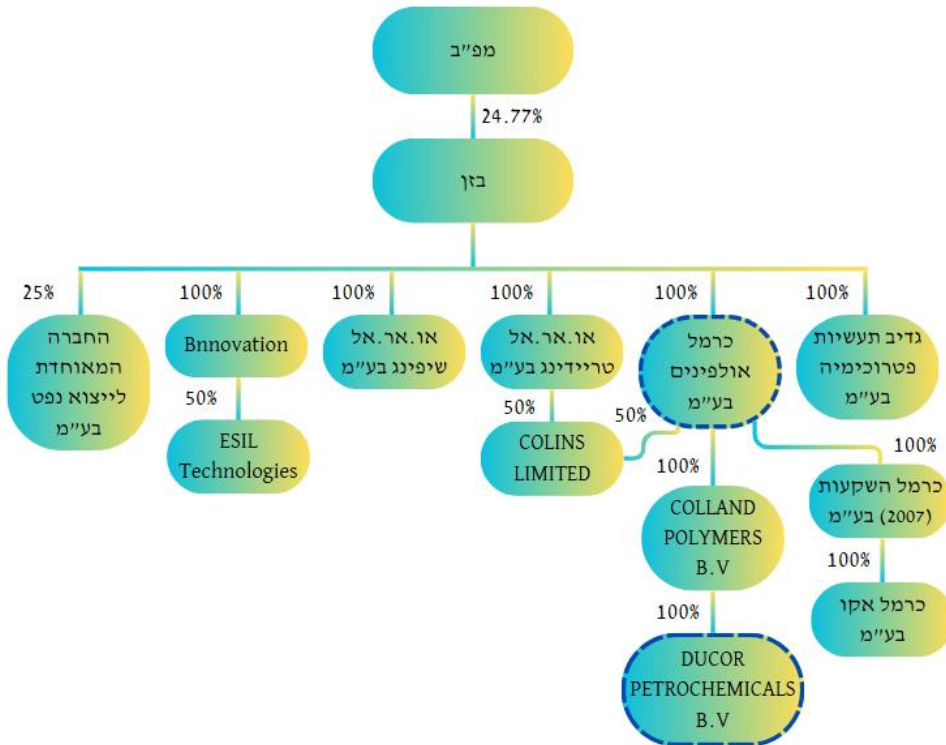
קבוצת בזן, באמצעות חברות הבת, פועלת כקבוצת תעשייה משולבת בתחומי הזיקוק והפטרוכימיה. הקבוצה עוסקת בייצור דלקים, חומרים ארומטיים וחומרי גלם לתעשיות הפלסטיק והכימיה.

מרבית מתקני הקבוצה ממוקמים בחיפה וכוללים חיבורים פיזיים ותפעוליים בין חברות הבת והאם. מבנה אינטגרטיבי זה מאפשר אופטימיזציה תפעולית, ניצול סינרגיות בתהליכי ייצור, שימוש הדדי בתוצרי לוואי, ותשומות משותפות כגון אנרגיה, גז טבעי, חשמל ושירותי מטה מרכזיים - לרבות כספים, מערכות מידע, משאבי אנוש, רכש, בטיחות, איכות סביבה ושירותים משפטיים.

מגזרי פעילות

- חברה שני תחומי פעילות המדווחים גם כמגזרי פעילות בדוחותיה הכספיים:
- תחום הזיקוק** - במסגרתו רוכשת בזן נפט גולמי וחומרי ביניים, ומזקקת אותם למוצרים מוגמרים כגון דלקים לתחבורה, סולר, נפטא ודלק סילוני, וכן למוצרים ארומטיים וחומרי ביניים. חלק מהמוצרים מיועדים לשוק המקומי וחלקם לייצוא.
- תחום הפולימרים** - תחום זה מנוהל באמצעות חברת הבת "כרמל אולפינים בע"מ" (כאו"ל) המייצרת פוליאטילן ופוליפרופילן - חומרי גלם עיקריים לתעשיית הפלסטיק. פעילות הקבוצה בתחום זה כוללת גם את דוקור, חברה בת הרשומה ופועלת בהולנד, וכן פעילות בתחום המחזור המכני באמצעות חברת "כרמל אקו בע"מ".
- בנוסף, מפעילה הקבוצה פעילות סחר הכוללת, בין היתר, חכירת מכליות ימיות להובלת מוצרי דלק.

מבנה האחזקות



רקע – מפרץ חיפה

החלטות ממשלה

- במרץ 2022 אישרה ממשלת ישראל החלטה עקרונית להפסקת פעילות המפעלים הפטרוכימיים במפרץ חיפה, בכפוף להתקיימות התנאים הנדרשים לכך.
- בספטמבר 2023, אישרה המועצה הארצית לתכנון ולבנייה את תוכנית המתאר הארצית (תמ"א 75) לפיתוח מפרץ חיפה, הכוללת שינוי ייעוד קרקעות ופינוי הדרגתי של התעשיות הפטרוכימיות מהאזור - לרבות פעילות חברות הקבוצה.
- בדצמבר 2023 אושרה תמ"א 75 גם על ידי ועדת שרים לענייני פנים.

תמ"א 75 – משק האנרגיה

- תמ"א 75 למשק האנרגיה נועדה לאפשר את היערכות מדינת ישראל להפסקת פעילות התעשייה הפטרוכימית במפרץ חיפה, תוך שמירה על רציפות תפקודית מלאה של משק האנרגיה. התוכנית מספקת מענה תכנוני כולל לטווח הקצר, הבינוני והארוך, עבור כלל תשתיות האנרגיה - לרבות טיפול במוצרי לוואי כמו נפט גולמי, תזקיקים, וגזים.
- במסגרת התוכנית, יוקצו ויתוכנו שטחים עבור מתקני ייבוא, ייצוא, אחסון, הולכה וניפוק של אנרגיה, תוך בחינת חלופות מחוץ לאזור מפרץ חיפה ושילובם עם מערכות קיימות. כמו כן, יוקצו רצועות תשתית להנחת צנרת וחיבורים נדרשים, ותיקבענה הוראות לקבלת היתרי בנייה לטווח הבינוני והארוך - כל זאת בהתאם להחלטת הממשלה ולמדיניות האנרגיה הלאומית.

השלכות על החברה

- התהליך מלווה בחוסר ודאות משמעותי - הן באשר לעיתוי היישום בפועל והן בנוגע להחלטות מחייבות שיתקבלו על ידי גורמים מוסמכים, אשר עלולות להוביל לסגירת פעילות הקבוצה או לצמצום נרחב שלה, ללא מתן פתרונות מלאים לסוגיות מהותיות כגון תשתיות חלופיות, רגולציה, מימון והיערכות טכנולוגית.
- מצב זה עשוי להשפיע לרעה על מגוון היבטים בפעילות הקבוצה, לרבות:
 - יכולתה להיערך מבעוד מועד להתאמות טכנולוגיות ורגולטוריות
 - מימוש תוכניות אסטרטגיות
 - קידום מהלכי גיוס ומחזור אשראי
 - שמירה על הון אנושי ואטרקטיביות תעסוקתית אשר עלולים להיפגע כבר מרגע קבלת ההחלטה, גם אם מועד הפינוי בפועל עוד רחוק.



מקור: אתר החברה.

רקע – כרמל אולפינים

כללי

- חברת כרמל אולפינים בע"מ (כאו"ל) היא חברה תעשייתית פטרוכימית בבעלות מלאה של קבוצת בזן, הפועלת בתחום ייצור חומרי גלם לתעשיית הפלסטיק.
- החברה הוקמה בשנת 1988 כחברה פרטית, ובשנת 2009 הועברה מלוא הבעלות עליה לידי בזן, אשר רכשה את יתרת 50% המניות שהיו מוחזקות על ידי "מפעלי פטרוכימיה בישראל". כיום, בזן מחזיקה ב-100% ממניות כאו"ל.
- כאו"ל מהווה את זרוע הפולימרים המרכזית של קבוצת בזן, וממוקמת בתוך מתחם בזן במפרץ חיפה. פעילותה כוללת ייצור, שיווק והפצה של פולימרים, בעיקר פוליפרופילן (PP) ופוליאטילן בצפיפות נמוכה (LDPE) המשמשים כחומרי גלם לתעשיית הפלסטיק על ענפיה - אריזה, מוצרי צריכה, בנייה, רכב, חקלאות ורפואה.
- כמו כן, כאו"ל מייצרת את חומרי הגלם הדרושים לייצור פולימרים (אתילן ופרופילן) באמצעות פיצוח של נפטא וחומרי ביניים נוספים, בתהליך אינטגרטיבי המתבצע בסינרגיה עם מערך הזיקוק של בזן.
- נוסף על הפעילות בישראל, כאו"ל מחזיקה בבעלות מלאה בחברת Ducor Petrochemicals B.V. (דוקור) הממוקמת בהולנד ומהווה זרוע בינלאומית לייצור ושיווק הפולימרים עבור השוק האירופי.
- בנוסף, מאז אוגוסט 2022, פועלת כאו"ל בתחום מחזור הפלסטיק באמצעות חברת הבת כרמל אקו בע"מ, שבבעלות מלאה של כאו"ל מספטמבר 2024. יובהר כי חברה זו לא נכללה במסגרת הבחינה לירידת הערך.

פעילות החברה בתחום הפולימרים

- כאו"ל היא יצרנית הפולימרים היחידה בישראל, המספקת חומרי גלם חיוניים לתעשיית הפלסטיק.
- החברה מייצרת ומשווקת סוגים מגוונים של פוליפרופילן (PP) ושל פוליאטילן בצפיפות נמוכה (LDPE) ומייצאת למדינות רבות ברחבי העולם.
- בנוסף, החברה מייצרת חומרי זינה מסוג אתילן ופרופילן, המשמשים כחומרי הגלם לייצור הפולימרים עצמם, תוך התאמת כמות הייצור לצורכי מתקני הפולימרים.

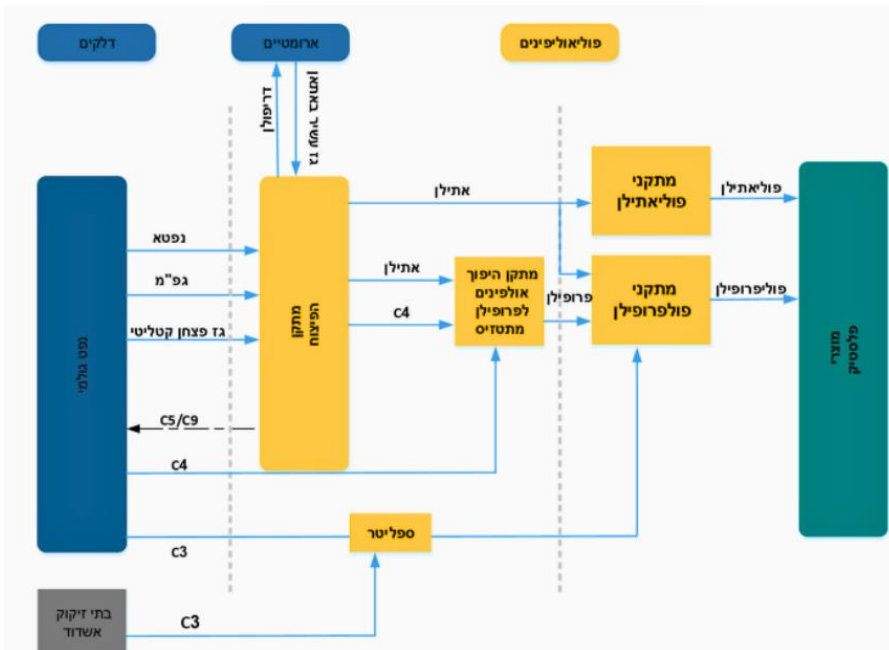
לקוחות

- לקוחותיה של כאו"ל הם בעיקר מפעלי פלסטיק, הרוכשים את מוצרי החברה כחומרי גלם לייצור מגוון מוצרים. לכאו"ל ודוקור בסיס לקוחות רחב הכולל כ-200 לקוחות בישראל ולמעלה מ-500 לקוחות בחו"ל, שרובם לקוחות קבועים וותיקים.
- בישראל, ההתקשרויות מבוצעות לרוב באמצעות הסכמי מסגרת שנתיים או עסקאות מזדמנות. הסכמי המסגרת כוללים הגדרת כמותות תקופתיות ונוסחה לחישוב מחירים, לצד הנחות לפי היקף הרכישה. עסקאות מזדמנות הן לרוב קצרות טווח, עם פרטי כמות ומחיר שאינם משתנים לאחר חתימתם.
- בחו"ל, המכירות מתבצעות לרוב במשא ומתן חופשי בהתאם לתנאי השוק, לעיתים במסגרת הסכמים שנתיים הכוללים הנחות וצמידות למחירי שוק בינלאומיים (ICIS) או למחירי חומרי גלם.

רקע – כרמל אולפינים

מערך הייצור

- מערך הייצור של כאו"ל מורכב משלוש קבוצות מתקנים מרכזיות:
 - מתקני מונומרים - הכוללים מתקן פיצוח נפטא ומתקן ה-OCU לייצור פרופילן.
 - מתקני פוליפרופילן.
 - מתקני פוליאתילן.
- תהליכי הייצור במתקני כאו"ל מתבצעים בתנאים תעשייתיים קיצוניים - טמפרטורות של 165-900 מעלות צלזיוס ולחצים של עד 1,500 אטמוספירות, תוך שימוש בקטליזטורים וחומרי תגובה כימיים.
- כלל מתקני החברה פועלים כתשלובת אינטגרטיבית אחת, המחוברת באמצעות מערכת צנרת תעשייתית, ומקבלת שירותים תפעוליים משותפים (חשמל, קיטור, מים, אחסון ועוד) ממתקני תשתית מרכזיים, לרבות גיבוי ממערך השירותים של בזן.
- למתקני הפוליאתילן כושר ייצור פוטנציאלי של כ-170 אלף טון בשנה, עם שיעור ניצול ממוצע של כ-90%.
- למתקני פוליפרופילן כושר ייצור פוטנציאלי של כ-450 אלף טון בשנה, עם ניצול ממוצע של כ-80%.
- שיעורי הניצול בפועל כפופים לזמינות חומרי הזינה אתילן ופרופילן.
- מתקני המונומרים מייצרים את חומרי הזינה בפרופורציות קבועות, ולכן יכולת הגמישות בתמהיל הייצור מוגבלת.
- הפסקת פעילות במתקן אחד עלולה להשפיע על כלל שרשרת הייצור, בשל קישור תפעולי הדוק בין היחידות - הפעלה רציפה חיונית לאיזון בין תפוקות, צריכה, ואחסון חומרי הגלם והתוצרים.
- מתקני החברה פועלים ברציפות, למעט הפסקות יזומות לתחזוקה תקופתית או בשל אירועים תפעוליים בלתי צפויים.

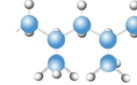


מקור: דוחות כספיים קבוצת בזן.

רקע – כרמל אולפינים

מו"פ בכאוו"ל

- כאוו"ל משקיעה משאבים ניכרים בפעילות מחקר ופיתוח במטרה להתאים את מוצריה הקיימים לצורכי הלקוחות, ולפתח מוצרים ייחודיים בעלי ערך מוסף גבוה, בדגש על תחומי התמחות וצמצום ההשפעה הסביבתית:



פיתוח מוצרים מבוססי פוליפרופילן (PP):

- התאמה לצרכים ייחודיים של תעשיות כמו תעשיית הרכב (עמידות, ביצועים גבוהים).
- פיתוח מוצרים שקופים ולא שברים ליישומים כגון קופסאות, מזוודות ואריזות חזקות.



פיתוח מוצרים מבוססי פוליאטילן (LDPE):

- יישומים חקלאיים כגון יריעות חממה גדולות וחומרים לזרימה גבוהה עבור הזרקה מדויקת.
- כאוו"ל פועלת להרחבת תחום הפולימרים בעלי טביעת פחמן מופחתת, בין היתר באמצעות פיתוח חומרים חדשניים המבוססים על אבקה שמקורה בפסולת חקלאית והשקעה בחברת סטארט-אפ ישראלית המפתחת ביופולימר מתכלה וניתן למחזור.

שיווק והפצה

- מערך השיווק וההפצה של כאוו"ל מבוסס על פעילות ישירה בישראל ופעילות באמצעות סוכנים ומפיצים בחו"ל. המכירות ללקוחות בישראל מבוצעות ישירות על ידי כאוו"ל, כאשר ההזמנות מתקבלות באופן ישיר מהמזמינים והאספקה מתבצעת ממחסני החברה במפרץ חיפה.
- המכירה המקומית מתבצעת בשיטת "שער מפעל" (Ex-Works) כלומר - האחריות לאספקה מוטלת על הלקוח, השולח משאיות לאיסוף המוצרים מהמחסן. בד"כ האספקה הינה מיידי.
- בחו"ל, המכירות מבוצעות על ידי כאוו"ל באמצעות סוכנים ומפיצים, וכן באמצעות דוקור, המשמשת כסוכן מכירות של כאוו"ל בהולנד ובמדינות סמוכות, במקביל לפעילות העצמאית כלפי לקוחות באותם שווקים. שיטת התגמול לסוכנים מבוססת על שיעור עמלה מקובל בענף.

*מקורות: הנהלת החברה ודוחות כספיים של החברה.

ייצוא

- ביום 3.5.2024 נודע לחברה כי הסחר בין טורקיה לישראל ייפסק באופן מיידי. החברה נערכה להשלכות והחלה לשווק ולייצא פולימרים שנמכרו לטורקיה בעבר לשווקים אחרים. בשנת 2024 מכירות הפולימרים לטורקיה ירדו באופן משמעותי לעומת שנה מקבילה וזאת חלף עלייה במכירות לשווקים אחרים. אין השפעה מהותית על התוצאות הכספיות של החברה בעקבות הפסקת הסחר כאמור.

סקירת שוק – תחרות

השוק הישראלי

- תחום הפולימרים שבו פועלת כאו"ל מתאפיין בתחרות גלובלית, אף על פי שבשיראל החברה נהנית מיתרון בולט בהיותה היצרנית היחידה של פוליפרופילן ופוליאטילן בצפיפות נמוכה.
- בשוק המקומי, המתחרים של כאו"ל הם יבואנים וסוכנים מקומיים המייבאים מוצרים מיצרנים בינלאומיים – בעיקר ממדינות אירופה, ארה"ב, המזרח הרחוק והמזרח התיכון – על בסיס מזדמן, ובהיעדר מכסים על יבוא.
- היתרון היחסי של כאו"ל בשוק הישראלי נובע מקרבתה הפיזית ללקוחות, זמינות מלאה של מלאי, יכולת לספק שירות טכני צמוד, מענה מהיר והתאמה אישית של מוצרים.
- חלקה של כאו"ל בשוק פוליפרופילן בישראל מוערך בכ-50%, כאשר המתחרים המרכזיים הם חברות בינלאומיות כגון LG, Braskem, Borouge, Sabic, Ineos ו-Reliance.
- בתחום הפוליאטילן לסוגיו, מוערך חלקה בכ-33%, עם מתחרים בולטים כמו Reliance, Formosa, HIP, Dow, Exxon, Braskem, Sabic.

השוק הבינלאומי

- בשוק הבינלאומי, לעומת זאת, פועלת כאו"ל מתוך עמדה תחרותית מאתגרת עקב מגבלות קיבולת ייצור, ריחוק גיאוגרפי משווקי היעד ועלויות לוגיסטיות.
- כדי להתמודד עם אתגרים אלה, החברה מפעילה מחסנים קדמיים באירופה ובמדינות יעד עיקריות וכן נעזרת בדוקור – חברת בת הפועלת מהולנד.

תחרות בשוק הפולימרים



נתחי שוק של כאו"ל בתעשיית הפולימרים בישראל

פוליפרופילן



פוליאטילן



סקירת שוק הפולימרים

סקירה כללית

- שוק הפולימרים העולמי מהווה תשתית מרכזית וקריטית לתעשיות רבות, כגון אריזות, רכב, אלקטרוניקה, רפואה ובנייה. פולימרים הם חומרים פלסטיים הנוצרים בתהליכים כימיים שונים, המחולקים לשלוש קבוצות עיקריות:
 - תרמו פלסטיים (Thermoplastics): ניתנים לעיבוד חוזר ומאפשרים מחזור, כאשר פוליאתילן (PE) פוליפרופילן (PP) הם הבולטים והמובילים ביותר בשוק.
 - תרמוסטיים (Thermosets): חומרים קשיחים לאחר התקשות, דוגמת אפוקסי ופוליאוריתן, המיועדים ליישומים הדורשים יציבות מבנית.
 - פולימרים מתקדמים: כוללים פולימרים מוליכים, פולימרים נוזליים מתמטים (LCP) ופולימרים חכמים, המשמשים בתחומים מתקדמים וטכנולוגיים.

פוליפרופילן

- פוליפרופילן הוא חומר תרמו פלסטי נפוץ בעל מגוון תכונות שמאפשרות שימושים תעשייתיים וצרכניים רחבים. הוא משמש לייצור מוצרים קשיחים ועמידים, כמו חלקי רכב ואריזות תעשייתיות, וכן למוצרים גמישים ושקופים יותר, כמו אריזות מזון, מוצרים רפואיים ופתרונות הדורשים שילוב בין חוזק, גמישות ושקיפות. פוליפרופילן מצטיין בעמידות למכות, יציבות תרמית ויכולת התאמה לצרכים מגוונים באמצעות שינוי במבנה הפולימרי.

פוליאתילן

- LDPE (Low-Density Polyethylene) - גמיש, שקוף, משמש בשקיות, סרטי עטיפה ומוצרי פלסטיק גמישים.
- HDPE (High-Density Polyethylene) - קשיח ועמיד, מתאים לבקבוקים, מכלים, צינורות ואריזות קשיחות.
- LLDPE (Linear-Low-Density Polyethylene) - משלב גמישות ועמידות לקרעים, בשימוש בסרטי עטיפה, כיסויים ואריזות דינמיות.

גודל שוק ותחזיות

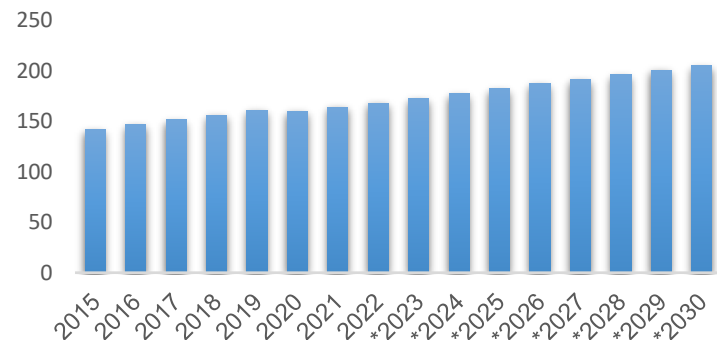
הגרף הבא מציג את שווי שוק הפוליפרופילן העולמי בשנים 2015 עד 2022, לצד תחזית לשנים 2023 עד 2030, במיליארדי דולר:



Source: "Polypropylene industry worldwide", Statista, 2025.

- בשנת 2022, שווי שוק הפוליפרופילן העולמי עמד על 120.94 מיליארד דולר. על פי התחזיות, שוק זה צפוי לצמוח בקצב גידול שנתי ממוצע של 3.5% בתקופה שבין 2023 ל-2030, ולהגיע לשווי של כ-159.87 מיליארד דולר.

- הגרף הבא מציג את שווי שוק הפוליאתילן העולמי בשנים 2015 עד 2022, לצד תחזית לשנים 2023 עד 2030, במיליארדי דולר:



Source: "Petrochemical industry worldwide", Statista, 2025.

- בשנת 2022, שווי השוק העולמי של פוליאתילן תרמופלסטי עמד על כ-168 מיליארד דולר. עד שנת 2030, צפוי שווי השוק הגלובלי של פוליאתילן לעלות לכמעט 205.29 מיליארד דולר.

KPMG International Limited, המורכב מפירמות חברות עצמאיות המסונפות ל-

*מקורות: הנהלת החברה ודוחות כספיים של החברה.

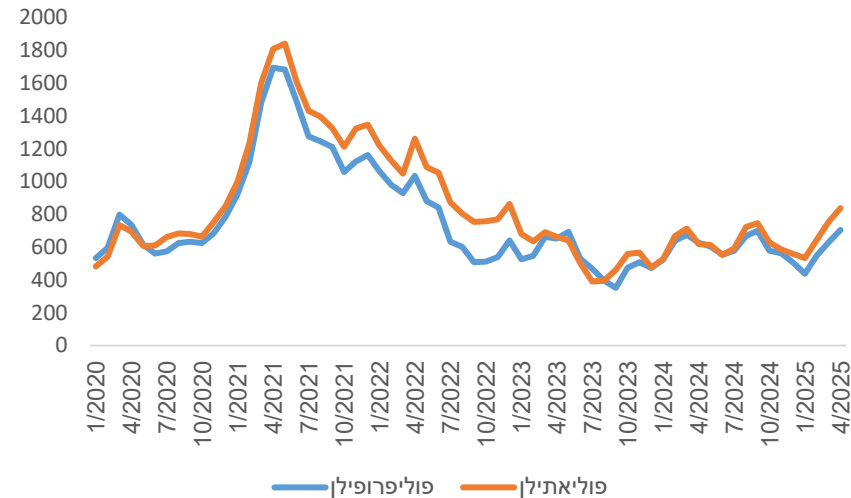
© 2025 סומך חייקין, שותפות רשומה בישראל ופירמה חברה בארגון הגלובלי של KPMG המורכב מפירמות חברות עצמאיות המסונפות ל- KPMG International Limited, חברה אנגלית פרטית מוגבלת באחריות. כל הזכויות שמורות.



סקירת שוק הפולימרים

מרווחים

- בגרף הבא ניתן לראות את ההפרש בין מחיר הפולימרים למחיר הנפטא (מוצג חודשי, דולר לטון):



מקור: נתונים שהתקבלו מהחברה.

- בשנים 2020–2024 חלו תנודות משמעותיות במרווח שבין מחירי הפולימרים (פוליפרופילן ופוליאתילן) לבין מחיר הנפטא, על רקע שינויים בשווקים הגלובליים, בתנאי ההיצע והביקוש, ובמחירי חומרי הגלם.
- 2020 - בתחילת השנה נרשמה ירידה במרווחים עקב עודף היצע עולמי ויבוא פוליפרופילן לאירופה. ברבעון הרביעי חל שיפור במרווחים בעקבות סגירת מתקנים בארה"ב (עונת ההוריקנים) ועלייה בביקוש לפוליאתילן, בעיקר מתעשיות ההיגיינה, הטקסטיל ואריזות המזון.
- 2021 - עלייה חדה במרווחים, על רקע קיטון משמעותי בהיצע הפולימרים כתוצאה מהשבתות ייצור (בשל מזג אוויר קיצוני בארה"ב) ושיבושים באספקת חומרי גלם מהמזרח, לצד עלייה במחירי הנפט והנפטא.

מקורות: הנהלת החברה ודוחות כספיים של החברה.

פרק	נושא	עמוד
2	רקע	5
3	ניתוח דוחות כספיים	15
4	מתודולוגיה	19
5	הערכת שווי השימוש	24
6	נספחים	31

ניתוח דוחות כספיים

להלן תמצית תוצאות החברה לשנים 2021-2024 ולמחצית הראשונה של שנת 2025 :

אלפי דולרים		2025	2024	2023	2022	2021	הערות
הכנסות		278,444	602,144	575,085	652,413	808,761	
שינוי %							
עלות המכירות		(279,551)	(584,701)	(581,109)	(607,616)	(532,151)	
מתוך ההכנסות %		-100%	-97%	-101%	-93%	-66%	
רווח (הפסד) גולמי		(1,107)	17,443	(6,024)	44,797	276,610	[1]
שיעור רווח		0%	3%	-1%	7%	34%	
הוצאות הנהלה וכלליות		(8,302)	(18,995)	(16,790)	(14,830)	(12,736)	
מתוך ההכנסות %		-3%	-3%	-3%	-2%	-2%	
הוצאות מכירה ושיווק		(10,952)	(23,369)	(26,432)	(26,350)	(23,771)	
מתוך ההכנסות %		-4%	-4%	-5%	-4%	-3%	
הוצאות אחרות		(2,394)	(4,503)	(2,043)	(5,513)	(8,077)	
מתוך ההכנסות %		-1%	-1%	0%	-1%	-1%	
רווח (הפסד) תפעולי		(22,755)	(29,424)	(51,289)	(1,896)	232,026	
שיעור רווח		-8%	-5%	-9%	0%	29%	
הכנסות (הוצאות) מימון		5,182	7,374	12,926	13,334	9,756	
מתוך ההכנסות %		2%	1%	2%	2%	1%	
רווחי אקוויטי		(9,695)	(13,627)	(13,725)	(12,756)	30,697	
רווח (הפסד) לפני מס		(27,268)	(35,677)	(52,088)	(1,318)	272,479	
שיעור רווח		-10%	-6%	-9%	0%	34%	
הוצאות מיסים		7,555	2,087	3,524	(8,079)	(38,338)	
מתוך ההכנסות %		3%	0%	1%	-1%	-5%	
רווח (הפסד) נקי		(19,713)	(33,590)	(48,564)	(9,397)	234,141	
שיעור רווח		-7%	-6%	-8%	-1%	29%	
EBITDA*		1,002	17,754	(7,321)	41,458	267,840	
שיעור EBITDA		0%	3%	-1%	6%	33%	

הערות

1. הכנסות ורווח גולמי - במהלך השנים 2021-2024 הציגה כאול תנודתיות ברווחיות, אשר תואמת את השינויים שחלו במרווחים שבין מחירי הפולימרים למחיר הנפטא. בשנת 2021 נהנתה החברה מרווחיות גבוהה במיוחד, על רקע עלייה חדה במרווחים שנבעה מהיצע מוגבל של פולימרים ושיבושים באספקת חומרי גלם. בשנת 2022 חלה ירידה חדה בשיעור הרווח, אשר נבעה מקיטון במרווחים בשל ירידה בביקושים לצד עליית מחירי הנפטא. מגמה שלילית זו נמשכה בשנת 2023, על רקע המשך שחיקה במרווחים כתוצאה מהאטה בביקושים, התאוששות איטית בסין והרחבת ההיצע הגלובלי. בשנת 2024 חלה התאוששות מסוימת, לאור שיפור מתון במרווחים שנבע בעיקר מעלייה במחירי הפולימרים בשל עלויות הובלה גאות ומחסור באוניות. לפירוט נוסף אודות המרווחים ההיסטוריים, ראו פרק הרקע.

להלן תמצית מאזני החברה ליום 31 בדצמבר בשנים 2021-2024 וליום 30 ליוני, 2025 :

אלפי דולרים	2021	2022	2023	2024	30.06.2025	הערות
נכסים שוטפים						
מזומנים ושווי מזומנים	243,089	141,300	221,976	212,338	121,420	
לקוחות	169,726	103,810	114,493	159,873	144,746	
חייבים ויתרות חובה	58,433	102,149	5,440	3,083	1,439	[1]
מלאי	130,820	92,134	60,498	75,395	56,341	[2]
נגזרים	206	12,430	3,727	4,140	-	
סה"כ נכסים שוטפים	602,274	451,823	406,134	454,829	323,946	
נכסים בלתי שוטפים						
הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך	19,694	10,233	(3,277)	(6,498)	(14,179)	
רכוש קבוע	511,707	552,777	524,776	496,204	479,351	
הלוואות לזמן ארוך - בין חברתיות	153,896	50,786	52,669	49,570	55,855	
נכסים בלתי מוחשיים	1,114	169	155	102	82	
נכסי זכות שימוש	-	-	763	754	749	
סה"כ נכסים בלתי שוטפים	686,411	613,965	575,086	540,132	521,858	
סה"כ נכסים	1,288,685	1,065,788	981,220	994,961	845,804	
התחייבויות לזמן קצר						
ספקים ונותני שירותים	69,688	50,521	35,891	53,424	38,068	
זכאים ויתרות זכות	44,584	26,021	17,416	57,113	45,434	
הפרשות	235	5,135	5,080	99	45	
נגזרים	11,610	1,085	882	179	3,017	
סה"כ התחייבויות לזמן קצר	126,117	82,762	59,269	110,815	86,564	
התחייבויות לזמן ארוך						
התחייבויות מסים נדחים	56,558	71,436	67,700	62,808	58,585	
הטבות לעובדים	24,919	18,261	17,847	18,015	21,089	
התחייבויות לזמן ארוך	81,477	89,697	85,547	80,823	79,674	
סה"כ התחייבויות	207,594	172,459	144,816	191,638	166,238	
הון עצמי	1,081,091	893,329	836,404	803,323	679,566	
התחייבויות + הון	1,288,685	1,065,788	981,220	994,961	845,804	

הערות

- חייבים** – הקיטון בסעיף בשנת 2023 נובע מהחזר הלוואה בין-חברתית קצרת טווח של 100 מיליון דולר שנפרעה באותה שנה.
- מלאי** - ברבעון הראשון של 2022 נערך טיפול תקופתי במתקני כאו"ל. כחלק מההערכות, הפנתה כאו"ל חלק מכמויות הייצור שלה בחציון השני של 2021, בעיקר ברבעון הרביעי, לבניית מלאי פולימרים שיימכר במהלך תקופת הדממת המתקנים.
- זכאים** - התנודתיות בסעיף נובעת מהעברות בין-חברתיות בתוך קבוצת בזן, בעיקר לצרכים תפעוליים.

מקור : נתונים פיננסיים שהתקבלו מהחברה

פרק	נושא	עמוד
2	רקע	5
3	ניתוח דוחות כספיים	15
4	מתודולוגיה	19
5	הערכת שווי השימוש	24
6	נספחים	31

מתודולוגיה

סקירת תהליך בחינת ירידת ערך על פי תקן חשבונאות בינלאומי – IAS 36

תקן חשבונאות בינלאומי IAS 36

- מדידה והורדת ערכו של המוניטין תבוצע בהתאם להוראות IAS 36 (להלן: "התקן") ו/או "תקן 36". התקן קובע כלהלן:

"בחינה לירידת ערך של יחידה מניבה-מזומנים, אליה הוקצה מוניטין, תבוצע אחת לשנה, ובכל עת שישנו סימן כלשהו לירידת ערך של היחידה, על ידי השוואת ערכה בספרים של היחידה, כולל מוניטין, לסכום בר-ההשבה שלה. אם הסכום בר-ההשבה של היחידה עולה על הערך בספרים של היחידה, היחידה והמוניטין שהוקצה ליחידה יחשבו כבלתי פגומים בערכם. אם הערך בספרים של היחידה עולה על הסכום בר-ההשבה של היחידה, הישות תכיר בהפסד מירידת ערך בהתאם לסעיף 104."

- סעיף 6 לתקן מגדיר סכום בר השבה של נכס או של יחידה מניבת מזומנים כסכום הגבוה מבין השווי ההוגן שלו בניכוי עלויות מימוש לבין שווי השימוש בו.

- IAS 36 לא דורש לבחון הן את השווי ההוגן בניכוי עלויות מימוש והן את שווי השימוש. במידה שאחד מהני"ל גבוה מהיתרה בספרים, לא חלה ירידה בערך הנכס ואין צורך לאמוד את הסכום האחר. לפי סעיף 104 לתקן:

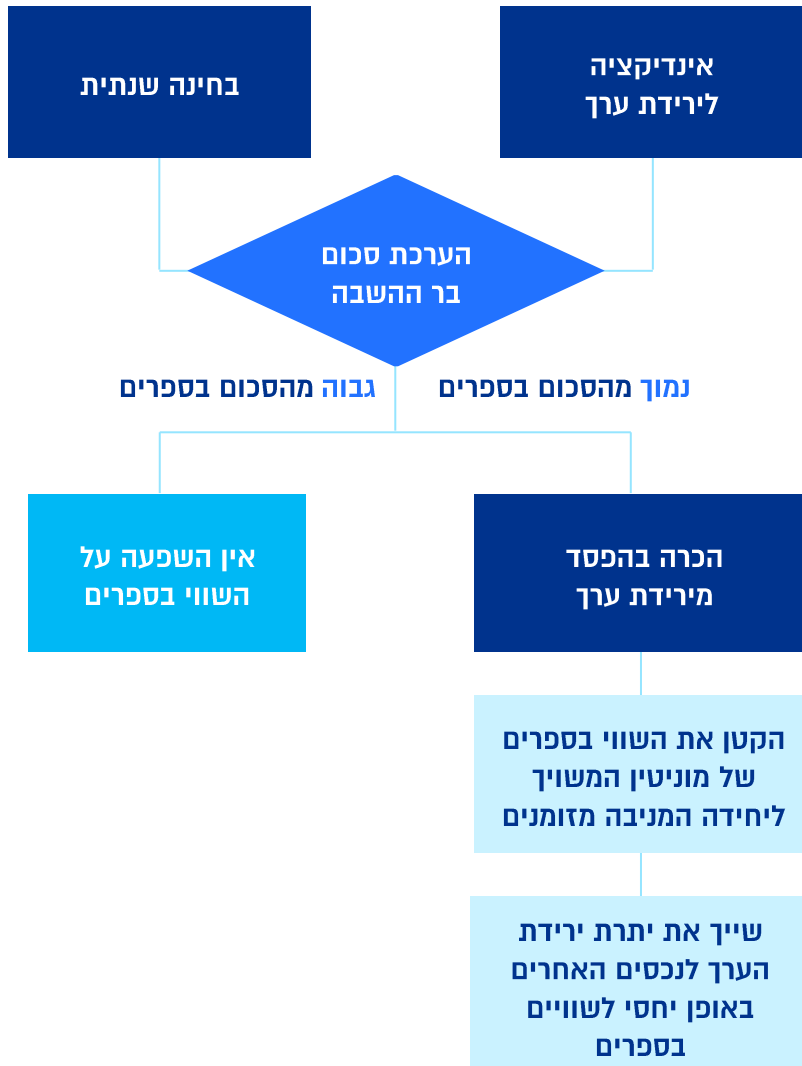
"יש להכיר בהפסד מירידת ערך של יחידה מניבה-מזומנים (הקבוצה הקטנה ביותר של יחידות מניבות-מזומנים שאליה הוקצה מוניטין או נכס מטה החברה) אם, ורק אם, הסכום בר-ההשבה של היחידה (קבוצת היחידות) נמוך מהערך בספרים של היחידה (קבוצת היחידות)."

- עוד קובע התקן כי הפסד מירידת ערך יוכר באופן מיידי בדוח רווח והפסד. ירידת הערך תשוך לנכסים באופן הבא:

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

- כמו כן, לצורך הקצאת ההפסד מירידת ערך כמפורט לעיל, ישות לא תקטין את הערך בספרים של נכס מתחת לגבוה מבין:

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



סקירת תהליך בחינת ירידת ערך על פי תקן חשבוונאות בינלאומי – IAS 36

הנחיות חשבוונאיות רלוונטיות

- כאמור לעיל, התקן מגדיר סכום בר השבה של נכס או של יחידה מניבת מזומנים, כגובה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה לבין שווי השימוש בו. **במסגרת עבודתנו התייחסנו לגישת שווי השימוש בלבד ולא בחנו את השווי ההוגן בניכוי עלויות המכירה של כאו"ל.**

מבנה יחידה מניבת מזומנים של כאו"ל

- על פי מידע שנמסר לנו על ידי הנהלת הלקוח, כאו"ל במאוחד מהווה יחידה מניבת מזומנים אחת נכון למועד הבחינה.
- גובה היתרה הפנקסנית של כאו"ל, כפי שהתקבלה מהנהלת הלקוח הינה כ- **646,460 אלפי דולר**. יובהר, כי לא ביצענו בחינה עצמאית לסכום זה.

גישת ההכנסות - היוון תזרים מזומנים – DCF (Discounted Cash Flow)

- השווי בשיטה זו מבוסס על שיטת היוון תזרימי מזומנים עתידיים (DCF), לפיה שווי החברה או הנכס נקבע על פי היוון תזרימי המזומנים הצפויים. בשיטה זו נדרשת תחזית תזרימי מזומנים לתקופה של מספר שנים, על סמך ניתוח רכיבי ההכנסות וההוצאות, והערכת שווי הפעילות הנמשכת לאחר תום תקופת התחזית שנערכה. בנוסף, השיטה מחייבת קביעת שיעורי היוון המתאימים לסוג החברה ולרמת הסיכון הגלומה בה.
- ההערכה כוללת שני שלבים:
- עריכת תחזית תזרימי המזומנים (גובה התזרים ופריסתו של פני השנים).
- ניכיון התזרים בשיעור המתאים בהתחשב בשיעור הריבית המקובל לרמת הסיכון העומדת בפני המשקיע.

שיעור ההיוון

- בכדי לקבוע את שווי הפעילויות על פי מודל היוון תזרימי המזומנים יש לקבוע את שיעור ההיוון המתאים לניכיון תזרימי המזומנים. שיעור ההיוון מהווה את הבסיס להיוון תזרימי המזומנים העתידיים והבאתם לערכים נוכחיים.
- מחיר ההון העצמי - אחת הדרכים המקובלות לקביעת עלות ההון העצמי היא מודל השוק – CAPM (Capital Asset Pricing Model). מודל זה מחשב את מחיר ההון בהתבסס על שיעור התשואה הנדרש על מקורות ההון חסרי הסיכון בשוק, בתוספת פרמיה הנדרשת בגין סיכון החברה וסיכוני השוק. סיכון השוק מוגדר כתוספת המתבקשת על ידי משקיעים מעל לשיעור הריבית חסרת הסיכון בשוק. ההתאמה לסיכוני החברה נעשית על ידי הכפלת פרמיית הסיכון של השוק בשיעור הסיכון השיטתי של החברה. הסיכון השיטתי מייצג את גמישות השינוי במניית החברה בהשוואה לשינוי בכל המניות בשוק (β). מחיר ההון על פי מודל ה-CAPM מחושב כדלקמן:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + Rs$$

כאשר:

Ke – מחיר ההון העצמי.

Rf – תשואת ריבית חסרת סיכון.

β – שיעור סיכון. "הסיכון השיטתי" אותו לא ניתן לבטל על ידי פיזור תיק ההשקעות.

Rm – תשואת תיק השוק. התשואה הנדרשת על ידי המשקיעים בשוק המניות.

$(Rm - Rf)$ – פרמיית הסיכון של שוק המניות. פרמיית הסיכון הנדרשת בידי משקיעים מעל לריבית חסרת הסיכון.

Rs – פרמיית הסיכון לגודל, וכן פרמיות ספציפיות נוספות (ככל שרלוונטי).

- מחיר ההון הזר - עלות גיוס ההון הזר שהחברה משלמת בגין חובותיה ארוכי הטווח החיצוניים. עלות המימון מוכרת לצרכי מס, על כן העלות נטו היא לאחר המס השולי שהחברה משלמת.

$$Kd_{net} = (Kd) * (1 - Tc)$$

Kd – מחיר החוב לפני מס.

Tc – שיעור מס החברות הסטטוטורי.

אמדנו את שיעור ההיוון הדולרי ריאלי (לאחר מס) של כאו"ל ב-8.5%. שיעור זה נתמך גם בחישוב המוצג בנספח ב'.

שיעור ההיוון הדולרי ריאלי (לפני מס) של כאו"ל נאמד ב-9.88%.

פרק	נושא	עמוד
2	רקע	5
3	ניתוח דוחות כספיים	15
4	מתודולוגיה	19
5	הערכת שווי השימוש	24
6	נספחים	31

הערכת שווי שימוש

הערכת השווי

תמצית הערכת השווי

בסיס הערכת השווי

- הערכת השווי בוצעה ליום 30 ביוני, 2025 ומתבססת על מידע ונתונים הידועים לתאריך זה. כמו כן, הערכת השווי מסתמכת על נתונים כספיים לשנים 2021 ועד המחצית הראשונה של שנת 2025, אשר התקבלו מהנהלת החברה, וכן על תחזית רב שנתית שהוכנה על ידי הנהלת החברה לצורך הערכת השווי.

מתודולוגיית הערכת השווי

- הערכת השווי של החברה בוצעה על פי גישת הוון תזרימי מזומנים (DCF). תחזית תזרימי המזומנים הינה דולרית ריאלית ונבנתה לתקופה של חמש וחצי שנים (מהמחצית השנייה של שנת 2025 עד 2030) ושנה טרמינלית.
- לפירוט מלוא הנחות העבודה, ראה המשך פרק זה.

סיכום שווי וניתוחי רגישות

- להלן טבלה המסכמת את שווי פעילות כרמל אולפניים בע"מ ליום 30 ביוני 2025 (באלפי דולר):

אלפי דולר	30.06.2025
סך תזרים מהוון	721,302
התאמות הון חוזר	2,752
שווי פעילות	724,054
ערך פנקסני	646,460
ירידת ערך	-

- להלן ניתוח רגישות לשווי פעילות של כאו"ל, ביחס לשיעור השינוי בכמות המכירות בשנה הטרמינלית וביחס לשיעור ההוון (באלפי דולר):

שיעור הוון					
9.5%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	
560,608	599,072	642,186	690,825	746,095	-5.0%
595,591	636,853	683,120	735,333	794,685	-2.5%
630,574	674,634	724,054	779,842	843,275	0.0%
665,557	712,416	764,988	824,350	891,865	2.5%
700,540	750,197	805,922	868,859	940,456	5.0%

שיעור השינוי בכמות המכירות בשנה טרמינלית

- להלן ניתוח רגישות לשווי פעילות של כאו"ל, ביחס לשינוי במרווח המשוקלל של הפולימרים, מעל הנפטא, נטו (\$ לטון) בשנה הטרמינלית וביחס לשיעור ההוון (באלפי דולר):

שיעור הוון					
9.5%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	
546,270	583,587	625,409	672,583	726,180	-30.00
588,422	629,111	674,732	726,212	784,728	-15.00
630,574	674,634	724,054	779,842	843,275	-
672,726	720,158	773,376	833,471	901,823	15.00
714,878	765,682	822,699	887,101	960,370	30.00

שינוי במרווח הפולימרים המשוקלל מעל הנפטא, נטו (\$ לטון) בשנה הטרמינלית

הערכת השווי

הנחות הבסיס לתחזית תזרימי המזומנים

תחזית מרווחים והכנסות

להלן תחזית המרווחים וכמות המכירות של כאו"ל מהמחצית השנייה של שנת 2025 ועד 2030 ולשנה טרמינלית:

30.06-31.12						
טרמינלית	2030	2029	2028	2027	2026	2025
מרווחים ותחזיות						
מרווח פוליפרופילן/נפטא (\$ לטון)	810	810	810	785	651	599
כמות מכירות פ"פ (אלפי טון)	351	360	360	315	360	163
מרווח פוליאתיילן/נפטא (\$ לטון)	869	869	869	634	663	600
כמות מכירות פ"א (אלפי טון)	149	153	153	134	153	66
מרווח פולימרים משוקלל	828	828	828	740	654	592
כמות כוללת (אלפי טון)	500	513	513	450	513	229

- מרווחים ומחירי מכירה** - תחזית המרווחים מבוססת על תחזיות CMA למחירי המכירה של פוליפרופילן ופוליאתיילן בניכוי מחיר הנפטא, תוך ביצוע התאמות המשקפות את מאפייני פעילות החברה. התחזיות מצביעות על עלייה הדרגתית במרווחים עד לשנת 2030, אשר צפויה לתרום לשיפור הרווחיות ולהגדלת ההכנסות.
- כמויות הייצור** - תחזיות כמויות הייצור התבססה על תחזית החברה, הלוקחת בחשבון את כמות הייצור המתוכננת ביחס לכושר הייצור המקסימלי של מתקני החברה, בין היתר, בהתחשב במחזוריות הטיפוליים התקופתיים הצפויים. מתקני הפוליאתיילן של החברה מסוגלים לייצר עד כ-170,000 טון בשנה, כאשר שיעור הניצולת האפקטיבי עומד על כ-90%. מתקני הפוליפרופילן, בעלי כושר ייצור של כ-450,000 טון בשנה, פועלים בשיעור ניצולת אפקטיבי של כ-80%. בשנים 2025, 2028 ובשנה הטרמינלית צפויה ירידה זמנית בכמויות הייצור, וזאת עקב השבתת מתקנים. בשנת 2025 הירידה נובעת מהשלכות המלחמה, בשנת 2028 מדובר בטיפול תקופתי מתוכנן, ואילו בשנה הטרמינלית הירידה משקפת ממוצע רב-שנתי הכולל גם שנת טיפול. הונחה צמיחה של 0% בשנה הטרמינלית.

- להלן תחזית ההכנסות של כאו"ל מהמחצית השנייה של שנת 2025 ועד 2030 ולשנה טרמינלית:

30.06-31.12						
טרמינלית	2030	2029	2028	2027	2026	2025
אלפי דולר						
סה"כ מכירות בישראל	372,375	372,375	308,809	318,504	300,550	121,160
% שינוי	0.0%	0.0%	-20.6%	-3.0%	6.0%	13.0%
סה"כ מכירות מחוץ לישראל	360,434	360,434	294,144	303,826	285,515	130,743
% שינוי	0.0%	0.0%	-22.5%	-3.2%	6.4%	12.4%
הכנסות אחרות	1,199	1,199	1,199	1,199	1,199	3,933
% שינוי	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-73.5%	0%
סה"כ מכירות	713,406	734,008	604,152	623,529	587,264	255,836
% שינוי	-2.8%	0.0%	21.5%	-3.1%	6.2%	9.9%

- כאמור, מכירות החברה כוללות מכירת פוליפרופילן ופוליאתיילן ללקוחות בשוק המקומי ובייצוא. המכירות בשוק המקומי מבוססות על הסכמי מסגרת עם לקוחות החברה, הכוללים לעיתים התחייבות לכמויות מכירה שנתיות או תקופתיות, וכן נוסחה לחישוב מחיר המכירה בהתאם לתנאי השוק. לעומת זאת, מכירות החברה לשווקים מחוץ לישראל מתבצעות בהתאם לתנאי השוק.
- הכנסות אחרות** – כוללות בעיקר מכירת חומרים ותוצרי לוואי הנוצרים במהלך תהליך הייצור ונמכרים חזרה לבז"ן.

הערכת השווי

הנחות הבסיס לתחזית תזרימי המזומנים

הוצאות תפעוליות ו-EBITDA

להלן תחזית ההוצאות התפעוליות וה-EBITDA של כאו"ל מהמחצית השנייה של שנת 2025 ועד 2030 ולשנה טרמינלית:

30.06-31.12						
טרמינלית	2030	2029	2028	2027	2026	2025
הוצאות משתנות (חו"ג)	(324,577)	(334,956)	(331,025)	(290,201)	(309,593)	(302,460)
הוצאות משתנות אחרות	(139,695)	(140,379)	(140,379)	(127,643)	(138,613)	(137,457)
הוצאות קבועות	(122,445)	(125,468)	(126,229)	(112,670)	(126,878)	(125,343)
סך ההוצאות	(586,717)	(600,802)	(597,632)	(530,514)	(575,084)	(565,260)
% מההכנסות	-82.2%	-81.9%	-81.4%	-87.8%	-92.2%	-96.3%
EBITDA	126,689	133,206	136,376	73,638	48,445	22,004
שיעור EBITDA	17.8%	18.1%	18.6%	12.2%	7.8%	3.7%

- הוצאות משתנות חומרי גלם - אלו כוללות את כלל חומרי הגלם המשמשים את החברה בתהליך הייצור. מדובר בהוצאה המרכזית במערך הייצור, והיא משתנה בהתאם להיקפי הפעילות והתפוקה.
- הוצאות משתנות אחרות - כוללות רכיבי תפעול נוספים אשר משתנים בהתאם לרמות הייצור, בהם צריכת גז טבעי, אנרגיה המשמשת להפעלת מתקני הייצור, מים, חשמל, כימיקלים נלווים, וכן הוצאות אריזה.
- הוצאות קבועות - הוצאות אלו אינן תלויות ישירות בהיקפי הייצור וכוללות שכר עובדים, הוצאות מחקר, פיתוח ושיווק, הוצאות הנהלה וכלליות וכן הוצאות על יחסי ציבור.

השקעות הוניות (CAPEX) ופחת

להלן פירוט ההשקעות ההוניות של כאו"ל לשנות התחזית:

טרמינלית	2030	2029	2028	2027	2026	2025	השקעות הוניות
CAPEX	33,558	17,078	41,871	61,316	37,357	26,624	15,161
% מההכנסות	4.7%	2.3%	5.7%	10.1%	6.0%	4.5%	2.8%
פחת	33,558	13,740	13,150	82,193	16,340	14,771	5,674

- תחזית ההשקעות ההוניות של כאו"ל לשנים 2025-2030 כוללת השקעות במכונות וציוד, לצד שיפוצים תקופתיים נרחבים. בשנת 2028 צפוי טיפול תקופתי מקיף במתקני הייצור, וההכנות אליו יחלו כבר בשנת 2027, מה שמסביר את העלייה החדה בהשקעות בשנים אלו. לאחר שנת 2028, היקף ההשקעות צפוי לרדת לרמות שגרתיות, בהתאם לצרכים של החברה.
- בשנת 2028 נרשם פחת גבוה באופן חריג, על רקע טיפול תחזוקתי תקופתי שבוצע במהלך השנה ומופחת במלואו בשנת הטיפול.
- בשנה הטרמינלית הונח כי היקף ההשקעות ההוניות יהיה שווה להיקף פחת, וזאת על מנת לשקף תחזית של שמירה על הקיים ללא צמיחה נוספת.

הערכת השווי

הנחות הבסיס לתחזית תזרימי המזומנים

שינויים בהון חוזר נטו

- תחזית ההון החוזר של כאו"ל מבוססת על ממוצעים היסטוריים של ימי פעילות, כפי שנצפו בדוחות החברה: 79 ימי לקוחות, 65 ימי מלאי ו-44 ימי ספקים.
- בנוסף, נלקח בחשבון רכיב הון חוזר אחר, המוערך בשיעור של כ-3% (מינוס) מההכנסות. הנחות אלו משקפות את מבנה הפעילות השוטפת של החברה ואת מדיניות האשראי שלה מול לקוחות וספקים.
- השינוי בהון החוזר בשנה הטרמינלית משקף את ההתייחסות הצפויה בטווח הארוך, בהתאם לשיעור צמיחה טרמינלי של 0%. לכן, לא נצפה שינוי נוסף בהון החוזר באותה שנה. עם זאת, בוצעה התאמת הוון חד פעמית בגין הפער בין רמת ההון החוזר בשנת התחזית האחרונה לבין רמתו הנורמטיבית בטווח הארוך.

שיעור הוון

- שיעור ההוון הריאלי דולרי שהונח לצורכי העבודה הוא כ-8.5% (לאחר מס). לפירוט אודות להנחות שנלקחו בגין שיעור ההוון ראו פירוט בנספח ב'.
- שיעור ההוון הריאלי שהונח לצורכי העבודה הוא כ-9.88% (לפני מס).

שיעור מס

- שיעור מס החברות שיושם בעבודה הינו 16% בהתאם להנחות שסופקו על ידי החברה.

מפרץ חיפה

- הממשלה מקדמת תוכנית אסטרטגית לפיתוח מפרץ חיפה, הכוללת בין היתר את הפסקת פעילותה של כאו"ל. במסגרת הערכת השווי, הונח כי ככל שתוכנית זו תצא לפועל, החברה תקבל פיצוי מלא מהמדינה בגובה שווי הפעילות באותו מועד, כך שהתוצאה הכלכלית עבור החברה תהיה שקולה. בהתאם לכך, ההנחה שנלקחה בתחזית היא שהתוכנית לא תצא לפועל, ומבלי שהדבר ישפיע על שווי החברה. יובהר כי KPMG לא בחנה נושא זה.

מבצע "עם כלביא"

- כתוצאה מהתקפות טילים בחודש יוני 2025, נפגעה באופן משמעותי תחנת הכוח האחראית על חלק מייצור הקיטור והחשמל המשמשים את מתקני קבוצת בזן, לצד פגיעות נוספות וכן נפגעו באופן נקודתי קווי צנרת והולכה בין מתקנים במתחם בזן. בהקשר זה נחדד כי מתקני כאו"ל לא ספגו פגיעות ישירות. בעקבות הפגיעה בתחנת הכוח כאמור, כלל מתקני בית הזיקוק והחברות הבנות במתחם בזן, וביניהן מתקני כאו"ל, הודממו.
- חברות הקבוצה גישו תוכנית עבודה סדורה והחלו ביישומה להשבה הדרגתית של כלל פעילות מתקני הקבוצה, אשר תסתיים עם השלמת מתקני קיטור שיאפשרו חזרה לפעילות ייצור מלאה של מתקני הקבוצה. בהתאם לתוכנית האמורה, השלמת כל מתקני הקיטור הנדרשים להפעלה מלאה מתוכננת להסתיים במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2025.
- לחברות הקבוצה ביטוח כנגד נזק עקיף (אובדן רווחים) מפעולות טרור ומלחמה, בהיקף כיסוי של עד 250 מיליון דולר לתקופת שיפוי של עד 30 חודשים ובהשתתפות עצמית של 30 ימים.
- במסגרת התחזיות ששימשו להערכת השווי, נלקחה הנחה ביחס למועד החזרה לפעילות של מתקני כאו"ל לפי תוכנית העבודה, ובהתאם לתחזית כוללת תקבולי ביטוח בין אובדן הרווחים ממועד סיום תקופת ההשתתפות העצמית.
- לדברי הנהלת החברה, דחייה בקבלת התקבולים כאמור ו/או דחייה בחודשים בודדים במועד הפעלת מתקני כאו"ל לא תגרום לשינוי מהותי בחישוב שווי השימוש בעבודה זו.

שער חליפין

- שערי החליפין ששימשו לעבודה זו מבוססים על תחזית מיום 30.6.25.

הערכת השווי

מודל היוון תזרימי מזומנים עתידיים - DCF

אלפי דולר	30.06.2025
סך תזרים מהוון	721,213
התאמות הון חוזר	2,753
שווי פעילות	723,966
ערך פנקסני	646,460
ירידת ערך	-

אלפי דולר	30.06-31.12						טרמינלית
2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030	
סה"כ מכירות בישראל	121,160	300,550	318,504	308,809	372,375	372,375	372,375
% שינוי	13.0%	6.0%	-3.0%	20.6%	0.0%	0.0%	
סה"כ מכירות מחוץ לישראל	130,743	285,515	303,826	294,144	360,434	360,434	360,434
% שינוי	12.4%	6.4%	-3.2%	22.5%	0.0%	0.0%	
הכנסות אחרות	3,933	1,199	1,199	1,199	1,199	1,199	1,199
% שינוי	-73.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
סה"כ מכירות	255,836	587,264	623,529	604,152	734,008	734,008	713,406
% שינוי	N/R	9.9%	6.2%	-3.1%	21.5%	0.0%	-2.8%
הוצאות משתנות (חו"ג)	(120,736)	(302,460)	(309,593)	(290,201)	(334,956)	(331,025)	(324,577)
הוצאות משתנות אחרות	(65,486)	(137,457)	(138,613)	(127,643)	(140,379)	(140,379)	(139,695)
הוצאות קבועות	(65,532)	(125,343)	(126,878)	(112,670)	(126,229)	(126,229)	(122,445)
EBITDA	4,082	22,004	48,445	73,638	136,376	133,206	126,689
שיעור EBITDA	1.6%	3.7%	7.8%	12.2%	18.6%	18.1%	17.8%
הוצאות פחת*	(5,674)	(14,771)	(16,340)	(82,193)	(13,150)	(13,740)	(33,558)
תזרים מזומנים תפעולי לפני מס	(1,593)	7,233	32,105	(8,556)	123,226	119,466	93,131
% מתוך ההכנסות	-0.6%	1.2%	5.1%	-1.4%	16.8%	16.3%	13.1%
תשלומי מס	-	(902)	(5,137)	-	(18,347)	(19,115)	(14,901)
שיעור מס	0.0%	-12.5%	-16.0%	0.0%	-14.9%	-16.0%	-16.0%
תזרים מזומנים תפעולי לאחר מס	(1,593)	6,331	26,968	(8,556)	104,879	100,352	78,230
התאמות							
פחת והפחתות*	5,674	14,771	16,340	82,193	13,150	13,740	33,558
השקעות הוניות	(15,161)	(26,624)	(37,357)	(61,316)	(41,871)	(17,078)	(33,558)
שינויים בהון חוזר תפעולי	30,973	(19,110)	(7,243)	5,408	(27,350)	(233)	-
סה"כ התאמות	21,487	(30,963)	(28,259)	26,286	(56,071)	(3,572)	-
תזרים מזומנים לפני היוון	19,894	(24,633)	(1,291)	17,730	48,808	96,780	78,230
תקופה להיוון	0.3	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	
פקטור להיוון	0.98	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	7.82
תזרים מהוון	19,492	(22,703)	(1,097)	13,881	35,218	64,363	612,075

* פחת לצורכי מס

פרק	נושא	עמוד
2	רקע	5
3	ניתוח דוחות כספיים	15
4	מתודולוגיה	19
5	הערכת שווי השימוש	24
6	נספחים	31

נספחים

נתונים שהתקבלו מההנהלה

רשימת נתונים שהתקבלו מהלקוח

1. דוחות כספיים מבוקרים ונתוני הנהלה של כאו"ל לשנים 2021-2024 ולמחצית השנייה של 2025.
2. תחזית תזרימי מזומנים למחצית השנייה של שנת 2025 ולשנים 2026 - 2030 ולשנה מייצגת.
3. יתרת הערך בספרים המיוחס ל-כאו"ל למועד הערכת השווי.
4. שיחות והתכתבויות עם הנהלת החברה.

Guideline Company	Country	Observed Beta (1)	Debt Equity	Debt TIC	Tax Rate	Unlevered Beta	Re-Levered Beta
LyondellBasell Industries N.V.	United States	0.85	58.3%	36.8%	17.5%	0.57	0.57
Reliance Industries Limited	India	0.95	7.0%	6.5%	18.7%	0.90	1.77
LG Chem, Ltd.	South Korea	1.19	67.2%	40.2%	26.0%	0.79	1.55
Dow Inc.	United States	0.87	110.0%	52.4%	26.9%	0.48	0.94
Lotte Chemical Titan Holding Berhad	Malaysia	1.52	213.0%	68.1%	23.2%	0.58	1.32
Rongsheng Petrochemical Co., Ltd.	China	1.55	158.0%	61.2%	22.1%	0.70	1.60
Celanese Corporation	United States	1.21	208.9%	67.6%	12.8%	0.43	0.99
Westlake Corporation	United States	1.01	56.2%	36.0%	25.3%	0.71	1.63
PTT Global Chemical Public Company Limited	Thailand	1.81	262.2%	72.4%	37.3%	0.69	1.57
Oil Refineries Ltd.	Israel	1.03	153.9%	60.6%	16.8%	0.45	1.03
Maximum		1.81	262.2%	72.4%	37.3%	0.90	1.77
Average		1.20	129.5%	50.2%	22.7%	0.63	1.30
Median		1.11	131.9%	56.5%	22.6%	0.63	1.44
Minimum		0.85	7.0%	6.5%	12.8%	0.43	0.57
Selected		1.15		53.3%	16.0%	0.63	1.24

Cost of Equity (Ke)

Risk Free Rate (2)	+	Beta (3)	X	Equity Risk Premium (4)	+	Size Premium (5)	+	Specific Premium (6)	+	Country Risk Premium	=	Cost of Equity
3.32%		1.24		4.75%		2.66%		1.5%		0.0%		13.3%

After-Tax Cost of Debt (Kd)

Pre-Tax Cost of Debt (7)	X	(1 - Tax Rate)	=	After-Tax Cost of Debt
4.84%		84.0%		4.1%

Weighted Average Cost of Capital

	Capital Structure (8)	Cost of Capital	Contribution
Debt	53.3%	4.1%	2.2%
Equity	46.7%	13.3%	6.2%

WACC, rounded = 8.5%

ביאורים:

(1) הבטאות שנצפו מייצגות בטאות חודשיות לתקופה של חמש שנים, שהתקבלו מ-Capital IQ

(2) הריבית חסרת הסיכון בעבודה מבוססת על תשואת אג"ח ממשלתית דולרית ריאלית ל-20 שנה, מקור: מרווח הוגן. תשואה זו מייצגת את שיעור הריבית הנומינלי הדולרי לטווח ארוך, המשקף את פרופיל הסיכון של מדינת ישראל במונחים דולריים. תוך התאמה לריבית ריאלית באמצעות תחזיות האינפלציה הדולרית.

(3) בטא ממונפת של חברות בנות השוואה, מחושבת חודשית על פני תקופה של 5 שנים. מקור: Capital IQ.

(4) מקור: בהתאם למתודולוגיה של KPMG.

(5) פרמיית הגודל משקפת את התשואה העודפת ההיסטורית של מניות מיקרו-קאפ, כפי שפורסמה במדריך להערכת שווי 2024 – מדריך לעלות ההון של Kroll לשעבר (Duff & Phelps)

(6) לאור אי-הוודאות הגיאופוליטית, לרבות השפעות המלחמה, פינוי מפרץ חיפה והשלכות רגולטוריות נלוות.

(7) בהתאם לדירוג החוב של חברת בזן – A1. מקור: מרווח הוגן.

(8) שיעור המינוף לטווח ארוך של החברה, נקבע בהתבסס על שיעור המינוף של חברות ההשוואה. מקור: Capital IQ.

נספח ג'

פרמטרים עיקריים

להלן ריכוז שווי הפעילות, הערך הפנקסני ושיעור ההיוון של חברת

כאו"ל:

אלפי דולר	30.06.2025
שווי פעילות	723,983
ערך פנקסני	646,460
שיעור היוון	8.5%

ארז טל, דירקטור, מערך הייעוץ העסקי, KPMG סומך חייקין

השכלה והסמכות

- תואר ראשון B.A. בכלכלה וחשבונאות, אוניברסיטת תל אביב.
- תואר שני M.B.A במנהל עסקים, אוניברסיטת תל אביב (בהצטיינות).
- רואה חשבון מוסמך בישראל.

ניסיון מקצועי

- ארז הינו דירקטור במערך הייעוץ העסקי במשרד רואי החשבון KPMG סומך חייקין, ובעל ניסיון נרחב בביצוע הערכות שווי.
- לארז מעל 20 שנות ניסיון.
- ארז ביצע הערכות שווי מורכבות בתעשיות שונות, לרבות תעשייה ביטחונית, נדל"ן, תשתיות, היי-טק, תקשורת ופיננסים. לארז ניסיון רב בתחום של ליווי עסקאות הכולל ביצוע של בדיקות נאותות פיננסיות, בדיקות כלכליות, פיננסיות וחשבונאיות.
- ניסיון עשיר בביצוע בדיקות נאותות לצרכים מסחריים.
- מרצה בתחומי המימון במוסדות אקדמאיים מובילים.

פרויקטים שנוהלו על ידי ארז כחלק ממערך הייעוץ העסקי

- ביצוע הערכות שווי למגוון מטרות לרבות לצרכי דיווח כספי (בחינת ירידת ערך בהתאם לתקן 36 IAS, הקצאת עלויות רכישה בהתאם לתקני IFRS ו-US GAAP), מיזוגים ורכישות, צרכים משפטיים וליטיגציה והערכות שווי לצרכי מס.
- ביצוע בדיקות נאותות למשקיעים מקומיים וזרים.
- ליווי חברות מובילות במשק בבניית תוכניות תגמול למנהלים ועובדים.

