



קיסטון ריט בע"מ  
דוח דירקטוריון  
על מצב ענייני החברה

ליום 30 ביוני 2022



Keystone



## קיסטון ריט בע"מ

### דוח הדירקטוריון על מצב ענייני החברה לתקופה שהסתיימה ביום 30 ביוני 2022

דירקטוריון קיסטון ריט בע"מ (להלן: "החברה") מתכבד בזאת להגיש את דוח הדירקטוריון של החברה לתקופות של שישה חודשים ושלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2022, בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקופת הדוח"). סקירה זו נערכה תחת ההנחה שבפני הקורא מצוי הדוח התקופתי של החברה לשנת 2021 שפורסם על ידי החברה ביום 31 בדצמבר 2021, כפי שתוקן ביום 3 באפריל 2022 (אסמכתאות מס': 033393 ו-01035223-2022, בהתאמה) (להלן: "הדוח התקופתי"), כפי שעודכן בדוח הרבעוני של החברה לרבעון הראשון לשנת 2022 שפורסם ביום 24 במאי 2022 (מס' אסמכתא: 050928-01-2022) (להלן: "הדוח הרבעוני"), אשר הפרטים הכלולים בהם מובאים בזאת על דרך ההפניה.

החברה הוקמה בפברואר 2019 במטרה לשמש כקרן סחירה להשקעה בתשתיות, על רקע המלצות הוועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, שנועדו לעודד הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות אשר יגדילו את מקורות המימון העומדים לטובת פרויקטים בתחום התשתיות בישראל, יפחיתו את עלויות האשראי וההון שלהם ויתרמו ליכולת המדינה להוציא לפועל פרויקטים בעלי חשיבות לאומית.

החל מיום 1 ביוני 2021, עם השלמתו של גיוס מניות ציבורי, הפכה החברה לחברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בתל – אביב בע"מ (להלן: "הבורסה").

להלן מידע תמציתי בקשר עם ההשקעות העיקריות שביצעה החברה למועד פרסום הדוח, כאשר מידע נוסף בקשר עם כל אחת מההשקעות מפורט בדוח התקופתי:

1.1. **מים** - החברה מחזיקה ב-50% מהון המניות של החברה המחזיקה במתקן ההתפלה באשקלון, שלו כושר יצור של כ-120 מיליון מ"ק בשנה.

#### 1.2. אנרגיה קונבנציונאלית

1.2.1. החברה מחזיקה, בעקיפין ובשרשור, כ-34% מהזכויות בחברה המחזיקה בתחנת כוח מונעת בגז בבאר טוביה, בעלת כושר ייצור של כ-450 מגה וואט.

1.2.2. בנוסף, החברה העמידה הלוואה בסכום של כ-175 מיליון ש"ח, ההמירה בחלקה לזכויות של שותף מוגבל, בעקיפין, בכ-16% משותפות המחזיקה בתחנת כוח מונעת בגז ברמת חובב, בעלת כושר ייצור של כ-1,200 מגה וואט.

1.2.3. ביום 1 ביוני 2022 הושלמה עסקה שבמסגרתה התחייבה החברה להעמיד הלוואה בסכום של עד כ-200 מיליון ש"ח (אשר בפועל חלקה של החברה בהלוואה עמד על כ-110 מיליון ש"ח), ההמירה בחלקה לזכויות של שותף מוגבל, בעקיפין, בכ-16% משותפות שחתמה על הסכם לרכישת הזכויות בתחנת הכוח (מונעת בגז) "חגית (מזרח)", בעלת כושר ייצור של כ-660 מגה וואט. לפרטים נוספים ראה דו"ח מיידי של החברה מיום 1 ביוני 2022 (מס' אסמכתא: 2022-01-056205).

#### 1.3. אנרגיה מתחדשת

1.3.1. למועד דוח זה החברה מחזיקה בכ-45.23% ממניות חברת סאנפלאואר השקעות מתחדשות בע"מ (להלן: "סאנפלאואר"), חברה שניירות ערך שלה רשומים למסחר בבורסה, הפעילה בתחום האנרגיות המתחדשות, והנה בעלת השליטה בסאנפלאואר. במסגרת רכישת השליטה בחברת סאנפלאואר, התחייבה החברה לרכז בסאנפלאואר את כל פעילותה בתחום האנרגיות המתחדשות.

#### 1.4. תחבורה

1.4.1. החברה מחזיקה, במישרין ובעקיפין, כ-21.3% מהזכויות ההוניות וכ-19.67% מזכויות ההצבעה ב"חברות המפעיל", אשר עוסקות בתחזוקה ותפעול של פרויקטים שונים בתחום התחבורה בישראל, כולל כביש 6 ומנהרות הכרמל.

1.4.2. החברה מחזיקה 30% מהון המניות של חברת Eranovum e-Mobility, S.L, הפועלת בתחום הקמת עמדות טעינה של כלי רכב חשמליים בספרד.

### 1.4.3.

ביום 6 ביוני 2022 הושלמה חתימת הסכם לרכישת מניות בשיעור של 60% מהונה המונפק והנפרע של אגד על ידי שותפות מוגבלת (שהחברה בעלת השותף הכללי בה ומחזיקה בכ- 78% מהונה; להלן: "השותפות הרוכשת"), בתמורה לסך של כ- 2.8 מיליארד ש"ח, כפוף להתאמות כאמור בהסכם הרכישה. טרם חתימת הסכם הרכישה נחתמו ההסכמים הבאים:

(א) הסכם שותפות מוגבלת, בין חברת בת בבעלות מלאה של החברה כשותף כללי, החברה כשותף מוגבל ומשקיע מוסדי כשותף מוגבל נוסף (להלן: "השותפות הרוכשת"). הסכם זה מסדיר, בין היתר, את העמדת חלקו של כל אחד מהשותפים המוגבלים בהון הנדרש לשותפות הרוכשת לצורך רכישת מניות אגד;

(ב) הסכם מימון בין השותפות הרוכשת לבין קונסורציום בנקאי, המסדיר קבלת הלוואות בסכום מצטבר השווה לנמוך מבין מחצית מתמורת רכישת מניות אגד או 1.44 מיליארד ש"ח, המהווה את יתרת הסכומים הנדרשים לשותפות הרוכשת לשם רכישת מניות אגד.

הסכם רכישת המניות כולל גם אופציית מכר לבעלי המניות באגד למכור את יתרת אחזקותיהם בה בתום שנתיים ושלוש שנים ממועד השלמת העסקה, לפי אותו שווי חברה שלפיו נקבעה התמורה עבור מניות אגד, בהתאמות שנקבעו בהסכם.

יצוין, כי השלמת העסקה לרכישת מניות אגד כפופה לתנאים מתלים, ובכלל כך קבלת אישורים רגולטורים נדרשים, וכי אין כל ודאות ביחס להתקיימותם של התנאים המתלים או כי העסקה תושלם.

לפרטים נוספים, לרבות לענין התקיימותם של חלק מהתנאים המתלים להשלמת העסקה, ראו דיווחים שפרסמה החברה בימים 4.11.2021, 15.3.2022, 10.4.2022, 14.4.2022, 31.5.2022, 7.7.2022, 18.8.2022 ו- 29.8.2022 (מס' אסמכתאות: 2022-01-048265, 2022-01-045799, 2022-01-030229, 2021-01-163200, 2022-01-055255, 2022-01-068386, 2022-01-071382, 2022-01-104974 ו- 2022-01-110155, בהתאמה).

### 1.5 תקשורת

החברה מחזיקה בכ-30% מהון המניות של חברת "סינטוריון", אשר פועלת להנחה והפעלה של מערכת סיבים אופטיים, שתחבר בין אירופה להודו (בחלקה באופן תת ימי ובחלקה באופן יבשתי), דרך המזרח התיכון.

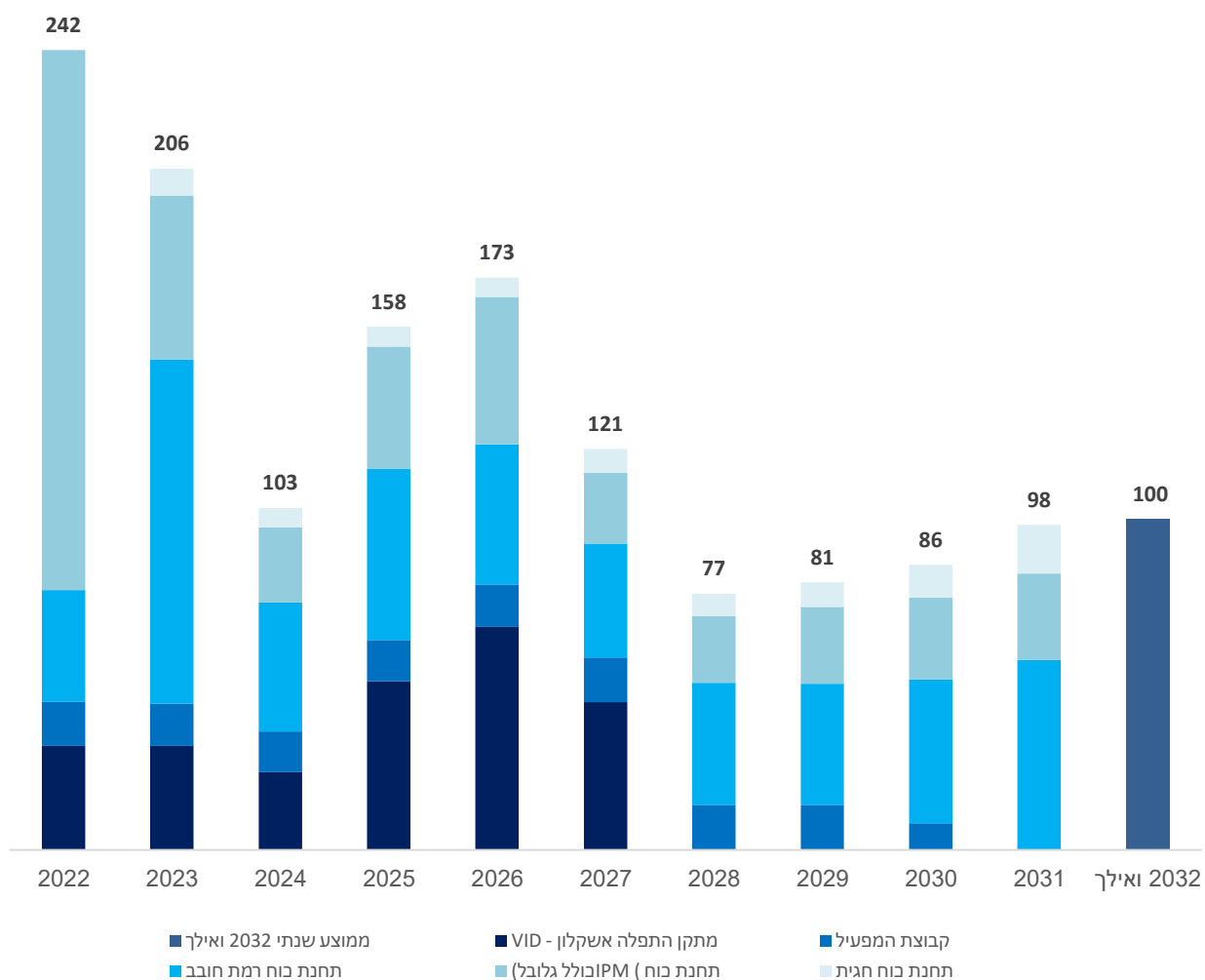
## 2. השקעות החברה

להלן נתונים עיקריים אודות השקעות החברה ליום 30.6.2022 (באלפי ש"ח):

ענף	תחבורה	מים	אנרגיה קונבנציונאלית		תקשורת	אנרגיה מתחדשת
נכסים	קבוצת המפעיל	מתקן התפלה אשקלון	תחנת כוח רמת חובב <sup>1</sup>	תחנת כוח IPM באר טוביה <sup>2</sup>	תחנת כוח חגית (מזרח) <sup>3</sup>	סאנפלאואר
פעילות	תחזוקת ותפעול כבישים	הקמת עמדות טעינה לכלי רכב חשמליים בספרד	במחזור משולב בהיקף של MW 1,194	במחזור משולב בהיקף של MW 451	תחנת כוח מונעת בגז בעלת כושר ייצור של כ- 660 מגה וואט	MW 50 רוח בפולין ו-31 PV MW בישראל ונדל"ן מניב בישראל
מועד רכישה	פברואר 2020	מרץ 2022	דצמבר 2020	אוקטובר 2020 ופברואר 2022	יוני 2022	אפריל 2021
שיעור החזקה (במישרין ובעקיפין)	כ- 21.33% <sup>4</sup>	30%	כ- 16.33% <sup>5</sup>	כ- 34.3%	כ- 16.33% <sup>6</sup>	כ- 45.23%
עלות השקעה מקורית	69,247	41,254	174,641	604,634	107,596	151,399
שווי בספרים 31.12.2021	86,000	-	250,624	231,486	-	132,086
הכנסות שהתקבלו מהשקעות בתקופת הדוח	13,323	-	33,709	56,014	-	-
שינוי בשווי הדוח בתקופת הדוח	(9,051)	-	146,600	(57,488)	-	(13,146)
שווי בספרים 30.6.2022	76,950	41,254	397,225	553,888	107,596	118,940
IRR לנכס	12%	-	26.6%	6.9%	11.1%	-
IRR משוקלל לנכסי הקרן <sup>7</sup>	12%					

1 הלוואה המירה והלוואה לא המירה  
 2 כולל החזקה בגלובל, כהגדרתה בפרק תיאור עסקי התאגד לדוח התקופתי  
 3 הלוואה המירה והלוואה לא המירה  
 4 יצוין כי החברה מחזיקה בכ-19.67% מזכויות ההצבעה בקבוצת המפעיל  
 5 בכפוף להמרת הלוואה ההמירה בדצמבר 2022 עד יוני 2023  
 6 בכפוף להמרת הלוואה ההמירה אשר תומר בסמוך לאחר קבלת אישור רשויות המס, אישור ממני החוב הבכיר והאישורים הרגולטוריים הנדרשים להעברה הפנימית בקבוצת "אדלטק" של הזכויות בשותפות הפרויקט ללווה  
 7 לא כולל סאנפלאואר ERANOVUM ו- סינטוריון

## תזרים מצרפי צפוי לחברה מהשקעות (ללא תזרים צפוי מאגד, סאנפלאואר ERANOVUM ו- סינטוריון)



התחזית המתוארת בגרף זה בעניין צפי התזרים מהשקעות הקרן ("התחזית"), הינה בגדר מידע צופה פני עתיד כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. התחזית מבוססת על הנחות, הערכות ואומדנים של הקרן, שמקורם בהערכות שווי חיצוניות לנכסי הפורטפוליו שקיבלה הקרן, או במודלים כלכליים שהוכנו על ידי יועצים חיצוניים או במודלים פנימיים שהוכנו על ידי הקרן ו/או חברות נכסי הפורטפוליו, הכוללים בין היתר הנחות בדבר תעריפי חשמל צפויים, שינויים במדד המחירים לצרכן, בשערי חליפין (דולר/אירו), במחירי הגז וכיו"ב. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתממשו באופן שונה מכפי שנחזה, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזיות שהתבססו על מודלים פנימיים, לא נבחנו על ידי גורם חיצוני שאינו עובד הקרן או חברת נכס הפורטפוליו. כמו כן, ייתכן וחלק מתזרימי המזומנים הצפויים בחלק מההשקעות יוותר לטובת מימון של צמיחה ופיתוח עסקי. לאור האמור, אין ביכולתה של הקרן להעריך או להבטיח כי התזרים הצפוי מהשקעות הקרן יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של הקרן לעמידה בה או מצג של הקרן

## להלן נתונים מתוך הדוחות הכספיים<sup>8</sup>:



כ- 14%

תשואה תזרימית  
על הנכסים המשוקללים

כ- 24%

תשואה להון משוקלל  
לפני מס



כ- 67%

שיעור ההכנסות  
התזרימיות מכלל  
ההכנסות בתקופת הדוח

117

מיליוני ש"ח  
הכנסות תזרימיות  
בתקופת הדוח

כ- 37%  
LTV

12.28  
ש"ח

NAV למניה

1.1

מיליארד ש"ח

הון עצמי ליום 30.6.2022

ההון המשוקלל הינו ממוצע של ההון העצמי על פני השנה בנטרול מיסים נדחים משוקלל על פני התקופה בהתאם לדוחות הכספיים הנכסים המשוקללים הינם ממוצע של הנכסים על פני השנה משוקלל על פני התקופה בהתאם לדוחות הכספיים הכנסות תזרימיות הן הכנסות מדיבידינד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות

להלן פרטים נוספים בדבר ההשקעות המהותיות של החברה<sup>10</sup>:



## 3.1 תחום המים

להלן נתונים פיננסיים ביחס ל-VID (החזקה של 50% על ידי החברה), אשר מחזיקה במתקן ההתפלה באשקלון. הנתונים במונחי 100% (אלפי ש"ח):

לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2022	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2021	לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2021	
103,343	99,186	213,277	הכנסות
75,242	70,726	143,451	EBITDA (לרבות התאמה של נכס פיננסי)
8,560	6,524	12,974	רווח תפעולי
14,522	18,492	37,563	רווח נקי
64,011	57,994	116,859	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
30.6.2022	30.6.2021	31.12.2021	
780,308	857,727	818,132	סך נכסים
399,149	454,161	423,495	סך התחייבויות
381,159	403,566	394,637	הון עצמי

הדוחות הכספיים כוללים רישום חשבונאי של נכס פיננסי בגין הסכם הזיכיון וכן של נגזר משובץ בגין הרכיב הקבוע של ההכנסות, רישום זה משפיע על ההכנסות והוצאות המימון הגידול ב- EBITDA נובע מהעלייה במחירי החשמל, במדד המחירים לצרכן ובשערי החליפין של היורו והדולר אליהן צמודות ההכנסות וההוצאות בהתאם למנגנוני ההצמדה שנקבעו בהסכמים.

יצוין שבבחינת הביצועים בפועל של VID, לרבות בקשר עם הנתונים המשמשים להערכת השווי, הנהלת קיסטון בוחנת דוחות תפעוליים / תזרימיים שאינם כוללים השפעת הנכס הפיננסי והנגזרים החשבונאיים.

<sup>9</sup> השקעה מהותית הינה השקעה אשר מקיימת את המבחנים הכמותיים להגדרת חברה כלולה מהותית בהתאם להוראות תקנה 23 לתקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010 ובהתאם להוראות תקנה 44 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970.

<sup>10</sup> הנתונים ליום 30.6.2022 ו-30.6.2021 הנם בלתי מבוקרים. הנתונים ליום 31.12.2021 הנם מבוקרים.





### 3.2 תחום האנרגיה הקונבנציונלית

#### רמת חובב

להלן נתונים פיננסיים עיקריים ביחס לשותפות אשר מחזיקה 50% מתחנת הכוח רמת חובב שלה העמידה החברה הלוואה (בחלקה המירה לזכויות בשיעור של כ-33% מההחזקות בשותפות).

הנתונים במונחי 100% (אלפי ש"ח):

לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2022	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2021	לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2021	
640,749	459,735	1,058,692	תקבולים
348,680	204,559	525,981	EBITDA
298,369	147,381	422,563	FFO

העלייה בהכנסות, ב- EBITDA וב- FFO נובעת בעיקר מגידול נטו בהכנסות מייצור אנרגיה אשר הושפעו לטובה בתקופת הדוח מהעלייה במדד ומעליית תעריף הייצור של חברת החשמל.

#### חגית

להלן נתונים פיננסיים עיקריים ביחס לשותפות אשר מחזיקה 50% מתחנת הכוח חגית שלה העמידה החברה הלוואה (בחלקה המירה לזכויות בשיעור של כ-33% מההחזקות בשותפות).

הנתונים במונחי 100% (אלפי ש"ח):

לתקופה שמיום 1.6.2022 (מועד השלמת העסקה) ועד ליום 30.6.2022	
94,609	תקבולים
(24,202)	EBITDA
(24,556)	FFO

ביום 1.6.2022 הושלמה העסקה לרכישת תחנת הכוח חגית ולפיכך התוצאות הכספיות משקפות פעילות של חודש אחד בלבד. בתקופת הדוח נכללו הוצאות אחרות בסך של כ- 68 מיליון ש"ח בקשר עם הוצאות רכישה של תחנת הכוח ומס רכישה.

## באר טוביה

להלן נתונים פיננסיים עיקריים ביחס לחברת טריפל מ תחנות כוח בע"מ, המחזיקה ב-84% בתחנת הכוח אי. פי. אם באר טוביה. הנתונים במונחי 100% (אלפי ש"ח):

לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2022	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2021	לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2021	
326,070	257,791	616,495	תקבולים
96,058	79,534	193,404	EBITDA
76,431	61,237	153,599	FFO

במהלך חודש פברואר 2021, קיבלה תחנת הכוח באר טוביה רישיון קבוע לייצור חשמל ורישיון אספקה והשלימה את ההפעלה המסחרית של התחנה.

### תחום האנרגיה המתחדשת

3.3



### סאנפלאואר

החזקה ב- 45.23% מהון המניות המונפק והנפרע בסאנפלאואר, חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל - אביב, הפעילה בתחום האנרגיה המתחדשת ומחזיקה, נכון למועד הדוחות: (1) 5 חוות רוח בעלות הספק מותקן של 50 מגה וואט בפולין; (2) 256 מתקנים סולארים בעלי הספק מותקן כולל של כ-31 מגה וואט בישראל; (3) נכס נדל"ן מניב ברעננה.

נתונים פיננסיים – הנתונים במונחי 100% (אלפי ש"ח):

לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2022	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2021	לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2021	
67,391	21,389	60,625	הכנסות
34,696	13,053	37,066	EBITDA
12,381	8,983	25,404	FFO
16,749	9,460	28,230	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
30.6.2022	30.6.2021	31.12.2021	
914,625	378,400	952,914	סך נכסים
690,019	142,625	719,361	סך התחייבויות
224,606	235,775	233,553	הון עצמי

הגידול בהכנסות, ב- EBITDA וב- FFO בתקופת הדוח לעומת התקופה המקבילה אשתקד נובע בעיקר מרכישת פעילות סולארית בישראל (עסקת הליוס) החל מהרבעון הרביעי בשנת 2021 ומעלייה בפעילות בפולין, כלהלן: עלייה בתפוקות חוות הרוח, רווח מעסקאות לקיבוע מחיר תעודות ירוקות ומעליה במחירי התעודות הירוקות להן זכאיות חוות הרוח.

יצוין כי סאנפלאואר התקשרה במהלך תקופת הדוח בהסכמים עם יזמים בפולין ובארצות הברית לרכישת פרויקטים פוטו-וולטאיים כולל גם פרויקט פוטו-וולטאי משולב אגירת אנרגיה בסוללות ופרויקט אגירת אנרגיה בסוללות standalone. בנוסף, קיבעה סאנפלאואר את מחירי החשמל אותו היא מוכרת בפולין ותמכור אותו בתעריפים גבוהים יותר משמעותית מהמחיר בו נמכר חשמל היום.

#### תחום התחבורה

3.4



#### "חברות המפעיל"

החברה מחזיקה בכ- 21.33% מהון המניות ובכ-19.67% מזכויות ההצבעה בחברות המפעיל, העוסקות בתחזוקה ותפעול של פרויקטים שונים בתחום התחבורה בישראל, ואשר פעילותן כוללת את הפעלת כביש 6, הפעלת מנהרות הכרמל, תחזוקה ותפעול של נתיבי הצפון ותחזוקה של פרויקטים נוספים.

נתונים פיננסיים עיקריים המתייחסים לחברות המפעיל במונחי 100% (אלפי ש"ח):

	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2021	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2022	לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2021
הכנסות	172,573	164,533	334,961
EBITDA	41,638	45,489	79,590
רווח תפעולי	39,493	43,637	75,093
רווח נקי	29,221	31,510	54,801
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת	11,614	27,653	56,028

	30.6.2021	30.6.2022	31.12.2021
סך נכסים	147,130	143,920	170,410
סך התחייבויות	81,054	81,143	78,686
הון עצמי	66,076	62,777	91,724

הגידול בהיקף הנסועה בכביש 6 ומנהרות הכרמל והמשך התייעלות בהוצאות החברה הביאו לגידול ב- EBITDA, ברווח התפעולי וברוח הנקי של הקבוצה.

הקיטון בהון העצמי לעומת שנת 2021 נובע מחלוקת דיבידנד בתקופה בסך של כ- 60.5 מיליון ש"ח.



## 4. השפעות אינפלציה ועליית ריבית

ברבעון השני של שנת 2022 נמשכה המגמה העולמית של עליית מחירים בין היתר על רקע אירועים כלכליים וגיאופוליטיים דוגמת מגפת הקורונה, המלחמה באוקראינה ומשבר האנרגיה. כל אלה הביאו לעלייה חדה באינפלציה בחציון הראשון בשיעור של כ-3.3% לעומת עליה של 1.4% בתקופה המקבילה אשתקד וכ-2.8% בשנת 2021 כולה. לצד עליית המחירים, בניסיון לרסן את שיעור האינפלציה החלו הבנקים המרכזיים להעלות את שיעורי הריבית, כאשר החל מחודש אפריל 2022 החליט בנק ישראל להעלות את הריבית בישראל והיא עומדת נכון למועד פרסום דוח זה על 2%. ובהתאם לתחזיות מחלקת המחקר של בנק ישראל עד לרבעון השני לשנת 2023, אמורה הריבית להגיע ל-2.75%.

### השפעות האינפלציה ועליית הריבית על החברה:

הכנסות החברה מתקבולים מהשקעות - מרבית השקעות החברה מוגנות מעליית האינפלציה שכן הן כוללות מנגנונים של הצמדה למדד ברכיב ההכנסות, ההוצאות והמימון. חלק מההשקעות מושפעות לחיוב מהעלייה באינפלציה, שכן, הכנסותיהן מושפעות, במישרין או בעקיפין, מהאינפלציה, בעוד ההוצאות, לרבות עלויות המימון, צמודות למדד באופן חלקי בלבד. על כן, עלייה באינפלציה מגדילה את התקבולים מהשקעות החברה.

הכנסות החברה משינויים בשווי ההוגן של השקעות החברה - עליית הריבית בשוק משפיעה על שיעורי ההיוון הנהוגים לצורך הערכת שווי ההוגן של השקעות. נכסי החברה מאופיינים בסיכון נמוך ובביקוש קשיח בשל היותם מספקים מוצרים בסיסיים (מים, חשמל ותחבורה) ומשכך בתקופה של חוסר וודאות האטרקטיביות שלהן גדלה וממתנת את השפעת עליית התשואות. בנוסף, מכיוון שהלקוחות העיקריים של השקעות החברה הן המדינה או חברות ממשלתיות, הרי שסיכון האשראי של אותם לקוחות הוא זניח, מה שמשפיע גם הוא על סיכון הפרויקטים וההשפעה על שיעורי ההיוון.

עלויות התפעול של החברה מורכבות בעיקר מדמי ניהול והוצאות עסקה ואינן מושפעות מעלייה באינפלציה ומעליית הריבית.

הוצאות מימון:

אגרות חוב (סדרה א') נושאות ריבית קבועה צמודה למדד המחירים לצרכן, ומשכך לא מושפעות מעליית הריבית. עם זאת, קרן וריבית אגרות החוב צמודות למדד ולכן עליית האינפלציה הגדילה את הוצאות המימון של החברה בתקופת הדוח. שינוי של 1 אחוז במדד המחירים לצרכן ישפיע על הוצאות המימון השנתיות של החברה בגין אגרות החוב (סדרה א') בהיקפן נכון למועד פרסום הדוח בכ-6.4 מיליון ש"ח.

לחברה אשראי מגוף מוסדי בריבית בנק ישראל בתוספת מרווח. עליית ריבית בנק ישראל הגדילה את הוצאות המימון של החברה בתקופת הדוח. המשך עלייה בשיעור הריבית והאינפלציה בישראל ובעולם עלולות להביא לגידול בהוצאות המימון של החברה. שינוי של 1 אחוז בריבית בנק ישראל ישפיע על הוצאות המימון השנתיות של החברה בגין מסגרת האשראי כאמור המנוצלת נכון למועד הדוח בכ-3.5 מיליון ש"ח.

החוב הבנקאי הפרויקטאלי בהשקעות החברה הנו בריבית קבועה לאורך חיי הפרויקט ולפיכך לעליית הריבית בשוק לא צפויה להיות השפעה על עלות החוב בהשקעות אלו. בחלק מחברות הפרויקט ההלוואות בנוסף גם צמודות למדד. חברות אלו נהנות ממנגנון הצמדה לרכיב ההכנסות שלהן כך שבנטו העלייה במדד אף מיטיבה איתן בהיקף לא מהותי.

לאור האמור, החברה מעריכה כי השפעת האינפלציה והריבית בטווח הקצר והבינוני לא צפויה להיות מהותית, ואולם אין ביכולתה של החברה להעריך את המשך המגמה של עליית רמות המחירים ולכן לא יכולה להעריך את ההשפעה בטווח הארוך. בנוסף, החברה נערכת לעלייה נוספת בשיעור הריבית ומעריכה כי איתנותה הפיננסית תמשיך לאפשר לה לעמוד בכל התחייבויותיה.

יובהר כי הערכות החברה בדבר השפעות האינפלציה ועליית הריבית, וכן ההשפעות על הוצאות המימון של החברה, הינם מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, המבוסס על הערכות סובייקטיביות של החברה ועל המידע המצוי בידי החברה למועד זה, ואין כל וודאות בהתממשותם, כולם או חלקם, או שהם עשויים להתממש באופן שונה (לרבות אופן מהותי), בין היתר, בשל גורמים שאינם בשליטת החברה או שאינם ידועים לחברה נכון למועד זה, לרבות התממשות גורמי הסיכון המאפיינים את פעילות החברה.

## 5. אירועים מהותיים בתקופת הדוח

5.1 ביום 13 בינואר 2022 דיווחה החברה על דחיית הבקשה למתן צו מניעה זמני אשר צורפה לתביעה שהוגשה על ידי אלון רבוע כחול בע"מ וזכר אקו אחזקות בע"מ לבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (המחלקה הכלכלית) כנגד החברה וכנגד 6 משיבים נוספים, בקשר עם ההתקשרות שנעשתה בין החברה לבין לאומי פרטנרס ונוי 2 בקשר עם עסקת איי.פי.אם, (כהגדרתה בפרק תיאור עסקי התאגיד לדוח התקופתי), כמו גם מכתב ההסכמות שנחתם בין החברה לחברת איה פריז. לפרטים נוספים אודות התביעה והבקשה למתן צו מניעה זמני, ראו דיווחים מיידיים שפרסמה החברה בימים 23.11.2021 ו-12.1.2022 (מס' אסמכתאות: 2021-01-100750 ו-2022-01-006456). לנוכח דחיית הבקשה למתן צו מניעה זמני, הגישו התובעות בקשה לתיקון כתב תביעה וכן בקשה למתן צווים זמניים. החברה הגישה תשובות לבקשה לתיקון כתב התביעה ומתן הצווים הזמניים בימים 7 ביוני 2022 ו-4 ביולי 2022. ביום 28 ביולי 2022 התקיים דיון בבקשות הנוספות לסעדים הזמניים במסגרתו הגיעו הצדדים להסכמות הבאות (וזאת מבלי שכל צד מוותר על טענה כלשהי): א. ביחס לבקשה לסעד זמני הקשור להסכם הלוואה שניתן לגלובל - הוסכם כי ככל שייכרת בעתיד הסכם, המשיבות לא יטענו לשיהוי אם העתירה תוגש בתוך 15 ימים ממועד פרסום ההסכם בדוח המידי של גלובל; ב. ביחס לבקשה לסעד זמני הקשור למינוי הדירקטורית החיצונית הגב' דורון שחר - יוצע לגב' שחר לפרוש מתפקידה ובמקומה תמונה דירקטורית חיצונית אחרת שתיבחר באמצעות מנגנון שהוסכם על ידי הצדדים; ג. ביחס לבקשה לסעד זמני הקשור להקצאת מניות גלובל - הבקשה תמחק וככל שתבוצע הקצאת מניות היא תבוצע בהתאם למועדים שהוסכמו בין הצדדים. להערכת החברה, ובהתבסס על יועציה המשפטיים, בשל שלביו המוקדמים של ההליך, לא ניתן להעריך בשלב זה את סיכויי הצלחת התביעה.

5.2 לפרטים אודות חתימת הסכם לרכישת מניות בשיעור של 60% מהונה המונפק והנפרע של אגד, ביום 6 ביוני, 2022, ראו סעיף 1.4.3 לעיל.

5.3. לפרטים אודות השלמת העסקה שבמסגרתה התחייבה החברה להעמיד הלוואה בסכום של עד כ- 200 מיליון ש"ח (אשר בפועל חלקה של החברה בהלוואה עמד על כ- 110 מיליון ש"ח), ההמירה בחלקה לזכויות של שותף מוגבל, בעקיפין, בכ- 16% מהשותפות שחתמה על הסכם לרכישת הזכויות בתחנת הכוח (מונעת בגז) "חגית (מזרח)", ביום 1 ביוני 2022, ראו סעיפים 1.2.3 ו-2 לעיל. לפרטים נוספים אודות העסקה ראו דיווח מידי שפרסמה החברה ביום 1.6.2022 (מס' אסמכתא: 2022-01-056205).

## 6. אירועים מהותיים לאחר תאריך המאזן

6.1. ביום 4 ביולי 2022 פרסמה החברה דוח הצעת מדף (מכוח תשקיף מדף) להצעת מניות בדרך של זכויות לבעלי המניות הקיימים של החברה כלהלן: בין 69,033,096 לבין 72,080,514 מניות רגילות של החברה, רשומות על שם, בנות 0.1 ש"ח ע.ג. כל אחת במחיר 6.7 כל אחת. במסגרת הצעת המניות בדרך של זכויות הודיעו בעלי השליטה על כוונתם להיענות להצעת הזכויות וכן לרכוש זכויות במהלך יום המסחר בזכויות. לפרטים נוספים ראו דיווח מידי מיום 4.7.2022 (מס' אסמכתא: 2022-01-083551). במסגרת ההנפקה התקבלו הודעות ניצול לרכישת 45,108,509 מניות וסה"כ תמורת הזכויות שנוצלה הסתכמה ב-302,227,011 ש"ח (ברוטו). לפרטים נוספים ראו דיווחים של החברה מיום 4 ביולי 2022 ו-26 ביולי 2022 (מס' אסמכתאות: 2022-01-083554 ו-2022-01-095494, בהתאמה).

6.2. ביום 7 ביולי 2022 פרסמה החברה דיווח מידי אודות הנפקה פרטית למשקיעים מסווגים של אגרות חוב (סדרה א'), בסך 200 מיליון ש"ח ע.ג. אגרות חוב (סדרה א') רשומות על שם בנות 1 ש"ח ע.ג. כל אחת של החברה ובתמורה כוללת (ברוטו) של כ-182 מיליון ש"ח. כמו כן, חברת אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ הודיעה על דירוג 'ilA+' להרחבת סדרת האג"ח. לפרטים נוספים ראו דיווח מידי מיום 11 ביולי 2022 (מס' אסמכתא: 2022-01-087451).

6.3. ביום 27 ביולי 2022 פרסמה החברה דוח הצעת מדף (מכוח תשקיף מדף) להנפקת מניות ורישום למסחר בדרך של הצעה לא אחידה כלהלן: עד 15,043,591 מניות רגילות בנות 0.1 ש"ח ע.ג. של החברה במחיר של 6.7 ש"ח למניה. ביום 27 ביולי 2022 השלימה החברה את ההנפקה במסגרתה הונפקו 15,043,591 מניות חדשות. סה"כ גויס כ-100.8 מיליון ש"ח. לפרטים נוספים ראו דיווחי החברה מיום 27 ביולי 2022 (מס' אסמכתאות 2022-01-095947 ו-2022-01-096091).

6.4. בהתאם להסכם הניהול בין החברה לנ.ק. קיסטון בע"מ ("חברת הניהול"), בכל הנפקה מוקצות לחברת הניהול אופציות בהיקף של 5% מסך המניות אשר מוקצות באותה הנפקה, במחיר מימוש שהוא מחיר מחיר ההנפקה. האופציות הינן בתוקף למשך 7 שנים. חברת הניהול הודיעה כי תמשש את האופציות שהיא זכאית להן בגין הקצאת המניות נשוא הצעת הזכויות וההצעה הלא אחידה, במחיר מימוש של 8 ש"ח למניה, כשהוא מותאם בהתאם להוראות ההתאמה של מחיר המימוש של האופציות הנ"ל. במסגרת ההנפקות הקצתה החברה לחברת הניהול ביום 25.8.2022 3,007,605 כתבי אופציה. לפרטים נוספים ראו דיווחים מידיים של החברה מימים 19.7.2022 ו-21.8.2022 (מס' אסמכתא: 2022-01-091654 ו-2022-01-106153, בהתאמה).

- 6.5. ביום 14 ביולי 2022, פרצה שריפה אשר גרמה להשבתה של טורבינות 8 ו-9 בתחנת הכוח רמת חובב. לפי המידע שנמסר לחברה, חלקה של החברה בהיקף הנזק (ישיר ועקיף) בו תישא השותפות, בהתחשב בכיסויים הביטוחיים, לא יעלה על כ-9.8 מיליון ש"ח, וזאת לפני לקיחה בחשבון של תוצאות פעולות אשר עשויות להקטין את הנזק. כמו כן, האירוע מכוסה בפוליסת ביטוח כל הסיכונים של התחנה. לפרטים נוספים ראו דיווח החברה מיום 20 ביולי 2022 (מס' אסמכתא: 2022-01-035233).
- 6.6. ביום 21 באוגוסט 2022 הומצאה לחברה תביעה ובקשה לאישורה כתביעה נגזרת כנגד החברה, חברת הניהול של החברה, בעלי השליטה בחברת הניהול ונושאי משרה ודירקטורים בחברה. לפרטים ראו נוספים ראו ביאור 6 לדוחות הכספיים וכן דיווח מיום 21 באוגוסט 2022 (מס' אסמכתא: 2022-01-106318).

## 7. המצב הכספי ומקורות המימון

### 7.1. המצב הכספי

להלן נתונים עיקריים מתוך סעיפי הדוח על המצב הכספי (באלפי ש"ח):

הסברים ליתרות ולשינויים בהם	31 בדצמבר		30 ביוני		הנתונים באלפי ש"ח
	2021	2021	2021	2022	
<b>נכסים שוטפים</b>					
הירידה במזומנים ושווי מזומנים לעומת 31 בדצמבר 2021 נובעת בעיקר מהשקעות שביצעה החברה בתקופת הדוח בהיקף של כ- 792 מיליון ש"ח שכללו את ההשלמה השנייה של רכישת תחנת הכוח באר טוביה, השקעה ב- eranovum, השקעה בחגית, תשלום מקדמה על חשבון עסקת אגד והשקעות נוספות בסינטוריון. כמו כן שימשו המזומנים למימון תשלום הוצאות החברה בעיקר בקשר עם ביצוע עסקאות והוצאות הנהלה וכלליות אחרות. הירידה במזומנים מקוזזת בעיקר ממשיכה על חשבון מסגרת אשראי של החברה בסך של 350 מיליון ש"ח ומהכנסות שהתקבלו מדיבידנד ותקבולים על חשבון קרן וריבית הלוואות בהיקף כולל של כ- 117 מיליון ש"ח.	536,746	86,131	150,703		מזומנים ושווי מזומנים
פיקדון שמשועבד לבנק כנגד ערבויות שניתנו. העלייה נובעת מעלייה בערבויות ומהיקף הבטוחות הנדרש על ידי הבנק.	29,678	4,262	30,791		פיקדון משועבד
היתרה כוללת בעיקר יתרת הוצאות מראש, הכנסות לקבל וחייבים אחרים.	1,582	1,450	2,927		חייבים ויתרות חובה
היתרה כוללת ריבית לקבל וחלות שוטפת של הלוואות (הלא המירות) שניתנה בקשר עם תחנת הכוח רמת חובב וחגית.	7,280	7,438	5,110		חלות שוטפת וריבית לקבל בגין הלוואות לחברות מוחזקות
	<b>575,286</b>	<b>99,281</b>	<b>189,531</b>		<b>סך הכל נכסים שוטפים</b>
<b>נכסים לא שוטפים</b>					
החברה מציגה את השקעותיה על בסיס שווי הוגן. העלייה נובעת מהשקעות חדשות שביצעה החברה בתקופת הדוח (תחנת הכוח בבאר טוביה, eranovum, תחנת הכוח חגית, מקדמה על חשבון אגד וסינטוריון) בסך של כ- 792 מ"ש"ח ומעלייה נטו בשווי ההוגן של השקעות בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות בסך של כ- 58 מיליון ש"ח.	930,472	648,462	1,784,054		השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות
היתרה בשנה קודמת כוללת הוצאות מראש.	74	512	-		חייבים ויתרות חובה
	28	31	23		רכוש קבוע, נטו
	<b>930,574</b>	<b>649,005</b>	<b>1,784,077</b>		<b>סך הכל נכסים לא שוטפים</b>
	<b>1,505,860</b>	<b>748,286</b>	<b>1,973,608</b>		<b>סך הכל נכסים</b>



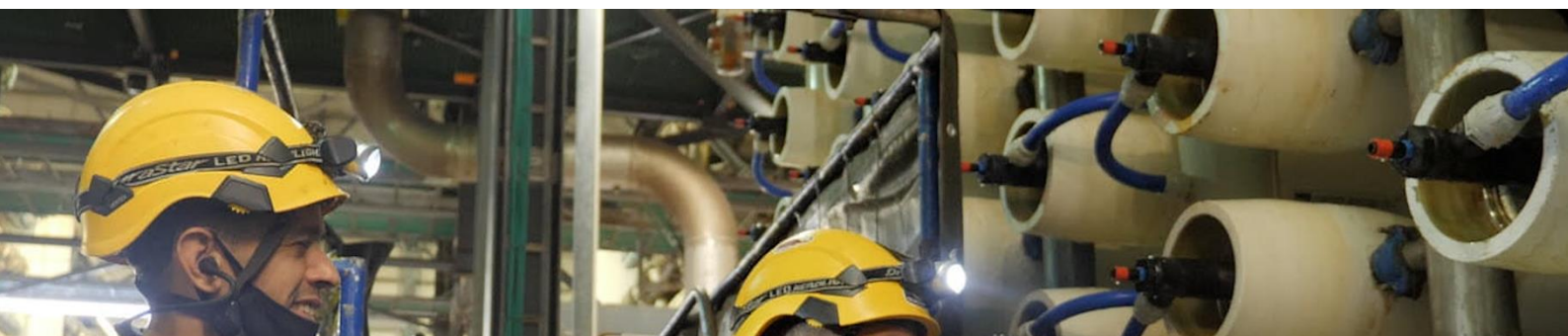
הנתונים באלפי ש"ח	30 ביוני		31 בדצמבר	הסברים ליתרות ולשינויים בהם
	2022	2021	2021	
<b>התחייבויות שוטפות</b>				
חלות שוטפת של הלוואה מתאגיד בנקאי	-	24,700	-	בתקופה המקבילה אשתקד היתרה כוללת חלות שוטפת בגין הלוואות לזמן ארוך מתאגיד בנקאי, ההלוואה נפרעה במהלך שנת 2021.
חלויות שוטפות של אגרות חוב	1,361	-	-	רכיב הפרמיה של אג"ח סדרה א' שייפרע כחלק מתשלומי הריבית השוטפים.
זכאים ויתרות זכות	10,016	9,804	6,505	היתרה כוללת בעיקר את ההתחייבות בקשר עם ביצוע השקעה בסינטוריון, נכון לתאריך הדוח בסך של כ- 7 מיליון ש"ח (5.3 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.2021). ההתחייבות חושבה כשקלול של ההסתברויות לתשלום אבני הדרך הנוספות כמפורט בביאור 4'ג6 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה וכן יתרה של הוצאות לשלם כולל ריבית לשלם בגין אג"ח, מוסדות ממשלתיים, ספקים וזכאים אחרים..
<b>סך הכל התחייבויות שוטפות</b>	<b>11,377</b>	<b>34,504</b>	<b>6,505</b>	
<b>התחייבויות לא שוטפות</b>				
הלוואה מגוף מוסדי (ש"ק - תאגיד בנקאי)	350,000	92,300	-	היתרה כוללת הלוואה לזמן ארוך מתאגיד בנקאי שנמשכה על חשבון מסגרת האשראי של החברה, האשראי הנו אשראי מתחדש לתקופה של 6 חודשים ממועד המשיכה לתקופה כוללת של עד 24 חודשים ממועד חתימת ההסכם (אוקטובר 2021) כאשר חידוש ההלוואה הנו על פי שיקול דעתה של החברה בלבד. כמו כן, באפשרותה של החברה להמיר את האשראי להלוואות לזמן ארוך לתקופה של עד 36 חודשים ממועד חתימת ההסכם.
אגרות חוב	471,227	-	458,896	היתרה כוללת את אג"ח סדרה א' של החברה שהונפקו בדצמבר 2021. העלייה נובעת מעליית המדד בתקופה.
זכאים ויתרות זכות	6,771	6,772	6,771	היתרה כוללת התחייבות בגין תוספת תמורה בעסקת סאנפלאואר בקשר עם התביעה בספרד, שחושבה כשקלול של ההסתברות לעניין יכולת הגבייה ושל סכום הגבייה הרלוונטי מממלכת ספרד על ידי סאנפלאואר במהלך התקופה הקבועה בהסכם, כמפורט בביאור 5'ג6 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה.
מיסים נדחים	57,603	5,109	22,308	העלייה נובעת מגידול בהכנסות החברה שנובעות משינוי בשווי ההוגן של ההשקעות בחברות המוחזקות הנמדדות בשווי ההוגן דרך רווח והפסד, בתקופת הדוח בעיקר רמת חובב.
<b>סך הכל התחייבויות לא שוטפות</b>	<b>885,601</b>	<b>104,181</b>	<b>487,975</b>	
הון	1,076,630	609,601	1,011,380	השינוי בהון נובע מהרווח בתקופה בסך של 105,250 מיליון ש"ח בניכוי דיבידנד ששולם באפריל 2022 בסך של 40 מיליון ש"ח.
<b>סך הכל התחייבויות והון</b>	<b>1,973,608</b>	<b>748,286</b>	<b>1,505,860</b>	

## 8. תוצאות הפעילות .8

8.1. להלן נתונים עיקריים מתוך סעיפי דוח רווח והפסד (באלפי ש"ח):

הסברים ליתרות ולשינויים בהם	הפרש	שנה				הנתונים באלפי ש"ח	
		שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		
		2021	2021	2022	2021		2022
<b>הכנסות</b>							
החברה מוגדרת כישות השקעה (כהגדרתה ב- IFRS 10) ולפיכך מציגה את השקעותיה על בסיס שווי הוגן דרך רווח והפסד. העלייה בהכנסות בתקופת הדוח ביחס לתקופה המקבילה אשתקד נובעת מהעלייה בשווי ההוגן של השקעות החברה שבוצע כלהלן: עדכון של השווי בהתאם להערכות שווי שבוצעו על ידי מעריכי שווי חיצוניים המצורפים לדוח הכספיים (רמת חובב ואי. פי. אם), עדכון השווי בגין התקופה ממועד הערכת השווי הקודמת ועד למועד הדוחות הכספיים על בסיס התשואה לבעלים, בניכוי דיבידנד, תקבולים על חשבון השקעות והלוואות וריבית שהתקבלו (חברות המפעיל, מתקן ההתפלה באשקלון) ועבון שווי הוגן של השקעות נסחרות בהתאם למחירן המצוטט בבורסה. ראה ביאור 4 לדוחות הכספיים. בשנת 2021 נבעו לחברה הכנסות מעליה בשווי ההוגן של השקעותיה.	60,342	49,900	(1,522)	85,570	(2,485)	57,857	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בחברות מוחזקות הנמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות
דיבידנד ותקבולים בגין השקעות החברה. בתקופת הדוח כללו ההכנסות תקבולים מחברות המפעיל, מתקן ההתפלה באשקלון, תחנת הכוח רמת חובב ומתחנת הכוח באר טוביה, בתקופה המקבילה אשתקד הכנסות דיבידנד מחברות המפעיל. בשנת 2021 כולה הכנסות מדיבידנד בחברות המפעיל ומתקן ההתפלה באשקלון.	91,332	55,001	15,000	79,059	25,285	116,617	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (*)
הכנסה מהעמדת ערבות על ידי החברה לטובת חברות מוחזקות.	41	826	178	221	388	429	הכנסות אחרות
	<b>151,715</b>	<b>105,727</b>	<b>13,656</b>	<b>164,850</b>	<b>23,188</b>	<b>174,903</b>	<b>סה"כ הכנסות</b>
<b>הוצאות תפעוליות</b>							
דמי ניהול לחברת הניהול בהתאם לתנאי הסכם הניהול הנגזרים משווי הנכסים של החברה בהתאם לדוחותיה הכספיים.	4,539	5,276	1,417	4,157	1,628	6,167	דמי ניהול
הוצאות בקשר עם שיערוך אופציות (לא רשומות) שהוקצו לחברת הניהול בהיקף של 5% מהמניות	(2,796)	6,789	2,796	-	2,796	-	הוצאות תשלום מבוסס מניות

התקופה	במהלך	שהוקצו	הרלוונטית.											
הגידול בעלויות עסקה (הכוללות בעיקר עלויות עורכי דין, יועצים פיננסיים ואחרים) נובע מגידול בהיקף השקעות החברה.	6,927	3,280	344	4,897	999	7,926	עלויות עסקה בגין רכישת חברות מוחזקות (בעיקר שירותים מקצועיים)							
העלייה היחסית בהוצאות נובעת בעיקר מגידול בהוצאות החברה הקשורות לגידול בהיקף פעילותה. ההוצאות כוללות בעיקר הוצאות ביטוח אחריות מקצועית, שכר דירקטורים חיצוניים, אגרות ושירותים מקצועיים אחרים.	1,296	2,341	253	1,142	771	2,067	הוצאות תפעוליות אחרות							
								סה"כ הוצאות	(9,966)	(17,686)	(4,810)	(10,196)	(6,194)	(16,160)
								רווח מפעולות רגילות	141,749	88,041	8,846	154,654	16,994	158,743
העלייה בהוצאות המימון בתקופת הדוח ולעומת התקופה המקבילה אשתקד נובעת בעיקר מריבית והצמדה של אגרות החוב סדרה א' של החברה הצמודות למדד המחירים לצרכן שעלה ב- 3.1% בתקופה בסך של 15.5 מיליון ש"ח. בנוסף, בתקופת הדוח נבעו לחברה הוצאות מימון בקשר עם מסגרת האשראי מגוף מוסדי ועלויות העמדת ערבויות בסך של 3 מיליון ש"ח. בתקופה המקבילה אשתקד ובשנת 2021 כולה נבעו לחברה הוצאות מימון בגין מסגרת האשראי מגוף מוסדי, ריבית בגין הלואה בנקאית שהתקבלה בסוף שנת 2020 ונפרעה באוקטובר 2021, ריבית בגין אגרות החוב סדרה א' שהונפקו בדצמבר 2021 וכן עלויות העמדת ערבויות.	(15,354)	(8,146)	(1,515)	(11,769)	(2,844)	(18,198)	הוצאות מימון, נטו							
								רווח לפני מיסים על ההכנסה	126,395	79,895	7,331	142,885	14,150	140,545
מיסים נדחים בקשר עם ההכנסות שנבעו מהשינוי נטו בשווי ההשקעות בחברות המוחזקות, שנמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד, בתקופת הדוח בעיקר בגין רמת חובב.	35,095	17,399	722	33,833	200	35,295	מיסים על ההכנסה - נדחים							
								סה"כ רווח כולל מיוחס לבעלי מניות החברה	91,300	62,496	6,609	109,052	13,950	105,250



## 9. נזילות ומקורות מימון

להלן יובא פירוט בדבר תזרימי המזומנים של החברה (באלפי ש"ח):

הסברים לשינויים בתוצאות	שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		
	2021	2021	2022	2021	2022	
						אלפי ש"ח
	19,458	47,051	133,850	19,458	536,746	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת תקופה
התזרים השוטף נובע בעיקר מהרווח לתקופה, כולל ההתאמות לרווח, דיבידנד ריבית ותקבולים בגין הלוואות שהתקבלו בתקופה, ריבית ששולמה ושינוי בחייבים ובזכאים.	37,733	4,979	69,472	15,513	96,912	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
התזרים שימש בעיקר להשקעות בחברות מוחזקות והפקדה של פיקדון בנקאי.	(367,109)	(99,602)	(362,619)	(104,279)	(792,955)	מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה
התזרים נובע מקבלת הלוואה מגוף מוסדי בניכוי דיבידנד שחולק. בשנת 2021 התזרים נובע בעיקר מתמורה מהנפקת מניות ואגרות חוב (גיוס פרטי וציבורי) בניכוי פירעון נטו של הלוואות מתאגיד בנקאי.	846,664	133,703	310,000	155,439	310,000	מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון
	517,288	39,080	16,853	66,673	(386,043)	גידול (קיטון) במזומנים ושווי מזומנים
	536,746	86,131	150,703	86,131	150,703	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף התקופה

### 9.1 הסכמי הלוואה

לפרטים אודות הסכמי הלוואה מהותיים שהחברה צד להם ראו סעיף 17.8 בדוח תיאור עסקי התאגיד לדוח התקופתי.

לפרטים אודות התקשרות החברה עם מספר גופים מוסדיים מקבוצת הראל בהסכם מסגרת אשראי בהיקף של 500 מיליון ש"ח, ראו סעיף 17.3 בדוח תיאור עסקי התאגיד לדוח התקופתי. בתקופת הדוח, החברה משכה סכום של 350 מיליון ש"ח ממסגרת האשראי וזאת בין היתר לצורך העמדת המקדמה על חשבון רכישת מניות אגד.

להסכם מימון בקשר עם רכישת מניות אגד ראו סעיף 1.4.3 לעיל.

## 10. מצבת התחייבויות

לפרטים אודות מצבת ההתחייבויות של החברה לפי מועדי פירעון ליום 30.6.2022, ראו דיווח מידי של החברה המתפרסם במקביל לדוח זה, אשר הפרטים הכלולים בו מובאים בזאת על דרך ההפניה.

## 11. אי צירוף דוח וחוות דעת רואה חשבון מבקר בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית

היות והחברה הנפיקה את מנייתיה לציבור לראשונה בחודש מאי 2021, הרי שלא חלה על החברה החובה לצרף לדוח התקופתי ולדוחות הרבעוניים דוח בדבר הערכת הדירקטוריון וההנהלה לעניין אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי והגילוי (ISOX). החובה האמורה תחול על החברה החל בדוחות הכספיים השנתיים ליום 31 בדצמבר 2022.

כמו כן, בהתאם להוראות תקנה 9ב(ג) לתקנות הדוחות, הוראותיה של תקנה 9ב(ג) לתקנות הדוחות, על-פיה יש לצרף לדוחותיה השנתיים של חברה את חוות דעתו של רואה החשבון המבקר בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ובדבר חולשות מהותיות שהוא זיהה בבקרה זו, לא יחולו על החברה בטרם יחלפו חמש שנים מעת שנעשתה תאגיד מדווח, למעט בקרות מקרים מסוימים שנקבעו באותה תקנה.

## 12. מדיניות החברה בנושא מתן תרומות

למועד הדוח, לא חל שינוי ביחס לאמור בדוח הדירקטוריון הנכלל כפרק ב' לדוח התקופתי.

## 13. דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית

למועד הדוח, לא חל שינוי ביחס לאמור בדוח הדירקטוריון הנכלל כפרק ב' לדוח התקופתי. לפרטים אודות הדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, נכון למועד הדוח, ראו תקנה 26 בפרק ד' לדוח התקופתי.

## 14. דירקטורים בלתי תלויים

למועד הדוח, לא חל שינוי ביחס לאמור בדוח הדירקטוריון הנכלל כפרק ב' לדוח התקופתי.

## 15. מבקר פנים

לפרטים אודות מבקר הפנים של החברה, לרבות פרטים אודות תוכנית עבודת הביקורת, ראו סעיף 16 לדוח הדירקטוריון הנכלל כפרק ב' לדוח התקופתי.

## 16. אומדנים משמעותיים

האומדנים המשמעותיים אשר הופעלו על ידי ההנהלה ביישום המדיניות החשבונאית של החברה ואי הוודאות הכרוכה במקורות המפתח של האומדנים, היו זהים לאלו שבדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2021. לפרטים נוספים ראו ביאור 3 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה, הנכללים כפרק ד' לדוח התקופתי.

## 17. פרטים אודות עדכון הערכות שווי מהותיות מאוד

תחנת הכוח חגית	תחנת כוח באר טוביה	תחנת כוח רמת חובב	מתקן התפלה אשקלון	עיתוי ההערכה
30.6.2022	30.6.2022	30.6.2022	30.6.2022	שווי נושא ההערכה סמוך לפני מועד ההערכה
-	565,787	255,670	206,038	שווי נושא ההערכה שנקבע בהתאם להערכה למועד הדוח
107,596	517,695	397,225	208,442	
רחל סגל, סמנכ"ל כספים	ס.ק.א ייעוץ כלכלי בע"מ, נוספים ראו הערכת שווי מצורפת	BDO זיו האפט, לפרטים נוספים ראו הערכת שווי מצורפת	רחל סגל, סמנכ"ל כספים	זיהוי מעריך השווי ואפיוני
העסקה הושלמה ביום 1.6.2022 ולפי הערכת החברה מחיר העסקה משקף את שווייה ההוגן למועד זה	השקעה: מחיר הון 9%; תקופת פעילות בהתאם לרישיון של התחנה. הלוואה: שיעור היוון 5%; התקופה בהתאם לסילוקין של הלוואה	הלוואה המירה: מחיר הון 9.25%; תקופת פעילות בהתאם לתקופת הרישיון של כל אחת מהיחידות. הלוואה לא המירה: שיעור היוון 7.84%; התקופה בהתאם לסילוקין של הלוואה	ככל שהיו שינויים בהנחות ששימשו להערכת שווי הנכס החיצונית ליום 31.12.2021 הרי שההשפעה שלהם על שווי הנכס אינה מהותית. החברה נהנית מתשואה שוטפת לבעלים בגין השקעתה. לא היה שינוי בשיעור התשואה לבעלים ביחס להערכת השווי החיצונית ליום 31.12.2021	ההנחות שהיוו בסיס להערכת השווי
	שיטת השווי הנכסי, המתבססת על שווי נכסי החברה כאשר תחנת הכוח הוערך לפי היוון תזרים המזומנים (DCF), בגין תחנת הכוח והקרקע המוחזקת על ידי החברה, הוערכה על ידי שמאי חיצוני לפי גישת ההשוואה והיוון תזרימי המזומנים (DCF) בגין הלוואה	היוון תזרים מזומנים לבעלים (FCFE) בגין הלוואה המירה והיוון תזרימי המזומנים (DCF) בגין הלוואה לא המירה	קיזום ערך הנכס בגין התקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית ליום 31.12.2021 ועד למועד הדוח בשיעור התשואה לבעלים, בניכוי דיבידנד, ככל שהתקבל ובתוספת השקעות נוספות שביצעה החברה בנכס, ככל שביצעה	מודל ההערכה
נספח ה' לדוח הדירקטוריון	נספח ד' לדוח הדירקטוריון	נספח ג' לדוח הדירקטוריון	נספח ב' לדוח הדירקטוריון	הפניה להערכת שווי

31 באוגוסט 2022

נבות בר, מנכ"ל החברה

רוני בירם, יו"ר הדירקטוריון

## נספח א' - גילוי ייעודי למחזיקי אגרות החוב של החברה

ביום 5 בדצמבר 2021 השלימה החברה הנפקה של כ-450,000,000 ש"ח ע.נ. אגרות חוב (סדרה א'), על פי דוח הצעת מדף מיום 1 בדצמבר 2021 (מס' אסמכתא: 2021-01-105541) (להלן: "דוח הצעת המדף") וביום 12 ביולי 2022 השלימה החברה הנפקה פרטית של 200 מיליון ש"ח ע.נ. אגרות חוב (סדרה א') בדרך של הרחבת סדרה (לפרטים ראו דיווח מידי של החברה מיום 11 ביולי 2022, מס' אסמכתא: 2022-01-087451). לתנאים המלאים של אגרות החוב ראו בשטר הנאמנות אשר צורף כנספח א' לדוח הצעת המדף, הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

להלן יובאו פרטים בדבר סדרת אגרות החוב של החברה שבמחזור נכון ליום 30 ביוני 2022:

מועד ההנפקה		5 בדצמבר 2021		אגרות החוב (סדרה א') ("אגרות החוב")	
פרטים אודות דירוג אגרות החוב	שם חברה	Maalot S&P	דרוג למועד ההנפקה	A+	דרוג למועד הדירוג הקבוע
	מדרגת		דרוג למועד ההנפקה	A+	
			דרוג למועד ההנפקה	A+	
פרטים בדבר הנאמן	רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ, רחוב יד חרוצים 14, תל-אביב 6770007 איש קשר: הדר שאול, טלפון: 03-6389200, פקס: 03-6389222, דוא"ל: <a href="mailto:hadar@rpn.co.il">hadar@rpn.co.il</a>				
סך כל השווי הנקוב במועד ההנפקה	450,000 אלפי ש"ח ערך נקוב				
השווי הנקוב במועד הדוח	450,000 אלפי ש"ח ערך נקוב				
סכום הריבית שנצברה	6 אלפי ש"ח				
שווי ההוגן כפי שנכלל בדוחות הכספיים	472,588 אלפי ש"ח				
שווי בורסאי ליום 30 ביוני 2022	417,960 אלפי ש"ח				
ערבות לתשלום ההתחייבויות	אין				
האם אגרות החוב ניתנות להמרה?	אגרות החוב אינן ניתנות להמרה.				
נכסים משועבדים	אגרות החוב אינן מובטחות בכל שיעבוד או בטוחה אחרת. במסגרת שטר הנאמנות, החברה התחייבה כי החל ממועד חתימת שטר הנאמנות, וכל זמן שאגרות החוב טרם נפרעו במלואן, היא לא תיצור שיעבוד שוטף כללי על כלל נכסיה וזכויותיה הקיימים והעתידים לטובת צד שלישי, אלא אם יתקיימו התנאים המנויים בסעיף 4.6.2 לשטר הנאמנות.				
הנפקת אגרות חוב נוספות	החברה רשאית להנפיק אגרות חוב (סדרה א') נוספות בהתאם לתנאים המפורטים בסעיף 2.4 לשטר הנאמנות וכן להנפיק סדרות נוספות של אגרות חוב או ניירות ערך אחרים בהתאם לתנאים המפורטים בסעיף 2.7 לשטר הנאמנות.				
ריבית	סוג ריבית	קבועה			
	ריבית נקובה	0.75%			
מועדי תשלום הריבית	מועדי תשלום הריבית	פעמיים בשנה בימים 30 ביוני ו-31 לדצמבר של כל אחת מהשנים 2022 עד 2031 (כולל).			
	מועדי תשלום הקרן	קרן אגרות החוב (סדרה א') תיפרע ב-9 תשלומים שנתיים, כאשר התשלום הראשון ישולם ביום 31 בדצמבר 2023 ויהווה 5% מהערך הנקוב של אגרות החוב, שני התשלומים הבאים ישולמו ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2024 עד 2025, באופן שכל אחד מבין שני התשלומים כאמור יהווה 7.5% מהערך הנקוב של אגרות החוב, ארבעה תשלומים נוספים ישולמו ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2026 עד 2029, באופן שכל אחד מבין ארבעת התשלומים כאמור יהווה 12.5% מהערך הנקוב של אגרות החוב, ושני תשלומים נוספים אשר ישולמו ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2030 ו-2031, באופן שכל אחד מבין שני התשלומים כאמור יהווה 15% מהערך הנקוב של אגרות החוב.			

קרבן אגרות החוב (סדרה א') והריבית על הקרבן צמודות למדד המחירים לצרכן, כמפורט בסעיף 4 לתוספת הראשונה של שטר הנאמנות.		<b>בסיס ההצמדה ותנאיה</b>
לחברה קיימת זכות, לפי שיקול דעתה הבלעדי, לבצע פדיון מוקדם של אגרות החוב (סדרה א'), וזאת כמפורט בסעיף 13.2 לתוספת הראשונה לשטר הנאמנות.		<b>זכות התאגיד לפדיון מוקדם</b>
כן.		<b>רישום למסחר בבורסה</b>
<b>אמות מידה פיננסיות ושיעור העמידה בהן</b>	<b>אמת המידה</b>	<b>פירוט</b>
<b>בחינה ליום 30 ביוני 2022 (מיליוני ש"ח)</b>		
1,077	<b>התניית הון עצמי</b>	סך ההון העצמי <sup>11</sup> של החברה לא יפחת מ-430 מיליון ש"ח.
36%	<b>התניית יחס חוב לסך נכסים</b>	היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים לא יעלה על 57.5% <sup>12</sup> .
1,077	<b>התניית NAV</b>	השווי ההוגן של נכסי החברה, <sup>13</sup> בניכוי התחייבויות החברה לפי ערכן הפנקסני כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה (מבוקרים או סקורים, לפי העניין) לא יפחת מ-430 מיליון ש"ח.
55%	<b>התניית יחס הון למאזן</b>	היחס בין ההון העצמי של החברה <sup>14</sup> לבין היקף המאזן של החברה, כפי שיופיע בדוחות הכספיים של החברה, לא יפחת משיעור של 22.5%.
החברה עמדה בכל התנאים וההתחייבויות על פי שטר הנאמנות, ולא התקיימו תנאים המקימים עילה להעמדה לפירעון מיידי או למימוש בטוחות.		<b>עמידה בכל התנאים וההתחייבויות המנויים בשטר הנאמנות והתקיימות תנאים המקימים עילה להעמדת הסדרה לפירעון מיידי או מימוש בטוחות</b>
כן.		<b>האם הסדרה מהותית</b>

<sup>11</sup> לעניין זה, "הון עצמי" – הון עצמי כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה (מבוקרים או סקורים, לפי העניין), בתוספת הלוואות נחותות לזכויות מחזיקי אגרות החוב (סדרה א').

"הלוואות נחותות" – הלוואות של החברה אשר על פי תנאיהן הן בדרגת נשיה נחותה לזכויות מחזיקי אגרות החוב, ואשר הקרבן בגינן תיפרע רק לאחר פירעון המלא של אגרות החוב.

<sup>12</sup> לעניין זה, "החוב הפיננסי נטו" – חוב פיננסי של החברה, בניכוי מזומן ושווי מזומן, פיקדונות והשקעות לזמן קצר (כולל מזומן מוגבל (כהגדרתו להלן)), והכל על בסיס הדוחות הכספיים האחרונים של החברה.

"חוב פיננסי" משמעו – אשראי מתאגידים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים בצירוף חלויות שוטפות של אשראי זה, הלוואות מתאגידים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים בצירוף חלויות שוטפות של הלוואות אלה, אשראי שהועמד על ידי מוכר נכס הנכלל בחישוב "סך הנכסים" (כהגדרת המונח להלן) כהלוואות מוכר בקשר עם רכישת הנכס (להלן: "הלוואות מוכר") ואגרות חוב בצירוף חלויות שוטפות של אגרות החוב, וכן כל הלוואה שהיא, מכל גורם מממן שהוא. למען הסר ספק, חובות פיננסיים של חברות מוחזקות של החברה לא יחשבו כחלק מהחוב הפיננסי של החברה וכן לא יובאו בחשבון מזומנים ושווי מזומנים המוחזקים על ידן.

"סך הנכסים" – סך הנכסים בדוחות הכספיים של החברה, בניכוי מזומן ושווי מזומן, פיקדונות והשקעות לזמן קצר כולל ניכוי מזומן מוגבל אשר נוכח מחישוב החוב הפיננסי נטו, והכל על בסיס הדוחות הכספיים האחרונים של החברה. למען הסר ספק, נכסים של חברות מוחזקות של החברה לא יחשבו כחלק מהגדרה זו של "סך הנכסים" וכן לא יובאו בחשבון מזומנים ושווי מזומנים המוחזקים על ידן.

<sup>13</sup> "מזומן מוגבל" – פיקדונות, מזומנים ושווי מזומנים משועבדים לטובת צד ג' או אשר ניתנה התחייבות כלפי צד ג' כאמור לאי-משיכתם. לעניין חישוב השווי ההוגן של נכסי החברה – השקעות בחברות מוחזקות יילקחו על פי שוויין ההוגן בדוחות הכספיים של החברה ונכסים אחרים יילקחו בהתאם לערכם הפנקסני בדוחות הכספיים כאמור.

<sup>14</sup> ראו לעיל, ה"ש 7.



## נספח ב'

### עדכון הערכת שווי חברת וי.איי.די חברה להתפלה בע"מ ליום 30 ביוני 2022

לדוח השנתי של קיסטון ריט בע"מ (להלן – "החברה") לשנת 2021 צירפה החברה הערכת שווי לחברת וי.איי.די חברה להתפלה בע"מ (להלן: "VID") ליום 31 בדצמבר 2021. הערכת השווי בוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני בלתי תלוי (להלן: "הערכת השווי החיצונית").

החברה ביצעה בחינה של ההנחות העיקריות שהשפעת השינוי בהן עשויה להשפיע מהותית על שווי VID כפי שנקבע בהערכת השווי החיצונית.

מסקנת הבחינה לדעת החברה הנה שבששת החודשים הראשונים לשנת 2022 לא חלו שינויים באיזה מההנחות העיקריות באופן שמשפיע מהותית על הערכת השווי ליום 31.12.2021. פעילות מתקן ההתפלה במהלך ששת החודשים הראשונים לשנת 2022 המשיכה כסדרה, בדומה לתחזיות בתקציב VID ובהערכת השווי החיצונית.

משמעות הדבר היא שבתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית בעלי המניות ב-VID קיבלו את התשואה הצפויה על השקעתם, כפי שזו נקבעה בהערכת השווי החיצונית שבוצעה (מחיר ההון העצמי).

לאור האמור, נדרשת החברה להכיר בשינוי בשווי ההוגן של חלקה ב-VID בגין קידום ערך הנכס בתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית ליום 31.12.2021 ועד למועד הדוח הכספי בשיעור התשואה לבעלים בהתאם להערכת השווי החיצונית.

בנוסף, ככל שחולק דיבידנד לחברה בתקופה הרי שהוא ינוכה משווי ההשקעה במועד בו חולק וככל שיבוצעו השקעות נוספות הן תתווספנה לשווי ההשקעה במועד בו בוצעו.

החברה תמשיך לפעול במתודולוגיה זו עד למועד ביצוע הערכת שווי נוספת על ידי מעריך שווי חיצוני.<sup>1</sup>

בתקופת הדוח חילקה VID לחברה כ- 14,000 אלפי ש"ח (חלק החברה בלבד).

שווי ההשקעה הנוכחי ליום 30.6.2022 ב-VID, בהתחשב בשינוי בשווי ההוגן הנובע מהתאמת התקופה בשיעור ההיוון ובניכוי הדיבידנד, הינו 208,442 אלפי ש"ח.

אני נותנת בזאת את הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח ליום 30 ביוני 2022 של החברה.

רחל סגל  
סמנכ"ל כספים  
קיסטון ריט בע"מ

31 באוגוסט 2022  
תאריך

<sup>1</sup> הערכת שווי על ידי מעריך שווי חיצוני מבוצעת, ככלל, פעם ב-12 חודשים, או עד המועד בו בחינת ההנחות העיקריות ששימשו בהערכות השווי תביא למסקנה כי השפעת כלל השינויים בהנחות הינה מהותית.



## נספח ג' לדוח הדירקטוריון

### קיסטון ריט בע"מ

הערכת שווי להלוואה ולהלוואה המירה שניתנה לאדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת

ליום ה-30 ביוני 2022



## שלום רב,

לא בדקנו את המידע באופן בלתי תלוי, למעט בחינת סבירות. ביצענו מספר בחינות למידע כלהלן:

- בדיקת סבירות לתחזיות ההכנסות וההוצאות במודל הפיננסי של הפעילויות השונות;
- בחינת מבנה ההוצאות של הפעילויות השונות;
- בחינת הרווחיות התפעולית של הפעילויות השונות;
- בדיקות וניתוחי רגישות להנחות ולתחזיות.

חוות דעת כלכלית אינה מדע מדויק והיא אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, הנחות יסוד שנקבעו ותחזיות שנאמדו. שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את המסקנות.

החישובים בעבודה זו בוצעו באמצעות גיליון אלקטרוני, ולפיכך יתכנו הפרשי עיגול.

הרינו לציין כי אין לנו עניין אישי בחברה וכי הננו בלתי-תלויים בחברה או באחת מחברות הקבוצה כמשמעותו של מונח זה בחוק רואי חשבון תשט"ו - 1955 ובתקנות שהותקנו על-פיו, לרבות תקנות רואי חשבון (ניגוד עניינים ופגיעה באי תלות כתוצאה מעיסוק אחר) תשס"ח – 2008, בתקני ביקורת ובכללי ההתנהגות המקצועית של לשכת רואי החשבון בישראל. כמו כן חוות דעתנו עומדת בתנאים ובקריטריונים של הערכת שווי בלתי תלויה בהתאם לתקנות ניירות ערך והנחיות רשות ניירות ערך, לרבות החלטת רשות ניירות ערך (בנושא אי תלות) לפי סעיף 9 לחוק ניירות ערך תשכ"ח – 1968.

עוד נציין כי לא נקבעו התניות לקבלת שכר הטרחה בקשר עם תוצאות חוות דעת זו.

נתבקשנו על-ידי קיסטון ריט בע"מ (להלן: "קיסטון" ו/או "מזמינת העבודה") לבצע הערכת שווי להחזקתה באדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת (להלן: "שותפות הביניים"), הכוללת הן הלוואה המירה שניתנה לשותפות והן הלוואה לא המירה שניתנה לשותפות (להלן: "ההלוואות"), ליום 30 ביוני 2022 (להלן: "מועד הערכת השווי" ו/או "יום הערכה").

ההתקשרות בין BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ (להלן: "BDO") לבין קיסטון אושרה ונחתמה על ידי גב' רחל סגל, סמנכ"לית הכספים של קיסטון, ביום 7 ביולי, 2022 (להלן: "מועד ההתקשרות").

ממצאינו יישמשו את מזמינת העבודה, הנהלתה ומבקריה, למטרות דיווח פיננסי במסגרת עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין. עבודה זו מיועדת לשימושה הבלעדי של מזמינת העבודה, הנהלתה ומבקריה 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 התבססו 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.

## הסכמה מראש של מעריך השווי לצירוף ההערכה

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדיווחי קיסטון ליום 30 ביוני 2022, לרבות דוחות שיכללו במסגרת תשקיפי מדף או דוחות הצעת מדף שתפרסם קיסטון, 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.

## שיפוי

בהתאם להסכם ההתקשרות, באם נחויב לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר עם ביצוע השירותים המפורטים בהסכם ההתקשרות בהליך משפטי או בהליך מחייב אחר, מתחייבת קיסטון, לשפותנו בגין כל סכום כאמור שישולם על ידינו, מעבר לסכום השווה לפי שלושה משכר טרחתנו ובלבד שניתנה לקיסטון אפשרות להתגונן; והכל למעט מקרים של רשלנות או זדון של BDO - שאז לא יחול שיפוי או פיצוי כלשהו.

## מקורות מידע

### עבודתנו התבססה על נתונים, מסמכים ומצגים כמפורט להלן:

- דוחות כספיים של תחנת כוח רמת חובב שותפות מוגבלת לשנים 2020-2021 וליום 30 ביוני, 2022;
- מודל פיננסי של תחנת כוח רמת חובב מעודכן למועד הערכת השווי, הכולל תחזיות מפורטות של תזרים המזומנים לשנים 2022-2041, הן ברמת שותפות רמת חובב והן ברמת שותפות הביניים;
- ניירות עבודה והסברים שונים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה;
- מידע גלוי לציבור.

### שיחות עם אנשי מפתח

שיחות והתכתבויות עם נציגי החברה:

- גב' רחל סגל, סמנכ"לית כספים, קיסטון ריט בע"מ;
- מר דן יורן, אנליסט השקעות, קיסטון ריט בע"מ;
- מר מתן סייג, חשב, קיסטון ריט בע"מ;
- גב' פולינה ברדייניק, אוזן ושות' יועצים פיננסיים בע"מ;

## פרטים אודות מעריך השווי ומומחיותו

**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 ומיסייות, הערכות שווי מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים, ניתוחים כספיים, בניית תכניות עסקיות, ייעוץ מימון פרויקטים PFI/PPP, מיזוגים ורכישות, בנקאות השקעות ועוד.

### הצוות המוביל

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

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

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

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

להלן פירוט הערכות שווי בהיקפים דומים או גבוהים, שבוצעו על ידי הצוות המוביל:

- **אל על** – הערכת שווי פעילות צי המטוסים של אלעל;
- **חברת השקעות דיסקונט** – הערכת שווי לצורך בחינה לירידת ערך חברת סלקום;
- **פז** – הערכת שווי לצורך בחינה לירידת ערך פז בתי זיקוק;
- **פרטנר** – הערכות שווי לצורך בחינה לירידת ערך המגזר הקווי;
- **One1 שרותי תוכנה** – הערכת שווי לצורך בחינה לירידת ערך מגזר התוכנה.
- **Arko Holdings / GPM Investments** – הערכות שווי ובחינות לירידת ערך.

## תמצית ממצאים

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי, שווי החזקות החברה באדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת הינו, כדלקמן:

אלפי ש"ח	30.06.22
שווי הלוואה A (הלוואה המירה)	331,275
שווי הלוואה B (הלוואה שאינה המירה)	65,950
<b>סה"כ שווי הלוואות</b>	<b>397,225</b>

(\* ) ערך ההשקעה בדוחותיה של קיסטון נכון ליום 31.03.2022 הינו 256 מיליון ש"ח.

בכבוד רב,

BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ

שגיב מזרחי, שותף

31 באוגוסט, 2022



## תוכן עניינים

1  
11  
21  
27  
33  
40

השותפות ופעילותה

הסביבה העסקית

ניתוח דוחות כספיים

מתודולוגיה

הערכת השווי

נספחים

# פרק 1

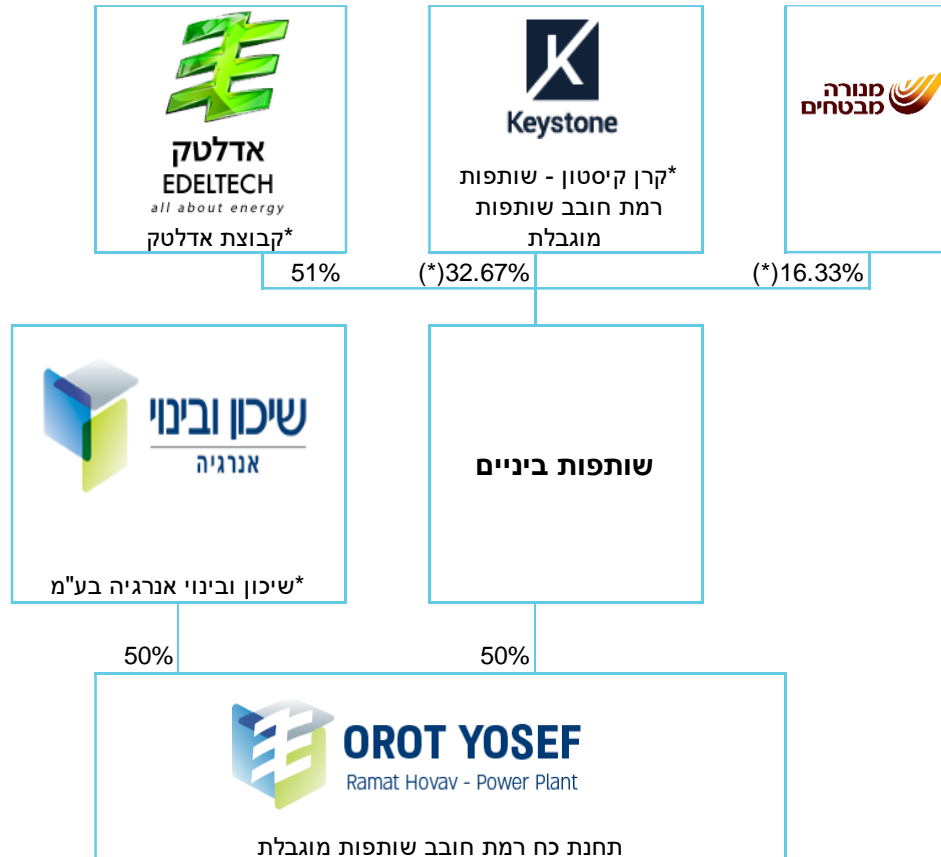
## השותפות ופעילותה



## השותפות ופעילותה

כללי

להלן מבנה אחזקות סכמטי בתחנת הכח, לאחר הרכישה, כאמור לעיל:



(\*) חלקן של קיסטון ומנורה בשותפות הביניים הוא באמצעות הלוואה המירה למניות כפי שיפורט להלן, שנכון למועד זה טרם הומרה.

תחנת הכוח אורות יוסף (לשעבר תחנת הכח רמת חובב) (להלן: "תחנת הכח") נמצאת בסמוך לאזור התעשייה נאות חובב והינה תחנת כוח פעילה הכוללת שש יחידות ייצור, מהן שתיים במחזור משולב (שכל אחת מהן כוללת טורבינות גז וטורבינת קיטור) ועוד ארבע טורבינות גז במחזור פתוח בהספק כולל של 1,194.5 מגה-וואט.

בחודש מאי 2020 הגישה תחנת כח רמת חובב שותפות מוגבלת (להלן: "שותפות רמת חובב" ו/או "השותפות"), שותפות אשר מוחזקות בחלקים שווים ע"י חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "שיכון ובינוי") ואדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת (להלן: "שותפות הביניים"), הצעה למכרז לרכישה ותפעול של תחנת הכח רמת חובב. בהמשך לכך, ביום 10 ביוני 2020, התקבלה אצל שותפות רמת חובב הודעה בדבר החלטת ועדת המכרזים של חברת החשמל, לפיה הצעתה של השותפות נבחרה כזוכה במכרז.

המכרז היווה את המכרז השני שפורסם על ידי חברת החשמל (חח"י) תחת הרפורמה במשק החשמל. בהתאם לתנאי הרפורמה נדרשה חברת החשמל להשלים את הליך המכירה של תחנת הכוח ברמת חובב עד ליום 3 בדצמבר 2020.

ביום 25 ביוני 2020, נחתם הסכם לרכישת הפרויקט בין שותפות רמת חובב לבין חברת החשמל וביום 3 בדצמבר 2020 הושלמה המסירה (Handover) של תחנת הכוח לשותפות רמת חובב על פי הסכם הרכישה, לאחר שהתמלאו כל התנאים המוקדמים למסירה, ובכלל זה הענקת רישיונות ייצור חשמל לשותפות רמת חובב.

בהתאם להסכם הרכישה הנזכר לעיל, שותפות רמת חובב רכשה את תחנת הכוח מחח"י במצבה כפי שהיא וללא מצגים כלשהם בנוגע למצבה ("As-is") בתמורה לכ- 4.3 מיליארד ש"ח. על פי הסכם הרכישה, התחייבה השותפות לשאול מחח"י כ-60 עובדים של חח"י אשר עובדים כיום בתחנה, למשך 5 שנים. השותפות מחויבת לשאת בעלות העסקתם של העובדים (באמצעות תשלום שוטף לחח"י), והכל בתנאים זהים לתנאים החלים על העסקתם של אותם עובדים בחח"י.

## החברה ופעילותה

### הסכם הלוואה והלוואה המירה

יצוין כי ביחס להזרמות הון שידרשו לשם מימון תשלום מס רכישה ודמי היתר לרשות מקרקעי ישראל (להלן: "רמ"י") בגין עסקת רכישת הזכויות בפרויקט על ידי שותפות רמת חובב, למנורה ישנה האופציה להודיע כי לא תישא בהזרמות אלו, ובמקרה זה שותפות קיסטון תישא באותו חלק באופן מלא או בחלק של 50% (כאשר היתרה תשלום במקרה זה על ידי אדלטק), לפי בחירתה של שותפות קיסטון, ובמקרה זה מנורה לא תהא זכאית ליהנות מחלקה בכל חלק מהחלוקות שתבצע שותפות רמת חובב לשותפות הביניים, ואשר מקורו בבנייה או שימושים נוספים שהתאפשרו בשל הארכת תקופת הזכויות בקרקע אשר הביאו לתשלום העלויות העודפות בגין המקרקעין, ובמקרה זה, שותפות קיסטון או שותפות קיסטון ואדלטק אחזקות בחלקים שווים, לפי העניין, תהינה זכאיות לקבל (כחלוקה הונית), במקומה של מנורה, כל סכום אשר מנורה זכאית הייתה לקבלו (ברמת עדיפות שהייתה מוקנית למנורה), ואשר מקורו בחלוקות בגין שימושים נוספים במקרקעין כאמור.

כל הסכומים ששותפות הביניים זכאית לקבל משותפות רמת חובב, יועברו על ידי שותפות רמת חובב לחשבון ייעודי של שותפות הביניים (להלן: "החשבון הייעודי"), אשר שועבד לטובת המלוות. מדי רבעון, סכום השווה לכ-49% מהסכומים המופקדים בחשבון הייעודי יועבר למלוות (כ-34% מהסכומים לשותפות קיסטון וכ-16% למנורה), כפירעון על חשבון הלוואה ההמירה (וזאת מבלי לגרוע מזכות ההמרה). לאחר המרת הלוואה ההמירה, סכום זה יהווה חלוקה הונית בגין זכויותיה של שותפות קיסטון כשותף מוגבל בשותפות הביניים. יתרת הלוואה ההמירה תיפרע בחודש דצמבר, ככל שלא הומרה קודם לכן. יצוין כי שותפות הביניים לא תהא רשאית לפרוע בפירעון מוקדם את קרן הלוואה (למעט בדרך של מימוש אופציית ה-put).

ביום 25 בנובמבר 2020 נחתם הסכם הלוואה בין קרן קיסטון – שותפות רמת חובב שותפות מוגבלת (שותפות שהשותף הכללי בה הינו חברה בבעלות מלאה של החברה והשותף המוגבל בה הינו החברה; להלן: "שותפות קיסטון") ותאגידיים מקבוצת מנורה מבטחים (להלן: "מנורה") (להלן יחד עם שותפות קיסטון: "המלוות"), לבין שותפות הביניים לצורך מימון חלקי של חלק קבוצת אדלטק בהון העצמי הנדרש להעמדה על ידי קבוצת אדלטק במסגרת מימון רכישת תחנת הכוח אורות יוסף.

המלוות העמידו לשותפות הביניים הלוואה בהיקף כולל של כ-265 מיליון ש"ח, כאשר חלקה של שותפות קיסטון בהלוואה הסתכם בסך של כ-175 מיליון ש"ח. חלק מהלוואה שהעמידה שותפות קיסטון, כ-103 מיליון ש"ח, המיר לזכויות של שותף מוגבל בשותפות הביניים (להלן: "הלוואה A" או "ההלוואה ההמירה") ויתרתה, כ-72 מיליון ש"ח, אינו המיר (להלן: "הלוואה B" או "הלוואה לא המירה").

### הלוואה המירה

ההלוואה ההמירה ניתנת להמרה לזכויות של שותף מוגבל בשותפות הביניים, כאשר זכות ההמרה ניתנה גם לשותפות קיסטון מזה וגם לשותפות הביניים מזה. זכות ההמרה ניתנת למימוש במהלך חלון זמנים של 180 יום, שתחילתו בחודש דצמבר 2022. ככל שתמומש האופציה על ידי מי מהצדדים, שותפות קיסטון תחזיק בזכויות המהוות כ-33% מסך זכויות השותפים המוגבלים בשותפות הביניים.

החל ממועד מתן הודעת מימוש, אם וככל שיהיה, שותפות קיסטון תיחשב כמי שקיבלה על עצמה, החל מאותו מועד, באופן בלתי חוזר, חלק יחסי, בהתאם להחזקותיה, מתוך החשיפה של כלל השותפים בשותפות הביניים מכוח הסכם המימון של שותפות רמת חובב. אם וככל שהשותפות בשותפות הביניים נשאו, טרם למועד מימוש האופציה כאמור, בהתחייבויות מכוח הסכם המימון של שותפות רמת חובב מעבר לחלקן כפי שיהיה לאחר הודעת מימוש האופציה, שותפות קיסטון תשלם את החלק היחסי של הסכומים שהועמדו בגין חלקה, הנובע מחלק הזכויות שרכשה.

## החברה ופעילותה

### הסכם הלוואה והלוואה המירה

#### הלוואה לא המירה

פירעון ההלוואה הלא המירה ייעשה בהתאם ללוח הסילוקין שנקבע בין הצדדים מתוך הכספים שיוותרו בחשבון הייעודי, פירעון ההלוואה הנו לתקופה בת 15 שנה בהתאם ללוח סילוקין רבעוני שפיצר. ההלוואה נושאת ריבית צמודה בשיעור שנתי של כ- 5%-6%.

היה ובמועד תשלום, יתרת הסכומים בחשבון הייעודי תהיה נמוכה מהסכום הקבוע לפירעון באותו מועד בהתאם ללוח הסילוקין, הסכום החסר יידחה למועד התשלום הבא אחריו, ותתווסף אליו ריבית מהמועד שהיה קבוע לתשלומו (להלן: "סכומים נדחים") שותפות הביניים תהא רשאית לפרוע את ההלוואה הלא המירה בפירעון מוקדם, יחד עם הריבית שנצברה על קרן ההלוואה וטרם נפרעה עד לאותו המועד ויחד עם עמלת פירעון מוקדם.

#### חלוקת יתרת הכספים בחשבון הייעודי

ככל שבחשבון הייעודי יותרו כספים לאחר ביצוע הפירעונות והחלוקות כאמור לעיל, תתחלק יתרת הכספים בין המלוות לבין אדלטק, בהתאם למנגנונים שנקבעו בהסכם.

להבטחת הסילוק המלא והמדויק של ההלוואות, ישמשו השעבודים וההתחייבות המפורטים להלן:

שעבוד קבוע מדרגה ראשונה, ללא הגבלה בסכום, על כל זכויות אדלטק אחזקות בשותף מוגבל בשותפות הביניים וכן מניות אדלטק נדל"ן בע"מ בשותף הכללי של שותפות הביניים - ניתן להעביר בעלות בזכויות בשותפות הביניים, רק בחלוף שנתיים ממועד המסירה. השעבוד ישוחרר באופן מדורג בהתאם לפירעון ההלוואה, ובכפוף לכך שלא אירעה הפרה שלא תוקנה של הסכם מצד שותפות הביניים, ולא מתקיימת עילה לפירעון מידי, ואין חשש שתתקיים עקב שחרור הזכויות כאמור. שעבוד קבוע מדרגה ראשונה ללא הגבלה בסכום, על החשבון הייעודי ועל זכויותיה של שותפות הביניים כלפי הבנק אצלו מתנהל החשבון הייעודי. משכון זה מבטיח, כי כל חלקה של אדלטק בכספים שתחלק שותפות רמת חובב, יועברו לחשבון הייעודי. שיעבוד לתקופת הביניים - מאחר והזכויות בשותפות רמת חובב טרם הועברו לשותפות הביניים, מישכן בעל השליטה באדלקום חלק ממניותיו באדלקום לטובת המלוות. משכון זה יפקע מאליו, עם השלמת העברת הזכויות בשותפות רמת חובב מאדלטק לשותפות הביניים.

### רישיון ייצור תחנת הכוח רמת חובב

בתאריך 3 בדצמבר 2020 הוענקו לשותפות רמת חובב רישיונות ייצור חשמל כדלקמן:

יחידת הייצור	הספק ב-MW בתנאי ISO (דלק עיקרי - גז טבעי)	תקופת הרישיון
1	106.9	15 שנים
2	107.1	15 שנים
3,4,5	340.6	15 שנים
6	126.3	20 שנים
7	125.1	20 שנים
8,9	388.5	20 שנים

להלן עיקרי תנאי הרישיונות:

א. הרישיונות אינם ניתנים להעברה, לשעבוד או לעיקול, במישרין או בעקיפין, ללא אישור מראש של רשות החשמל. בנוסף, שינוי במחזיקי הזכויות בשותפות רמת חובב, וכן בזהות בעלי השליטה בשותפים המחזיקים בשותפות רמת חובב, כפוף לאישור רשות החשמל.

ב. על פי תנאי הרישיונות, תחנת הכוח רמת חובב תופעל באמצעות גז טבעי כדלק עיקרי ותשתמש בסולר כדלק גיבוי (משני). כמו כן, מכוח הרישיונות האמורים ויתר הרגולציה החלה עליה, רשאית תחנת הכוח רמת חובב למכור חשמל ושירותים נלווים למנהל המערכת, וזאת ע"פ כללי העסקאות, אמות המידה והתעריפים כפי תוקפם מעת לעת.

ג. רשות החשמל רשאית, באישור שר האנרגיה, לשנות את תנאי רישיונות הייצור הקיימים, במקרים הבאים:

- חל שינוי במידת ההתאמה של בעל הרישיון לעמידה בתנאים או לביצוע הפעולות והשירותים על פי הרישיון, שאינו מצדיק ביטול;
- שינויים במשק החשמל;
- הבטחת תחרות במשק החשמל;
- הבטחת רמת השירותים שיינתנו לפי רישיון הייצור הקיים;
- שינויים במתקן או בטכנולוגיה נשוא רישיון הייצור הקיים;

## החברה ופעילותה

### רישיון ייצור תחנת הכוח רמת חובב (המשך)

- ד. רשות החשמל רשאית לבטל או להתלות את רישיון הייצור הקיים במקרים הבאים:
- ה. סירוב למסור לרשות החשמל מידע או מסמכים שנדרש לגלותם או מסירת מידע כוזב;
- ו. אי-קיום החלטות שר האנרגיה ורשות החשמל;
- ז. אי-קיום תנאי הרישיון או תנאי הכשירות לקבלתו או הוראה מחייבת בדין במשך תקופת הרישיון;
- ח. מינוי כונס נכסים או מפרק זמני, מתן צו פירוק או החלטה על פירוק מרצון;
- ט. אי-העמדת ערבויות או אי-תשלום אגרה;
- י. קיום סייגים למתן רישיון לפי הוראות הדין.

יא. ביחידות מס' 1, 2, 3-4-5, 6, 7 ו-8-9 תחנת הכוח רמת חובב נדרשת לעמוד באחוז זמינות (Equivalent Availability Factor) מצטבר שנתי בהתאמה של 79%, 80%, 81%, 75%, 78% ו-69%, בהתאמה. אי עמידה באחוז זמינות שנתי מצטבר מהווה הפרה יסודית של תנאי הרישיון.

יב. שינוי במתקן הייצור, לרבות שינוי בהספק המותקן, בדגם המתקן, בטכנולוגיית המתקן, ובכלל זה הוספת שיפור למתקן קיים, טעון אישור רשות החשמל ושר האנרגיה, ודרוש כל אישור מקדים נוסף הנדרש בדין.

יג. הרישיון מחיל על תחנת הכוח רמת חובב התחייבויות נוספות, וביניהן: חובת העמדת ערבות כדין המתחדשת מידי שנה וניתנת לחילוט על-ידי רשות החשמל בהתקיים תנאים שונים; ביצוע בדיקות ותחזוקה; חובת תיקון ליקויים ופגמים, כאשר אי ביצוע תיקון נדרש לאלתר יהווה הפרה יסודית של תנאי הרישיון; עמידה בדרישות אבטחת מידע ואבטחה פיזית של המתקן; חובת המצאת דוח תקלות ודוח בדיקות לרשות ולמנהל המערכת כקבוע בתנאי הרישיון; איסור על פגיעה בתחרות והתנהגות לפי כללי השוק במשק החשמל, לרבות איסור על פעולה בניגוד עניינים שלא אושרה ע"י רשות החשמל ושר האנרגיה וכפיפות לעמידה בדרישות ביטוחיות.

למועד הערכת השווי, לא ידוע על כל הפרה של התנאים בהם מחויבת תחנת הכוח רמת חובב מכוח רישיונות ייצור החשמל, אשר עלולה לפגוע בפעילות הייצור של תחנת הכוח רמת חובב.

ביום 3 בדצמבר 2020 קיבלה תחנת הכוח רמת חובב אישור תעריפי הקובע את התעריפים המאושרים לתחנת הכוח בגין מכירת חשמל למנהל המערכת (בהתאם להחלטות רשות החשמל הרלוונטיות). תוקף האישור התעריפי של יחידות מס' 1, 2 ו-3-4-5 הינו מיום מסירת האתר לתקופה של 15 שנים, בעוד שתוקף האישור התעריפי של יחידות מס' 6, 7 ו-8-9 הינו מיום מסירת האתר לתקופה של 20 שנים, וכל זאת בהינתן שרישיון הייצור בתוקף בהתאם להחלטות רשות החשמל, כללי העסקאות, אמות המידה ולוחות התעריפים. לאחר התקופה כאמור, ככל שיוארך רישיון הייצור של בעל הרישיון, יחולו על בעל הרישיון ההסדרים והתעריפים כפי שייקבעו באותה העת על ידי הרשות.

### תשלומי זמינות

האסדרה החלה על התחנה פורסמה במסגרת החלטה מס' 11 (57211) של רשות החשמל משייבה 572. בהתאם לאסדרה החלה על התחנה, תהיה זכאית שותפות רמת חובב לתשלומי זמינות אשר נועדו לכסות את כל העלויות הקבועות של תחנת הכוח (לרבות עלויות הונית). תעריף הזמינות שנקבע לתחנה הוא 3.76 אגורות לקילוואט עבור כל היחידות והוא הותאם על בסיס תשואת אג"ח ממשלתי צמוד מדד במח"מ 8.5 שנים ממועד הגשת ההצעות ועד מועד הסגירה הפיננסית.

התעריף צמוד למדד המחירים לצרכן ממועד הגשת ההצעות לסל מטבעות של שקל, אירו ודולר ארה"ב בהתאם למשקלות שנקבעו על ידי שותפות רמת חובב.

## החברה ופעילותה

### תשלומים בהתאם למחירי ה - SMP

על פי האסדרה, בכל יום מגישים יצרני החשמל הכפופים לאסדרה, למנהל המערכת, טבלה המתארת את ההספק הזמין לייצור (עליו יקבלו תשלום זמינות) ואת מחיר האנרגיה המבוקש עבור כל חצי שעה ביום הבא. מנהל המערכת גוזר מכלל הטבלאות את סדר ההעמסה ומפעיל את יחידות הייצור, באופן העונה על מלוא הביקוש ובהתחשב באילוצים תפעוליים, מהיחידה הזולה ביותר ליחידה היקרה ביותר בחישוב יומי (של סה"כ שעות ההעמסה הצפויה). התעריף השולי שישולם לכל היחידות שהועמסו בכל חצי שעה נתונה הוא המחיר שהוצע עבור ייצור הקילוואט הראשון שלא נכנס לסדר ההעמסה באותה חצי שעה.

התעריף כאמור לעיל משולם ליצרן בגין כל האנרגיה המתוכננת להיות מוזרמת לרשת בתוכנית יום מראש ללא תלות בשאלה האם האנרגיה יוצרה בפועל או לא. במקרה בו היצרן מייצר אנרגיה נוספת מעבר לעומס שתוכנן יום מראש, בין אם לפי הנחיית מנהל המערכת ובין אם כתוצאה מסטייה, הוא זכאי לתשלום לפי המחיר החצי שעתי זמן אמת (Real-time SMP). מחיר זה נקבע בדיעבד בהתאם לביקושים ולזמינות התחנות בפועל. במקרה בו היצרן אינו מייצר את מלוא האנרגיה המתוכננת, הוא מחויב עבור האנרגיה החסרה לפי המחיר החצי שעתי זמן אמת.

מאחר וכאמור היצרן קיבל תשלום לפי מחיר יום מראש עבור האנרגיה בתוכנית ההעמסה, אזי לפי מנגנון זה, אם היצרן היה מתוכנן לייצר יום מראש כאשר המחיר החצי שעתי היה גבוה, ולאחר מכן הוחלט שלא להעמיס אותו, כי הביקוש ירד ואיתו ירד גם המחיר החצי שעתי ירד, היצרן ייהנה מפער המחירים בין המחיר החצי שעתי יום מראש לבין המחיר החצי שעתי בזמן אמת. לעומת זאת, אם הביקוש נותר גבוה והיצרן לא ייצר, הוא עשוי לשאת בפער העלות בין המחיר החצי שעתי שישולם לו לבין המחיר החצי שעתי הגבוה יותר שאותו יהיה עליו לשלם למנהל המערכת בזמן אמת.

ישנם מצבים בהם יצרן אשר מסונכרן לרשת מועמס באופן חלקי למרות שהצעת המחיר שלו לאנרגיה עבור עומס גדול יותר נמוכה מהמחיר החצי שעתי (יום מראש או זמן אמת). מצבים אלו יכולים לנבוע בין היתר מהצורך לשמור רזרבה תפעולית (עתודה סובבת), או בגלל אילוצים תפעוליים כגון עומסי מינימום של יחידות ייצור, משכי זמן מינימליים להפעלת יחידות וכו'.

כאשר מתרחש מצב כזה, היצרן "מפסיד" הזדמנות לרווח בשוק האנרגיה הנובע מהפער בין מחיר השוק להצעת המחיר שלו ולכן נקבע כי היצרן יפוצה בגובה ההזדמנות שהוא הפסיד, כלומר ההפרש בין הצעת המחיר שלו ל-SMP יום מראש, או זמן אמת, לפי העניין.

ישנם מצבים בהם היצרן מועמס באופן שגורם לו הפסד. ניתן לחלק מצבים אלו לשני חלקים:

1. **העמסה מחוץ לסדר העמסה** – לעיתים היצרן נדרש לייצר אנרגיה למרות שהמחיר החצי שעתי נמוך מהצעת המחיר שלו. מצבים אלו יכולים לנבוע בין היתר כתוצאה מאילוצי גודש או אילוצים טכניים של יחידות ייצור. על מנת לפצות את היצרן בגין ההפסד שנגרם לו כאמור, ישלם מנהל המערכת ליצרן תשלום בגובה ההפרש בין המחיר יום מראש, או המחיר זמן אמת, לפי העניין, לבין הצעת המחיר של היצרן.
2. **רווח מיצור אנרגיה שאינו מספיק כדי לכסות את העלויות הכרוכות בייצור** – העלות בה נושא היצרן לצורך ייצור החשמל ביחידת הייצור כוללת מספר רכיבים, ובכלל זה היא כוללת את עלות התנעה, עלות עבודה בעומס מינימלי ועלות עבודה בעומסים שונים מעל לעומס המינימלי, עד לעבודה בעומס מלא.

במצב בו יחידת הייצור מועמסת מעל לעומס המינימלי שלה, עלות ההתנעה של היחידה ועלות העבודה בעומס מינימלי הן עלויות קבועות שלא משתנות בהתאם לעומס בו פועלת יחידת הייצור.

במצב דברים זה, ייתכנו מקרים, בהם סך התשלום לו יהיה זכאי היצרן בגין האנרגיה שייצרה יחידת הייצור על פני יממה, שכאמור יבוצע בהתאם לעלות השולית יום מראש (ה-SMP), לא יכסה את כלל העלות בה נשא היצרן לצורך הפעלת יחידת הייצור, ובכלל זה את עלות ההתנעה ועלות העבודה של היצרן בעומס מינימלי. על מנת להבטיח שלא יגרם ליצרן הפסד כאמור לעיל, נקבע ה"תעריף המשלים".

התעריף המשלים נועד למעשה לפצות את היצרן ולהשלים את הפער בין העלות היומית בה נשא היצרן לצורך ייצור החשמל ביחידת הייצור, ובכלל זה עלות ההתנעה של יחידת הייצור ועלות העבודה בעומס מינימום, לבין ההכנסה הכוללת שקיבל היצרן בגין ייצור החשמל ביחידת הייצור באותו יום והכל בהתאם לנוסחאות הקבועות באמות המידה.

## החברה ופעילותה

### תשלומים לייצור חשמל

התשלומים בגין ייצור אנרגיה בתחנה מוסדרים באמות המידה שנקבעו ליצרנים חדשים ברשת ההולכה ופורסמו בהחלטת רשות החשמל מס' 5 (מישיבה 558) בהתאם למודל העמסה מרכזית ומחיר ה-SMP.

### הסכם השותפות והסכם בעלי מניות בשותף הכללי ב-O&M

לצורך ביצוע שירותי התפעול והתחזוקה של תחנת הכוח רמת חובב הוקמה שותפות מוגבלת בשם תחנת כוח רמת חובב תפעול ותחזוקה שותפות מוגבלת (להלן: "קבלן התפעול"). שיוכו ובינוי ואדלטק מחזיקות בעקיפין, כל אחת, ב-50% מהזכויות בקבלן התפעול וכן 50% מהון המניות המונפק של השותף הכללי בקבלן התפעול. הסכם בעלי המניות בקבלן התפעול קובע כי נדרשת התאמה מלאה בין ההחזקות בשותפות הפרויקט לבין ההחזקות בקבלן התפעול.

הסכם התפעול והתחזוקה בין קבלן התפעול לשותפות נקבע למלוא תקופת הפרויקט (עד 20 שנה) והוא כולל מתן שירותי תפעול ותחזוקה הנוגעים לפעילות היומיומית של האתר, ולרבות טיפולים ותיקונים מניעתיים שנועדו להבטיח את הפעילות השוטפת באתר. קבלן התפעול התחייב לעמוד בשיעורי זמינות שנתיים. לקבלן התפעול ישולמו תשלומים חודשיים קבועים המוערכים בהיקף מצטבר של כ-670 מיליון ש"ח לכל תקופת ההסכם, וכן ותשלומים משתנים על פי שעות התפעול בפועל. כמו כן, קבלן התפעול יהיה זכאי לבונוסים עבור ביצועים עודפים של זמינות היחידות וכן ישלם פיצויים ככל שלא ישיג את שיעורי הזמינות המובטחים, בכפוף לתקרה שנתית. מגבלת האחריות של קבלן התפעול היא 75% מגובה התמורה השנתית של 5- השנים הראשונות ו-50% מגובה התמורה השנתית לאחר מכן ובמקרה של סיום מוקדם של ההסכם – 100%. כמו כן קיימת מגבלת אחריות לקבלן, על גובה הקנסות שיטיל מנהל המערכת על התחנה. יצוין כי במסגרת מסמכי המימון, כמפורט להלן, למממנים קיימת אפשרות לבקש את החלפת קבלן התפעול, בתנאים מסוימים.

### הסכם לשירותי תחזוקה מתכננת ברמת חובב

בהשלמה לשירותי התפעול השוטפים הניתנים על ידי קבלן התפעול כאמור לעיל, שותפות רמת חובב התקשרה ביום 26 בנובמבר 2020 בשני הסכמי קבלנות למתן שירותי תחזוקה כבדה (LTSA – Long Term Services Agreement) לאתר, חברת Siemens Energy וחברת Ethos Energy (ביחס ליחידות ייצור שונות) אשר כוללים הן תחזוקה כבדה מתכננת והן תחזוקה כבדה שאינה מתכננת (עבור תקלות משמעותיות). כל אחד מההסכמים הוא לתקופה של 20 שנים. מלבד התחזוקה המתכננת והבלתי מתכננת, במסגרת ההסכמים מתחייבים הקבלנים האמורים כי האתר יפעל בהתאם לרמת הביצועים מינימלית שהוסכמה (הן לעניין ההספק הזמין של יחידות הייצור, הן לעניין זמינות הציוד (Availability) והן לעניין הנצילות (Heat Rate)). בין היתר, אי עמידה של הקבלנים ברמת הביצועים כאמור גוררת חובת תשלום של פיצויים מוסכמים לשותפות, והכל במטרה לצמצם את החשיפה הכספית של השותפות (והשותפים) הנובעת מתפעול האתר. בנוסף, מסדירים ההסכמים את הנושא של אספקת חלקי חילוף על ידי הקבלנים והתקנתם באתר. ההיקף הכספי המצטבר של שני ההסכמים, לכל התקופה, מוערך בכ-137 מיליון אירו.

### הסכם מימון תחנת הכוח רמת חובב

ביום 29 בנובמבר 2020 התקשרה שותפות רמת חובב בהסכם למימון רכישת תחנת הכוח רמת חובב, בהיקף של כ-900 מיליון אירו ובנוסף מסגרת של כ-300 מיליון ש"ח. על פי הסכם המימון, המלווים הבכירים העמידו לשותפות מסגרות אשראי לזמן ארוך:

- מסגרת Tranche A בהיקף של כ-940 מיליון אירו;
- מסגרת Tranche B (הנחותה ל Tranche A) בהיקף של כ-300 מיליון ש"ח.

בנוסף הועמדו לשותפות מסגרת ערביות בהיקף של כ-190 מיליון ש"ח ומסגרות רזרבה לשירות חוב בהיקף של כ-135 מיליון ש"ח.

ההלוואות לזמן ארוך תיפרענה בתשלומים, בהתאם ללוחות הסילוקין המצורפים להסכם המימון. במסגרת הסכם המימון, התחייבה שותפות רמת חובב לעמוד באמות מידה פיננסיות, הכוללות עמידה ביחסים כמפורט בהסכם המימון.

## החברה ופעילותה

### הסכם מימון תחנת הכוח רמת חובב (המשך)

בהתאם להוראות הסכם המימון, השותפות שיעבדה לטובת המלווים, בשעבוד קבוע ראשון בדרגה, את כל נכסיה וזכויותיה בקשר עם הפרויקט, לרבות הזכויות במקרקעין, הציוד של תחנת הכוח, רישיונות ייצור החשמל, הזכויות על פי הסכמי הפרויקט וכיו"ב. בנוסף, כל אחד מהשותפים שיעבד לטובת המלווים, בשעבוד קבוע ראשון בדרגה, את כל זכויותיו בשותפות ואת מניותיו בשותף הכללי בשותפות. הסכם המימון כולל תנאים לביצוע חלוקה לשותפים, כמקובל בהסכמים מסוג זה. תנאים אלה כוללים, בין היתר: העדר הפרה שלא רופאה; עמידה ביחסי כיסוי קבוע בהסכם המימון; קרן הרזרבה לתחזוקה מולאה עד לרמתה הנדרשת באותה עת; ולא תבוצענה יותר מ-4 חלוקות בשנה. ככלל, הסכם המימון נערך במתכונת של מימון פרויקטלי עם זכות חזרה מוגבלת לבעלים של השותפות. כאשר המחזיקים בשותפות נדרשו לספק ערבות בעלים למלווים במספר נושאים.

במסגרת הסכם המימון, התחייבה שותפות רמת חובב לדאוג להשגתו ושמירתו בתוקף של דירוג אשראי לחוב הבכיר. בהתאם לכך, חברת מידרוג העניקה בדצמבר 2020 לחוב הבכיר דירוג העומד בדרישות הסכם המימון.

### הסכמי רכישה יכולת זמינות ואנרגיה (PPA) עם מנהל המערכת

ביום 29 בנובמבר 2020, התקשרה שותפות רמת חובב בהסכם לרכישת יכולת זמינה ואנרגיה (PPA) עם מנהל המערכת. ההסכם מסדיר את התנהלות תחנת הכוח אל מול מנהל המערכת ואת זכאותה של השותפות לתשלומי זמינות ואנרגיה בהתאם למפורט באישורים התעריפיים שהוענקו לשותפות על ידי רשות החשמל. כמו כן, ההסכם קובע שורה של חובות שחלות על השותפות בהיבטים תפעוליים.

ההתחייבות המהותית של מנהל המערכת תחת ההסכם הינה לשלם לשותפות את תעריף הזמינות ותעריף האנרגיה המגיעים לה מכוח האסדרה הרלוונטית. מבחינת שותפות רמת חובב ההסכם כולל בעיקר חובות הנוגעות לאופן התפעול והתחזוקה של האתר וכן העברת תכניות תחזוקה וייצור תקופתיות ויומיות למנהל המערכת בהתאם לתנאים הקבועים בהסכם. המחאת ההסכם מצד שותפות רמת חובב כפופה להעברת רישיונות הייצור הרלוונטיים. ביטול ההסכם על ידי מנהל המערכת מתאפשר רק במקרים של הפרה מהותית מצד שותפות רמת חובב כגון פקיעה או ביטול של רישיונות הייצור ואי תשלום של חוב שאינו שנוי במחלוקת.

### התקשרויות עם ספקי ומוליכי הגז הטבעי

#### הסכם אספקת גז עם אנרג'יאן

שותפות רמת חובב התקשרה עם אנרג'יאן ישראל בע"מ (להלן: "אנרג'יאן") בהסכם לרכישת גז טבעי מהמאגר "כריש/תנין", למשך תקופה של 20 שנים מיום תחילת האספקה. כמות הגז היומית בהסכם היא הכמות החזויה שתידרש לפרויקט ומחיר הגז נקוב במחיר בדולר ארה"ב ל-MMBTU והוא צמוד בהתאם למנגנוני ההצמדה הקבועים בהסכם. בנוסף, נכללו בהסכמים הוראות והסדרים נוספים המקובלים בהסכמים לרכישת גז טבעי, לרבות לעניין תחזוקה, איכות הגז, הגבלת אחריות, בטחונות הקונה והמוכר, המחאות ושעבודים, יישוב סכסוכים ומנגנוני תפעול. עד לתחילת ההזרמה מאנרג'יאן, תרכוש השותפות גז משותפות לווייתן במחיר שנקבע בהסכם גישור עם לווייתן, וזאת עבור פרק הזמן של עד תחילת הזרמת הגז על ידי אנרג'יאן. הזרמת הגז הראשונה מאנרג'יאן צפויה להיות ב-2023.

#### הסכם אספקת גז עם לווייתן

שותפות רמת חובב חתמה על הסכם רכש גז עם השותפות במאגר לווייתן לתקופה המתחילה במועד קבלת האתר לידיה (3 בדצמבר 2020) ואשר תסתיים במוקדם מביין: 30 חודשים מאותו מועד או מועד תחילת הזרמת הגז ממאגר כריש/תנין. ההסכם כולל כמות יומית בהיקף הדרוש לשותפות רמת חובב על מנת להפעיל את תחנת הכוח בתקופת ההסכם. שותפות רמת חובב רשאית למכור גז שהיא רוכשת מכוח ההסכם לצדדים שלישיים ולגופים קשורים בהתאם למגבלות הקבועות בהסכם.

#### הסכם הולכת גז – נתג"ז

שותפות רמת חובב התקשרה בהסכם לקבלת שירותי הולכת גז טבעי עם נתיבי גז טבעי לישראל בע"מ (להלן: "נתג"ז") לכל תקופת הרישיון. ההסכם עם נתג"ז כולל רכיב תשלום קבוע בגין הקצאת מקום בצנרת ההולכה, ותשלום משתנה בגין כמות הגז המוזרמת בפועל. על פי ההסכם, בתחילת הפעילות הקיבולת באתר תעמוד על MMBTU 6,475. קיבולת זאת נקבעה בשל מגבלת קיבולת במערכת ההולכה של חברת נתג"ז. לנוכח מגבלה זו, בטרם הליך המכרז למכירת רמת חובב קבעה רשות החשמל כי קיבולת בהיקף זה תאפשר ליצרן לקבל תשלומי זמינות בגין מלוא ההספק של תחנת הכוח, ובלבד שיש לה יכולת עבודה בסולר.

## החברה ופעילותה

### התקשרויות עם ספקי ומוליכי הגז הטבעי (המשך)

עוד נקבע בהחלטת רשות החשמל, כי ככל שקיבולת קו הולכת הגז לאחר שנת 2024 לא תעלה על MMBTU 6,475 בשל מגבלות של נתג"ז, ימשיך היצרן ליהנות מתשלומי הזמינות עבור כל יחידות הייצור, ובלבד שהן תהיינה זמינות בסולר. על פי ההסכם עם נתג"ז, הקיבולת שנתג"ז תוכל להציע תגדל מ- MMBTU 6,475 ל- MMBTU 7,900 עם השלמת העבודות להגדלת הקיבולת במערכת ההולכה אותן מבצעת נתג"ז, אך בכל מקרה לא לפני 31 בדצמבר 2023. במסגרת ההתקשרות העמידה השותפות ערבות בנקאית כמקובל בהסכמים עם נתג"ז. העלות השנתית הצפויה של ההסכם הינה כ-50 מיליון ש"ח בשנים הראשונות ובין 55 ל-60 מיליון ש"ח לאחר השדרוג כאמור.

### רכוש קבוע

שותפות רמת חובב בעלת זכויות חכירה מהוונות בשתי חלקות בשטח כולל של כ-41 דונם, לתקופת חכירה המסתיימת בחודש פברואר 2058.

ביחס לשטח נוסף של כ-89 דונם, ועל אף שבידי השותפות מסמך "אישור זכויות" שהונפק על-ידי רשות מקרקעי ישראל (להלן: "רמ"י") המאשר כי השותפות הינה בעלת זכויות חכירה מהוונות ביחס להם לתקופת חכירה המסתיימת בחודש נובמבר 2069, השותפות לא חתמה על הסכם החכירה מול רמ"י, וזאת בשל קיומן של מחלוקות בין השותפות לבין רמ"י, ובכלל זאת ביחס למשך תקופת החכירה. בהתאם למפרט כספי שהתקבל אצל השותפות ביום 24 בנובמבר 2020, נדרשה השותפות לשלם לרמ"י, דמי היתר בסך של כ-218 מיליון ש"ח בתוספת מע"מ. על מנת לאפשר את השלמת העסקה לרכישת תחנת הכוח במועד ובהתאם לנוהל ההשגות הקבוע בכללי רמ"י, שילמה השותפות לרמ"י 75% מהסכום שנדרש על ידי רמ"י (בסך של כ-164 מיליון ש"ח בתוספת מע"מ), והמציאה לרמ"י ערבות בנקאית על סך 25% הנותרים. יש לציין כי השותפות חולקת על גובה דמי היתר הנדרש על ידי רמ"י, לרבות על הסכום בסך 164 מיליון ש"ח כאמור (בתוספת מע"מ) אשר שולם על ידה.

ביום 22 במרץ, 2021 הוצאה לשותפות ע"י רשות מיסוי מקרקעין שומת מס רכישה בסך של 260 מיליון ש"ח, וזאת בטענה כי כמעט מלוא התמורה על פי ההסכם המכר בסך של כ-4.3 מיליארד ש"ח (בתוספת דמי היתר שהשותפות נדרשה לשלם לרמ"י) הינה תמורה ששולמה על זכויות במקרקעין.

על פי חוות דעת משפטית שהשותפות קיבלה מאת יועציה המשפטיים בנושא, יותר סביר מאשר לא (more likely than not) כי במידה שהמחלוקת בין הצדדים ביחס לשומה תגיע להכרעת ערכאות משפטיות, העמדה המשפטית העקרונית שנקטה השותפות בדיווחיה למיסוי מקרקעין יתקבלו.

### היקף הנזק בגין שריפה בתחנה

ביום ה-14 ביולי 2022, פרצה שריפה אשר גרמה להשבתה של טורבינות 8 ו-9 בתחנה. כאמור, הטורבינות מהוות יחידה של מחזור משולב בהספק נקוב כולל של כ-388 מגה-וואט, ומהוות 2 מתוך 9 טורבינות המותקנות בתחנה.

להערכת השותפות, משך ההשבתה המקסימלי של הטורבינות יעמוד על חודשים בודדים, כאשר במהלך ההשבתה, התחנה לא תהיה זכאית לקבלת תשלומי זמינות בגין הטורבינות. שאר היחידות בתחנה זמינות למנהל המערכת וכשירות להפקת אנרגיה. הערכת השותפות בדבר משך ההשבתה הינה "מידע צופה פני עתיד" כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, המתבססת על הערכה ראשונית של היקף הנזק שנגרם, הערכות שעשויות להתממש או שלא להתממש באופן שונה בין היתר, כתלות בזמינות חלקי החילוף ושינועם לתחנה ופעולות אפשריות לצמצום הנזק.

בהתבסס על הערכה שהתקבלה מיועצי הביטוח של השותפות, חלקה של החברה בכיסוי הביטוחי מוערך בכ-9.8 מיליון ש"ח.

בשלב זה, לא ניתן להעריך במדויק את השלכותיו הכספיות של האירוע, אולם להערכת השותפות ובהתבסס על ההערכה שהתקבלה מיועצי הביטוח של השותפות, היקף הנזק (ישיר ועקיף) בו תישא השותפות, בהתחשב בכיסויי הביטוחיים, עלול להגיע לכדי כ-60 מיליון ש"ח.

היקף הנזק קיבל ביטוי בתחזית החברה ובהערכת השווי.



## החברה ופעילותה

### דירוג אשראי

במסגרת הסכם המימון בין שותפות רמת חובב לבין מממני רכישת הזכויות בתחנה, התחייבה שותפות רמת חובב לדאוג להשגתו ושמירתו בתוקף של דירוג אשראי לחוב הבכיר. על פי הסכם המימון, ירדה של הדירוג לרמות מסוימות כפי שנקבע בהסכם המימון תביא להגדלת המרווח ועלולה גם להוות הפרה. נכון למועד הדוח שמרה שותפות רמת חובב על הדירוג הנדרש.

### אירועים מהותיים נוספים

■ בהתאם לאישור מקדמי מיום 12 במאי, 2020 שקיבלה השותפות מהרשות, הגישה השותפות ביום 14 בדצמבר, 2020 בקשה לקבלת פטור מבלו על סולר בכמות של 7,343 ק"ל כמתחייב מצו הבלו. בנימוק של הצורך לבדיקת הזכאות לפטור, וזאת חרף קבלת האישור המקדמי, הרשות עיכבה את מתן האישור במשך יותר מ- 11 חודשים.

ביום 22 לנובמבר, 2021 (עקב העיכוב הרב וקבלת טיוטת מכתב הדוחה את בקשת השותפות לקבלת הפטור), התקיימה פגישה עם מנהל יחידת הבלו ומס קניה ברשות, במסגרתה היה ניסיון לשכנע בדבר זכאות השותפות לפטור. ב-24 בנובמבר, 2021 התקבל מכתב תשובה מאת מנהל יחידת הבלו ומס קניה ברשות, ממנו עולה כי בקשת השותפות לפטור נדחית (להלן: "מכתב הדחייה").

ביום 5 בדצמבר, 2021, בעקבות קבלת המכתב הדחייה, ולבקשת השותפות, התקיימה פגישה נוספת במסגרתה הבהירה השותפות את עמדתה וביקשה לשקול מחדש להיעתר לבקשה לקבלת הפטור.

ב 12 באפריל, 2022 התקבלה תשובת הרשות כי הבקשה לפטור נדחית. מאחר שהשותפות מאמינה כי היא זכאית לפטור, התקבלה החלטה להגיש תובענה לסעד הצהרתי, במסגרתה יתבקש בית המשפט להצהיר על זכאות השותפות לקבלת הפטור.

במהלך חודש מאי התקבלה בקשת השותפות להפקיד ערבות בנקאית כנגד סכום הבלו בתוספת ריבית והצמדה שישולמו ככל שבית המשפט יכריע נגד עמדת השותפות בעניין הזכאות לפטור. הערבות כאמור הופקה ונמסרה לרשויות המס. על פי חוות דעת משפטית שהשותפות קיבלה מאת יועציה המשפטיים בנושא, סביר כי בית המשפט ייעתר לתובענה ויצהיר על זכאות השותפות לפטור המבוקש.

■ ביום 27 במרץ, 2022 החליט דירקטוריון השותף הכללי המנהל של השותפות על משיכת רווחים על ידי בעלים בכפוף להוראות הסכם המימון, בסך של כ-77 מיליון ש"ח ותשלום עמלה לסינדיקציה בסך של כ-2.8 מיליון ש"ח, מתוכם 20.1 מיליון ש"ח התקבלו בחשבון קיסטון ביום 4 באפריל, 2022.

■ ביום 19 במאי, 2022 החליט דירקטוריון השותף הכללי המנהל של השותפות על משיכת רווחים ע"י בעלים בכפוף להוראות הסכם המימון, בסך של כ-55.8 מיליון ש"ח, פירעון הלואות חוב נחות בסך של כ-0.14 מיליון ש"ח ותשלום עמלה לסינדיקציה בסך של כ-2.06 מיליון ש"ח, מתוכם 13.6 מיליון ש"ח התקבלו בחשבון קיסטון ביום 30 ביוני, 2022.

# פרק 2

## הסביבה העסקית

## הסביבה העסקית

### היצע החשמל בישראל

#### כללי

בישראל, שיא הביקוש בקיץ ובחורף הם בסדר גודל דומה, כאשר בחלק מהשנים (שנים קרות מהממוצע) שיא הביקוש השנתי מתרחש בחורף, ובחלק מהשנים (שנים חמות מהממוצע) שיא הביקוש מתרחש בקיץ.

נכון לשנת 2021, שיאי הביקוש שנרשמו בקיץ ובחורף הם כ- 14.2 GW וכ- 12.8 GW, בהתאמה, כך שהספק המותקן במשק בשנת 2021 (ללא אנרגיה מתחדשת) היה גבוה בכ- 5 GW משיא הביקוש.

להלן טבלה הכוללת את נתח השוק בייצור חשמל בפועל בישראל לשנים 2020-2021:

סוגי יצרנים	2020		2021	
	אנרגיה מיוצרת (אלפי MWH)	% מסך האנרגיה המיוצרת במשק	אנרגיה מיוצרת (אלפי MWH)	% מסך האנרגיה המיוצרת במשק
חח"י	44,363	61%	38,223	52%
יח"פ (ללא אנרגיות מתחדשות)	24,308	33%	30,077	41%
אנרגיות מתחדשות	4,152	6%	5,674	8%
יח"פ (כולל אנרגיות מתחדשות)	28,460	39%	35,752	48%
סה"כ במשק הישראלי	72,823	100%	73,975	100%

כפי שניתן לראות, נכון לשנת 2021, כ-48% מהחשמל בישראל מיוצר על ידי יצרנים פרטיים, אשר מתוכם כ-8% בלבד ממקורות מתחדשים והיתר מייצור גז. נתח השוק של היצרנים הפרטיים בייצור חשמל גדול באופן ניכר מנתח השוק של היצרנים הפרטיים בהספק מותקן, משום שהספק המותקן של חברת חשמל כולל את הגיבוי המשקי שחלקו בייצור החשמל קטן.

משק האנרגיה בישראל הינו משק מבודד התלוי באופן בלעדי בייצור עצמי. עד לפני שנים ספורות ייצור האנרגיה נשלט באופן מוחלט על ידי חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י"). בשנת 1996 אושר בכנסת חוק משק החשמל אשר החליף את זיכיונה הבלעדי של חברת החשמל והעביר את משק החשמל לפעילות לפי רישיונות. כתוצאה מאישור החוק הוכשרה הקרקע לכניסתם של יצרני חשמל פרטיים נוספים למשק החשמל (להלן: "יחפ"ים") וכתוצאה מכך הוקמה רשות החשמל אשר הוסמכה לבצע הסדרה של תעריפי החשמל. בשנים האחרונות הביקוש לחשמל גדל ותחנות הייצור הקיימות של חח"י מתיישנות. לאור כך, על מנת להתאים את היצע החשמל לרמת הביקושים הקיימת, ניכרת בשנים האחרונות דרישה להקמת תחנות כוח פרטיות לייצור חשמל לשימוש עצמי וכן לצורך מכירתו לצדדים שלישיים. אותם יצרנים פרטיים מוכרים חשמל לחח"י ואף רשאים למכור חשמל ישירות לצרכני הקצה, תוך שימוש בתשתית הקיימת של רשת החשמל האזורית.

#### נושר ייצור החשמל במשק<sup>1</sup>

להלן טבלה הכוללת את נתח שוק ההספק המותקן בישראל לשנים 2020-2021:

סוגי יצרנים	2020		2021	
	יכולת מותקנת (MW)	% מסך יכולת מותקנת במשק	יכולת מותקנת (MW)	% מסך יכולת מותקנת במשק
חח"י	11,615	59%	11,615	54%
יח"פ (ללא אנרגיות מתחדשות)	5,761	29%	6,231	29%
אנרגיות מתחדשות	2,335	12%	3,656	17%
יח"פ (כולל אנרגיות מתחדשות)	8,096	41%	9,887	46%
סה"כ במשק הישראלי	19,711	100%	21,502	100%

נושר ייצור החשמל במשק לשנת 2021 עומד על כ- 21.5 GW מתוכם כ-3.6 GW אנרגיות מתחדשות, בעיקר בטכנולוגיה פוטו-וולטאית, אשר אינן תורמות לרזרבות בשעות השיא בחורף (שמתרחש בשעה 9 בערב).

<sup>1</sup> דוחות כספיים של חברת החשמל ליום 31 בדצמבר 2021

פרק 2: הסביבה העסקית

קיסטון ריט בע"מ

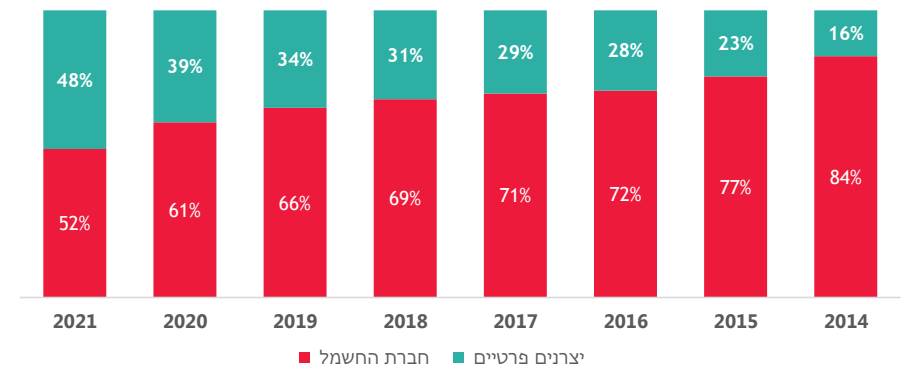
הערכת שווי להלוואה ולהלוואה המירה שניתנה לאדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת | ליום ה-30 ביוני 2022

## הסביבה העסקית

### היצע החשמל בישראל - המשך

ביוני 2018 התקבלה החלטת ממשלה בדבר קידום רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל. על פי הרפורמה, חח"י תמכור בהדרגה על-פני חמש שנים, עד חודש יוני 2023, חמישה אתרי ייצור חשמל בגז טבעי בהספק של כ-4,500 מגה-וואט.

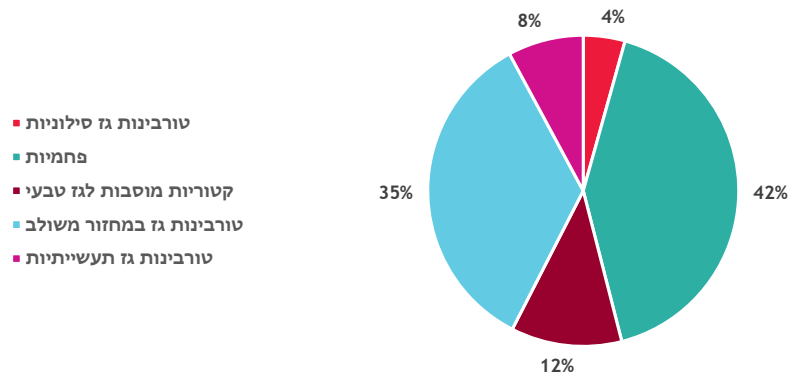
להלן נתחי שוק במקטע הייצור בין חח"י ויצרנים פרטיים בשנים 2014-2021:



ניתן לראות כי בשנת 2021 נתח ייצור חשמל של יח"פים היה 48% מסך החשמל המיוצר. בשנים 2017-2021 (שנות יישום הרפורמה), גדל נתח השוק של היח"פים ב-19%.

להלן תמהיל ההספק המותקן במשק החשמל בישראל בשנת 2021, לפי טכנולוגיות:

### תמהיל טכנולוגיה במשק החשמל בשנת 2021



משרד האנרגיה פועל להרחבת השימוש בגז טבעי ובאנרגיות מתחדשות כתחליף לפחם וזאת על מנת לצמצם ככל הניתן את הזיהום הסביבתי. נכון לשנת 2021, וכפי שניתן לראות בגרף שלעיל באשר להספק המותקן, כ-58% מייצור החשמל נעשה בטורבינות גז וקטוריות מוסבות לגז. המעבר מייצור חשמל באמצעות פחם לייצור חשמל באמצעות גז טבעי נעשה בעקבות רפורמות במשק האנרגיה ובחברת החשמל ולתכנית "סוף עידן הפחם 2025", כפי שיפורט בהמשך, שהובילו לסגירת יחידות פחמיות נרחבת ולהסבה של יחידות פחמיות ליחידות גז.

## הסביבה העסקית

### היצע החשמל בישראל - המשך

#### רישיונות מותנים להקמת יח"פ<sup>3</sup>

נכון לשנת 2022, קיימים מספר רישיונות מותנים להקמת כושר ייצור קונבנציונלי בהיקף של MW 626 הנמצאים בשלבים שונים של תכנון והקמה. יזמים שונים הודיעו על כוונתם להקים תחנות נוספות פיקריות (תחנות כוח המופעלות בדרך כלל מספר קצר של שעות ביום, כאשר יש חוסר התאמה בין הביקוש וההיצע הקיים בחשמל או מחז"מים), אולם לגבי תחנות אלו עדיין לא הושלמה ההסדרה.

להלן טבלה המציגה רישיונות מותנים להקמת יח"פ<sup>3</sup> עד שנת 2024:

שם חברה	תוספת קיבולת MW	תאריך מתן רישיון	מועד הפעלה מסחרית מרבית
אלון תבור MRC	230	2021	2024
צומת אנרגיה בע"מ	396	2019	2023
<b>סה"כ במשק הישראלי</b>	<b>626</b>		

בנוסף לכך, ניתנו רישיונות להקמת פרויקטים של אגירה שאובה, שהינם פרויקטי אחסון המאפשרים הסטת ביקושים משעות השיא לשעות השפל. לצרכי תכנון משק האנרגיה, תוספת אגירה שאובה שקולה לתוספת כושר ייצור לצרכי בחינת צרכי המשק בשעות שיא הביקוש. בתנאים הקיימים במשק החשמל, פרויקטי אחסון באגירה שאובה או באמצעות סוללות מהווים אלטרנטיבה יקרה בהשוואה לתחנות פיקריות, ודורשות סבסוד ממשלתי.

להלן טבלה המציגה רישיונות מותנים לאגירה שאובה מתוכננת עד שנת 2024:

שם חברה	תוספת קיבולת MW	תאריך מתן רישיון	מועד הפעלה מסחרית מרבית
כוכב אגירה שאובה בע"מ	344	2014	2022
אלומיי אגירה שאובה (2014) בע"מ	156	2020	-
<b>סה"כ במשק הישראלי</b>	<b>500</b>		

הנ"ל לא כולל תחנות המקודמות בימים אלו אך טרם קיבלו רישיון או שרישיון פקע.

<sup>3</sup> מקור: רשות החשמל, "סטטוס רישיונות מותנים וקבועים"

פרק 2 : הסביבה העסקית  
קיסטון ריט בע"מ

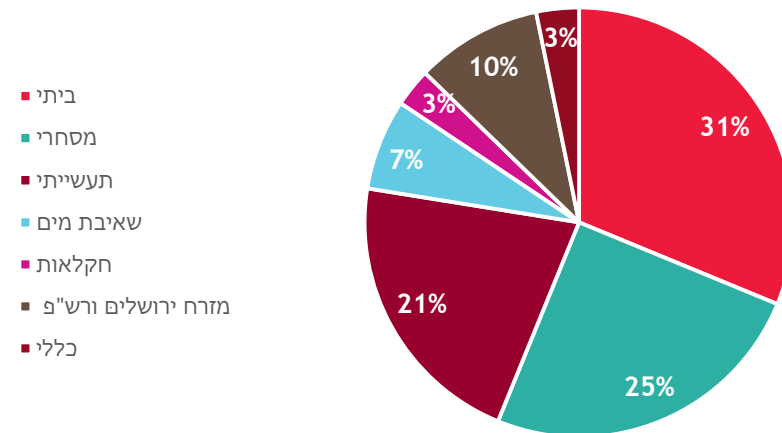
הערכת שווי להלוואה ולהלוואה המירה שניתנה לאדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת | ליום ה-30 ביוני 2022

## הסביבה העסקית

### הביקוש לחשמל בישראל

בהתאם לנתוני חברת החשמל, צריכת החשמל בישראל מתפלגת למספר מגזרי שוק יסודיים: צריכה פרטית, מסחרית ציבורית, ישובים חקלאיים, תעשייה, מים, חשמול רכבת ורכב חשמלי והרשות הפלסטינאית.

להלן גרף המתאר את התפלגות צריכת החשמל בישראל לשנת 2021<sup>4</sup>:



במהלך עשרים השנים האחרונות, גדל הביקוש לחשמל בישראל בקצב שנתי ממוצע של כ-3.6% לשנה, המייצגים גידול שנתי ממוצע של כ-2.7% בצריכת החשמל לנפש בישראל. אמנם קיימת שונות בין שיעורי הגידול בשנים השונות, הנובעת מהשפעות של תנאי מזג אוויר קיצוני או שינויים חריגים בסביבה הכלכלית, אך בממוצע רב-שנתי מגמת הגידול בביקוש הינה ברורה ועקבית.

<sup>4</sup> רשות החשמל

פרק 2 : הסביבה העסקית  
קיסטון ריט בע"מ

הערכת שווי להלוואה ולהלוואה המירה שניתנה לאדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת | ליום ה-30 ביוני 2022

## הסביבה העסקית

### יחידות ייצור פעילות

להלן פירוט ההספק של האתרים/יחידות הפועלים תחת חח" נכון לפברואר 2022:

סוג תחנה	שם חברה/ ים	מספר יחידות	גודל מתקן MW
יחידות ייצור פחמיות	אורות רבין	6	2,590
	רוטנברג	4	2,250
	אשכול (*)	4	912
	רדינג(*)	2	428
יחידות מוסבות לג	צפית	2	220
	אילת	1	34
	עטרות	2	68
	גזר	4	592
	הרטוב	1	40
	איתן	1	40
	רעננה	1	11
	קיסריה	3	130
	חיפה	2	80
	כינרות	2	80
	אורות רבין	1	15
	רוטנברג	2	40
	אשכול	1	10
	אילת	2	58
טורבינות גז	אשכול	2	771
	גזר	2	744
	צפית	1	360
	חגית (**)	2	734
	חיפה	2	748
<b>סה"כ</b>	<b>50</b>	<b>10,955</b>	

(\*) תחנות כוח שצפויות להימכר לשוק הפרטי בשנים הקרובות במסגרת הרפורמה כאמור.

(\*\*) בחודש יוני 2022 הושלמה העסקה לרכישת תחנת הכח חגית מזרח. קבוצה המשותפת לאדלטק ושיכון ובינוי רכשה את חלקה המזרחי של אתר חגית (חגית מזרח), הכוללת יחידות בהספק כולל של 660 מגה וואט. חלקה המערבי של אתר חגית נשאר בידי חברת החשמל.

להלן פירוט של האתרים/יחידות הפועלים תחת יזמות נכון לפברואר 2022 (ללא מתחדשות):

שם חברה/ ים	גודל מתקן MW
אתגל השקעות בע"מ	28
רמת חובב	1,137
דוראד אנרגיה בע"מ - בלוק 1	429
דוראד אנרגיה בע"מ - בלוק 2	430
אנ.פי.סי רותם בע"מ	466
נשרים אנרגיה מובילה (2014) בע"מ	74
דליה אנרגיות כח בע"מ	912
חגית מזרח	660
אי.פי.פי. דלק שורק בע"מ	140
אם.אר.סי אלון תבור פאואר בע"מ	608
בתי זיקוק לנפט בע"מ	43
חיפה כימקלים דרום בע"מ	11
מפעל ים המלח בע"מ	352
אנ.פי.סי חדרה בע"מ	148
נגה פז בע"מ	16
ק.א.נ צביעה ואשפרה בע"מ	1
רותם אמפרט נגב בע"מ	28
אי.פי.פי. דלק אשקלון בע"מ	87
פז בית זיקוק אשדוד בע"מ	109
אשדוד אנרגיה בע"מ	65
רמת נגב אנרגיה בע"מ	126
אי.פי.פי. אלון תבור בע"מ	74
אלון מרכזי אנרגיה גת, שותפות מוגבלת	75
אי.פי.פי. רמת גבראיל בע"מ	74
פי.אס.פי השקעות בע"מ	300
רותם אמפרט נגב בע"מ	17
רשות שדות התעופה	12
נובל אנרג'י מדיטריאן לימיטד	48
נשרים אנרגיה מובילה (2014) בע"מ	31
<b>סה"כ (MW)</b>	<b>6,501</b>

מקור: רשות החשמל – פברואר 2022

## הסביבה העסקית

### תעריפי החשמל

**תעריף הייצור המשוקלל במכירת חשמל ע"י יצרן פרטי** - תעריף הייצור המשוקלל כולל, בין היתר, את הרכיבים הבאים: סל דלקים חח"י, ייצור (עלויות הון) חח"י, רכישות חשמל מיח"פים, הכולל את מרכיב האנרגיה של PV, הסדרי חוב צרכנים בייצור ופיצוי בגין פיגור בעדכון.<sup>5</sup>

רכיב הייצור המשוקלל במכירת חשמל ע"י יצרן פרטי לשנת 2022 נקבע סך של 31.4 אגורות לקוט"ש. זאת לעומת תעריף של 25.26 אגורות לקוט"ש בשנת 2021, עלייה של כ- 24.3%.

הטבלה שלהלן מציגה את תעריף רכיב הייצור בעונות ובמש"בים השונים בשנים 2018-2022:

עונה	מש"ב	2022	2021	2020	2019	2018
חורף	שפל	23.23	18.72	19.85	21.47	20.84
	גבע	45.06	36.33	38.51	41.65	40.42
	פסגה	78.67	63.42	67.23	72.71	70.57
מעבר	שפל	19.84	16.00	16.96	18.34	17.80
	גבע	25.36	20.44	21.67	23.44	22.75
	פסגה	32.67	26.34	27.92	30.19	29.31
קיץ	שפל	19.60	15.80	16.75	18.12	17.59
	גבע	31.81	25.64	27.18	29.40	28.54
	פסגה	82.50	66.51	70.50	76.25	74.01
<b>תעריף משוקלל</b>		<b>31.40</b>	<b>25.26</b>	<b>26.78</b>	<b>29.09</b>	<b>28.16</b>
<b>שינוי ב-%</b>		<b>24.31%</b>	<b>-5.68%</b>	<b>-7.94%</b>	<b>3.30%</b>	

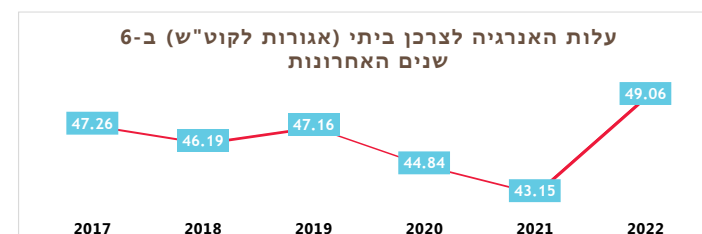
בהתאם לחוק משק החשמל, תעריפי החשמל נקבעים ע"י רשות החשמל, בשיתוף עם גורמי הממשלה ותוך דיאלוג עם הציבור. התעריפים נקבעים, על פי החוק, על בסיס עקרון העלות, ובהתחשב בסוג השירותים הניתנים וברמתם. על מדיניות התעריפים לשמור על איזון בין חובתה של חברת החשמל להספקת חשמל זמין ואיכותי בכל עת, ורווחיותה של החברה הנדרשת לצורך השקעות במשק החשמל, ובין זכותם של הצרכנים לחשמל במחיר סביר.

### החלטת רשות החשמל מחדש יולי 2022<sup>6</sup>

**עדכון תעריף החשמל** – הוחלט לעדכן את העלות המוכרת בשיעור של 8.8% ועבור צרכן ביתי מייצג (הצורך 8,000 קוט"ש בשנה) התעריף יעלה בשיעור של 8.6% בשקלול העלויות הקבועות והמשתנות.

הגורמים המרכזיים לשינויים בתעריף הם עליית מחירי הפחם העולמית, תשומה המיובאת במלואה ממספר מקורות בחו"ל ומאד הושפעה ממשבר האנרגיה ובפרט מהמלחמה בין אוקראינה לרוסיה (אחת היצואניות הגדולות של פחם). בחודשים האחרונים המשיכו לעלות מחודות מחירי הפחם בשיעור של למעלה מ-14%. בנוסף, מדדים נוספים המשפיעים על העלות עלו, בפרט שער החליפין שעלה בשיעור של כ- 12% ומדד המחירים לצרכן שעלה בשיעור של כ- 3%.

להלן תעריף החשמל לצרכן הביתי (אגורות לקוט"ש) בשנים 2017-2022:



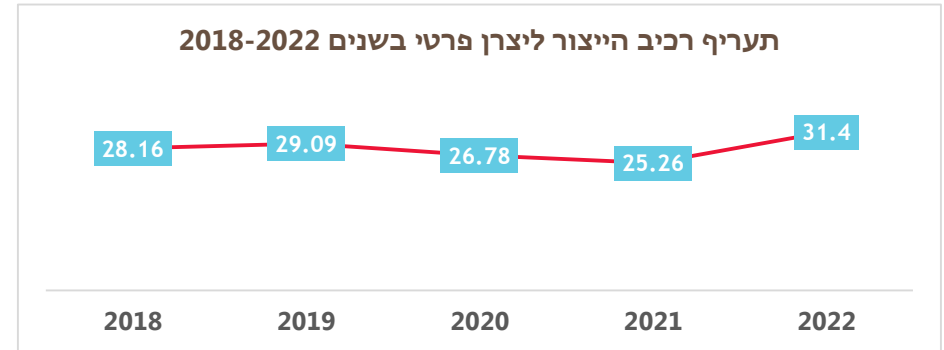
<sup>5</sup> רשות החשמל – עדכון שוטף לתעריף החשמל 2022 לצרכני חברת החשמל  
<sup>6</sup> רשות החשמל – עדכון שוטף לתעריף החשמל 2022 לצרכני חברת החשמל



## הסביבה העסקית

### תעריפי החשמל - המשך

להלן התפתחות תעריף רכיב הייצור ליצרן פרטי בשנים 2018-2022:



**תעריף מערכתי –** מגוון השירותים המערכתיים המסופקים כיום על ידי חח"י, המשמשת כמנהל מערכת החשמל, במקטעי הייצור וההולכה, וביניהם: איזון בין היצע וביקוש החשמל, שרידות המערכת, ניהול מערכת, שירותי גיבוי, רכישת חשמל מאנגריות מתחדשות, תעריפים חברתיים ועוד.

בהתאם להחלטת רשות החשמל ביולי 2022, בעדכון תעריף החשמל לצרכני החשמל לשנת 2022, התעריף המערכתי ירד בכל המש"בים ובכל העונות, ונקבע על 3.18 אגורות לקוט"ש, זאת לעומת תעריף משוקלל בסך 4.87 אגורות לקוט"ש בשנת 2021.

### הרפורמה בחברת חשמל<sup>7</sup>

במהלך חודש יולי 2018 אושר בכנסת חוק משק החשמל (תיקון מספר 16 והוראת השעה) בנושא רפורמה מבנית בחברת החשמל. מטרת הרפורמה הינן לייעל את משק החשמל, לעודד את התחרותיות בו ולהיערך למעבר המשק לאנרגיה נקייה.

להלן פירוט של עיקרי הרפורמה:

- **צמצום כוחה המונופוליסטי של חברת החשמל במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת -** חברת החשמל תמכור את אתרי הייצור אלון תבור, רמת חובב, רידינג, חגית (חלק מהאתר) ואשכול, באופן המאפשר המשך פעילות במתקנים הנמכרים. בהתאם להנהלת החברה, מתוכנן כי סך ההספק המותקן באתרים החלופיים שיוקמו יגבר על ההספק הנוכחי שלהן נוכח הטכנולוגיה המתקדמת שתשמש להקמתם (קלאס H בתחום טורבינות לתחנות כוח במחזור משולב CSSS). הגדלת סך ההספק המותקן של יצרנים פרטיים עשוי להגדיל את כמות המתחרות שיפעלו באתרים אלו.
- **חברת החשמל תישאר מונופול במקטעי ההולכה והחלוקה כבעלת רישיון ספק שירות חיוני** – חברת החשמל תמשיך להקים, לתחזק ולתפעל את מתקני רשת ההולכה ומתקני החלוקה.
- **הפרדת ניהול המערכת מחברת החשמל** – פעילות יחידת ניהול המערכת, יחידת תכנון ופיתוח טכנולוגי (תפ"ט) והיחידה לסטטיסטיקה ושוקים יועברו מחברת החשמל לחברה ממשלתית נפרדת - חברת ניהול המערכת בע"מ.
- **פתיחת מקטע האספקה לתחרות** – פתיחת מקטע האספקה לתחרות באופן הדרגתי כך שבמקטע צרכני מתח על עליון, עליון וגבוה חברת החשמל לא תהיה רשאית לפעול כגורם תחרותי, ובמקטע מתח נמוך חברת החשמל תהיה רשאית לפעול רק אם נתח השוק שלה יפחת מ-60% במקטע זה.

<sup>7</sup> דוחות כספיים שנת 2020 חברת החשמל לישראל

פרק 2 : הסביבה העסקית  
קיסטון ריט בע"מ

הערכת שווי להלוואה ולהלוואה המירה שניתנה לאדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת | ליום ה-30 ביוני 2022

## הסביבה העסקית

### הרפורמה בחברת חשמל - המשך

- **התייעלות והנהגת גמישות ניהולית בחברת החשמל** – מספר העובדים הקבועים יפחת ב- 1,803 ומספר העובדים הקבועים והארעיים יוגבל. כמו כן, יונהג שינוי ביחסי העבודה בחברה באופן שיאפשר ניהול יעיל יותר של החברה, והתאמתה למבנה הענף הנוכחי.

### יעדי משק האנרגיה לשנת 2030

בתחילת שנת 2018 הכריז שר האנרגיה על יעדי משק האנרגיה לשנת 2030. היעדים מנחים להפחתת השימוש במוצרי דלק מזהמים ובפרט להפסקת השימוש בפחם והפסקת רובו המכריע של השימוש בתזקי קי נפט, תוך שמירה על אמינות ורציפות אספקת האנרגיה. להלן עיקרי התוכנית:

- **מעבר לייצור חשמל בגז טבעי ואנרגיות מתחדשות** - הפחתת השימוש במוצרי דלק מזהמים במשק החשמל והחלפתם במקורות אנרגיה יעילים ונקיים יותר.
- **מעבר לתחבורה בהנעה חלופית: חשמל וגז טבעי** - הפחתה בצריכת תזקי קי נפט בתחבורה היבשתית שתתבסס על מעבר לשימוש בהנעה חשמלית והנעה מבוססת גז טבעי דחוס (גט"ד).
- **מעבר לאנרגיה נקייה בתעשייה** - הפסקת השימוש במוצרי דלק מזהמים בתעשייה והחלפתם במקורות אנרגיה יעילים ונקיים יותר שתתבסס בעיקרה על חיבור תעשייה קלה ומסחר לרשת חלוקת הגז הטבעי.
- **קידום התייעלות אנרגטית** - ישראל התחייבה לעמוד ביעד לאומי של צמצום צריכת החשמל בשיעור של 17% לפחות עד שנת 2030 ביחס לצריכת החשמל הצפויה לפי תרחיש "עסקים כרגיל". על מנת לעמוד ביעד זה ידרשו אמצעי מדיניות נוספים על אלו המבוצעים היום.

להלן הצעדים העיקריים המומלצים להפחתת צריכת החשמל:

1. מנגנונים תעריפים להתייעלות אנרגטית – שימוש במנגנונים לעידוד הפחתת ייצור החשמל בקרב ספקי חשמל, יצרני חשמל, צרכני חשמל ובעלי רישיונות אחרים במשק
2. צעדים לחיוב בנייה מאופסת אנרגיה – בהמשך להתחייבויות מדינת ישראל במסגרת הסכם פריז והטמעתו של התקן הישראלי לבנייה ירוקה, מוצע לחייב 10%-20% מהמבנים בהתאם לסוגם (מגורים, מבני חינוך, מבני ציבור ומשרדים) לעמוד בעקרונות בנייה מאופסת אנרגיה.
3. עיר בת קיימא לאנרגיה – קידום עיר מודל לשימוש יעיל וחכם באנרגיה.
4. התייעלות בגופי ממשלה – הגעה ליעד של 17% כבר בשנת 2023.
5. הטמעת יעדי דרוג אנרגטי לפי צריכה בפועל למבנים קיימים בישראל.

## הסביבה העסקית

### יעדי משק האנרגיה לשנת 2030 (המשך)

בראשית יוני 2020 הציג שר האנרגיה<sup>9</sup> את תכנית משרד האנרגיה להגדלת היקף ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות בישראל ל-30% מסך יכולת ייצור החשמל עד 2030, לעומת 5% כיום.

על פי התכנית, בשעות הצהריים יגיע היקף ייצור החשמל הסולארי לכ-80% מסך החשמל הנצרך ובשעות מסוימות מעל 100% - כשעודפי החשמל יאגרו במצברים. העלות הכוללת של התכנית מוערכת בכ-80 מיליארד שקל, כמחציתם במתקני ייצור, והיתר במתקני אגירה, פיתוח רשת החשמל והשקעות נלוות.

השמש תהווה מקור לכ-90% מסך החשמל שיופק מאנרגיות מתחדשות ושאר מקורות האנרגיה המתחדשת כמו רוח, מים וביומסה יספקו עוד כ-10%.

יעד של 30% ייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת נחשב שמרני למדי בהשוואה ליעדים שקבעו מדינות אירופה, שחלקן אף קבעו יעד של 100% ייצור מאנרגיות מתחדשות. עם זאת, מחקר שנעשה בהזמנת המשרד להגנת הסביבה הראה כי ישראל יכולה להגיע ליעד שאפתני יותר של 50% בניצול מירבי של השטחים הקיימים.

כדי להגיע ליעד שקבע משרד האנרגיה יידרשו למשק החשמל מערכות סולאריות בהיקף של 15,773 מגה ואט, לעומת ההספק המצטבר הנוכחי שעומד על 2,248 מגה ואט בלבד. כושר האגירה של המערכת אמור לגדול פי עשרה מ-300 מגה ואט היום לכ-3,000 מגה ואט ב-2030. שר האנרגיה ציין כי הצורך בבניית תחנות כוח קונבנציונליות חדשות יצטמצם משמעותית.

ייצור חשמל סולארי מחייב שטחים נרחבים ולהערכת רשות החשמל יידרשו כ-140 אלף דונם מהם כ-84 אלף דונם שטחים פתוחים והיתר שטחי גגות (כ-41 אלף דונם), מאגרי מים ובריכות דגים (כ-45 אלף דונם) ושטחי קרקע כלואים בתוך מחלפים.

על פי מנכ"ל משרד האנרגיה המשרד יזום מהלך חקיקה שיחייב כל מבנה ששטח הגג שלו עולה על 750 מ"ר להקים מערכת סולארית על מחצית משטח הגג לפחות; הקמת קרן למתן ערבויות מדינה להקמת מתקנים עבור גופים ציבוריים ושיתוף פעולה עם מפעל הפיס להקמת גגות על מבני ציבור. שינויים רגולטוריים נוספים כוללים ביטול הצורך לפטור מהיתר קרינה והקלת האפשרות להקמת מתקנים סולאריים על גגות בתים משותפים (תוך הגמשת הדרישה הקיימת המחייבת הסכמת כל הדיירים). על פי יו"ר רשות החשמל התכנית תבוצע בעיקר ע"י חברות קטנות מהשוק הפרטי, בניגוד לענף הקמת תחנות הכוח הקונבנציונליות שמחייב ייבוא הון, ציוד ועובדים מחו"ל.

ביום 25 באוקטובר 2020 התקבלה החלטת ממשלה בנושא קידום אנרגיה מתחדשת במשק החשמל לפיה עודכן היעד לייצור חשמל באנרגיה מתחדשת לשיעור של 30% מסך כל צריכת החשמל בשנת 2030 ועודכן יעד ביניים כך שזה יעמוד על 20% עד ליום 31 בדצמבר 2025.

יישום ההחלטות ועמידה ביעדים יביא בין היתר לכך שייצור חשמל בגז טבעי בשנת 2030 יעמוד על 70% מייצור החשמל, ויצור החשמל באנרגיות מתחדשות יעמוד על שיעור של-30% מסך כל צריכת החשמל בשנת 2030, תוך הפחתת זיהום האוויר הנפלט ממשק האנרגיה וצמצום טביעת הרגל הפחמנית.

ביום 16 בנובמבר 2020, הציג משרד האנרגיה את התכנית הלאומית המעודכנת להתייעלות באנרגיה 2020-2030 אשר במסגרתה נקבע מדד ויעד לאומי חדש להתייעלות באנרגיה המשקף את השיפור בעצימות צריכת האנרגיה במשק. בהמשך לכך, ביום ה-5 בינואר, 2022 הציג משרד האנרגיה צעד נוסף בקידום התכנית, ופתח בפרויקט חדש<sup>8</sup> המבקש לקדם את ההתייעלות האנרגטית של הרשויות המקומיות. לטובת הפרויקט העמיד משרד האנרגיה תקציב של עד כ-7.15 מיליון ש"ח, ואף ימנה פרויקטורים על כ-11 אשכולות אזוריים.

<sup>8</sup> <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001397487>  
<sup>9</sup> מקור: <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001330803>

## פרק 3

# ניתוח דוחות כספיים

## ניתוח דוחות כספיים

### דוחות רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד מבוקרים של השותפות, הערוכים לפי תקינה בינלאומית (IFRS), לשנים 2020-2021 ולמחצית הראשונה של שנת 2022:

אלפי ש"ח	2022 H1	2021	2020
הכנסות	608,913	1,007,614	75,334
% שינוי	21%	1,238%	
עלויות אנרגיה	(239,816)	(438,693)	(35,521)
עלויות הפעלה אחרות	(52,461)	(105,147)	(5,760)
פחת והפחתות	(117,918)	(221,263)	(14,360)
<b>רווח מהפעלת תחנת הכח</b>	<b>198,718</b>	<b>242,511</b>	<b>19,693</b>
% רווח מהפעלת תחנת הכח	33%	24%	26%
הכנסות (הוצאות) אחרות (*)	32,600	58,248	(30,684)
% מההכנסות	5%	6%	-41%
הוצאות הנהלה וכלליות	(5,420)	(11,448)	(2,988)
% מההכנסות	1%	1%	4%
<b>רווח תפעולי</b>	<b>225,898</b>	<b>289,311</b>	<b>(13,979)</b>
% רווח תפעולי	37%	29%	-19%
הכנסות (הוצאות) מימון	(63,765)	(97,589)	1,147
<b>רווח (הפסד) לשנה</b>	<b>162,133</b>	<b>191,722</b>	<b>(12,832)</b>
% רווח נקי	27%	19%	-17%

(\*) הכנסות (הוצאות) אחרות מייצגות הכנסות מביטוח ורווח ממכירת גז לחיצוניים

## ניתוח דוחות כספיים

### מאזנים

להלן המאזן של השותפות, הערוך לפי תקינה בינלאומית (IFRS) לימים 31 בדצמבר 2020-2021 וליום 30 ביוני 2022:

30.06.22	31.12.21	31.12.20	ביאור	אלפי ש"ח
<u>התחייבויות שוטפות</u>				
194,372	191,845	141,738	4	הלוואות מתאגידים בנקאיים
105,367	94,811	65,914		ספקים
4,661	5,976	8,167	5	זכאים ויתרות זכות
2,450	410	29	6	מכשירים נגזרים
<b>306,850</b>	<b>293,042</b>	<b>215,848</b>		<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>
<u>התחייבויות בלתי שוטפות</u>				
3,262,589	3,259,189	3,843,041	4	הלוואות מתאגידים בנקאיים
278,951	268,257	299,197		הלוואות מבעלי זכות וצדדים קשורים
68,290	46,702	-	6	מכשירים נגזרים
<b>3,609,830</b>	<b>3,574,148</b>	<b>4,142,238</b>		<b>סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות</b>
<b>3,916,680</b>	<b>3,867,190</b>	<b>4,358,086</b>		<b>סה"כ התחייבויות</b>
<b>714,938</b>	<b>820,274</b>	<b>317,139</b>		<b>סה"כ הון השותפות</b>
<b>4,631,618</b>	<b>4,687,464</b>	<b>4,675,225</b>		<b>סה"כ הון עצמי והתחייבויות</b>

30.06.22	31.12.21	31.12.20	ביאור	אלפי ש"ח
<u>נכסים שוטפים</u>				
84,238	126,363	37,561		מוזמנים ושווי מוזמנים
238,697	186,041	87,583		לקוחות והכנסות לקבל
26,597	24,907	67,270	1	חייבים ויתרות חובה
<b>349,532</b>	<b>337,311</b>	<b>192,414</b>		<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>
<u>נכסים בלתי שוטפים</u>				
37,685	45,246	65,239	2	פיקדונות מוגבלים
160,214	160,214	160,214	3	חייבים אחרים
2,546,802	2,560,493	2,578,278		רכוש קבוע
1,497,360	1,542,992	1,635,467		נכסים בלתי מוחשיים
40,025	41,208	43,613		נכסי זכות שימוש
<b>4,282,086</b>	<b>4,350,153</b>	<b>4,482,811</b>		<b>סה"כ נכסים בלתי שוטפים</b>
<b>4,631,618</b>	<b>4,687,464</b>	<b>4,675,225</b>		<b>סה"כ נכסים</b>

## ניתוח דוחות כספיים

### ניתוח מאזנים

#### ביאור 1 – חייבים ויתרות חובה

להלן הרכב סעיף חייבים ויתרות חובה לימים 31 בדצמבר 2020-2021 וליום 30 ביוני 2022:

אלפי ש"ח	31.12.21	31.12.20	30.06.22
מקדמות לספקים	2,722	-	1,736
מוסדות ממשלתיים	298	41,418	303
הוצאות מראש	21,881	25,659	22,560
אחר	6	193	1,998
<b>סה"כ חייבים ויתרות חובה</b>	<b>24,907</b>	<b>67,270</b>	<b>26,597</b>

#### ביאור 2 – פיקדונות מוגבלים

נכון ליום 30 ביוני 2022 לשותפות פיקדון מוגבל בהתאם לדרישת הסכמי המימון של השותפות בסך של 37,685 אלפי ש"ח. הפיקדון המוגבל של השותפות מופקד בחשבון עו"ש ייעודי המהווה קרן לתחזוקה כבדה.

#### ביאור 3 – חייבים אחרים

כאמור לעיל, השותפות לא חתמה על הסכם החכירה מול רמ"י בגין שטח במחלוקת, וזאת בשל קיומן של מחלוקות בין השותפות לבין רמ"י, ובכלל זאת ביחס למשך תקופת החכירה. בהתאם למפרט כספי שהתקבל אצל השותפות ביום 24 בנובמבר 2020, נדרשה השותפות לשלם לרמ"י, דמי היתר בסך של כ-218 מיליון ש"ח בתוספת מע"מ. על מנת לאפשר את השלמת העסקה לרכישת תחנת הכוח במועד ובהתאם לנוהל ההשגות הקבוע בכללי רמ"י, שילמה השותפות לרמ"י 75% מהסכום שנדרש על ידי רמ"י (בסך של כ-164 מיליון ש"ח בתוספת מע"מ), והמציאה לרמ"י ערבות בנקאית על סך 25% הנותרים. השותפות חולקת על גובה דמי ההיתר הנדרש על ידי רמ"י, לרבות על הסכום בסך 164 מיליון ש"ח כאמור (בתוספת מע"מ) אשר שולם על ידה ולכן היא סיווגה יתרה ששולמה לרמ"י כ"חייבים אחרים".

#### ביאור 4 – הלוואות מתאידיים בנקאיים

כאמור לעיל, ביום 29 בנובמבר 2020 התקשרה שותפות רמת חובב בהסכם למימון רכישת תחנת הכוח רמת חובב, בהיקף של כ-900 מיליון אירו ובנוסף מסגרת של כ-300 מיליון ש"ח. על פי הסכם המימון, המלווים הבכירים העמידו לשותפות מסגרות אשראי לזמן ארוך:

- מסגרת Tranche A בהיקף של כ-940 מיליון אירו;
- מסגרת Tranche B (הנחותה ל-Tranche A) בהיקף של כ-300 מיליון ש"ח.

בנוסף הועמדו לשותפות מסגרת ערביות בהיקף של כ-190 מיליון ש"ח ומסגרות רזרבה לשירות חוב בהיקף של כ-135 מיליון ש"ח.

ההלוואות לזמן ארוך תיפרענה בתשלומים, בהתאם ללוחות הסילוקין המצורפים להסכם המימון. במסגרת הסכם המימון, התחייבה שותפות רמת חובב לעמוד באמות מידה פיננסיות, הכוללות עמידה ביחסי כמפורט בהסכם המימון.

#### ביאור 5 – זכאים ויתרות זכות

להלן הרכב סעיף זכאים ויתרות זכות לימים 31 בדצמבר 2020-2021 וליום 30 ביוני 2022:

אלפי ש"ח	31.12.21	31.12.20	30.06.22
ריבית לשלם	468	7,994	238
שכר ונלוות	309	170	735
מוסדות	5,199	3	3,688
<b>סה"כ זכאים ויתרות זכות</b>	<b>5,976</b>	<b>8,167</b>	<b>4,661</b>

## ניתוח דוחות כספיים

### ניתוח מאזנים

#### ביאור 6 – מכשירים נגזרים

השותפות חשופה לסיכונים העיקריים הבאים הנובעים משימוש במכשירים פיננסיים:

- סיכון אשראי
- סיכון נזילות
- סיכון שוק

בכדי להתמודד עם סיכונים אלו, מתקשרת השותפות בעסקאות עם מכשירים פיננסיים נגזרים.

היתרה בספרים מורכבת בעיקר מהשווי ההוגן של חוזי אקדמה על המדד. השווי ההוגן נאמד על בסיס היוון ההפרש בין המדד שקבוע בחוזה לבין המדד הצפוי נכון למועד המדידה, תוך שימוש בריביות שוק מתאימות כולל ההתאמות הנדרשות בגין סיכוני האשראי של הצדדים.

### ניתוח מאזן כלכלי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן המאזן הכלכלי של השותפות לימים 31 בדצמבר 2020-2021 וליום 30 ביוני 2022:

אלפי ש"ח	31.12.21	30.06.22	31.12.20
הון חוזר	110,629	155,505	88,766
נכסים תפעוליים אחרים	4,304,907	4,244,401	4,417,572
חוב, נטו	(3,595,262)	(3,684,967)	(4,189,199)
<b>הון עצמי</b>	<b>820,274</b>	<b>714,938</b>	<b>317,139</b>

### הון חוזר תפעולי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי ההון החוזר התפעולי של השותפות לימים 31 בדצמבר 2020-2021 וליום 30 ביוני 2022:

אלפי ש"ח	31.12.21	30.06.22	31.12.20
לקוחות והכנסות לקבל	186,041	238,697	87,583
ספקים	(94,811)	(105,367)	(65,914)
מקדמות לספקים	2,722	1,736	-
הון חוזר אחר	16,677	20,439	67,097
<b>סך הון חוזר:</b>	<b>110,629</b>	<b>155,505</b>	<b>88,766</b>



## ניתוח דוחות כספיים

### ניתוח מאזן כלכלי (המשך)

#### נכסים תפעוליים אחרים

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי הנכסים התפעוליים האחרים של השותפות לימים 31 בדצמבר 2020-2021 וליום 30 ביוני 2022:

אלפי ש"ח	31.12.21	30.06.22	31.12.20
חייבים אחרים	160,214	160,214	160,214
רכוש קבוע	2,560,493	2,546,802	2,578,278
נכסים בלתי מוחשיים	1,542,992	1,497,360	1,635,467
נכסי זכות שימוש	41,208	40,025	43,613
<b>סך נכס תפעולי אחר</b>	<b>4,304,907</b>	<b>4,244,401</b>	<b>4,417,572</b>

#### חוב נטו

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי החוב נטו של השותפות לימים 31 בדצמבר 2020-2021 וליום 30 ביוני 2022:

אלפי ש"ח	31.12.21	30.06.22	31.12.20
מומנים ושנוי מומנים	126,363	84,238	37,561
פיקדונות מוגבלים	45,246	37,685	65,239
הלוואות מתאגידים בנקאיים	(191,845)	(194,372)	(141,738)
מכשירים נגרים	(410)	(2,450)	(29)
הלוואות מתאגידים בנקאיים	(3,259,189)	(3,262,589)	(3,843,041)
הלוואות מבעלי זכות וצדדים קשורים	(268,257)	(278,951)	(299,197)
מכשירים נגרים	(46,702)	(68,290)	-
ריבית לשלם	(468)	(238)	(7,994)
<b>סך חוב נטו</b>	<b>(3,595,262)</b>	<b>(3,684,967)</b>	<b>(4,189,199)</b>

#### הון חוזר

להלן ניתוח של ימי ההון החוזר ההיסטורי של החברה:

אלפי ש"ח	2021	2022 H1
ימי לקוחות	67	72
ימי ספקים	62	65
ימי הון חוזר אחר	6	6

# פרק 4 מתודולוגיה

כללי

קיימות מספר מתודולוגיות שונות, שבהן ניתן להעריך את השווי של פעילויות חברה עסקית או נכסים. לכל אחת מן המתודולוגיות השונות ייחוד משלה והיא דורשת התייחסות לפרמטרים שונים ומתאימה לטיפול בסוגי נכסים או להערכת מצבים עסקיים שונים.

- שיטת היוון תזרימי המזומנים;
- שיטת השוואה לעסקאות דומות;
- שיטת השווי הנכסי.

גישת היוון תזרימי מזומנים

תחת גישה זו, שוויה של פעילות או נכס כלכלי נגזרים מתזרימי המזומנים שינבעו מהם במשך תקופה עתידית למועד ביצוע ההערכה. משך התקופה העתידית נקבע בהתאם לאופי הפעילות והתנאים הכלליים המגדירים אותה.

השלב הראשון בגישה זו, הינו בניית מודל מתמטי של "המציאות" העסקית אותה רוצים לאמוד. המודל הוא מערכת של קשרים לוגיים-מתמטיים בין פרמטרים שונים אותם מעריכים כמשפיעים על התוצאות העסקיות העתידיות של הפעילות/נכס נשואי הבדיקה. תוצאת המודל הינה שורה של תזרימי מזומנים, הנובעים מן הפרמטרים והנוסחאות השונות, ששימשו כהנחות למודל.

השלב השני, הינו היוון תזרימי המזומנים הנובעים מן המודל במחיר הון (ריבית), שנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחנת. פעולת ההיוון הינה הבאה לערכי הווה של ערכים עתידיים. מחיר ההון משקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות. ככל שהפעילות מוערכת כמסוכנת יותר, קרי, רמת הודאות הקיימת להתגשמות תזרימי המזומנים נמוכה יותר, כך יבחר מחיר הון גבוה יותר. ככל שמחיר ההון גבוה יותר, כך שווי התזרימים יהיה נמוך יותר.

תקן דיווח כספי בינלאומי 13 - מדידת שווי הוגן, מגדיר את אופן מדידת השווי הוגן לצורך יישום מודל הערכה מחדש. התקן מגדיר שווי הוגן כמחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או מחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה.

התקן מדגיש כי מדידת שווי הוגן היא לנכס מסוים או להתחייבות מסוימת. לפיכך, בעת מדידת שווי הוגן ישות תביא בחשבון את המאפיינים של הנכס או של ההתחייבות אם משתתפים בשוק היו מביאים בחשבון מאפיינים אלה בעת המחרת הנכס או ההתחייבות במועד המדידה. מאפיינים כאלה כוללים, לדוגמה, את המצב והמיקום של הנכס וכן מגבלות, אם קיימות, על מכירת הנכס או על שימוש בנכס.

בהתאם לתקן, עקרונות מדידת השווי הוגן צריכים להניח שהנכס או ההתחייבות מוחלפים בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק למכירת הנכס או להעברת ההתחייבות במועד המדידה בתנאי שוק נוכחיים. מדידת השווי הוגן תניח שהעסקה למכירת הנכס או להעברת ההתחייבות מתרחשת בשוק העיקרי של הנכס או של ההתחייבות, או בהיעדר שוק עיקרי, בשוק הכדאי ביותר עבור הנכס או ההתחייבות.

השווי הוגן של נכס או של התחייבות יימדד תוך שימוש בהנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, בהנחה שמשתתפים בשוק פועלים לטובת האינטרסים הכלכליים שלהם.

המחיר בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) שמשמש למדידת השווי הוגן של הנכס או של ההתחייבות לא יותאם בגין עלויות עסקה. עלויות עסקה יטופלו בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים אחרים. עלויות עסקה אינן מאפייני של נכס או של התחייבות. במקום זאת, הן ספציפיות לעסקה והן יהיו שונות בהתאם לדרך שבה הישות מתקשרת בעסקה לנכס או להתחייבות.

עלויות עסקה אינן כוללות עלויות הובלה. אם מיקום הוא מאפייני של הנכס (כפי שיכול להיות המקרה, לדוגמה, עבור סחורת יסוד (commodity), המחיר בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) יותאם בגין העלויות, אם קיימות, שיתהוו להובלת הנכס מהמיקום הנוכחי שלו לשוק זה.

לאחר שמתקבלת תוצאת היוון תזרימי המזומנים יש לבצע התאמות שונות בהתאם לכל פעילות. ההתאמות כוללות הערכת שווי השייר, קרי ערך תקופת הפעלה שלא נלקחה בחשבון בתזרים המהוון (למשל תזרים נבנה ל-5 שנים ואילו הפעילות הכלכלית צפויה להמשך זמן רב יותר), התאמות שונות בגין סעיפים מאזניים קרי, הפחתה או הוספת ערכם של התחייבויות או נכסים עודפים לפעילות, שאינם נלקחים בחשבון במודל תזרימי המזומנים (למשל, ערכם של מזומנים עודפים יתווסף לשווי ואילו הלוואה שמשמשת למימון הפעילות תגרע מהשווי).

השימוש העיקרי בגישה זו נעשה בהערכת עסקים חיים (Ongoing Concern), אשר יש לגביהם ולגבי תחום הפעילות שלהם נתוני עבר מספיקים, שיכולים להוות בסיס למודל המשקף מציאות עסקית. ככל שהפעילות המוערכת קיימת זמן רב יותר ובידי המערך נתונים רבים ומדויקים יותר לגבי תוצאות העבר שלה, כך יקל לבנות מודל מציאותי אמין.

נתוני הפעילות המוערכת אינם היחידים החשובים. יש צורך בנתונים ובהערכות מדויקות ככל האפשר לגבי הסביבה העסקית בה נערכת הפעילות, קרי, נתונים וההערכות בנושאי רגולציה, מתחרים קיימים ומתחרים פוטנציאליים, ספקים לקוחות וכיו"ב. ככל שנתונים וההערכות מדויקות יותר, כך איכותה של ההערכה תהיה גבוהה יותר ולהפך, ככל שהנתונים וההערכות שבבסיס המודל רחוקות מן המציאות, כך איכותה של הערכת השווי יורדת.

### שיטת ההשוואה לעסקאות דומות

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של הנכס נשוא ההערכה, או של נכסים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה בפרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה.

כדי להשוות לעסקאות שנעשו בעסקים דומים, יש למצוא עסקאות הדומות מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת בצורה נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלולות להיות שנויות במחלוקת. כמו-כן, התבססות על עסקאות, שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת השווי, מבטיחה כי השווי שמתקבל בשיטה זו יסתמך על מציאות כלכלית וסביבה עסקית דומות, המשתקפות נאמנה דרך מחיר השוק. החיסרון העיקרי של שיטה זו הנו הקושי הקיים, בדרך-כלל, במציאת עסקאות דומות, מהן ניתן לגזור את שווי העסק / הנכס המוערך.

### שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על שווי נכסים או התחייבויות, כפי שהם משתקפים במאזן החברה. ההערכה יכול שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות. שיטה זו מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן.

הגישה מתאימה גם להערכה של עלות ההקמה של עסק או נכס דומה, אך לא בהכרח להערכת פוטנציאל הרווח הצפוי לנבוע מנכסי העסק. החיסרון העיקרי של השיטה נעוץ בעובדה שהשיטה מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הקיים בעסק מעבר לנכסים הרשומים בספרים.

### שיטת היוון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flow Method) DCF

שיטת היוון זרמי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתו של העסק או הנכס להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי העסק או הנכס באמצעות היוון זרמי המזומנים, אשר צפוי כי יפיק בעתיד. זרמי המזומנים העתידיים מהווים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק או נכס בעל סיכון דומה.

שיטת היוון זרמי המזומנים הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר. לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את המכירות, עלות המכירות, הוצאות ההנהלה והמכירה, המסים וההשקעות, וזאת לצורך גזירת תזרים המזומנים החזוי.

יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לעסק הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בעסק נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית.

חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע את מחיר ההון המתאים.

### שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלים FCFE (Free Cash Flow To Equity)

שיטת ה-FCFE דומה במהותה לשיטת היוון תזרימי המזומנים הבסיסית, DCF, עם ההבדלים הבאים:

- נקודת המוצא היא הרווח הנקי (לאחר מימון);
- בשיטת תזרים המזומנים לבעלי המניות, תזרים המזומנים הסופי כולל תזרים שנובע גם מנכסים שאינם תפעוליים, ולכן אין צורך להוסיף יתרות מאזניות מסוימות (כגון יתרות חוב בנקאי);
- יש להתחשב בתנועת המזומנים הקשורה לחוב הפיננסי שקיים בחברה;
- שיעור ההיוון הינו Ke (שיעור התשואה לבעלים) ולא WACC (מחיר הון המשוקלל של הפעילות).

### שיטת הערכת השווי שנבחרה

בעבודה זו, אימצנו את גישת ההכנסות תוך שימוש בשיטת ה-FCFE, שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות. שיטה זו דומה במהותה לשיטת היוון תזרימי המזומנים הבסיסית, DCF, אולם לעומתה היא לוקחת בחשבון גם היבטי מימון.

תזרים המזומנים מחושב בדומה לשיטת היוון תזרימי המזומנים הבסיסית עם ההבדלים הבאים:

- נקודת המוצא היא הרווח הנקי (לאחר מימון);
- בשיטת תזרים המזומנים לבעלי המניות, תזרים המזומנים הסופי כולל בתוכו תזרים שנבע גם מנכסים שאינם תפעוליים, וכלן אין צורך להוסיף יתרות מאזניות נוספות (כגון, יתרות חוב);
- יש להתחשב בתנועת המזומנים הקשורה לחוב הפיננסי שקיים בחברה.

גישה זו נבחרה מכיוון שמדובר בהערכת שווי חברה אשר פעילותה הינה הפעלת תחנת כח לתקופה מוגדרת והפקת תזרימי מזומנים לאורך תקופה זו. כמו כן, לאור העובדה שהפעילות הינה במסגרת הסכם זיכיון מול המדינה, וכן העובדה כי נכון למועד הערכת השווי הפרויקט פעיל כבר מעל ל-15 שנים – לחברה יכולת לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות ברמה גבוהה יחסית.

כמו כן, מכיוון שהפרויקט נמצא בשלהי תקופת החוזה ובשל תנאי החוב הפיננסי של החברה, החוב מהווה חלק בלתי נפרד מהפעילות ולא ניתן להפרידו ממנה. לכן, במקרה זה נכון יותר להסתכל על התזרים לבעלי המניות של החברה.

על-פי גישה זו, נלקחה תחזית תזרימי המזומנים העתידיים שהתקבלה מההנהלה עבור הפעלת תחנת כח, כאשר תזרימי המזומנים העתידיים הונוו בשיעור ניכיון (Ke) הנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחרת, ואשר משקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות זו.

## מתודולוגיה

### קביעת שיעור ההיוון

לצורך קביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות, נעזרנו במודל ה-CAPM. הנוסחה לקביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות הינה:

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

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

**מחיר ההון העצמי (Ke)** - אחת הדרכים המקובלות לחישוב מחיר ההון העצמי היא באמצעות מודל השוק - C.A.P.M (Capital Asset Pricing Model). מודל זה מחשב את מחיר ההון העצמי בהתבסס על שיעור התשואה על מקורות ההון חסרי הסיכון (כגון אג"ח ממשלתיות), בתוספת פרמיה הנדרשת בגין סיכון הפעילות וסיכונים השוק. סיכון השוק מוגדר כתוספת המבוקשת על ידי המשקיעים מעל לשער הריבית חסר הסיכון במשק. ההתאמה לסיכונים הפעילות נעשית על ידי הכפלת פרמיית הסיכון של השוק במקדם הסיכון השיטתי של הפעילות. הסיכון השיטתי מייצג את גמישות ההשתנות במניות הקבוצה בהשוואה להשתנות כלל מניות השוק. מחיר ההון העצמי לפי גישה זו מחושב על פי הנוסחה הבאה:

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

**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 ממשלתיות, בהתאם למטבע ממנו נובע תזרים המזומנים של כל הערכת שווי.

**מקדם הביתא (β)** - מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו. כאשר מקדם זה גדול מ-1, לחברה רגישות גבוהה לשינויים במצב השוק (מניה אגרסיבית, קרי, השינוי בה גדול מהשינוי בתשואת השוק, לטוב או לרע). כאשר מקדם זה קטן מ-1 שווי הפעילות רגישה פחות מהממוצע לשינויים במצב השוק. כאשר מקדם זה שלילי (מקרים נדירים ביותר), הפעילות מגיבה בצורה הפוכה למצב השוק. לצורך חישוב ה-β הסתמכנו על חברות השוואה ציבוריות הפועלות בענף ייצור החשמל.

**פרמיית הסיכון של השוק (Rm-Rf)** - התשואה הצפויה העודפת מעבר לריבית חסרת הסיכון, אותה מצפים לקבל מהשקעה מבוזרת בשוק המניות. פרמיית הסיכון של השוק עבור כל הערכת שווי נקבעת בהתאם לסיכון המדינה אליה חשוף תזרים המזומנים המוערך.

**פרמיית גודל (SCP) ופרמיית סיכון ספציפי (SRP)** - למחיר ההון העצמי ניתן להוסיף פרמיה המשקפת את עודף הסיכון בהשקעות בפעילויות קטנות וכן פרמיית סיכון ספציפית. הוספה פרמיית גודל בהתאם למתודולוגיה המקובלת בהתאם לאופי הפעילות המוערכת.

## מתודולוגיה

### שיעור ההיוון

שיעור ההיוון לבעלים (Ke) נקבע על 9.25%, בהתבסס על מודל CAPM ובהתבסס על הפרמטרים הבאים:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
חוב (%)	D/V	51.25%	ע"פ המינוף הספציפי של הפרויקט
הון עצמי (%)	E/V	48.75%	ע"פ המינוף הספציפי של הפרויקט
ריבית חסרת סיכון	Rf	2.53%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל, 7.25 שנים, מערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	6.60%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran יולי 2022
ביטא	Beta	0.65	בהתאם לביטא לא ממנופת של חברות ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.50%	פרמיית סיכון ספציפית
<b>מחיר ההון העצמי</b>	<b>Ke</b>	<b>9.25%</b>	<b><math>Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP</math></b>

(\* פרמיית הסיכון הספציפי נאמדה בהתאם לניסיונו, שיקול דעתנו ובהתאם למצב השוק, והופחתה בכ-1% ביחס להערכת השווי שבוצעה ליום 31 לדצמבר 2021.

# פרק 5 הערכת השווי



# הערכת השווי

## תחזית תזרים מזומנים

להלן תחזית תזרים המזומנים החזוי של פעילות תחנת כח רמת חובב, נכון ליום ה-30 ביוני 2022:

אלפי ש"ח	2022 H2	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>סה"כ הכנסות</b>	480,613	1,375,936	1,072,823	1,164,245	1,156,705	1,207,534	1,186,586	1,150,911	1,247,548	1,330,772
<b>% שינוי</b>	186.3%	-22.0%	8.5%	-0.6%	4.4%	-1.7%	-3.0%	8.4%	6.7%	
הוצאות תפעול ואחזקה (O&M)	(38,455)	(76,555)	(82,718)	(84,441)	(86,586)	(88,185)	(92,064)	(92,544)	(93,553)	(92,912)
הוצאות אנרגיה	(251,559)	(431,459)	(434,402)	(491,037)	(496,215)	(524,996)	(519,603)	(494,913)	(539,518)	(541,866)
הוצאות תפעוליות אחרות	(70,409)	(58,621)	(54,965)	(56,982)	(58,633)	(60,183)	(64,660)	(66,753)	(69,162)	(72,406)
ערך גרט	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>סך הוצאות תפעוליות</b>	(360,423)	(566,634)	(572,085)	(632,460)	(641,433)	(673,365)	(676,327)	(654,209)	(702,233)	(707,184)
<b>EBITDA</b>	120,190	809,302	500,739	531,785	515,272	534,169	510,259	496,702	545,315	623,588
<b>EBITDA %</b>	25.0%	58.8%	46.7%	45.7%	44.5%	44.2%	43.0%	43.2%	43.7%	46.9%
הוצאות פחת	(486,825)	(933,898)	(125,850)	(113,061)	(113,098)	(129,644)	(119,178)	(124,228)	(124,407)	(130,166)
<b>רווח תפעולי לפני מס</b>	(366,635)	(124,595)	374,889	418,724	402,174	404,525	391,081	372,474	420,908	493,422
הוצאות מס	-	-	-	-	(43,318)	(79,823)	(77,505)	(75,281)	(86,804)	(106,628)
<b>רווח לאחר מס</b>	(366,635)	(124,595)	374,889	418,724	358,856	324,702	313,576	297,193	334,103	386,794
<b>התאמות לתזרים מזומנים</b>										
הוצאות פחת	486,825	933,898	125,850	113,061	113,098	129,644	119,178	124,228	124,407	130,166
החרי קרן חוב בכיר ונחות	(95,534)	(217,377)	(242,153)	(223,875)	(248,897)	(251,258)	(213,313)	(209,698)	(214,428)	(209,866)
החרי ריבית על הלוואות	(41,741)	(85,534)	(78,980)	(69,804)	(63,547)	(56,591)	(49,963)	(44,892)	(39,828)	(34,739)
עמלות מימון	(5,734)	(3,924)	(3,807)	(3,815)	(3,460)	(3,341)	(3,431)	(3,438)	(3,360)	(3,359)
השקעות	(22,779)	(61,541)	(7,655)	(8,351)	(315)	(16,861)	(40,204)	(30,866)	(344)	(19,213)
תנועה בקרנות	98	(31,425)	(4,825)	(3,970)	(18,957)	(2,418)	30,919	24,161	(11,576)	7,660
<b>תזרים מזומנים פנוי</b>	(45,500)	409,502	163,319	221,971	136,777	123,876	156,762	156,687	188,976	257,444
מזומנים ושווי מזומנים י.פ.	84,250	38,751	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>סה"כ מזומנים</b>	38,751	448,252	163,319	221,971	136,777	123,876	156,762	156,687	188,976	257,444
מזומנים ושווי מזומנים (מוגבל) י.פ.	38,751	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>תזרים לבעלי שותפות רמת חובב</b>	(0)	448,252	163,319	221,971	136,777	123,876	156,762	156,687	188,976	257,444
חלקה של שותפות הביניים	-	216,424	78,853	107,172	86,953	98,350	77,964	74,358	89,749	122,466
החרי הלוואה B - קרן וריבית	-	(50,009)	(19,765)	(25,208)	(20,908)	(3,550)	-	-	-	-
חלוקת דיבידנדים והחרי הלוואות A	-	166,416	59,088	81,964	66,045	94,800	77,964	74,358	89,749	122,466
<b>חלקה של קיסטון בחלוקת דיבידנדים והלוואות A</b>	-	70,699	25,759	35,009	28,405	32,128	25,468	24,290	29,318	40,006
תקופה להיוון	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
זרים מהוון	-	64,713	21,582	26,849	19,939	20,643	14,979	13,076	14,447	18,044

## הערכת השווי

### תחזית תזרים מזומנים (המשך)

אלפי ש"ח	2041 H1	2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	2033	2032	
סה"כ הכנסות	73,414	861,039	845,978	848,881	845,472	895,668	1,333,945	1,377,070	1,349,831	1,275,079	
% שינוי	-91.5%	1.8%	-0.3%	0.4%	-5.6%	-32.9%	-3.1%	2.0%	5.9%	-4.2%	
הוצאות תפעול ואחזקה (O&M)	(3,468)	(77,816)	(77,396)	(78,631)	(78,518)	(78,434)	(99,084)	(97,222)	(94,063)	(92,027)	
הוצאות אנרגיה	(25,156)	(336,977)	(349,429)	(350,358)	(358,599)	(384,079)	(547,696)	(575,895)	(567,138)	(543,306)	
הוצאות תפעוליות אחרות	(2,937)	(63,529)	(62,549)	(61,645)	(60,221)	(60,687)	(80,082)	(78,309)	(75,390)	(74,101)	
ערך גרט	-	260,000	-	-	-	-	-	-	-	-	
סך הוצאות תפעוליות	(31,562)	(218,323)	(489,374)	(490,634)	(497,338)	(523,200)	(726,862)	(751,426)	(736,592)	(709,434)	
EBITDA	41,853	642,716	356,604	358,247	348,135	372,468	607,083	625,645	613,239	565,645	
EBITDA %	57.0%	74.6%	42.2%	42.2%	41.2%	41.6%	45.5%	45.4%	45.4%	44.4%	
הוצאות פחת	-	(86,314)	(66,476)	(62,041)	(62,041)	(60,169)	(125,878)	(130,582)	(122,265)	(130,167)	
רווח תפעולי לפני מס	41,853	556,402	290,128	296,206	286,093	312,299	481,205	495,063	490,973	435,478	
הוצאות מס	-	(124,185)	(65,447)	(66,229)	(63,565)	(62,101)	(105,754)	(109,027)	(106,836)	(92,099)	
רווח לאחר מס	41,853	432,217	224,681	229,977	222,529	250,198	375,452	386,035	384,137	343,380	
התאמות לתזרים מזומנים											
הוצאות פחת	-	86,314	66,476	62,041	62,041	60,169	125,878	130,582	122,265	130,167	
החרי קרן חוב בכיר ונחות	-	(48,467)	(103,742)	(95,223)	(95,927)	(102,401)	(227,777)	(223,551)	(221,069)	(208,960)	
החרי ריבית על הלוואות	-	(457)	(2,781)	(5,144)	(7,394)	(9,676)	(14,134)	(19,435)	(24,734)	(29,788)	
עמלות מימון	-	(2,358)	(3,335)	(3,616)	(3,572)	(3,527)	(3,477)	(3,381)	(3,346)	(3,391)	
השקעות	-	-	(9,879)	-	(9,495)	-	(29,730)	(38,290)	(10,351)	(180)	
תנועה בקרנות	-	24,008	9,526	(706)	8,627	(1,030)	18,915	16,608	(13,315)	(14,662)	
תזרים מזומנים פניי	41,853	491,257	180,945	187,329	176,809	193,734	245,127	248,569	233,589	216,566	
מזומנים ושווי מזומנים י.פ.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
סה"כ מזומנים	41,853	491,257	180,945	187,329	176,809	193,734	245,127	248,569	233,589	216,566	
מזומנים ושווי מזומנים (מובל) י.ס.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
תזרים לבעלי שותפות רמת חובב	41,853	491,257	180,945	187,329	176,809	193,734	245,127	248,569	233,589	216,566	
חלקה של שותפות הביניים	20,926	243,230	86,239	89,308	84,274	92,471	116,535	118,140	110,945	102,979	
החרי הלוואה B - קרן וריבית	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
חלוקת דיבידנדים והחרי הלוואות A	20,926	243,230	86,239	89,308	84,274	92,471	116,535	118,140	110,945	102,979	
חלקה של קיסטון בחלוקת דיבידנדים והלוואות A	6,836	79,455	28,171	29,174	27,530	30,207	38,068	38,592	36,242	33,640	
תקופה להיוון	18.75	18.00	17.00	16.00	15.00	14.00	13.00	12.00	11.00	10.00	
תזרים מהוון	1,301	16,164	6,261	7,084	7,303	8,754	12,053	13,349	13,695	13,888	
סה"כ תזרים מהוון									314,121		

## הערכת השווי

### הנחות עיקריות

#### כללי

- תחזית תזרים המזומנים מבוססת ברובה על המודל הפיננסי של תחנת הכח, כפי שהתקבל מהנהלת השותפות, ואשר כולל את כל ההכנסות, ההוצאות והתזרימים, הן התפעוליים והן המימוניים - בהתאם לאומדני ההנהלה (להלן: "המודל הפיננסי"). התחזית כוללת הן התייחסות לקומת שותפות רמת חובב והן התייחסות לקומת שותפות הביניים וחלוקות הכספים בין קיסטון, מנורה ואדטלק.
- כאמור, בהערכת השווי התייחסנו להלוואה ההמירה (הלוואת A) כאל החזקה הונית בשותפות אדלטלק לכל דבר ועניין, וזאת בהתאם לניתוח שפורט בהרחבה לעיל אשר אופציית ההמרה תמומש בכל מקרה כ-180 יום בתום שנתיים ממועד העסקה. בהתאם לכך, השווי של החזקות קיסטון חושב בהתאם לתזרים שינבע משותפות הביניים, וכן חלקה בשווי הלוואות B, כפי שיורחב בהמשך.
- שנות התחזית – כפי שפורט בפרק 1 - "החברה ופעילותה" ביום מסירת האתר התקבלו אישורי תעריף ליחידות השונות של תחנת הכח לתקופות של 15 שנים ו-20 שנים. בהתאם, תחזית תזרים המזומנים הינה לתקופה שבין 1 ביולי 2022 ל-30 ביוני 2041. נציין כי תזרים המזומנים בשנת 2041 נובע מיתרות הון חוזר ומהפעילות של המחצית השנייה של שנת 2040.
- ערך גרט - הונח כי בסיום הפרויקט, בשנת 2040, יישאר בתחנה ערך גרט.
- תחזית נומינלית – המודל הפיננסי מוצג בערכים נומינליים. משכך, התחזיות, לרבות שיעור ההיוון, הינם בערכים נומינליים. נציין כי החברה ביצעה עסקאות הגנת אינפלציה במידה והאינפלציה השנתית תהיה נמוכה מ-1.6%. המודל הפיננסי מניח בהתאם כי האינפלציה בפועל תהיה בחלקה לפי תחזיות האינפלציה השנתיות בשוק נכון למועד הערכתה השווי, וחלקה לפי הגידור שבוצע בפועל.
- שיעור ההיוון – כמפורט לעיל, במודל זה עשינו שימוש בשיעור ההיוון לבעלים Ke הנאמד בכ-9.25%.

#### הכנסות

הכנסות החברה מורכבות מהכנסות מרכיב קבוע ומרכיב משתנה.

הכנסות מרכיב קבוע – כאמור לעיל, בהתאם לאסדרה החלה על התחנה, זכאית שותפות רמת חובב לתשלומי זמינות אשר נועדו לכסות את כל העלויות הקבועות של תחנת הכח (לרבות עלויות הונית). כאמור, תעריף הזמינות שנקבע לתחנה הוא 3.8 אגורות לקילוואט עבור כל היחידות. התעריף צמוד למדד המחירים לצרכן ממועד הגשת ההצעות לסל מטבעות של שקל, אירו ודולר ארה"ב בהתאם למשקולות שנקבעו על ידי השותפות.

שיעור הרכיב הקבוע מהכנסות החברה עומד על 24% בשנת 2023 ובמשך התחזית עולה לכ-32% ונע בין 31%-34%.

הכנסות מרכיב משתנה – התשלומים בגין ייצור אנרגיה בתחנה מוסדרים באמות המידה שנקבעו ליצרנים חדשים ברשת ההולכה ופורסמו בהחלטת רשות החשמל מס' 5 (מישיבה 558) בהתאם למודל העמסה מרכזית ומחיר ה-SMP.

תחזית מחירי ה-SMP וכן תחזית היקף הייצור והזמינות, התבססו על תחזית של מר חן הרצוג, שותף וכלכלן ראשי ב-BDO Consulting, שביצע תחזית עבור החברה הנכונה למועד הערכת השווי, אשר הוטמעה במודל הפיננסי.

שיעור הרכיב המשתנה מהכנסות החברה קטן בהדרגתיות לאורך שנות התחזית. בד בבד, סך ההכנסות המשתנות יורד בהדרגתיות לאורך התחזית מ-725 מיליוני ש"ח בשנת 2024 לכ-570 מיליוני ש"ח בשנת 2040. בדומה לרכיב הקבוע, בשנת 2036 ההכנסות המשתנות צפויות לקטון בחדות לאור פקיעת התוקף של אישור התעריף ליחידות מסוימות בתחנת הכח.

כמו כן, בעקבות השריפה בטוריבות 8 ו-9, השותפות מעריכה אובדן זמינות ועלויות ישירות נטו בחציון השני של 2022 בסך 105 מיליוני ש"ח והכנסות מביטוח בסך 45 מיליוני ש"ח בחציון הראשון של 2023.

## הערכת השווי

### הנחות עיקריות (המשך)

#### הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות של החברה מורכבות בעיקר מעלויות אנרגיה המהוות כ-71%-80% מכלל ההוצאות וכן עלויות תפעול ותחזוקה אשר משולמות למפעיל (קבלן התפעול) המהוות כ-11%-16%. יתר ההוצאות התפעוליות מורכבות מעלויות מים, עלויות SPC והוצאות אחרות.

#### הוצאות מס

הן שותפות רמת חובב והן שותפות הביניים אינן משלמות מיסים מתוקף היותן שותפויות. יחד עם זאת, לצורך הערכת השווי, הונח כי אלו משלמות מיסים בהתאם להכנסה החייבת התיאורטית שמעבירות לבעלי המניות, כאילו היו חברה בע"מ החייבת במס. הוצאות המס התיאורטיות האמורות חושבו על בסיס תחזית ההנהלה בקשר לרווח והפסד (בהתאם למודל הפיננסי) לרבות בקשר לקיומן של הוצאות פחת המוכרות לצרכי מס. בהתאם למודל הפיננסי האמור, לא צפוי תשלום מס עד לשנת 2026 וזאת בשל ההפסדים להעברה שייצברו בשנים הראשונות. שיעור מס חברות בישראל העומד על 23%.

#### השקעות הוניות (CapEx)

לאורך שנות התחזית הונחו השקעות בהתאם למודל הפיננסי כאשר סך השקעות ההוניות יעמוד על כ-306 מיליון ש"ח. נציין כי יהיו שנים בהן השותפות לא תידרש כלל להשקעות הוניות.

#### החזרי הלוואות חוב בכיר ונחות

כאמור, ביום 29 בנובמבר 2020 התקשרה שותפות רמת חובב בהסכם למימון רכישת תחנת הכוח רמת חובב, באמצעות הלוואה של כ-900 מיליון אירו ומסגרת נוספת של כ-300 מיליון ש"ח. שיעור הריבית על הלוואה הבכירה באירו הוא 2.35% ושל הלוואה בריבית משתנה בשקלים הוא 3.85% נכון למועד הערכת השווי. חלק מקרן הלוואה והריבית ישולמו כל רבעון והפירעון הסופי של הלוואה צפוי בשנת 2040.

בנוסף, לשותפות רמת חובב הלוואות בעלים, שנכון ליום 30 ביוני 2022 עומדת על כ-278 מיליון ש"ח.

#### מפל התשלומים בשותפות הביניים

כאמור, כל הסכומים ששותפות הביניים זכאית לקבל משותפות רמת חובב, יועברו על ידי שותפות רמת חובב לחשבון ייעודי של שותפות הביניים, אשר שועבד לטובת המלוות. מדי רבעון, סכום השווה לכמחצית מהסכומים המופקדים בחשבון הייעודי יועבר למלוות, 33% מהסכומים לשותפות קיסטון ו-16% למנורה, כפירעון על חשבון הלוואה ההמירה. לאחר המרת הלוואה ההמירה, סכום זה יהווה חלוקה הונית בגין זכויותיה של שותפות קיסטון כשותף מוגבל בשותפות הביניים. יתרת הלוואה ההמירה תיפרע בחודש דצמבר 2035, ככל שלא הומרה קודם לכן.

פירעון הלוואה הלא המירה ייעשה בהתאם ללוח הסילוקין שנקבע בין הצדדים מתוך הכספים שיוותרו בחשבון הייעודי. פירעון הלוואה הנו לתקופה בת 15 שנה בהתאם ללוח סילוקין רבעוני שפיצר. הלוואה נשאת ריבית צמודה בשיעור שנתי של כ-5.5%.

היה ובמועד תשלום, יתרת הסכומים בחשבון הייעודי תהיה נמוכה מהסכום הקבוע לפירעון באותו מועד בהתאם ללוח הסילוקין, הסכום החסר יידחה למועד התשלום הבא אחריו, ותתווסף אליו ריבית מהמועד שהיה קבוע לתשלום.

ככל שבחשבון הייעודי יותרו כספים לאחר ביצוע הפירעונות והחלוקות כאמור לעיל, תתחלק יתרת הכספים בין המלוות לבין אדלטק, בהתאם למנגנונים שנקבעו בהסכם.

ניתן לראות בתזרים המזומנים את שלושת שכבות החלוקה הנזכרות לעיל:

- תזרים משותפות חובב – הכולל את כל תזרים המזומנים מהתחנה.
- תזרים לשותפות הביניים – המהווה 50% מהתזרים לשותפות חובב.
- חלקה של שותפות קיסטון – חלק זה חושב לאור הסכם הלוואה A עם שותפות הביניים ומתוך סכום זה נגזר שיעור חלקה של קיסטון.

## הערכת השווי

### שווי הלוואה A (הלוואה המירה)

אלפי ש"ח	
שווי הלוואה המירה לבעלים	314,121
מזומנים עודפים	(2)
התאמות הון חוזר (*)	17,156
<b>שווי הלוואה A (הלוואה המירה)</b>	<b>331,275</b>

(\*) על מנת להגיע לשווי התחנה ביצענו התאמה בגין ההון חוזר. תחזית ההון החוזר נקבעה בהתבסס על ניתוח ההון החוזר ההיסטורי, כפי שניתן לראות בפרק דוחות כספיים ובהתאם למפתחות הבאים:

- 67 ימי לקוחות.
- 62 ימי ספקים.
- 6 ימי הון חוזר אחר.

### ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות להשפעת שיעור ההיוון (Ke) על שווי הלוואה המירה (אלפי ש"ח):

KE				
9.75%	9.50%	9.25%	9.00%	8.75%
321,460	326,300	331,275	336,390	341,650

### שערוך הלוואת קיסטון B

כאמור לעיל, קיסטון העניקה הלוואה שאינה המירה, הלוואה B, לשותפות הביניים בסך של כ- 72 מיליון ש"ח. הלוואה זו טופלה כאל חוב פיננסי בתחזית תזרים המזומנים לקיסטון לעיל. לאור האמור, הוספנו להחזקות קיסטון גם את השווי ההוגן של חלקה בהלוואות B, בהתאם לשווי ההוגן כדלקמן:

על פי הסכם הלוואה, קרן הלוואה תישא ריבית בשיעור שנתי של 5.5% החל ממועד הסגירה ועד לסילוקה המלא. הריבית בגין הקרן תהיה צמודה למדד המחירים לצרכן באופן שלכל תשלום ריבית שמשולם יתווספו הפרשי הצמדה למדד. בהתאם לתנאי הלוואה ביום קבלתה, הלוואה הייתה בעלת מח"מ של 6.75 שנים ובהתאם לנתוני מרווח הוגן בעלת דירוג משתמע של BBB-, עם מרווח של כ-1% מעל העקום.

לאור השיפור המשמעותי בפרופיל תחזית התזרים המעודכן של התחנה, הונח כי דירוג הלוואת הבעלים גבוה בנוף אחד ועומד נכון למועד הערכת השווי על BBB. השווי ההוגן של הלוואה נאמד באמצעות היוון תזרים המזומנים במקדם היוון נורמטיבי, בהתאם לדירוג האמור לעיל, בהתאם למח"מ העדכני למועד הערכת השווי, ובהתאם לטבלאות הריביות העדכניות נכון למועד הערכת השווי. הריבית הנומינלית ההוגנת נאמדה בכ- 7.84%.

בהתאם, שווי ההוגן של הלוואה B נכון ליום 30 ביוני 2022, הוא 65,950 אלפי ש"ח.

ראו נספח א' המפרט את לוח הסילוקין של הלוואה.

להלן ניתוח רגישות להשפעת שיעור הריבית על שווי הלוואה שאינה המירה (אלפי ש"ח):

שיעור ריבית				
8.84%	8.34%	7.84%	7.34%	6.84%
64,428	65,183	65,950	66,728	67,518

## הערכת השווי

### סיכום שווי

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי – שווי החזקות קיסטון הינו כדלקמן:

אלפי ש"ח	
331,275	שווי הלוואה A (הלוואה המירה)
65,950	שווי הלוואה B (הלוואה שאינה המירה)
<b>397,225</b>	<b>סה"כ שווי הלוואות</b>

### השוואה לעבודות קודמות

ביצענו עבור קיסטון הערכת שווי להלוואות האמורות ליום ה-31 בדצמבר 2021. בבחינה זו התוצאות נקבעו כדלקמן:

אלפי ש"ח	
176,902	שווי הלוואה A (הלוואה המירה)
73,722	שווי הלוואה B (הלוואה שאינה המירה)
<b>250,624</b>	<b>סה"כ שווי הלוואות</b>

הסיבה העיקרית לעליית השווי ביחס להערכת השווי הקודמת, היא השיפור החזוי בתזרים המזומנים במודל הפיננסי. השיפור בתזרים נובע בעיקר מהעלייה בתעריף הייצור אשר צפוי להשפיע באופן משמעותי על הכנסות החברה מייצור חשמל. כמו כן, האינפלציה בפועל במחצית הראשונה של 2022 ביחד עם תחזיות האינפלציה העתידיות, ומנגנון ההצמדה למדד של ההכנסות, צפויים להשפיע אף הם על הכנסות החברה מייצור חשמל. הוצאות בתחנה, ובעיקר רכיב הגז, הינן קבועות ולפיכך לא מושפעות משינויים אלו. עליה צפויה בהכנסות, ללא עליה מקבילה בהוצאות, וללא עליה מקבילה בתשלומי הריביות והחזרי קרן הלוואות, משפרת משמעותית את התזרים הפנוי לבעלים.

# פרק 6 נספחים

## נספח א'

### לוח סילוקין – הלוואה B

להלן לוח הסילוקין של ההלוואה שאינה המירה. לוח הסילוקין הינו בהנחה של "האצות פירעון" בהתאם למודל הפיננסי ותנאי ההלוואה. כאמור לעיל לוח הסילוקין המקורי הינו שפיצר ל-15 שנה:

תאריך תשלום	30/06/2023	31/12/2023	30/06/2024	31/12/2024	30/06/2025	31/12/2025	30/06/2026	31/12/2026	30/06/2027
תשלום	(21,071)	(12,268)	(4,924)	(8,253)	(6,965)	(9,840)	(6,454)	(7,487)	(2,367)
תקופה להיוון (בשנים)	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
תשלום מהוון	(19,483)	(10,907)	(4,209)	(6,785)	(5,506)	(7,480)	(4,718)	(5,262)	(1,600)
<b>שווי הוגן הלוואה</b>	<b>65,950</b>								



הערכת שווי אחזקות קיסטון ריט בע"מ בחברת  
טריפל-מ תחנות כוח בע"מ  
והערכת שווי הלוואה שניתנה לחברות ג'יפי  
גלובל פאוור בע"מ וא.י.ה פריז אחזקות בע"מ

הפניה	הגדרה
החברה ו/או טריפל ו/או טריפל-מ	חברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ
גלובל ו/או גלובל פאוור	חברת גי.פי. גלובל פאוור בע"מ
קיסטון	קיסטון ריט בע"מ
ההנהלה ו/או מזמין העבודה	הנהלת קיסטון
אי.פי.אמ ו/או IPM	חברת אי.פי.אמ באר טוביה בע"מ
הפניקס	הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס אקסלנס פנסיה וגמל בע"מ
איה פריז	א.י.ה פריז אחזקות בע"מ
אי.פי.אמ אחזקות ו/או IPM אחזקות	חברת אי.פי.אמ אחזקות 2016 בע"מ
הון עצמי	הון עצמי, הלוואות בעלים ושטרי הון של חברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ
שמאות "באר טוביה"	שומת מקרקעין קרקע באזור התעשייה "באר טוביה"
מועד ההערכה	30 ביוני 2022

23.08.2022

לכבוד:

חברת קיסטון ריט בע"מ

א.ג.נ.,

### הנדון: הערכת שווי אחזקות קיסטון ריט בע"מ בחברת טריפל-מ תחנות כוח

#### בע"מ

#### מסגרת העבודה

נתבקשנו על-ידי הנהלת חברת קיסטון ריט בע"מ (להלן: "ההנהלה", "קיסטון" בהתאמה), לבצע הערכת שווי לאחזקות קיסטון בחברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ (ללא השקעה באמצעות אחזקתה בחברת גי.פי. גלובל פאוור בע"מ) (להלן: "החברה"), וכן להלוואה שניתנה לחברת גי.פי. גלובל פאוור בע"מ ולא.י.ה פריז אחזקות בע"מ (כמפורט בנספח ג') (להלן: "ההלוואה לגלובל ואיה") לצורכי דיווח חשבונאיים, נכון ליום 30 ביוני 2022 (להלן: "מועד הערכה").

אנו נותנים בזאת את הסכמתנו, כי עבודה זו תצורף לדוחות הכספיים של החברה ו/או חברות קשורות ויפורסם בציבור.

#### מקורות המידע

לצורך עבודתנו התבססנו, בין היתר, על הנתונים הבאים:

- דוחות כספיים של החברה לשנים 2020-2021 ולתקופה ינואר עד יוני 2022;
- הערכת שווי אי.פי.אמ באר טוביה בע"מ ליום 30 ביוני 2022;
- שמאות מקרקעין באזור התעשייה באר טוביה;
- חומר רקע על החברה;
- שיחות עם ההנהלה ומידע שנמסר במהלך שיחות אלו;
- מידע משלים שנאסף ממקורות פומביים.

#### שלמות המידע

עבודתנו מבוססת על העובדות המפורטות במידע שהועבר אלינו על ידי מזמין העבודה בלבד. יודגש ויובהר, כי לא נתבקשנו לבצע, ולא התבצעה על-ידינו, בדיקה של מהימנות, עדכנות או מלאות הנתונים. עבודתנו נערכה תחת ההנחה כי כל המידע שהועבר אלינו נכון, שלם, עדכני ומדויק, וכי לא הושמט ולא הוסתר פרט ו/או מסמך מהותי ו/או רלוונטי כלשהו.

כמו כן, התבססנו על כך שכל הנתונים שהועברו לנו הינם סופיים וכי לא נעשו בהם שינויים לאחר שנמסרו לנו ללא ידיעתנו. ככל שעבודתנו מבוססת על נתונים שלא הועברו אלינו ממזמין העבודה, הרי שזהו מידע שהתקבל מספקי מידע חיצוניים, ואין אנו יכולים לאשר את דייקנותם, שלמותם והגינותם של הנתונים. מובהר, כי כל סטייה מתשתית הנתונים שנמסרה לנו, עלולה להביא לשינוי מהותי בהנחות היסוד של עבודתנו וכפועל יוצא גם בתוצאותיה.

ס.ק.א ייעוץ כלכלי בע"מ ו/או חברות קשורות לה ו/או מי מעובדיהן, מנהליהן ובעליהן לא יישאו באחריות כל שהיא כלפי מזמין העבודה או כלפי צד ג' כל שהוא, בגין כל אי דיוק, טעות, חוסר או הטעיה במידע או במצג אחר כל שהוא שניתן על ידי מזמין העבודה ו/או מי מטעמו.

### הגבלת אחריות

מכל המקובץ עולה, וכך גם מוסכם כתנאי למסירת הערכת שווי זו למזמין העבודה, כי אנו לא נישא בכל אחריות הנובעת מהסתמכות ו/או שימוש בעבודתנו, וכי נהיה פטורים מאחריות לכל נזק שייגרם למזמין העבודה ו/או למי מטעמו עקב מעשה ו/או מחדל הקשורים במישרין ו/או בעקיפין לעבודתנו (למעט במקרים בהם נקבע בפסק דין חלוט כי בערכנו את עבודתנו פעלנו בזדון או ברשלנות רבת). במסגרת ההתקשרות הוסכם כי מזמין העבודה ישפה את מעריך השווי בגין כל סכום שישולם על ידו לצד ג' וכן הוצאות נלוות ייעוץ וייצוג משפטי, חוות דעת מומחים, התגוננות מפני הליכים משפטיים, מו"מ וכיוצא באלה על פי חיוב בהליך משפטי או בהליך מחייב אחר, בקשר עם ביצוע העבודה. מזמין העבודה מצהיר ומתחייב, כתנאי לקבלת עבודה זו, כי לא תהיה לו ו/או למי מטעמו כל דרישה ו/או תביעה ו/או טענה כנגדנו בקשר עם עבודתנו.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, ככל שייקבע על-ידי ערכאה משפטית כלשהי כי עלינו לשאת באחריות כלשהי בגין הערכת שווי זו, הרי שאחריות זו תוגבל לפי 3 מגובה שכר הטרחה ששולם לנו על-ידי מזמין העבודה בגין עבודה זו.

### פרטי החברה המעריכה

ס.ק.א ייעוץ כלכלי בע"מ עוסקת במתן פתרונות כלכליים לעסקים במגוון תחומים אליהם נדרש המגזר העסקי, כגון ליווי פיננסי ועסקי שוטף, ייעוץ עסקי, תמיכה והובלת עסקאות, ביצוע הערכות שווי לצרכים שונים חשבונאיים/מיסויים/אישיים, לרבות הערכות שווי הוגן של מכשירים פיננסיים מורכבים, בדיקות נאותות, תהליכי גיוסי הון, עריכת תוכניות עסקיות וחומר נלווה למשקיעים, חוות דעת מומחה לבית המשפט, בניית מודלים ובדיקות כלכליות ועוד.

בכבוד רב,



ס.ק.א ייעוץ כלכלי בע"מ

### בסיס העבודה

עבודתנו הינה הערכה כלכלית אינדיקטיבית המבוססת על מודלים כלכליים מסוימים, הנחות עבודה והערכות עתידיות, כמפורט להלן ובגוף העבודה. ככל הערכה כלכלית, עבודתנו אינה מתיימרת לספק מידע מדויק ומסקנותיה תלויות במקרים רבים בהתממשות תחזיות אשר סופקו על ידי הנהלת החברה. עבודתנו דנה אך ורק בסוגיות הכלכליות אשר היא נדרשת להן במישרין, והיא אינה דנה, במישרין או בעקיפין, בסוגיות אחרות כגון כדאיות עסקה פוטנציאלית, היבטים משפטיים, היבטי מס וכיו"ב. הערכת נכס הנדל"ן התבססה על שמאות באר טוביה, אשר נערכה על ידי שמאי חיצוני כמפורט בהמשך, המהווה חלק בלתי נפרד מהערכת שווי זו. יודגש כי אין אנו מחוויים כל דעה בדבר נכונות ו/או נאותות השמאות דנן. עבודתנו אמורה לשקף באופן סביר והוגן מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס הנתונים הידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה. מודלים אחרים, עובדות שונות או דין שונה עשויים להוביל למסקנות שונות. משכך, אין להסתמך על מסקנות הערכת השווי ברמת בטחון מלאה, כשם שניתן להסתמך על נתון עובדתי מוחלט ו/או על דוחות כספיים מבוקרים. כל שימוש בהערכת השווי ו/או הסתמכות על מסקנותיה הינה על אחריות המשתמש בלבד.

### תחזיות ומידע צופה פני עתיד

ככל שיש בעבודתנו מידע צופה פני עתיד או תחזיות, הרי שאלו מתייחסים לאירועים עתידיים ומבוססים על הנחות תיאורטיות ומקרים היפותטיים שלא בהכרח יתקיימו במהלך תקופת התחזית הרלבנטית. מידע צופה פני עתיד אינו מידע ודאי, והוא מבוסס על מידע, נתונים, כוונות והערכות נכון למועד הערכת השווי.

תחזיות ומידע צופה פני עתיד תלויים במידה ניכרת גם בגורמים חיצוניים, מקרו ומיקרו כלכליים, בגורמים ענפיים, גיאופוליטיים ובהשפעות של הסביבה בה פועלת החברה. שינויים בנתונים ובהערכות אלה, עשויים לשנות באופן מהותי את התוצאות בפועל של מסקנות עבודתנו.

פרק א'  
תמצית מנהלים

**1. כללי****תמצית החברה<sup>1</sup>**

החברה הוקמה בשנת 2010, ועוסקת בניהול, ייזום והשקעות בתחום האנרגיה והתשתיות.

החברה מחזיקה בחברת בת - אי.פי.אם באר טוביה בע"מ אשר עוסקת בתכנון, מימון, הקמה ותפעול של פרויקט תחנת כוח בהספק של 451 מגה וואט לייצור חשמל באזור התעשייה באר טוביה. בחודש פברואר 2021 החלה ההפעלה המסחרית של תחנת הכוח לאחר אישור רשות החשמל וחתימת שר האנרגיה על רישיונות ייצור והספקת חשמל.

**קיסטון<sup>2</sup>**

קיסטון ריט בע"מ הוקמה בפברואר 2019 במטרה לשמש כקרן סחירה להשקעה בתשתיות, על רקע המלצות הוועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, שנועדו לעודד הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות אשר יגדילו את מקורות המימון העומדים לטובת פרויקטים בתחום התשתיות בישראל, יפחיתו את עלויות האשראי וההון שלהם ויתרמו ליכולת המדינה להוציא לפועל פרויקטים בעלי חשיבות לאומית.

החל מיום 1 ביוני 2021, הפכה החברה לחברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בתל – אביב בע"מ (להלן: "הבורסה"). קיסטון מחזיקה השקעות שונות בתחומים הבאים – מים, אנרגיה קונבנציונאלית, אנרגיה מתחדשת, תחבורה ותקשורת.

**השקעה בתחנת הכוח אי.פי.אם באר טוביה**

ביום 27 באוקטובר 2021 וביום 10 בפברואר 2022, השלימה קיסטון את רכישת החזקות (בעקיפין) באי.פי.אם. באר טוביה בע"מ מלאומי פרטנרס, נוי 2 להשקעה בתשתיות ואנרגיה, שותפות מוגבלת והפניקס בהתאם להסכם רכישה מיום 30 בספטמבר 2020 כפי שיפורט להלן:

**הסכם קיסטון עם חברת הפניקס**

קיסטון רכשה את מלוא הון המניות המונפק והנפרע וזכויות ההצבעה של הפניקס בחברת גי.פי.גלובל פאוור בע"מ המהוות 10.25% מהון המניות המונפק והנפרע של גלובל, בדילול מלא<sup>3</sup>;

בנוסף, במסגרת עסקת הפניקס רכשה קיסטון את מלוא הון המניות המונפק והנפרע וזכויות ההצבעה של הפניקס בחברת טריפל-מ המהוות 7.59% מהון המניות של החברה, בדילול מלא, וכן מלוא זכויותיה והתחייבויותיה של הפניקס מכוח שטרי הון שהונפקו על ידי טריפל-מ.

עוד במסגרת עסקת הפניקס, קיסטון רכשה את מלוא זכויותיה והתחייבויותיה של הפניקס בהלוואות המירות בחלקן שהפניקס העמידה לגלובל ולא.י.ה פריז בע"מ אשר חלקן הומרו ביום 10 בפברואר 2022 ל- 10% מהון המניות המונפק והנפרע של אי.פי.אם אחזקות, בדילול מלא, וזכויות ההצבעה הצמודות להן, וכן את מלוא זכויותיהן של גלובל ואיה פריז לקבלת החזר הלוואות הבעלים שהעמידו לאיפיאם אחזקות.

הסכם עם לאומי פרטנרס ו-נוי<sup>4</sup>

במסגרת עסקת לאומי פרטנרס-נוי, קיסטון רכשה את מלוא הון המניות המונפק והנפרע וזכויות ההצבעה של לאומי פרטנרס ונוי בחברת אי.פי.אם אחזקות 2016 בע"מ (להלן: "אי.פי.אם אחזקות") המהוות ביחד 40% מהון המניות המונפק והנפרע של אי.פי.אם, בדילול מלא, וכן את מלוא זכויותיהן של לאומי פרטנרס ונוי לקבל את החזר הלוואות הבעלים שהעמידו לאי.פי.אם אחזקות;

עוד במסגרת עסקת לאומי פרטנרס-נוי, קיסטון רכשה את מלוא הון המניות המונפק והנפרע וזכויות ההצבעה של לאומי פרטנרס ונוי בחברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ המהוות במצטבר 5.1% מהון המניות המונפק והנפרע של טריפל-מ, בדילול מלא, וכן את מלוא זכויותיהן של לאומי פרטנרס ונוי לקבל את החזר הלוואות הבעלים ומכוח שטרי הון שהעמידו לטריפל-מ.

לאחר השלמת עסקת הפניקס ועסקת לאומי פרטנרס-נוי מחזיקה קיסטון במישרין בכ-12.69% ובעקיפין בכ-40.8% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ובכ-34.25% מהון המניות המונפק והנפרע של IPM, כאשר בנטרול ההחזקות של קיסטון באמצעות גלובל (10.66%), מחזיקה קיסטון בכ-38.19% בחברה וכ-32.08% ב-IPM.

התמורה הכוללת עבור המניות והזכויות שנרכשו מהפניקס, מלאומי פרטנרס ומנוי הינה בסך של כ-605 מיליון ש"ח.





**2. שיטות ההערכה**שיטת השווי הנכסי

השיטה שנבחרה על ידינו לצורך הערכת אחזקות קיסטון בחברה הינה שיטת השווי הנכסי, המתבססת על שווי נכסי החברה בניכוי התחייבויותיה. בשיטת השווי הנכסי מעריכים את שווי החברה על פי השווי ההוגן (ערכם הכלכלי) של הנכסים וההתחייבויות במאזן החברה. על פי שיטה זו שווי החברה נגזר מערך המימוש נטו, שיוותר לאחר מכירת הנכסים וכיסוי כל ההתחייבויות. ההערכה יכולה שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות.

**3. תמצית תוצאות הערכת השווי**

להלן סיכום הערכת שווי החברה בהתאם לאומדנים ולחישובים המוצגים לעיל ולהלן.

בהתאם לתוצאות, נכון למועד ההערכה, הונה העצמי כלכלי (בנטרול הלוואות מצדדים קשורים) של החברה נאמד בכ- **1,095,677** אלפי ש"ח.

קיסטון מחזיקה בכ- 38.19% ממניות החברה (לרבות הלוואות בעלים ושטרי הון, וללא החזקה דרך גלובל), אשר שווים נכון למועד הערכת השווי הינו כ- **418,439** אלפי ש"ח<sup>6</sup>.

שווי הוגן	ערך בספרים	
		<b>נכסים שוטפים</b>
5,061	5,061	מזומנים ושווי מזומנים
<u>186</u>	<u>186</u>	חייבים ויתרות חובה
<b>5,247</b>	<b>5,247</b>	<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>
		<b>נכסים לא שוטפים</b>
2,004	2,004	קרנות רזרבה מוגבלות
-	18,492	הלוואות לבעלי מניות
559	559	השקעות אחרות
909,028	347,135	השקעה בחברה בת
<u>285,000</u>	<u>82,369</u>	רכוש קבוע, נטו
<b>1,196,591</b>	<b>450,559</b>	<b>סה"כ נכסים לא שוטפים</b>
<b>1,201,838</b>	<b>455,806</b>	<b>סה"כ נכסים</b>
		<b>התחייבויות שוטפות</b>
4,728	4,728	חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך
		מבנקים ומוסדות פיננסיים
<u>2,120</u>	<u>2,120</u>	זכאים ויתרות זכות
<b>6,848</b>	<b>6,848</b>	<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>
		<b>התחייבויות לא שוטפות</b>
99,313	99,313	הלוואות מתאגידים בנקאיים
=	<u>49,495</u>	הלוואות מצדדים קשורים
<b>99,313</b>	<b>148,808</b>	<b>סה"כ התחייבויות לא שוטפות</b>
	<b>300,150</b>	<b>הון עצמי</b>
	<b>455,806</b>	<b>סה"כ הון עצמי והתחייבויות</b>
<b>1,095,677</b>		<b>הון עצמי כלכלי</b>

6 נמסר כי המהות הכלכלית של העבודה הינה בחינת שווי אחזקות קיסטון בטריפל הון במישרין והן באמצעות אחזקה באי.פי.אם אחזקות 2016 וללא אחזקות קיסטון בגלובל פאורר. כמו כן, נמסר מההנהלה כי ההתחייבויות והנכסים של חברת אי.פי.אם אחזקות 2016 שווים.

**הערכת שווי הלוואה שניתנה לחברות ג'יפי גלובל פאוור בע"מ וא.י.ה פריז****אחזקות בע"מ****תנאי הלוואות**

בהתאם להסכם ההלוואה, פירעון ההלוואות הנו מהתקבולים שמגיעים לגלובל ואיה מתחנת הכוח.

ההנחות והנתונים הבאים שימשו בהערכת השווי ההוגן של ההלוואה: ריבית ההלוואה - הלוואה נושאת ריבית נומינלית שנתית של 10.5% המחושבת רבעונית.

מח"מ - מח"מ הלוואה נאמד על בסיס חישוב בהתאם למועדי הפירעון הצפויים שהתקבלו מההנהלה על בסיס התקבולים שצפויים להתקבל מתחנת הכוח, נכון למועד הערכת השווי.

ריבית הוגנת - הריבית ההוגנת נלקחה ממטריצת ריביות שקלית נומינלית למועד הערכת השווי, בהתאם למח"מ ולדירוג הרלוונטי להלוואה.

לצורך אמידת שיעור הריבית ההוגנת של הלוואה, נאמד דירוג BAA1.

הטבלה שלהלן מציגה את פירוט ההלוואה ושוויה ההוגן נכון למועד הערכת השווי ללא סכומים הנמצאים במחלוקת\* (אלפי ש"ח):

מספר הלוואה מח"מ משוקלל	סה"כ ליום 30 ביוני 2022	ריבית הוגנת	שווי הוגן ליום 30 ביוני 2022
הלוואה	86,405	5%	99,256
<b>סה"כ</b>	<b>86,405</b>		<b>99,256</b>

\*לגבי המחלוקת בין הצדדים לעניין סכום ההלוואה ראה שקופית 32.

**טבלת רגישות**

להלן תרשים טבלת רגישות של ההלוואה נכון למועד הערכת השווי (אלפי ש"ח):

4%	4.5%	5%	5.5%	6%
100,985	100,112	99,256	98,416	97,593

פרק ב'  
תיאור החברה

**חברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ<sup>7</sup>**

החברה התאגדה ביוני 2010 ועוסקת בניהול, ייזום והשקעות בתחום האנרגיה והתשתיות.

בדצמבר 2010 רכשה החברה את אי.פי.אמ, אשר עוסקת בתכנון, מימון, הקמה ותפעול של פרויקט תחנת כוח בהספק של 451 מגה וואט לייצור חשמל באזור תעשייה באר טוביה.

תחנת הכוח "אי.פי.אמ באר טוביה" היא פרויקט תשתית לאומי חיוני, הלוקח חלק משמעותי במהפכת משק החשמל הישראלי להספקת חשמל. התחנה צורכת גז טבעי ומייצרת ממנו חשמל בהספק של 451 מגה וואט.

עלות הקמת התחנה עומדת על כ- 2 מיליארד ש"ח, מתוכם כ- 20% השקעה של בעלי המניות וכ- 80% הלוואה ממגוון מוסדות פיננסיים בהובלת Deutsche Bank ובנק הפועלים. נכון למועד הערכת השווי, יחס המינוף צפוי לעלות לכ-85% בחודשים הקרובים.

חברת Siemens גרמניה הייתה אמונה על הקמת תחנת הכוח, לה ניסיון בתחנות מסוג זה ומעל ל- 200 אתרים פעילים בכל רחבי העולם. המודל העסקי של תחנת הכוח פועל מכוח הרגולציה שנקבעה בהחלטת 914 ("החלטה 914") של רשות החשמל, לאחר שבשנת 2013 אושרה התוכנית הסטטוטורית בוועדה לתשתיות לאומיות (תת"ל 34). בשנת 2018 החלה בניית תחנת הכוח ובחודש פברואר 2021 החלה ההפעלה המסחרית של תחנת הכוח לאחר אישור רשות החשמל וחתימת שר האנרגיה על רישיונות ייצור והספקת חשמל, תוך העמדת זמינות קבועה של 85% למנהל המערכת (חברה ממשלתית) ו- 15% לצרכנים פרטיים, והכל לתקופה של 20 שנה.

פרק ג'  
דוחות כספיים

**מאזנים**

להלן תמצית מאזני החברה (סולו) בהתאם לדוחותיה הכספיים לשנים 2021 ולתקופה של ינואר עד יוני 2022 (אלפי ש"ח):

2022 יוני	2021		2022 יוני	2021	
		<b>התחייבויות שוטפות</b>			<b>נכסים שוטפים</b>
		חלויות שוטפות של הלוואות	5,061	29,707	מזומנים ושווי מזומנים
4,728	4,663	לזמן ארוך מבנקים ומוסדות פיננסיים	<u>186</u>	<u>208</u>	חייבים ויתרות חובה
		זכאים ויתרות זכות	<b>5,247</b>	<b>29,915</b>	<b>נכסים שוטפים</b>
<u>2,120</u>	<u>1,312</u>	<b>התחייבויות שוטפות</b>	2,004	2,004	<b>נכסים לא שוטפים</b>
<b>6,848</b>	<b>5,975</b>		18,492	6,537	קרנות רזרבה מוגבלות
		<b>התחייבויות לא שוטפות</b>	559	559	הלוואות לבעלים
		הלוואות מבנקים	347,135	366,805	השקעות אחרות
99,313	101,694	הלוואות מצדדים קשורים	<u>82,369</u>	<u>82,369</u>	השקעה בחברה בת
<u>49,495</u>	<u>77,147</u>	<b>התחייבויות לא שוטפות</b>	<b>450,559</b>	<b>458,274</b>	רכוש קבוע, נטו
<b>148,808</b>	<b>178,841</b>		<b>455,806</b>	<b>488,189</b>	<b>נכסים לא שוטפים</b>
<b>300,150</b>	<b>303,373</b>	הון עצמי			<b>סה"כ נכסים</b>
<b>455,806</b>	<b>488,189</b>	<b>התחייבויות והון</b>			

**נכסים שוטפים**

בשנת 2021 נרשם גידול בסך הנכסים השוטפים לעומת שנת 2020 לסך של כ- 29,915 אלפי ש"ח. הגידול מוסבר בעלייה בסעיף מזומנים ושווי מזומנים שייצרה התחנה בתקופת הדוח. נכון ליום 30 ביוני 2022 חל קיטון בסך הנכסים השוטפים לסך של כ- 5,247 אלפי ש"ח. הקיטון נבע בעיקר כתוצאה מירידה במזומנים ושווי מזומנים אשר נבעה בהתאם להנהלה כתוצאה מחלוקה לבעלים שבוצעה בתקופת הדוח.

**נכסים לא שוטפים**

בשנת 2021 סך הנכסים הלא השוטפים עמד על כ- 458,274 אלפי ש"ח. לעומת שנת 2020 לא חל שינוי משמעותי. נכון ליום 30 ביוני 2022 חל קיטון בסך הנכסים הלא השוטפים לסך של כ- 450,559 אלפי ש"ח. הקיטון נבע כתוצאה מירידה בסעיף השקעה בחברה בת כתוצאה מצבירת רווחים מחברת הבת, בקיזוז פירעון שטרי הון.

**התחייבויות שוטפות**

בשנת 2021 חל גידול בסך ההתחייבויות השוטפות לסך של כ- 5,975 אלפי ש"ח ונכון ליום 30 ביוני 2022 סך ההתחייבויות שוטפות הסתכמו לכ- 6,848 אלפי ש"ח. הגידול בשנת 2021 ונכון ליום 30 ביוני 2022 נבע מגידול בסעיפים חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך מבנקים ומוסדות פיננסיים וזכאים ויתרות זכות.

**התחייבויות לא שוטפות**

בשנת 2021 נרשם קיטון בהתחייבויות הלא שוטפות לסך של כ- 178,841 אלפי ש"ח, קיטון זה נובע מירידה מהלוואות לצדדים קשורים בקיזוז עלייה מהלוואות מבנקים. בהתאם להנהלה ההלוואה מבנק לאומי הינה בגין הקרקע. נכון ליום 30 ביוני 2022 הסתכמו סך ההתחייבויות הלא השוטפות לכ- 148,808 אלפי ש"ח. הקיטון בסך ההתחייבויות השוטפות בשנת 2021 וליום 30 ביוני 2022 הינה כתוצאה מירידה בסעיף הלוואות מצדדים קשורים.

**הון עצמי**

בשנת 2021 נרשם גידול בהון העצמי לסך של כ- 303,373 אלפי ש"ח. נכון ליום 30 ביוני 2022 נרשם קיטון בהון העצמי לסך של כ- 300,150 אלפי ש"ח. הירידה נובעת מהרווח הנקי בתקופה בניכוי חלוקות לבעלים שבוצעו בתקופה זו.

**רווח והפסד**

להלן תמצית הדוחות על הרווח הכולל של החברה (סולו) בהתאם לדוחותיה הכספיים לשנים 2020-2021 ולתקופה של ינואר עד יוני 2022 (באלפי ש"ח):

	2022 יוני	2021	2020	
הכנסות מהשכרת קרקע	3,995	7,897	8,867	
הכנסות דמי ניהול וייזום	-	35,850	670	
הכנסות מימון	<u>8,540</u>	<u>483</u>	<u>1,522</u>	
<b>סה"כ הכנסות</b>	<b>12,535</b>	<b>44,230</b>	<b>11,059</b>	
רווח מהשקעה כלולה לפי שיטת השווי המאזני <sup>8</sup>	(13,929)	(67,187)	-	
הוצאות הנהלה וכלליות	(577)	(881)	(2,142)	
הוצאות מימון	<u>(3,424)</u>	<u>(8,591)</u>	<u>(13,528)</u>	
<b>רווח (הפסד) לפני מיסים</b>	<b>22,463</b>	<b>101,945</b>	<b>(4,611)</b>	

**הכנסות**

בשנת 2021 נרשם גידול בהכנסות לעומת שנת 2020 לסך של כ- 44,230 אלפי ש"ח. הגידול מוסבר בהכנסות מדמי ייזום אשר נבעו מפעילות IPM שהוכרו במלואם עד למועד הפעלת התחנה. בתקופה של ינואר עד יוני 2022 נרשמו הכנסות בסך של כ- 12,535 אלפי ש"ח.

**הוצאות**

הוצאות החברה מורכבות מהוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון. בשנת 2021 נרשם קיטון בהוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון אשר שיקף סך הוצאות של כ- 9,472 אלפי ש"ח בהשוואה לסך הוצאות של כ- 15,670. בתקופה של ינואר עד יוני 2022 נרשמו הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון בסך של כ- 4,001 אלפי ש"ח. החל משנת 2021 החלה החברה לרשום את חלקה ברווחי השקעתה בחברה הכלולה, אשר נמסר על ידי ההנהלה כי נבעו מצבירת רווחים מחברת הבת.

**רווח (הפסד) לפני מיסים**

בשנת 2020 נרשם הפסד תפעולי בסך של כ- 4,611 אלפי ש"ח. בשנת 2021 נרשם מעבר לרווח לפני מיסים לסך של כ- 101,945 אלפי ש"ח. הגידול ברווח לפני מס נבע מגידול בהכנסות החברה, הכנסות מרווח בחברה כלולה וקיטון בהוצאות החברה. בתקופה של ינואר עד יוני 2022 הרווח לפני מס הסתכם לכ- 22,463 אלפי ש"ח.



פרק ד'  
הערכת השווי

**1. שיטת הערכת השווי****כללי**

קיימות מתודולוגיות שונות להערכת שווי כלכלי של חברה (לסקירה של המתודולוגיות השונות ראה נספח), אשר עשויות להניב תוצאות שונות. באופן כללי, מתודולוגיית הערכת השווי נקבעת בהתאם לנכס המוערך ובהתאם לכך כוללת ניתוח משתנים כלכליים ומענה על סוגיות כלכליות שונות. להלן מובאת סקירה תמציתית על הגישה העיקרית אשר נכללה בעבודה זו.

**שיטת השווי הנכסי**

הערכת השווי ההוגן של החברה נערכה בשיטת השווי הנכסי, המתבססת על שווי נכסי החברה בניכוי התחייבויותיה. בשיטת השווי הנכסי מעריכים את שווי החברה על פי השווי ההוגן (ערכם הכלכלי) של הנכסים וההתחייבויות במאזן החברה. על פי שיטה זו שווי החברה נגזר מערך המימוש נטו, שיוותר לאחר מכירת הנכסים בשוק וכיסוי כל ההתחייבויות. ההערכה יכול שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות.

**תאריך הערכת השווי**

הערכת שווי החברה הינה נכון ליום 30 ביוני 2022.

**2. תמצית תוצאות הערכת השווי**

להלן סיכום הערכת שווי ההון העצמי של החברה ליום 30 ביוני 2022 בהתאם לאומדנים ולחישובים המוצגים לעיל ולהלן (אלפי ש"ח):

ביאורים	ערך בספרים	שווי הוגן
<b>נכסים שוטפים</b>		
מזומנים ושווי מזומנים	5,061	5,061
חייבים ויתרות חובה	186	186
<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>	<b>5,247</b>	<b>5,247</b>
<b>נכסים לא שוטפים</b>		
קרנות רזרבה מוגבלות	2,004	2,004
הלוואות לבעלי מניות	18,492	-
השקעות אחרות	559	559
השקעה בחברה בת	347,135	909,028
רכוש קבוע, נטו	82,369	285,000
<b>סה"כ נכסים לא שוטפים</b>	<b>450,559</b>	<b>1,196,591</b>
<b>סה"כ נכסים</b>	<b>455,806</b>	<b>1,201,838</b>
<b>התחייבויות שוטפות</b>		
חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	4,728	4,728
מבנקים ומוסדות פיננסיים	2,120	2,120
זכאים ויתרות זכות	6,848	6,848
<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>	<b>13,696</b>	<b>13,696</b>
<b>התחייבויות לא שוטפות</b>		
הלוואות מתאגידים בנקאיים	99,313	99,313
הלוואות מצדדים קשורים	49,495	-
<b>סה"כ התחייבויות לא שוטפות</b>	<b>148,808</b>	<b>99,313</b>
<b>הון עצמי</b>	<b>300,150</b>	<b>300,150</b>
<b>סה"כ הון עצמי והתחייבויות</b>	<b>455,806</b>	<b>455,806</b>
<b>הון עצמי כלכלי</b>	<b>1,095,677</b>	<b>1,095,677</b>

- ביאורים**
- מזומנים ושווי מזומנים** - היות ומדובר בנכסים כספיים, הונח כי הערך בספרים של מזומנים ושווי מזומנים משקף באופן המיטבי את השווי הכלכלי שלהם.
  - חייבים ויתרות חובה** - הונח כי הערך בספרים של יתרה זו משקף באופן המיטבי את שוויה הכלכלי.
  - קרנות רזרבה מוגבלות** - היתרה מייצגת רזרבה הנדרשת בגין הפעלה מסחרית. הונח כי הערך בספרים של קרנות רזרבה מוגבלות משקף באופן המיטבי את השווי הכלכלי שלהם.
  - הלוואות לבעלי מניות** - יתרה זו משקפת הלוואות לבעלי מניות התבקשו להעריך את חלקה של קיסטון כולל הלוואות הבעלים ולכן יתרות אלו לא נכללו במסגרת ההון העצמי.
  - השקעות אחרות**<sup>9</sup> - היתרה בספרים משקפת את עלות ההשקעה בחברה מוחזקות של החברה. לצורך העבודה הונח השווי בהתאם למחיר שנקבע בסבב השקעה אחרון ברבעון השני של שנת 2021.
  - השקעה בחברה בת** - יתרה זו משקפת את שווי חברת אי.פי.אמ, השווי מוצג בהתאם להערכת שווי חברת אי.פי.אמ באר טוביה בע"מ ליום 30 ביוני 2022. השווי של אי.פי.אמ, בהתאם להערכת השווי ליום 30 ביוני 2022, הינו כ- 1,082,176 אלפי ש"ח. החברה מחזיקה בכ- 84% ממניות אי.פי.אמ ועל כן השווי המוצג בהערכת השווי הינו כ- 909,028 אלפי ש"ח.
  - רכוש קבוע, נטו**<sup>10</sup> - סעיף הרכוש הקבוע מורכב משווי מקרקעין הממוקמים באזור תעשייה באר טוביה. שווי הקרקע בסך של כ- 285 מיליון ש"ח נאמד בעבודה זו בהתאם לחו"ד שמאית ליום 30 ביוני 2022 שהתקבלה מקיסטון ושנערכה על ידי משרד להנדסה ושמאות מקרקעין.

9 יודגש כי נתונים אלו התקבלו מהחברה ולא נבחנו על ידנו, ואין אנו מביעים דעה לגביהם.  
10 יודגש כי אין אנו מחוויים דעה לגבי נכונות ו/או נאותות השמאות.

**3. תמצית תוצאות הערכת השווי – המשך**

8. חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך מבנקים ומוסדות פיננסיים - יתרה זו משקפת חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך. הונח כי הערך בספרים של יתרה זו משקף באופן המיטבי את שוויה הכלכלי.
9. זכאים ויתרות זכות - הונח כי הערך של יתרה זו משקף באופן המיטבי את שוויה הכלכלי.
10. הלוואות מתאגידים בנקאיים - יתרה זו משקפת הלוואה מבנק. הונח כי הערך בספרים של יתרה זו משקף באופן המיטבי את שוויה הכלכלי.
11. הלוואות מצדדים קשורים - יתרה זו משקפת הלוואות מחברת הבת (IPM). התבקשו להעריך את חלקה של קיסטון כולל הלוואות הבעלים ולכן יתרות אלו לא נכללו במסגרת ההון העצמי.

**ריכוז ממצאים**

בהתאם לתוצאות, נכון למועד ההערכה, הונה העצמי הכלכלי (בנטרול הלוואות מצדדים קשורים) של החברה נאמד בכ- 1,095,677 אלפי ש"ח.

קיסטון מחזיקה כ- 38.19%<sup>11</sup> ממניות החברה (לרבות הלוואות בעלים ושטרי הון). נכון למועד הערכת השווי, שיעור החזקה נאמד בכ- 418,439 אלפי ש"ח.

**ניתוח רגישות**

להלן ניתוח רגישות בהתאם לשינוי בשווי חברת אי.פי.אם (באלפי ש"ח):

שינוי בשווי חברת אי.פי.אם				
10%	5%	שווי הוגן	5%	10%
383,723	401,081	418,439	435,797	453,155

# נספחים

נספח א'  
הערכת השווי IPM

**1. שיטת ההערכה****א. כללי**

קיימות מתודולוגיות שונות להערכת שווי כלכלי של פעילות של חברה אשר עשויות להניב תוצאות שונות. באופן כללי, מתודולוגיית הערכת השווי נקבעת בהתאם לנכסים המוערכים ובהתאם לכך כוללת ניתוח משתנים כלכליים ומענה על סוגיות כלכליות שונות. להלן מובאת סקירה תמציתית על הגישה העיקרית אשר שימשה אותנו בעבודתנו.

**ב. שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF)**

שיטת היוון תזרימי המזומנים (ה- DCF) אשר מבחינה מתודולוגית הינה הגישה המקובלת ביותר להערכת שווי אחזקות בחברה. שווי האחזקות לפי שיטה זו הינו הערך הנוכחי של התזרימים הצפויים להתקבל מפעילותה של החברה בעתיד. תזרימים אלו מהווים במחיר ההון המשקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות החברה המוערכת. שיטת היוון תזרימי המזומנים מבוססת על ניתוח פעילות החברה כעסק חי ("ON GOING CONCERN").

**ג. תאריך הערכת השווי**

תאריך הערכת השווי הינו נכון ליום 30 ביוני 2022.

ד. הערכת שווי טריפל מורכבת משיעור אחזקה של 84% בשווי IPM, לפיכך, צורפה הערכת השווי של IPM.

**2. הנחות מודל הערכת השווי****א. הכנסות וצמיחה**

ההכנסות נאמדו בהתבסס על הנחות המודל הפיננסי, בהתאם לרמת הספק ייצור חשמל הכוללת של תחנת הכוח של MW 451 ללקוחותיה (חברת החשמל וכן לקוחות פרטיים), חברת הפרויקט מקבלת תקבולי זמינות, המבוסס על תעריפי זמינות קבועה, בגין 85% מהספק התחנה (בהתאם לזמינותה התפעולית של תחנת הכוח) ובנוסף תקבולים בגין ייצור לטובת מנהל המערכת לפי תעריפי אנרגיה המבוססים על עלויות הייצור של התחנה. הונח כי בשנות הפעילות הראשונות של תחנת הכוח יעילות התחנה תמצא בשיאה ביחס לתחנות אחרות במשק. כתוצאה מכך, קיים צפי להפעלה בעומס גבוה מתוך הזמינות שהחברה מספקת למנהל המערכת.

בנוסף, בהתאם להחלטה 914, IPM מוכרת את יתרת ההספק בהיקף של 15% ללקוחות פרטיים בהסכמים בילטרליים. בהתאם לנתוני השוק יצרני החשמל הפרטיים הגדולים מעניקים ללקוחות החשמל בחיבור מתח גבוה הנחה בשיעור של כ- 5%-8% מרכיב הייצור של החשמל.

התעריף ללקוחות מתבסס על ההנחות הבאות:

1. מחיר הבסיס - לפי רכיב הייצור בהתאם למש"בים השונים.
  2. הנחה על רכיב הייצור.
  3. הצמדה של מחיר הבסיס לאחר הנחה החל ממועד ההפעלה המסחרית.
- בשל התחשבות במשתנים רבים הקשורים לפעילות התפוקה וייצור החשמל קיימת התפלגות ברמת ההכנסות.

**ב. הוצאות**

עלויות גז טבעי - עלויות הגז הטבעי מעוגנות בהסכמי הגז. בהתבסס על מתווה הגז הטבעי בישראל, חברת הפרויקט חתמה על הסכמים עם חברת אנרגיאן ישראל בע"מ, שותפות תמר ושותפות לויותן. הסכמים אלו מכילים מנגנון הצמדה של מחיר הגז הטבעי לרכיבי ייצור החשמל.

עלויות SPC - עלויות אלו מורכבות מהוצאות קבועות מראש הקשורות לניהול חברת הפרויקט (בעיקר הוצאות שכירות בגין הקרקע, הוצאות ניהול, שירותים, היטלים עירוניים וממשלתיים וביטוחים).

הוצאות תפעול ואחזקה משתנות - הוצאות משתנות על בסיס תפוקה (נקבעות על בסיס מחיר לשעת הפעלה).

הוצאות תפעול ואחזקה קבועות - הוצאות אשר נקבעו מראש באמצעות חוזים. העלויות מורכבות מהוצאות תפעוליות ותחזוקה שונות. בהתאם להסכם שנערך בין חברת הפרויקט לחברת סימנס, סימנס אחראית לתפעול תחנת הכוח וגובה מחברת הפרויקט את העלויות על כך.

יצוין כי התזרים המוצג במודל הפיננסי כולל הוצאות שכירות ומנגד שווי הקרקע נלקח בחשבון בהתאם לשמאות באופן מלא.



**2. הנחות מודל הערכת השווי - המשך****ג. הנחות תזרים המזומנים**

להלן פירוט הנחות תזרימי המזומנים בשנות התחזית:

**הוצאות מסים**

הונח כי שיעור המס אשר יחול הינו 23%, וזאת לפי שיעור מס החברות הסטטוטורי בישראל, נכון למועד הערכה.

**השקעות הוניות**

ההשקעות ההוניות הינם בהתאם להסכמי התחזוקה אל מול חברת סימנס כאשר תוקפם הינו ל- 20 שנה עם אפשרות הארכה ב- 5 שנים נוספות. נכון למועד הערכת השווי, שולם מרבית הסכום בדבר הקמת תחנת הכוח.

**מימון**

המימון שהתקבל לצורך הפרויקט הינו בסך של כ- 1.6 מיליארד ש"ח. יצוין כי התזרים המוצג בעבודה זו נובע מהמודל הפיננסי שהתקבל מההנהלה שהינו לאחר שירות החוב.

**ערך שייר (Residual Value)**

בחישוב ערך השייר חישבנו את תזרים המזומנים לשנה המייצגת (לאחר מס), בהתאם לתזרים לחלוקה לבעלים בשנה האחרונה לפעילות בסך של כ- 154.7 מיליון ש"ח ובהנחה כי חברת הפרוייקט תפעל 20 שנה נוספות.

**שיעור היוון לבעלים (Re)**

שיעור ההיוון אשר נדרש להיוון תזרימי המזומנים החזויים, אמור לשקף את רמת הסיכון הקיימת בחברה. חישוב שיעור ההיוון נעשה בהתאם למודל ה-CAPM. שיעור ההיוון נאמד בכ- 9%, לפירוט ראה שקף 27.

**סיכום תזרים המזומנים**

נמסר כי תזרים המזומנים נקבע בהתאם לעיתוי מגבלות החלוקה. כך בחציון השני של שנת 2022 קיימת חלוקה מצטברת אף בגין החציון הראשון. מנגד, ישנו צפי לאי חלוקת תזרים לבעלים בשנים 2036-2037 בשל מבחני החלוקה לבעלים בהתאם למודל הפיננסי.

**2. הנחות מודל הערכת השווי - המשך****ה. תחזית רווח והפסד ותזרים מזומנים לחלוקה לבעלים**

להלן מפורטת תחזית רווח והפסד ותזרים מזומנים לחלוקה לבעלים של פעילות IPM, בהסתמך על ההנחות והאומדנים שפורטו לעיל לשנות התחזית (אלפי ש"ח):<sup>12</sup>

2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	2023	2022	יולי-דצמבר 2022
221,627	227,287	222,850	218,019	178,996	202,592	217,488	205,181	173,419	208,294	104,498	רווח תפעולי
64,880	77,988	73,818	69,293	60,163	63,207	82,342	67,992	42,372	103,262	180,444	תזרים מזומנים לחלוקה לבעלים
28,432	37,116	38,153	38,894	36,674	41,842	59,198	53,085	35,927	95,085	176,760	ערך נוכחי של תזרימי מזומנים

02/2041	2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	2033	
33,227	239,844	202,100	235,306	240,413	233,404	234,359	224,629	193,612	רווח (הפסד) תפעולי
24,640	183,372	154,670	189,994	-	-	1,864	26,649	41,053	תזרים מזומנים לחלוקה לבעלים
5,543	41,533	38,045	50,753	-	-	638	9,902	16,566	תזרים מזומנים

אלפי ש"ח	
786,699	סך תזרים מהוון
295,477	ערך טרמינלי
<b>1,082,176</b>	<b>שווי פעילות</b>

**טבלת רגישות**

להלן טבלת רגישות בהתאם לשיעור ההיוון של החברה ליום 30 ביוני 2022 (אלפי ש"ח):

10%	9.5%	9%	8.5%	8%
979,890	1,028,485	<b>1,082,176</b>	1,141,632	1,207,624

<sup>12</sup> נמסר ע"י ההנהלה, כי תזרימי המזומנים לחלוקה לבעלים כאמור לעיל, כוללים את כל התזרימים אשר יחולקו לבעלי המניות של IPM. תזרימים אלו אינם כוללים את תזרימי המזומנים שיגיעו לטריפל-מ כדמי שכירות בגין השימוש בקרקע, אשר עומדים בממוצע לאורך שנות המודל (20 שנה מיום ההפעלה) על כ- 10 מלש"ח בשנה. כלומר התזרימים המוצגים כוללים הוצאות שכירות, ואילו שווי הקרקע נלקח באופן מלא בהערכת השווי של טריפל-מ.

**שיעור היוון לבעלים (Re)**

שיעור ההיוון אשר נדרש להיוון תזרימי המזומנים החזויים, אמור לשקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות החברה. חישוב שיעור ההיוון נעשה בהתאם למודל ה-CAPM. בעבודתנו זו נעשה שימוש בנתוני חברות מדגם ציבוריות, הפועלות בתחום משיק לפעילותה של החברה.

להלן נוסחת חישוב מחיר ההון המשוקלל ופירוט הפרמטרים:

$$Re = Rf + Rp * BETA$$

ביאור	סימון	תיאור	3%
א'	Rf	ריבית חסרת סיכון	3%
ב'	Rp	פרמיית השוק	6.6%
ג'	BETA	סיכון ביחס לשוק	0.85
ד'	SP	פרמייה ספציפית	0.5%
	Re	שיעור היוון	9%

**מחיר ההון אשר מתקבל מהחישוב כאמור הינו כ- 9%.**

**ביאורים**

א. ריבית חסרת סיכון - שיעור התשואה הנגזרת מאמידת עקום אפס מאגרות חוב ממשלת ישראל (מקור: מרווח הגון).

ב. פרמיית השוק - פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק, הנדרשת על ידי משקיע בשוק ההון, דהיינו, פרמיית הסיכון למשקיעים מעבר לשער ריבית חסרת סיכון (מקור: Damodaran online).

ג. BETA (ביטא) - מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה כלשהי ומבוסס על רמת הקורלציה בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו. לצורך ההערכה, הונחה הביטא לפי ביטא ממונפת של הענף (מקור: Damodaran online).

ד. פרמייה ספציפית - פרמיית סיכון ספציפית נלקחה לאור הסיכונים העודפים בתזרימי המזומנים החזויים של הפעילות. פרמיית הסיכון נמוכה ביחס להערכת השווי ביום 31 בדצמבר 2021, היות ומחזורי הפעילות גדלו והיות ובמועד הערכת השווי הקודמת התחנה הייתה בשנת פעילותה הראשונה, נכון למועד הערכת השווי, לחברה יש ניסיון בגין פעילותה ותפעולה השוטף ונמסר כי היא פועלת ביעילות מעבר למתוכנן.

נספח ב'  
הלוואת קיסטון לגלובל  
ואיה פריז

הערכת שווי הלוואת קיסטון ריט בע"מ  
שניתנה לחברת ג'י.פי. גלובל פאוור בע"מ  
וחברת א.י.ה פריז אחזקות בע"מ



# פרק א' תיאור חברה

1. כללי<sup>13</sup>

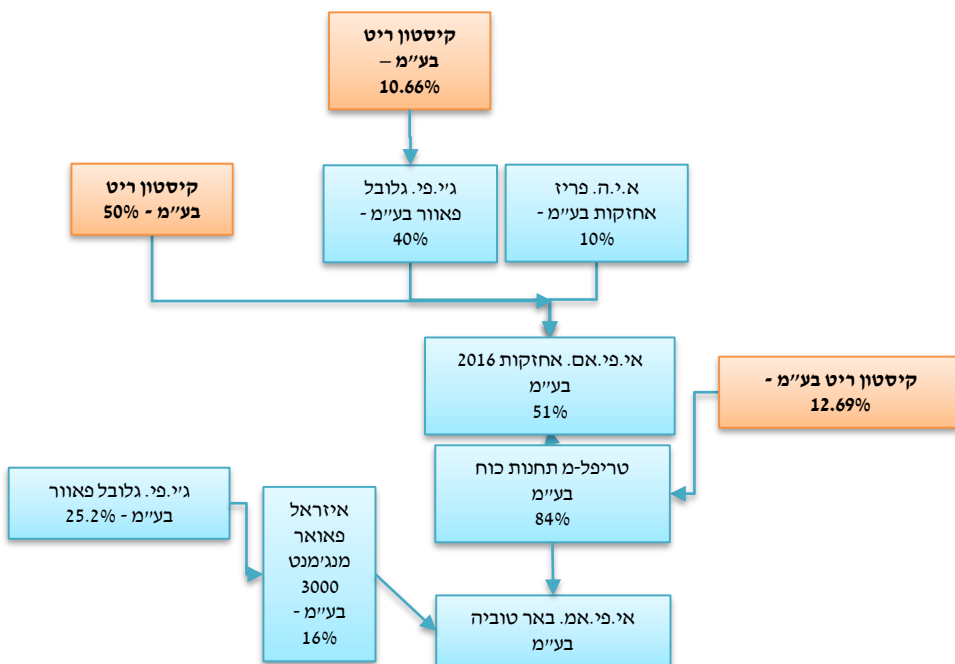
## גלובל פאוור

גלובל פאוור התאגדה בישראל במהלך חודש אוגוסט 1999 כחברה פרטית. החל מחודש אפריל 2018 הפכה החברה לחברה ציבורית והנפיקה את מנייתה לציבור. גלובל מוחזקת על ידי כר אקו אחזקות בע"מ, על ידי אלון רבוע כחול ישראל בע"מ, על ידי אי.ה. פריז אחזקות בע"מ, על ידי מר אהוד בן-ש"ך, על ידי קיסטון ועל ידי הציבור. גלובל עוסקת בתכנון, פיתוח הקמה ותפעול תחנות כח לייצור חשמל ואנרגיה תרמית. גלובל מתמקדת בהשקעות ממוקדות בפרויקטים בתחום ייצור חשמל מבוזר לצריכה עצמית (רשת מבוזרת), אנרגיות מתחדשות מבוססות טכנולוגיית PV (אנרגיה פוטו-וולטאית), ביו-גז ואגירת חשמל ואנרגיה.

נכון ליום 29 ביוני 2021 השלימה גלובל פאוור רכישה של 9.9% מהונה המונפק והנפרע של חברת איזראל פאוור, כך שלאחר השלמת העסקה מחזיקה גלובל פאוור בכ- 25.16% מאיזראל פאוור מנג'מנט 3000 בע"מ אשר מחזיקה בכ- 15.99% בחברת IPM באר טוביה בע"מ כך שבשאר שור גלובל פאוור מחזיקה בכ- 4% מהון המניות של IPM.

כמו כן, גלובל פאוור מחזיקה בכ- 40% ממניות חברת אי.פי.אם אחזקות 2016 בע"מ. חברת אי.פי.אם אחזקות 2016 בע"מ מחזיקה בשיעור של כ- 51% ממניות חברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ אשר מחזיקה בכ- 84% ממניות חברת הפרויקט אי.פי.אם באר טוביה בע"מ.

להלן תרשים אחזקות של חברת גי.פי. גלובל פאוור בע"מ:



א.י.ה פריז אחזקות בע"מ

א.י.ה פריז אחזקות בע"מ היא חברה פרטית בישראל שהתאגדה בינואר 2009.

החברה בבעלותו המלאה של מר אהוד בן-ש"ך המכהן כיו"ר דירקטוריון החברה ורעייתו גב' אלה בן-ש"ך.

החברה מחזיקה ב- 40.3% ממניות חברת גיי פי גלובל פאוור בע"מ.

2. תמצית ההלוואה מהפניקס<sup>14</sup>

ביום ה- 29 לנובמבר 2017 נחתם הסכם בין גלובל לבין הפניקס חברה לביטוח בע"מ, הפניקס פנסייה וגמל בע"מ ואקסלנס נשואה גמל בע"מ למתן הלוואות מזנין לגלובל ("הסכם הלוואה" ו-"ההלוואה", בהתאמה). ההסכם כאמור, כלל מתן אופציה להפניקס להמיר חלק מההלוואה ל- 10% מהון המניות המונפק והנפרע בחברת אי.פי.אם. אחזקות 2016 בע"מ בהתאם לזכויות גלובל באותו מועד. הסכם הלוואה תוקן בשנת 2018, ובמסגרת התיקון הנ"ל, בין היתר, הצטרפה א.י.ה פריז להסכם הלוואה כך שמתוך 10% ממניות אי.פי.אם. אחזקות להן היתה זכאית הפניקס בהשלמת מימוש האופציה למניות אי.פי.אם אחזקות מכוח ההלוואה, 9% יהיו על חשבון החזקותיה של גלובל פאוור ואחוז אחד על חשבון החזקותיה של א.י.ה פריז אחזקות (בעלת מניות בגלובל). בחודש אוקטובר 2021 אישר דירקטוריון גלובל את העברת ההלוואה, לרבות אופציית ההמרה, מהפניקס לקיסטון. ביום 27 באוקטובר במסגרת ההשלמה הראשונה של עסקת הפניקס, השלימה קיסטון את רכישת מלוא זכויותיה של הפניקס בהלוואה. ביום 10 בפברואר 2022 הומרה חלק מהלוואה ל-10% מהון המניות המונפק והנפרע של אי.פי.אם אחזקות.

יובהר, כי כפי שנמסר לנו מהחברה, קיימת מחלוקת בין המלווה (בעבר הפניקס, ועם השלמת עסקת ההמחאה, קיסטון) לבין הלוות (גלובל ואייה פריז) לגבי סכום יתרת קרן ההלוואה נכון למועד זה. בהתאם הערכת השווי מתייחסת הן לחלק מסכום יתרת קרן ההלוואה שאינו שנוי במחלוקת בלבד והן בנפרד לחלק הנמצא במחלוקת (לצרכי שמרנות בלבד). המחלוקת הינה בנוגע לשאלה האם סכומים שנפרעו בעבר (עוד טרם רכישת ההלוואה על ידי החברה), נפרעו כדין על ידי הלוות על פי הסכם הלוואה. מחלוקת זו מצויה כעת בגישור בין הצדדים. השפעת הסכום שבמחלוקת על הערכת השווי ההוגן של ההלוואה, הינו בסך של כ- 3.5 מיליון ש"ח.

**יודגש כי סכום זה משקף את תוספת הריבית בלבד שנצברה על הקרן שמחלוקת ללא הוספת סכום הקרן וזאת על פי עמדת החברה ללא בחינת והבעת דעה לעמדות הצדדים על ידנו.**



פרק ב'  
שווי הוגן של ההלוואה

## מתודולוגיה

לצורך אומדן שיעור הריבית של ההלוואה נעשה שימוש בשתי שיטות לבחינת דירוג גלובל:  
 ❖ דירוג אינדיקטיבי  
 ❖ דירוג על בסיס הלוואה שניתנה לחברה ביום 1 בפברואר 2022

### עקרונות להערכת דירוג אינדיקטיבי

חברות הדירוג מבצעות הליך דירוג בהתאם למתודולוגיות מוגדרות, אשר משקללות את הסיכונים העסקיים והפיננסיים של החברה כדי להגיע לניתוח דירוג עצמאי. לצורך אומדן דירוג החברה, מבוצעת בחינה של השפעת הסביבה בה פועלת החברה, השפעות מאקרו כלכליות, רגולציה, איתנות פיננסית של החברה, הכנסות והשפעות מיקרו כלכליות אשר משקפות את מכלול הסיכונים והחשיפות בכדי לאמוד את דירוג החברה.

לצורך האומדן, נבחנו הפרמטרים הבאים:

- הסיכון העסקי המשלב את הסיכון הענפי וסיכון המדינה בה פועלת החברה.
- מעמד תחרותי.
- גיוון והיקף פעילות.
- יעילות תפעולית.
- רווחיות החברה בהשוואה לענף הפעילות.
- הסיכון הפיננסי כולל יחסי מינוף פיננסיים אשר נקבעו על ידי חברות הדירוג וכן יחסים נוספים מקובלים בשוק.

לצורך הערכת ריבית השוק של הלוואת קיסטון לחברה לה ניתנה ההלוואה, נעשה שימוש בטכניקת הערכת דירוג אינדיקטיבי הפוטנציאלית לפי מתודולוגיית הדירוג.

### הסיכון העסקי

קיים סיכון עסקי בגין שלב פעילותה של גלובל, שכן הינה תלויה בהתקדמות הרגולציה והליך הסטטורי. לאור הנאמר לעיל, הוערך הפרופיל העסקי של גלובל כפגיע (Vulnerable).

### סיכון מדיני<sup>15</sup>

ההתמודדות בעולם עם התפשטות נגיף הקורונה באה לידי ביטוי בצעדי מדיניות שנועדו להפחית את קצב התפשטות הנגיף ולתמוך ביכולת מערכות הבריאות להתמודד עם היקף גדול של תחלואה קשה. בתגובה על הפגיעה הכלכלית נקטו מדינות העולם מגוון רחב של תוכניות סיוע כלכליות לנפגעים. התוכניות התמקדו בעיקרן בתשלום קצבאות למועסקים ולעצמאים ששכרם נפגע, בדחיות של תשלומי חובה ובהקלות, וכן בהגדלת הנזילות לעסקים ולמשקי בית. עם תחילת הטלת ההגבלות על פעילות המשק הודיעה הממשלה על תוכניות סיוע בארבעה ראשים: מענה מיידי; רשת ביטחון סוציאלית; המשכיות עסקים; תוכניות האצה. 202.3 מיליארד ש"ח סך כל תוכניות הסיוע להתמודדות עם נגיף הקורונה שעליהן החליטה הממשלה בשנת 2020 (כולל רכיבי אשראי ותזרים).

בהתאם לחברת הדירוג נכון לחודש מאי 2022, דירוג האשראי של ישראל נותר ברמה של AA-, למרות אי הוודאות הפוליטית והמצב הביטחוני. חברת הדירוג ציינה שאי היציבות במערכת הפוליטית לא פוגעת בצמיחה במדינה ובאיתנותו של בנק ישראל, אולם צופה גירעון של 3% ב-2022, מה שמלמד שלדעתה ההכנסות הגבוהות ממסים ייעצרו.

בהתאם לחברת הדירוג, נתוני המאקרו של כלכלת ישראל טובים בהשוואה בינלאומית.

1. תנודתיות פוליטית לא צפויה לפגוע בצמיחתה של כלכלת ישראל. חברת הדירוג מציינת בדוח כי אינה מצפה שחוסר היציבות יביא להשלכות כלכליות או מדיניות מיידיות, וכי היסטורית הצמיחה בישראל נותרה חזקה גם בתקופות של תנודתיות פוליטית מוגברת.
2. בעיות הביטחון של ישראל משפיעות לרעה על דירוג האשראי ובהתאם לדוח מצויין כי, חרף סיכונים ביטחוניים וגיאו-פוליטיים, ישראל היא חריגה בקרב המדינות האחרות שזכות לדירוג האשראי הגבוה AA-. ניתן להסיק מהדוח כי עיקר הקושי בשיפור דירוגה נובע מהמצב הביטחוני, ובכך מתייחסת למבצע שומר החומות במאי אשתקד, ואת הפיגועים בחודשים האחרונים, בנוסף למתיחות עם סוריה, איראן ומדינות שכנות נוספות אשר ממשיכות להכביד על פרופיל האשראי של ישראל. מנגד, חברת הדירוג רואה לחיוב את הסכמי שלום עם מספר מדינות ערביות.
3. במהלך שנת 2022, הכנסות ישראל ממסים גדלו ובהתאם פחת הגירעון הממשלתי. חברת הדירוג מציינת כי לפחות לגבי חלק מסעיפי ההכנסה, במיוחד מסי נדל"ן ומסי רווח הון, מעידים על שינוי מגמה. חרף קיטון הגרעון, הצפי הינו כי שנת 2022 תסתיים בגירעון של 3%, דבר המצביע על כך כי הכנסות הנ"ל הינן חד פעמיות.
4. אינפלציה - ישראל צפויה לסיים את שנת 2022 עם גידול של אינפלציה לכ- 3.8%. זו תחזית גבוהה במעט מזו של בנק ישראל. חברת הדירוג מציינת כי העובדה שיש לישראל מאגרי גז טבעי הנמכרים במחיר קבוע, מסייעת למתן את עליית האינפלציה.

בהתאם למתודולוגיה הדירוג, הלוואת קיסטון נושאת ריבית וההלוואה נפרעת על בסיס תזרים המזומנים מתחנת הכוח. כמו כן, שינוי לוח סילוקין של חוב פיננסי עקב אי עמידה בזמני החזר ההלוואה נחשב לרוב כחדלות פירעון. להלן שלבי הערכת הדירוג:

1. הערכת הסיכון העסקי והפיננסי וקבלת דירוג עולמי בקבוצה - B.
2. הערכת הנזילות ללא התחשבות בעובדה שמדובר בהלוואת קיסטון בקבוצת CCC.
3. התאמה לדירוג הישראלי.

#### ריכוז ממצאי דירוג אשראי גלובל

גלובל שקיבלה את ההלוואה מחזיקה בעקיפין בחברה שמפעילה תחנת כוח לייצור חשמל.

משכך נבחנו השיקולים הבאים:

1. בחודש נובמבר, 2018, דורג החוב הבכיר של הפרויקט בקבוצת דירוג AA.
2. קיימת חשיפת השקעת הון נוסף אשר תידרש על ידי החברות בקבוצה כתוצאה מחריגה בעלויות הפרויקט. חריגה זו יכולה לגרור חוסר פירעון של ההלוואה ועליה במח"מ.

**בהתאם לדירוג אינדיקטיבי, לאחר שקלול מכלול שיקולים שהוצגו לעיל, הגענו למסקנה כי דירוג גלובל הינו Baa1 בהתאם למטריצת דירוג.**

אולם מזהירים כי יש חשש שבעקבות האינפלציה והעלאות הריבית של בנק ישראל, ייווצר לחץ על הממשלה להגדיל את ההוצאות שלה בכדי לרכך את ההשפעה של עליית המחירים על האזרחים.

5. בהתאם לחברת הדירוג, בנק ישראל הוא מוסד אמין ביותר עם עצמאות תפעולית. בהמשך מציינת חברת הדירוג את איתנות הפיננסית של המדינה, יתרות המט"ח של בנק ישראל שמגיעות לכ- 40% תוצר מהוות יתרון. יתרות המט"ח של ישראל הינן פי 1.4 מסך כל החוב החיצוני של מדינת ישראל. בחברת הדירוג מעריכים שבנק ישראל יעלה את הריבית באופן מדוד, גם בשל הרצון לשמור על הוצאות ריבית נמוכות של הממשלה.

#### ענף פעילות גלובל

גלובל פועלות בענף החשמל במשק הישראלי. ענף החשמל מאופיין ברמת סיכון נמוכה. רמת סיכון נמוכה מאופיינת ברמת הכנסות קבועה למשך אורך חיים ארוך ועל כן תחום זה נחשב כבעל סיכון נמוך. ענף היזום נחשב לבעל סיכון "בינוני גבוה" בשל גידול בתחרות ותלות בביקושי השוק.

#### מעמדה התחרותי של גלובל

בהתאם למתודולוגיית דירוג, מעמדה התחרותי מהווה אומדן להערכת הסיכון לה היא חשופה, שכן כחלק מבחינת התייחסות זו כוללת התייחסות ליתרון התחרותי שלה, גודל ופיזור נכסיה, יעילות תפעולית ורווחיות.

#### הסיכון הפיננסי

הערכת הפרופיל הפיננסי של גלובל מתבססת, בהתאם למתודולוגיית הדירוג, על בסיס שני מדדים עיקריים:

- יחס חוב ל- EBITDA;
- יחס של EBITDA להוצאות מימון.

**עקרונות להערכת דירוג גלובל בהתאם להלוואה שהתקבלה<sup>16</sup>**

על מנת לאמוד את דירוג גלובל, נעשה שימוש בהלוואה אשר ניתנה למימון פרויקט תחנת הכוח.

בפברואר 2022, IPM משכה הלוואה, בסך של כ- 106 מיליוני ש"ח, ההלוואות השקליות צמודות למדד ונושאות ריבית שנתית בשיעור של 2.1% צמודה ומח"מ של כ- 9 שנים. הלוואה זו שימשה במציאת הריבית והדירוג.

**אומדן דירוג גלובל בהתאם להלוואה למימון פרויקט תחנת הכוח<sup>17</sup>**

לצורך אומדן מחיר החוב השקלי של גלובל, נעשה שימוש בהלוואה שניתנה ל-IPM ביום 1 בפברואר 2022, כמפורט לעיל.

**שיעור הריבית ומח"מ ההלוואה, משקף דירוג A3.**

כפי שצוין לעיל, לאור היות הלוואת קיסטון בעלת סיכון גבוה מאשר דירוג לעיל (A3), הונח כי יש צורך בהפחתת נוכ' של דירוג האשראי של גלובל. לפיכך, דירוג הלוואת קיסטון המשקף את סיכונה הינו BAA1 בדומה לדירוג האשראי של גלובל.

(16) מקור: דוחות כספיים של גלובל

(17) מקור: נתוני מאגר מידע של חברת מרווח הוגן. יצוין כי שיעורי ההיוון הנם במונחים נומינליים.

**תנאי ההלוואות**

בהתאם להנהלת גלובל, הלוואות נפרעות מכל התקבולים שמגיעים לגלובל ואיה מתחנת הכוח.

ההנחות והנתונים הבאים שימשו בהערכת השווי ההוגן של ההלוואה:  
 הלוואה - הלוואה אשר ניתנה לחברה, הנושאת ריבית נומינלית שנתית של 10.5% המחושבת רבעונית.  
 מח"מ - מח"מ הלוואה נאמד על בסיס חישוב בהתאם למועדי הפירעון הצפויים שהתקבלו מההנהלה, נכון למועד הערכת השווי.  
 ריבית הוגנת - הריבית ההוגנת נלקחה ממטריצת ריביות שקלית נומינלית למועד הערכת השווי, בהתאם למח"מ ולדירוג הרלוונטי להלוואה.

לצורך אמידת שיעור הריבית ההוגנת של הלוואה, נאמד דירוג BAA1.

הטבלה שלהלן מציגה את פירוט ההלוואה ושוויה ההוגן נכון למועד הערכת השווי ללא סכומים הנמצאים במחלוקת (אלפי ש"ח):

מספר הלוואה מח"מ משוקלל	סה"כ ליום 30 ביוני 2022	ריבית הוגנת	שווי הוגן ליום 30 ביוני 2022
הלוואה	86,405	5%	99,256
<b>סה"כ</b>	<b>86,405</b>		<b>99,256</b>

**טבלת רגישות**

להלן תרשים טבלת רגישות של ההלוואה נכון למועד הערכת השווי (אלפי ש"ח):

4%	4.5%	5%	5.5%	6%
100,985	100,112	99,256	98,416	97,593

נספח ג'  
תיאור הסביבה העסקית

## 1. סקירה כללית

### 1.1 משבר האנרגיה<sup>18</sup>

בשנת 2021 משק החשמל בישראל המשיך להתנהל לצד משבר הקורונה, שהתבטא בגידול בביקוש המשקי לחשמל שעמד על 1.9% לעומת 0.1% בשנת 2020. רשות החשמל המשיכה לקדם שילוב משמעותי של אנרגיות מתחדשות ויישום הרפורמה במשק החשמל כחלק מתהליך הפיכת המשק לתחרותי ומתקדם יותר.

במהלך שנת 2021 חווה משק האנרגיה העולמי תהליכים שהובילו בין היתר, לעליה חדה במחירים של מוצרי האנרגיה ותחילתו של משבר במשק האנרגיה העולמי. מחירי הגז הטבעי עלו בצורה משמעותית והגיעו למחירים הגבוהים פי 10 מאשר שנה אשתקד. כמו כן בעקבות חורף קר וקיץ חם מהרגיל, הביקושים לגז הטבעי גדלו מהתקופות אשתקד. בנוסף מחירי הנפט והפחם עלו בצורה משמעותית, הגורמים לעלייה במחיר חומרי הגלם הם: מעצמות האנרגיה סין וארה"ב שהן המובילות בעולם בצריכת אנרגיה, והביקושים לחשמל במעצמות אלו עולים בהדרגה. גורם תורם נוסף הוא כי הביקוש לאנרגיה בשנת 2021 חזר לרמתו טרום מגפת הקורונה, וככל שמדינות יצאו מסגרים, עלה הביקוש לכל סוגי האנרגיה. צד ההיצע מגיב באופן איטי יחסית לצד הביקוש, שכן יש צורך לחדש השקעות, לגייס חזרה עובדים ולהגדיל תפוקות. ולכן העלייה החדה בביקושים לצד חוסר הוודאות לגבי קצב ההתאוששות מהמגפה, לא נתקלה במענה הולם מצד ההיצע והדבר הוביל לעליית מחירים.

בחודש פברואר 2022 נפתחה מלחמת רוסיה-אוקראינה. המלחמה גרמה להחרפת משבר האנרגיה העולמי. מעבר לעובדה שמלחמות ומשברים פוליטיים, באופן מסורתי גורמים לשינוי במחירי הנפט והסחורות הקשורים לשוק האנרגיה, בתגובה לפלישתה של רוסיה לאוקראינה, מדינות העולם הגיבו בצורה חריפה והטילו סנקציות על רוסיה וצמצמו

בצורה משמעותית את השימוש בסחורות שמקורם ברוסיה ובעיקרם צמצום השימוש בגז הרוסי. סיבות אלו הגבירו את עליית המחירים של הנפט, פחם והגז הטבעי. והחריפו את משבר האנרגיה העולמי.

### 1.2 משבר האקלים

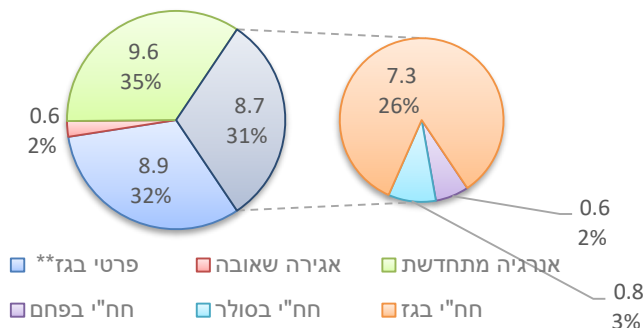
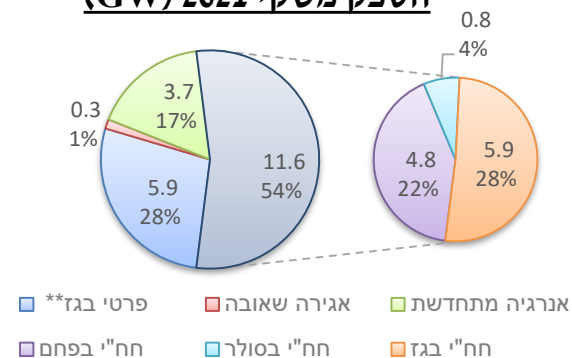
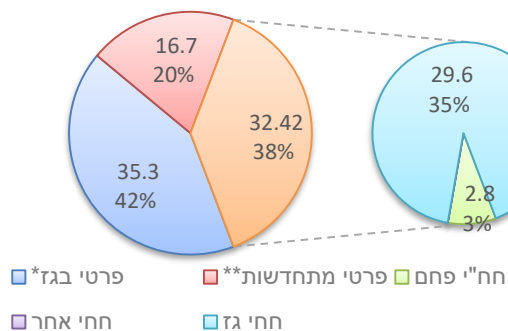
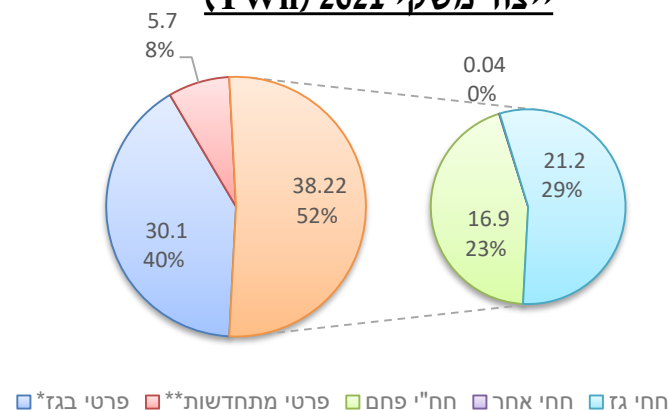
תרומה נוספת למשבר האנרגיה הוא משבר האקלים הפוקד את העולם והביא שורה של מעצמות ומדינות מפותחות, וביניהן ישראל להגביר את השימוש באנרגיות מתחדשות לצד צמצום השימוש באנרגיות מזהמות דוגמת הפחם. הסכם פריז שנערך בשנת 2015 חייב את המדינות החתומות על ההסכם לצמצום פליטת גזי חממה על מנת לבלום את ההתחממות הגלובלית וקבע יעדים שאפתניים על מנת לעמוד בהתחייבויות. צעדים אלו בטווח הקצר תורמים למשבר בכך שמגדילים את הביקוש לגז טבעי בצורה משמעותית וכן עדיין יש תפר של תלות באנרגיות המתכלות.

מזווית נוספת הציפייה לעליה בשימוש באנרגיות מתחדשות, בשל מדיניות הממשלות וטכנולוגיה שנהפכת לתחרותית, מביאה את חברות האנרגיה להגיב בהתאם. החברות בוחנות את יכולת ההחזר של הפרויקטים שלהם והתנהלות זהירה בכל הקשור להשקעות בדלקים פוסיליים. אי הבהירות בכל הנוגע להשקעות משמעותיות בסקטורים של הגז הטבעי והנפט עלול לפגוע באספקה הסדירה של דלקים פוסיליים המספקים כ- 85% מהביקושים לאנרגיה בעולם. חרף העובדה שהוגדרו יעדים שאפתניים לצמצום משמעותי בשימוש בדלקים פוסיליים והמגמה שהעולם מתנהל בהתאם לתרחיש NZE – אפס פליטות פחמן עד שנת 2050. על מנת לענות על הביקושים לאנרגיה בשנים הקרובות יש צורך להמשיך לבצע השקעות משמעותיות בסקטורים של הגז הטבעי והנפט.



**2. שוק החשמל בישראל<sup>19</sup>**

מדינת ישראל היא "אי אנרגטי". בשונה מאירופה, לדוגמה שבה יש משק אנרגיה פן-יבשתי, כלומר למשקי החשמל של המדינות השונות יש גיבוי ממדינות שכנות. לעומת זאת מדינת ישראל, צריכה להפיק לעצמה את כלל הביקוש לאנרגיה, לרבות רזרבות ועמידה בביקושי שיא. עובדה זו מציבה את עיקרון הביטחון האנרגטי כחשובה ביותר ובראש מעייניהם של מקבלי ההחלטות.

**הספק משקי תחזית 2025 (GW)****הספק משקי 2021 (GW)****ייצור משקי תחזית 2025 (TWh)****ייצור משקי 2021 (TWh)**

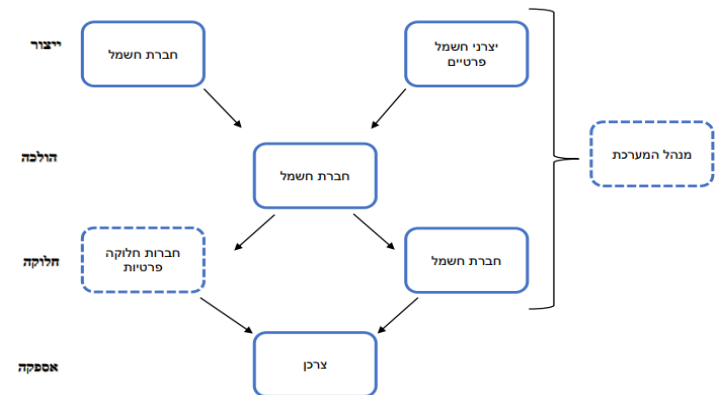
### 3. היצע החשמל בישראל<sup>20</sup>

#### 3.1 כללי

לאור צמיחת המשק והגידול באוכלוסייה הישראלית חלה עלייה עקבית בביקושים לחשמל בישראל. בעקבות הרפורמה שאושרה וחלה על משק החשמל הישראלי החל משנת 2018, חל שינוי מבני מקיף בחברת החשמל לישראל. הרפורמה בנויה מכמה שינויים כאשר הבולט מביניהם הוא העברת מקטע הייצור מחברת חשמל לבעלות פרטית, מקטעי האספקה ייפתחו לתחרות וניהול כל פעילות החשמל במשק תהיה באחריות חברה ממשלתית חדשה – מנהל המערכת ("נגה" ניהול מערכת החשמל בע"מ). בנוסף, הוחלט על מכירה של מספר תחנות כוח בשנים הקרובות מידיה של חברת חשמל ליצרנים פרטיים.

#### 3.2 הרפורמה במשק החשמל<sup>21</sup>

בחודש יולי 2018 החלה רפורמה חדשה במשק החשמל בישראל בעקבות החלטת הממשלה. מטרת הרפורמה היא ליצור משק חשמל תחרותי אשר יעודד חדשנות, פיתוחים כלכליים ויזרז את המעבר לאנרגיות נקיות יותר.



- הרפורמה באה לידי ביטוי באופנים הבאים:
  - עבור התמקדות במקטע רשת ההולכה והחלוקה של החשמל, החליטה חברת החשמל למכור בהדרגה כמחצית מהיקף תחנות הייצור החשמל בגז.
  - יושקעו משאבים רבים לפיתוח מהיר ופעולות הרחבה של רשת ההולכה והחלוקה אשר יישארו בבעלות חברת החשמל תוך כדי מעקב מדיד ופיקוח רגולטורי מטעם המדינה לטובת יעילות, יציבות ואיכות אספקת החשמל.
  - הוחלט להקים 2 יחידות ייצור חדשות בתחנת אורות רבין שיפעלו באמצעות גז טבעי בכדי לצמצם את השימוש בפחם עבור תהליכי יצירת חשמל. בנוסף הוחלט למכור כ- 5 תחנות חשמל פעילות השייכות לחברת חשמל. כל אחת תימכר בטווחי זמן שונים החל מיום החלטת הממשלה.
  - אחת ההחלטות הבולטות של הרפורמה היא פתיחה מלאה של אספקת החשמל לתחרות עבור לקוחות עסקיים גדולים ולצרכני מתח נמוך בהדרגה.
  - בבחינת כוח האדם, הוחלט בחברת החשמל לצמצם את מצבת העובדים בשיעור של 25% בשמונה שנים הבאות. כ- 1,800 עובדים יסיימו לעבוד בפרישה מוקדמת בנוסף לאלף עובדים אשר עזבו את החברה כבר בשנתיים האחרונות.

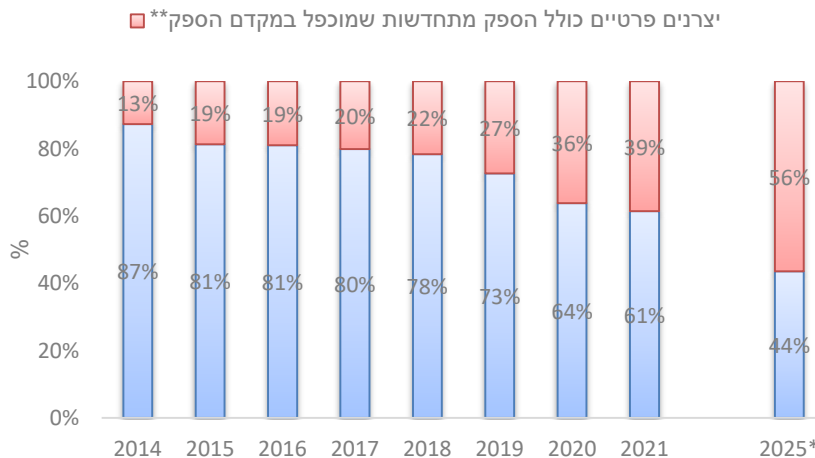
#### 4. ביקוש לחשמל<sup>22</sup>

החוק הורה על הקמה של "הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל" אשר תפקידה הינו להסדיר ולפקח על מתן השירותים הציבוריים בתחומי החשמל. החוק הגדיר 4 תפקידים עיקריים עבור הרשות:

- קביעת תעריפים.
- קביעת אמות מידה ומדדים לטיב השירות.
- חלוקת רישיונות ופיקוח על הפעילויות במשק החשמל בהתאם לתנאים שנקבעו ברישיונות.
- טיפול מול צרכני חשמל.

בהתאם לנתוני חברת חשמל<sup>25</sup>, בשנת 2021 רכשה חברת החשמל מיצרני חשמל הפרטיים (להלן: "יח"פים") כ- 17,195 מיליון קוט"ש בהשוואה לכ- 12,875 מיליון קוט"ש שנרכשו בשנת 2020. כאמור, נראה כי הדרשה ליח"פים הולכת ועולה והביקוש לייצור חשמל בתחנות כוח פרטיות עולה. היח"פים רשאים למכור את החשמל המיוצר הן לחברת החשמל והן לצרכני קצה ע"י שימוש בתשתיות קיימות של רשת החשמל של חח"י.

#### להלן נתחי שוק במקטע הייצור – ייצור בפועל שנים 2014-2025<sup>26</sup>:



העלות של אי-אספקת חשמל למשק גבוהה ונאמדת בכ- 100 ש"ח לקוט"ש בלתי מסופק. לעומת זאת, עלות הייצור נמוכה במידה ניכרת מסכום זה גם בשעות שבהן יש ביקושי שיא. נוסף על כך חשמל הוא מוצר שעלויות האגירה שלו גבוהות מאוד. בשל מאפיינים אלה תוכנן משק החשמל לספק את כל הביקוש בכל רגע נתון<sup>23</sup>. ביקושי החשמל במדינת ישראל מתאפיינים בעונתיות. כמות הביקושים בעונות החורף והקיץ הינם הגבוהים ביותר. בעונות אלה נרשמים ימים עם מזגי אוויר קיצוניים וכתוצאה מכך נרשמים ביקושי שיא עקב תנאי הקיצון (עקב שימוש במזגנים ובמכשירי חימום). כמו כן הצריכה והביקוש לחשמל עולה משנה לשנה, עקב גידול האוכלוסייה והשימוש הגובר בחשמל נקי והעדפתו על פני מקורות אנרגיה אחרים שמזהמים את הסביבה ומייצרים פליטות פחמן.

#### 5 ייצור וצריכת חשמל בישראל

מרבית החשמל בישראל מיוצר ע"י חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"י"). החשמל שאינו מיוצר על ידי חברת החשמל מיוצר על ידי יצרני חשמל פרטיים. באמצע שנות ה-90 הוחלט במשרד האנרגיה על הקמת ועדת ברובינדר, ע"ש יו"ר הוועדה, ששימש אז כראש מנהל החשמל במשרד האנרגיה, ותפקידה לבחון פרויקטים בתיאום עם חברת חשמל. בשנת 1996 חוק משק החשמל<sup>24</sup> החל להיות תקף בהתאם להחלטת הכנסת. הוראות החוק נחקקו עבור קביעת כללים לפעילות חברת החשמל כך שהוראות אלו מחליפות את זיכיונות החברה אשר התקבלו בתקופת המנדט הבריטי. בשנת 2005 פרסם משרד האנרגיה תקנות המיועדות להסדרת ההתקשרות בין יצרני חשמל פרטיים לבין חברת החשמל ואלו מהוות כיום את הבסיס הסטטוטורי לפעילותם של יצרני החשמל הפרטיים.

(24) חוק משק החשמל, תשנ"ו-1996.

(22) דוח מבקר המדינה 68א.

❖ ייצור בשימוש בפחם

אחת הדרכים הנפוצות לייצור חשמל היא שריפת פחם. בישראל, תחנות כוח פחמיות הן מקור זיהום האוויר הגדול ביותר ולכן המשרד להגנת הסביבה מתנגד להקמת תחנות כוח פחמיות נוספות. העמדה הזו לא ייחודית לישראל ובמדינות רבות מחפשים תחליפים לפחם כמקור ייצור חשמל. בעשור האחרון השימוש בפחם לייצור חשמל הולך ופוחת. בארה"ב הסקטור במגמת קיסטון: בתוך פחות מעשור (2008-2016) החלק היחסי של הפחם בייצור חשמל צנח ב-38%. ועם הירידה בשימוש בפחם, יש גם ירידה בזיהום הנלווה.

בשנת 2021 נתח ייצור חשמל של יח"פים היה כ- 39% מסך החשמל המיוצר בהשוואה לכ- 13% בשנת 2014. בשנים 2017-2021 (שנות יישום הרפורמה), גדל נתח השוק של היח"פים בכ- 20 נקודות אחוז. לפי התחזית של רשות החשמל, בשנת 2025 צפוי 56% מהיקף ייצור החשמל במשק (כולל באנרגיות מתחדשות) יהיה של חח"י. המשך יישום הרפורמה במקטע הייצור ובין היתר, מכירת אתרי הייצור בהתאם למועדים שנקבעו עשוי להביא לכך שיעדים אלו יושגו. עם זאת, עיכובים ביישום הרפורמה עשויים לגרום לכך שיעדים אלו לא יושגו.

להלן חומרי הגלם אשר משמשים בייצור חשמל❖ יצרני חשמל פרטיים (יח"פים)<sup>27</sup>

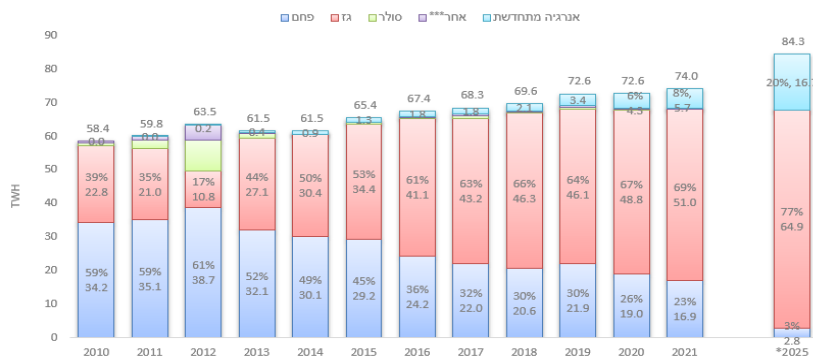
בישראל ישנם עשרות רבות של יצרנים פרטיים של חשמל, במתקני ייצור בגז, שמש, רוח, אגירה ועוד. יצרנים אלו מקימים את מתקניהם במסגרת הליכים תחרותיים, מכרזים ואסדרות רוחביות ומקדמים את משק החשמל הישראלי לתחרות ויעילות. מכירת החשמל ע"י היצרנים הפרטיים בנוי מתעריף ייצור משוקלל הכולל, בין היתר, את הרכיבים הבאים: סל דלקים חח"י, ייצור (עלויות הון) חח"י, רכישות חשמל מיח"פ, הכולל את מרכיב האנרגיה של PV, הסדרי חוב צרכנים בייצור ופיצוי בגין פיגור בעדכון.

❖ ייצור בשימוש גז טבעי<sup>28</sup>

גז טבעי מוגדר כגז המורכב מתערובות שונות של גזי דלק, אך הגז העיקרי שמרכיב אותו הוא גז המתאן (85%). הגז נמצא במאגרים הכלואים בתוך סלעים תת קרקעיים בקרום כדור הארץ, והוא פורץ ממעמקי האדמה בעת ביצוע קידוחים לעומק. גז טבעי מייצר פחות פחמן דו חמצני ליחידת אנרגיה מופקת מאשר בשריפת נפט (30% פחות) או פחם (40% פחות).

❖ תמהיל דלקים בשימוש המשק ותחזית לשנת 2025<sup>29</sup>

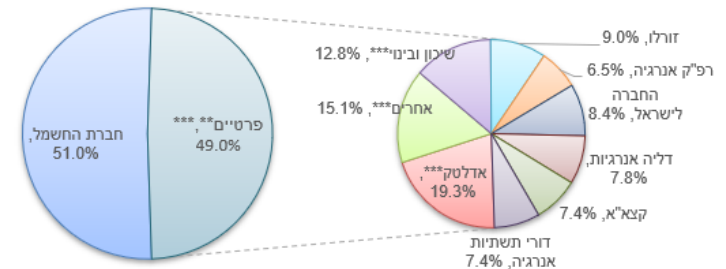
הטבלה שלהלן ממחישה את הפקת חשמל משימוש בסולר, גז, פחם ואנרגיה מתחדשת החל משנת 2010 ועד תחזית שנת 2025:



ניתן לראות בגרף את המגמה של גידול השימוש בגז על חשבון פחם עד כדי צמצום השימוש לכ- 3% בשנת 2025.

**5.1 החלטה 914 - הסדרה תעריפית**

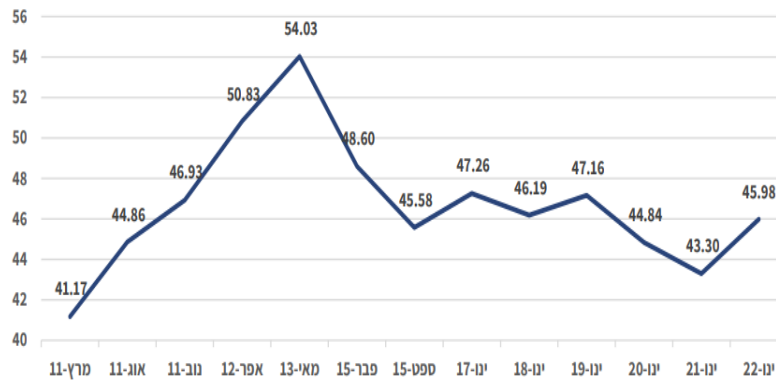
רשות החשמל פרסמה בחודש דצמבר 2014 המשך הסדרה למתקני ייצור פרטיים הפועלים בגז טבעי. ההסדרה הביאה לידי ביטוי לראשונה בישראל שילוב של יצרנים פרטיים בהתאם לעקרונות היעילות של העמסה כלכלית. ההסדרה חלה על בעלי רישיונות מותנים לייצור חשמל בטכנולוגיה קונבנציונלית בהספק מותקן מעל 16 מגה וואט במחזור משולב ובמחזור פתוח. בחודש מאי 2017 התקבלה ההחלטה אשר הורתה ליצרנים במחזור משולב למכור לפחות 15% מההספק לצרכנים פרטיים. בנוסף, ההחלטה היוותה מענה ליצרני מחזור משולב שחתמו על הסכמי רכישת גז טבעי לקראת הסגירה הפיננסית, כך שהרשות מתחייבת לרכוש מהם את הגז הטבעי בכפוף לבחינה מראש של הצורך המשקי בגז טבעי ובתנאי שיתקיים מעבר של עודפי גז טבעי ליצרנים אחרים בכפוף לדרישות מנהל המערכת ובהתאם למתווה הגז הטבעי. תוקף ההסדרה היה עד ליום ה-1 בינואר במטרה לאפשר ליזמים משך זמן מספיק להגיע לסגירה פיננסית במסגרת ההסדרה.

**נתח שוק בעלי אחזקות עיקריים\* (למתקני ייצור המונעים בגז טבעי לשנת 2021 לפי הספק מותקן – דוח רשות החשמל)**

\* בדוח זה, בעל אחזקות עיקרי הוא מי שמוחזק יותר מ-5% ממתקן ייצור, לבעל אחזקות עיקרי מיוחס כל הספק מותקן הייצור. \*\* בחלק ממתקני הייצור הפרטיים מוחזק יותר מבעל אחזקות עיקרי ועל כן סך בעלי האחזקות הפרטיים מסתכם ליותר מ-49%. \*\*\* לא כולל בעלות על הגית מזרח אשר הועברה לייצור פרטי ביוני 2022

**5.2 תעריפי מחירי החשמל בישראל<sup>30</sup>**

הפיקוח וקביעת תעריפי החשמל נמצאים בידי רשות החשמל. עד ינואר 2019, תעריף החשמל הביתי היה מורכב משני רכיבים: רכיב קבוע ורכיב התלוי בצריכה. הרכיב הקבוע הוא תעריף שירותי צרכנות והוא נקבע על פי סוג הצרכן וסוג החיבור לרשת החשמל. רכיב הצריכה הוא המחיר שהצרכן משלם בעבור צריכת כל קוטי"ש. נוסף על כך, בעדכון תעריף החשמל בינואר 2019, התווסף רכיב תשלום נוסף לתעריף החשמל, המתבסס על גודל החיבור של הצרכן.

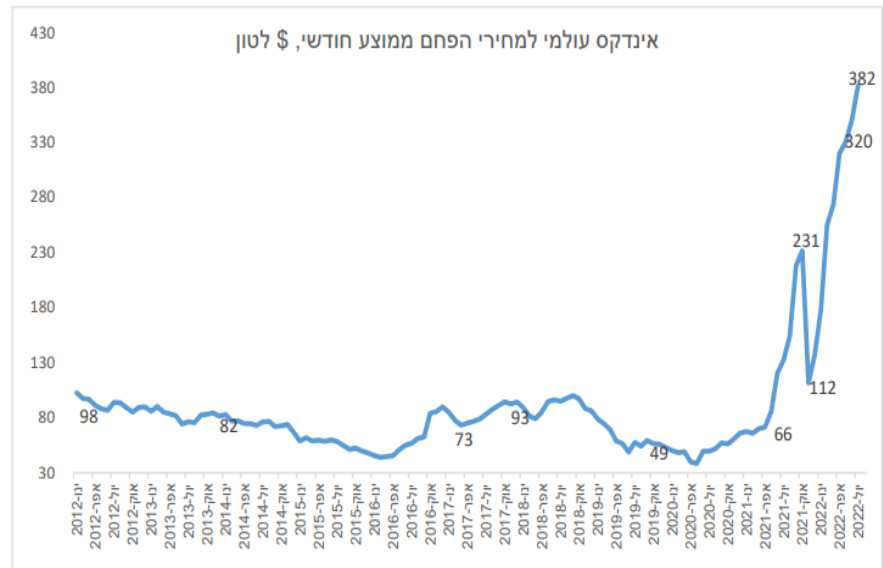
**להלן מחיר קוטי"ש (אגורות) ללא עלויות קבועות, 2011-2022:**

בהתאם לתרשים לעיל, ניתן לראות כי ממרץ 2011 ועד מאי 2013 תעריף החשמל עלה והגיע עד לכ-54.3 אגורות לקוטי"ש. משנת 2013 ועד שנת 2021 המחיר לקוטי"ש ירד כמעט בכל השנים ובשנת 2021 היה כ-43.3 אגורות לקוטי"ש. בשנת 2022 המחיר לקוטי"ש עלה בכ-6.2% לעומת שנת 2021 והוא כ-45.98 אגורות לקוטי"ש. ביולי 2022 הודיעה חברת החשמל על התייקרות נוספת של תעריפי החשמל לצרכן הביתי והעלתה את התעריף ב-9.6% ל-49.54 אגורות לקוטי"ש.

העלייה במחיר החשמל נובעת בעיקר מהמלחמה באוקריאנה ומשבר האנרגיה העולמי שהביא להתייקרות של מחירי הפחם. כאשר בהתאם לפרסום חברת החשמל, צריכה ממוצעת של משק בית היא כ-8,000 קוט"ש בשנה. התעריף החדש יוסיף יותר מ-360 שקל בשנה לחשבון החשמל.

עליית תעריף החשמל נובעת מעליית מחירי הפחם, אך גם מאי-עמידה ביעדים הלאומיים להפחתת השימוש בפחם. חברת החשמל לא עומדת ביעדי סגירת תחנות הכוח שפועלות באמצעות פחם.

#### להלן גרף המתאר את עליית מחירי הפחם בדולרים, 2012-2022:

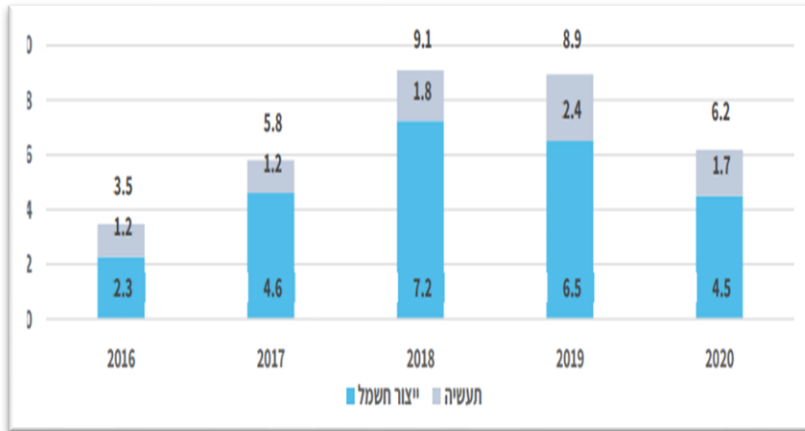


Source: API2

**6 יתרונות השימוש בגז טבעי על פני פחם<sup>31</sup>**

**6.1 תועלת כלכלית בשימוש בגז טבעי<sup>32</sup>**

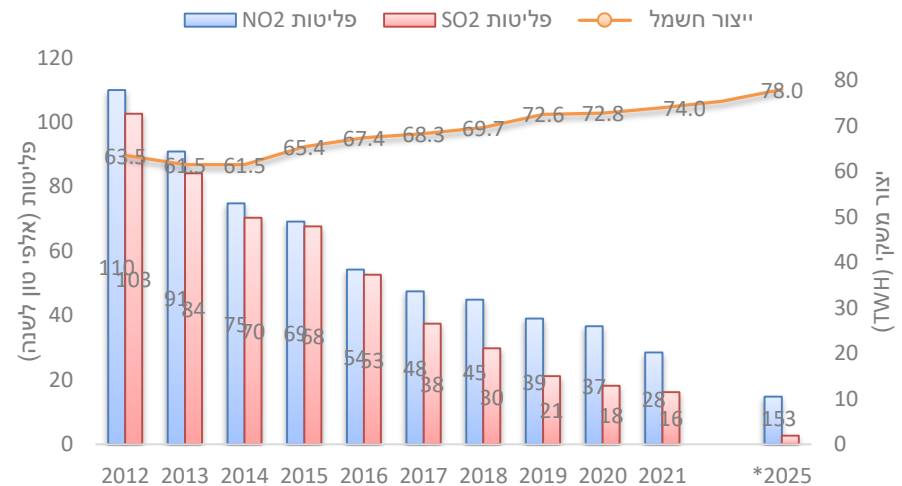
להלן: חיסכון כלכלי (ללא תועלת סביבתית) ממעבר לשימוש בגז טבעי, שנים 2016-2020, מיליארדי ש"ח



בהתאם לתרשים לעיל, ניתן לראות כי על פי הערכת רשות הגז הטבעי, בשנת 2020 החיסכון הכלכלי למשק משימוש בגז טבעי היה כ- 6.2 מיליארד ש"ח. על פי הערכתם, בין השנים 2013-2020, החיסכון הכלכלי ממעבר לגז טבעי היה כ- 51.3 מיליארד ש"ח. נוסף על החיסכון הכלכלי הישיר, ישנו כאמור גם חיסכון בעלויות סביבתיות.

לשימוש בגז טבעי יש כמה יתרונות: הפחתת זיהום אוויר בהשוואה לפחם ולמזוט, הפחתת עלויות הן לצרכן הביתי והן לעסקים ולתעשייה, מקור הכנסה פיסקלי, ערך מוסף מקומי גבוה הן בצריכה מקומית והן ביצוא, גורם גיאו-פוליטי המסייע לישראל באזור.

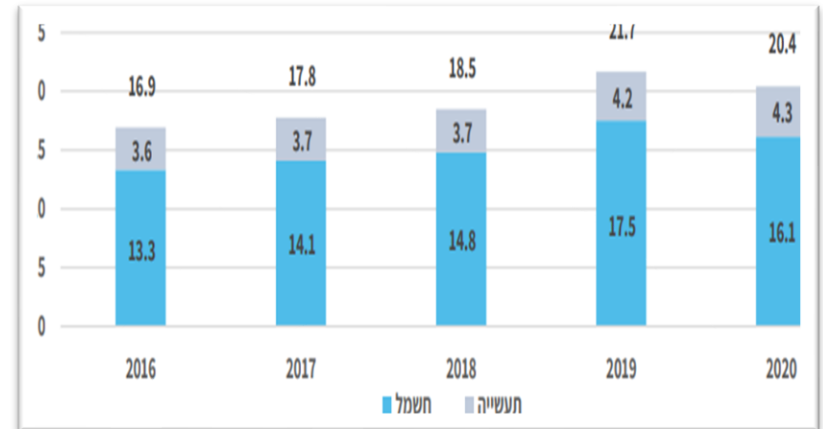
**להלן: פליטות מזהמים בתהליך ייצור החשמל בישראל בין השנים 2012-2025.**



ניתן לראות כי פליטות המזהמים בתהליך ייצור החשמל הולכות ופוחתות עם השנים, לצד גידול בייצור החשמל. כאשר הסיבה לכך היא העלייה בשימוש בגז טבעי, במקביל לצמצום השימוש בפחם וכן שימוש גובר באנרגיות מתחדשות.

31 רשות החשמל, דו"ח מצב מצק החשמל לשנת 2021.  
32 מקור: מרכז המחקר והמידע כנסת ישראל – סקירה בנושא משק החשמל בישראל.  
\* התחזית מבוססת על היקף פליטות סגוליות לפי תמהיל דלקים צפוי

להלן: חיסכון בעלויות סביבתיות ממעבר לשימוש בגז טבעי, שנים  
2016-2020, מיליארדי ש"ח



בהתאם לתרשים לעיל, ניתן לראות כי העלויות הסביבתיות שנחסכו בשנת 2020 מהשימוש בגז טבעי לעומת פחם היו כ- 20.4 מיליארד ש"ח. על פי חישוב רשות הגז הטבעי, בין השנים 2013-2020 החיסכון בעלויות סביבתיות הוא יותר מ-130 מיליארד ש"ח.



נספח ד'  
שיטות הערכות שווי

**שיטות הערכת השווי****כללי**

קיימות מתודולוגיות שונות להערכת שווי כלכלי של חברה, אשר עשויות להניב תוצאות שונות. כיוון ששווי הכלכלי של עסק עשוי להשתנות ללא הרף, הערכת השווי מתייחסת לנקודת זמן נתונה ומתבססת על מכלול הנתונים שהיה ידוע באותה תקופה. בין הגישות העיקריות להערכת חברות:

- גישת היוון תזרימי המזומנים הצפויים לעסק בעתיד (Discounted Cash Flows Analysis - DCF).
- גישת השווי הנכסי.
- שיטת ההשוואה לעסקות דומות.
- שיטת המכפיל.

**שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF)**

מבחינה מתודולוגית, הגישה המקובלת ביותר להערכת שווי חברות הנה גישת היוון תחזית תזרימי המזומנים. ביסודה של גישה זו עומדת ההנחה ששווי העסק הוא הערך הנוכחי המהווה של תזרימי המזומנים העתידיים לאורך זמן. השיטה מסתמכת על העיקרון הכלכלי "העסק החי והמתמשך" ("ON GOING CONCERN") שצפוי להביא רווחים עתידיים.

לצורך חישוב שווי החברה בשיטת ה- DCF יש לאמוד את הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים החופשי הבלתי ממונף (Unleveraged Free Cash Flows) סכום זה מייצג את שווי הפעילות. על מנת לקבל את השווי של חברה יש להפחית את שווי ההתחייבויות הפיננסיות, נטו (התחייבויות פיננסיות בניכוי נכסים פיננסיים) של החברה ליום ההערכה וכן להוסיף נכסים עודפים אשר אינם משמשים לפעילות השוטפת.

**הערכת שווי בשיטת השווי הנכסי**

בגישה זו השווי אמור לייצג את ערכה הפנימי "האמיתי" של הפעילות העסקית המיוצגת על ידי כל נכסי החברה. גישה זו יוצאת ממאזן הפירמה ומנסה להתאים את ערך הנכסים וההתחייבויות, כפי שהם רשומים בספרי החברה, לשוויים הכלכלי הנכון. מאזני הפירמה, כפי שהם מוצגים עפ"י כללי החשבונאות המקובלים, מבוססים על עקרונות דיווח קשיחים למדי כגון "עקרון העלות" ו"עקרון השמרנות" אשר לעתים גורמים למאזנים לא לשקף בצורה נכונה את שוויים הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות.

**שיטת ההשוואה לעסקאות דומות**

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של העסק נשוא ההערכה, או של עסקים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה תוך פרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה.

כדי להשוות לעסקאות שנעשו בעסקים דומים, יש למצוא עסקאות הדומות מבחינת תחום הפעילות, המאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים.

**הערכת שווי בשיטת המכפיל**

שיטת המכפיל הינה יישום של שיטת ההשוואה.

ישנם מספר מכפילים מקובלים ביניהם, מכפיל ההכנסות, מכפיל רווח תפעולי, מכפיל רווח נקי, מכפיל תזרימי מזומנים וכדומה. השיטה מתאימה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי העסק אך לא להערכה מדויקת.

## אודות מעריכי השווי

חברת ס.ק.א ייעוץ כלכלי בע"מ מתמחה בליווי וייעוץ כלכלי-פיננסי לחברות ועסקים. החברה מציעה מגוון שירותים בתחומי הליווי והייעוץ הכלכלי הנדרשים על-ידי המגזר העסקי החל מניהול כספי שוטף, דרך ניתוחים ובניית מודלים כלכליים תומכי החלטות, הערכות שווי, ועד ליווי תהליכי מיזוג ורכישה.

**המחלקה הכלכלית:** המחלקה מתמחה בייעוץ עסקי, תמיכה והובלת עסקאות, ביצוע הערכות שווי ובדיקות נאותות, תהליכי גיוסי הון, עריכת תוכניות עסקיות וחומר נלווה למשקיעים, הערכות שווי לצרכים שונים חשבונאיים/מיסויים/אישיים, חוות דעת מומחה לבית המשפט, בניית מודלים ובדיקות כלכליות ועוד.

**המחלקה לליווי עסקאות:** מחלקה זו מתמחה בהובלה וליווי עסקאות למטרות מגוונות, לרבות בחינת שותפים אסטרטגיים, רכישות, מיזוגים, מכירות ועוד (Lead Advisory), ייעוץ בגיבוש מודל עסקי והשתתפות בניהול מו"מ, עד לסגירת העסקה. השירותים ניתנים למגוון רחב של סוגי החברות, החל מחברות הזנק בגיוסי הון ועד לעסקאות M&A בחברות בוגרות.

## נספח ה'

### עדכון הערכת שווי הלוואה והשקעה ליום 30 ביוני 2022

#### תחנת הכוח חגית

ביום 1 ביוני 2022 השלימה החברה את השקעתה בתחנת הכוח חגית (להלן – "חגית") בדרך של מתן הלוואות (הלוואה המירה ולא המירה) לשותפות אשר רכשה 50% מהזכויות בשותפות שמחזיקה בתחנת הכוח.

ליום 30 ביוני 2022 הציגה החברה את ההלוואות כלהלן:

1. הלוואה המירה בסך של כ- 54 מיליון ש"ח, בהתאם לעלות אשר מייצגת את שווייה ההוגן למועד זה.
2. ההלוואה לא המירה בסך של כ- 54 מיליון ש"ח, בהתאם לסכום שהועמד בפועל אשר מייצג את שווייה ההוגן למועד זה.

סך שווי ההלוואות ליום 30.6.2022 הינו 107,596 אלפי ש"ח.

אני נותנת בזאת את הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח ליום 30 ביוני 2022 של החברה.

---

רחל סגל  
סמנכ"ל בספים  
קיסטון ריט בע"מ

---

תאריך





Keystone

קיסטון ריט בע"מ

מידע כספי לתקופת ביניים  
(בלתי מבוקר)

30 ביוני 2022



קיסטון ריט בע"מ  
מידע כספי לתקופת ביניים  
(בלתי מבוקר)

30 ביוני 2022

## תוכן העניינים

עמוד	
2	דוח סקירה של רואה החשבון המבקר דוחות כספיים תמציתיים - בשקלים חדשים (ש"ח):
3	דוח תמציתי על המצב הכספי
4	דוח תמציתי על הרווח (ההפסד) הכולל
5-6	דוח תמציתי על השינויים בהון
7-8	דוח תמציתי על תזרימי המזומנים
9-24	ביאורי הסבר נבחרים לדוחות הכספיים התמציתיים



## דוח סקירה של רואה החשבון המבקר לבעלי המניות של קיסטון ריט בע"מ

### מבוא

סקרנו את המידע הכספי המצורף של קיסטון ריט בע"מ (להלן - החברה), הכולל את הדוח התמציתי על המצב הכספי ליום 30 ביוני 2022 ואת הדוחות התמציתיים על הרווח (ההפסד) הכולל, השינויים בהון ותזרימי המזומנים לתקופות של שישה ושלושה חודשים שהסתיימו באותו תאריך. הדירקטוריון והנהלה אחראים לעריכה ולהצגה של מידע כספי לתקופות ביניים זו בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS 34 "דיווח כספי לתקופות ביניים", וכן הם אחראים לעריכת מידע כספי לתקופות ביניים אלה לפי פרק ד' של תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. אחריותנו היא להביע מסקנה על המידע הכספי לתקופות ביניים אלה בהתבסס על סקירתנו.

### היקף הסקירה

ערכנו את סקירתנו בהתאם לתקן סקירה (ישראל) 2410 של לשכת רואי חשבון בישראל בדבר "סקירה של מידע כספי לתקופות ביניים הנערכת על ידי רואה החשבון המבקר של הישות". סקירה של מידע כספי לתקופות ביניים מורכבת מבירורים, בעיקר עם האנשים האחראים לעניינים הכספיים והחשבונאיים, ומיישום נהלי סקירה אנליטיים ואחרים. סקירה הינה מצומצמת בהיקפה במידה ניכרת מאשר ביקורת הנערכת בהתאם לתקני ביקורת מקובלים בישראל ולפיכך אינה מאפשרת לנו להשיג ביטחון שניוודע לכל העניינים המשמעותיים שהיו יכולים להיות מזוהים בביקורת. בהתאם לכך, אין אנו מחוויים חוות דעת של ביקורת.

### מסקנה

בהתבסס על סקירתנו, לא בא לתשומת ליבנו דבר הגורם לנו לסבור שהמידע הכספי הנ"ל אינו ערוך, מכל הבחינות המהותיות, בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS 34.

בנוסף לאמור בפיסקה הקודמת, בהתבסס על סקירתנו, לא בא לתשומת ליבנו דבר הגורם לנו לסבור שהמידע הכספי הנ"ל אינו ממלא, מכל הבחינות המהותיות, אחר הוראות הגילוי לפי פרק ד' של תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל - 1970.

קסלמן וקסלמן  
רואי חשבון

תל אביב,  
31 באוגוסט 2022

פירמה חברה ב-PricewaterhouseCoopers International Limited



31 באוגוסט 2022

לכבוד:  
הדירקטוריון של קיסטון ריט בע"מ

אריאל שרון 4, גבעתיים

א.ג.ב

הנדון: מכתב הסכמה בקשר לתשקיף מדף של חברת קיסטון ריט בע"מ (להלן- החברה) מחודש מאי 2021

---

הננו להודיעכם כי אנו מסכימים להכללה (לרבות בדרך של הפנייה) של הדוחות שלנו המפורטים להלן בדוחות הצעת מדף בקשר לתשקיף המדף מחודש מאי 2021:

דוח רואה החשבון המבקר מיום 31 באוגוסט 2022 על הדוחות הכספיים של החברה ליום 30 ביוני 2022.

בברכה,

קסלמן וקסלמן  
רואי חשבון

פירמה חברה ב- PricewaterhouseCoopers International Limited



קיסטון ריט בע"מ - דוח תמציתי על המצב הכספי

31 בדצמבר	30 ביוני		ביאור	
2021 (מבוקר)	2021	2022		
	(בלתי מבוקר)			
	אלפי ש"ח			
<b>נכסים</b>				
<b>נכסים שוטפים</b>				
536,746	86,131	150,703		מזומנים ושווי מזומנים
29,678	4,262	30,791		פיקדון משועבד
1,582	1,450	2,927		חייבים ויתרות חובה
7,280	7,438	5,110	א'4	חלות שוטפת וריבית לקבל בגין הלוואות לחברות מוחזקות
<u>575,286</u>	<u>99,281</u>	<u>189,531</u>		
<b>נכסים לא שוטפים</b>				
930,472	648,462	1,784,054	א'4	השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות
74	512	-		חייבים ויתרות חובה
28	31	23		רכוש קבוע, נטו
<u>930,574</u>	<u>649,005</u>	<u>1,784,077</u>		
<b>1,505,860</b>	<b>748,286</b>	<b>1,973,608</b>		<b>סך הנכסים</b>
<b>התחייבויות והון</b>				
<b>התחייבויות שוטפות</b>				
-	24,700	-		חלות שוטפת של הלוואה מתאגיד בנקאי
-	-	1,361		חלויות שוטפות של אגרות חוב
6,505	9,804	10,016		זכאים ויתרות זכות
<u>6,505</u>	<u>34,504</u>	<u>11,377</u>		
<b>התחייבויות לא שוטפות</b>				
-	92,300	350,000	ג'6	הלוואה מגוף מוסדי (ש"ק - תאגיד בנקאי)
458,896	-	471,227		אגרות חוב
6,771	6,772	6,771		זכאים ויתרות זכות
22,308	5,109	57,603		מיסים נדחים
<u>487,975</u>	<u>104,181</u>	<u>885,601</u>		
<u>494,480</u>	<u>138,685</u>	<u>896,978</u>		<b>סך התחייבויות</b>
<b>הון</b>				
919,172	581,080	919,172		הון מניות
11,148	-	11,148		תקבולים על חשבון אופציות
11,652	7,659	11,652		קרן הון תשלום מבוסס מניות
69,408	20,862	134,658		עודפים
<u>1,011,380</u>	<u>609,601</u>	<u>1,076,630</u>		
<b>1,505,860</b>	<b>748,286</b>	<b>1,973,608</b>		<b>סך התחייבויות והון</b>

תאריך אישור הדוחות הכספיים על ידי דירקטוריון החברה: 31 באוגוסט 2022

רחל סגל  
סמנכ"ל כספים

נבות בר  
מנכ"ל

אהרון בירם  
יו"ר הדירקטוריון

קיסטון ריט בע"מ - דוח תמציתי על הרווח (ההפסד) הכולל

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום		6 חודשים שהסתיימו ביום		ביאור
	30 ביוני		30 ביוני		
	2021	2022	2021	2022	
	(בלתי מבוקר)		(בלתי מבוקר)		
	אלפי ש"ח				
49,900	(1,522)	85,570	(2,485)	57,857	<b>הכנסות</b>
55,001	15,000	79,059	25,285	116,617	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בחברות מוחזקות הנמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (*)
826	178	221	388	429	הכנסות אחרות
<b>105,727</b>	<b>13,656</b>	<b>164,850</b>	<b>23,188</b>	<b>174,903</b>	<b>סה"כ הכנסות</b>
5,276	1,417	4,157	1,628	6,167	<b>הוצאות תפעוליות</b>
6,789	2,796	-	2,796	-	דמי ניהול הוצאות תשלום מבוסס מניות עלויות עסקה בגין רכישת חברות מוחזקות (בעיקר שירותים מקצועיים)
3,280	344	4,897	999	7,926	הוצאות תפעוליות אחרות
2,341	253	1,142	771	2,067	
<b>17,686</b>	<b>4,810</b>	<b>10,196</b>	<b>6,194</b>	<b>16,160</b>	<b>סה"כ הוצאות</b>
88,041	8,846	154,654	16,994	158,743	<b>רווח מפעולות רגילות</b>
117	6	115	6	191	הכנסות מימון
(8,263)	(1,521)	(11,884)	(2,850)	(18,389)	הוצאות מימון
<b>79,895</b>	<b>7,331</b>	<b>142,885</b>	<b>14,150</b>	<b>140,545</b>	רווח לפני מיסים על ההכנסה מיסים על ההכנסה - נדחים
17,399	722	33,833	200	35,295	
<b>62,496</b>	<b>6,609</b>	<b>109,052</b>	<b>13,950</b>	<b>105,250</b>	<b>סה"כ רווח כולל מיוחס לבעלי מניות החברה</b>
<u>1.15</u>	<u>0.16</u>	<u>1.2</u>	<u>0.33</u>	<u>1.1</u>	רווח למניה בסיסי המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)
<u>1.15</u>	<u>0.14</u>	<u>1.2</u>	<u>0.30</u>	<u>1.1</u>	רווח למניה מדולל המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)

(\*) סווג מחדש

הביאורים המצורפים מהווים חלק בלתי נפרד מהדוחות הכספיים

קיסטון ריט בע"מ - דוח תמציתי על השינויים בהון

מיוחס לבעלי מניות החברה

סה"כ הון	עודפים	תקבולים על חשבון אופציות אלפי ש"ח	קרן הון תשלום מבוסס מניות	הון מניות	
1,011,380	69,408	11,148	11,652	919,172	יתרה ליום 1 בינואר 2022 (מבוקר)
105,250	105,250	-	-	-	רווח לתקופה
(40,000)	(40,000)	-	-	-	דיבידנד

<b>1,076,630</b>	<b>134,658</b>	<b>11,148</b>	<b>11,652</b>	<b>919,172</b>	<b>יתרה ליום 30 ביוני 2022 (בלתי מבוקר)</b>
------------------	----------------	---------------	---------------	----------------	---

374,155	6,912	-	4,863	362,380	יתרה ליום 1 בינואר 2021 (מבוקר)
218,700	-	-	-	218,700	הנפקת הון
2,796	-	-	2,796	-	תשלום מבוסס מניות
13,950	13,950	-	-	-	רווח לשנה

<b>609,601</b>	<b>20,862</b>	<b>-</b>	<b>7,659</b>	<b>581,080</b>	<b>יתרה ליום 30 ביוני 2021 (בלתי מבוקר)</b>
----------------	---------------	----------	--------------	----------------	---

מיוחס לבעלי מניות החברה

סה"כ הון	עודפים	קרן הון תשלום מבוסס מניות	תקבולים על חשבון מניות	תקבולים על חשבון אופציות	הון מניות	
967,578	25,606	11,652	-	11,148	919,172	יתרה ליום 1 באפריל 2022 (בלתי מבוקר)
109,052	109,052	-	-	-	-	רווח לתקופה

<b>1,076,630</b>	<b>134,658</b>	<b>11,652</b>	<b>-</b>	<b>11,148</b>	<b>919,172</b>	<b>יתרה ליום 30 ביוני 2022 (בלתי מבוקר)</b>
------------------	----------------	---------------	----------	---------------	----------------	---

403,232	14,253	4,863	21,736	-	362,380	יתרה ליום 1 באפריל 2021 (בלתי מבוקר)
196,964	-	-	(21,736)	-	218,700	הנפקת הון
2,796	-	2,796	-	-	-	תשלום מבוסס מניות
6,609	6,609	-	-	-	-	רווח לתקופה

<b>609,601</b>	<b>20,862</b>	<b>7,659</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>581,080</b>	<b>יתרה ליום 30 ביוני 2021 (בלתי מבוקר)</b>
----------------	---------------	--------------	----------	----------	----------------	---

הביאורים המצורפים מהווים חלק בלתי נפרד מהדוחות הכספיים

קיסטון ריט בע"מ - דוח תמציתי על השינויים בהון

מיוחס לבעלי מניות החברה					
הון מניות	אופציות	תקבולים על חשבון	קרן הון תשלום מבוסס מניות	אלפי ש"ח	
362,380	-	4,863	6,912	374,155	יתרה ליום 1 בינואר 2021 (מבוקר)
556,792	-	-	-	556,792	הנפקת הון
-	-	6,789	-	6,789	תשלום מבוסס מניות
-	11,148	-	-	11,148	תקבולים על חשבון אופציות
-	-	-	62,496	62,496	רווח לשנה
<b>919,172</b>	<b>11,148</b>	<b>11,652</b>	<b>69,408</b>	<b>1,011,380</b>	<b>יתרה ליום 31 בדצמבר 2021</b>

הביאורים המצורפים מהווים חלק בלתי נפרד מהדוחות הכספיים

קיסטון ריט בע"מ - דוח תמציתי על תזרימי המזומנים

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום		6 חודשים שהסתיימו ביום	
	30 ביוני		30 ביוני	
	2021	2022	2021	2022
(מבוקר)	(בלתי מבוקר)		(בלתי מבוקר)	
	אלפי ש"ח			

תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת

62,496	6,609	109,052	13,950	105,250
--------	-------	---------	--------	---------

רווח לתקופה

התאמות הדרושות להצגת תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת:

8	-	4	5	7
17,399	722	33,833	200	35,295
(49,900)	1,522	(85,570)	2,485	(57,857)
(55,001)	(15,000)	(79,059)	(25,285)	(116,617)
6,789	2,796	-	2,796	-
8,146	1,515	11,769	2,844	18,198
(72,559)	(8,445)	(119,023)	(16,955)	(120,974)
648	(397)	2,489	342	(1,271)
(2,409)	(5,411)	1,641	(4,732)	1,036
(1,761)	(5,808)	4,130	(4,390)	(235)

התאמות לסעיפי רווח והפסד -

פחת והפחתות

מיסים נדחים על ההכנסה

שינוי בשווי הוגן של השקעות בחברות מוחזקות

הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (\*)

הוצאות בגין תשלום מבוסס מניות

הוצאות מימון, נטו

שינויים בסעיפי נכסים והתחייבויות של החברה -

קיטון (גידול) בחייבים ויתרות חובה

גידול (קיטון) בזכאים ויתרות זכות

מזומנים ששולמו והתקבלו במשך התקופה בחברה עבור:

(5,444)	(2,377)	(3,746)	(2,377)	(3,746)
55,001	15,000	79,059	25,285	116,617
49,557	12,623	75,313	22,908	112,871
37,733	4,979	69,472	15,513	96,912

ריבית ששולמה

דיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות שהתקבלו (\*)

מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת

(\*) סווג מחדש

קיסטון ריט בע"מ - דוח תמציתי על תזרימי המזומנים

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2021 (מבוקר)	3 חודשים שהסתיימו ביום		6 חודשים שהסתיימו ביום	
	30 ביוני		30 ביוני	
	2021	2022	2021	2022
	(בלתי מבוקר)		(בלתי מבוקר)	

אלפי ש"ח

**תזרימי מזומנים מפעילות השקעה**

(495,257)	(96,573)	(368,984)	(104,243)	(791,840)
153,611	-	-	-	-
(25,427)	(3,011)	6,367	-	(1,113)
(36)	(18)	(2)	(36)	(2)
<u>(367,109)</u>	<u>(99,602)</u>	<u>(362,619)</u>	<u>(104,279)</u>	<u>(792,955)</u>

רכישת חברות מוחזקות נטו  
מכירת חברות מוחזקות נטו  
פרעון (הפקדת) פיקדונות בתאגיד בנקאי  
רכישת רכוש קבוע

מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה

**תזרימי מזומנים מפעילות מימון**

510,650	172,558	-	172,558	-
464,400	-	-	-	-
(9,534)	(4,119)	-	(4,119)	-
11,148	-	-	-	-
-	(21,736)	-	-	-
448,750	-	-	-	-
(448,750)	-	-	-	-
20,000	-	350,000	-	350,000
-	-	(40,000)	-	(40,000)
<u>(150,000)</u>	<u>(13,000)</u>	<u>-</u>	<u>(13,000)</u>	<u>-</u>
<u>846,664</u>	<u>133,703</u>	<u>310,000</u>	<u>155,439</u>	<u>310,000</u>

תמורה מהנפקת מניות  
תמורה מהנפקת אגרות חוב  
הוצאות הנפקה  
תקבולים על חשבון אופציות  
תקבולים על חשבון מניות  
קבלת הלוואות לזמן קצר מתאגיד בנקאי  
פרעון הלוואות לזמן קצר מתאגיד בנקאי  
קבלת הלוואות לזמן ארוך מגוף מוסדי (ש"ק מתאגיד בנקאי)  
דיבידנד ששולם  
פרעון הלוואות לזמן ארוך מתאגיד בנקאי  
מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון

**גידול (קיטון) במזומנים ושווי מזומנים**

517,288	39,080	16,853	66,673	(386,043)
<u>19,458</u>	<u>47,051</u>	<u>133,850</u>	<u>19,458</u>	<u>536,746</u>

**יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת תקופה**

<b>536,746</b>	<b>86,131</b>	<b>150,703</b>	<b>86,131</b>	<b>150,703</b>
----------------	---------------	----------------	---------------	----------------

**יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף התקופה**

מידע בדבר פעילות השקעה שאינה כרוכה בתזרימי מזומנים:

5,283	13,217	1,115	13,217	1,713
<u>50,261</u>	<u>50,261</u>	<u>-</u>	<u>50,261</u>	<u>-</u>

התחייבות בקשר עם השקעות הנפקת הון

הביאורים המצורפים מהווים חלק בלתי נפרד מהדוחות הכספיים

## ביאור 1 - כללי

### א. החברה ותחומי הפעילות

קיסטון ריט בע"מ (להלן – "החברה" או "הקרן") התאגדה בישראל ביום 18 בפברואר 2019 במטרה לשמש כקרן סחירה להשקעה בתשתיות והחלה את פעילותה באותו מועד. כתובת משרדה הרשום של החברה הינו אריאל שרון 4, גבעתיים.

בחודש מאי 2021 פרסמה החברה תשקיף הנפקה ראשונה לציבור יחד עם תשקיף רישום למסחר ותשקיף מדף וביום 1 ביוני 2021 נרשמו מניות החברה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ והיא הפכה לחברה ציבורית.

מטרתה העיקרית של הקרן הינה להשיא תשואה למשקיעים באמצעות השקעה בנכסי תשתית, תוך חתירה לפיזור הסיכון באמצעות השקעה במגוון נכסים ותחומים בתחום התשתיות בישראל. יעדי הקרן הינם להשיא למשקיעים תשואה מעליית ערך ומחלוקת דיבידנד.

החברה הוקמה על רקע המלצות הוועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות (להלן - "הוועדה"), שהשתתפו בה נציגי רשויות ממשלתיות שונות לרבות רשות המיסים, רשות ניירות ערך והחשב הכללי במשרד האוצר. הוועדה הוקמה על מנת לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים שיש בהם כדי לעודד הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, במטרה להגדיל את מקורות המימון העומדים לטובת פרויקטים בתחום התשתיות בישראל, להפחית את עלויות האשראי וההון שלהם ולתרום ליכולת המדינה להוציא לפועל פרויקטים בעלי חשיבות לאומית. בנוסף, לפתוח בפני הציבור אפיק השקעה חדש ולאפשר לו להיות שותף ישיר בהשקעה בפרויקטים אלו.

בהתאם לדוח הסופי של הוועדה שהתפרסם ביוני 2019 (להלן - "דוח הוועדה"), השקעות החברה בתחום התשתית יהיו מוגבלות לתחומים הבאים:

1. **מים** - הפקה, טיהור וטיוב מים, הובלת וחלוקת מים ומי קולחין, התפלה, טיהור שפכים ואיסוף, מיון, הובלה, מחזור וטיפול (למעט הטמנה) בפסולת;
2. **תקשורת** - הקמה והפעלה של תשתיות טלפוניה, אינטרנט רט"ן, כבלים, לוויין והפצת שידורים;
3. **תחבורה** - הקמה והפעלה של כבישים, הסעת המונים והיסעים, נמלי ים, נמלי תעופה וחניונים הנלווים לכל אחד מאלה;
4. **אנרגיה** - ייצור חשמל, זיקוק מוצרי דלק, הקמת והפעלת תשתיות הולכה וחלוקה של חשמל, מוצרי דלק וגז טבעי ומתקני אחסון של מוצרי דלק וגז טבעי;
5. **פרויקטי תשתית המבוצעים במסגרת הסכם שיתוף פעולה בין המדינה והמגזר הפרטי PPP (Public Private Partnership);** ו-1
6. כל תחום אחר ששר האוצר יגדיר כתשתית לצורך ביצוע השקעות כאמור.

בנוסף, על פי המלצות הוועדה, הקרנות ייהנו ממשטר מס מיוחד, ראו ביאור 10' לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2021. הוועדה פרסמה את המלצותיה הסופיות בחודש יוני 2019, אך טרם הוסדרה חקיקה המעגנת את המלצות האמורות.

החברה מוגדרת כישות השקעה בהתאם ל-IFRS 10 ובהתאם מודדת את השקעותיה לפי שווי הוגן. ליתר פרטים ראו ביאור 2 לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2021.

החברה התקשרה עם חברת ניהול בהסכם לשירותי ניהול, כאשר דמי הניהול המשולמים לחברת הניהול מחושבים על בסיס השווי ההוגן של נכסי החברה. בנוסף, זכאית חברת הניהול לאופציות בהיקף של 5% מסך המניות אשר מוקצות בכל הנפקה, במחיר מימוש השווה למחיר הנפקה. לפרטים ראו ביאור 11' לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2021.

לאור המנגנונים הקבועים כיום בהסכם בין החברה לבין חברת הניהול, חברת הניהול ובעלי השליטה בה - ה"ה גיל ואסתר דויטש, אהרן נפתלי בירם ונבות בר, נחשבים לבעלי שליטה בחברה.

יצוין כי כל עוד חברת הניהול תחשב לבעלת שליטה בחברה, ההסכם עם חברת הניהול יאושר מעת לעת לפי הדין, לרבות בהתאם להוראות הפרק החמישי לחוק החברות והתקנות מכוחו.

## קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

### ביאור 1 - כללי (המשך):

#### ב. בדוחות כספיים אלו:

החברה/הקרבן	קיסטון ריט בע"מ.
בעל עניין	כמשמעותו בפסקה 1 להגדרת בעל עניין בתאגיד בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ה - 1968.
צדדים קשורים	כהגדרתם ב- IAS 24.
חברת הניהול	נ.ק. קיסטון בע"מ.
השקעות בחברות מוחזקות	השקעות בחברות מוחזקות נמדדות בשווי הוגן דרך רוח והפסד בהתאם ל- IFRS 10.

### ביאור 2 - בסיס העריכה של הדוחות הכספיים התמציתיים:

#### א. המידע הכספי לתקופת הביניים הינו סקור ואינו מבוקר

המידע הכספי התמציתי של החברה ליום 30 ביוני 2022 ולתקופה של 6 ו-3 חודשים שהסתיימה באותו תאריך (להלן - "המידע הכספי לתקופת הביניים") נערך בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 34 "דיווח כספי לתקופות ביניים" (להלן - "IAS 34"), המידע הכספי לתקופת הביניים אינו כולל את כל המידע והגילויים הנדרשים במסגרת הדוחות הכספיים השנתיים. יש לעיין במידע הכספי לתקופת הביניים ביחד עם הדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2021 והביאורים אשר נלוו אליהם, אשר מצייתים לתקני הדיווח הכספי הבינלאומיים (INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS), שהם תקנים ופרשנויות אשר פורסמו על ידי המוסד הבינלאומי לתקינה בחשבונאות (INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD) (להלן - "תקני ה-IFRS") וכוללים את הגילוי הנוסף הנדרש בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע – 2010.

#### ב. אומדנים

עריכת דוחות כספיים ביניים, דורשת מהנהלת החברה להפעיל שיקול דעת וכן דורשת שימוש באומדנים חשבונאיים והנחות, אשר משפיעים על יישום מדיניות החשבונאית של החברה ועל סכומי הנכסים, ההתחייבויות, ההכנסות וההוצאות המדווחים. התוצאות בפועל עשויות להיות שונות מאומדנים אלו.

בעריכת הדוחות הכספיים ביניים אלה, שיקולי הדעת המשמעותיים (SIGNIFICANT) אשר הופעלו על ידי ההנהלה ביישום המדיניות החשבונאית של החברה ואי הוודאות הכרוכה במקורות המפתח של האומדנים, היו זהים לאלו שבדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2021.

### ביאור 3 – עיקרי המדיניות החשבונאית:

עיקרי המדיניות החשבונאית ושיטות החישוב, אשר יושמו בעריכת המידע הכספי לתקופת הביניים, הינם עקביים עם אלו ששימשו בעריכת הדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2021.



קיסטון ריט בע"מ – ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

**ביאור 4 – השקעות בחברות:**

א. הרכב ההשקעות בחברות:

יתרה ליום 30 ביוני 2022					
שם החברה	סעיף בביאור	סכום השקעה מקורי	אלפי ש"ח		שיעור ההחזקה
			שווי הוגן	מדרג השווי ההוגן	
חברות המפעיל	1	69,247	76,950	רמה 3	21.3%
מתקן התפלה אשקלון	1	218,660	208,442	רמה 3	50%
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה המירה לזכויות בשיעור של כ- 33% משותפות שמחזיקה 50% בתחנת כוח רמת חובב	2 ו- ג' 1	102,417	331,275	רמה 3	-
תחנת כוח רמת חובב - הלוואה לא המירה	2 ו- ג' 1	72,224	62,163	רמה 3	-
סינטוריון	3	24,469	24,469	רמה 3	30%
סאנפלאאר השקעות מתחדשות	4	151,399	118,940	רמה 1	45.2%
תחנת כוח IPM באר טוביה	2 ו- ג' 2	582,325	517,695	רמה 3	32.08%
גיי.פי גלובל	4	22,309	36,193	רמה 1	10.6%
השקעה ב Eranovum	ג' 3	41,254	41,254	רמה 3	30%
תחנת כוח חגית – הלוואה המירה לזכויות בשיעור של כ- 33% משותפות שמחזיקה 50% בתחנת כוח חגית	ג' 4	53,733	53,733	רמה 3	-
תחנת כוח חגית - הלוואה לא המירה	ג' 4	53,863	52,540	רמה 3	-
מקדמה על חשבון השקעה באגד	ג' 5	260,400	260,400	רמה 3	48%
סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות בנכסים הלא שוטפים		1,652,300	1,784,054		
תחנות הכוח רמת חובב וחגית - חלויות שוטפות של הלוואות לא המירות			5,110		
סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות		1,652,300	1,789,164		

קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

**ביאור 4 - השקעות בחברות (המשך):**

- (1) ליום 30 ביוני 2022, עודכן שווי ההוגן של ההשקעות, בגין התקופה שעברה ממועד הערכות השווי ליום 31 בדצמבר 2021, שבוצעו על ידי מערכי שווי חיצוניים, ועד מועד הדוחות הכספיים על בסיס התשואה הצפויה לבעלים (כפי שנקבעה בהערכת השווי החיצונית) בניכוי דיבידנד, החזרי הלוואות וריבית שהתקבלו בתקופה.
- (2) ליום 30 ביוני 2022, עודכן שווי ההוגן של ההשקעות בהתאם להערכת שווי שבוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני, ראה סעיף ג' להלן.
- (3) שווי ההוגן של ההשקעה הינו בהתאם להתקדמות אבני דרך שנקבעו בהסכם, החברה רושמת התחייבות בגין אבני הדרך שטרם שולמו שכנגדה הכירה בנכס, ההתחייבות חושבה בהתאם לשקלול ההסתברויות לביצוע התשלום על חשבון אבני הדרך כאשר השווי נמדד בהתאם לרמה 3 במדרג חישוב השווי. ההתחייבות בסך של כ- 7 מיליון ש"ח כלולה בהתחייבויות לזמן קצר של החברה שכן על פי הערכת החברה בהתבסס על תחזיות סינטוריון מלוא התמורה צפויה להיות משולמת בתוך 12 חודשים ממועד הדוח.
- (4) שווי ההוגן של ההשקעה נקבע בהתאם למחיר המניה המצוטט בבורסה.

יתרה ליום 30 ביוני 2021				שם החברה
שיעור ההחזקה	מדרג השווי ההוגן	שווי הוגן	סכום השקעה מקורי	
אלפי ש"ח				
21.33%	רמה 3	81,082	69,246	חברות המפעיל
50.0%	רמה 3	212,915	218,660	מתקן התפלה אשקלון
				תחנת כוח רמת חובב –
				הלוואה המירה לזכויות בשיעור
-	רמה 3	108,402	102,427	של כ- 33% משותפות
				שמחזיקה 50% בתחנת כוח
				רמת חובב
				תחנת כוח רמת חובב - הלוואה
-	רמה 3	68,203	72,224	לא המירה
25.0%	רמה 3	16,938	16,938	סינטוריון
45.01%	רמה 1	160,922	150,784	סאנפלאאר השקעות
				מתחדשות
		<b>648,462</b>	<b>630,279</b>	סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות בנכסים הלא שוטפים
		<u>7,438</u>		תחנת הכוח רמת חובב - חלות שוטפת של הלוואה לא המירה
		<b>655,900</b>		סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות

קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

#### ביאור 4 - השקעות בחברות (המשך):

יתרה ליום 31 בדצמבר 2021				שם החברה
שיעור ההחזקה	מדרג השווי ההוגן	שווי הוגן	סכום השקעה מקורי	
אלפי ש"ח				
21.33%	רמה 3	86,000	69,247	חברות המפעיל
50.0%	רמה 3	217,500	218,660	מתקן התפלה אשקלון
-	רמה 3	176,902	102,417	תחנת כוח רמת חובב – הלוואה המירה לזכויות בשיעור של כ- 33% משותפות שמחזיקה 50% בתחנת כוח רמת חובב
-	רמה 3	66,442	72,224	תחנת כוח רמת חובב - הלוואה לא המירה
30.0%	רמה 3	20,056	20,056	סינטוריון
45.23%	רמה 1	132,086	151,399	סאנפלאואר השקעות מתחדשות
-	רמה 3	203,424	203,424	תחנת כוח IPM באר טוביה
10.59%	רמה 1	28,062	22,309	גיי.פי גלובל
		<b>930,472</b>	<b>859,736</b>	סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות בנכסים הלא שוטפים
		<u>7,280</u>		תחנת הכוח רמת חובב - חלות שוטפת של הלוואה לא המירה
		<b>937,752</b>	<b>859,736</b>	סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות

**ביאור 4 - השקעות בחברות (המשך):**

**ב. הרכב הכנסות מההשקעות בחברות:**

6 חודשים שהסתיימו ביום				
30 ביוני 2022				
שם החברה	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (*)	הכנסות אחרות	סה"כ	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות
				אלפי ש"ח
חברות המפעיל	12,894	429	4,272	(9,051)
מתקן התפלה אשקלון	14,000	-	4,942	(9,058)
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה המירה	22,858	-	177,231	154,373
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה לא המירה	10,851	-	3,078	(7,773)
סאנפלאואר השקעות מתחדשות	-	-	(13,146)	(13,146)
גיי.פי גלובל	-	-	8,131	8,131
תחנת כוח IPM באר טוביה	56,014	-	(9,605)	(65,619)
<b>סה"כ</b>	<b>116,617</b>	<b>429</b>	<b>174,903</b>	<b>57,857</b>

6 חודשים שהסתיימו ביום				
30 ביוני 2021				
שם החברה	הכנסות מדיבידנד	הכנסות אחרות	סה"כ	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות
				אלפי ש"ח
חברות המפעיל	10,285	388	3,355	(7,318)
מתקן התפלה אשקלון	15,000	-	7,065	(7,935)
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה המירה למניות	-	-	5,985	5,985
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה לא המירה	-	-	3,416	3,416
סאנפלאואר השקעות מתחדשות	-	-	3,367	3,367
<b>סה"כ</b>	<b>25,285</b>	<b>388</b>	<b>23,188</b>	<b>(2,485)</b>

(\*) סווג מחדש

קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

ביאור 4 - השקעות בחברות (המשך):

3 חודשים שהסתיימו ביום				
30 ביוני 2022				
שם החברה	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (*)	הכנסות אחרות	סה"כ
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח		
חברות המפעיל	(10,951)	12,894	221	2,164
מתקן התפלה אשקלון	2,404	-	-	2,404
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה המירה	150,516	22,858	-	173,374
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה לא המירה	(8,962)	10,851	-	1,889
סאנפלאאר השקעות מתחדשות	(5,887)	-	-	(5,887)
גיי.פי גלובל	7,530	-	-	7,530
תחנת כוח IPM באר טוביה	(49,080)	32,456	-	(16,624)
<b>סה"כ</b>	<b>85,570</b>	<b>79,059</b>	<b>221</b>	<b>164,850</b>

3 חודשים שהסתיימו ביום				
30 ביוני 2021				
שם החברה	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	הכנסות מדיבידנד	הכנסות מימון (ריבית) והעמדת ערבות)	סה"כ
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח		
חברות המפעיל	1,406	-	178	1,584
מתקן התפלה אשקלון	(11,440)	15,000	-	3,560
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה המירה למניות	3,035	-	-	3,035
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה לא המירה	2,110	-	-	2,110
סאנפלאאר השקעות מתחדשות	3,367	-	-	3,367
<b>סה"כ</b>	<b>(1,522)</b>	<b>15,000</b>	<b>178</b>	<b>13,656</b>

(\*) סווג מחדש

**ביאור 4 - השקעות בחברות (המשך):**

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2021				
שם החברה	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (*)	הכנסות מימון (ריבית והעמדת ערבות)	סה"כ
חברות המפעיל	(2,400)	10,285	826	8,711
מתקן התפלה אשקלון	(3,350)	29,000	-	25,650
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה המירה	74,485	9,147	-	83,632
תחנת כוח רמת חובב – הלוואה לא המירה	1,498	6,569	-	8,067
סאנפלאואר השקעות מתחדשות (**)	(26,086)	-	-	(26,086)
גיי.פי גלובל	5,753	-	-	5,753
<b>סה"כ</b>	<b>49,900</b>	<b>55,001</b>	<b>826</b>	<b>105,727</b>

(\*) סווג מחדש

(\*\*) כולל הפרשה בגין תוספת תמורה בסך 6.8 מיליון ש"ח כמפורט בסעיף ג'5 לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2021

**ג. מידע נוסף על השקעות בתקופת הדוח:**

**1. השקעה בתחנת כוח רמת חובב – הלוואה המירה והלוואה לא המירה**

א. הערכת שווי בתקופת הדוח:

ליום 30 ביוני 2022, ביצעה החברה הערכת שווי לאמידת שווייה ההוגן של ההשקעה ברמת חובב. הערכת השווי בוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני בלתי תלוי ממשד BDO Consulting Group, שהוא בעל כישורים מקצועיים מוכרים וניסיון רב בתחום התשתיות. הערכת השווי ליום 30 ביוני 2022 לרכיב הלוואה המירה בוצעה בשיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלים (Free Cash Flow to Equity – FCFE). הערכת השווי נסמכה על תחזית הנהלת החברה לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. תקופת ההפעלה שנלקחה לצורך הערכת השווי הינה בהתאם לתקופות הרישיון של היחידות השונות של תחנות הכוח שהן בין 15 ל-20 שנה ממועד הרכישה, כאשר בתום תקופת הפרויקט הונח כי בתחנה יישאר גרט. מחיר ההון העצמי (Ke) שנלקח לצורך הערכת השווי הינו 9.25%. גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ- 9.8 מיליון ש"ח, קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ- 10.4 מיליון ש"ח.

השווי ההוגן של הלוואה הלא המירה ליום 30 ביוני 2022 נאמד באמצעות היוון תזרימי המזומנים במקדם היוון נורמטיבי, בהתאם לדירוג המשתמע של הלוואה, לפי תנאי הלוואה נכון למועד הערכת השווי. מקדם ההיוון שנלקח לצורך הערכת השווי הינו 7.84%. גידול של 0.5% במקדם ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ- 0.8 מיליון ש"ח, קיטון של 0.5% במקדם ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ- 0.8 מיליון ש"ח.

הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של החברה ליום 30 ביוני 2022 כאשר בתקופת הדוח נרשם שינוי נטו חיובי בשווי ההוגן בסך של 146,600 אלפי ש"ח כאשר סך של 180,309 ש"ח נובע מהתאמת השווי ההוגן בהתאם להערכת השווי ו- 33,709 אלפי ש"ח כתוצאה מהתאמה בגין הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות.

## קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

### ביאור 4 - השקעות בחברות (המשך):

ב. שריפה בתחנת הכוח:

ביום 14 ביולי 2022 פרצה שרפה בתחנת הכוח רמת חובב אשר גרמה להשבתה של טורבינות 8 ו-9 (להלן: "התחנה"), הטורבינות מהוות יחידה של מחזור משולב בהספק נקוב כולל של כ-388 מגה-וואט, ומהוות 2 מתוך 9 טורבינות המותקנות בתחנה שהספקה הנקוב הכולל הוא כ-1,200 מגה-וואט. להערכת השותפות, כפי שנמסרה לחברה, משך ההשבתה המקסימלי של יחידות 8 ו-9 יעמוד על חודשים בודדים, כאשר במהלך ההשבתה, התחנה לא תהיה זכאית לקבלת תשלומי זמינות בגין יחידות 8 ו-9. עוד נמסר לחברה, כי שאר היחידות בתחנה זמינות למנהל המערכת וכשירות להפקת אנרגיה (בהתאם להנחיותיו). בהתבסס על הערכה שהתקבלה מיועצי הביטוח של השותפות, האירוע מכוסה בפוליסת ביטוח כל הסיכונים של התחנה, המכסה גם אובדן רווחים, בכפוף לתנאי הפוליסה ובכפוף להשתתפויות העצמיות. להערכת השותפות ובהתבסס על ההערכה שהתקבלה מיועצי הביטוח של השותפות, היקף הנזק (ישיר ועקיף) בו תישא השותפות, בהתחשב בכיסויי הביטוחיים, עלול להגיע לכדי כ-60 מיליון ש"ח ובהתאם, חלקה של החברה לכדי 9.8 מיליון ש"ח. השפעת השריפה על הערכת השווי של החברה, כמפורט בסעיף א' לעיל, אינה מהותית והשפעותיה נלקחו בחשבון בתחזית תזרים המזומנים.

### 2. השקעה בתחנת הכוח IPM בבאר טוביה

א. השלמת העסקה בתקופת הדוח:

אי.פי.אם. באר טוביה בע"מ מוחזקת על-ידי טריפל-מ ואיזראל פאואר מנגמנט 3000 בע"מ, ועוסקת במימון ותפעול של תחנת כוח בהספק מותקן של כ-451 מגה וואט במחזור משולב באזור התעשייה באר טוביה, שהפעלתה המסחרית החלה בחודש פברואר 2021.

ביום 10 בפברואר 2022, השלימה החברה רכישת החזקות (בעקיפין) באי. פי. אם. באר טוביה בע"מ (להלן – תחנת הכוח אי.פי.אם.) מלאומי פרטנרס, נוי 2 להשקעה בתשתיות ואנרגיה, שותפות מוגבלת (להלן – "נוי"), הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס אקסלנס פנסיה וגמל בע"מ (להלן – "הפניקס") בהתאם להסכם רכישה מיום 30 בספטמבר 2020. בנוסף רכשה החברה את מלוא זכויותיה של הפניקס בהלוואות המירות שהועמדו לג'י. פי. גלובל פאואר בע"מ (להלן – "גלובל") ולא.י.ה פאריז בע"מ אשר ניתנות להמרה בחלקן למניות שיהוו 10% מהון המניות המונפק והנפרע של אי.פי.אם החזקות בע"מ וכן את מלוא זכויותיה של הפניקס לקבלת החזר ההלוואה (להלן – "הלוואת הפניקס 1"). לפרטים אודות הסכמים עם הפניקס ועם לאומי פרטנרס ונוי, ראו ביאור 6 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2021.

לפרטים אודות הערבויות שהעמידה החברה במסגרת עסקאות הרכישה, ראו ביאור 11ב'3 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2021.

לאחר השלמת העסקאות הנ"ל, בחודשים אוקטובר 2021 ופברואר 2022, כולל המרת חלק מהלוואת הפניקס 1 ורכישה של מניות נוספות של גלובל בבורסה לניירות ערך, מחזיקה החברה (בעקיפין) בכ-34.3% מהון מניותיה המונפק והנפרע של תחנת הכוח אי.פי.אם. 32.08% מוחזקים באמצעות החזקה ב-50% מהון המניות המונפק והנפרע של אי.פי.אם החזקות בע"מ ובכ-12.69% מהון המניות המונפק והנפרע של טריפל-מ תחנות כוח בע"מ (הכל בדילול מלא) ו-2.22% נוספים מוחזקים באמצעות החזקה ב-10.66% מהון המניות המונפק והנפרע של גלובל.

ב. הערכת שווי בתקופת הדוח:

ליום 30 ביוני 2022, ביצעה החברה הערכת שווי לאמידת שוויה ההוגן של ההשקעה באי פי אם. הערכת השווי בוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני בלתי תלוי ממשרד S.C.A Economic Advisory Ltd., שהוא בעל כישורים מקצועיים מוכרים וניסיון רב בתחום התשתיות. הערכת השווי ליום 30 ביוני 2022 בוצעה בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). הערכת השווי נסמכה על תחזית הנהלת החברה לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות.

## קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

### ביאור 4 - השקעות בחברות (המשך):

תקופת ההפעלה שנלקחה לצורך הערכת השווי הינה 20 שנה וזאת בהתאם לתקופת הרישיון של תחנת הכוח, כאשר בתום תקופת הפרויקט הונח כי בתחנה יישאר גרט. שיעור ההיוון לבעלים (Re) שנלקח לצורך הערכת השווי הינו 9%. גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ- 17.2 מיליון ש"ח, קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ- 19.1 מיליון ש"ח.

השווי ההוגן של הלוואת הפניקס 1 ליום 30 ביוני 2022 נאמד באמצעות היוון תזרים המזומנים במקדם היוון נורמטיבי, בהתאם לדירוג המשתמע של הלוואה, לפי תנאי הלוואה במועד הערכת השווי. מקדם ההיוון שנלקח לצורך הערכת השווי הינו 5%. גידול של 0.5% במקדם ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ- 0.8 מיליון ש"ח, קיטון של 0.5% במקדם ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד ההערכה בכ- 0.9 מיליון ש"ח.

הערכת השווי (להשקעת החברה באי.פי.אם והלוואות הפניקס 1) מצורפת לדוחות הכספיים של החברה ליום 30 ביוני 2022 כאשר בתקופת הדוח נרשם שינוי נטו שלילי בשווי ההוגן בסך של 65,619 אלפי ש"ח כאשר סך של 9,605 אלפי ש"ח נובע מהתאמה שלילית של השווי ההוגן בהתאם להערכת השווי ובנוסף 56,014 אלפי ש"ח נובעים כתוצאה מהתאמה בגין הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות.

### 3. השקעה ב-Eranovum

ביום 16 במרץ 2022, התקשרה החברה בהסכם השקעה ורכישת מניות בחברת Eranovum e-Mobility, S.L (להלן – "Eranovum"), חברה ספרדית הפועלת בתחום הקמת עמדות טעינה של כלי רכב חשמליים בספרד. בהתאם להסכם השקיעה החברה סכום של כ- 11.5 מיליון יורו בתמורה להקצאת 30% מהון Eranovum כאשר ההסכם גם מקנה לחברה, בהתקיים תנאי קבוע בהסכם, אופציה להשקעת סכום נוסף של 15 מיליון יורו בתמורה להקצאת 19% נוספים מהון Eranovum. בד בבד עם הסכם השקעה נחתם גם הסכם בין בעלי המניות המסדיר את היחסים בין החברה, המייסדים של Eranovum ו-Eranovum.

### 4. השקעה בתחנת הכח חגית

ביום 1 ביוני 2022 השלימה שותפות מוגבלת, אשר מחצית מהזכויות בה מוחזקות על ידי קבוצת אדלטק ומחצית השניה על ידי קבוצת "שיכון ובינוי" (להלן - שותפות התחנה), את רכישת הזכויות בתחנת הכוח חגית, כולל רכישת זכויות הבעלות במקרקעי התחנה, מחברת החשמל לישראל בע"מ תמורת סך כולל של 1.6 מיליארד ש"ח. בתחנה 4 יחידות ייצור במחזור משולב, המופעלות בגז טבעי, בעלות כושר ייצור מצטבר של כ- 660 מגה-וואט. לתחנה 4 רישיונות ייצור (אחד לכל יחידת ייצור), וכן הסכם לרכישת זמינות ואנרגיה (PPA) מול חברת ניהול המערכת "נגה" לתקופה של 15 שנה. לתחנה הסכם לאספקת גז טבעי ממאגר כריש.

במסגרת רכישת התחנה נרכשו זכויות גם למקרקעין נוספים בשטח של כ- 36 דונם, בייעוד של תחנת כוח, לפיתוח עתידי של התחנה. 30 דונם מהמקרקעין הנ"ל פנויים ויתרתם משמשים למתקני מים של חברת החשמל (פינוי השטח יחייב הקמת מתקני מים חלופיים).

עם השלמת העסקה, העמידו המלוות (שותפות מוגבלת ובעלותה ובשליטתה של החברה 67% ו- חברות מקבוצת מנורה 33% להלן) ללוות (שותפויות בשליטתה ובעלותה המלאה של קבוצת אדלטק, להלן - שותפות הפרויקט) 3 הלוואות, בסך כולל של כ- 161 מיליון ש"ח, כאשר חלקה של החברה בסכום הנ"ל הינו כ- 108 מיליון ש"ח, מתוכן הלוואה המירה בסך כולל של כ- 54 מיליון ש"ח והלוואות לא המירות בסך כולל של כ- 54 מיליון ש"ח. הלוואות צמודות למדד ונושאות ריבית בשיעור שנתי שנע בין 4.5-5.5 אחוז.

חלק מן הלוואות צפוי להיות מומר להשקעה של 49% בהון שותפות הפרויקט (להלן - "הלוואה ההמירה"), במועד בו תושלם העברה פנימית בקבוצת אדלטק של הזכויות בשותפות התחנה אליהן. עד למועד ההמרה, תשלם שותפות



## קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

### ביאור 4 - השקעות בחברות (המשך):

הפרויקט לקיסטון ומנורה 49% מרווחיהן הראויים לחלוקה על חשבון פירעון ההלוואה ההמירה. כנגד המרת ההלוואה הנ"ל להון, יוקצו לחברה כ- 33% מהון שותפות הפרויקט (המשקפות בשרשור, 16.33% מהזכויות בהון שותפות תחנת הכוח חגית).

יתרת ההלוואות הלא המירות הינן לתקופה של 15 שנה, ובגין מרבית הסכום שהועמד נקבעה תקופה קצובה אשר במהלכה פירעון מוקדם יהא כפוף לתשלום עמלת פירעון מוקדם שנקבעה בהסכם. תנאי הלוואות אלו כוללים מנגנון "Cash Sweep" לפירעון מואץ של ההלוואות מרווחי שותפות הפרויקט.

להבטחת פירעון ההלוואות שועבדו לטובת קיסטון ומנורה, בין היתר, הזכויות בשותפות הפרויקט, לרבות מניות השותף הכללי בהן, כלל זכויותיה לקבלת כספים משותפות התחנה וחשבון שותפות הפרויקט, וכן הועמדו לחלק מן ההלוואות ביטחונות נוספים של אדלטק, החיצוניים לתחנת חגית.

התשואה השנתית הצפויה לחברה מהעמדת ההלוואות ומההשקעה בשותפות הפרויקט, נכון למועד השלמת העסקה ובהתעלם מפוטנציאל הפיתוח העתידי של שטחי התחנה הפנויים, הנו כ- 11%. ליום 30 ביוני 2022, שוויה ההוגן של ההשקעה (הלוואה המירה ושתי הלוואות לא המירות) נקבע לפי עלות הרכישה אשר להערכת החברה משקף את שוויה ההוגן למועד זה.

### 5. השקעה באגד

ביום 6 ביוני 2022, הושלמה חתימת הסכם לרכישת 60% ממניות אגד ומתן אופציית מכר לבעלי המניות לרכישת יתרת מניותיהם בתום שנתיים ושלוש שנים ממועד השלמת העסקה. ההסכם נחתם על ידי שותפות מוגבלת, אשר חברת בת בבעלות מלאה של החברה הינה השותף הכללי בה, והחברה (כ-78.6%) וקרנות השתלמות למורים ולגננות (כ-21.4%) הינם שותפים מוגבלים בה (להלן - "השותפות הרוכשת"). התמורה המוערכת שתשלם השותפות הרוכשת עבור המניות הנרכשות הינה כ- 2.8 מיליארד ש"ח, בכפוף להתאמות שנקבעו בהסכם הרכישה ושיבוצעו נכון למועד השלמת העסקה. ביום 8 במאי 2022 שילמה השותפות הרוכשת מקדמה על חשבון התמורה בסך של כ- 350 מיליון ש"ח (חלקה של קיסטון במקדמה היה 260 מיליון ש"ח) אשר הופקדה בחשבון נאמנות. יתרת התמורה תשולם במועד השלמת העסקה, כנגד העברת המניות הנרכשות לשותפות קיסטון. יצוין כי המקדמה מומנה ממקורותיה העצמיים של החברה, לרבות באמצעות משיכה ממסגרת האשראי של הראל.

טרם חתימת ההסכם לרכישת המניות, נחתמו ההסכמים הבאים:

- (א) הסכם שותפות מוגבלת, בין חברת בת בבעלות מלאה של החברה כשותף כללי, החברה כשותף מוגבל ומשקיע מוסדי כשותף מוגבל נוסף. הסכם זה מסדיר, בין היתר, את העמדת חלקו של כל אחד מהשותפים המוגבלים בהון הנדרש לשותפות קיסטון לצורך רכישת מניות אגד;
- (ב) הסכם מימון בין השותפות הרוכשת לבין קונסורציום בנקאי, המסדיר קבלת הלוואות בסכום השווה ל- 50% מהתמורה, עד לתקרה של 1.44 מיליארד ש"ח, כנגד שעבוד המניות הנרכשות. ההלוואה תיפרע במלואה עד שנת 2030, במח"מ משוקלל של כ-5 שנים, כאשר הריבית על ההלוואה הינה תמהיל של ריבית קבועה צמודת מדד במרווח של 2.93% וריבית משתנה פריים במרווח של 1.23%-1.59%.
- יצוין, כי השלמת העסקה לרכישת מניות אגד כפופה לתנאים מתלים, ובכלל כך קבלת אישורים רגולטורים נדרשים, וזו אין כל ודאות ביחס להתקיימותם של התנאים המתלים או כי העסקה תושלם.

קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

**ביאור 5 - עסקאות עם בעלי עניין וצדדים קשורים:**

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום		6 חודשים שהסתיימו ביום	
	30 ביוני		30 ביוני	
2021	2021	2022	2021	2022

אלפי ש"ח

6,789	2,796	-	2,796	-
5,276	1,417	4,157	1,628	6,167

תשלום מבוסס מניות

דמי ניהול

לפרטים אודות אופציות לא סחירות שיונפקו לחברת הניהול כחלק מהליך הנפקת הון בדרך של זכויות והצעה לא אחידה ראו ביאור 6ה' להלן.

לפרטים אודות רכישת זכויות של בעלי עניין במהלך יום המסחר בזכויות בהיקף של 100 מיליון ש"ח (מעבר לניצול מלוא הזכויות שהוקצו להם) ראו ביאור 6ה' להלן.

**ביאור 6 - אירועים מהותיים בתקופת הדוח ולאחריו:**

**א. עסקאות שהושלמו בתקופת הדוח**

כמפורט בביאור 4 לעיל, השלימה החברה השקעותיה ב- אי.פי. א.מ, ERANOVUM, חגית וכן מקדמה על חשבון רכישת אגד.

**ב. חלוקת דיבידנד**

ביום 30 במרץ 2022, הכריז דירקטוריון החברה על חלוקת דיבידנד בסך כולל של 40 מיליון ש"ח, אשר חולק בפועל ביום 28 באפריל 2022.

**ג. הלוואה לזמן ארוך**

ביום 3 במאי 2022 משכה החברה סכום של 350 מיליון ש"ח מתוך מסגרת אשראי שעמדה לזכותה בהראל. על פי תנאי מסגרת האשראי, האשראי הנו אשראי מתחדש לתקופה של 6 חודשים ממועד המשיכה לתקופה כוללת של עד 24 חודשים ממועד חתימת ההסכם (אוקטובר 2021) כאשר חידוש הלוואה הנו על פי שיקול דעתה של החברה בלבד. כמו כן, באפשרותה של החברה להמיר את האשראי להלוואה לזמן ארוך, וזאת באמצעות הודעה להראל, לתקופה של עד 36 חודשים ממועד חתימת ההסכם בכפוף לעמידה ביחס כיסוי שנקבע בהסכם ולאישור לאי הפרה מצד החברה. האשראי ייפרע בתשלום אחד ונושא ריבית בנק ישראל בתוספת 2.8%. האשראי שימש לתשלום המקדמה על חשבון עסקת אגד וכן כחלק מהתמורה לרכישת תחנת הכוח חגית.

**ד. עמידה באמות מידה פיננסיות**

להבטחת פירעון האשראי הבנקאי ואגרות החוב שלוחות החברה, מחוייבת החברה לאמות מידה פיננסיות מסוימות. ליום 30 ביוני 2022, החברה עומדת בהתחייבויותיה ובאמות המידה הפיננסיות הקבועות בהסכמי הלוואות ובשטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרה א') שלה. לפרטים אודות אמות המידה הפיננסיות של החברה ואגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה ראה ביאור 9 לדוחות הכספיים השנתיים ליום 31 בדצמבר 2021.

## קיסטון ריט בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים (המשך)

### ביאור 6 - אירועים מהותיים בתקופת הדוח ולאחריו (המשך):

#### ה. גיוסי הון לאחר תאריך הדוח

##### א. גיוס הון בדרך של זכויות

ביום 4 ליולי 2022 פרסמה החברה דוח הצעת מדף להנפקת מניות בדרך של זכויות (מכוח תשקיף מדף) לבעלי מניות קיימים של החברה, בהיקף של 462 מיליון ש"ח;

במסגרת הצעת הזכויות הוצעו לבעלי מניות החברה ולבעלי כתבי אופציה (סדרה 1) בין 2,091,912 ל-2,184,258 יחידות זכות, כך שכל בעל ניירות ערך המזכים בזכויות אשר החזיק בכל 50 מניות רגילות של החברה או בכל 50 כתבי אופציה (סדרה 1) ביום הקובע, היה זכאי לרכוש יחידת זכות אחת שהרכבה 33 מניות רגילות של החברה בנות 0.1 ש"ח ערך נקוב כל אחת במחיר של 6.7 ש"ח למניה ובסה"כ 221.1 לכל יחידת זכות.

מרכיב ההטבה בהצעת הזכויות, על בסיס שער המניה ביום שקדם לפרסום הדוח, היה כ- 3.56%.

ביום 26 ביולי 2022 השלימה החברה את הנפקת הזכויות כאשר בסה"כ התקבלו הודעות ניצול לרכישה של 45,108,509 מניות רגילות של החברה וסך תמורת הנפקת הזכויות הסתכמה בכ- 302.2 מיליון ש"ח.

יצוין כי במסגרת ההנפקה, בעלי עניין בחברה ניצלו זכויות שהוצעו להם בהנפקת הזכויות בהיקף של כ- 24.5 מיליון ש"ח, וכן רכשו זכויות נוספות במהלך יום המסחר ומימשו אותם בהיקף של כ-100 מיליון ש"ח נוספים.

##### ב. גיוס הון בדרך של הצעה לא אחידה

ביום 27 ליולי 2022 פרסמה החברה דוח הצעת מדף (מכוח תשקיף מדף) להנפקת מניות ורישומן למסחר בדרך של הצעה לא אחידה המובטחת בחיתום של עד 15,043,591 מניות רגילות בנות 0.1 ש"ח ע.ג. של החברה במחיר של 6.7 ש"ח למניה.

באותו יום השלימה החברה את ההנפקה במסגרתה הונפקו 15,043,591 מניות חדשות וגיוס סכום כולל של כ- 100.8 מיליון ש"ח.

##### ג. הקצאת אופציות לא סחירות לחברת הניהול

ביום 21 לאוגוסט 2022 פרסמה החברה הצעה פרטית להקצאת 3,007,605 אופציות לא סחירות וזאת בהתאם לקבוע בהסכם הניהול של חברת הניהול (2,255,425 בגין הנפקת הזכויות ו-752,180 בגין ההצעה הלא אחידה), וביום 25 באוגוסט 2022 האופציות כאמור הונפקו. מחיר המימוש של האופציות יעמוד על 8 ש"ח למניה, וזאת בהמשך להודעת חברת הניהול לפיה מחיר המימוש כאמור יעמוד על 8 ש"ח למניה (וזאת על אף שעל פי הסכם הניהול מחיר המימוש אמור להיות מחיר ההנפקה, קרי 6.7 ש"ח למניה).

#### ו. גיוס חוב לאחר תאריך הדוח

ביום 7 ליולי 2022 ביצעה החברה הרחבה של אגרות החוב (סדרה א') במסגרת הנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים בהיקף של 200 מיליון ע.ג., במחיר של 91 אג' לכל 1 ש"ח ע.ג. (סדרה א') בתמורה כוללת של כ- 182 מיליון ש"ח. אגרות החוב שוות בתנאיהן ובזכויותיהן לאגרות החוב (סדרה א') הקיימות במחזור ותהוונה סדרה אחת לכל דבר ועניין. לאחר ביצוע ההנפקה הפרטית הנ"ל, סדרת אגרות החוב (סדרה א') עומדת על סך של 650 מיליון ש"ח ע.ג..

ביום 10 ביולי 2022 פרסמה מעלות S&P על מתן דירוג 'ilA+' לאגרות החוב (סדרה א') שהונפקו במסגרת הרחבת הסדרה האמורה.

אגרות החוב (סדרה א') הונפקו לראשונה ללא ניכיון ולפיכך אגרות החוב (סדרה א') שבמחזור ערב ההקצאה נסחרות ללא ניכיון. אגרות החוב שהוצעו במסגרת ההנפקה הפרטית הנ"ל הונפקו במחיר הנמוך מהערך המתואם של אגרות חוב (סדרה א') שבמחזור ולפיכך הן הונפקו בניכיון של 11.69%. החברה קיבלה את אישור רשות המיסים כי לעניין ניכוי המס במקור מדמי הניכיון ייקבע לאגרות החוב (סדרה א') שיעור ניכיון אחיד לפי שיעור ניכיון משוקלל בשיעור של 3.3%, חישוב הניכיון בוצע בהתאם לסעיף 2.6 לשטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרה א').

## ביאור 6 - אירועים מהותיים בתקופת הדוח ולאחריו (המשך):

### ז. תביעה ובקשה לאישורה כתביעה נגזרת כנגד החברה

ביום 21 באוגוסט 2022 הומצאה לחברה תביעה ובקשה לאישורה כתביעה נגזרת כנגד החברה, חברת הניהול של החברה, בעלי השליטה בחברת הניהול ונושאי משרה ודירקטורים בחברה, מטעם מבקש שהינו בעל מניות שאינו בעל עניין בחברה, במסגרתה העלה טענות שונות בקשר עם אישור עסקת רכישת מניות סאנפלואאר על ידי החברה, בהיותה עסקה שבה לבעלי השליטה בחברה היה עניין אישי; ובקש סעדים של ביטול העסקה והשבת כספים ורווחים שלטענתו צמחו לנתבעים ממנה. החברה לומדת את התובענה ותגיש תשובה מפורטת מטעמה בהתאם להוראות הדין, אך על פניו סבורה שיש בידה טענות טובות כנגד הבקשה.

### ח. הליכים משפטיים בקשר עם עסקת איי.פי.אם

בהמשך לדחיית הבקשה למתן צו מניעה זמני אשר צורפה לתביעה שהוגשה על ידי אלון רבוע כחול בע"מ וכר אקו אחזקות בע"מ לבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (המחלקה הכלכלית) כנגד החברה וכנגד 6 משיבים נוספים, בקשר עם ההתקשרות שנעשתה בין החברה לבין לאומי פרטנרס ונוי 2 בקשר עם עסקת איי.פי.אם, כמו גם מכתב ההסכמות שנחתם בין החברה לחברת איה פריז, הגישו התובעות בקשה לתיקון כתב תביעה וכן בקשה למתן צווים זמניים. החברה הגישה תשובות לבקשה לתיקון כתב התביעה ומתן הצווים הזמניים בימים 7 ביוני 2022 ו-4 ביולי 2022. ביום 28 ביולי 2022 התקיים דיון בבקשות הנוספות לסעדים הזמניים במסגרתו הגיעו הצדדים להסכמות ביניים, שבשלן נמחקה הבקשה לצווים זמניים. להערכת החברה, ובהתבסס על יועציה המשפטיים, בשל שלביו המוקדמים של ההליך, לא ניתן להעריך בשלב זה את סיכויי הצלחת התביעה.

