



קיסטון אינפרא בע"מ
דוח רבעוני
ליום 30 ביוני 2024



Keystone

תוכן עניינים

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני התאגיד
נספח א' - גילוי ייעודי למחזיקי אגרות החוב של החברה
נספח ב' - הערכת שווי תחנת הכוח באר טוביה
נספח ג' - עדכון להערכת שווי תחנת הכוח רמת חובב
נספח ד' - הערכת שווי שותפות אגד
דוחות כספיים
הצהרות בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי



קיסטון אינפרא בע"מ

(לשעבר קיסטון ריט בע"מ)

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני החברה ליום 30 ביוני 2024



קיסטון אינפרא בע"מ

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני החברה לששת החודשים ולשלושת החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024

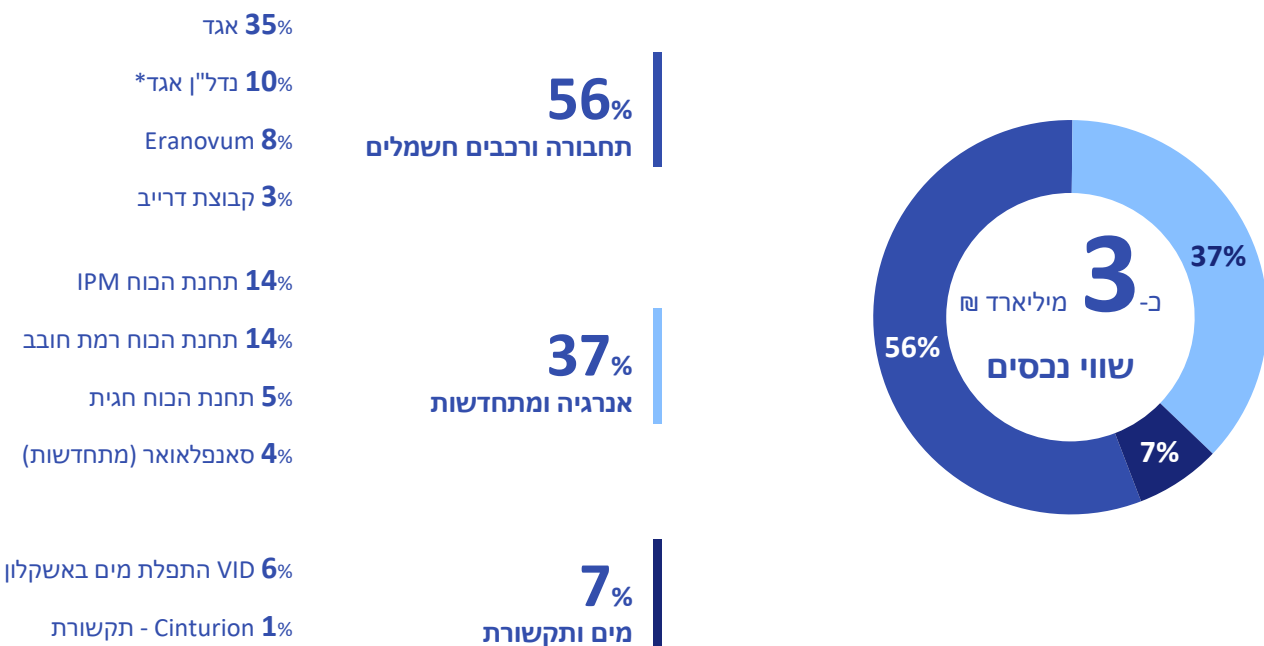
דירקטוריון קיסטון אינפרא בע"מ (להלן: "החברה") מתכבד בזאת להגיש את דוח הדירקטוריון של החברה לתקופה של שישה חודשים ושלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני 2024 (להלן: "תקופת הדוח"), בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. סקירה זו נערכה תחת ההנחה שבפני הקורא מצוי הדוח התקופתי של החברה לשנת 2023 שפורסם על ידי החברה ביום 28 במרץ 2024 (מס' אסמכתא: 2024-01-033504) (להלן: "הדוח התקופתי") כפי שעודכן בדוח הרבעוני של החברה לרבעון הראשון לשנת 2024 שפורסם ביום 30 במאי 2024 (מס' אסמכתא: 2024-01-054664), אשר הפרטים הכלולים בהם מובאים בזאת על דרך ההפניה.



1. נתונים עיקריים מתוך תיאור עסקי התאגיד

החברה הוקמה בפברואר 2019 במטרה לשמש כקרן סחירה להשקעה בתשתיות, על רקע המלצות הוועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, שנועדו 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. החל מיום 1 ביוני 2021, עם השלמתו של גיוס הון ציבורי, הפכה החברה לחברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בתל - אביב בע"מ (להלן: "הבורסה").

למועד הדוח, החברה מחזיקה במגוון נכסי תשתיות בתחומי תחבורה, אנרגיה קובנציונאלית, אנרגיה מתחדשת, מים ותקשורת, כלהלן:



* אומדן חלק שווי הנדל"ן שבבעלות אגד, בהתאם לשווי הנדל"ן שבבעלות אגד (ברוטו) ביחס לשווי ההון של ההשקעה באגד (שנאמד באמצעות הערכת שווי שבוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני בלתי תלוי ליום 30.6.2024).



2. השקעות החברה

להלן נתונים עיקריים אודות השקעות החברה ליום 30.6.2024 באלפי ש"ח:

תחום		תחבורה ורכבים חשמליים				אנרגיה ומתחדשות		מים ותקשורת	
נכסים	אגד ¹	Eranovum	קבוצת דרייב	תחנת כוח ² IPM	תחנת כוח ³ רמת חובב	תחנת כוח ⁴ חגית (מזרח)	סאנפלאואר	מתקן התפלה אשקלון	סינטוריון
פעילות	תחב"צ בישראל ובאירופה, היסעים, מוסכים, רק"ל ונכסי נדל"ן	טעינת EV באירופה	תחזוקת ותפעול כבישים	מחזור משולב בהיקף של כ-451MW	מחזור משולב ופתוח בהיקף של כ-1,194MW	מחזור משולב בהיקף של כ-451MW	מתחדשות ואגירה בישראל, פולין וארה"ב	מתקן להתפלת מים באשקלון כ-120 מלמק"ש	תקשורת - מיזם להקמת סיבים אופטיים בין אירופה להודו
מועד רכישה	אוק' 2022	מרץ 2022	פב' 2020	אוק' 2021 ופב' 2022	דצמ' 2020	יוני 2022	אפר' 2021	אוק' 2020	ינו' 2021
שיעור החזקה (במישרין ובעקיפין)	כ-49%	כ-49%	כ-21.33% ⁵	כ-34.3%	כ-16.33%	כ-16.33%	כ-51.85%	50%	כ-30%
עלות השקעה מקורית	1,053,693	101,773	69,247	607,891	174,641	107,596	172,573	218,660	17,473
הכנסות שהתקבלו מהשקעות ממועד הרכישה	18,125	-	54,572	188,772	193,422	95,399	-	104,500	-
שינוי בשווי הוגן ממועד הרכישה	284,432	145,202	78,212	1,370	438,023	132,889	(63,404)	46,669	-
שווי בספרים 30.6.2024	1,320,000	246,975	92,887	420,489	419,242	145,086	109,169	160,829	17,473
IRR צפוי לנכס ⁶	13%	-	16%	10%	30%	31%	-	7%	-

IRR משוקלל לנכסי החברה⁷ 14%

1 החברה מחזיקה באגד באמצעות החזקה בכ- 81.1% משותפות אגד, המחזיקה ב-60% מאגד, וכן במלוא הזכויות בשותף הכללי של שותפות אגד. לפרטים אודות אופציית המכר, לרבות אודות ההודעות שהתקבלו על מימוש אופציית המכר בהיקף מצטבר של כ- 18% מהונה המנופק של אגד, ראו בסעיף 5.5 להלן וכן בסעיף 10.3.2 בפרק תיאור עסקי התאגיד בדוח התקופתי.

2 כולל החזקה בגלובל, כהגדרתה בסעיף 12.1.1 בפרק תיאור עסקי התאגיד בדוח התקופתי.

3 זכויות בשותפות והלוואה לא המירה.

4 זכויות בשותפות והלוואה לא המירה.

5 יצוין כי החברה מחזיקה בכ- 19.67% מזכויות ההצבעה בקבוצת דרייב.

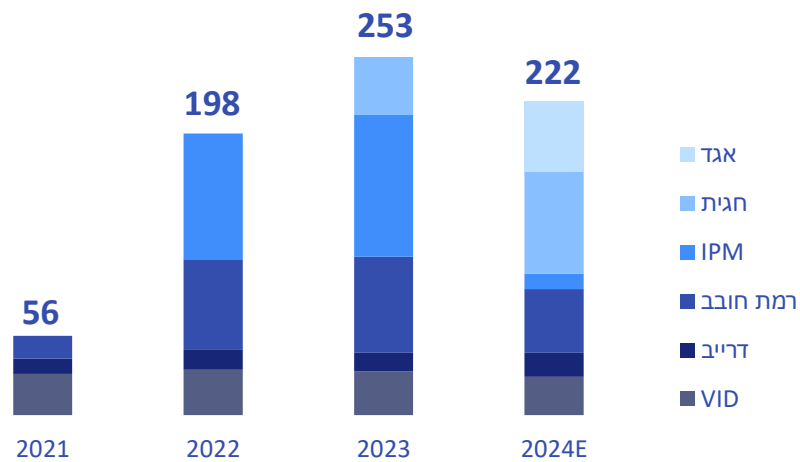
6 החישוב בהתאם לעלות ההשקעה, התזרימים שהתקבלו בפועל עד מועד הדוח, וצפי תזרימים עתידיים.

7 לא כולל סאנפלאואר, ERANOVUM וסינטוריון, שאינן מהוות נכסים מניבים.

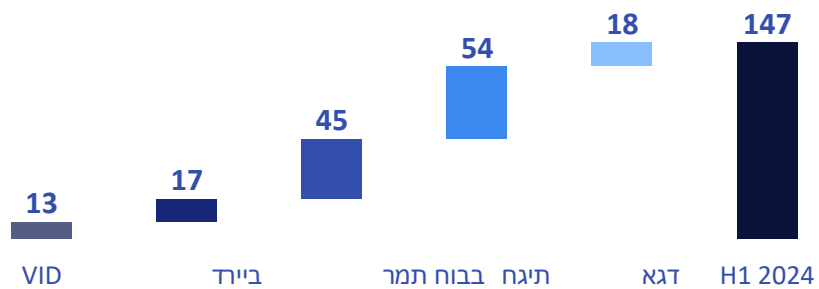
תזרים מזומנים משמעותי, מגוון ובר-חיזוי (חלק קיסטון, במיליוני ש"ח)

2x הגדלת מקורות תזרים מ-3 ל-6

4x צמיחת התזרים 2021-2024

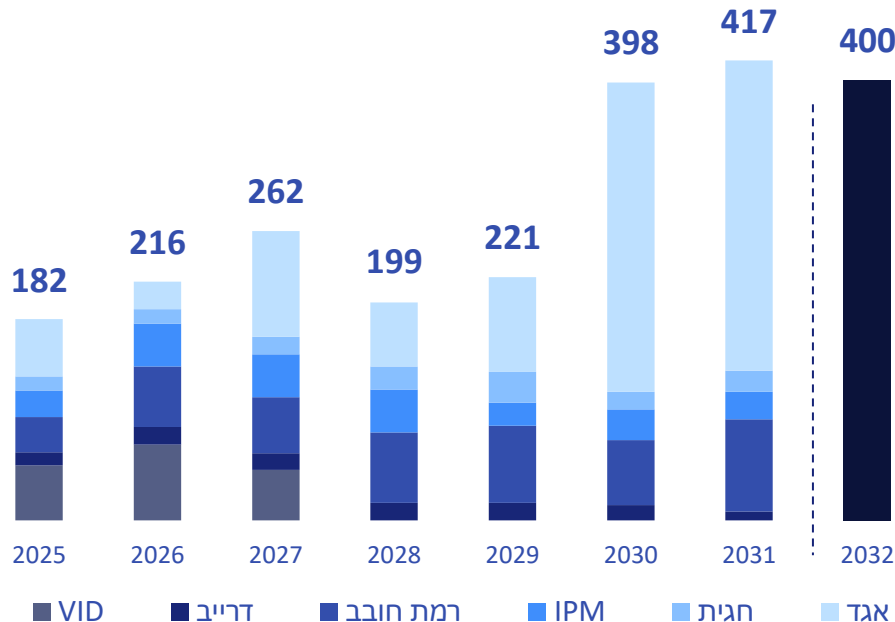


תזרים חציון ראשון 2024 - לראשונה תקבולים מאגד (חלק קיסטון, במיליוני ש"ח)



תזרים בר-חיזוי:

מעל 250 מיליון ש"ח צפי תזרים שנתי ממוצע של הנכסים המניבים 2025-2032
(חלק קיסטון, במיליוני ש"ח)



התחזית המתוארת בגרף זה בעניין צפי התזרים מהשקעות החברה ("התחזית"), הינה בגדר מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך"). התחזית מבוססת על הנחות, הערכות ואומדנים של החברה, שמקורם בהערכות שווי חיצוניות לנכסי הפורטפוליו שקיבלה החברה, או במודלים כלכליים שהוכנו על ידי יועצים חיצוניים או במודלים פנימיים שהוכנו על ידי החברה ו/או חברות נכסי הפורטפוליו, הכוללים, בין היתר, הנחות בדבר תעריפי חשמל צפויים, שינויים במדד המחירים לצרכן, בשערי חליפין (דולר/אירו), בשערי ריבית, במחירי הגז, בהיקף הנסועה בתחבורה ציבורית, זכייה במכרזים, נתחי שוק, תוכניות התייעלות ופיתוח עסקי, מחזורי חוב וכיו"ב. המובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים בעניין התחזית יתמששו באופן שונה מכפי שנחזה, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזית שהתבססו על מודלים פנימיים, לא נבחנו על ידי גורם חיצוני שאינו עובד החברה או חברת נכס הפורטפוליו. כמו כן, ייתכן וחלק מתזרימי המזומנים הצפויים בחלק מההשקעות יוותר לטובת מימון של צמיחה ופיתוח עסקי וכן יתכן עיתוי שונה לחלוקות תזרימי המזומנים מחברות הפורטפוליו. כמו כן, חלוקות בחברות הפורטפוליו כפופות, בין היתר, למבחני החלוקה ולהחלטות דירקטוריון בכל חברה. יובהר כי התחזית אינה כוללת השקעות שידרשו, ככל שידרשו, בהשקעות החברה. לאור האמור, אין ביכולתה של החברה להעריך או להבטיח כי התזרים הצפוי מהשקעות החברה יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של החברה לעמידה בה או מצג של החברה.

* אגד - בשנת 2029 מסתיים שירות החוב השוטף בשותפות אגד; הונח מחזור של יתרת הלואות הבלון בשנת 2030.

** VID - זיכיון מתקן ההתפלה מסתיים בתום שנת 2027, כאשר בהתאם להסכם הפשרה שנחתם ב-18 ביולי 2024 בין VID לבין המדינה. קיימת למדינה אפשרות להאריך את תקופת הזיכיון, כאמור בסעיף 11.11 לתיאור עסקי התאגיד בדוח התקופתי לשנת 2023. התחזית אינה לוקחת בחשבון מימוש אפשרי של המדינה את האופציה הנתונה לה להארכת הסכם הזיכיון בתקופות נוספות.

תמצית נתונים פיננסיים אודות החברה, ההון העצמי והתשואה על ההון והנכסים:⁸

147 כ-
מיליון ש"ח
הכנסות תזרימיות

8%-כ-
תשואה תזרימית
על הנכסים המשוקללים
ב-12 חודשים אחרונים¹⁰

16%-כ-
תשואה להון
משוקלל לפני מס ב-12
חודשים אחרונים⁹

0.1 כ-
ש"ח
רווח למניה

2.0 כ-
מיליארד ש"ח
הון עצמי

3 כ-
מיליארד ש"ח
היקף השקעות

25%-כ-
LTV¹¹

315 כ-
מיליון ש"ח
יתרות נדילות¹²

724 כ-
מיליון ש"ח
חוב פיננסי נטו¹¹

7.9%-כ-
תשואת דיבידנד
שנתית צפויה¹⁵

139 כ-
מיליון ש"ח
דיבידנד מצטבר שחולק
מיום ההקמה¹⁴

11.8 כ-
ש"ח
NAV למניה
לפני מס¹³

הנתונים הינם לששת החודשים הראשונים לשנת 2024 או ליום 30.6.2024, אלא אם צוין אחרת.
ההון המשוקלל הינו ממוצע של ההון העצמי על פני השנה בנטרול מיסים נדחים משוקלל על פני התקופה בהתאם לדוחות הכספיים והתשואה להון המשוקלל הינה רווח לפני מס חלקי ההון המשוקלל לפני מס.

הנכסים המשוקללים הינם ממוצע של הנכסים המושקעים על פני השנה משוקלל על פני התקופה בהתאם לדוחות הכספיים והתשואה התזרימית הינה הכנסות תזרימיות חלקי נכסים מושקעים משוקללים על פני התקופה; הכנסות תזרימיות הן הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות.

חוב פיננסי בניכוי מזומן ושווי מזומן, פיקדונות והשקעות לזמן קצר

כולל סך של 187.5 מיליון ש"ח מתוך מסגרת אשראי לא מנוצלת

ההון עצמי בנטרול מיסים נדחים. ה-NAV למניה לאחר מס עומד על כ-10.84 ש"ח.

ביום 17 ביולי 2024 בוצעה חלוקה בסך של כ-20.5 מיליון ש"ח (כ-10.96 אג' למניה).

התשואה השנתית חושבה בהתאם לחלוקות שבוצעו בחודש ינואר (15 מיליון ש"ח וכ-9.9 אג' למניה), בחודש אפריל (כ-18.5 מיליון ש"ח וכ-9.9 אג' למניה) ובחודש יולי (כ-20.5 מיליון ש"ח וכ-10.96 אג' למניה) וצפי חלוקה בחודש אוקטובר 2024 שחושבו בהתאם לכוונת החברה לבצע חלוקות על בסיס ההון העצמי. החישוב בוצע לפי ההון העצמי ליום 30.6.2024 ביחס למחיר המניה ליום 31.7.2024.. צפי החלוקה הינו מידע צופה פני עתיד, כמשמעו בחוק ניירות ערך, המתבסס על הערכות ואומדנים של החברה לעניין חלוקת תזרימי מזומנים מחברות הפורטפוליו לחברה והוא עשוי שלא להתממש, בין היתר, במקרה של ביצועים שונים מהצפוי של חברות הפורטפוליו ו/או ייעוד תזרימי מזומנים בחברות הפורטפוליו למימון צמיחה ופיתוח עסקי. כמו כן, יודגש שהחלוקות בחברות הפורטפוליו כפופות למבחני חלוקה ולהחלטות דירקטוריון בכל חברה.

3. השפעת מלחמת חרבות ברזל

פעילות התאגידים המוחזקים על ידי החברה לא הושפעה באופן מהותי מהמלחמה, כמתואר בביאור 1.ג. לדוח הכספי של החברה ליום 31.12.2023 ובביאור 1.ג. לדוח הכספי של החברה ליום 30.6.2024.

מאחר ונכון למועד פרסום הדוח קיים חוסר ודאות בקשר להתפתחות המלחמה, היקפה התמשכותה והשפעותיה, אין ביכולתה של הנהלת החברה להעריך את השפעתה העתידית של המלחמה על תוצאות פעילותם, מצבם הכספי, תזרימי המזומנים ואיתנותם הפיננסית של החברה והתאגידים המוחזקים על ידה כתוצאה מהמלחמה.

4. השפעות אינפלציה ועליית ריבית

להשפעות האינפלציה ועליית הריבית על פעילות החברה ראו ביאור 1.ד. לדוחות הכספיים של החברה ליום 31.12.2023 ובביאור 1.ד. לדוח הכספי של החברה ליום 30.6.2024.

יובהר כי הערכות החברה המפורטות בביאור האמור בדבר השפעות האינפלציה ועליית הריבית, וההשפעות על הוצאות המימון של החברה, הינם מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך, המבוסס על הערכות סובייקטיביות של החברה ועל המידע המצוי בידי החברה למועד זה, ואין כל ודאות בהתממשותם, כולם או חלקם, או שהם עשויים להתממש באופן שונה (לרבות באופן 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 ולאחרי

5.1 לדרישות תשלום בגין שומות מס הכנסה לפי מיטב השפיטה שהתקבלו באגד חברה לתחבורה בע"מ ("אגד"), בה מחזיקה החברה בעקיפין ובשרשור כ-48% ממניותיה, בגין שנות המס 2018-2021, לפרטים נוספים ראו ביאור 1.ג.4.2.1 לדוח הכספי של החברה ליום 30.6.2024, וכן דיווח מיידי מיום 8 באפריל 2024 (מס' אסמכתא: 034501-01-2024), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

5.2 ביום 17 באפריל 2024 חילקה החברה דיבידנד בסך 18.5 מיליון ש"ח וביום 19 ביולי 2024 חילקה דיבידנד בסך 20.5 מיליון ש"ח. לפרטים נוספים ראו דיווחים מיידיים מימים 28 במרץ 2024, 11 באפריל 2024, 2 ביולי 2024 ו-11 ביולי 2024 (מס' אסמכתאות: 033531-01-2024, 036460-01-2024, 067570-01-2024 ו-072814-01-2024, בהתאמה), הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

5.3 ביום 9 במאי 2024 אושרו באסיפה שנתית ומיוחדת שזימנה החברה מינוי מחדש של רואה חשבון מבקר ומינוי מחדש של הגב' ליזה זינגר, מר עודד סתר, ומר ניר דרור כדירקטורים חיצוניים בדירקטוריון החברה. לפרטים נוספים ראו דיווחים מיידיים של החברה מימים 31 במרץ 2024 ו-9 במאי 2024 (מס' אסמכתאות: 030133-01-2024 ו-046243-01-2024, בהתאמה), הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

5.4 ביום 15 במאי 2024 עדכנה החברה, כי סאנפלאוור מסרה לה כי הוחלט שלא להאריך את תקופת הבלעדיות הקבועה במזכר הבנות לא מחייב שסאנפלאוור התקשרה בו עם להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ וחברת בת שלה וכן לסיים את המשא ומתן בין הצדדים ללא חתימת הסכם מחייב. לפרטים נוספים ראו דיווחים מיידיים מהימים 21 בינואר 2024, 31 במרץ 2024 ו-15 במאי 2024 (מס' אסמכתאות: 008574-01-2024, 029635-01-2024 ו-047149-01-2024, בהתאמה), הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

5.5 ביום 20 ביוני 2024 התקשרה שותפות אגד בהסכם מסגרת אשראי בסכום של עד 1 מיליארד ש"ח, עם גופים בנקאיים בהובלת בנק הפועלים בע"מ ובנק דיסקונט לישראל בע"מ, לצורך מימון רכישת מניות האופציה המוקנית לבעלי מניות באגד, על פי הסכם לרכישת מניות אגד שנחתם בין שותפות אגד למוכרים בחודש יוני 2022. לפרטים נוספים ראו דיווח מיידי מיום 26 ביוני 2024 (מס' אסמכתא: 062896-01-2024). בהתאם לשיעור מימוש האופציות, היקף מסגרת האשראי הניתנת לניצול על ידי שותפות אגד לצורך מימון רכישת מניות האופציה הינה כ-450 מיליון ש"ח - ראו סעיף 5.6 להלן.

5.6 הסכם רכישת 60% ממניות אגד כלל מתן אופציית מכר לבעלי המניות לרכישת יתרת מניותיהם בתום שנתיים ושלוש שנים ממועד השלמת העסקה (כמפורט בביאור ג'9 לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2023). ביום 29 ביולי 2024 נמסר לשותפות אגד כי ניתנו הודעות על מימוש אופציית המכר בהיקף מצטבר של כ-18% מהונה המונפק של אגד, כך שהיקף החזקות שותפות אגד באגד צפוי לעלות לכ-78%. לפרטים נוספים ראו דיווח מיידי מיום 30 ביולי 2024 (מס' אסמכתא: 2024-01-080686), בביאור ב.1. לדוח הכספי של החברה לרבעון השני לשנת 2024, וכן בסעיפים 10.3.1 ו-10.3.2 בפרק תיאור עסקי התאגיד בדוח התקופתי של החברה לשנת 2023, הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

6. פרטים נוספים בדבר ההשקעות העיקריות של החברה

להלן פרטים נוספים בדבר ההשקעות העיקריות של החברה¹⁶:

¹⁶ השקעה מהותית הינה השקעה אשר מקיימת את המבחנים הכמותיים להגדרת חברה כלולה מהותית בהתאם להוראות תקנה 23 לתקנות ניירות השקעה (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010 ובהתאם להוראות תקנה 44 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970.

אגד

החברה מחזיקה (בשרשור) בכ-49% ממניות חברת אגד (באמצעות החזקה בכ-81% משותפות המחזיקה ב-60% ממניות אגד ("שותפות אגד")), אשר עוסקת בתחבורה ציבורית בארץ, בהולנד ובפולין (באמצעות חברות בבעלותה (בעקיפין) המלאה), בתחום ההיסעים והתנודות בישראל, בהפעלת ואחזקת הרכבת הקלה - הקו האדום בגוש דן, בתחזוקת אוטובוסים באמצעות מרכזי שירות עבור אגד ולקוחות חיצוניים, וכן מחזיקה בפורטפוליו של נכסי נדל"ן. יצוין כי בהתאם לאסטרטגיה של החברה, החברה תמשיך לפעול להכנסת משקיע נוסף לשותפות אגד. ביום 29 ביולי 2024 נמסר לשותפות אגד כי ניתנו הודעות מימוש אופציית המכר בהיקף מצטבר של כ-18% מהונה המונפק של אגד, כך שהיקף החזקות שותפות אגד באגד צפוי לעלות לכ-78%. לפרטים נוספים, ראו בסעיף 5.6 לעיל.

נתונים פיננסיים מהדוחות הכספיים המאוחדים (אלפי ש"ח):

	31.12.2023	30.6.2023	30.6.2024
סך נכסים	6,341,788	6,033,464	6,317,320
סך התחייבויות	5,444,470	5,122,950	5,725,130
הון עצמי (1)	897,318	910,514	592,190
חלוקות דיבידנד (2)	109,447	-	515,814
	לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024
הכנסות (3)	5,019,962	2,407,635	2,744,455
EBITDA (4)	1,030,628	535,361	580,034
רווח תפעולי (5)	536,513	291,322	330,748
רווח נקי (6)	251,803	171,232	162,561
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת	705,375	223,042	305,741

(1) הקיטון בהון העצמי ביחס לשנה קודמת נובע בעיקר מהפחתת ההון וחלוקת הדיבידנד, כמפורט ב-2 להלן, שקוזה מהרווח בתקופה.

(2) בחודש מרץ 2024 אישר בית המשפט את בקשת אגד לבצע הפחתת הון בהיקף של כ- 350 מיליון ש"ח אשר חולק על ידי אגד כדיבידנד באותו מועד כאשר חלקה של השותפות בחלוקה היה כ-210 מיליון ש"ח אשר שימש לפירעון הרכיב המשתנה של הלוואת השותפות (קרן וריבית). בחודש יוני 2024 חילקה החברה דיבידנד נוסף לבעלי מניותיה בסך של כ- 165 מיליון ש"ח

(3) העלייה בסך ההכנסות לעומת התקופה המקבילה אשתקד נובעת בעיקר מגידול בהכנסות מתחבורה ציבורית בהולנד שנובע מגידול בהיקף הפעילות כתוצאה מהפעלת מכרזים חדשים, מגידול בהכנסות מתבל המפעילה את הקו האדום של הרכבת הקלה בתל אביב החל מחודש אוגוסט 2023, מהכנסות של דרך אגד חברה בבעלות מלאה של אגד שמפעילה קווי תחבורה ציבורית באשכול עוטף ירושלים מערב והחלה את פעילותה בחודש אפריל 2024, מגידול בהכנסות באגד היסעים ומגידול בהכנסות באגד סולו ופעילות התחבורה הציבורית בישראל הנובע בעיקר מעלייה במדדים אליהן צמודות ההכנסות, מעלייה בהכנסות מקרן הצטיידות לרכש אוטובוסים (בהתאם להסכם ההפעלה) ומעלייה במכירת שירותי תחזוקה ללקוחות חיצוניים ואחרים.

(4) העלייה ב-EBITDA לעומת התקופה המקבילה אשתקד נובעת בעיקר מאגד סולו (לאור התייעלות והצעת כ"א וותיק לצד המשך חישמול צי האוטובוסים, עלייה בהכנסות מקרן הצטיידות (בהתאם למתווה מול משרד התחבורה) ובאגד הסעים – בעיקר לאור תגבור משמעותי של פעילות לצה"ל ומפונים בקשר עם המלחמה.

(5) העלייה ברווח התפעולי לעומת התקופה המקבילה אשתקד נובעת בעיקר מעליה ב-EBITDA כמפורט לעיל וגידול בפעילות בהולנד ובפולין, כולל בגין שינוי בשער החליפין של הזלוטי והיורו.

(6) הירידה ברווח הנקי לעומת התקופה המקבילה אשתקד נובעת בעיקר מגידול בהוצאות מימון בתקופה.

נתונים תפעוליים ופיננסיים מהדוחות הכספיים (סולו) של אגד חברה לתחבורה בע"מ (תחבורה ציבורית בישראל) (אלפי ש"ח):

לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	
1,714,351	1,652,050	3,437,752	הכנסות מתחבורה ציבורית
103,245	87,646	182,520	הכנסות משירותי מוסך ומכירת דלקים
54,629	42,262	131,806	הכנסות שונות
1,872,225	1,781,958	3,752,078	סה"כ הכנסות אגד סולו
440,451	413,833	800,586	EBITDA
268,199	242,963	456,488	רווח תפעולי אגד סולו
163,280	168,059	250,748	רווח נקי אגד סולו
נתונים תפעוליים:			
100,674	102,805	209,641	ביצוע ק"מ (אלפי ק"מ) *
2,959	2,954	3,019	מצבת אוטובוסים (לסוף תקופה)
431	235	358	מתוכם אוטובוסים חשמליים
6,925	7,019	6,994	סה"כ עובדים (לסוף תקופה)
5,072	5,141	5,175	מתוכם נהגים

* השינוי בסך ביצוע הק"מ נובע מיציאת קווי שירות לתחרות בהתאם להסכם ההפעלה של אגד בעיקר באשכולות ירושלים - עירוני ואשכול אשדוד – אשקלון - ירושלים , ומנגד גידול בפעילות בעקבות תוספות שירות באשכולות קיימים.

הנתונים לעיל לא כוללים את חברת דרך אגד - עוטף ירושלים בע"מ ("דרך אגד"), אשר החלה להפעיל את אשכול עוטף ירושלים הכולל כ-15 מיליון ק"מ בשנה בהפעלה מלאה. שלב א' החל לפעול באפריל 2024 וכולל 92 אוטובוסים, שלב ב' בהיקף של כ-120 אוטובוסים צפוי להתחיל לפעול ברבעון ראשון 2025. סך הכנסות דרך אגד ברבעון שני 2024 עמדו על כ-23 מיליון ש"ח וה-EBITDA על כ-1.1 מיליון ש"ח.



נתונים תפעוליים ופיננסיים של חברות בנות של אגד:

EBS – פעילות תחבורה ציבורית בהולנד (אלפי ש"ח)*

לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
744,195	369,058	516,852	הכנסות
101,857	61,435	60,229	EBITDA
4	4	4	מספר מכרזים פעילים **
646	635	722	כמות אוטובוסים **
41,449	20,488	26,333	ביצוע ק"מ (אלפי ק"מ)

* לפי שער יורו ממוצע במהלך התקופה הרלבנטית.

** בשל עיכוב באספקת אוטובוסים חשמליים - למועד הדוח EBS שוכרת 79 אוטובוסים נוספים שאינם נכללים בספירה.

Mobilis - פעילות תחבורה ציבורית בפולין (אלפי ש"ח)*

לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
202,271	99,571	112,209	הכנסות
44,424	22,094	24,953	EBITDA
6	6	6	מספר מכרזים פעילים
327	330	305	כמות אוטובוסים **
25,682	12,859	11,965	ביצוע ק"מ (אלפי ק"מ)

* לפי שער זלוטי ממוצע במהלך השנה (שער הזלוטי הממוצע למחצית השנה הראשונה של 2024 עמד על כ-0.93 ש"ח).

** Mobilis זכתה במכרז חדש שיחליף מכרז קיים וצפוי להתחיל לפעול בחודש אוקטובר 2024 ובהיקף גדול יותר.

אגד היסעים - פעילות היסעים פרטיים בישראל (אלפי ש"ח)*

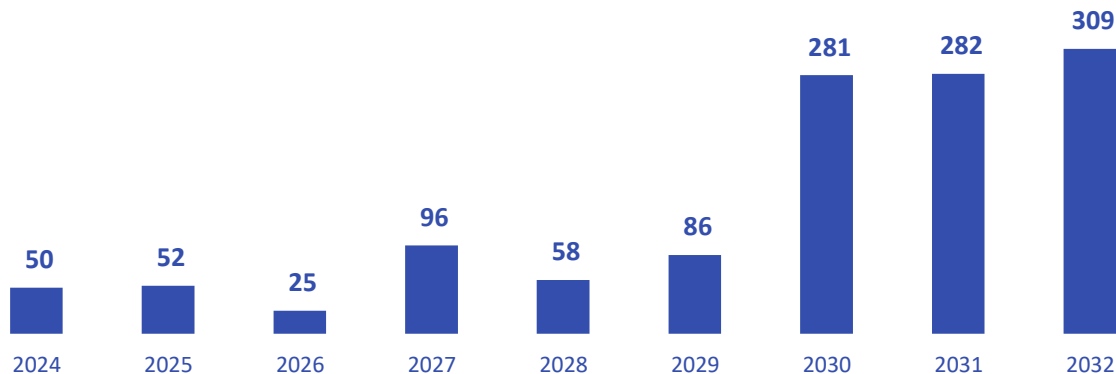
לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
400,538	192,980	219,690	הכנסות
54,724	24,333	37,714	EBITDA
282	268	285	כמות אוטובוסים (סוף תקופה)

* נמשכת המגמה של השנים האחרונות של גידול בהכנסות וב-EBITDA שנובעת מהגדלת מקורות ההכנסה לצד התייעלות תפעולית, וזאת על אף התנהלות בצל המלחמה.

בחודש אוגוסט 2023 החלה תבל (חברה נכדה בבעלות אגד - 51%) בהפעלת הרכבת הקלה, הקו האדום, במטרופולין תל אביב, שהינו קו הרכבת הקלה הראשון בגוש דן, באורך של כ-24 ק"מ, 35 תחנות, ב-5 רשויות, עם כ-100 אלף נוסעים ביום. סך הכנסות תבל בשנת 2023 עמדו על כ-123 מיליון ש"ח וה-EBITDA על כ-4 מיליון ש"ח, ובחציון ראשון 2024 על כ-67 וכ-2), בהתאמה.

נתונים פיננסיים - תחזית תזרים:

להלן התזרים הצפוי של החברה מההשקעה באגד עד לשנת 2032 (חלק החברה בלבד, לאחר שירות חוב בשותפות אגד) (במיליוני ש"ח):



* בשנת 2029 מסתיים שירות החוב השוטף בשותפות אגד; הונח מחזור של יתרת הלוואת הבלון בשנת 2030.

החברה מעריכה כי התשואה השנתית הצפויה לשותפות אגד על ההון המושקע נכון למועד הדוח, ממועד הרכישה, הינה כ-13%.

לפרטים נוספים לעניין השווי ההוגן של ההשקעה ראו סעיף 15 לדוח הדירקטוריון.

התחזית המתוארת בגרף זה בעניין צפי התזרים והערכות החברה ביחס לתשואה השנתית הצפויה מאגד ("התחזית"), הינן מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך. התחזית וההערכות כאמור מבוססות על הנחות, הערכות ואומדנים של החברה, וכן על מידע המצוי בידי החברה (בחלקו כפי שנמסר לה מאגד), שמקורם בהערכות שווי חיצוניות שקיבלה החברה, או במודלים כלכליים שהוכנו על ידי יועצים חיצוניים או במודלים פנימיים שהוכנו על ידי החברה או אגד, הכוללים, בין היתר, הנחות בדבר שינויים במדד המחירים לצרכן, שערי חליפין (דולר/אירו), שערי ריבית, היקף הנסועה בתחבורה ציבורית, זכייה במכרזים, נתחי שוק, תוכניות התייעלות ופיתוח עסקי, מחזורי חוב (בשנת 2029 הונח מיחזור של יתרת הלוואת הבלון בשותפות אגד) וכיו"ב. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתמששו באופן שונה מכפי שנחזה (אף באופן מהותי), לרבות במקרה של שינוי באחת או יותר מההנחות שלעיל, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזית ושהתבססו על מודלים פנימיים, לא נבחנו על ידי גורם חיצוני שאינו עובד החברה או אגד. כמו כן, ייתכן וחלק מתזרימי המזומנים הצפויים יוותר לטובת מימון של צמיחה ופיתוח עסקי וכן ייתכן עיתוי שונה לחלוקות תזרימי המזומנים. כמו כן, החלוקות כפופות, בין היתר, למבחני החלוקה ולהחלטות דירקטוריון אגד. יובהר, כי התחזית אינה כוללת השקעות שידרשו, ככל שידרשו בשותפות אגד, לרבות בקשר עם תשלום חשבון השיפוי ומימוש אופציית המכר של המוכרים. לאור האמור, אין ודאות כי התזרים הצפוי מאגד יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של החברה לעמידה בה או מצג של החברה, והיא יכולה להיות שונה, לרבות באופן מהותי, גם במקרה של שינוי או ביטול אלו מההסכמים הקיימים, שינויים בהוראות הדין וכיו"ב.

קבוצת דרייב

החברה מחזיקה בכ-21.33%¹⁷ מקבוצת דרייב אשר עוסקת בתחזוקה ותפעול של פרויקטים שונים בתחום התחבורה בישראל כולל כביש 6 ומנהרות הכרמל.

נתונים פיננסיים:

להלן נתונים פיננסיים עיקריים המתייחסים לקבוצת דרייב במונחי 100% (אלפי ש"ח):

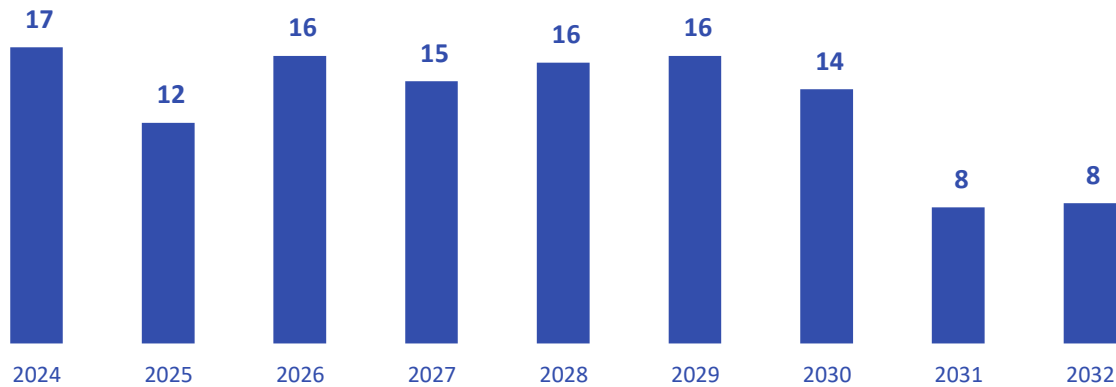
31.12.2023	30.6.2023	30.6.2024	
289,795	266,048	244,140	סך נכסים
172,718	185,472	161,430	סך התחייבויות
117,077	80,576	82,710	הון עצמי
לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
480,443	241,427	232,424	הכנסות
103,366	50,940	57,642	EBITDA
97,117	47,996	54,315	רווח תפעולי
71,476	34,868	41,133	רווח נקי
89,834	9,367	36,120	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת

הגידול ב- EBITDA, ברווח התפעולי וברווח הנקי של הקבוצה נובע בעיקר מגידול בהיקף הפעילות בחברות השירותים והמשך התייעלות בהוצאות התפעול והנהלה וכלליות של קבוצת דרייב. השינוי בשיעור הרווחיות נובע משינוי בתמהיל ההכנסות והרווח בקבוצת דרייב בעקבות גידול בחלק מהפעילויות. הקיטון בהון העצמי לעומת 31 בדצמבר 2023 נובע מהרווח בתקופה בניכוי דיבידנד שחולק.

¹⁷ יצוין כי החברה מחזיקה בכ-19.67% מזכויות ההצבעה בקבוצת דרייב.

נתונים פיננסיים – תחזית תזרים:

להלן התזרים הצפוי של החברה מההשקעה בקבוצת דרייב עד לשנת 2032 (חלק החברה בלבד) (במיליוני ש"ח):



החברה מעריכה כי התשואה השנתית הצפויה נכון למועד הדוח מההשקעה בחברות דרייב, ממועד הרכישה, הינה כ-16%.

התחזית המתוארת בגרף זה בעניין צפי התזרים מהשקעות החברה והערכות החברה ביחס לתשואה השנתית הצפויה מקבוצת דרייב ("התחזית"), הינן בגדר מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך. התחזית וההערכות כאמור מבוססות על הנחות, הערכות ואומדנים של החברה, שמקורם בהערכת שווי חיצוניות שקיבלה החברה, ותנאי הסכמי ההפעלה והשירותים הקיימים הכוללים, בין היתר, הנחות בדבר שינויים במדד המחירים לצרכן, היקף הנסועה, הארכת הסכם הזיכיון לתקופה נוספת של שלוש שנים, תוכניות התייעלות ופיתוח עסקי כולל אפשרות להארכת תקופת הזיכיון כמפורט לעיל וכיו"ב. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתמשו באופן שונה מכפי שנחזה (אף באופן מהותי), לרבות במקרה של שינוי באחת או יותר מההנחות שלעיל. כמו כן, ייתכן וחלק מתזרימי המזומנים הצפויים יוותר לטובת מימון של צמיחה ופיתוח עסקי וכן יתכן עיתוי שונה לחלוקות תזרימי המזומנים. כמו כן, החלוקות כפופות, בין היתר, למבחני החלוקה ולהחלטות דירקטוריון של חברות קבוצת דרייב. יובהר כי התחזית אינה כוללת השקעות שידרשו, ככל שידרשו, בקבוצת דרייב. לאור האמור, אין ביכולתה של החברה להעריך או להבטיח כי התזרים הצפוי מקבוצת דרייב יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של החברה לעמידה בה או מצג של החברה, והיא יכולה להיות שונה, לרבות באופן מהותי, גם במקרה של שינוי או ביטול אלו מההסכמים הקיימים או שינוי בהיקפי הנסועה.



Eranovum

החברה מחזיקה בכ-49% ממניות Eranovum, המקימה עמדות טעינה לכלי רכב חשמליים בשטחים ציבוריים, בעיקר בספרד וכן בצרפת ובבלגיה.

נתונים פיננסיים מהדוחות הכספיים (אלפי ש"ח):

31.12.2023	30.6.2023	30.6.2024	
74,717	68,600	89,131	סך נכסים
9,199	7,774	20,372	סך התחייבויות
65,518	60,826	68,759	הון עצמי
לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
324	88	441	הכנסות
(11,576)	(4,605)	(15,896)	EBITDA
(12,755)	(5,126)	(17,012)	הפסד תפעולי

(*) תורגם מיורו לפי שער חליפין לסוף התקופה.

הינה חברה יזמית הנמצאת בשלבי הייזום והפיתוח של עמדות טעינה לרכבים חשמליים במרחב הציבורי, בספרד צרפת ובלגיה. נכון ליום 30.6.2024 לחברה כ-2,380 עמדות טעינה ברישוי וכ-695 עמדות פעילות בנוסף לאחר תאריך הדוח Eranovum זכתה במכרז להקמת כ-2,190 עמדות טעינה בצרפת. בשנת Eranovum 2023 החלה לפעול לפיתוח יכולות ייזום עצמאיות לייצור חשמל המופק מאנרגיה מתחדשת לצורך אספקתו בעמדות הטעינה המופעלות על ידה. לאור שלבי הפעילות המוקדמים של Eranovum ובהתאם לתוכנית העסקית שלה, הכנסותיה שגדלות לאורך התקופה עדיין אינן מהותיות וההפסד התפעולי שלה גדל שכן החברה בונה פלטפורמה תפעולית שתומכת בגידול בעמדות הפעילות ובעמדות שצפויות להיכנס לפעילות. נכסי Eranovum כוללים בעיקר מזומנים ושווי מזומנים ורכוש קבוע. ההון העצמי כולל בעיקר את ההשקעה שביצעה החברה, בניכוי הפסדים שנצברו.

למועד הדוח, Eranovum פועלת להגדלת מקורות המימון שלה באמצעות גיוס חוב והון.

לפרטים נוספים לעניין השווי ההוגן של ההשקעה ראו סעיף 15 לדוח הדירקטוריון.

VID

מתקן התפלה

החברה מחזיקה ב- 50% ממניות VID, אשר מחזיקה במתקן ההתפלה באשקלון שהינו בעל כושר ייצור של כ- 120 מיליון מ"ק בשנה.

נתונים פיננסיים:

להלן נתונים פיננסיים עיקריים ביחס ל-VID במונחי 100% (אלפי ש"ח):

31.12.2023	30.6.2023	30.6.2024	
621,694	689,641	562,459	סך נכסים
314,411	348,250	279,321	סך התחייבויות
307,283	341,391	283,138	הון עצמי
לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
235,617	127,680	127,638	הכנסות (1)
132,071	79,084	80,337	EBITDA (2)
157,102	78,138	80,337	EBITDA מתואמת (2)
49,504	37,377	40,023	תזרים אחרי חוב (קרן וריבית)
(10,231)	9,060	8,029	רווח (הפסד) תפעולי (1)
5,198	15,306	12,855	רווח נקי (3)
121,325	57,924	66,402	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת

(1) ההכנסות והרווח התפעולי לעיל הינן הכנסות בהתאם לדוחות הכספיים המושפעות מיישום כללי IFRS בקשר עם הסדרי זיכיון ומכשירים פיננסיים. הנהלת החברה, כמו גם המודל הפיננסי של מתקן ההתפלה, בוחנת את ההכנסות על בסיס תפעולי, לפיו ההכנסות בחציון הראשון לשנת 2024 עמדו על כ-201,130 אלפי ש"ח בהשוואה לכ-197,640 אלפי ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד ו-405,350 אלפי ש"ח בשנת 2023 כולה. הגידול בהכנסות ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, נובע בעיקר משינויים במדד המחירים לצרכן, שער הדולר והיורו ותעריף החשמל הרלוונטי אליהן צמודות ההכנסות.

(2) בדוחותיה הכספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2023 כללה VID הפרשה המגלמת את החלק

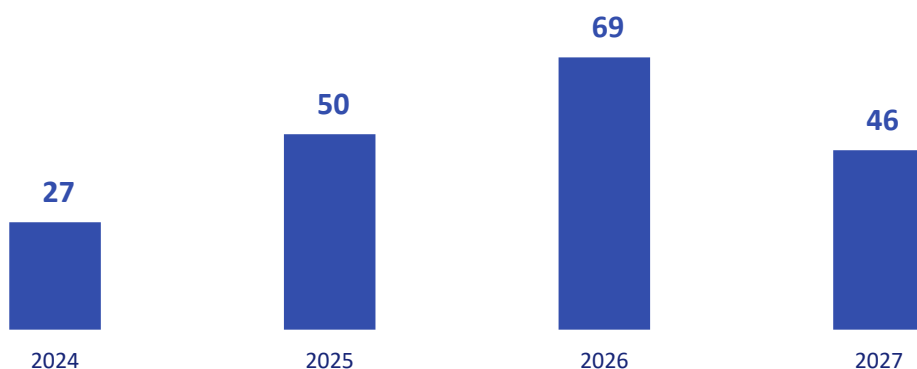
בהסדר פשרה המתגבש בין VID למדינה בקשר עם בוררות המתנהלת בקשר עם פרשנות להסדר ביקורת תקופתית שקיים בהסכם הזיכיון המיוחס לשנים 2013 ועד תום שנת 2023. בחישוב ה-EBITDA המתואמת לשנת 2023 ובחציון הראשון לשנת 2023, נלקח בחשבון החלק היחסי של הסדר הפשרה המתייחס לאותה תקופה בלבד (לפי העניין), ללא השפעה מצטברת בגין שנים קודמות. החל משנת 2024 סכומי הפשרה מוכרים באופן שוטף עד תום תקופת הזיכיון. לאחר תאריך המאזן, ביום 18 ביולי 2024, נחתם הסכם פשרה בין VID לבין המדינה, בהתאם לתנאים שפורטו בסעיף 11.19 לדוח התקופתי.

(3) הרווח הנקי מושפע מרישום חשבונאי של נגזר משובץ בגין הרכיב הקבוע של ההכנסות וכן מהוצאות או הכנסות מימון בגין נכס פיננסי בקשר עם הסכם הזיכיון. הרווח לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2023 הושפע בנוסף מהסדר הפשרה כמפורט לעיל.

יצוין כי כאמור לעיל, בבחינת הביצועים בפועל של VID, לרבות בקשר עם הנתונים המשמשים להערכת השווי, הנהלת קיסטון בוחנת דוחות תפעוליים/תזרימיים שאינם כוללים נגזרים חשבונאיים.

נתונים פיננסיים - תחזית תזרים:

להלן התזרים הצפוי של החברה מההשקעה במתקן ההתפלה עד תום תקופת הזיכיון (חלק החברה בלבד) (במיליוני ש"ח):



* מימון הפרויקט צפוי להיפרע עד לשנת 2025.

החברה מעריכה כי התשואה השנתית הצפויה נכון למועד הדוח מההשקעה במתקן ההתפלה, ממועד הרכישה, הינה כ-7%.

לפרטים נוספים לעניין השווי ההוגן של ההשקעה ראו סעיף 15 לדוח הדירקטוריון.

התחזית המתוארת בגרף זה בעניין צפי התזרים מהשקעת החברה והערכות החברה ביחס לתשואה השנתית הצפויה מההשקעה במתקן ההתפלה ("התחזית"), הינן בגדר מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך. התחזית וההערכות כאמור מבוססות על הנחות, הערכות ואומדנים של החברה, שמקורם בהערכת שווי חיצונית שקיבלה החברה, הכוללים, בין היתר, הנחות בדבר תוצאותיה הכספיות הצפויות של VID, בהתבסס, בין היתר, על ההסדר הקיים בהסכם הזיכיון עם המדינה וההסכם עם אדום, שינויים במדד המחירים לצרכן, שערי חליפין (דולר/אירו), היקף התפלת מים, תוצאת הליך הבוררות מול המדינה וכיו"ב. התחזית אינה לוקחת בחשבון מימוש אפשרי של המדינה את האופציה הנתונה לה להארכת הסכם הזיכיון בתקופות נוספות. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים בבסיס התחזית יתמששו באופן שונה מכפי שנחזה (אף באופן מהותי), בין היתר, במקרה של שינוי באחת או יותר מההנחות שלעיל. כמו כן, ייתכן וחלק מתזרימי המזומנים הצפויים יוותר לטובת מימון של צמיחה ופיתוח עסקי וכן ייתכן עיתוי שונה לחלוקות תזרימי המזומנים. כמו כן, החלוקות כפופות, בין היתר, למבחני החלוקה ולהחלטות דירקטוריון של VID. יובהר כי התחזית אינה כוללת השקעות שידרשו, ככל שידרשו במתקן ההתפלה. לאור האמור, אין ביכולתה של החברה להעריך או להבטיח כי התזרים הצפוי יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של החברה לעמידה בה או מצג של החברה.

תחנת כוח IPM

באר טוביה

החברה מחזיקה (בעקיפין) כ- 34% מהזכויות בחברה המחזיקה בתחנת כוח מונעת בגז בבאר טוביה, בעלת כושר ייצור של כ- 450 מגה וואט; וכן מחזיקה בהלוואה שניתנה לגלובל ואיה פריז (המחזיקות גם הן, בעקיפין, בתחנת הכוח), ששוויה ההוגן ליום 30.6.2024 הינה כ-51.6 מיליון ש"ח.¹⁸

נתונים פיננסיים:

להלן נתונים פיננסיים עיקריים מהדוחות הכספיים המאוחדים של טריפל מ תחנות כוח בע"מ ("טריפל-מ"), המחזיקה בכ-84% בתחנת הכוח אי. פי. אם באר טוביה ("IPM") (אלפי ש"ח):

31.12.2023	30.6.2023	30.6.2024	
2,421,988	2,481,100	2,438,171	סך נכסים
1,877,089	1,917,096	1,899,971	סך התחייבויות
544,899	564,004	538,200	הון עצמי
לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
804,456	363,021	269,941	הכנסות
231,782	104,886	73,258	EBITDA
143,348	61,229	34,270	רווח תפעולי
(407)	(17,137)	(6,699)	רווח (הפסד) נקי
255,982	146,137	95,121	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת

לפרטים אודות מחלוקת בנושא ההלוואה ראו סעיף 12.1.1 לדוח תיאור עסקי התאגיד בדוח התקופתי של החברה לשנת 2023 ובאיור ג.12 לדוח הכספי של החברה לשנת 2023 אשר צורף לדוח התקופתי של החברה לשנת 2023. שווי ההלוואה אינו כולל את הסכומים הנמצאים במחלוקת.

18

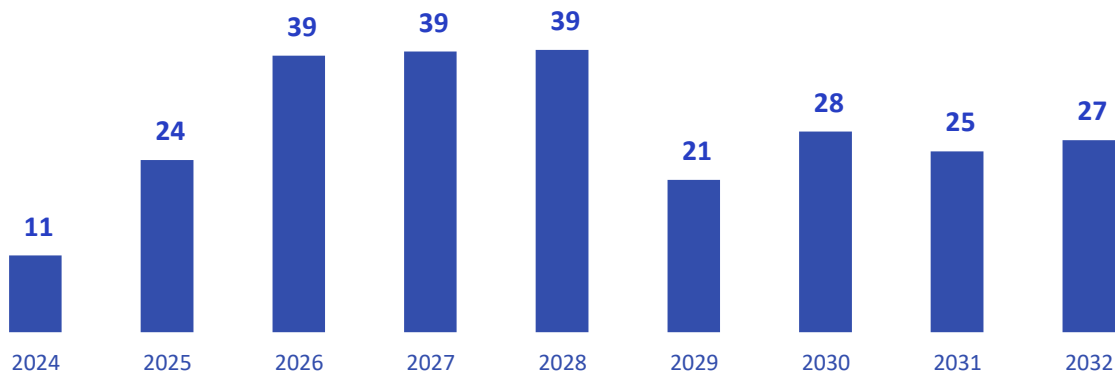
למועד הדוח, עיקר פעילותה של טריפל-מ הינה החזקה של 84% ב-IPM.

הירידה בהכנסות, ב EBITDA וברווח התפעולי, הן ביחס לשנה קודמת והן ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, נובעת מטיפול תחזוקה כבדה מתוכנן בתחנה שהסתיים ביום 5 במאי 2024, כ-37 ימים מאוחר יותר מהתכנון המקורי, כאשר תחנת הכוח אינה זכאית לתשלומי זמינות בתקופת התחזוקה.

השינוי בהון העצמי בשנת 2023 נובע מחלוקות שבוצעו במהלך השנה בקיזוז הרווח השוטף לתקופה.

נתונים פיננסיים - תחזית תזרים:

להלן התזרים הצפוי של החברה מההשקעה בתחנת הכוח IPM עד שנת 2032 (לרבות הלוואות שניתנו) (חלק החברה בלבד) (במיליוני ש"ח). התזרים עודכן ביחס לנתון בדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2023 בין היתר עקב התמשכות טיפול התחזוקה הכבדה כמפורט לעיל וכן בשל עדכון מועדי התשלום ממנהל המערכת:



לפרטים נוספים לעניין השווי ההוגן של ההשקעה ראו סעיף 15 לדוח הדירקטוריון.

החברה מעריכה כי התשואה השנתית הצפויה נכון למועד הדוח מההשקעה בתחנת הכוח (לרבות הלוואות שניתנו), ממועד הרכישה, הינה כ-10%.

התחזית המתוארת בגרף זה בעניין צפי התזרים מהשקעות החברה והערכות החברה ביחס לתשואה הצפויה מההשקעה בתחנת הכוח IPM ("התחזית"), הינן בגדר מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך. התחזית וההערכות כאמור מבוססות על הנחות, הערכות ואומדנים של החברה, שמקורם בהערכת שווי חיצוניות שקיבלה החברה, או במודלים כלכליים שהוכנו על ידי יועצים חיצוניים או במודלים פנימיים שהוכנו על ידי החברה ו/או אי.פי.אם, הכוללים, בין היתר, הנחות בדבר תוצאותיה הכספיות של התחנה, הוראות רגולטוריות החלות על התחנה, שינויים במדד המחירים לצרכן, שערי חליפין (דולר/אירו), תעריפי חשמל צפויים, מחירי גז וכיו"ב. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתמשו באופן שונה מכפי שנחזה (אף באופן מהותי), לרבות במקרה של שינוי באחת או יותר מההנחות שלעיל, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזית ושהתבססו על מודלים פנימיים, לא נבחנו על ידי גורם חיצוני שאינו עובד החברה או אי.פי.אם. כמו כן, ייתכן וחלק מתזרימי המזומנים הצפויים יוותר לטובת מימון של צמיחה ופיתוח עסקי וכן יתכן עיתוי שונה לחלוקות תזרימי המזומנים. כמו כן, החלוקות כפופות, בין היתר, למבחני החלוקה ולהחלטות דירקטוריון של החברות המחזיקות בתחנה. יובהר כי התחזית אינה כוללת השקעות שידרשו, ככל שידרשו. לאור האמור, אין ביכולתה של החברה להעריך או להבטיח כי התזרים הצפוי יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של החברה לעמידה בה או מצג של החברה.

תחנת כוח רמת חובב

לחברה זכויות של שותף מוגבל, בעקיפין, של כ-16% מהשותפות המחזיקה בתחנת כוח מונעת בגז ברמת חובב, בעלת כושר ייצור של כ-1,200 מגה וואט, וזאת לאחר שבמרץ 2024 הושלמה הקצאתן של הזכויות בשותפות ורישומן על שם החברה, בעקבות המרת חלק מהלוואה שהעמידה החברה, לזכויות של שותף מוגבל, בעקיפין, מהשותפות.

נתונים פיננסיים:

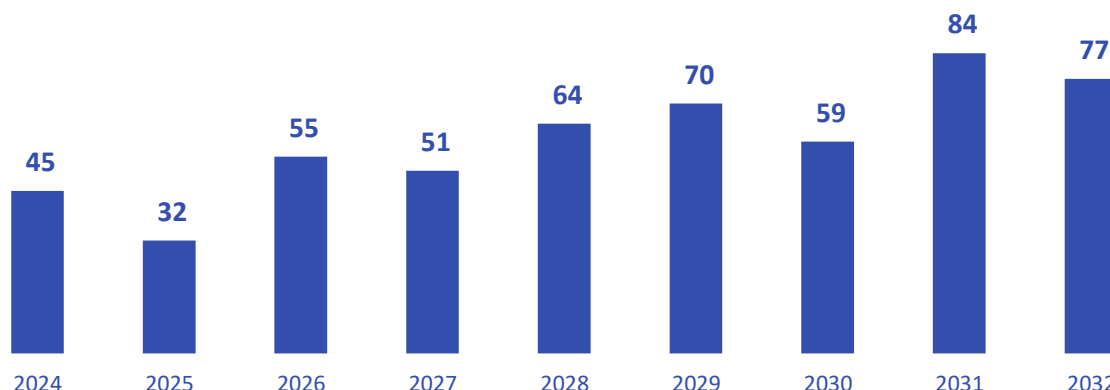
להלן נתונים פיננסיים עיקריים מהדוחות הכספיים של תחנת הכוח רמת חובב וחברת התפעול שלה. הנתונים במונחי 100% (אלפי ש"ח):

31.12.2023	30.6.2023	30.6.2024	
4,389,639	4,573,282	4,335,127	סך נכסים
3,955,484	4,125,466	3,807,886	סך התחייבויות
434,155	447,816	527,241	הון עצמי
לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
1,231,280	547,375	727,223	הכנסות
648,415	346,078	451,670	EBITDA
400,185	221,815	317,236	רווח תפעולי
259,001	152,548	250,660	רווח נקי
784,486	378,886	364,727	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת

העלייה בהכנסות, ב- EBITDA וברווח התפעולי לעומת התקופה המקבילה אשתקד ולעומת שנה קודמת נובעת בעיקר מעלייה בזמינות היחידות השונות בתחנה ובעיקר ביחידות 8,9 בתחנה אשר היו מושבתות במרבית התקופה המקבילה אשתקד עקב שריפה במבנה מסננים ומעלייה בהיקף שעות הייצור.

נתונים פיננסיים - תחזית תזרים:

להלן התזרים הצפוי של החברה מההשקעה בתחנת הכוח עד שנת 2032 (חלק החברה בלבד) (במיליוני ש"ח):



לפרטים נוספים לעניין השווי ההוגן של ההשקעה ראו סעיף 15 לדוח הדירקטוריון. הנתונים מתבססים על הערכת השווי שבוצעה ליום 31.12.2023 שהתזרימים הכלולים בה כוללים תשלומי מס (תיאורטיים) ברמת התחנה. התחנה מוחזקת באמצעות מספר שותפויות ולפיכך לא צפויים תשלומי מס ברמת התחנה ובהתאם התזרים לעיל לא כולל את תשלומי המס התיאורטיים.

החברה מעריכה כי התשואה השנתית הצפויה נכון למועד הדוח מההשקעה בתחנת הכוח (החזקות בשותפות או הלוואה המירה, לפי העניין, והלוואה לא המירה), ממועד הרכישה, הינה כ-30%.

התחזית המתוארת בגרף זה בעניין צפי התזרים מהשקעת החברה והערכות החברה ביחס לתשואה השנתית הצפויה מההשקעה בתחנת הכוח רמת חובב ("התחזית"), הינן בגדר מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך. התחזית וההערכות כאמור מבוססות על הנחות, הערכות ואומדנים של החברה, שמקורם בהערכת שווי חיצונית שקיבלה החברה, או במודלים כלכליים שהוכנו על ידי יועצים חיצוניים או במודלים פנימיים שהוכנו על ידי החברה ו/או השותפות המחזיקה בתחנת הכוח, הכוללים, בין היתר, הנחות בדבר התוצאות הכספיות הצפויות של התחנה, בהתבסס, בין היתר על הוראות רגולטוריות החלות על התחנה, שינוי במחירי ה-SMP, שינוי בתעריפי וצריכת החשמל, שינויים במדד המחירים לצרכן, שערי חליפין (דולר/אירו), מחירי גז, וכיו"ב. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתמששו באופן שונה מכפי שנחזה (אף באופן מהותי), לרבות במקרה של שינוי באחת או יותר מההנחות שלעיל, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזית ושהתבססו על מודלים פנימיים, לא נבחנו על ידי גורם חיצוני שאינו עובד החברה או השותפות המחזיקה בתחנת הכוח. כמו כן, ייתכן וחלק מתזרימי המזומנים הצפויים יוותר לטובת מימון של צמיחה ופיתוח עסקי וכן ייתכן עיתוי שונה לחלוקות תזרימי המזומנים. כמו כן, החלוקות כפופות, בין היתר, למבחני החלוקה ולהחלטות האורגנים המוסמכים הרלוונטיים. יובהר כי התחזית אינה כוללת השקעות שידרשו, ככל שידרשו בתחנה. לאור האמור, אין ביכולתה של החברה להעריך או להבטיח כי התזרים הצפוי יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של החברה לעמידה בה או מצג של החברה.



תחנת כוח חגית

לחברה זכויות של שותף מוגבל, בעקיפין, של כ-16% מהשותפות שחתמה על הסכם לרכישת הזכויות בתחנת כוח מונעת בגז "חגית (מזרח)", בעלת כושר ייצור של כ-660 מגה וואט, וזאת לאחר שבמהלך הרבעון הראשון של שנת 2024 התקיימו התנאים להמרת חלק מהלוואה שהעמידה החברה, לזכויות של שותף מוגבל, בעקיפין, מהשותפות, ובמאי 2024 הושלמה הקצאתן של הזכויות בשותפות ורישומן על שם החברה.

נתונים פיננסיים:

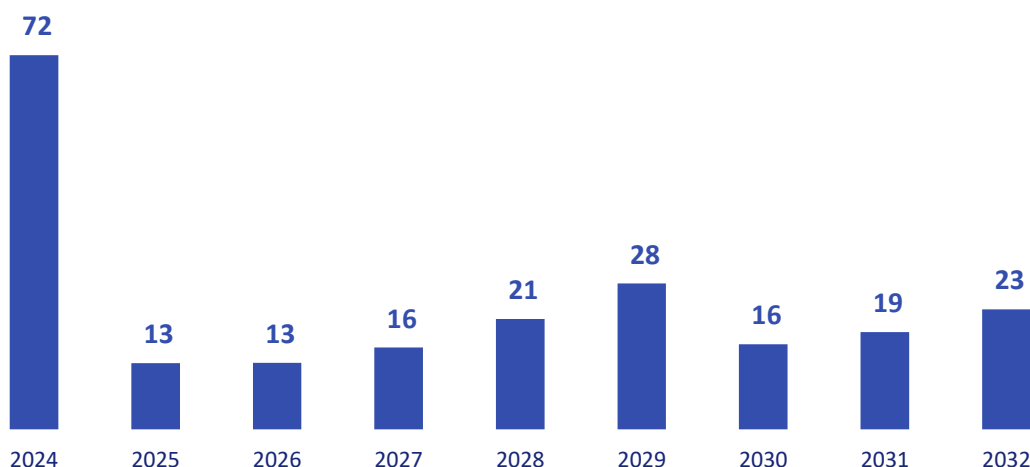
להלן נתונים פיננסיים עיקריים מהדוחות הכספיים של תחנת הכוח חגית וחברת התפעול שלה. הנתונים במונחי 100% (אלפי ש"ח):

31.12.2023	30.6.2023	30.6.2024	
1,993,089	1,898,650	1,897,504	סך נכסים
1,705,364	1,746,758	1,719,334	סך התחייבויות
287,725	151,892	178,170	הון עצמי
לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
797,297	339,844	408,102	הכנסות
415,107	186,571	203,810	EBITDA
299,858	132,664	138,273	רווח תפעולי
215,192	83,394	100,429	רווח נקי
489,534	223,197	159,533	זדירים מזומנים מפעילות שוטפת

העלייה בהכנסות, ב-EBITDA וברווח התפעולי, נובעת בעיקר מעלייה במשטר ההפעלה.

נתונים פיננסיים - תחזית תזרים:

להלן התזרים הצפוי של החברה מההשקעה בתחנת הכוח חגית עד שנת 2032 (חלק החברה בלבד) (במיליוני ש"ח):



* התזרים בשנת 2024 נובע, בין היתר, מיתרות מזומן גבוהות בסוף 2023.

הנתונים מתבססים על הערכת השווי שבוצעה ליום 31.12.2023 שהתזרימים הכלולים בה כוללים תשלומי מס (תיאורטיים) ברמת התחנה. התחנה מוחזקת באמצעות מספר שותפויות ולפיכך לא צפויים תשלומי מס ברמת התחנה ובהתאם התזרים לעיל לא כולל את תשלומי המס התיאורטיים.

החברה מעריכה כי התשואה השנתית הצפויה נכון למועד הדוח מההשקעה בתחנת הכוח (החזקות בשותפות או הלוואה המירה, לפי העניין, והלוואה לא המירה), ממועד הרכישה, הינה כ-31%.

התחזית המתוארת בגרף זה בעניין צפי התזרים מהשקעת החברה והערכות החברה ביחס לתשואה השנתית הצפויה מההשקעה בתחנת הכוח חגית ("התחזית"), הינן בגדר מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך. התחזית וההערכות כאמור מבוססות על הנחות, הערכות ואומדנים של החברה, שמקורם בהערכת שווי חיצונית שקיבלה החברה, או במודלים כלכליים שהוכנו על ידי יועצים חיצוניים או במודלים פנימיים שהוכנו על ידי החברה ו/או השותפות המחזיקה בתחנת הכוח, הכוללים, בין היתר, הנחות בדבר התוצאות הכספיות הצפויות של התחנה, בהתבסס, בין היתר על הוראות רגולטוריות החלות על התחנה, שינוי במחירי ה-SMP, שינוי בתעריפי וצריכת החשמל, שינויים במדד המחירים לצרכן, שערי חליפין (דולר/אירו), מחירי גז, וכיו"ב. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתמששו באופן שונה מכפי שנחזה (אף באופן מהותי), לרבות במקרה של שינוי באחת או יותר מההנחות שלעיל, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזית ושהתבססו על מודלים פנימיים, לא נבחנו על ידי גורם חיצוני שאינו עובד החברה או השותפות המחזיקה בתחנת הכוח. כמו כן, ייתכן וחלק מתזרימי המזומנים הצפויים יוותר לטובת מימון של צמיחה ופיתוח עסקי וכן יתכן עיתוי שונה לחלוקות תזרימי המזומנים. כמו כן, החלוקות כפופות, בין היתר, למבחני החלוקה ולהחלטות האורגנים המוסמכים הרלוונטיים. יובהר כי התחזית אינה כוללת השקעות שידרשו, ככל שידרשו בתחנה. לאור האמור, אין ביכולתה של החברה להעריך או להבטיח כי התזרים הצפוי יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של החברה לעמידה בה או מצג של החברה.

סאנפלאואר

החברה מחזיקה בכ-51.85% מהון המניות המונפק והנפרע בסאנפלאואר הפעילה בתחום האנרגיה המתחדשת ומחזיקה, נכון למועד הדוח, חמש חוות רוח בעלות הספק מותקן של 50 מגה וואט בפולין, כ-174 מערכות פוטו וולטאיות על גגות בנים מסחריים ומשקים חקלאיים בעלי הספק מותקן כולל של כ-30.5 מגה וואט בישראל. בנוסף פעילה סאנפלאואר בפולין, ישראל וארצות הברית בייזום, פיתוח והקמה של פרויקטים בתחום הסולרי, חוות הרוח ואגירת אנרגיה.

נתונים פיננסיים מהדוחות הכספיים המאוחדים (אלפי ש"ח):

31.12.2023	30.6.2023	30.6.2024	
862,498	871,069	880,929	סך נכסים
594,689	617,009	596,997	סך התחייבויות
267,807	254,060	283,932	הון עצמי
לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2023	לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30.6.2024	
184,326	92,843	89,153	הכנסות
95,020	49,430	68,536	EBITDA
103,166	54,191	71,171	EBITDA מתואם*
29,093	16,904	56,992	רווח תפעולי
68,215	37,945	45,787	FFO
75,301	32,621	36,199	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת

* EBITDA בנטרול הוצאות ייזום בגין התקשרות בהסכם מחייב לרכישת פרויקטי אנרגיה מתחדשת ואגירה בארה"ב ובנטרול הכנסות אחרות.

הירידה בהכנסות נובעת בעיקר מירידה בהכנסות ממגזר אנרגיה מתחדשת בישראל הנובעת ממכירת מתקנים סולריים בישראל בתקופה. הגידול ב-EBITDA, ב-EBITDA המתואמת וב-FFO בתקופת הדוח לעומת התקופה המקבילה אשתקד ולעומת שנה קודמת נובע בעיקר מירידה בעלות ההכנסות בפולין שנבעה מביטול מגבלת מחיר החשמל השחור בפולין בשנת 2024 שהסתכמה בסך של כ-23 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. העלייה ברווח התפעולי נובעת מהעלייה ב-EBITDA כאמור לעיל, ומרווח ממכירת מתקנים פוטו וולטאיים בישראל בסך של כ-20 מיליון ש"ח.

7. המצב הכספי ומקורות המימון

א. המצב הכספי

להלן נתונים עיקריים מתוך סעיפי הדוח על המצב הכספי:

הנתונים באלפי ש"ח	30 ביוני		31 בדצמבר	הסברים ליתרות ולשינויים בהם
	2024	2023	2023	
נכסים שוטפים				
מזומנים ושווי מזומנים	127,617	132,887	80,904	העלייה במזומנים ושווי מזומנים בתקופת הדוח לעומת 31 בדצמבר 2023 נובעת בעיקר מהנפקה שבוצעה בפברואר 2024 בהיקף נטו של כ- 173 מיליון ש"ח, מהכנסות שהתקבלו מדיבידנד ותקבולים על חשבון קרן וריבית הלוואות בהיקף כולל של כ- 147 מיליון ש"ח בניכוי השקעות שביצעה החברה בתקופת הדוח בארנובום בהיקף של כ- 24 מיליון ש"ח), חלוקות דיבידנד בסך של כ- 33 מיליון ש"ח, פרעון אשראי מגוף מוסדי בסך של כ- 187 מיליון ש"ח והוצאות הנהלה וכלליות ומימון.
חייבים ויתרות חובה	4,951	2,096	5,820	היתרה כוללת בעיקר יתרת הוצאות מראש, הכנסות לקבל וחייבים אחרים. הירידה לעומת 31 בדצמבר 2023 נובעת בעיקר מקיטון בהוצאות מראש
סך הכל נכסים שוטפים	132,568	134,983	86,724	
נכסים לא שוטפים				
השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות	2,932,150	2,706,904	3,006,740	החברה מציגה את השקעותיה על בסיס שווי הוגן. הירידה לעומת 31 בדצמבר 2023 נובעת מירידה נטו בשווי ההוגן של ההשקעות בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות בסך של כ- 99 מיליון ש"ח. ירידת הערך נובעת בעיקר מקיזוז חלוקות דיבידנד ריבית ותקבולים בתקופה ומירידת שווי השקעת החברה בתחנת הכוח אי.פי.אם וסאנפלאואר. הירידה מקוזזת בתוספת השקעה בארנובום בתקופת הדוח בסך כ- 24 מיליון ש"ח.
פיקדון משועבד	29,706	32,619	33,000	פיקדון משועבד לבנק כנגד ערבויות שניתנו.
רכוש קבוע, נטו	-	10	-	
סך הכל נכסים לא שוטפים	2,961,856	2,739,533	3,039,740	
סך הכל נכסים	3,094,424	2,874,516	3,126,464	

הנתונים באלפי ש"ח	30 ביוני		31 בדצמבר	הסברים ליתרות ולשינויים בהם
	2024	2023	2023	
התחייבויות שוטפות				
ניירות ערך מסחריים והלוואות לזמן קצר	187,500	400,000	187,500	לחברה 2 סדרות של ניירות ערך סחירים, סדרה א' הונפקה בהיקף של כ- 110 מיליון ש"ח הונפקה בדצמבר 2022 וסדרה ב' בהיקף של 77.5 מיליון ש"ח הונפקה במרץ 2023. ניירות ערך מסחריים מונפקים לתקופה של שנה, וניתנים להארכה לתקופות נוספות (לפי שקול דעת החברה והמשקיעים) עד לתקופה כוללת של 5 שנים.
חלויות שוטפות של אגרות חוב	55,710	35,057	54,670	ראה להלן - אגרות חוב
זכאים ויתרות זכות	5,600	18,487	21,882	היתרה כוללת בעיקר יתרה של הוצאות לשלם הכוללים ריבית לשלם, מוסדות ממשלתיים, ספקים וזכאים אחרים. ביום 31 בדצמבר 2023 כללה היתרה דיבידנד לשלם בסך של 15 מיליון ש"ח.
סך הכל התחייבויות שוטפות	248,810	453,544	264,052	
התחייבויות לא שוטפות				
אגרות חוב	634,125	651,565	620,682	היתרה כוללת את אג"ח סדרה א' של החברה. העלייה נובעת מהצמדה למדד המחירים לצרכן.
הלוואות לז"א	-	-	187,500	ביום 31 בדצמבר 2023 משיכה על חשבון מסגרת אשראי שהועמדה על ידי גופים מוסדיים. מסגרת האשראי בהיקף של 375 מיליון ש"ח הועמדה לתקופה של שנתיים והיא בתוקף עד אוקטובר 2025.
זכאים ויתרות זכות	6,771	6,771	6,771	היתרה כוללת התחייבות בגין תוספת תמורה בעסקת סאנפלאוור בקשר עם התביעה בספרד.
מיסים נדחים	177,391	114,445	189,348	הירידה נובעת משינוי שלילי בשווי ההוגן של ההשקעות בתקופת הדוח.
סך הכל התחייבויות לא שוטפות	818,287	772,781	1,004,301	
הון	2,027,327	1,648,191	1,858,111	העלייה נובעת בעיקר מהנפקה שבוצעה בפברואר 2024 בהיקף של כ- 173 מיליון ש"ח, מתשלום מבוסס מניות בקשר עם ההנפקה בסך של 2.7 מיליון ש"ח, מהרווח הנקי בסך של 11.8 מיליון ש"ח בניכוי דיבידנד בסך של 18.5 מיליון ש"ח.
סך הכל התחייבויות והון	3,094,424	2,874,516	3,126,464	

ב. תוצאות הפעילות

להלן נתונים עיקריים מתוך סעיפי דוח רווח והפסד:

הנתונים באלפי ש"ח	6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	הסברים ליתרות ולשינויים בהם
	2024	2023	2024	2023	2023	
הכנסות						
שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בחברות מוחזקות הנמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	(98,998)	126,299	(81,741)	22,539	406,767	החברה מוגדרת כישות השקעה (כהגדרתה ב- IFRS 10) ולפיכך מציגה את השקעותיה על בסיס שווי הוגן דרך רווח והפסד. בתקופת הדוח בתקופה מקבילה אשתקד ובשנת 2023 ביצעה החברה הערכות שווי להשקעותיה ורשמה הפסדים / הכנסות משינוי בשווי ההוגן. להרכב השינוי בשווי ההוגן של כל אחת מההשקעות ראו ביאור 4 לדוחות הכספיים.
הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	147,486	175,670	58,936	115,273	252,597	תקבולים מהשקעות החברה, להרכב התקבולים של כל אחת מההשקעות ראו ביאור 4 לדוחות הכספיים
סה"כ הכנסות	48,488	301,969	(22,805)	137,812	659,364	
הוצאות תפעוליות						
דמי ניהול	16,763	15,058	8,703	7,500	31,058	דמי ניהול לחברת הניהול בהתאם לתנאי הסכם הניהול הנגזרים משווי הנכסים של החברה בהתאם לדוחותיה הכספיים בתוספת מע"מ שלא ניתן לקיזוז.
הוצאות תשלום מבוסס מניות	2,794	-	-	-	-	הוצאות בקשר עם שיערוך אופציות (לא רשומות) שהוקצו לחברת הניהול בהיקף של 5% מהמניות שהוקצו במהלך התקופה הרלוונטית.
עלויות עסקה בגין רכישת חברות מוחזקות (בעיקר שירותים מקצועיים)	75	210	34	171	1,161	עלויות עסקה (הכוללות בעיקר עלויות עורכי דין, יועצים פיננסיים ואחרים) מושפעות בעיקר מהיקף העסקאות בתקופת הדוח.
הוצאות תפעוליות אחרות	5,008	3,187	1,938	1,257	6,773	העלייה היחסית נובעת מגידול בהיקף פעילותה של החברה. ההוצאות כוללות בעיקר הוצאות ביטוח אחריות מקצועית, שכר דירקטורים חיצוניים, אגרות ושירותים מקצועיים אחרים.
סה"כ הוצאות	(24,640)	(18,455)	(10,675)	(8,928)	(38,992)	

הנתונים באלפי ש"ח	6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	הסברים ליתרות ולשינויים בהם
	2024	2023	2024	2023	2023	
רווח (הפסד) מפעולות רגילות	23,848	283,514	(33,480)	128,884	620,372	הירידה נובעת בעיקרה מהתמנות קצב העלייה במדד המחירים לצרכן ביחס לתקופות קודמות ומקיטון בהיקף החוב הממוצע של החברה. הוצאות ריבית והצמדה בגין אגרות החוב סדרה א' של החברה הסתכמו בתקופת הדוח בכ- 17 מיליון ש"ח (רבעון מקביל אשתקד כ- 20 מיליון ש"ח ושנת 2023 כולה כ- 30 מיליון ש"ח), כאשר בתקופת הדוח עלה מדד המחירים לצרכן בכ- 1.9% לעומת כ- 2.5% ברבעון המקביל אשתקד ו- 3.3% בשנת 2023 כולה. בנוסף נבעו לחברה הוצאות מימון בקשר עם מסגרות האשראי והנע"מ בסך של כ- 10 מיליון ש"ח (ברבעון המקביל אשתקד כ- 15 מיליון ש"ח ובשנת 2023 כולה כ- 28 מיליון ש"ח), מסגרות האשראי והנע"מ נושאות ריבית בנק ישראל בתוספת מרווח והירידה בסך ההוצאות נובעת מירידה בהיקף החוב הממוצע ומשינוי תמהיל החוב שהוזיל את עלויות הריבית. ההוצאות בתקופת הדוח קוזזו מהכנסות ריבית מפיקדונות.
רווח (הפסד) לפני מיסים על ההכנסה	(199)	250,652	(48,744)	111,096	565,475	
הוצאות (הכנסות) מיסים נדחים	(11,957)	46,691	(12,947)	18,022	121,594	מיסים נדחים בקשר עם הרווחים / הפסדים שנבעו מהשינוי נטו בשווי ההשקעות בחברות המוחזקות, שנמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד.
סה"כ רווח (הפסד) כולל מיוחס לבעלי מניות החברה	11,758	203,961	(35,797)	93,074	443,881	

ג. נדילות ומקורות מימון

להלן יובא פירוט בדבר תזרימי המזומנים של החברה:

הנתונים באלפי ש"ח	6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	הסברים לשינויים בתוצאות
	2024	2023	2024	2023	2023	
יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת תקופה	80,904	140,115	286,607	177,915	140,115	
מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת	115,663	173,898	43,616	101,613	210,054	התזרים השוטף נובע בעיקר מהרווח לתקופה, כולל ההתאמות לרווח, דיבידנד ריבית ותקבולים בגין הלוואות שהתקבלו בתקופה, ריבית ששולמה ושינוי בחייבים ובזכאים.
מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה	(21,114)	(61,126)	3,394	(46,641)	(80,875)	התזרים שימש בעיקר להשקעות בחברות מוחזקות, בתקופת הדוח להשקעה בארנובום שקוזה במשיכה מפיקדון בנקאי.
מזומנים נטו שנבעו (ששימשו) לפעילות מימון	(47,836)	(120,000)	(206,000)	(100,000)	(188,390)	התזרים שימש בעיקר לפירעון הלוואה מגוף מוסדי בסך של 187.5 מיליון ש"ח, מתשלום דיבידנד בסך של כ- 33 מיליון ש"ח בקיזוז תקבול נטו מגיוס הון בהיקף של כ- 173 מיליון ש"ח
גידול (קיטון) במזומנים ושווי מזומנים	46,713	(7,228)	(158,990)	(45,028)	(59,211)	
יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף התקופה	127,617	132,887	127,617	132,887	80,904	

ד. הסכמי הלוואה

להסכמי הלוואה מהותיים שהחברה או חברות מוחזקות הן צד להם, ראו בסעיף 17.6 בפרק תיאור עסקי התאגיד בדוח התקופתי של החברה לשנת 2023.

להלן תוצאות חישוב אמות מידה פיננסיות בהלוואות אלו ליום 30.6.2024 (להגדרות אמות המידה ראו בסעיף 17.6 בפרק תיאור עסקי התאגיד בדוח התקופתי של החברה לשנת 2023)

ההלוואה	לווה	מלווה	אמת המידה ותוצאות חישוב ליום 30.6.2024
הסכם מסגרת מאוקטובר 2023 ותיקון מנובמבר 2023	החברה	גופים מוסדיים מקבוצת מנורה	הון העצמי של החברה לא יפחת מ- 430 מיליון ש"ח. ליום 30.6.2024 – 2,027 מיליון ש"ח. יחס ההון העצמי למאזן החברה לא יפחת מ-22.5%. ליום 30.6.2024 – 65.5%. יחס החוב הפיננסי לנכסים יעלה על 57.5% ליום 30.6.2024 – 25%. ה- LTV לא יעלה על 55% ליום 30.6.2024 – 0%. ה- NAV לא יפחת מ- 430 מיליון ש"ח. ליום 30.6.2024 – 2,027 מיליון ש"ח. יחס החוב ל-EBITDA לא יעלה על 12. ליום 30.6.2024 – 4.1.
הלוואה ממאי 2022 (ההלוואה הועמדה בפועל באוקטובר 2022)	שותפות אגד	גופים בנקאיים בהובלת בנק לאומי לישראל בע"מ ומזרחי טפחות בע"מ	יחס ה-DSCR לא יפחת מ- 1.05 עד ל-31.12.2023, ב- 30.6.2024 וב- 31.12.2024 לא יפחת מ-1.1, ב- 30.6.2025 לא יפחת מ-1.25. יחס החוב ל-EBITDA לא יעלה על 5, היחס פוחת לאורך השנים עד לרמה של 3.5. עם זאת, יצוין כי גם במועד שלא התקיים יחס ה-DSCR כאמור לעיל, הדבר לא יהווה אירוע הפרה במידה ולא אירוע הפרה אחר כלשהו, וזאת במצב שבו יחס ה-DSCR אינו נמוך מ-0.9 במועד בדיקה אחד עד ל- 30.6.2024 ומ-1.0 במועד בדיקה נוסף, ובתנאי שבמועד הבדיקה העוקב יקוים יחס ה-DSCR בנדרש. אמות המידה הפיננסיות נבחנות על בסיס חצי שנתי. ליום 30.6.2024, יחס ה-DSCR עמד על 1.1 ויחס החוב ל-EBITDA עמד על 4.24.
הלוואה מנובמבר 2020	שותפות רמת חובב	תאגיד בנקאי וגופים מוסדיים חוץ-בנקאיים	יחס כיסוי לחיי ההלוואה (Tranche A) ולשירות החוב לא- יפחת מ- 1.05. ליום 30.6.2024: 3.56 -; יחס כיסוי לשירות החוב (Tranche A + B) ל- 12 החודשים האחרונים ו- 12 החודשים העוקבים למועד החישוב הינם לפחות 1.15, או, לאחר הפירעון המלא של Tranche B - 1.25. ליום 30.6.2024: 1.79.
הלוואה מינואר 2018 (עודכנה בפברואר 2022)	איי.פי.אמ באר טוביה	גופים בנקאיים בהובלת בנק הפועלים ודויטשה בנק	החל מתקופת ההפעלה: (1) יחס כיסוי חוב מינימאלי של 1:1.05 (ליום לכל תקופת חישוב, היסטורית או עתידית לכל תקופת חוב (ליום 30.6.2024, עומד על 1.13); (2) יחס כיסוי חיי הלוואה מינימאלי של 1:1.08 במהלך תקופת ההפעלה של הפרויקט (ליום 30.6.2024, עומד על 1.37). כמו כן, קיימים יחסי כיסוי לחלוקה כדלקמן: (1) יחס כיסוי שירות חוב היסטורי שווה או גדול מ- 1.2 (ליום 30.6.2024, עומד על 1.31); (2) יחס כיסוי שירות חוב עתידי שווה או גדול מ-1.2; (3) יחס כיסוי תקופת חיי ההלוואה שווה או גדול מ-1.2 ליום 30.6.2024, עומד על 1.44; (4) או 3 שנים לאחר תקופת ההפעלה אם אחד מהיחסים נמוך מ-1.2 - ושווה או גדול מ-1.18 והממוצע של היחס במשך 3 שנים גדול או שווה ל-1.2 (ליום 30.6.2024, עומד על 1.81).
אמות המידה הפיננסיות מחושבות על בסיס חצי שנתי.			

ההלוואה	לווה	מלווה	אמת המידה ותוצאות חישוב ליום 30.6.2024
אגרת חוב (סדרה א') שהונפקה לציבור בדצמבר 2022. הסדרה הורחבה ביולי 2022 ובדצמבר 2023.	החברה	ציבור	ראו נספח א' להלן.

אמות מידה פיננסיות נוספות נכללות בתניות הפרה צולבת מהותיות:			
יחס ADSCR ב VID של 1.07 ;	ליום 30.6.2024 - 1.67		
יחס LLCR ב VID של 1.12	ליום 30.6.2024 - 2.25		

בשנים 2023-2024 - שמירה על הון עצמי שלא יפחת מ- 0 בתאגיד מקבוצת אגד. בשנים 2025 ואילך - שמירה על הון עצמי שלא יפחת מ- 8-24 מיליון ש"ח, באופן מדורג, בתאגיד מקבוצת אגד	ליום 30.6.2024 - 578 מיליון ש"ח		
---	---------------------------------	--	--

הון עצמי מינימאלי - 200 מיליון ש"ח; יחס חוב פיננסי ל EBITDA מתחת ל-5	ליום 30.6.2024 - 578 מיליון ש"ח	ליום 30.6.2024 - 1.13	
--	---------------------------------	-----------------------	--

ליום 30.6.2024 החברה או הלווה על פי ההסכם, לפי העניין, עומדת באמות המידה על פי הסכמי המימון.

ה. היערכות למימוש אופציה בשותפות אגד

ראו ביאור 1.ב. לדוחות הכספיים של החברה ליום 30.6.2024, וכן בסעיפים 5.5 ו-5.6 לעיל. הערכת החברה כי היא אינה צופה שלצורך מימון תשלום התמורה בגין האופציה היא תידרש לגייס הון, הינה מידע צופה פני עתיד כמשמעו בחוק ניירות ערך, המתבסס על המידע הקיים בחברה נכון למועד דוח זה וכן על הערכות וניתוח של החברה לגבי התפתחויות עתידיות והוא עשוי שלא להתממש במקרה של השפעות חיצוניות אשר לא היה ניתן להעריך מראש ואשר אינן בהכרח מצויות בשליטת החברה.

ו. גירעון בהון החוזר

ליום 30 ביוני 2024 לחברה קיים גירעון בהון החוזר בסך של כ-116 מיליון ש"ח הנובע מניירות ערך מסחריים של החברה בהיקף של 187.5 מיליון ש"ח שמונפקים לשנה ולפיכך מסווגים בזמן הקצר. מנגד, לחברה קיימות מסגרות אשראי לא מנוצלות מגופים מוסדיים בהיקף של 375 מיליון ש"ח, בתוקף עד אוקטובר 2025. לחברה תזרים מזומנים חיובי מתמשך מפעילות שוטפת שהסתכם בתקופת הדוח בכ-116 מיליון ש"ח. לתאריך הדוח יחס המינוף של החברה עומד על כ-25%. לאור זאת, דירקטוריון החברה בחן את הנזילות של החברה כמפורט להלן וקבע כי אין בגירעון בהון החוזר כאמור בכדי להצביע על בעיית נזילות בחברה. החלטה זו מתבססת על בחינה, בין היתר, של מצבה הפיננסי של החברה לרבות יתרות הנכסים הנזילים של החברה, מסגרות אשראי לא מנוצלות וכן תזרים המזומנים שצפוי שינבע לחברה תחת תרחישים וניתוחי רגישות שונים בשנתיים הקרובות, לרבות ההיערכות למימוש אופציה בשותפות אגד, וכן בחינה של התחייבויות הקיימות והצפויות של החברה, לרבות התחייבויות החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב של החברה וכלפי תאגידים בנקאיים ומועד פירעון, ובחינה המקורות הקיימים והצפויים לפירעון התחייבויות אלו.

הערכת הדירקטוריון כי אין באמור כדי להצביע על בעיית נזילות מהווה מידע צופה פני עתיד כהגדרתו בחוק ניירות ערך, המתבססת, בין היתר, על ניתוח החברה את תזרים המזומנים שלה בפועל ואת תזרים המזומנים העתידי, היקפי מסגרת האשראי שלה, התחייבויות הקיימות והצפויות כלפי צדדים שלישיים, נכסיה הקיימים של החברה, ועוד. הערכות אלו עשויות שלא להתממש, כולן או חלקן, או להתממש באופן שונה (ואף שונה מהותי) מכפי שהוערך, בין היתר בעקבות שינויים בשווקים בהם פועלת החברה, בצרכי השקעותיה, בתנאי שוק, ובין היתר לאור שינויים מקרו כלכליים, מדיניים, פוליטיים ועוד אשר עשויים להשפיע על פעילויות החברה והחברות המוחזקות שלה.

8. מצבת התחייבויות

לפרטים אודות מצבת ההתחייבויות של החברה לפי מועדי פירעון ליום 30.6.2024, ראו דיווח מידי של החברה המתפרסם במקביל לדוח זה, אשר הפרטים הכלולים בו מובאים בזאת על דרך ההפניה.

9. חוות דעת רואה חשבון מבקר בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית

בהתאם להוראות תקנה 9ב(1ג) 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 חברה בטרם יחלפו חמש שנים מעת שנעשתה תאגיד מדווח, למעט בקורות מקרים מסוימים שנקבעו באותה תקנה בהתאם לכך החובה לצרף את דוח רואה החשבון בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית תחול על החברה החל מהדוחות כספיים ליום 31 בדצמבר 2026. לדוח הרבעוני של החברה בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי ראו פרק ג' להלן.

10. מדיניות החברה בנושא מתן תרומות

למועד הדוח, החברה לא קבעה מדיניות בנושא תרומות. בתקופת הדוח, לא נרשמו תרומות בסכומים כלשהם.

11. 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.

12. דירקטורים בלתי תלויים

למועד הדוח, לא חל שינוי ביחס לאמור בדוח הדירקטוריון הנכלל כפרק ב' לדוח התקופתי, למעט אישור מינוי מחדש של כל אחד מהדירקטורים החיצוניים של החברה באסיפה שנתית ומיוחדת שזימנה החברה. לפרטים נוספים ראו דיווח מיידי של החברה מיום 9 במאי 2024 (מס' אסמכתא: 2024-01-046243), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

13. מבקר פנים

לפרטים אודות מבקר הפנים של החברה, לרבות פרטים אודות תוכנית עבודת הביקורת, ראו סעיף 15 לדוח הדירקטוריון הנכלל כפרק ב' לדוח התקופתי.

14. 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 2023. לפרטים אודות האומדנים המשמעותיים אשר הופעלו על ידי ההנהלה ביישום המדיניות החשבונאית של החברה ואי הוודאות הכרוכה במקורות המפתח של האומדנים, ראו ביאור 3 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה, הנכללים כפרק ד' לדוח התקופתי.

15. מידע בדבר עדכון מהותיות שווי מהותיות ומאותיות מאוד

Ernovum	תחנת כוח באר טוביה	תחנת כוח חגית	תחנת כוח רמת חובב	מתקן התפלה אשקלון	שותפות אגד
30.6.2024	30.6.2024	30.6.2024	30.6.2024	30.6.2024	30.6.2024
30.6.2024	30.6.2024	31.12.2023	31.12.2023	31.12.2023	30.6.2024
מהותית	מהותית מאוד	מהותית	מהותית מאוד	מהותית	מהותית מאוד
237,440	447,147	155,363	435,528	157,764	1,330,543
246,975	385,476	145,086	419,242	160,829	1,320,000
BDO זיו האפט	ס.ק.א ייעוץ כלכלי בע"מ לפרטים ראו הערכת שווי מצורפת	רחל סגל, סמנכ"ל כספים			BDO זיו האפט לפרטים ראו הערכת שווי מצורפת
ראו מטה	שיטת השווי הכנסי והיוון תזרים המזומנים	קידום ערך הנכס ו/או ההלוואה, בגין התקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית ועד למועד הדוח בשיעור התשואה לבעלים, בניכוי דיבידנד ותקבולי קרן וריבית (לפי העניין), ככל שהתקבלו, ובתוספת השקעות נוספות ו/או הלוואות נוספות שביצעה החברה בנכס, ככל שביצעה			ראו מטה
ההנחות שהיוו בסיס להערכת השווי בהערכות שווי חיצוניות:					
17.5% (WACC)	השקעה: 10.2% (Ke) הלוואה: 7.6% (Ke)	השקעה (*): 11% (Ke) הלוואה לא המירה: 8% (Ke) 9.38% (Ke)	השקעה (*): 9.75% (Ke) הלוואה לא המירה: 8.35% (Ke)	8% (Ke)	WACC אגד סולו – 9% – 10.75% היסעים – 13% EBS – 6.75%-8.5% Mobilis – 11.25%-14.25%
11 שנים ולאחר מכן ערך טרמינלי	השקעה: בהתאם לתקופת הרישיון של התחנה וערך טרמינלי בסוף התקופה המשקף שנות פעילות נוספות הלוואה: בהתאם ללוח הסילוקין הצפוי	השקעה (*): בהתאם לתקופת הרישיון של היחידות הלוואה לא המירה: בהתאם ללוח הסילוקין של ההלוואה		בהתאם למשך הסכם הזיכיון עד שנת 2027	בהתאם לתקופות הרישיון ו/או ההסכמים בפעילויות השונות, ותחת הנחה של יציאה הדרגתית מאשכולות זוכיה במכרזים עתידיים.
היוון תזרים המזומנים (DCF)	שיטת השווי הנכסי, כאשר השווי של תחנת הכוח הוערך לפי היוון תזרים המזומנים לבעלים (FCFE), הקרקע הוערכה על ידי שמאי חיצוני לפי שילוב של גישת ההשוואה והיוון הנכסות. ההלוואה לפי היוון תזרימי המזומנים (DCF)	היוון תזרים מזומנים לבעלים (FCFE)			שיטת השווי הנכסי, המתבססת על שווי אגד שהוערך לפי היוון תזרים המזומנים (DCF), בניכוי חוב באגד ובשותפות אגד.
יישום המודל העסקי של החברה, מימוש של 80% מההסכמים הקיימת להקמת עמדות והגעה לכ-9.2 אלף עמדות בסה"כ והקמת 9 מתקני PV קטנים.		לא חלו שינויים באיזה מההנחות העיקריות ששימשו להערכת השווי החיצונית באופן שמשפיע מהותית על שווי ההשקעה ממועד זה			
-	נספח ב' לדוח הדירקטוריון	-	נספח ג' לדוח הדירקטוריון	-	נספח ד' לדוח הדירקטוריון
(*) בתקופת הדוח הלוואה המירה הומרה לזכויות בשותפות					

27 באוגוסט 2024

בנות 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.ג. אגרות חוב (סדרה א'), על פי דוח הצעת מדף מיום 1 בדצמבר 2021 (מס' אסמכתא: 105541-01-2021) וביום 12 ביולי 2022 השלימה החברה הנפקה פרטית של 200 מיליון ש"ח ע.ג. אגרות חוב (סדרה א') בדרך של הרחבת סדרה (לפרטים ראו דיווח מיידי של החברה מיום 11 ביולי 2022, מס' אסמכתא: 087451-01-2022) וביום 20 בדצמבר 2023 השלימה הנפקה פרטית של 20 מיליון ש"ח ע.ג. אגרות חוב (סדרה א') בדרך של הרחבת סדרה (לפרטים ראו דיווח מיידי של החברה מיום 14 בדצמבר 2023, מס' אסמכתא: 136422-01-2023). לתנאים המלאים של אגרות החוב ראו בשטר הנאמנות אשר צורף כנספח א' לדוח הצעת המדף, הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

להלן פרטים בדבר סדרת אגרות החוב של החברה שבמחזור נכון ליום 30 ביוני 2024:

אגרות החוב (סדרה א') ("אגרות החוב")		
מועד ההנפקה	5 בדצמבר 2021 והרחבות מיום 12 ביולי 2022 ומיום 20 בדצמבר 2023	
פרטים אודות דירוג אגרות החוב	שם חברה מדרגת	Maalot S&P
	דירוג למועד ההנפקה	A+
	הדירוג הקבוע למועד הדוח	A+
פרטים בדבר הנאמן	רזניק פז נבו נאמניות בע"מ, רחוב יד חרוצים 14, תל-אביב 6770007 איש קשר: הגר שאול, טלפון: 03-6389200, פקס: 03-6389222 דוא"ל: hagar@rpn.co.il	
סך כל השווי הנקוב במועד ההנפקה	670,000 אלפי ש"ח ערך נקוב	
השווי הנקוב במועד הדוח	636,500 אלפי ש"ח ערך נקוב	
השווי הנקוב כשהוא מוערך מחדש לפי תנאי ההצמדה	705,681 אלפי ש"ח	
סכום הריבית שנצברה	-	
שווי ההון כפי שנכלל בדוחות הכספיים	689,835 אלפי ש"ח	
שווי בורסאי ליום 30 ביוני 2024	619,315 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 שעבוד שוטף כללי על כלל נכסיה וזכויותיה הקיימים והעתידיים 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	פעמיים בשנה בימים 30 ביוני ו-31 בדצמבר 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.

קרן אגרות החוב (סדרה א') והריבית על הקרן צמודות למדד המחירים לצרכן, כמפורט בסעיף 4 לתוספת הראשונה של שטר הנאמנות.

לחברה קיימת זכות, לפי שיקול דעתה הבלעדי, לבצע פדיון מוקדם של אגרות החוב (סדרה א'), וזאת כמפורט בסעיף 13.2 לתוספת הראשונה לשטר הנאמנות.

כן.

רישום למסחר בבורסה			אמות מידה פיננסיות ושיעור העמידה בהן
אמת המידה	פירוט	בחינה ליום 30 ביוני 2024 (אלפי ש"ח)	
התניית הון עצמי	סך ההון העצמי ¹⁹ של החברה לא יפחת מ-430 מיליון ש"ח.	2,027,327	
התניית יחס חוב לסך נכסים	היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים לא יעלה על 57.5% ²⁰ .	24.7%	
התניית NAV	השווי ההוגן של נכסי החברה, ²¹ בניכוי התחייבויות החברה לפי ערכן הפנקסי כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה (מבוקרים או סקורים, לפי העניין) לא יפחת מ-430 מיליון ש"ח.	2,027,327	
התניית יחס הון למאזן	היחס בין ההון העצמי של החברה ²² לבין היקף המאזן של החברה, כפי שיופיע בדוחות הכספיים של החברה, לא יפחת משיעור של 22.5%.	65.5%	
החברה עמדה בכל התנאים וההתחייבויות על פי שטר הנאמנות, ולא התקיימו תנאים המקימים עילה להעמדה לפירעון מיידי או למימוש בטוחות.			
האם הסדרה מהותית			כן.

¹⁹ 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 הקרן בגין תיפרע רק לאחר פירעון המלא של אגרות החוב.

²⁰ 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 מתאגדים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים בצירוף חלויות שוטפות של אשראי זה, הלוואות מתאגדים 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 נוכה 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.

"מזומן מוגבל" - פיקדונות, מזומנים ושווי מזומנים משועבדים לטובת צד ג' או אשר ניתנה התחייבות כלפי צד ג' כאמור לאי-משיכתם.

²¹ לעניין חישוב השווי ההוגן של נכסי החברה - השקעות בחברות מוחזקות יילקחו על פי שוויין ההוגן בדוחות הכספיים של החברה ונכסים אחרים יילקחו בהתאם לערכם הפנקסי בדוחות הכספיים כאמור.

²² ראו לעיל, ה"ש 21.

הערכת שווי אחזקות קיסטון אינפרא בע"מ
בחברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ
והערכת שווי הלוואה שניתנה לחברות ג'י.פי.
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 אינפרא בע"מ
ההנהלה ו/או מזמין העבודה	הנהלת קיסטון
אי.פי.אם ו/או IPM	חברת אי.פי.אם 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.אם אחזקות ו/או IPM אחזקות	חברת אי.פי.אם 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 לקרקע באזור התעשייה "באר טוביה"
מועד ההערכה	30 ביוני 2024

לכבוד:

חברת קיסטון אינפרא בע"מ,

א.ג.נ.,

11.8.2024

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

מסגרת העבודה

נתבקשנו על-ידי הנהלת חברת קיסטון אינפרא בע"מ (להלן: "ההנהלה", "קיסטון" בהתאמה), לבצע הערכת שווי לאחזקות קיסטון בחברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ (ללא השקעה באמצעות אחזקתה בחברת ג.י.פי. גלובל פאוור בע"מ) (להלן: "החברה"), וכן להלוואה שניתנה לחברת ג.י.פי. גלובל פאוור בע"מ וא.י.ה פריז אחזקות בע"מ (כמפורט בנספח ב') (להלן: "ההלוואה לגלובל ואיה") לצורכי דיווחים חשבונאיים, נכון ליום 30 ביוני 2024 (להלן: "מועד הערכה").

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדיווחי קיסטון ליום 30 ביוני 2024, וכן בכל דיווח מידי לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1958 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.

מקורות המידע

לצורך עבודתנו התבססנו, בין היתר, על הנתונים הבאים:

- דוחות כספיים של החברה לשנים 2021-2023 ולתקופה ינואר עד יוני 2024;
- הערכת שווי אי.פי.אמ באר טוביה בע"מ ליום 30 ביוני 2024;
- 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. בכל שאלה ועניין הקשורים לעבודה, אנא פנו לחברת ס.ק.א. ייעוץ כלכלי בע"מ.

בכבוד רב,

בסיס עבודתנו

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 שווי 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 ביטחון 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 ההערכה.

תחזיות ומידע צופה פני עתיד תלויים במידה ניכרת גם בגורמים חיצוניים, מקור ומיקור 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 החברה¹

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 וחתומת שר האנרגיה על רישיונות ייצור והספקת חשמל.

קיסטון²

קיסטון אינפרא 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. 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 פרטנס, 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 פאזור בע"מ המהוות 10.25% מהון המניות המונפק והנפרע של גלובל, בדילול מלא³.

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 וא.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 לאי. פי. אם אחזקות.

(1) מקור: מידע שהתקבל מהנהלה והדוחות הכספיים של החברה.

(2) מקור: הדוחות הכספיים של קיסטון.

(3) לאחר השלמת העסקה רכשה קיסטון 0.41% ממניות גלובל בשוק כך שנוכח להיות מחזיקה קיסטון 10.66% בגלובל.

1. כללי - המשך**הסכם עם לאומי פרטנרס ונוי⁴**

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 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;

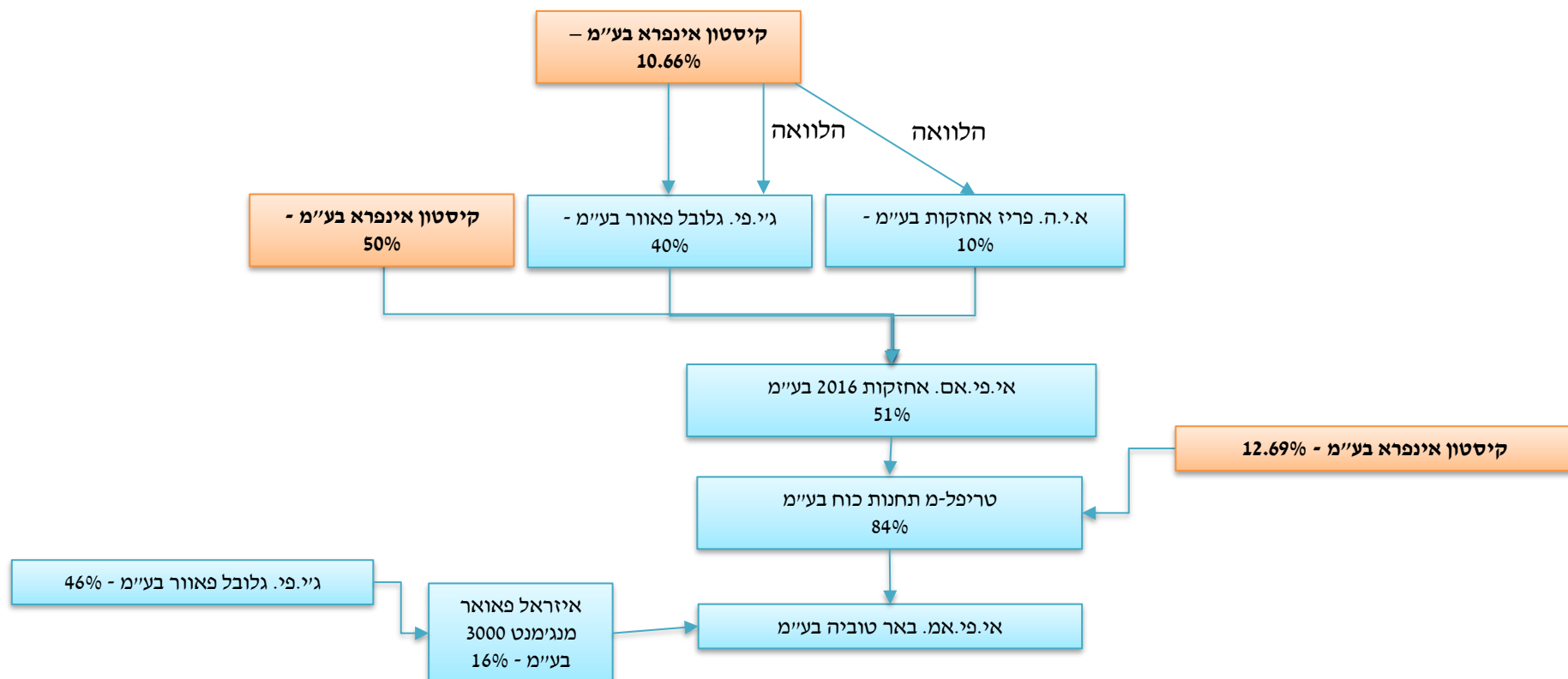
עוד במסגרת עסקת לאומי פרטנרס-נוי, קיסטון רכשה את מלוא הון המניות המונפק והנפרע וזכויות ההצבעה של לאומי פרטנרס ונוי בחברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ המהוות במצטבר 5.1% מהון המניות המונפק והנפרע של טריפל-מ, בדילול מלא, וכן את מלוא זכויותיהן של לאומי פרטנרס ונוי לקבל את החזר הלוואות הבעלים מכוח שטרי הון שהעמידו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

לאחר השלמת עסקת הפניקס ועסקת לאומי פרטנרס-נו (וכן רכישה של מניות גלובל בבורסה) מחזיקה קיסטון במישרין בכ- 12.69% ובעקיפין 40.36% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ובכ- 34.34% 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. תרשים מבנה החברה

התרשים שלהלן מציג את שיעורי אחזקה של חברת קיסטון בחברת טריפל-מ:



3. 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, שיותר לאחר מכירת הנכסים וכיסוי כל ההתחייבויות. ההערכה יכולה שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות.

4. תמצית תוצאות הערכת השווי

להלן סיכום הערכת שווי החברה בהתאם לאומדנים ולחישובים המוצגים לעיל ולהלן. בהתאם לתוצאות, נכון למועד ההערכה, הונה העצמי הכלכלי (בנטרול הלוואות מצדדים קשורים) של החברה נאמד בכ- 874,234 אלפי ש"ח. קיסטון מחזיקה בכ- 38.19% ממניות החברה (לרבות הלוואות בעלים ושטרי הון, וללא החזקה דרך גלובל), אשר שווים נכון למועד ההערכה הינו כ- 333,870 אלפי ש"ח⁵.

ערך בספרים ליום 30.6.2024		שווי הוגן
נכסים שוטפים		
מזומנים ושווי מזומנים	1,563	1,563
חייבים ויתרות חובה	414	414
סה"כ נכסים שוטפים	1,977	1,977
נכסים לא שוטפים		
קרנות רזרבה מוגבלות	2,103	2,103
השקעה בחברה בת	487,991	696,522
רכוש קבוע, נטו	82,365	271,000
סה"כ נכסים לא שוטפים	572,459	969,625
התחייבויות שוטפות		
חלויות שוטפות של הלוואות מבנקים	4,964	4,964
זכאים ויתרות זכות	134	134
סה"כ התחייבויות שוטפות	5,098	5,098
התחייבויות לא שוטפות		
הלוואות מתאגידים בנקאיים	92,270	92,270
הלוואות מצדדים קשורים	38,628	-
סה"כ התחייבויות לא שוטפות	130,898	92,270
הון עצמי	438,440	
הון עצמי כלכלי		874,234

(5) נמסר כי המהות הכלכלית של העבודה הינה בחינת שווי אחזקות קיסטון בטרפל הן במישרין והן באמצעות אחזקה באי.פי.אם אחזקות 2016 וללא אחזקות קיסטון בגלובל פאוור. 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 ההלוואות

בהתאם להסכם ההלוואה, פירעון ההלוואות הינו מהתקבולים שמגיעים לגלובל ואייה 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 הינו שנתיים, נאמד על בסיס חישוב בהתאם למועדי הפירעון הצפויים שהתקבלו מההנהלה על בסיס התקבולים שצפויים להתקבל מתחנת הכוח, נכון למועד ההערכה.

ריבית הוגנת - הריבית ההוגנת נלקחה ממטריצת ריביות שקלית נומינלית למועד ההערכה, 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 ההערכה ללא סכומים הנמצאים במחלוקת* (אלפי ש"ח):

מספר הלוואה	סה"כ קרן וריבית ליום 30 ליוני 2024	ריבית הוגנת	שווי הוגן ליום 30 ליוני 2024
הלוואה	49,894	7.6%	51,606
סה"כ	49,894		51,606

*לגבי המחלוקת בין הצדדים לעניין סכום ההלוואה ראה שקופית 39.

טבלת רגישות

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

8.6%	8.1%	7.6%	7.1%	6.6%
50,425	51,010	51,606	52,213	52,832

פרק ב' תיאור החברה

חברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ

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.

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 וחתירת 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' ניתוח דוחות כספיים

מאזנים

להלן תמצית מאזני החברה (סולו) בהתאם לדוחותיה הכספיים לשנים 2021-2023 ולתקופה ינואר-יוני 2024 (אלפי ש"ח) :

1-6/2024	2023	2022	2021	
				התחייבויות שוטפות
4,964	4,921	1,754	4,663	חלויות שוטפות של הלוואות מבנקים
<u>134</u>	<u>285</u>	<u>8,590</u>	<u>1,312</u>	זכאים ויתרות זכות
5,098	5,206	10,344	5,975	התחייבויות שוטפות
				התחייבויות לא שוטפות
92,270	94,838	102,385	101,694	חלוואות מבנקים
<u>38,628</u>	<u>37,318</u>	<u>38,130</u>	<u>77,147</u>	חלוואות מצדדים קשורים
130,898	132,156	140,515	178,841	התחייבויות לא שוטפות
438,440	443,752	636,733	303,373	הון עצמי

1-6/2024	2023	2022	2021	
				נכסים שוטפים
1,563	3,186	879	29,707	מזומנים ושווי מזומנים
<u>414</u>	<u>1,466</u>	<u>1,789</u>	<u>208</u>	חייבים ויתרות חובה
1,977	4,652	2,668	29,915	נכסים שוטפים
				נכסים לא שוטפים
2,103	2,074	2,008	2,004	קרנות רזרבה מוגבלות
-	-	3,873	6,537	חלוואות לבעלים
-	-	177	559	השקעות אחרות
487,991	491,954	696,501	366,805	השקעה בחברה בת
<u>82,365</u>	<u>82,365</u>	<u>82,365</u>	<u>82,369</u>	רכוש קבוע, נטו
572,459	576,393	784,924	458,274	נכסים לא שוטפים

נכסים שוטפים

בשנת 2022 נרשם קיסטון בנכסים השוטפים לסך של כ- 2,668 אלפי ש"ח בהשוואה לסך של כ- 29,915 אלפי ש"ח בשנת 2021. הקיסטון נבע כתוצאה מירידה בסעיף מזומנים ושווי מזומנים אשר נבע בהתאם להנהלה כתוצאה מחלוקה לבעלים שבוצעה בתקופת הדוח. בשנת 2023 נרשם גידול בנכסים השוטפים לסך של כ- 4,652 אלפי ש"ח. הגידול נבע מעלייה בסעיף מזומנים ושווי מזומנים. נכון ליוני 2024, הנכסים השוטפים הסתכמו לסך של כ- 1,977 אלפי ש"ח, הקיסטון נבע הן מירידה במזומנים והן בסעיף החייבים.

נכסים לא שוטפים

בשנת 2022 הנכסים הלא השוטפים הסתכמו לסך של כ- 784,924 אלפי ש"ח בהשוואה לכ- 458,274 אלפי ש"ח בשנת 2021. הגידול נבע בעיקר כתוצאה מעלייה בסעיף השקעה בחברה בת. בשנת 2023 הנכסים הלא שוטפים הסתכמו לסך של כ- 576,393 אלפי ש"ח. הקיסטון נבע מירידה בסעיף השקעה בחברת בת. נכון ליוני 2024, הנכסים הלא השוטפים הסתכמו לסך של כ- 572,459 אלפי ש"ח בדומה לדצמבר 2023.

התחייבויות שוטפות

בשנת 2022 חל גידול בסך ההתחייבויות השוטפות לכ- 10,344 אלפי ש"ח בהשוואה לסך של כ- 5,975 אלפי ש"ח בשנת 2021. בשנת 2023 ההתחייבויות קטנו לסך של כ- 5,206 אלפי ש"ח. התנועות לאורך השנים נבע כתוצאה משינויים בסעיף זכאים ויתרות זכות. נכון ליוני 2024, ההתחייבויות השוטפות הסתכמו לסך של כ- 5,098 אלפי ש"ח.

התחייבויות לא שוטפות

בשנת 2022 נרשם קיסטון בהתחייבויות הלא שוטפות לסך של כ- 140,515 אלפי ש"ח בהשוואה לכ- 178,841 אלפי ש"ח בשנת 2021. קיסטון זה נבע מירידה בסעיף הלוואות לצדדים קשורים. בשנת 2023 ההתחייבויות הלא שוטפות הסתכמו לסך של כ- 132,156 אלפי ש"ח. הקיסטון נבע בעיקר מירידה בסעיף הלוואות מתאגידים בנקאיים. נכון ליוני 2024, ההתחייבויות הלא שוטפות הסתכמו לסך של כ- 130,898 אלפי ש"ח.

הון עצמי

בשנת 2022 נרשם גידול בהון העצמי לסך של כ- 636,733 אלפי ש"ח בהשוואה לסך של כ- 303,373 אלפי ש"ח בשנת 2021. בשנת 2023 ההון העצמי הסתכם לסך של כ- 443,752 אלפי ש"ח. נכון ליוני 2024, ההון העצמי הסתכם לסך של כ- 438,440 אלפי ש"ח.

רווח והפסד

להלן תמצית נתוני הרווח והפסד של החברה (סולו) בהתאם לדוחותיה הכספיים לשנים 2021-2023 ולתקופה ינואר-יוני 2024 (באלפי ש"ח):

	1-6/2024	2023	2022	2021	
הכנסות מהשכרת קרקע	4,327	8,505	8,116	7,897	
הכנסות דמי ניהול וייזום	-	-	-	35,850	
הכנסות מימון	67	205	908	483	
סה"כ הכנסות	4,394	8,710	9,024	44,230	
רווח מהשקעה כלולה לפי שיטת השווי המאזני	(4,001)	1,549	45,682	67,187	
הוצאות הנהלה וכלליות	(837)	(912)	(3,156)	(881)	
הוצאות מימון	(4,801)	(9,658)	(10,999)	(8,591)	
רווח (הפסד) לפני מיסים	(5,245)	(311)	40,551	101,945	

הכנסות

בשנת 2022 נרשמו הכנסות בסך של כ- 9,024 אלפי ש"ח בהשוואה להכנסות בסך של כ- 44,230 אלפי ש"ח. הקיטון מוסבר מכך שלאחר הפעלת התחנה לא נרשמו יותר הכנסות מדמי ניהול וייזום. בשנת 2023 ההכנסות הסתכמו בסך של כ- 8,710 אלפי ש"ח. נכון לתקופה ינואר- יוני 2024, ההכנסות הסתכמו לסך של כ- 4,394 אלפי ש"ח.

הוצאות

הוצאות החברה מורכבות מהוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון. בשנת 2022 הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות המימון הסתכמו לסך של כ- 14,155 אלפי ש"ח בהשוואה להוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון בסך של כ- 9,472 אלפי ש"ח בשנת 2021. בשנת 2023 ההוצאות הסתכמו לסך של כ- 10,570 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. נכון לתקופה ינואר-יוני 2024, הוצאות החברה הסתכמו לסך של כ- 5,638 אלפי ש"ח.

רווח (הפסד) לפני מיסים

בשנת 2022 הרווח לפני מיסים הסתכם לסך של כ- 40,551 אלפי ש"ח בהשוואה לרווח לפני מיסים בסך של כ- 101,945 אלפי ש"ח. בשנת 2023 חל מעבר להפסד בסך של כ- 311 אלפי ש"ח. נכון לתקופה ינואר- יוני 2024, לחברה הפסד בסך של כ- 5,245 אלפי ש"ח.

פרק ד' הערכת השווי

1. שיטת הערכת השוויכללי

קיימות מתודולוגיות שונות להערכת שווי כלכלי של חברה (לסקירה של המתודולוגיות השונות ראה נספח ד'), 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.

2. תמצית תוצאות הערכת השווי

להלן סיכום הערכת שווי ההון העצמי של החברה ליום 30 ליוני 2024 בהתאם לאומדנים ולחישובים המוצגים לעיל ולהלן (אלפי ש"ח):

שווי הון	ערך בספרים	ביאורים	
נכסים שוטפים			
1,563	1,563	1	מזומנים ושווי מזומנים
414	414	2	חייבים ויתרות חובה
1,977	1,977		סה"כ נכסים שוטפים
נכסים לא שוטפים			
2,103	2,103	3	קרנות רזרבה מוגבלות
696,522	487,991	4	השקעה בחברה בת
271,000	82,365	5	רכוש קבוע, נטו
969,265	572,459		סה"כ נכסים לא שוטפים
התחייבויות שוטפות			
4,964	4,964	6	חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך מבנקים ומוסדות פיננסיים
134	134	7	זכאים ויתרות זכות
5,098	5,098		סה"כ התחייבויות שוטפות
התחייבויות לא שוטפות			
92,270	92,270	8	הלוואות מתאגידים בנקאיים
=	38,628	9	הלוואות מצדדים קשורים
92,270	130,898		סה"כ התחייבויות לא שוטפות
הון עצמי			
874,234	438,440		הון עצמי כלכלי

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 מכוח הסכם המימון בתקופת ההפעלה המסחרית. הונח כי הערך בספרים של קרנות רזרבה מוגבלות משקף באופן המיטבי את השווי הכלכלי שלהן.
- 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 ליוני 2024. השווי של אי.פ.אמ, בהתאם להערכת השווי ליום 30 ליוני 2024, הינו כ- 829,193 אלפי ש"ח. החברה מחזיקה בכ- 84% ממניות אי.פי.אמ ועל כן השווי המוצג בהערכת השווי הינו כ- 696,522 אלפי ש"ח.
- רכוש קבוע, נטו⁷ - סעיף הרכוש הקבוע מורכב משווי מקרקעין הממוקמים באזור תעשייה באר טוביה. שווי הקרקע בסך של כ- 271 מיליון ש"ח נאמד בעבודה זו בהתאם לחו"ד שמאית שהתקבלה מקיסטון ושנערכה על ידי משרד להנדסה ושמאות מקרקעין נכון ליום 30.06.2024.
- 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.
- זכאים ויתרות זכות - הונח כי הערך של יתרה זו משקף באופן המיטבי את שוויה הכלכלי.

2. תמצית תוצאות הערכת השווי – המשך

8. הלוואות מתאגידים בנקאיים - יתרה זו משקפת הלוואה מבנק. הונח כי הערך בספרים של יתרה זו משקף באופן המיטבי את שווייה הכלכלי.
9. הלוואות מצדדים קשורים - יתרה זו משקפת הלוואות מחברת הבת (IPM). התבקשנו 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- 829,193 אלפי ש"ח.

קיסטון מחזיקה כ- 38.19%⁸ ממניות החברה (לרבות הלוואות בעלים ושטרי הון, וללא החזקה באמצעות גיפי גלובל פאוור). נכון למועד הערכת השווי, שיעור החזקה נאמד בכ- 333,870 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 הון	-5%	-10%
360,470	347,170	333,870	320,570	307,270

(8) נמסר כי המהות הכלכלית של העבודה הינה בחינת שווי אחזקות קיסטון בטריפל-מ הן במישרין והן באמצעות אחזקה באי.פי.אם אחזקות 2016 וללא אחזקות קיסטון בגלובל פאוור. כמו כן, נמסר מההנהלה כי ההתחייבויות והנכסים של חברת אי.פי.אם אחזקות 2016 הינם שווים.

נספחים

נספח א' הערכת שווי 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 ליוני 2024.

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 (מנהל המערכת וכן לקוחות פרטיים). תמהיל המכירות הינו 15% בילטארלי ו- 85% למנהל המערכת.

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.

בהתאם להחלטה 914, IPM מוכרת את יתרת ההספק בהיקף של 15% ללקוחות פרטיים בהסכמים בילטרליים.

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.

עדכון המודל אשר נערך על ידי הנהלת IPM כולל בעיקר את הסעיפים הבאים:

1. עדכון תוצאות כספיות שוטפות לתקופה.
2. עדכון פרמטרים כספיים לתקופה – מדדים, שערי חליפין וכדומה.
3. עדכון תנאי התשלום לנגה בהתאם להחלטת רשות החשמל.
4. החל ממועד סיום הסכם השכירות הקיים, דמי השכירות על הקרקע עודכנו לדמי שכירות ראויים, כפי שאלו נקבעו בשמאות (מייצגים תשואה של 5% על הקרקע).

ב. הוצאות

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

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

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.

2. הנחות מודל הערכת השווי - המשךג. 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 ההערכה.

השקעות הוניות

ההשקעות ההוניות הינן בהתאם להסכמי התחזוקה אל מול חברת סימנס כאשר תוקפן הינו ל- 20 שנה עם אפשרות הארכה ב- 5 שנים נוספות.

מימון

המימון שהתקבל לצורך הפרויקט הינו בסך של כ- 1.6 מיליארד ש"ח.

ערך שייר (Residual Value)

בחישוב ערך השייר חישבנו את תזרים המזומנים ארוך טווח (לאחר מס), בהתבסס על תחזיות הנהלת חברת הפרויקט ובהנחה כי חברת הפרויקט תפעל 20 שנה נוספות מעבר לשנות הרישיון, על פי עבודה כלכלית שנערכה על ידי משרד ייעוץ בנושא תקופת ערך השייר. תקופת ערך השייר ותזרים המזומנים הכלול בו התקבלו מהנהלת חברת הפרויקט בהתאם למודל הפיננסי. תזרים המזומנים הממוצע בשנות הגרט הינ כ- 119 מיליוני ש"ח, התזרים פוחת לאורך שנות התחזית.

שיעור הון

שיעור ההיוון אשר נדרש להיוון תזרימי המזומנים החזויים, אמור לשקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות החברה. חישוב שיעור ההיוון נעשה בהתאם למודל ה-CAPM. שיעור ההיוון נאמד בכ- 10.2%, לפירוט ראה להלן.

שיעור היוון

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

להלן נוסחת חישוב מחיר ההון המשוקלל ופירוט הפרמטרים:

$$Re = Rf + Rp * BETA + Sp$$

ביאור	סימון	תיאור	
א'	Rf	ריבית חסרת סיכון	5.2%
ב'	Rp	פרמיית השוק	5.8%
ג'	BETA	סיכון ביחס לשוק	0.8
ד'	Sp	פרמייה ספציפית	0.5%
	Re	שיעור היוון	10.2%

מחיר ההון אשר מתקבל מהחישוב כאמור הינו כ- 10.2%

ביאורים

א. ריבית חסרת סיכון - שיעור התשואה שקלי הנגזר מאמידת עקום אפס מאגרות חוב ממשלת ישראל למח"מ של 15 שנה (מקור: בנק ישראל).

ב. פרמיית השוק - פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק נכון למועד הערכת השווי, 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.

ד. פרמייה ספציפית - פרמיית סיכון ספציפית נלקחה לאור הסיכונים העודפים בתזרימי המזומנים החזויים של הפעילות.

2. הנחות מודל הערכת השווי - המשך

ד. 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) ⁹:

2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	7-12/2024	
218,679	237,135	237,956	229,802	215,829	192,876	214,636	222,547	158,581	126,466	רווח תפעולי
66,852	78,170	73,654	72,775	53,411	71,878	71,108	70,271	43,288	30,000	תזרים מזומנים לחלוקה לבעלים
27,892	35,941	37,319	40,634	32,864	48,738	53,134	57,864	39,281	29,280	ערך נוכחי של תזרימי מזומנים

01-02/2041	2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	
68,274	268,987	225,320	249,939	260,514	252,722	252,692	244,203	רווח תפעולי
59,225	207,312	174,412	119,376	35,492	35,645	41,046	39,101	תזרים מזומנים לחלוקה לבעלים
11,834	43,825	40,631	30,646	10,041	11,113	14,102	14,804	תזרים מזומנים

לפירוט הרווח התפעולי ותזרים המזומנים לחלוקה לבעלים, ראה להלן.

להלן מפורטת תחזית תזרים מזומנים לחלוקה לבעלים של פעילות IPM לתקופת ערך השייר (אלפי ש"ח):

2051	2050	2049	2048	2047	2046	2045	2044	2043	2042	3-12/2041	
139,416	146,453	155,268	157,597	160,058	140,689	88,331	155,094	162,019	176,233	205,433	תזרים מזומנים לחלוקה לבעלים
9,966	11,537	13,479	15,076	16,874	16,345	11,309	21,881	25,190	30,194	38,788	ערך נוכחי של תזרימי מזומנים

2061	2060	2059	2058	2057	2056	2055	2054	2053	2052	
(562)	70,570	71,366	72,860	77,299	86,887	110,013	121,882	115,760	92,099	תזרים מזומנים לחלוקה לבעלים
(15)	2,105	2,346	2,639	3,085	3,822	5,332	6,510	6,814	5,974	ערך נוכחי של תזרימי מזומנים

(9) נמסר ע"י הנהלת חברת הפרוייקט, 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 לחברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ כדמי שכירות בגין השימוש בקרקע.

2. הנחות מודל הערכת השווי - המשך

ה. תחזית רווח והפסד ותזרים מזומנים לחלוקה לבעלים

להלן סיכום הערכת שווי IPM (אלפי ש"ח) :

סך תזרים מהוון	579,943
ערך טרמינלי	249,249
שווי פעילות	829,193

בהתאם לאמור לעיל, שווי פעילות IPM נכון למועד ההערכה נאמד בכ- 829 מיליוני ש"ח.

טבלת רגישות

להלן טבלת רגישות בהתאם לשיעור ההיוון של אי.פי.אם למועד ההערכה (אלפי ש"ח) :

11.2%	10.7%	10.2%	9.7%	9.2%
747,155	786,430	829,193	875,832	926,786

פירוט תחזית רווח והפסד ותזרים המזומנים

להלן מפורטת תחזית רווח והפסד ותזרים מזומנים לחלוקה לבעלים של פעילות IPM בהתאם למודל הפיננסי (אלפי ש"ח) :

2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	ביאור	
797,811	775,690	739,797	701,437	629,998	626,093	689,535	681,188	354,779	א'	סה"כ הכנסות
(559,549)	(533,439)	(507,474)	(470,169)	(445,914)	(415,917)	(464,623)	(468,202)	(244,316)	ב'	סה"כ הוצאות תפעוליות
<u>(1,127)</u>	<u>(4,295)</u>	<u>(2,522)</u>	<u>(15,438)</u>	<u>8,792</u>	<u>4,460</u>	<u>(2,365)</u>	<u>(54,405)</u>	<u>16,003</u>	ג'	שינוי בהון חוזר
237,135	237,956	229,802	215,829	192,876	214,636	222,547	158,581	126,466		סה"כ רווח תפעולי
(17,730)	-	-	-	-	-	-	-	-	ג'	הוצאות מס
1,729	1,714	1,699	1,644	1,588	1,588	1,572	1,556	778		הכנסות ריבית
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	30,905	8,843		יתרת פתיחה מזומן
222,134	240,670	232,501	218,473	195,464	217,224	225,118	191,041	136,087		סך תזרים מזומנים
85,006	78,303	73,775	59,961	65,585	77,435	74,856	44,288	57,738	ג'	שרות חוב
(5,836)	(3,649)	-	-	7,293	(5,327)	(1,966)	-	2,667	ג'	משיכות והפקדות
(78,170)	(73,654)	(72,775)	(53,411)	(71,878)	(71,108)	(70,271)	(43,288)	(30,000)	ד'	תזרים מזומנים לבעלי מניות
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	30,405	ד'	יתרת סגירה מזומנים
78,170	73,654	72,775	53,411	71,878	71,108	70,271	43,288	30,000		סה"כ תזרים מזומנים לבעלי מניות

פירוט תחזית רווח והפסד ותזרים המזומנים

המשך תחזית רווח והפסד ותזרים מזומנים לחלוקה לבעלים של פעילות IPM בהתאם למודל הפיננסי (אלפי ש"ח):

01-02/2041	2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	2033	ביאור	
124,167	809,874	746,383	778,744	769,231	747,391	738,216	723,916	784,631	א'	סה"כ הכנסות
(85,167)	(540,059)	(517,961)	(528,933)	(507,062)	(493,233)	(484,108)	(473,404)	(575,449)	ב'	סה"כ הוצאות תפעוליות
29,274	(828)	(3,102)	129	(1,655)	(1,436)	(1,416)	(6,308)	9,496	ג'	שינוי בהון חוזר
68,274	268,987	225,320	249,939	260,514	252,722	252,692	244,203	218,679		סה"כ רווח תפעולי
(9,048)	(61,674)	(52,935)	(58,391)	(56,990)	(54,396)	(53,668)	(52,174)	(45,467)	ג'	הוצאות מס
-	-	-	1,998	1,776	1,752	1,729	1,729	1,729		הכנסות ריבית
-	-	-	19,642	7,263	7,228	7,241	1,000	1,000		יתרת פתיחה מזומן
59,225	207,312	172,385	213,188	212,563	207,307	207,994	194,758	175,941		סך תזרים מזומנים
59,225	207,312	172,385	25,841	48,649	45,202	48,523	39,865	59,863	ג'	שרות חוב
-	-	2,028	112,770	(5,987)	(2,330)	-	-	7,990	ג'	משיכות והפקדות
(59,225)	(207,312)	(174,412)	(119,376)	(35,492)	(35,645)	(41,046)	(39,101)	(66,852)	ד'	תזרים מזומנים לבעלי מניות
-	-	-	19,235	7,170	7,228	7,477	764	1,000	ד'	יתרת סגירה מזומנים
59,225	207,312	174,412	119,376	35,492	35,645	41,046	39,101	66,852		סה"כ תזרים מזומנים לבעלי המניות

ביאורים**א. הכנסות**

ההכנסות כוללות בעיקרן הכנסות מזמינות, הכנסות ממכירת חשמל הן לחברת חשמל והן ללקוחות פרטיים. ההכנסות ממכירות ללקוחות הפרטיים עד תום תקופת הרישיון (2041) מבוססות על תחזית מחירים שהוכנה ע"י משרד ייעוץ, התחזית לוקחת בחשבון את ההתפתחויות הצפויות במשק החשמל, בין היתר, מחירי דלקים, ייצור באמצעות אנרגיות מתחדשות, כניסה של מתקני ייצור חדשים וגריעה של מתקנים ישנים וההשלכות של האמור על תעריף רכיב הייצור. לאחר תקופת הרישיון, המודל מניח הכנסות מהעמדת זמינות ומכירת אנרגיה למנהל המערכת בהתאם לתחזית מחירים שלוקחת בחשבון, בין היתר, מעבר מסיבי לייצור באמצעות אנרגיות מתחדשות, כניסה של יחידות חדשות ושימור של יחידות ייצור מהסוג של IPM לצורך שמירה על שרידות ואמינות מערכת החשמל.

ב. הוצאות תפעוליות

מרבית הוצאות IPM הינן בגין עלויות גז טבעי. כמו כן, לחברה הוצאות תחזוקה והפעלה, הוצאות לניהול חברת הפרויקט (בעיקר הוצאות שכירות בגין הקרקע, הוצאות ניהול, שירותים, היטלים עירוניים וממשלתיים וביטוחים) ועלויות מכירה ללקוחות פרטיים. ההוצאות בתקופת הרישיון (עד 2041) מבוססות, בעיקרן, על הסכמים חתומים ומעבר לתקופת הרישיון על תחזית מחירי דלקים ותפעול.

ג. שינויים בהון חוזר, הוצאות מיסים, שרות חוב ומשיכות והפקדות

השינויים בהון החוזר, הוצאות מיסים חזויות, שרות חוב (קרן וריבית) הינם בהתבסס על התזרים מזומנים של המודל הפיננסי אשר התקבל מ-IPM.

ד. כרית ביטחון

בהתאם למידע שנמסר לנו ע"י ההנהלה, אי.פי.אם שומרת כרית ביטחון של מזומנים אשר לא ניתן לחלק אותה. תזרים המזומנים לבעלים כולל הן דיבדנדים והן החזר הלוואות.

נספח ב' הלוואה קיסטון לגלובל ואיה פריז

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

תיאור החברה

1. כללי¹⁰גלובל פאוור

חברת ג'י.פי. גלובל פאוור בע"מ התאגדה בישראל ביום 24 באוגוסט 1999 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות מוחזקות בייזום, פיתוח, השקעה וניהול של פרויקטים בתחום ייצור חשמל. בעלי המניות העיקריים של החברה הינם: אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (כולל באמצעות אחזקה בכר אקו אחזקות בע"מ), א.י.ה פריז אחזקות בע"מ וקיסטון אינפרא בע"מ.

גלובל פאוור מחזיקה בכ- 40% בחברת אי.פי.אם אחזקות. חברת אי.פי.אם אחזקות מחזיקה בשיעור של כ- 51% בחברת טריפל-מ תחנות כוח בע"מ אשר מחזיקה בכ- 84% בחברת הפרויקט.

גלובל פאוור מחזיקה בכ- 46% בחברת איזראל פאוור (להלן: "**איזראל פאוור**"), וזאת לאחר השלמת עסקה לרכישת 20.82% מהון המניות המונפק והנפרע של איזראל פאוור ביום 28 באפריל 2023. חברת איזראל פאוור מחזיקה בשיעור של כ- 16% בחברת הפרויקט אי.פי.אם באר טוביה בע"מ.

בהתאם לאמור לעיל, גלובל פאוור מחזיקה (בעקיפין) בכ- 24.5% מהון המניות של IPM.

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 ג'י פי גלובל פאוור בע"מ.

2. תמצית ההלוואה מהפניקס¹¹

ביום ה- 29 לנובמבר 2017 נחתם הסכם בין גלובל לבין הפניקס חברה לביטוח בע"מ, הפניקס פנסיה וגמל בע"מ ואקסלנס נשואה גמל בע"מ למתן הלוואות מזנין לגלובל ("הסכם ההלוואה" 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 ההלוואה תוקן בשנת 2018, ובמסגרת התיקון הנ"ל, בין היתר, הצטרפה א.י.ה פריז להסכם ההלוואה 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 הלווה (גלובל ואיה פריז) לגבי סכום יתרת קרן ההלוואה נכון למועד זה. נמסר כי בחודשים יוני 2019 עד פברואר 2021 פרעו גלובל ואיה פריז, סכומים על חשבון ההלוואה אשר לפי עמדת הפניקס והחברה היו פרעונות שלא על פי הוראות הסכם ההלוואה. לאור חילוקי הדעות ניהלו הצדדים הליך גישור. הצעת המגשר להסדר בהסכמה בין הצדדים אושרה על ידי דירקטוריון גלובל, אולם נדחתה על ידי האסיפה הכללית שלה. כפי שנמסר מההנהלה, היא שוקלת את המשך ניהול ההליכים המשפטיים מול גלובל, על מנת למצות את זכויותיה בנושא. יצוין כי הסדר גישור בין איה פריז והחברה נחתם. עוד יצוין, כי גלובל הגישה תובענה כנגד החברה וגורמים בהקשר זה (במסגרתה לא נתבקשו סעדים כנגד החברה). יצוין, כי אין אנו מביעים כל דעה לגבי האמור לעיל.

שווי הוגן של ההלוואה

מתודולוגיה

לצורך אומדן שיעור הריבית של ההלוואה נעשה שימוש הן בהלוואה שניתנה לחברת הבת והן בהתאם לדירוג של החוב הבכיר שניתן לחברת אי.פי.אם באר טוביה, על ידי חברת S&P.

דירוג חוב בכיר¹²

בתאריך 22 בנובמבר 2022 דירגה חברת S&P את החוב הבכיר של חברת הפרויקט אי.פי.אם באר טוביה בע"מ בדירוג של AA- השקול לדירוג של AA3.

בהתאם למתודולוגיה מקובלת, נהוג להפחית 2-3 נוטצ'ים מחוב בכיר ומובטח לחוב נחות. בהתאם, הונח על ידנו הפחתה של 3 נוטצ'ים מ-AA3 ל-AA3.

דירוג החברה בהתאם להלוואה שהתקבלה¹³

על מנת לאמוד את דירוג החברה, נעשה שימוש בהלוואה אשר ניתנה לחברת הבת למימון פרויקט תחנת הכוח. בפברואר 2022, חברת הבת 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.

אומדן דירוג החברה בהתאם להלוואה למימון פרויקט תחנת הכוח¹⁴

לצורך אומדן מחיר החוב השקלי של החברה, נעשה שימוש בהלוואה שניתנה לחברה ביום 1 בפברואר 2022, כמפורט לעיל.

שיעור הריבית ומח"מ ההלוואה, משקף דירוג A3 אשר תואם את מסקנות דירוג החוב הבכיר והמובטח, כאמור לעיל.

דירוג הלוואת הבעלים

לאור היות הלוואת קיסטון בעלת סיכון גבוה מאשר דירוג לעיל (A3), הונח כי יש צורך בהפחתת נז' של דירוג האשראי של החברה. לפיכך, דירוג הלוואת קיסטון המשקף את סיכונה הינו BAA1.

(12) מקור: דירוג חברת S&P.

(13) מקור: דוחות כספיים של החברה.

(14) מקור: נתוני מאגר מידע של חברת מרווח הוגן. יצוין כי שיעורי החיזון הינם במונחים נומינליים.

תנאי ההלוואות

בהתאם להסכם ההלוואה, תזרימי החברות מתחנת הכוח משמשים במלואם לפירעון ההלוואות, הלוואות נפרעות מכל התקבולים שמגיעים לגלובל ואיה מתחנת הכוח.

ההנחות וההתוננים 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 הינו שנתיים ונאמד על בסיס חישוב בהתאם למועדי הפירעון הצפויים שהתקבלו מההנהלה, נכון למועד ההערכה.
ריבית הוגנת - הריבית ההוגנת נלקחה ממטריצת ריביות שקלית נומינלית למועד ההערכה, 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 ההערכה ללא סכומים הנמצאים במחלוקת (אלפי ש"ח):

מספר הלוואה	סה"כ קרן וריבית ליום 30 ליוני 2024	ריבית הוגנת	שווי הוגן ליום 30 ליוני 2024
הלוואה	49,894	7.6%	51,606
סה"כ	49,894		51,606

טבלת רגישות

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

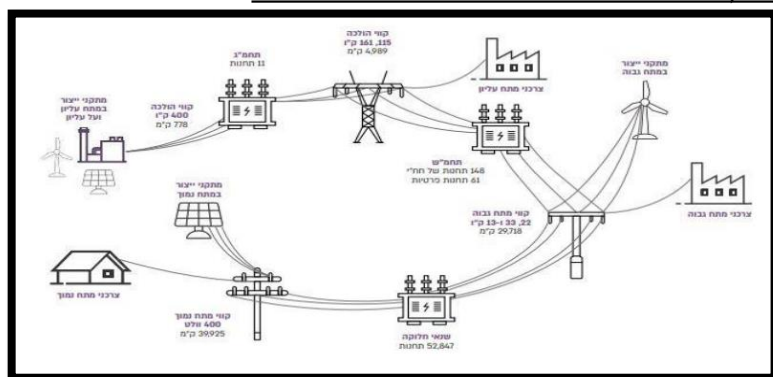
8.6%	8.1%	7.6%	7.1%	6.6%
50,425	51,010	51,606	52,213	52,832

כאמור בשקף 36 לעיל, קיימת מחלוקת בין הצדדים לגבי סכום יתרת קרן ההלוואה נכון למועד הערכת השווי. בהתאם לעמדת החברה, שקלול של הסתברות לקבלת עמדת החברה והסיכוי לחתימה של גלובל על הסדר הפשרה מוסיפה סך של כ- 4.47 מיליון ש"ח לשווי, כך שהשווי ההוגן של ההלוואה בתוספת סכום זה הינו כ- 56 מיליון ש"ח. יודגש כי אין אנו מביעים דעה בנושא.

נספח ג' תיאור הסביבה העסקית

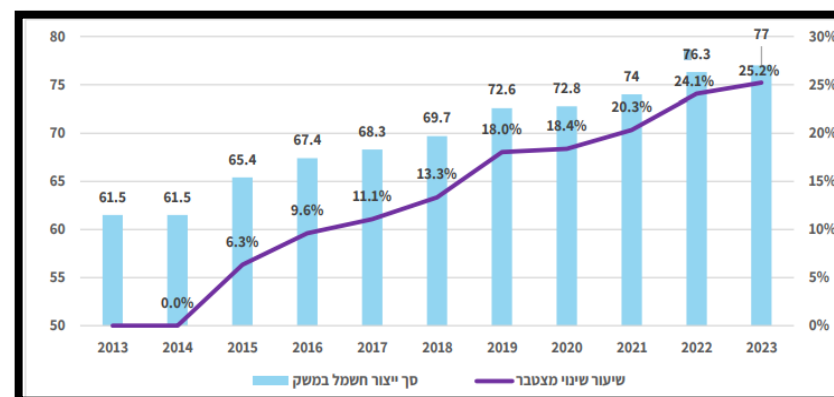
נספח ג' - תיאור הסביבה העסקית**סקירה כללית¹⁵**

ברפורמה נקבעו צעדים להגברת התחרות בכל אחד מהמקטעים השונים במשק החשמל. להלן הצעדים העיקריים: מקטע הייצור: מכירת תחנות ייצור חשמל של חברת החשמל לישראל (להלן: **חח"י**) ליצרנים פרטיים והקמת שתי יחידות חדשות בגז טבעי שיחליפו את היחידות הפחמיות; מקטע ההולכה והחלוקה: פיתוח מואץ של מקטע זה בשל חשיבותו לרשת החשמל; מקטע האספקה: פתיחת מקטע זה לתחרות על ידי הכנסת מספקים פרטיים לצרכנים הביתיים; מקטע ניהול המערכת: הוצאת ניהול המערכת משליטת חח"י והעברתו לחברת נגה – חברה ממשלתית חדשה שהוקמה. בסיומו של תהליך הדרגתי וממושך ולאחר פיילוט בן שנתיים שהסתיים בינואר 2023, נפתחה האפשרות לצרכנים פרטיים בעלי מונה חשמל חכם (דיגיטלי) להחליף את ספק החשמל. בפברואר 2024 פורסם כי משרד האנרגיה מקדם מעבר לספקים פרטיים – גם ללא מונה חכם החל מהרבעון השלישי של שנת 2024.

להלן תרשים המתאר את מבנה רשת החשמל:

- משק החשמל בישראל מורכב משרשרת של כמה מקטעים:
 - ❑ ייצור החשמל באתרי הייצור – ייצור באמצעות תחנות כוח המופעלות בפחם, במזוט או בגז טבעי ובאמצעות אנרגיה מתחדשת (בעיקר אנרגיית שמש);
 - ❑ הולכת האנרגיה החשמלית מיחידות הייצור אל תחנות מיתוג ותחנות משנה הפרוסות ברחבי הארץ – במקטע זה מתבצעות פעולות השנאה, שינוי מתחי החשמל ממתח - על או מתח עליון למתח גבוה;
 - ❑ מערכות קווי מתח גבוה ונמוך ואביזריהן, תחנות השנאה המקשרות בין רשתות מתח גבוה לבין רשתות מתח נמוך, מערכות תקשורת ומערכות עזר נלוות לצורך העברת חשמל מתחנות משנה לצרכנים ולבעלי רישיונות אחרים, לרבות מערך המדידה;
 - ❑ מכירת החשמל לצרכן הסופי – צרכנים עסקיים או ביתיים;
 - ❑ ניהול משק החשמל, קביעת האופטימיזציה של ייצור וצריכה של חשמל ותכנון הפיתוח העתידי של משק החשמל.

ביוני 2018 התקבלה החלטת ממשלה בדבר קידום רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל (להלן: **הרפורמה**).

נספח ג' - תיאור הסביבה העסקית**סקירה כללית - המשך****להלן מוצגים נתונים על סך ייצור החשמל בישראל בשנים 2013-2023:**

ייצור החשמל במשק גדל מכ- 61.5 מיליארד קוט"ש בשנת 2013 לכ- 77 מיליארד קוט"ש בשנת 2023, עלייה בשיעור מצטבר של 25.2%. קצב הגידול השנתי הממוצע של ייצור חשמל בשנים אלו היה כ- 2.3%, מגמת העלייה הייתה עקבית להוציא שנים 2014-2013. בשנת 2020 הצטמצמה הפעילות הכלכלית במשק עקב מגפת הקורונה, וייצור החשמל גדל ב- 0.3% בלבד.

בעשור הקרוב צפוי המשך הגידול בצריכת החשמל, הן בגין הגידול הטבעי באוכלוסייה ובפעילות הכלכלית והן בגין מיזמים כגון חשמול קווי הרכבת והעלייה בשימוש בכלי רכב חשמליים.

נספח ג' - תיאור הסביבה העסקית**סקירה כללית - המשך**

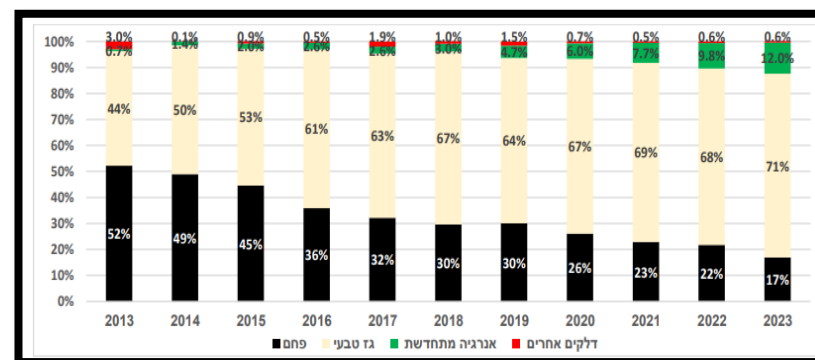
פיתוח תשתיות ורשת חשמל שיאפשרו העברת חשמל בהיקפים ניכרים, הכרחי כדי שמשק החשמל יוכל לעמוד בגידול הצפוי בביקוש לחשמל בעשורים הבאים. פיתוח זה הכרחי במיוחד כדי לחבר לרשת ההולכה מתקנים להפקת חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בעיקר בהתאם להחלטת הממשלה מאוקטובר 2020 על הגדלת יעדי ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, כך שבשנת 2025 היקף ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות יהיה 20% ובשנת 2030 30%, בהתאם להתחייבות כי עד שנת 2050 יופחתו הפליטות מייצור חשמל ב- 85% לעומת שנת 2015.

בפברואר 2019 אישר שר האנרגיה את תוכנית הפיתוח של רשת הולכת החשמל בשנים 2018–2022. לפי התוכנית כ- 6.74 מיליארד ש"ח יושקעו בכ- 280 פרויקטים של פיתוח רשת ההולכה וחברת החשמל תידרש לחשמל כ- 215 ק"מ של קו מתח-על וכ- 275 ק"מ של קו מתח עליון.

בינואר 2020 הוחלט על תוספת פרויקטים לתוכנית הפיתוח של מקטע ההולכה לצורך קליטת אנרגיות מתחדשות, כך שיבוצעו כ- 40 פרויקטים נוספים, בהיקף מוערך של כ- 1.2 מיליארד ש"ח. סך ההשקעות בתוכנית פיתוח הרשת צפוי להיות אפוא כ- 7.9 מיליארד ש"ח.

ב- 15 בינואר 2023, פורסמה לשימוע תוכנית הפיתוח למקטע המסירה לשנים 2023-2030. על פי התוכנית, יעדיה המרכזיים הם - מענה לתחזיות הביקוש לחשמל בעשור הקרוב, קליטה של מתקני ייצור באנרגיה מתחדשת כך שבשנת 2025 יהיה ייצור של 20% וב- 2030 30% מאנרגיות מתחדשות, בהתאם להחלטות הממשלה, העברת האנרגיה ממתקני ייצור חשמל אל אזורי צריכת החשמל, תוך שמירה על שרידות המערכת ואמינות אספקה ומתן מענה לפרוייקטים לאומיים כגון: המטרו, רכבות קלות וחיבור מתקני התפלה. בתוכנית פיתוח הרשת לשנים 2023-2030, הוחלט על כ- 387 פרויקטים.

נקבע כי במקטע האספקה חח"י לא תוכל להתחרות במגזר העסקי אלא תישאר ספק ברירת המחדל ותוכל להתחרות במגזר הלקוחות במתח נמוך (בנקודת פתיחת השוק לתחרות) רק לאחר שנתח השוק שלה יהיה קטן מ- 60%. כמו כן, נקבע כי רק לאחר שנתח השוק של חח"י בקרב לקוחות מתח נמוך יפחת מ- 75% היא תוכל להציע שירותי ערך מוסף במקטע זה.

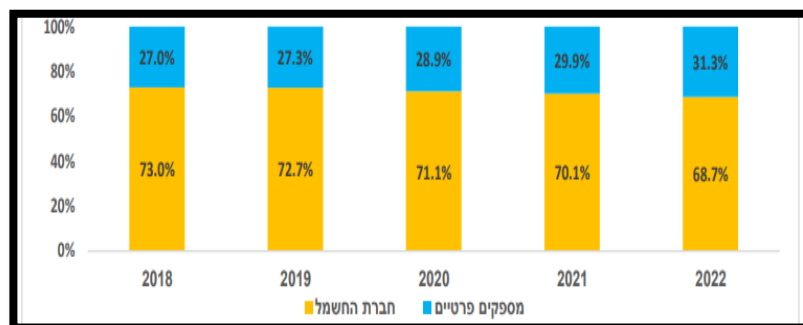
נספח ג' - תיאור הסביבה העסקיתסקירה כללית - המשךלהלן מוצגת התפלגות ייצור החשמל לפי סוג דלק 2013-2023:

בתרשים רואים כי בשנת 2023 כ- 17% מייצור החשמל היה מפחם וכ- 71% מגז טבעי. בנוסף, כ- 12% מייצור אנרגיה מתחדשת וכ- 0.6% מדלקים אחרים.

בשנת 2013, עם התחלת הזרמת גז טבעי ממאגר תמר, חלה עלייה בשימוש בגז טבעי לייצור חשמל - מכ- 44% בשנת 2013 לכ- 71% בשנת 2023. משנת 2012 החל שימוש באנרגיה מתחדשת, והשימוש בה הולך וגדל עם השנים מ- 1% בשנת 2013 לכ- 12% בשנת 2023.

על פי התחזית לשנת 2025, כ- 77% מייצור החשמל יהיה מגז טבעי, כ-20% מאנרגיה מתחדשת וכ- 3% מפחם, החל משנת 2026 כבר לא יהיה שימוש בפחם לייצור חשמל. בשנת 2030, על פי תוכניות הממשלה ויעדי אנרגיות מתחדשות, צפוי ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות בשיעור של כ-30% וכ- 70% ייצור חשמל מגז טבעי.

להלן מוצגת התפלגות ייצור החשמל בין חח"י לבין יצרני חשמל פרטיים:

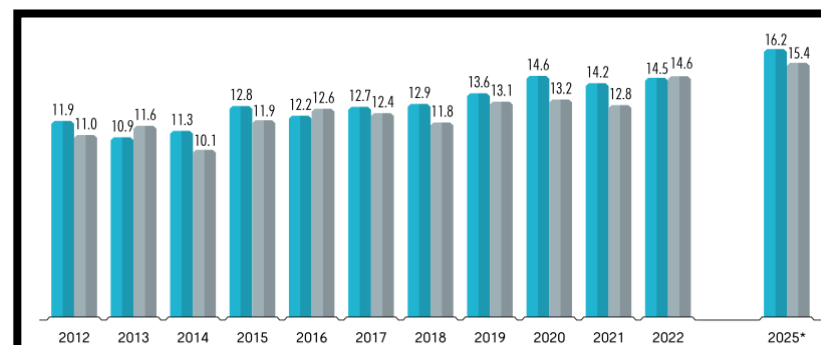


אפשר לראות כי בשנת 2022 נתח ייצור החשמל של יצרנים פרטיים היה כ- 31.3% מסך החשמל המיוצר בהשוואה ל- 27% בשנת 2018.

בשנות יישום הרפורמה 2017-2022 גדל נתח השוק של היח"פים בכ- 18 נקודות האחוז. לפי תחזית רשות החשמל, בשנת 2025 צפוי כי 38% מהיקף ייצור החשמל במשק (כולל מתחדשות) יהיה של חברת החשמל.

נספח ג' - תיאור הסביבה העסקית**סקירה כללית – המשך****תחזיות ביקוש לחשמל**

לתחזית הביקוש לחשמל בשנים הבאות יש חשיבות רבה בשל הצורך להיערך לגידול הצפוי והצורך בהתאמת מדיניות הממשלה לביקושים הצפויים. כך, כדי לעמוד ביעד של 30% מייצור החשמל באנרגיות מתחדשות בשנת 2030 יש לחזות את היקף ייצור החשמל הצפוי בשנה זו.

להלן מוצגים שיא הביקוש השנתי לחשמל במהלך השנים:

בהתאם לנתונים לעיל, ניתן לראות כי בעשור האחרון חלה עלייה בביקוש השנתי לחשמל. בשנת 2022 שיא הביקוש היה בחורף, וזאת בניגוד לשנים האחרונות בהן שיא הביקוש היה בקיץ. בחודש אוגוסט 2023 נשבר שיא הביקוש, כאשר הביקוש המשקי עמד על 15.7 GWh. לפי התחזיות, הביקוש לחשמל צפוי להמשיך לעלות ולהגיע לכ- 16.2 GWh בשנת 2025.

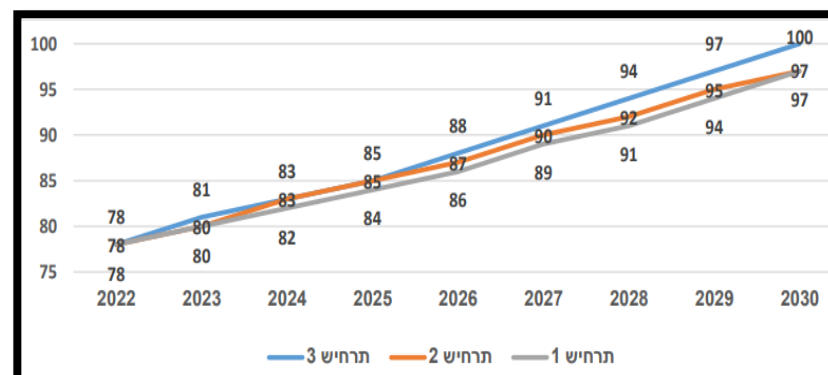
נספח ג' - תיאור הסביבה העסקית**סקירה כללית - המשך**

לפי תוכנית הפיתוח של חברת נגה למשק החשמל עד לשנת 2030 מאוגוסט 2022, יש שלושה תרחישים שונים לביקוש לחשמל בעשור הקרוב המתבססים על הנחות שונות באשר לגידול בתוצר, קצב חדירת רכבים חשמליים, סוגי תשתיות וטכנולוגיות הטעינה ועוד, כמפורט להלן:

תרחיש 1: גידול שנתי ממוצע בתוצר של 3% וקצב פיתוח איטי של תשתיות טעינה ציבוריות לרכבים חשמליים. נלקחת בחשבון ההנחה בדבר קצב חדירת רכבים חשמליים לפי תחזיות משרד האנרגיה.

תרחיש 2: גידול שנתי ממוצע בתוצר של 3.5%, קצב פיתוח מואץ של תשתיות טעינה ציבוריות לרכבים חשמליים ושימוש נרחב בטכנולוגיות מתקדמות לטעינה כך שהטעינה תתבצע על פני שעות שונות במהלך היום. בתרחיש זה קצב חדירת הרכבים החשמליים גבוה מתחזיות משרד האנרגיה לשנים הקרובות.

תרחיש 3: גידול שנתי ממוצע בתוצר של 3.5% וקצב חדירה מוגבר של רכבים חשמליים וכן פרופיל טעינה המתבסס על טעינה ביתית בהיקף של 50% מסך הטעינה בשנת 2030.

להלן מוצגת כמות ייצור החשמל לפי התרחישים השונים בשנים**2022-2030**

אפשר לראות בתרשים את הפערים בתחזיות הביקוש בין שלושת התרחישים:

❑ בתרחיש 1 בשנת 2025 צפוי ייצור של כ- 84 מיליארד קוט"ש ובשנת 2030 כ- 97 מיליארד קוט"ש, המשקף גידול של כ- 24.4% בשנים 2022-2030 ושיעור גידול שנתי ממוצע של 2.8%;

❑ בתרחיש 2 בשנת 2025 צפוי ייצור של כ- 85 מיליארד קוט"ש ובשנת 2030 כ- 97 מיליארד קוט"ש, המשקף גידול של כ- 24.4% בשנים 2022-2030 ושיעור גידול שנתי ממוצע של 2.8%;

❑ בתרחיש 3 בשנת 2025 צפוי ייצור של כ- 85 מיליארד קוט"ש ובשנת 2030 כ- 100 מיליארד קוט"ש, המשקף גידול של כ- 28.2% בשנים 2022-2030 ושיעור גידול שנתי ממוצע של 3.2%.

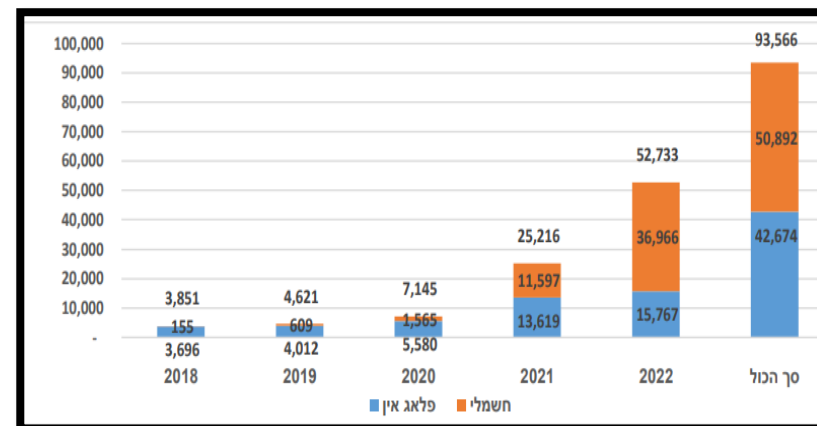
אפשר לראות כי בהשוואה לתחזיות החשמל שנעשו בשנים קודמות (בנק ישראל, חברת חשמל ו-BDO) תחזיות הביקוש לשנת 2030 נותרו דומות - 97-100 מיליארד קוט"ש. עם זאת, יש לציין שני דברים שהתרחשו בשנים האחרונות:

❖ משבר הקורונה: גרם למשבר כלכלי עולמי ולירידה עולמית בתוצר. בשנת 2020 גדל ייצור החשמל ב- 0.3% לעומת תחזיות גידול של 2.7%-3% ועקב כך ייצור החשמל בשנת 2021 היה כ- 74 מיליארד קוט"ש לעומת תחזית של כ- 77 מיליארד קוט"ש.

❖ קצב חדירת רכבים חשמליים: בשנים 2021-2022 חלה עלייה משמעותית בשימוש בכלי רכב חשמליים (חשמליים ופלאג אין), דבר העשוי להגדיל בצורה משמעותית את הביקוש לחשמל בשנים הקרובות.

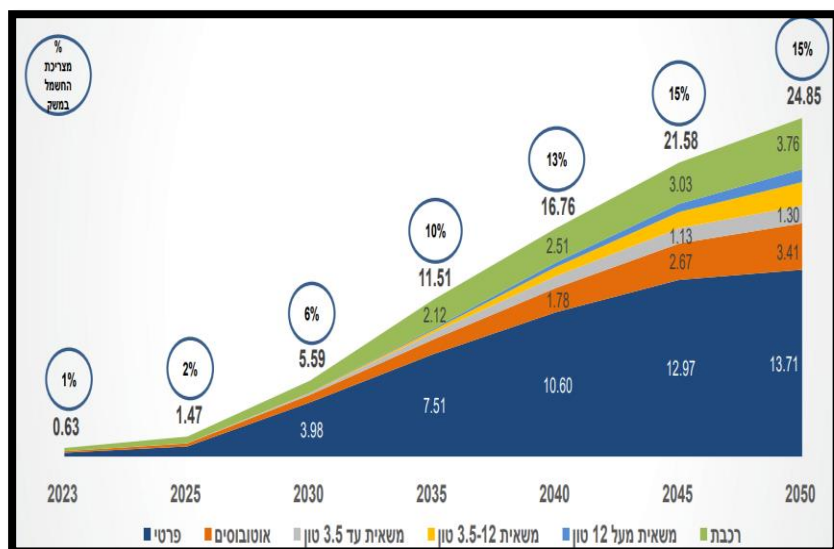
נספח ג' - תיאור הסביבה העסקית**סקירה כללית - המשך**

להלן מוצגים מספר הרכבים החשמליים ורכבי הפלאג אין שנמכרו בישראל בשנים 2018-2022



לפי תחזיות משרד האנרגיה¹⁷ במודל המבוסס על תרחיש מרכזי של עמידה ביעדי הממשלה, בשנת 2030 צפויים להיות כ- 1.3 מיליון כלי רכב פרטיים חשמליים בישראל לעומת כ- 70 אלף מכוניות, בנוסף צפויים להיות כ- 20 אלפי משאיות חשמליות לעומת מספר לא מהותי של משאיות וכ- 8 אלפי אוטובוסים חשמליים לעומת כ- 1.5 אלפי אוטובוסים חשמליים.

להלן מוצגת תחזית צריכת החשמל מתחבורה יבשתית בתרחיש מרכזי ושיעורה מסך צריכה החשמל במשק (TWh) לשנים 2050-2023



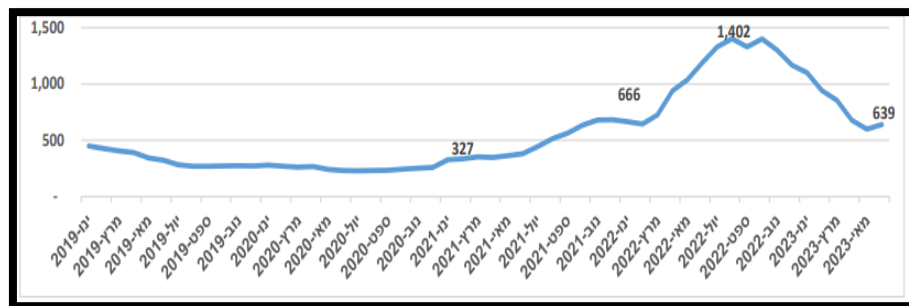
ניתן לראות בתחזית כי בשנת 2035 צריכת החשמל של התחבורה החשמלית בישראל תהיה כ- 10% מסך צריכת החשמל במשק, זאת בהשוואה לסך של כ- 1% מצריכת החשמל במשק נכון לסוף שנת 2023.

נספח ג' - תיאור הסביבה העסקית**סקירה כללית - המשך****תעריף חשמל**

מבנה תעריף החשמל, אופן עדכנו ומועד העדכון נקבעים על ידי הרגולטור במשק החשמל - רשות החשמל. על פי חוק משק החשמל, התשנ"ו-1996, תעריפי החשמל מעודכנים על פי נוסחת עדכון הנקבעת על ידי הרשות.

תעריף החשמל לצרכנים מתעדכן, בדרך כלל, באופן הבא: הרשות עורכת עדכון של מגוון הרכיבים בגין העלויות המוכרות במשק החשמל, בהתאם לשינויים שנעשו במחירי התשומות. הגורמים המשפיעים על העלויות: עלויות הון של נכסי ייצור, שיעורי תשואה, תמחיל ועלויות דלקים, היקף רכישות חשמל, התפלגות צריכה, שינוי בשער החליפין, רכישת אנרגיות מתחדשות ועוד. ביוני 2017, התקבלה החלטה עקרונית ברשות כי התעריף השנתי יפורסם מדי שנה בסוף דצמבר וייכנס לתוקף (לאחר שימוע) בתחילת ינואר בשנה העוקבת. בהתאם להחלטת הרשות מינואר 2018 עדכון התעריף לצרכן יכול להיעשות גם במהלך השנה, אם סך העלות המוכרת של כל המקטעים גדלה בכ- 5.5% לפחות, או שסך העלות המוכרת של כל המקטעים גדלה בכ- 3.5% לפחות וחלפו יותר משלושה חודשים מהעדכון האחרון. כך שבשנת 2022 עודכן תעריף החשמל שלוש פעמים. בינואר 2023 עלה תעריף החשמל - ברשות החשמל הסבירו שהסיבות לעלייה היו מחירי הדלקים שעלו והפסקת סבסוד מס הבלו על הפחם. בפברואר ובאפריל 2023 חלו שתי ירידות תעריף שנבעו מירידה במחירי הפחם וחידוש סבסוד מס הבלו על הפחם על ידי משרד האוצר.

עד ינואר 2019 תעריף החשמל הביתי היה מורכב משני רכיבים: רכיב קבוע - תעריף שירותי צרכנות, הנקבע על פי סוג הצרכן וסוג החיבור לרשת החשמל; רכיב התלוי בצריכה - המחיר שהצרכן משלם בעבור צריכת כל קו"ש. בעדכון תעריף החשמל בינואר 2019 התווסף רכיב תשלום לתעריף החשמל, המתבסס על גודל החיבור של הצרכן.

להלן מוצג מחיר הפחם הממוצע בתחנות החשמל בשנים 2019-2023:

בתרשים אפשר לראות את מחירי הפחם לייצור חשמל החל מינואר 2019 - מאי 2023. מחיר הפחם הנמכר לחח"י עלה מכ- 327 ש"ח לטונה בינואר 2021 לכ- 666 ש"ח לטונה בינואר 2022 - עלייה של כ- 104%- עלייה נוספת של כ- 111% מינואר 2022 לשיא של 1,402 ש"ח לטון באוגוסט 2022, בעיקר עקב הפלישה הרוסית לאוקראינה שהובילה לעלייה חדה במחירי אנרגיה. נכון ליוני 2023, חל ירידה של 54% לכ- 639 ש"ח לטון.

להלן עלות סל הדלקים של חברת החשמל בשנים 2020-2023:

שנה	פחם			גז טבעי			דלקים אחרים			סך הכול		
	ייצור	סך	אגרות לקוט"ש	ייצור	סך	אגרות לקוט"ש	ייצור	סך	אגרות לקוט"ש	ייצור	סך	אגרות לקוט"ש
2020	19.0	1.8	9.6	25.3	3.9	15.3	0.1	0.2	140.0	44.4	5.9	13.3
2021	16.9	3.0	17.9	21.2	2.8	13.4	0.1	0.1	225.8	38.2	6.0	15.7
2022	17.2	7.1	41.7	21.2	3.0	14.1	0.1	0.3	192.5	38.5	10.4	27.1
2023	12.5	3.0	24.0	21.5	3.1	14.4	0.0	0.2	456.8	34.1	6.3	18.5
שינוי	-34%	66%	151%	-15%	-20%	-6%	-74%	-17%	226%	-23%	7%	39%

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 תזרים 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 תזרים המזומנים החופשי הבלתי ממומן (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 דיוח 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 התפעוליים, 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 תזרים 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 ג'

עדכון הערכת שווי השקעה והלוואה ליום 30 ביוני 2024

תחנת כוח רמת חובב

בדוח הכספי של קיסטון אינפרא בע"מ (להלן – "החברה") ליום 31 בדצמבר 2023 צירפה החברה הערכת שווי להלוואה ולהלוואה המירה שניתנה לאדלטק ניהול חובב שותפות מוגבלת (להלן: "שותפות הביניים"). הערכת השווי ליום 31 בדצמבר 2023 בוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני בלתי תלוי (להלן: "הערכת השווי החיצונית"). בעקבות המרת ההלוואה ההמירה שהעמידה החברה בתקופת הדוח הושלמה הקצאתן של כ- 16% מהזכויות, בעקיפין, מהשותפות שמחזיקה בתחנת הכוח רמת חובב. (להלן: "השקעה" ו"הלוואה לא המירה"). להמרת ההלוואה לא הייתה השפעה על השווי ההוגן.

החברה ביצעה בחינה של ההנחות העיקריות בהערכת השווי החיצונית ששינוי בהן עשוי להשפיע מהותית על שווי ההשקעה וההלוואה הלא המירה כפי שנקבע בהערכת השווי החיצונית.

מסקנת הבחינה לדעת החברה היא שבששת החודשים ינואר עד יוני 2024 לא חלו שינויים מהותיים באיזה מההנחות העיקריות באופן שמשפיע מהותית על שווי ההשקעה ושווי ההלוואה הלא המירה כפי שהיו ביום 31 בדצמבר 2023. פעילות תחנת הכוח רמת חובב במהלך ששת החודשים ינואר עד יוני 2024, המשיכה כסדרה, בדומה לתחזיות בתקציב ובהערכת השווי החיצונית.

בנוסף, בתקופת מלחמת חרבות ברזל תחנת הכוח המשיכה בפעילותה כסדרה. במהלך המלחמה, עד למועד פרסום עדכון זה, התחנה והתשתית המשרתת אותה לא נפגעו פיזית, היקפי הפעילות (הן הפעילות השוטפת והן פעילות התפעול והתחזוקה) לא השתנו באופן משמעותי, וכך גם לא נרשמה פגיעה בהיקף כוח האדם הנדרש להפעלתה.

משמעות הדבר היא שבתקופה שחלפה מיום 31.12.2023 בעלי החוב בשותפות הביניים קיבלו את התשואה או הריבית הצפויות על ההשקעה וההלוואה הלא המירה (לפי העניין), כפי שאלו נקבעו בהערכת השווי החיצונית.

לאור האמור, נדרשת החברה להכיר בשינוי בשווי ההוגן של ההשקעה ושל ההלוואה הלא המירה בגין קידום ערכן בתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית ליום 31.12.2023 ועד למועד הדוח הכספי בשיעור התשואה לבעלים (בגין ההשקעה) או בשיעור הריבית (בגין ההלוואה הלא המירה), לפי העניין. שיעור התשואה לבעלים ושיעור הריבית הנם 9.75% ו-8.35%, בהתאמה.

בנוסף, ככל שיתקבלו תקבולים לחברה במהלך התקופה (דיבידנדים או החזרי קרן וריבית, לפי העניין), הם יופחתו משווי ההשקעה במועד בו התקבלו. בתקופת הדוח התקבל סך כולל של 45,384 אלפי ש"ח בגין ההשקעה וההלוואה הלא המירה.

החברה תמשיך לפעול במתודולוגיה זו עד למועד ביצוע הערכת שווי על ידי מעריך שווי חיצוני.¹

סך שווי השקעת החברה בתחנת הכוח רמת חובב ליום 30.6.2024 הסתכם ב- 419,242 אלפי ש"ח כלהלן:

השקעה – שווי ההשקעה ליום 30.6.2024 עומד על כ- 390,830 אלפי ש"ח, בהתאם לתשואה לבעלים בהערכת השווי החיצונית והתקופה שחלפה, בניכוי תקבולים שהתקבלו כאמור לעיל.

הלוואה לא המירה – שווי ההלוואה ליום 30.6.2024 הינו כ- 28,412 אלפי ש"ח, בהתאם לשיעור הריבית בהערכת השווי החיצונית והתקופה שחלפה, בניכוי תקבולים שהתקבלו כאמור לעיל.

אני נותנת בזאת את הסכמתי לצירוף עדכון זה לדוח ליום 30 ביוני 2024 של החברה.

27 באוגוסט, 2024

תאריך

רחל סגל
סמנכ"ל כספים
קיסטון אינפרא בע"מ

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



טו"ד

קיסטון אינפרא בע"מ

הערכת שווי להחזקות קיסטון בשותפות אגד
ליום ה-30 ביוני 2024

טיוטה לשם העברת מידע בלבד.

טיוטה זו מהווה דוח ביניים, וככזו עשויים לחול בה שינויים ועדכונים.

אין להישען על המידע הכלול בה, שעשוי להיות חלקי או לא לכלול את כל הנושאים שסוכם לבדוק אותם או שבדיקתם טרם נסתיימה ואנו שומרים לעצמנו, את הזכות להסיר, להוסיף או לשנות בכל דרך שנמצא לנכון על פי נסיבות העניין.



שלום רב,

נתבקשנו על-ידי קיסטון אינפרא בע"מ (להלן: "קיסטון" ו/או "מזמינת העבודה") לבצע הערכת שווי להחזקתה בקרן קיסטון שותפות אגד, שותפות מוגבלת (להלן: "שותפות אגד" ו/או "השותפות") אשר מחזיקה ב-60% בחברת אגד חברה לתחבורה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אגד"), ליום 30 ביוני, 2024 (להלן: "מועד הערכת השווי" ו/או "יום הערכה"), בהתבסס על דוחותיה הכספיים של אגד ליום 31 במרץ 2024.

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 2 ביולי, 2024 (להלן: "מועד ההתקשרות").

לצורך ביצוע העבודה הנחנו והסתמכנו על דיוק, שלמות ועדכניות המידע שהתקבל מהחברה ומגורמים שונים הקשורים בפעילות החברה. אין לנו סיבה להניח שהנתונים עליהם התבססנו אינם מדויקים, שלמים או הוגנים, ולא ערכנו בחינה עצמאית של מידע זה. ההסתמכות עליו אינה מהווה אימות או אישור לנכונותו. לא בוצעו במסגרת חוות הדעת בדיקות נאותות כלשהן ואין היא מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלולים בבדיקת נאותות.

לא בדקנו את המידע באופן בלתי תלוי, למעט בחינת סבירותו. 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.

אי תלות מעריך השווי

הרינו לציין כי אין לנו כל תלות בקיסטון ו/או בחברה ואיננו בעלי עניין או צפויים להפוך לבעלי עניין באף אחת מהחברות או בנכסיהן בעתיד. כמו כן, אין לנו עניין אישי בניירות ערך של קיסטון. אנו בלתי תלויים בקיסטון כמשמעותו של מונח זה בחוק רואי חשבון תשט"ו – 1955 ובתקנותיו שהותקנו על פיו, לרבות תקנות רואי חשבון (ניגוד עניינים ופגיעה באי תלות כתוצאה מעיסוק אחר) התשס"ח – 2009, בתקני ביקורת ובכללי ההתנהגות המקצועית של לשכת רואי החשבון בישראל ובהתאם להחלטת רשות ניירות ערך (בנושא אי תלות) לפי סעיף ח (ב') לחוק ניירות ערך התשכ"ח – 1968.

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

גילוי בדבר שיפוי המעריך בעד עבודתו

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.

הסכמה לצירוף

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדיווחי קיסטון ליום ה- 30 ביוני, 2024, 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.

מקורות מידע

עבודתנו התבססה על נתונים, מסמכים ומצגים כמפורט להלן:

- דוחות כספיים של אגד חברה לתחבורה בע"מ וחברות הבנות שלה לשנים 2022-2023 וליום 31 במרץ, 2024, לרבות מאזני בוחן ופירוטים.
- מודל פיננסי של אגד מעודכן למועד הערכת השווי, הכולל תחזיות ברמת הפעילויות השונות;
- ניירות עבודה והסברים שונים שהתקבלו על ידי הנהלת החברה;
- מידע גלוי לציבור.

שיחות עם אנשי מפתח

שיחות והתכתבויות עם אנשי מפתח:

- גב' רחל סגל, סמנכ"לית כספים, קיסטון אינפרא בע"מ;
- מר דן יורן, מנהל השקעות, קיסטון אינפרא בע"מ;
- מר מתן סייג, חשב, קיסטון אינפרא בע"מ;
- אורטל שגב זקוטו, אחראית דיווח כספי, אגד חברה לתחבורה בע"מ;
- קריסטי ורדיאן קליאס, סמנכ"לית כספים, אגד החזקות בע"מ;
- אלעד שקולניק, אנליסט פיננסי, אגד חברה לתחבורה בע"מ;
- אלי גבאי, מנהל תקציב ומרכזי רווח, אגד חברה לתחבורה בע"מ.

פרטים אודות מעריך השווי מומחיותו

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

הצוות המוביל

מר מוטי דטלקרמר, רו"ח, שותף, מנהל מחלקת 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.

תמצית ממצאים

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי, שווי החזקות קיסטון בשותפות אגד הינו כ-1,320 מיליוני ש"ח, כדלקמן:

שווי חוב נטו ונכסים		שווי פעילות	מיליוני ש"ח
שווי חברה	עודפים		
3,501	(2,268) (*)	5,769	תחבורה ציבורית בישראל
348	(49)	396	אגד הסעים
254	(728)	982	EBS
324	(129)	453	MOBILIS
39	(10)	48	TEVEL (51%)
1,179	-	1,179	שווי נדל"ן ברוטו
(356)	-	(356)	שווי נדל"ן תפעולי
5,288	(3,183)	8,471	סה"כ אגד חברה לתחבורה בע"מ
3,173			חלקה של שותפות הביניים (60%)
(68)			שווי מכשיר פיננסי
(1,254)			שווי הלוואה בנקאית
(278)			שווי הלוואת מוכר
(13)			עתודה למס בגין שערך הלוואות
67			יתרות מאזניות שותפות אגד
1,628			סה"כ שווי השותפות הרוכשת
1,320			חלקה של קיסטון (81.08%)

(*) מתוך שווי החוב נטו בתחבורה ציבורית בישראל בסך 2,268 מיליוני ש"ח, סך של כ-1,023 מיליוני ש"ח הינו בגין התחייבות לעובדים.

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

תוכן עניינים

7	החברה ופעילותה
19	הסביבה העסקית
27	ניתוח דוחות כספיים
32	מתודולוגיה
38	הערכת השווי
61	נספחים

פרק 1

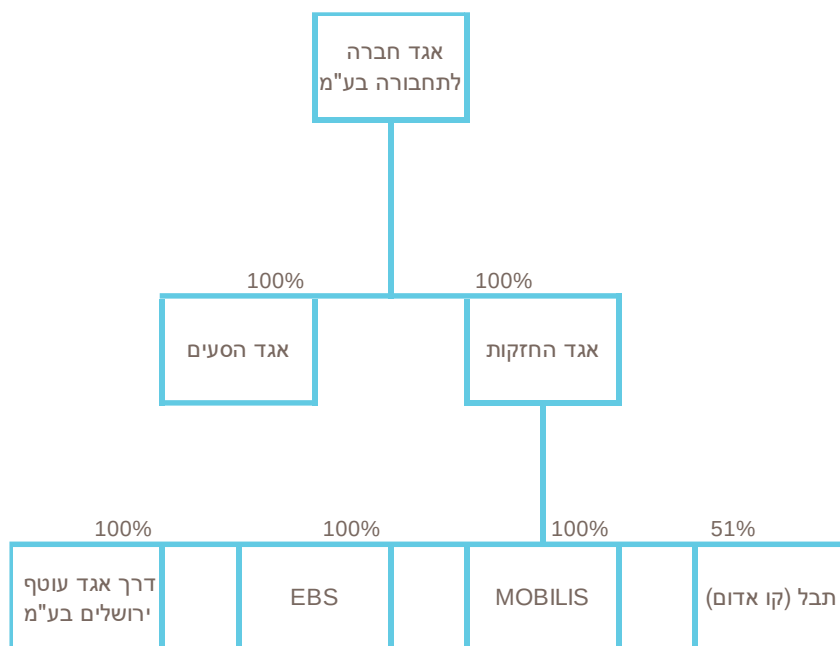
החברה ופעילותה

החברה ופעילותה

כללי¹

בנוסף, אגד מתמודדת באמצעות אגד החזקות (וחברות בנות שלה) במרכזי פעילות תחבורה ציבורית בישראל, בהתאם למגבלות הקבועות בהסכם ההפעלה.

להלן מבנה האחזקות של החברה:



בחודש יוני 2023 חברת אגד החזקות זכתה במרכז במסגרת הליך תחרותי להפעלת קווי שירות של תחב"צ באזור עוטף ירושלים מערב. בחודש יולי 2023 לצורך הפעלת המרכז הוקמה חברה בת חדשה בבעלות מלאה של אגד החזקות אשר נקראת "דרך אגד עוטף ירושלים בע"מ" (להלן: "דרך אגד").

אגד חברה לתחבורה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אגד"), היא חברת התחבורה הציבורית הגדולה בישראל. אגד נוסדה בשנת 1951 כאגודה שיתופית, כתוצאה ממיזוג של שלושה קואופרטיבים שפעלו כבר בשנות ה-30 של המאה הקודמת, ובחודש יולי 2019, לאחר הליך של שינוי מבנה תאגידי, הפכה לחברה בע"מ. עיקר פעילותה של החברה הוא מתן שירותי הפעלת תחבורה ציבורית מבוססת אוטובוסים בישראל, בהתאם להסכם ההפעלה מול מדינת ישראל שנחתם בתאריך 7 בנובמבר, 2018.

נכון ליום 30 ביוני, 2024, אגד מפעילה בישראל כ-3,051 אוטובוסים ומעסיקה כ-5,236 נהגים וזאת בכ-29 אשכולות קווי שירות² באוטובוסים (כולל דרך אגד) וכ-200 מיליון ק"מ ברישוי. נכון לדצמבר 2023, נתח השוק של החברה בישראל הינו כ-28% במונחי ק"מ ברישיון וכ-28.5% במונחי נוסעים³.

אגד מפעילה ומתחזקת בעצמה את צי האוטובוסים שלה בישראל, לרבות מתן שירותי מוסך, מתן שירותי תחזוקה מחוץ למוסכים, שיפוץ אוטובוסים וחידושם, רישוי אוטובוסים וכיו"ב. בנוסף, אגד מספקת שירותי תחזוקה ותיקונים של אוטובוסים ליבואני אוטובוסים, למפעילי תחבורה ציבורית וללקוחות אחרים. פעילות התחזוקה מבוצעת באמצעות 16 מוסכים ו-5 נקודות הפרוסים ברחבי הארץ. כמו כן, אגד מפעילה מערך רכש חלפים הכולל, בין היתר, יבוא חלקי חילוף לאוטובוסים. יצוין כי הכנסות אגד מלקוחות חיצוניים בפעילות התחזוקה גדלו משנת 2016 ועד לשנת 2023 בשיעור ממוצע שנתי של כ-40%.

באמצעות חברת אגד החזקות בע"מ (להלן: "אגד החזקות") חברה בת בבעלות מלאה, אגד פועלת בתחום התחבורה הציבורית בהולנד באמצעות החזקה ב-100% בחברת EBS וכן פועלת בתחום התחבורה הציבורית בפולין באמצעות החזקה ב-100% בחברת MOBILIS (להלן: "מוביליס"). עוד היא מחזיקה ב-51% מחברת תבל, המפעילה של הקו האדום של הרכבת הקלה בתל אביב. באמצעות אגד הסעים בע"מ (להלן: "אגד הסעים"), חברת בת בבעלותה המלאה, פועלת החברה בתחום ההסעים והתיור בישראל. כמו כן, מחזיקה אגד (בבעלות או בחכירה ארוכת טווח) נכסי נדל"ן במעל 20 אתרים ברחבי הארץ לרבות בערים מרכזיות כגון ירושלים, חיפה, אשדוד וחולון, בהיקף של כ-400 אלף מ"ר.

³ בהתאם לנתונים שהתקבלו מהנהלת החברה

¹ נתונים מאת החברה.
² אשכולות קווי שירות הינם, בהתאם להסכם ההפעלה של אגד, מספר קווי שירות לאוטובוסים, שתחנות המוצא והיעד שלהם הן באזור גיאוגרפי מסוים או בין אזורים גיאוגרפיים שונים או שלגביהם קיימים מאפייני פעילות דומים, כגון ייעודם לאוכלוסייה מסוימת, אשר לגביהם קיימים רישיונות תקפים.

פרק 1: החברה ופעילותה

קיסטון אינפרא בע"מ

הערכת שווי להחזקות קיסטון בשותפות אגד ליום ה-30 ביוני 2024

החברה ופעילותה

תחום התחבורה הציבורית בישראל

תחום התחבורה הציבורית בישראל מהווה למעלה מ-90% מהכנסות אגד נכון ליום 30 ביוני 2024. מרבית הכנסותיה של אגד בתחום זה נובעות מהתשלומים המגיעים לה בהתאם להסכם ההפעלה, שחישובם מבוסס בעיקרו על ק"מ שבוצעו בפועל בקווי השירות. יתר ההכנסות מתקבלות ע"י קווי תחבורה ייעודיים, שירותי הסעה, שירותי מוסך, מכירת דלקים ועוד.

ליום 30 ביוני, 2024, אגד מספקת שירותי תחבורה ציבורית באוטובוסים עירוניים ובינעירוניים בכ-29 אשכולות בהיקף של כ-200 מיליון ק"מ ברישוי.

הסכם ההפעלה

הסכם המסגרת המרכזי בין אגד לבין מדינת ישראל (להלן: "הסכם ההפעלה"), המסדיר את אופן הפעלת קווי השירות של אגד הוא הסכם בין ממשלת ישראל לבין אגד מיום 7 בנובמבר, 2018, כפי שתוקן מעת לעת.

הסכם ההפעלה קובע את הפעלת קווי השירות באופן רציף תוך רמת שירות מיטבית, ללא הליך תחרותי, על רקע יישום תכנית לתחרות בתחבורה הציבורית שהנהיגה מדינת ישראל. לפי הסכם ההפעלה, לאגד יינתנו רישיונות לקווי השירות בהתאם לעמידת אגד בתנאים על פי דין, וכן יינתנו לה סובסידיה שוטפת, סובסידיה ייעודית לאוכלוסיות מיוחדות, כגון סטודנטים ואזרחים ותיקים, סובסידיה לצורך חידוש צי אוטובוסים.

עיקרי הסכם ההפעלה:

- תקופת הסכם ההפעלה - תקופת הסכם ההפעלה היא החל מיום 1 בינואר, 2016 ועד ליום 31 בדצמבר, 2029.
- תשלומי סובסידיה - בהסכם ההפעלה הוסדרו תשלומי סובסידיה לאגד, הכוללים: (א) סובסידיה שוטפת בסכום השווה לק"מ שבוצעו בפועל בקווי השירות, מוכפל בעלות לק"מ-רכב ובניכוי פדיון מנוסעים; (ב) סובסידיה ייעודית בגין הנחות בהסדרי נסיעה לאוכלוסיות ייעודיות כגון תלמידים, סטודנטים ואזרחים ותיקים, שתחושב כשיעור מגובה ההנחה שתינתן; (ג) תמריצים בגין איסוף נוסעים בתשלום ("תיקופים") מעל רף מסוים שנקבע בהסכם; וכן,

הסכם ההפעלה – המשך

(ד) סובסידיה בגין חידוש צי הרכב של אגד (כ-2,071 אוטובוסים ובהיקף כספי הנפרס עד תום תקופת הסכם ההפעלה). הסכם ההפעלה מעניק לאגד הגנות מסוימות מפני שינויים בעלויות ההפעלה (הכוללים שמירה, ניקיון והוצאות אחרות) וכן הגנות מפני שינויים במחירי הדלק והביטוח והגנות מפני הצמדה לשכר הציבורי במשק.

■ פרישה וגמלאות לחברים מייסדים ושכירים דור א' - הקמת קרן סיוע במימון עלויות הפרשת 3,219 חברים (כיום מכונים "עובדים מייסדים") ועובדי "דור א'" לגמלאות. תשלומי הקרן יבוצעו על ידי הממשלה, כאשר 74% מן התשלום יקוזז לטובת הקרן מתוך כספי הסובסידיה השוטפת. בהסכם ההפעלה נקבע, כי החל משנת 2019 הפקדות בקרן הפרישה יבוצעו כל זמן שיתרת הכספים בקרן לא תעלה על 180 מיליון ש"ח. תשלומים שהוקפאו כאמור, יופקדו כאשר יתרת הקרן אינה עולה על 180 מיליון ש"ח. קצב הפרישה בשש השנים האחרונות עמד על כ-240 עובדים מייסדים ועובדי דור א', זאת בהתאם לתוכנית הרב שנתית של הנהלת אגד התואמת גם להסכמים הקיבוציים ארוכי הטווח וגם למתווה מול המדינה.

■ שכר נהגים - הסכם ההפעלה קובע שכר מינימום לנהגים, וכן תוספת בגין כל שנת ותק של הנהג. לפי הסכם ההפעלה, ככל שבעקבות החלטת ממשלה יועלה שכר הנהגים בענף, אגד תשופה בהתאם (בכפוף להחרגות). כמו כן, בהסכם ההפעלה נקבע מנגנון קיזוז מהסובסידיה ככל שאגד לא תכבד את הוראות שכר הנהגים שהוסדרו בהסכם ההפעלה.

■ כניסת משקיע חיצוני - בהסכם ההפעלה נקבע, כי אגד תידרש להכניס משקיע חיצוני או לבצע הנפקה או מכירה לציבור של לפחות 50% ממניותיה בזמנים המוגדרים בהסכם ההפעלה. יצוין, כי מכירת מניות אגד לשותפות (שבשליטת קיסטון), מהווה קיום של תנאי זה.

■ תשלום למדינה בעקבות כניסת משקיע חיצוני - בהסכם ההפעלה הוסדרה זכאות המדינה לתשלום חד פעמי מאגד בסך של 25% משווייה של אגד לפיו בוצעה המכירה למשקיע חיצוני. יצוין כי בנובמבר 2021 שילמה אגד מקדמה למדינה, על חשבון התשלום האמור, בסך של 285 מיליון ש"ח, וכן שולם סכום נוסף של 800 מיליון ש"ח בדצמבר 2022 ושל כ-33.8 מיליון ש"ח במרץ 2023.

החברה ופעילותה

הסכם ההפעלה - המשך

■ חידוש צי האוטובוסים של אגד - בהסכם ההפעלה נקבעו הוראות ביחס למצבת האוטובוסים שעל אגד להחזיק בכל רגע נתון, "גיל" האוטובוסים המקסימלי המותר, וכן הוראות לעניין אופן השימוש בכספים המשולמים לאגד בגין גרירת אוטובוסים ישנים.

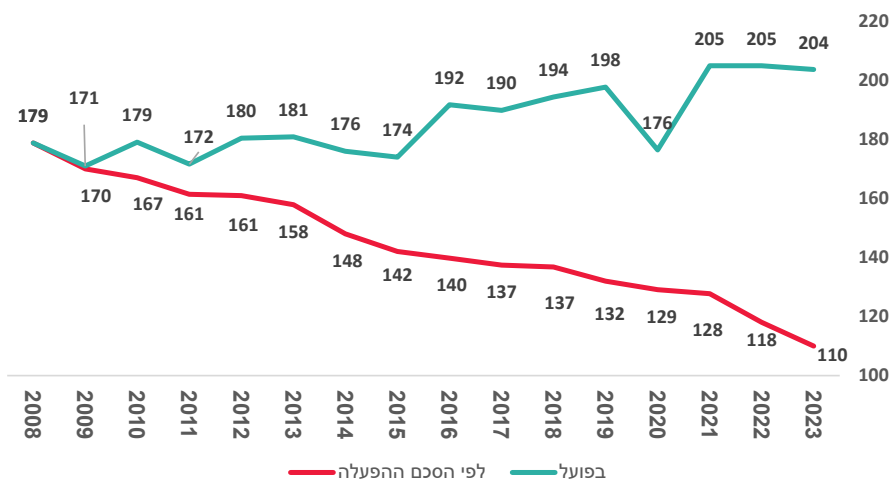
■ נכסים - במסגרת הסכם ההפעלה, אגד התחייבה לאפשר למפעילי תחבורה אחרים שימוש רציף ותקין במתקנים תחבורתיים, כגון, תחנות מרכזיות וחניוני אוטובוסים, אותם היא מנהלת, בהתאם לעקרונות שנקבעו בהסכם. בנוסף, נקבעו הסדרים למקרים בהם אגד מעוניינת לפנות מתקנים תחבורתיים אותם היא שוכרת ו/או אשר בבעלותה, אשר הממשלה מעוניינת כי ימשיכו לשמש את פעילות התחבורה הציבורית בישראל, תוך קביעת הסדרים לשיפוי אגד בגין הוצאות שיגרמו לה עקב כך. כמו כן, במסגרת הסכם ההפעלה נקבע כי ככל שבמהלך תקופת הסכם ההפעלה יחול שינוי בעלות דמי השכירות ו/או דמי הניהול שאגד משלמת בגין מתקנים תחבורתיים מסוימים תעודכן עלות ההפעלה המשולמת לה בהתאם.

■ הוראות נוספות בקשר עם קידום התחרות בשוק התחבורה הציבורית - במסגרת הסכם ההפעלה נקבעו הוראות שונות בקשר עם קידום התחרות בתחום התחבורה הציבורית, הכוללות: (א) הוצאה לתחרות של קווי שירות בהיקף של 50.6 מיליון ק"מ מתוך פעילות אגד (ללא חברות בנות או קשורות); (ב) קביעה לפיה חלקה של אגד (כולל חברות בנות וקשורות) בענף התחבורה הציבורית באוטובוסים לא יעלה על חלקה בענף במועד חתימת הסכם ההפעלה; וכן, (ג) הוצאת כל קווי שירות אגד להליכים תחרותיים, ללא תמורה לאגד, בתום תקופת הסכם ההפעלה. בנוסף, ההסכם מסדיר השתתפות של אגד בהליכים תחרותיים (באמצעות חברת בת, למעט באמצעות חברת אגד הסעים) במהלך תקופת ההסכם עד להיקף זכייה מצטבר של כ-35 מיליון ק"מ (במונחים שנתיים). נכון לדצמבר 2023, זכתה אגד באשכול עוטף ירושלים בהיקף של כ-15 מיליון ק"מ (במונחים שנתיים).

■ הוראות נוספות - הסכם ההפעלה מתייחס גם לשרידות של הוראות מהסכמים בין אגד לבין ממשלת ישראל מהימים 2 במרץ 2000 ו-27 ביוני 2010, המסדירים, בין היתר, את מעמדה של אגד על רקע יישום עדכון לתוכנית להנהגת תחרות בתחבורה הציבורית בישראל, והוצאת קווי תחבורה ציבורית לתחרות כתוצאה מכך ("הסכמי התחרות"). חלק מההוראות השורדות את פקיעת הסכמי התחרות הן חובת אגד לאפשר העברת קווים למפעילים אחרים באופן

מסודר; וכן מניין הימים שאליו מחויבת המדינה בהודעה המוקדמת לאגד בגין סיום התקשרות עם אגד בהפעלת קווים מסוימים.

להלן גרף המתאר את הצמיחה ההיסטורית של אגד באשכולות הנותרים (מיליוני ק"מ):



בגרף ניתן לראות את הצמיחה של אגד במונחי קילומטרים בסך האשכולות ביחס להסכם משנת 2008. ניכר מהגרף שהגידול בק"מ באשכולות שלא הופרטו בתקופה הנ"ל גבוה יותר מכמות הק"מ באשכולות שהופרטו. בהתאם, היקף הפעילות של אגד צמח למרות שנתח השוק שלה קטן. הצמיחה מבטאת קצב גידול שנתי ממוצע של כ-4%, וגידול של כ-85% בקילומטרים ברישיון באותם האזורים (בין הסכם ההפעלה לקילומטרים בפועל).

החברה ופעילותה

לקוחות החברה

הלקוח של אגד בתחום שירותי התחבורה הציבורית בישראל הוא ממשלת ישראל, כאשר התקבולים שאגד מקבלת מהנוסעים מקוזזים מהתמורה שאגד מקבלת מהממשלה.

בנוסף, המפקח על התעבורה במשרד התחבורה רשאי לבקש מעת לעת מאגד להוסיף קווי שירות או להגדיל את תדירות נסיעות בקווים קיימים. בגין קווים אלו זכאית אגד לתוספת תשלום.

כמו כן, אגד מספקת שירותים לחברות תחבורה ציבורית אחרות, לרבות שירותי תדלוק, תחזוקת אוטובוסים וכן מתן שירותי שימוש בחניוני אגד.

תחרות

בתחום התחבורה הציבורית בישראל פועלים כ-20 מפעילים. השחקניות המרכזיות הנוספות בשוק התחבורה הציבורית הן דן חברה לתחבורה ציבורית, קווים, אלקטרה אפיקים, מטרופולין, נתיב אקספרס, תנופה וסופרבוס.

התחרות בתחום התחבורה הציבורית בישראל מתרכזת בזכייה במכרזים להפעלת אשכולות קווי שירות ברחבי הארץ, כאשר לאחר זכייה במכרז להפעלת אשכול, הפעלת קווי התחבורה הציבורית באותו אשכול מובטחת לזוכה, לתקופת הסכם ההפעלה.

מאמציה של אגד לשמור על מעמדה כמפעילת תחבורה ציבורית מובילה מתרכזים בגיוס נהגים איכותיים ושימורם, רמת אבזור גבוהה של האוטובוסים, רכישת אוטובוסים חדשים והקפדה על רמת תחזוקה גבוהה, שילוב אוטובוסים מונעים בחשמל וכן התייעלות תפעולית ושיפור מערך הבקרה והשירות.

ביום 26 במאי, 1999 (לרבות עדכון ביום 20 ביולי, 2010), הכריז הממונה על התחרות על אגד כבעלת מונופולין, כהגדרת מונח זה בחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988 בכל אחד מהשווקים הבאים: (א) בשירותי הסעה בתחבורה ציבורית עירונית בערים אילת, דימונה, ירושלים וקריית גת; (ב) בתחבורה ציבורית בינעירונית בכלל הארץ ובין המרחבים האורבניים הבאים לבין עצמם: אילת, באר שבע, דימונה, ירושלים וקריית גת (להוציא שירותי הסעה בין באר שבע לדימונה); (ג) בשוק ההסעה הכלל-ארצי בתחבורה ציבורית בישראל. וכן (ד) הספקת גישה למסופי אוטובוסים באזור קריית גת.

בהתאם להחלטת הממשלה מחודש ספטמבר 2018 לאשר את תכנית התחרות לענף התחבורה הציבורית באוטובוסים לשנים 2018-2030, אשר מטרתה לוודא את המשך התחרות בשוק התחבורה הציבורית, עד שנת 2030 צפויים להתפרסם הליכים תחרותיים ביחס לכלל הפעילות בענף, וכך גם ביחס לקווי השירות של אגד ("תכנית התחרות"). בהתאם, הסכם ההפעלה מסדיר הוראות שונות בקשר לקידום התחרות בתחום התחבורה הציבורית כמפורט לעיל. בנוסף, תכנית התחרות קובעת מגבלות נוספות על מפעיל תחבורה ציבורית, וביניהן הגבלה לפיה חלקו של מפעיל תחבורה ציבורית לא יעלה על 25% מכלל ענף התחבורה הציבורית באוטובוסים ועל 50% במרכזים המטרופוליטניים (ירושלים, תל אביב וחיפה).

רכוש קבוע

נכון לתחילת שנת 2024, לאגד כ-3,018 אוטובוסים בבעלות, שעלותם המקורית מסתכמת לכ-4,056 מיליוני ש"ח, והעלות המופחתת בגינם מסתכמת לכ-2,094 מיליוני ש"ח. כמפורט לעיל, הסכם ההפעלה כולל סובסידיה בגין רכש אוטובוסים. נכון למאי 2024, אגד מפעילה לפי ההסכם כ-397 אוטובוסים חשמליים. בנוסף להצטיידות אגד באוטובוסים חשמליים במסגרת התקציב שהיא זכאית לו מכוח הסכם ההפעלה, צפוי רכש נוסף לאור עידוד המדינה והמשרד להגנת הסביבה למעבר לאוטובוסים חשמליים. אוטובוסים חשמליים אלו הם בעלי פוטנציאל להביא לחסכון של מאות אלפי ש"ח על פני מחזור החיים לכל אוטובוס חשמלי, בשל התייעלות בגין חסכון בעלויות דלק ותחזוקה.

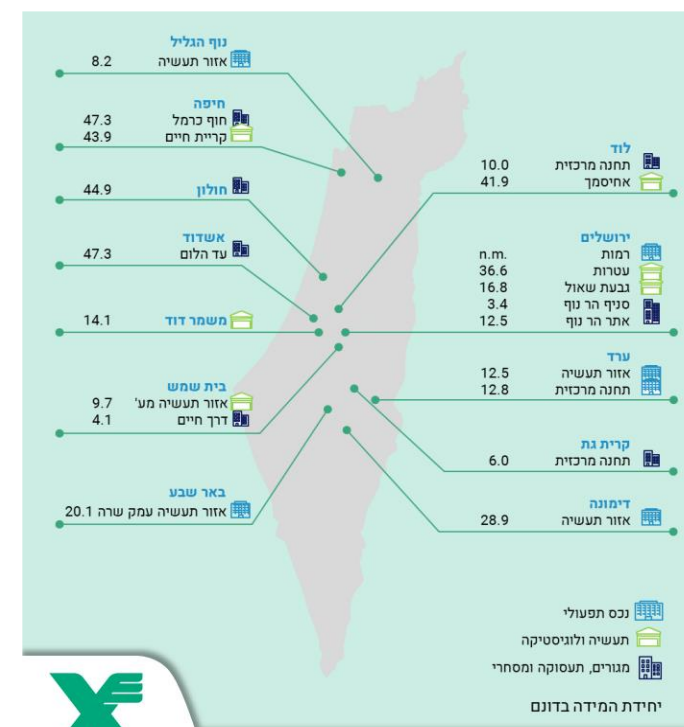


החברה ופעילותה

פורטפוליו נכסי הנדל"ן

לחברה פורטפוליו נכסים הכולל נכסים בבעלות או בחכירה ארוכת טווח הממוקמים בכ-21 אתרים ברחבי הארץ לרבות בערים מרכזיות כגון ירושלים, חיפה, אשדוד וחולון, בהיקף של כ-400 אלף מ"ר וכן 11 נכסי נדל"ן בהולנד ופולין בהיקף של כ-150 אלף מ"ר. חלק מנכסי הנדל"ן משמשים את אגד בעיקר לצורך פעילות התחבורה הציבורית בישראל, וכוללים תחנות מרכזיות, מוסכים, חניונים, תחנות תדלוק, תחנות ריענון נהגים ומשרדים. חלק לא מהותי מנכסי הנדל"ן של אגד מושכרים בשכירות חופשית לצדדים שלישיים וחלקו הינו נדל"ן לפיתוח.

להלן פירוט נכסי הנדל"ן של החברה לפי סוגי הנכסים וגודלם בדונם, ולפי אזורים גיאוגרפיים (להרחבה על שווי הכנסים נכון למועד ההערכה ועל הזכויות בנכסים ראו נספח ב' לעבודה זו).



אגד הסעים

באמצעות אגד הסעים, פועלת החברה בתחום ההסעים והתיור בישראל, הכולל שירותי הסעות שונים (הסעות תלמידים, תגבור תחבורה ציבורית בתור קבלן משנה לאגד תחבורה, הסעות עובדים, הסעות לטיולים, הסעות חיילים וכו'), ארגוני טיולי בית ספר, מרכז הזמנות לתיירות בארץ ובחו"ל, ארגון כנסים ואירועי רווחה וגיבוש ותחבורה חכמה.

אגד הסעים היא אחת מחברות ההסעים הגדולות ביותר בישראל, ברשותה כ-320 אוטובוסים ומיניבוסים המשמשים לפעילות ההסעים, נכון למועד ההערכה. לאחר מהלכי התייעלות משמעותיים, ברבעון האחרון לשנת 2021 עברה אגד הסעים לרווחיות, שנמשכה גם בשנים 2022-2023 וברבעון הראשון של שנת 2024. מרבית כלי התחבורה של אגד הסעים, כ-92.5%, הינם אוטובוסים והשאר מיניבוסים. החל ממאי 2023 החלה אגד הסעים בפעילות מיניבוסים בירושלים.

נכון מועד ההערכה כ-78% מהכנסות אגד הסעים הן משירותי הסעה, כ-17% מפעילות חינוכית וכ-5% נובעות מפעילות של תיירות וכנסים.

יצוין כי כחלק מהוראות הסכם ההפעלה, נדרשה אגד להפריד את פעילות התחבורה הציבורית מיתר הפעילויות שלה. על כן פעילויות התחבורה בישראל שאינן מכוח רישיונות להפעלת קווי שירות מבוצעות ע"י חברה בת של אגד, אגד הסעים.

החברה ופעילותה

פעילות החברה בהולנד

פעילות קבוצת אגד בהולנד מבוצעת ע"י EBS, חברה בבעלותה המלאה של אגד החזקות. נכון ליום 30 ביוני, 2024, קבוצת אגד מפעילה בהולנד כ-800 אוטובוסים ומיניבוסים מתוכם כ-720 בבעלות EBS, וכ-80 בליסינג וזאת עד לקבלת האוטובוסים שנרכשו. הפעילות בהולנד הינה בהתאם ל-4 זכיונות הפעלה, לתקופות הפעלה של 10 עד 15 שנים ובהיקף של כ-42 מיליון ק"מ בשנה.

בחודש דצמבר 2023 החל לפעול הזיכיון המלא של EBS ב- IJssel-Vecht להפעלה של כ-281 אוטובוסים מתוכם כ-234 חשמליים, לתקופה של 12 שנים.

בחודש יוני 2022 זכתה EBS במכרז ב- Zaanstreek-Waterland להפעלה של כ-210 אוטובוסים מהם 200 חשמליים לתקופה של 15 שנים החל מדצמבר 2023 (עם אפשרות הארכה של 5 שנים נוספות). זיכיון הפעלה זה החליף את זיכיון ההפעלה Waterland אשר מתופעל ע"י חברת EBS, החל מדצמבר 2023.

נכון למועד ההערכה, נתח השוק של אגד בהולנד בתחבורה ציבורית עומד על כ-15%.

פעילות החברה בפולין

פעילות קבוצת אגד בפולין מבוצעת ע"י מוביליס, חברה בבעלותה המלאה של אגד החזקות. נכון ל-30 ביוני, 2024, החברה מפעילה בפולין כ-305 אוטובוסים (מתוכם כ-61 אוטובוסים היברידיים) בהתאם ל-6 זכיונות הפעלה, לתקופות הפעלה של עד 10 שנים, אשר מסתיימות בין השנים 2024-2031.

בחודש נובמבר 2023 זכתה מוביליס במכרז להארכת זיכיון ZTM6 להפעלת 54 אוטובוסים בוורשה לתקופה של 3 שנים נוספות החל מינואר 2024, ובחודש דצמבר 2023 התקשרה מוביליס עם עיריית ורשה על הארכת זיכיון ZTM6 בשנה נוספת החל מחודש ינואר 2024.

בחודש ספטמבר 2023 זכתה מוביליס בפולין במכרז להפעלת 151 אוטובוסים לתקופה של 10 שנים בקראקוב החל מאוקטובר 2024, אשר יחליף הפעלת זיכיון קיים להפעלת 79 אוטובוסים.

שוק התחבורה הציבורית בפולין הוא ברובו ממשלתי כאשר רק כ-10% ממנו הופרט (בערים הגדולות והבינוניות), ונתח השוק של אגד בפולין מתוך החלק המופרט (בערים הגדולות והבינוניות) הוא כ-35%.



החברה ופעילותה

תבל

תבל הינה חברת בת של אגד (מוחזקת ב-51%). מצבת כוח האדם של תבל נכון לתחילת שנת 2024, הינה כ-400 עובדים, מתוכם כ-140 נהגים. תבל נבחרה כמפעיל במכרז של נתיבי תחבורה עירוניים בע"מ (להלן: "נת"ע") להפעלה, ניהול ותחזוקה של הקו האדום של הרכבת הקלה בתל אביב. תקופת ההפעלה היא 10 שנים ממועד "הפעלה מלאה" שהחלה באוגוסט 2023, בכפוף לזכות נת"ע להאריך את ההסכם ב-6 שנים נוספות. הקו הינו באורך של כ-24 ק"מ, 34 תחנות (מתוכן 10 תחנות תת קרקעיות), 5-6 רשויות וכ-60 אלף נוסעים משתמשים בו מדי יום.



במרץ 2023, הגישה אגד הצעה במכרז "עוטף ירושלים מערב" במסגרתו היא תפעיל ותתחזק כ-300 אוטובוסים לתקופה של 10 שנים. החברה זכתה במכרז והחלה בהפעלה בחודש אפריל 2024.

להלן נתונים אודות מכרזים בהם אגד משתתפת נכון למועד ההערכה וצפויה להשתתף בעתיד:

מכרזים עתידיים	
2024-2025	2025 ואילך
תכנון, הקמה ותפעול של נתיבים מהירים בכביש 5	מטרו M1 ת"א
הקמה, הפעלה ותחזוקה באשכול הנגב	מטרו M2 ת"א
הקמה, הפעלה ותחזוקה באשכול החשמונאים	מטרו M3 ת"א
תפעול קו ירוק ת"א (כ-1.8 מיליארד ש"ח)	מטרו ירושלים
תפעול קו סגול ת"א (כ-1.3 מיליארד ש"ח)	

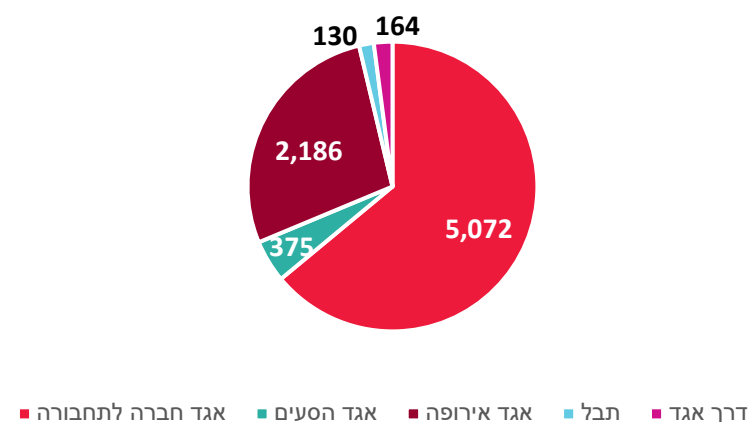
החברה ופעילותה

הון אנושי

נכון ל-30 ביוני 2024, מועסקים בפעילות תחבורה ציבורית בישראל כ-7,129 עובדים (מתוכם כ-204 מועסקים בדרך אגד) מתוכם כ-5,236 נהגים (מתוכם כ-164 מועסקים בדרך אגד), באגד הסעים כ-540 עובדים, מתוכם 365 נהגים, בתבל כ-400 עובדים, מתוכם 130 נהגים ובאגד אירופה (מובילים ו-EBS יחד) כ-2,602 עובדים, מתוכם 2,186 נהגים. יציין כי מרבית העובדים בישראל מועסקים בהסכמים קיבוציים.

להלן גרף המתאר את התפלגות נהגי החברה בחברות השונות:

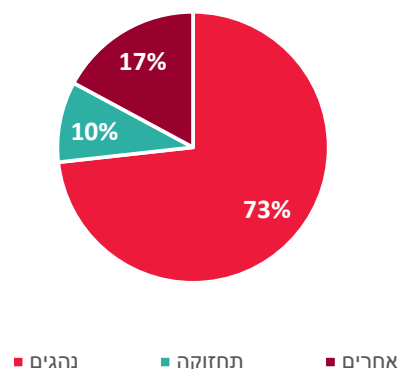
מספר נהגים בחברות השונות



* נתונים נכונים ליוני 2024

להלן גרף המתאר את התפלגות העובדים בפעילות תחבורה ציבורית בישראל (ללא דרך אגד) בחלוקה לתחום עיסוק:

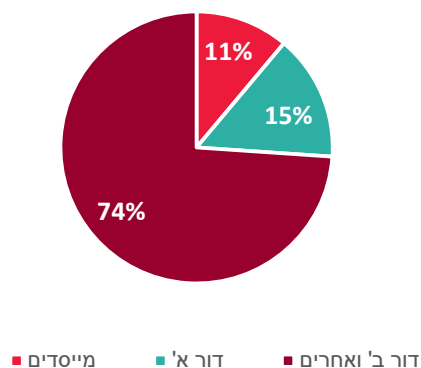
מצבת עובדים



* תחום עיסוק אחרים כולל בתוכו עובדי מטה, עובדי חברות הבנות ועובדי תמיכה ותנועה.

להלן גרף המתאר את התפלגות קבוצות העובדים בפעילות התחב"צ בישראל (ללא דרך אגד):

קבוצות עובדים



החברה ופעילותה

אסטרטגיה עסקית

אגד מתכננת להשתתף במכרזים נוספים לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של רכבות קלות בישראל. כמו כן, להשתתף במכרזים לתכנון, הקמה, ותפעול של נתיבים מהירים, מכרזי תחבורה נוספים, וכן במכרזי המטרו הצפויים בהיקף של עשרות מיליארדי ש"ח. החברה מתכננת להמשיך במתן שירותי מוסכים ללקוחות חיצוניים, לרבות מפעילים שצפויים להחליף את אגד באשכולות שיוצאים לתחרות, ותפעל להתייעלות ולהרחבת פעילות זו והשירותים המשיקים לה.

בכוונת אגד לחדש את צי האוטובוסים שלה בהתאם להסכם ההפעלה תוך כדי הקטנת עלויות התחזוקה וכן לשלב טכנולוגיות שונות בתחבורה, כגון אופטימיזציית מסלולים במטרה לשפר את השירות ולחסוך בעלויות.

בכוונת אגד להתמודד במכרזי אשכולות קווי שירות באוטובוסים בישראל במהלך תקופת הסכם ההפעלה בהיקף נוסף של עד 20 מיליון ק"מ, באמצעות חברת בת, וזאת בהתאם להסכם ההפעלה.

בתחום ההסעים, אימצה אגד תכנית עסקית, הכוללת מהלכי התייעלות, שימוש אופטימלי בקבלני משנה, וחדירה למגזרים נוספים בארץ.

בנוסף, בכוונה החברה לפעול בכדי ליצור צמיחה מעסקי ליבה ותהליכי התייעלות, בין היתר באמצעות תוספות ק"מ באשכולות קיימים, תוספת נוסעים והקטנת שיעור אי-התיקוף, הצערת צי האוטובוסים, חישוב צי האוטובוסים, פתרון חוסר הנהגים באמצעות פיתוח מכללות הנהיגה, פרישת כ"א וותיק, חסכון עלויות באמצעות יישום אופטימיזציה ממוכנת של מפות תנועה (אופטיבס), חסכון עלויות באמצעות הטמעת מערכת נהיגה חסכונית (טרפילוג), הקטנת עלויות תחזוקה ועוד.

כמו-כן, אגד מתכננת להמשיך לצמוח בפעילות התחבורה הציבורית בהולנד ובפולין ולהתמודד במכרזים נוספים במדינות נוספות באירופה.

הליכים משפטיים משמעותיים

ביום ה-2 באוקטובר, 2022 אישר בין הדין הארצי לעבודה הסכם פשרה בין אגד וקרן הגמלאות של עובדי "אגד" בע"מ, במסגרת תביעה שהוגשה על ידי קרן הגמלאות (להלן: "קג"א") כנגד אגד, לפיה תשלם אגד לקג"א, כנגד סילוק סופי של תביעת קג"א, סך של 618 מיליון ש"ח בתוספת ריבית, בפריסה על פני ארבע שנים. באוקטובר 2022, שולמו כ-100 מיליון ש"ח, היתרה תשולם ב-4 תשלומים שנתיים נומינליים בסך 129.5 מיליון ש"ח, החל מספטמבר 2023 בתוספת ריבית. ביום 29 בספטמבר, 2023, שילמה אגד לקג"א את התשלום השני והקדימה פירעון של חלק מיתרת סכום קרן ההסדר, שניהם בסך כולל של 259 מיליון ש"ח, בצירוף ריבית שהתווספה עד למועד הפירעון. יתרת סכום קרן ההסדר (259 מיליון ש"ח, כולל ריבית) תשולם ב-3 תשלומים שנתיים נומינליים שווים, החל מספטמבר 2024, בצירוף ריבית.

ביום ה-8 בדצמבר, 2022 הוגשו כנגד אגד תביעה ובקשה לאשרה כתובענה ייצוגית, לבימ"ש המחוזי בתל אביב, בידי שלושה בעלי דין, אשר היו בשעתו חברים באגד, בעודה אגודה שיתופית ובטרם עברה שינוי מבני של הפיכה מאגודה לחברה פרטית. בתביעה נטען, בין היתר, כי האגודה השיתופית (ואגד כחליפתה), הייתה נאמן כלפי חברי האגודה שפרשו מהאגודה עד למועד השינוי המבני והיא הפרה את חובת הנאמנות שלה כלפי חברי האגודה הפורשים, בכך שלא הקצתה לכלל חברי הקבוצה מניות באגד, באותם תנאים כפי שהוקצו למי שהיו חברים באגודה במועד הפיכת אגד מאגודה לחברה. באוקטובר 2023, נמחקה התביעה על הסף וזאת, בין היתר, מן הטעם שהיא אינה מתאימה להידון כתובענה ייצוגית. ביום 6 בדצמבר 2023, הוגש ערעור לביהמ"ש העליון על החלטת ביהמ"ש המחוזי. בהמשך לערעור, העליון פסק, בהסכמת הצדדים, כי החלטת בהמ"ש המחוזי בדבר מחיקה על הסף של ההליך הנ"ל תבוטל, וההליך יוחזר לביהמ"ש המחוזי, על מנת שיקיים דיון מחדש בבקשה לסילוק על הסף בשתי העילות שהוגדרו בפסק הדין. הערכת היועצים המשפטיים כי סיכויי התביעה להידחות גבוהים יותר מסיכוייה להתקבל.

ביום 1 באוגוסט 2024, הוגשה כנגד אגד וקרן הגמלאות של חבריה תביעה ובקשה לאשר תובענה כייצוגית, בידי בעלי דין, אשר היו חברים באגד. התביעה עוסקת בהסכם הבראה בין אגד למדינה לפני כ-35 שנה, במסגרתו התחייבה אגד, לבצע הפחתת שכר זמנית ל-4 שנים. לטענת המבקשים ההפחתה הזמנית נמשכה, ללא גילוי באופן שהותיר כספים בידי אגד שלא כדן. הסעד הכספי המבוקש בתביעה הוא בסך של כ-785 מיליון ש"ח. הבקשה נלמדת ע"י אגד הן במישור הפרוצדורלי והן במישור המהותי. בשל העבודה שהתובענה הוגשה בימים אלו, לא ניתן להעריך את סיכוייה לאישורה כתובענה ייצוגית.

החברה ופעילותה

השלמת עסקת אגד

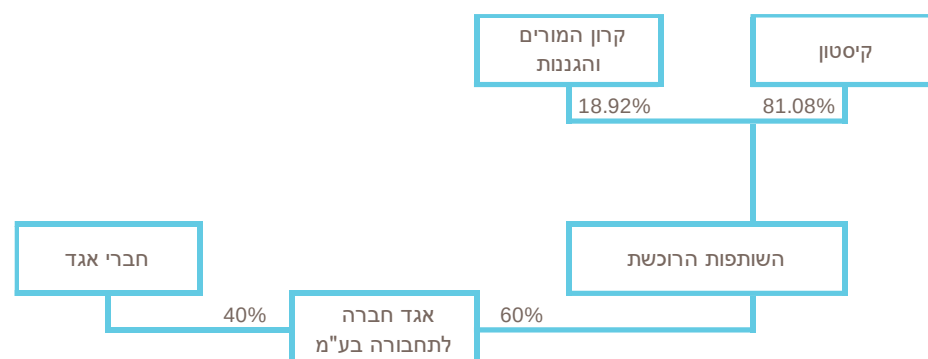
ביום 3 באוקטובר, 2022 השלימה קרן קיסטון – שותפות אגד שותפות מוגבלת, את העסקה לרכישת 60% ממניות אגד בתמורה לתמורה מתואמת של כ-2,961 מיליון ש"ח. ביום 23 במרץ, 2023 נקבע סכום התמורה הסופי ב-2,981 מיליון ש"ח (תוספת של 20 מיליון ש"ח). נכון למועד הערכת השווי, השותפות מוחזקת בשיעור של 81.08% על ידי קיסטון, והיתרה בשיעור של 18.92% מוחזקת על ידי קרן המורים והגננות.

השותפות מימנה את התשלום שביצעה במועד ההשלמה באמצעות הלוואות בנקאיות בסך של כ-1,400 מיליון ש"ח, וכן באמצעות הון עצמי בסכום כולל של כ-1,265 מיליון ש"ח שהעמידו לה השותפים המוגבלים בשותפות (חלק קיסטון בהון העצמי האמור, לרבות חלקה במקדמה ששולמה במועד החתימה, הינו כ-1,022 מיליון ש"ח, ובתוספת ההזרמה בסך של 20 מיליון ש"ח שבוצעה, סה"כ 1,042 ש"ח).

בתיקון להסכם הרכישה שנחתם בסמוך לפני מועד ההשלמה, תוקן ההסדר להבטחת סכומי שיפוי שאפשר ויגיעו לשותפות הרוכשת מהמוכרים בעסקה ("מוכרי המניות"). באופן שחלף הפקדת סך של כ-296 מיליון ש"ח מתוך סכום התמורה הכולל בחשבון נאמנות ("סך קופת השיפוי"), הועמדו למוכרי המניות בטוחות להבטחת תשלום יתרת התמורה האמורה לרבות שעבוד זכויות החברה בשותפות ובשותף הכללי, ביחס לחלקה של החברה בהון שיידרש לשותפות הרוכשת לתשלום סך קופת השיפוי. בהתאם להסדר המתוקן, השותפות הרוכשת תשלם את סכום קופת השיפוי, בניכוי סכומי שיפוי שיגיעו לה (אם וככל שיגיעו) ממוכרי המניות, בתוך פרק זמן של עד 4 שנים ממועד ההשלמה, בתוספת ריבית צמודה בשיעור שנתי של 1%-2% שיתווספו לסכום קופת השיפוי.

בנוסף, הסכם הרכישה כולל אופציית מכר לבעלי המניות באגד למכירת יתר אחזקותיהם בה בתום שנתיים ושלוש ממועד השלמת העסקה במחיר מימוש של כ-1,987 מיליון ש"ח (כפי שנקבע לאחר מועד ההשלמה) נושא ריבית והצמדה עד למועד המימוש.

להלן מבנה האחזקות של השותפות הרוכשת נכון למועד הערכה:



מימוש אופציית המכר

ביום 29 ביולי, 2024, לאחר מועד הערכת השווי, נמסר לשותפות אגד הודעות על מימוש אופציות המכר שניתנו לחלק מבעלי המניות המוכרים בעסקת רכישת אגד בהיקף מצטבר של כ-18% מהונה המונפק של אגד. בהתאם לתנאי עסקת הרכישה, וככל שכל הודעות המימוש תמצאנה תקינות, תושלם רכישת המניות נושא הודעת המימוש על ידי שותפות אגד עד לתחילת חודש פברואר 2025 בתמורה כוללת של כ-850 מיליון ש"ח, הכפופה להתאמות בגין הצמדה למדד, תוספת ריבית, חלוקות דיבידנד ותביעות שיפוי בהתאם לתנאי עסקת הרכישה.

החברה ופעילותה

פרויקט אשכול עוטף מערב ירושלים

ב-13 ביוני, 2023 זכתה החברה במכרז אשכול עוטף ירושלים מערב, לתקופת הפעלה של 10 שנים בהיקף של כ-15.2 מיליון ק"מ שירות לשנה בהתאם למפת הבסיס באמצעות מצבת מינימלית של 300 אוטובוסים. בחודש ספטמבר 2023, נחתם הסכם להפעלת אשכולות אגד לבין משרד התחבורה.

בהתאם לתנאי המכרז, הפעלת האשכול תתבצע בשני שלבים: שלב א' - החל מחודש אפריל 2024, ושלב ב' - מחודש מרס 2025 (או מועד מוקדם יותר, ככל שיוקדם בהסכמה עם משרד התחבורה). לצורך מימון הפעלת האשכול התקשרה אגד עוטף ירושלים בחודש ינואר 2024 עם תאגיד בנקאי בהסכם מימון מסוג Non-Recourse, אשר יועד למימון רכש האוטובוסים והשקעות אחרות הנדרשות בהתאם לתנאי המכרז.

שלב א' החל בהפעלה ביום ה-16 באפריל, 2024, ובהתאם להנהלת החברה, שלב ב' יחל במהלך הרבעון הראשון של שנת 2025.

האשכול מתפרש על כ-15.2 מיליון ק"מ נסיעה בשנה ומורכב מהפעלת קווים בינעירוניים בין בני ברק לירושלים, ראש העין-ירושלים ופתח תקווה-ירושלים. ההכנסות מההפעלה צפויות לעמוד על כ-220 מיליון ש"ח לשנה, כאשר ההכנסות צמודות לסל מדדים.

מלחמת חרבות ברזל

ביום 7 באוקטובר 2023, פרצה בישראל מלחמת "חרבות ברזל". כתוצאה מכך, בין היתר, חלה ירידה בהיקפי הפעילות הכלכלית והעסקית במדינה, שהביאו בין היתר לשיבוש בשרשרת האספקה והייצור, לירידה בהיקף התחבורה הארצית, למחסור בכוח אדם וכן לירידה בשווי של נכסים פיננסיים ולעלייה בשערי חליפין של מטבעות זרים ביחס לשקל אשר התמתנו החל מתחילת שנת 2024. בנוסף בחודש פברואר 2024 הודיעה חברת מודיס על הורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל לרמה של A2 חלק דירוג A1, וסוכנויות הדירוג הבינלאומיות S&P ופיץ' הצטרפו להורדת הדירוג אף הן, בחודשים אפריל ואוגוסט 2024, בהתאמה. זאת, בין השאר, על רקע המשך אי הוודאות השורר בשווקים והתארכות המלחמה מעבר למצופה, חשש מהרעה נוספת במצב הביטחוני, ובפרט מחזית נוספת בצפון ומחסור יציבות פוליטית במדינה.

פעילות אגד לא הושפעה באופן מהותי מהמלחמה שכן פעילות החברה מהווה תשתית חיונית וקריטית לתפקוד המערכות השונות במשק ובהתאם המשיכה החברה להעמיד את שירותיה באופן שוטף בכל תקופת הלחימה.

בתחילת המלחמה חלה ירידה במספר הקילומטרים המבוצעים בקווי השירות של אגד (בהתאם להוראות משרד התחבורה) ובמספר הנוסעים בתחבורה הציבורית. עם חלוף הזמן מספר הקילומטרים המבוצע חזר להיקף כמעט מלא, וניכרת עלייה במספר הנוסעים בתחבורה הציבורית. לכל אלו, במצטבר, לא הייתה השפעה מהותית על תוצאותיה של החברה נכון למועד ההערכה, לרבות, בין היתר, לנוכח הזמניות והחלקיות של הדברים.

בהתאם להנהלת החברה, נכון למועד ההערכה, לאור חוסר הוודאות על התפתחות מצב המלחמה ועל השלכותיה, ככל שיהיו, על החברה, אין לחברה יכולת לאמוד את היקף ההשפעה של המלחמה על הפעילות העסקית שלה ושל חברות הקבוצה, ועל תוצאותיהן בטווח הבינוני והארוך. החברה ממשיכה לעקוב באופן שוטף אחר התפתחויות בנושא ובוחנת את ההשלכות של פעילותה ושווי נכסיה. לגבי פעילות חברות הבנות בחו"ל בשים לב לאופי ולמהות הפעילות, החברה מעריכה כי למלחמה לא תהיה השפעה עליהן.

פרק 2

הסביבה העסקית

הסביבה העסקית

כללי⁴

ענף התחבורה הוא אחד הענפים הכלכליים המרכזיים במשק, והתפתחותו היא תנאי הכרחי לתפקוד יעיל של משק מודרני וצומח. מערכות התחבורה משמשות מנוף בעל חשיבות מכרעת בתהליך הצמיחה הכלכלית, והן תורמות ליעילות הכלכלית ולפיתוח העירוני והאזורי. כמו כן הן תורמות לשיפור רווחת אזרחי המדינה ואף לצמצום פערים כלכליים וחברתיים. איכות התחבורה הציבורית היא אחד המדדים העיקריים לקביעת דרגת הפיתוח של המדינה. הגידול הטבעי של האוכלוסייה, הפיתוח הכלכלי והצמיחה משפיעים ישירות על ענף התחבורה ובכלל זה על איכות השירותים שהוא מספק: הצמיחה גורמת לגידול בביקוש לנסיעות בכבישים - משאיות, כלי רכב ותחבורה ציבורית - והדבר גורם להגדלת הגודש בכבישים, מחמיר את זיהום האוויר וגורם למטרדים אחרים. לנוכח קשרי גומלין אלה, אספקת שירותי תחבורה איכותיים לאוכלוסיית המדינה היא בגדר אתגר חשוב ביותר המוצב לפני הממשלה, המחייב אותה לפעול בהתמדה לשיפור מערך התחבורה ולתכנון נכון של כלל הפעילות במשק.

לשימוש בתחבורה הציבורית על פני השימוש ברכב פרטי מספר יתרונות, כגון:

- **הפחתת הגודש בכבישים** - הגידול במספר כלי הרכב במדינה יוצר עומס בכבישים שעלותו למשק גבוהה מאוד, בין היתר בגלל ירידה בפריזון העבודה, פגיעה במערך האספקה של סחורות שגורמת להתייקרות המוצרים, זיהום אוויר ופגיעה באיכות החיים של תושבי המדינה. הגדלה נרחבת של שיעור הנסיעות בתחבורה הציבורית מסך הנסיעות בכלל אמצעי התחבורה במשק, בעיקר במטרופולינים, תפחית תופעות שליליות אלה;
- **קישור הפרוורים למרכזי הפעילות** - הגידול הבלתי מבוקר של אוכלוסיית הערים והתייקרות מחירי הדירות ושכר הדירה בהן גורם לאוכלוסייה לחפש פתרונות מגורים בפרוורי העיר, אשר מתאפיינים בצפיפות אוכלוסין נמוכה יותר. תהליך הפרוור יוצר תלות של התושב ברכב הפרטי ונסיעותיו מתארכות, תכיפות גדלה והן מתייקרות. תחבורה ציבורית יעילה מהפרוורים למרכזי הפעילות הכלכלית עשויה לקרב את התושבים לעיר, לקצר את זמני הנסיעה ולתרום להפחתת העומס בכבישים;

- **יעול השימוש במרחב האורבני** - בניגוד לתחבורה הציבורית, הרכב הפרטי תופס מרחב אורבני יקר. לרוב הרכב הפרטי אינו בשימוש במרבית שעות היום ויש להקצות לו שטח גדול לצורכי חניה. לכל רכב פרטי נדרשים כמה מקומות חניה - במקום המגורים, במקום העבודה, באזורי מסחר, במרכזי בילוי ובקרבת שירותים שונים. כל אחד ממקומות החניה האלה נותר ריק במשך חלק משמעותי מהיממה, והדבר גורם לבזבז של קרקע יקרה. כמו כן, הצורך בסלילת כבישים רחבים שיאפשרו תנועה מהירה של כלי רכב פרטיים גורם לבזבז נוסף של שטחים שהיו יכולים לשרת את האוכלוסייה באופן יעיל יותר - למסחר, לפארקים ועוד;
- **הפחתת השימוש באנרגיה והפגיעה בסביבה** - העלות למשק כתוצאה מזיהום האוויר שמייצרים כלי התחבורה גבוהה מאוד. מאחר שהתחבורה הציבורית משרתת נוסעים רבים, היא מסייעת בהפחתתם של השימוש בדלקים ושל זיהום האוויר שמקורם בשימוש בכלי רכב פרטיים. זאת בייחוד אם מערכות התחבורה הציבורית מונעות באמצעות אנרגיות ירוקות. יתרה מזו, השימוש בתחבורה הציבורית מאפשר להפחית את מטרד הרעש מכלי הרכב הפרטיים, הפוגע מאוד באיכות החיים בעיר;
- **שווינויות והגברת הנגישות** - התחבורה הציבורית היא האמצעי העיקרי שמסוגל להנגיש את מקומות עבודה, השירותים הציבוריים, אתרי הפנאי והמסחר וכו' לכלל האוכלוסייה, במיוחד בעבור בעלי הכנסה נמוכה, בילדים, בקשישים, בתושבי הפריפריה ובתושבים שאין ברשותם רכב לשימוש יום-יומי. מעבר לתחבורה ציבורית עשוי להפחית גם הוצאות של כלל המשק ולתרום לצמצום פערים חברתיים;
- **הפחתת יוקר המחיה** - קיומה של מערכת תחבורה ציבורית יעילה מאפשר להפחית את הוצאות משקי הבית על תחבורה תוך שיפור באיכות החיים של התושבים.

⁴ מקור: משרד מבקר המדינה, דוח מיוחד: משבר התחבורה הציבורית, מרץ 2019.

פרק 2: הסביבה העסקית

קיסטון אינפרא בע"מ

הערכת שווי להחזקות קיסטון בשותפות אגד

ליום ה-30 ביוני 2024

הסביבה העסקית

ענף התחבורה הציבורית בישראל⁵

לאורך השנים, ועד לשנת 2001 שלטו בכ-95% מענף התחבורה הציבורית שני הקואופרטיבים המרכזיים הגדולים – אגד – אגודה שיתופית לתחבורה בישראל בע"מ (להלן: "אגד") ודן חברה תחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "דן").

במהלך שנות התשעים התגבשה במשרד התחבורה ההכרה בצורך לפתוח את ענף התחבורה הציבורית לתחרות. בהמשך לכך ולאחר ביצוע עבודת מטה בשיתוף משרד האוצר, בשנת 1997 התקבלה החלטת ממשלה 1301 ולפיה הוחלט לפתוח את ענף התחבורה הציבורית בישראל לתחרות באמצעות הקצאת רישיונות להפעלת קווי השירות בתחבורה הציבורית בתנאים תחרותיים. בהתאם לתוכנית הרפורמה ולהסכמים שנחתמו עם אגד ודן, פורסמו כ-20 הליכים תחרותיים להפעלת קווי שירות, בהתאם לאשכולות גיאוגרפיים שנקבעו (בתמצית, אשכולות קווי שירות הינם אוסף קווים בעלי מכנה תחבורתי משותף והמהווים יחידה תפעולית אחת). עם תום שלב זה בתוכנית הרפורמה, פעלו בענף 15 חברות תחבורה ציבורית (תח"צ) (ללא חברות מזרח ירושלים). חלקה של אגד בשוק במונחי ק"מ – עמד על כ-55% וחלק דן עמד על כ-14%.

בתחילת שנת 2009 פרסם המשרד תכנית המשך לשנים 2009-2018, אשר היוותה, למעשה, תכנית להמשך הפעולה להגברת התחרות בענף. במסגרת התוכנית, התפרסמו 11 הליכים תחרותיים על אשכולות שנפתחו לתחרות בעבר, ש"עובו" בקווים נוספים שהועברו מאגד ומדן ובאשכול נוסף חדש, אשכול קווי חולון-שרון, הכולל בעיקרו קווים המופעלים על ידי אגד.

נוסף לאמור, ובהתאם לסיום תכנית הרפורמה, בתחילת שנת 2009 תמה תקופת הסכמי התחרות שנחתמו עם אגד ודן. לאחר משא ומתן ממושך נחתם ביוני 2010 הסכם תחרות חדש עם אגד. ביוני 2012 נחתם הסכם תחרות חדש עם דן.

במהלך אוגוסט 2012 נתקבלה החלטת ממשלה נוספת (2226). בהחלטת ממשלה זו נקבע, בין היתר, כי מתן רישיונות לקווי שירות ולאשכולות שירות יתקיים בהליך תחרותי, תוך הגבלת משך תקופת

הרישיון לפרק זמן מוגדר הניתן להארכה, וכן הגבלת יכולת ההשתתפות בהליך התחרותי למפעיל תח"צ המחזיק מעל 25% מהיקף שירותי התח"צ בתנאים מסוימים.

דרישות ממפעיל תחבורה ציבורית (חסמי כניסה):

מפעילי תח"צ צריכים להיות גופים בעלי איתנות פיננסית לצד יכולות תפעוליות וניהוליות להפעיל מערך קווי שירות גדול ומורכב ברמת שירות גבוהה. מפעילי התח"צ ידרשו להעסיק צוות ניהולי בעל ידע בתחום התח"צ. כמו כן, יידרשו המפעילים לספק מידע מהימן ורציף המבוסס על מערכות מידע מתקדמות הן לציבור הנוסעים והן למשרד התחבורה. להלן ריכוז חסמי הכניסה העיקריים:

- תקופת זיכיון ארוכה מהווה חסם בעיקר למפעילים חדשים, אולם חסם זה מצטמצם לאור פרסום מכרזי תח"צ באופן שוטף, כל שנה כ-8% מהענף.
- ניסיון בהפעלת שירותי תחבורה ציבורית - ישנו שוני רב בין הפעלת קווי שירות בתחבורה ציבורית לבין הפעלת נסיעות מיוחדות או נסיעות סיור באוטובוסים, כך שתחום התחבורה הציבורית באוטובוסים הינו מקצוע לכל דבר ועניין הדורש התמחות ספציפית. שוני זה בא לידי ביטוי כמעט בכל רובדי השירות: החל מפעילויות הנדרשות מהנהג דרך תפעול מערך הקווים ברמת השירות הנדרשת באופן עקבי ורציף, עבור במערכות מיוחדות המשמשות בתחבורה ציבורית בלבד או בעיקר (כגון כרטוס חכם וכד') וכלה בממשקים האינטנסיביים מול משרד התחבורה והציבור (בענייני התחשבות, רישוי, בקרה תפעולית, מידע, הסברה ועוד).
- חוסן פיננסי - אשכולות התח"צ כוללים הפעלה של כ-300 אוטובוסים, לשם כך נדרשת השקעה ראשונית של כ-250-350 מיליון ש"ח, כולל כל המערכות הטכנולוגיות. מפעיל השירות נדרש להיות בעל חוסן פיננסי משמעותי על מנת שיוכל לגייס את סכומי ההשקעה הנדרשים.

⁵ מקור: תכנית תחרות, ענף התחבורה הציבורית באוטובוסים, שנים 2018-2030, לאחר הערות הציבור, אוגוסט 2018, משרד התחבורה
פרק 2: הסביבה העסקית
קיסטון אינפרא בע"מ
הערכת שווי להחזקות קיסטון בשותפות אגד
ליום ה-30 ביוני 2024

הסביבה העסקית

ענף התחבורה הציבורית בישראל - המשך

מבנה הענף הרצוי

מבנה הענף אליו הממשלה שואפת להגיע בתום תקופת התוכנית מושתת על מבנה של תמהיל בין מפעילים גדולים, בינוניים וקטנים, בעלי ניסיון ויכולת להפעלת קווי שירות ברמה גבוהה.

לאורך כל התקופה, באופן רציף יפורסמו הליכים תחרותיים בהיקפים נדרשים, שיתרמו לשמירת המתח התחרותי בענף ויאפשרו למפעילים ליצור אופק פעילות לטווח רחוק.

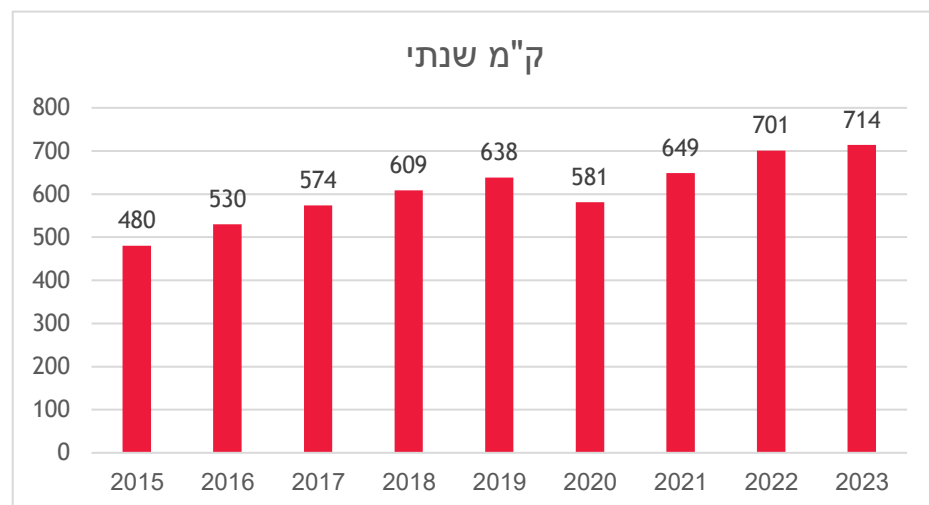
בכוונת הממשלה כי תכנית התחרות הנוכחית תביא למצב שעד שנת 2030 צפויים להתפרסם הליכים תחרותיים ביחס לכלל הפעילות בענף. עם סיום מהלך זה, צפויים אגד, דן והמפעילים ההיסטוריים האחרים לפעול כמפעיל תחרותי לכל דבר ועניין, והיקף פעילותן ייגזר מתוצאות ההליכים התחרותיים.

מפעילים שכיום הם מעל ל-25% מהענף, היקף פעילותם יצומצם בהדרגה להיקף הנ"ל, כך שעד סוף שנת 2029 לא יהיה מפעיל שיחרוג ממגבלה זו.

לאחר הרפורמה בענף התחבורה הציבורית באוטובוסים בישראל, ממשלת ישראל מפרסמת, מעת לעת, באמצעות משרד התחבורה, מכרזים לשם הפעלת אשכולות קווי שירות באוטובוסים. ההיערכות של מפעיל שזכה במכרז להפעלת אשכול קווי שירות נמשכת בדרך כלל בין שנה לשנתיים, כתלות בגודל האשכול, וכרוכה בהשקעות הוניות משמעותיות הממומנות בעיקרן באמצעות חוב המגובה בשעבוד על נכסי האשכול והתזרים הנובע מהפעלתו. לרוב הרישיון ניתן לתקופה של בין 10 ל-12 שנים. במהלך תקופת ההפעלה זכאי המפעיל להכנסות מהמדינה המבוססות על קילומטרים של נסיעה. כמו כן, הסכמי ההפעלה מעניקים למפעילים הגנות משינויים בעלויות ההפעלה.

בין השנים 2015-2023 צמחה הנסועה (ק"מ) באוטובוסים בישראל בממוצע שנתי של כ-5.1%, כאשר בהתאם לפרסומי משרד התחבורה, תוכניותיו לשנים הקרובות לעידוד השימוש בתחבורה הציבורית וצמצום הנסועה הפרטית צפויות לתמוך בשיעורי צמיחה מעל השיעורים ההיסטוריים.⁶

הגרף להלן מתאר את הנסועה (ק"מ) באוטובוסים בשנים 2015-2023, במיליוני ק"מ:



⁶ נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

פרק 2 : הסביבה העסקית

קיסטון אינפרא בע"מ

הערכת שווי להחזקות קיסטון בשותפות אגד

ליום ה-30 ביוני 2024

הסביבה העסקית

ענף התחבורה הציבורית בישראל - המשך

הפיקוח על התחבורה הציבורית בישראל

הפיקוח נעשה על ידי הרשות הארצית לתחבורה ציבורית שבמשרד התחבורה. הרשות הוקמה בשנת 2014 ועוסקת, בין היתר, בתכנון מערך קווי השירות, במכרזים לאשכולות התחבורה הציבורית ובפיקוח על החברות המפעילות אותן. כמו כן, היא יוזמת ומבצעת רפורמות רחבות בתחום התחבורה הציבורית, כגון הנהגת כרטיס נוסע חכם (רב-קו), רפורמה בתעריפי הנסיעה ועוד. המדינה מעניקה לתחבורה הציבורית תקציבים, והם משמשים בעיקר לתמיכה בחברות המספקות שירותי תחבורה ציבורית ולפיתוח התחבורה הציבורית. לתחבורה הציבורית באוטובוסים נדרשות תשתיות מיוחדות לפעילותה: מסלולי נסיעה, תחנות האוטובוס, חניונים תפעוליים, תחנות מרכזיות ועוד. ככל ששירות התחבורה הציבורית מתרחב, כך גוברות דרישות התשתית, לרבות השטח הנדרש.

תשתיות התחבורה הציבורית

אחד החסמים להרחבת השימוש באוטובוסים הוא אי-עמידה בלוחות זמנים, כלומר חוסר ודאות באשר למועד שבו אוטובוס של קו מסוים אמור להגיע לתחנה ולמשך הזמן שייקח להגיע מהתחנה אל היעד. על פי דוח "ישראל עומדת, קידום התחבורה הציבורית בישראל" משנת 2018, אי-עמידה בלוחות הזמנים נובעת במידה רבה מכך שהאוטובוסים נוסעים באותו הכביש עם יתר כלי הרכב ולכן הם מתעכבים בעומס הכללי, המשתנה לפי שעה ומקום, באופן שלא תמיד אפשר לצפות מראש. פתרון אפשרי לסוגיה זו הוא השימוש בנתיבים לתחבורה ציבורית (נת"צים), שבהם מותרת התנועה רק לתחבורה הציבורית, ואשר אוטובוסים הנוסעים בהם יקבלו העדפה ברמזורים.

הסביבה העסקית

משרד התחבורה

השקעות הממשלה בתחבורה משמשות בסיס לקידום הפיתוח הכלכלי של המשק כולו, ומאפשרות את התפתחותם של ענפים אחרים במשק. יעילות ההשקעות בתחבורה הציבורית נבחנת במידת תרומתן ליעדים הלאומיים ובהיענות לצורכי המשק ותושבי המדינה.

בשנת 2022 תקציב משרד התחבורה הסתכם בסך של כ-37.7 מיליארד ש"ח. בשנת 2023 תקציב משרד התחבורה ירד בכ-2.6% והסתכם בסך של כ-36.7 מיליארד ש"ח ובשנת 2024 יסתכם לסך של כ-40.1 מיליארד ש"ח המשקף גידול של כ-9.2% ביחס לתקציב לשנת 2023.

בהתאם לחוק התקציב לשנת 2023, מתוך תקציב בסך של כ-36.7 מיליארד ש"ח, סך של כ-11.7 מיליארד ש"ח תוקצב לפיתוח תחבורה ציבורית, הכולל רכבות כבדות ותכנון והקמת מערכות הסעת המונים במטרופולינים הגדולים, סך של כ-8.3 מיליארד ש"ח תוקצב לתכנון והקמת כבישים, וסך של כ-15.6 מיליארד ש"ח תוקצב לתמיכה בתחבורה הציבורית.⁷

בהתאם לחוק התקציב לשנת 2024, מתוך תקציב בסך של כ-40.1 מיליארד ש"ח, סך של כ-13.1 מיליארד ש"ח תוקצב לפיתוח תחבורה ציבורית, סך של כ-9.3 מיליארד ש"ח תוקצב לתכנון והקמת כבישים, וסך של כ-16.5 מיליארד ש"ח תוקצב לתמיכה בתחבורה ציבורית.

בינואר 2024, פרסם משרד האוצר⁸ "תכנית מאזנת" בכדי לצמצם את הנזק הפיסיקלי שנוצר כתוצאה ממלחמת חרבות ברזל. התוכנית מציעה לנקוט שורה של צעדים שיצמצמו את הגירעון המבני של ישראל בשנת 2024 באופן משמעותי, ובין היתר צמצום של תקציב הפיתוח במשרד התחבורה באמצעות דחיית פרויקטי תשתית. לפי התכנון, תקציב הפיתוח במשרד התחבורה יופחת בשנת 2024 בכ-1.22 מיליארד ש"ח.

⁷ תקציב המדינה, הצעה לשנות הכספים 2023 ו-2024, אגף תקציבים
⁸ הצעת תקציב המדינה לשנת 2024, תוכנית מאזנת. מעודכן ליום 14 בינואר 2024.

יצוין כי במסגרת תקציב המדינה לשנים 2023-2024 הוקצו תקציבים משמעותיים לפיתוח תשתיות תחבורה ציבורית בדגש על הקמת מערכות הסעת המונים בשלושת המטרופולינים הגדולים.

בין הפרויקטים המבוצעים ניתן למנות את הוספת שני קווי רכבת קלה נוספים בתל אביב (הקו הסגול והקו הירוק), שני קווי רכבת קלה נוספים בירושלים (קו ירוק וקו כחול) וקו רכבת קלה נצרת-חיפה. לצד אלו מוקמים קווי רכבת כבדה בתוואי אלטרנטיבי לקו החוף המכונה "המסילה המזרחית".

מעבר לגידול בתקציב התחבורה הציבורית המתוארים, ניתנה עדיפות לתחבורה ציבורית גם בפיתוח הכבישים. בתווך הבין-עירוני, תוכנית החומש של חברת נתיבי ישראל נבנתה בהתאם לתוכנית האסטרטגית לדרכים ומתוך ההכרה בחשיבותם של נתיבי תחבורה ציבורית בכבישים בעלי עומסי תנועה גבוהים, אשר יאפשרו קיצור משמעותי של זמני הנסיעה בתחבורה הציבורית ושירות טוב יותר למשתמשים בה. בתווך העירוני, יקודם פיתוחם של נתיבי תחבורה ציבורית, מסופי אוטובוסים ושבילי אופניים במסגרת תוכנית המאיץ⁹.

⁹ תוכנית המאיץ – תוכנית להקמת נתיבי תחבורה ציבורית, שבילי אופניים ומסופי אוטובוסים המתוקצבת ע"י משרד התחבורה.

הסביבה העסקית

שוק ההסעים - כללי

מנתונים של הלמ"ס¹⁰, בשנים 2022 ו-2023 מספר האוטובוסים בישראל עמד על כ-24,000 וכ-25,320 אוטובוסים, בהתאמה. כמו כן בשנים אלו, מספר האוטובוסים הזעירים בישראל, קרי אוטובוסים להם פחות מ-20 מושבים, עומד על כ-15,300 וכ-15,442, בהתאמה.

ע"פ נתוני BDI מחודש אוקטובר 2021, צפי ההכנסות בענף ההסעים בשנת 2022 הוערך בכ-4.5 מיליארד ש"ח¹¹. יצוין, כי טרום הקורונה שוק ההסעים הגיע לכ-4.8 מיליארד ש"ח. המחזור החודשי הממוצע לאוטובוס גדול המונה כ-50 מושבים עמד בשנת 2022 על כ-40,000 ש"ח (לא כולל מע"מ), ואילו המחזור החודשי הממוצע של אוטובוס זעיר (עד 20 מושבים) עמד על כ-21,500 ש"ח (לא כולל מע"מ). מדובר במחזורים ממוצעים של רכבים אשר עבדו בפעילות מלאה.

תחום ההסעים בישראל נחשב מבוצר מאוד, כך שכ-36% מהענף מתחלק בין 12 חברות גדולות, והיתר מתחלק בין 470 חברות קטנות.

במקרים רבים מקור ההתקשרות בין חברות ההסעים לבין לקוחות השוק נעשה בהליכים מכרזיים. לרוב, זמן ההתקשרות בדרך זו הינו לתקופה של 3-5 שנים. מוערך כי כ-75% מהנסיעות הקבועות, מקורן בזכייה במכרזים פומביים.

¹⁰ נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה – כלי רכב מנועיים בישראל בשנת 2022/23
¹¹ <https://mayafiles.tase.co.il/rpdf/1525001-1526000/P1525363-00.pdf>

הסביבה העסקית

השחקנים המרכזיים בשוק התחבורה בישראל

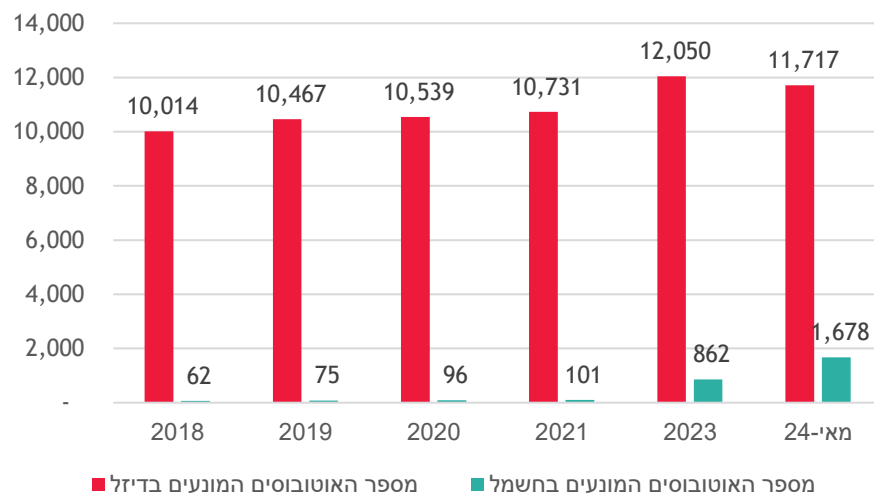
להלן השחקנים המרכזיים בשוק האוטובוסים המקומי ונתח השוק שלהם בחלוקה לק"מ נסועה שנתי, נוסעם ואוטובוסים, נכון למועד ההערכה¹²:

ק"מ נסועה שנתי	נוסעים	אוטובוסים	
אגד	28%	21%	
דן	12%	18%	
קווים	12%	10%	
מטרופולין	11%	12%	
סופרבוס	7%	8%	
אפיקים	10%	10%	
נתיב אקספרס	7%	6%	
אחר	13%	15%	

(*) נתיב אקספרס כולל גם את האוטובוסים של חברה הבת "בית שמש אקספרס".

כפי שניתן לראות בטבלה מעלה, שוק התחבורה הציבורית בישראל יחסית מבוזר אך שתי החברות הוותיקות אגד ודן, מחזיקות יחד בכ-40% מק"מ הנסועה השנתי, בכ-49% מהנוסעים ובכ-39% מכלל האוטובוסים לתחבורה ציבורית.

להלן גרף המתאר את כמות האוטובוסים בתחבורה הציבורית בישראל המונעים בדיזל לעומת חשמל בתקופה שבין 2018 למאי 2024:¹³



ניתן לראות מהגרף שהעלייה במספר הכלים החשמליים החלה להיות משמעותית מאוד בשנים האחרונות, כך שנכון למאי 2024 הם מהווים כ-12.5% מסך האוטובוסים.

פרק 3

ניתוח דוחות כספיים

ניתוח דוחות כספיים

דוחות רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד המאוחדים של החברה, הערוכים לפי תקינה בינלאומית (IFRS), לשנים 2022 ו-2023 ולרבעון הראשון של שנת 2024:

אלפי ש"ח	2023	Q1 2024
שירותי תחבורה ציבורית	3,926,635	1,205,217
קווי תחבורה ייעודיים ושירותי הסעה אחרים	182,106	61,645
שירותי מוסך ומכירת דלקים	148,356	38,385
הכנסות שונות	354,055	71,245
סה"כ הכנסות	4,611,152	1,376,492
הוצאות שכר	(2,006,044)	(611,163)
אחזקת כלי רכב ותפעול	(355,880)	(108,792)
תצרוכת דלק	(745,081)	(179,285)
הוצאות אחזקה, ביטוח ואחרות	(287,303)	(87,994)
שכירות וארנונה	(118,001)	(30,517)
הוצאות כלליות	(173,550)	(59,401)
פחת והפחתות	(425,618)	(123,930)
הוצאות אחרות	(5,961)	(500)
הסדר פשרה תביעת קרן גמלאות אגד	(294,000)	-
סה"כ הוצאות	(4,411,438)	(1,201,582)
רווח תפעולי	199,714	174,910
שיעור רווח תפעולי	4.3%	12.7%
עלייה בשווי הוגן נדל"ן להשקעה	(2,780)	(13,613)
הוצאות מימון, נטו	(194,593)	(57,568)
חלק ברווחי חברות המוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	2,180	637
רווח לפני מיסים	4,521	117,979
מיסים על הכנסה	1,383	(28,212)
רווח נקי	5,904	89,767

ניתוח דוחות כספיים

להלן המאזן המאוחד של החברה, הערוך לפי תקינה בינלאומית (IFRS) לימים 31 בדצמבר 2022-2023 וליום 31 במרץ 2024:

אלפי ש"ח	31.12.2022	31.12.2023	31.3.2024
התחייבויות שוטפות			
אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים	400,005	399,529	405,587
התחייבויות בגין חכירה	47,396	49,349	66,673
ספקים	262,804	389,596	352,742
זכאים אחרים	310,616	291,093	329,917
יתרות בגין עובדים מייסדים	17,524	19,187	16,631
הכנסות מראש	185,702	153,652	112,231
הטבות לעובדים לזמן קצר	191,311	202,987	215,295
הפרשות	28,826	17,863	17,856
התחייבויות מיסים שוטפים	1,015	956	19,439
סה"כ התחייבויות שוטפות	1,445,199	1,524,212	1,536,371
התחייבויות לא שוטפות			
התחייבויות לתאגידים בנקאיים ואחרים	1,417,932	1,209,715	1,156,137
אג"ח	-	420,727	422,048
התחייבויות בגין חכירה	270,356	259,942	277,548
הטבות לעובדים	1,290,850	1,197,144	1,189,256
הפרשות	29,865	33,415	33,416
התחייבויות אחרות לזמן ארוך	637,676	719,604	742,629
התחייבויות מיסים נדחים	1,918	79,711	76,069
סה"כ התחייבויות לא שוטפות	3,648,597	3,920,258	3,897,103
סה"כ התחייבויות	5,093,796	5,444,470	5,433,474
הון עצמי	716,769	897,318	640,178
סה"כ התחייבויות והון	5,810,565	6,341,788	6,073,652

אלפי ש"ח	31.12.2022	31.12.23	31.3.2024
נכסים שוטפים			
מזומנים ושווי מזומנים	592,514	820,676	594,800
השקעות אחרות	23,111	46,815	2,824
לקוחות	223,231	205,206	230,730
לקוחות - ממשלה ורשויות	-	135,707	95,080
חייבים אחרים	121,716	116,489	109,153
חלקי חילוף, דלקים ועוד	106,970	138,998	139,647
נכסי מיסים שוטפים	94,218	21,724	1,336
נכסים של קבוצת מימוש המסווגת כמוחזקת למכירה	-	3,154	-
סה"כ נכסים שוטפים	1,161,760	1,488,769	1,173,570
נכסים לא שוטפים			
חייבים לזמן ארוך	1,120,983	1,152,050	1,152,021
השקעות אחרות	12,607	19,819	19,888
יתרות קרן פרישה וגמלאות	316,513	306,714	202,868
השקעות בחברות מוחזקות	56,175	56,793	57,430
יתרות המיועדות לרכישת אוטובוסים	-	11,927	52,263
רכוש קבוע	2,708,344	2,816,350	2,884,980
נדל"ן להשקעה	43,502	74,348	74,348
נכסים בלתי מוחשיים	60,359	96,448	105,433
נכסי זכות שימוש	292,811	282,863	316,487
נכסי מיסים נדחים	37,511	35,707	34,364
סה"כ נכסים לא שוטפים	4,648,805	4,853,019	4,900,082
סה"כ נכסים	5,810,565	6,341,788	6,073,652

ניתוח דוחות כספיים

ניתוח מאזן כלכלי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן המאזן הכלכלי של החברה ליום 31 בדצמבר 2023 וליום 31 במרץ 2024:

אלפי ש"ח	31.12.23	31.3.2024
הון חוזר	(370,155)	(366,238)
נכסים תפעוליים אחרים	2,906,158	3,073,481
נדל"ן	131,141	131,778
חוב נטו ונכסים עודפים	(1,816,393)	(2,242,976)
מיסים נדחים בגין הפסדים להעברה	46,566	44,133
הון עצמי	897,318	640,178

(*) הנדל"ן המוצג לעיל, כולל את סעיף הנדל"ן להשקעה ואת ההשקעה בחברת הנדל"ן א.ת. תחנות בע"מ.

הון חוזר תפעולי

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי ההון החוזר התפעולי של החברה ליום 31 בדצמבר 2023 וליום 31 במרץ 2024:

אלפי ש"ח	31.12.23	31.3.2024
לקוחות	187,261	213,579
מלאי - חלקי חילוף, דלקים ועוד	138,998	139,647
ספקים	(388,489)	(350,283)
הון חוזר אחר	(307,924)	(369,181)
סה"כ הון חוזר	(370,155)	(365,238)

(*) הון חוזר אחר המוצג לעיל, כולל בעיקר יתרות זכות בגין הטבות לעובדים לזמן קצר, תשלומי שכר ומוסדות.

נכסים תפעוליים אחרים

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי הנכסים התפעוליים האחרים של החברה ליום 31 בדצמבר 2023, וליום 31 במרץ 2024:

אלפי ש"ח	31.12.23	31.3.2024
רכוש קבוע	2,816,350	2,884,980
מיסים נדחים בגין רכוש קבוע	(301,430)	(285,682)
נכסים בלתי מוחשיים	96,448	105,433
נכסי זכות שימוש	282,863	316,487
יתרות המיועדות לרכישת אוטובוסים	11,927	52,263
סה"כ נכסים תפעוליים אחרים	2,906,158	3,073,481

ניתוח דוחות כספיים

ניתוח מאזן כלכלי - המשך

חוב נטו ונכסים עודפים

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן תחשיב החוב נטו ונכסים עודפים, בהתאם לקטגוריות עיקריות:

אלפי ש"ח	31.12.23	31.3.2024
מזומנים ושווי מזומנים	820,676	594,800
התחייבויות לתאגידים בנקאיים	(1,609,244)	(1,561,724)
אג"ח	(420,727)	(422,048)
עובדים	(980,391)	(1,072,871)
התחייבויות בגין חכירה זמן ארוך וזמן קצר	(309,291)	(344,221)
הפרשות	(51,278)	(51,272)
השקעות אחרות וחברות קשורות	69,788	23,228
מיסים נדחים	231,628	181,741
נכסים והתחייבויות אחרות	432,446	409,392
סה"כ חוב נטו ונכסים עודפים	(1,816,393)	(2,242,976)

עובדים

סעיף העובדים שסווגו לחוב נטו, כולל את הפריטים הבאים:

אלפי ש"ח	31.12.23	31.3.2024
התחייבות אקטוארית לעובדים	(1,213,319)	(1,205,433)
יתרות קרן פרישה וגמלאות	306,714	202,868
אחרים	(73,786)	(70,307)
סה"כ עובדים	(980,391)	(1,072,871)

נכסים התחייבויות אחרות

סעיף התחייבויות והנכסים האחרים כולל נכון ל- 31 במרץ 2024 בעיקר:

- הפרשה להתחייבות לתשלום למדינה בעקבות עסקת מכירת מניות אגד, בהתאם להסכם ההפעלה, בגובה של כ- 673 מיליוני ש"ח.
- יתרת חובה בסך כ- 1,141 מיליוני ש"ח בגין תשלומים ששולמו בפועל למדינה בגין עסקת מכירת מניות אגד.

מיסים נדחים

המיסים הנדחים אשר סווגו לפרטי החוב הפיננסי נטו והנכסים העודפים, כוללים בעיקר מיסים נדחים בגין התחייבות אקטוארית לעובדים, וכן מיסים נדחים שנפתחו בגין פריטים אחרים אשר סווגו לקטגוריית החוב נטו והנכסים העודפים.

הון חוזר

להלן ניתוח של ימי ההון החוזר ההיסטורי של פעילות התחבורה הציבורית בישראל:

ימים מייצגים	2022	2023	2024 Q1
לקוחות	3	14	14
ספקים	22	32	27
מלאי	9	11	11
ימי הון חוזר אחר (%) מהכנסות	-7.34%	-1.53%	-6.71%

פרק 4

מתודולוגיה

מתודולוגיה

IFRS13 - מדידת שווי הוגן

יתקן דיווח כספי בינלאומי 13 - מדידת שווי הוגן, מגדיר את אופן מדידת השווי ההוגן 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 ההוגן צריכים להניח שהנכס או ההתחייבות מוחלפים בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק למכירת הנכס או להעברת ההתחייבות במועד המדידה בתנאי שוק נוכחיים. מדידת השווי ההוגן 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 ההוגן 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 ההוגן של הנכס או של ההתחייבות לא יותאם בגין עלויות עסקה. עלויות עסקה יטופלו בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים אחרים. עלויות עסקה אינן מאפיין 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 מאפיין של הנכס (כפי שיכול להיות המקרה, לדוגמה, עבור סחורת יסוד (commodity), המחיר בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) יותאם בגין העלויות, אם קיימות, שיתוהו להובלת הנכס מהמיקום הנוכחי שלו לשוק זה.

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 ההשוואה 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.

מתודולוגיה

גישת היוון תזרימי מזומנים (המשך)

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 העלויות 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 (NAV)

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.

מתודולוגיה

שיטת היוון תזרימי המזומנים DCF (Discounted Cash Flow Method)

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 מהוונים 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, המיסים 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 הערכת השווי שנבחרה

בעבודה זו, חישבנו את שווי החברה באמצעות שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). על-פי גישה זו, בנינו את תזרימי המזומנים העתידיים שהפעילות צפויה להפיק בתרחיש סביר, על בסיס הפרמטרים אשר יפורטו להלן. תזרימי המזומנים העתידיים הונו בשיעור ניכיון לאחר מס הנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחרת, ואשר משקף את רמת הסיכון הקיימת בה.

להלן שלבי הערכת השווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים:

- ניתוח שוק המכירות של הפעילות;
- ניתוח ההכנסות ההיסטוריות של הפעילות, לפי סוגי המוצרים/שירותים;
- חיזוי ההכנסות;
- ניתוח מבנה ההוצאות וחיזוי ההוצאות, הנדרשות להשגת ההכנסות;
- חיזוי ההשקעות הנדרשות בתקופת הבדיקה;
- בניית דו"ח רווח והפסד חזוי לשנות התחזית;
- חישוב השווי הכלכלי של הפעילות על-ידי היוון תזרים המזומנים התפעולי ותזרים ההשקעות, תוך שימוש במחיר הון משוקלל, המותאם לסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפעילות;

שווי שותפות אגד חושב לפי מתודולוגיית השווי הנכסי (NAV) כחיבור/חיסור של השווי הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות אשר ברשותה.

מתודולוגיה

קביעת שיעור ההון

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

$$WACC = D/(D + E) * K_d * (1-T) + E/(D + E) * K_e$$

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 וסיכויי השוק. סיכון השוק מוגדר כתוספת המבוקשת על ידי המשקיעים מעל לשער הריבית חסר הסיכון במשק. ההתאמה לסיכויי 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:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + SCP + SRP$$

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 הרלוונטי.

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 חשופ 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

להלן ריכוז שיעורי ההיוון הנומינליים בהם נעשה שימוש בעבודה זו:

WACC	שנות התחזית המוצגות	שנה טרמינלית	מטבע
תחב"צ ישראל	9.00%	10.75%	שקל
אגד הסעים	13.00%	13.00%	שקל
EBS	6.75%	8.50%	אירו
MOBILIS	11.25%	14.25%	זלוטי

פרק 5

הערכת השווי

הערכת השווי

תמצית ממצאים

להלן טבלה המרכזת את סיכום שווי החזקות קיסטון בשותפות אגד:

מיליוני ש"ח	ביאור	שווי פעילות	שווי חוב נטו ונכסים עודפים	שווי חברה
תחבורת ציבורית בישראל	(1)	5,769	(2,268) (*)	3,501
אגד הסעים	(2)	396	(49)	348
EBS	(3)	982	(728)	254
MOBILIS	(4)	453	(129)	324
TEVEL (51%)		48	(10)	39
שווי נדל"ן ברוטו	(5)	1,179		1,179
שווי נדל"ן תפעולי		(356)		(356)
סה"כ אגד חברה לתחבורה בע"מ	(6)	8,471	(3,183)	5,288
חלקה של שותפות הביניים (60%)				3,173
שווי מכשיר פיננסי	(7)			(68)
שווי הלוואה בנקאית	(8)			(1,254)
שווי הלוואת מוכר	(9)			(278)
עתודה למס בגין שערך הלוואות	(10)			(13)
יתרות מאזניות שותפות אגד	(11)			67
סה"כ שווי השותפות הרוכשת				1,628
חלקה של קיסטון (81.08%)				1,320

(*) מתוך שווי החוב נטו בתחבורה ציבורית בישראל בסך 2,268 מיליוני ש"ח, סך של כ- 1,023 מיליוני ש"ח הינו בגין התחייבות לעובדים.

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי פעילות תחבורה ציבורית בישראל

להלן תחזית תזרים המזומנים החזוי של פעילות תחב"צ ישראל, החל מיום ה-1 באפריל 2024 ועד ליום ה-31 בדצמבר לשנת 2030:

מיליוני ש"ח	Q2-Q4 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
סה"כ ק"מ ברישיון	154,062	211,738	242,094	251,643	261,434	270,674	273,523
הכנסות מתוקף הסכמים	2,724	3,819	4,133	4,577	4,550	4,710	4,630
שירותי מוסך ומכירת דלקים	183	297	340	388	412	439	460
הכנסות אחרות	20	26	27	28	28	29	26
סה"כ הכנסות	2,927	4,143	4,500	4,993	4,990	5,178	5,116
הוצאות דלק	(460)	(635)	(694)	(683)	(669)	(675)	(723)
הוצאות תחזוקה	(257)	(354)	(407)	(436)	(454)	(474)	(517)
הוצאות שכר	(1,162)	(1,636)	(1,827)	(1,902)	(1,990)	(2,050)	(2,121)
פחת והפחתות	(266)	(380)	(419)	(452)	(479)	(481)	(491)
הוצאות שכ"ד וארנונה	(116)	(132)	(146)	(136)	(140)	(144)	(148)
הוצאות הנהלה וכלליות	(218)	(276)	(320)	(331)	(341)	(352)	(364)
הוצאות תפעוליות	(2,479)	(3,412)	(3,814)	(3,940)	(4,073)	(4,176)	(4,362)
רווח תפעולי	448	731	687	1,053	917	1,002	753
	15.3%	17.7%	15.3%	21.1%	18.4%	19.3%	14.7%
EBITDA	713	1,111	1,106	1,505	1,396	1,482	1,244
EBITDA %	24.4%	26.8%	24.6%	30.1%	28.0%	28.6%	24.3%
הוצאות מס	(84)	(144)	(134)	(218)	(187)	(209)	(173)
רווח תפעולי לאחר מס	364	587	552	834	730	793	580
התאמות							
פחת והפחתות	266	380	419	452	479	481	491
שינויים בהון חוזר	37	10	21	18	3	8	3
Capex	(507)	(338)	(647)	(838)	(458)	(286)	(396)
סה"כ התאמות	(203)	51	(207)	(368)	24	203	98
סה"כ תזרים להיוון	161	638	346	467	754	996	678
תקופה להיוון	0.25	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0
תזרים מהוון	157	586	291	360	534	647	404

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי פעילות תחבורה ציבורית בישראל (המשך)

להלן תחזית תזרים המזומנים החזוי של פעילות התחבורה הציבורית בישראל, לשנים 2031-2035 ולשנה הטרמינלית:

מיליוני ש"ח	2031	2032	2033	2034	2035	טרמינלית
סה"כ ק"מ ברישיון	265,516	257,508	249,501	241,494	233,486	225,479
הכנסות מתוקף הסכמים	4,634	4,637	4,640	4,644	4,647	4,651
שירותי מוסך ומכירת דלקים	469	479	488	498	508	528
הכנסות אחרות	22	18	14	10	5	
סה"כ הכנסות	5,125	5,134	5,143	5,152	5,161	5,179
הוצאות דלק	(824)	(843)	(859)	(875)	(891)	(909)
הוצאות תחזוקה	(459)	(469)	(478)	(487)	(497)	(506)
הוצאות שכר	(2,124)	(2,172)	(2,213)	(2,255)	(2,297)	(2,343)
פחת והפחתות	(483)	(452)	(433)	(414)	(394)	(375)
הוצאות שכ"ד וארנונה	(171)	(175)	(179)	(182)	(185)	(189)
הוצאות הנהלה וכלליות	(358)	(366)	(373)	(380)	(387)	(395)
הוצאות תפעוליות	(4,420)	(4,478)	(4,535)	(4,594)	(4,652)	(4,718)
רווח תפעולי	705	656	607	558	509	461
	13.8%	12.8%	11.8%	10.8%	9.9%	8.9%
EBITDA	1,176	1,108	1,040	972	904	836
EBITDA %	23.0%	21.6%	20.2%	18.9%	17.5%	16.1%
הוצאות מס	(162)	(151)	(140)	(128)	(117)	(106)
רווח תפעולי לאחר מס	543	505	468	430	392	355
התאמות						
פחת והפחתות	471	452	433	414	394	375
שינויים בהון חוזר	2	2	2	2	2	11
Capex	(392)	(389)	(385)	(382)	(378)	(375)
סה"כ התאמות	81	65	49	33	18	11
סה"כ תזרים להיוון	623	570	517	463	410	365
תקופה להיוון	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	11.0
תזרים מהוון	305	252	206	167	133	1,727
שווי פעילות	5,769					

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי פעילות תחבורה ציבורית בישראל (המשך)

כללי

- שווי פעילות התחבורה הציבורית בישראל, כולל את הפעילות המתנהלת באגד סולו לרבות פעילות התחבורה הציבורית דרך חברת דרך אגד עוטף ירושלים, וכן לרבות הפעילות של אגד באשכולות נוספים בתחבורה הציבורית בישראל שהונח שייכנסו בעתיד.
- תחזית תזרים המזומנים מבוססת ברובה על המודל הפיננסי של החברה, כפי שהתקבל מהנהלת קיסטון, ואשר כולל את כל ההכנסות, ההוצאות, וההשקעות הנדרשות - בהתאם לאומדני ההנהלה (להלן: "המודל הפיננסי").
- שנות התחזית – תחזית תזרים המזומנים הינה לתקופה שבין 1 באפריל 2024 ל-31 בדצמבר 2035 ושנה מייצגת.
- תחזית נומינלית – המודל הפיננסי מוצג בערכים נומינליים. משכך, התחזיות, לרבות שיעור ההיוון, הינם בערכים נומינליים.
- שיעור ההיוון – שיעור היוון נומינלי שנתי נאמד בכ-9.00% עד לשנת 2029 (תום הסכם ההפעלה) ובכ-10.75% משנת 2030 ועד לשנה הטרימינלית. להרחבה ראה נספח א'.
- שיעור צמיחה פרמננטי – כ-3.9%, בהתחשב בין היתר בתחזית האינפלציה של השקל, שיעור הגידול באוכלוסייה ושיעור הגידול הצפוי בתחבורה הציבורית בישראל.

הכנסות

כ-89% מההכנסות עד לשנת 2029 מתקבלות מהסכם ההפעלה עם המדינה מ-2018 כמפורט לעיל, ובהמשך שנות התחזית הונח כי שיעור ההכנסות מתוקף הסכמים מתוך מסך ההכנסות יהיו בשיעורים דומים. החל משנת 2030 ועד לשנת 2035 הונחה יציאה הדרגתית מאשכולות מכוח הסכם ההפעלה ובמקביל זכייה במכרזים חדשים בשוק תחרותי אשר הינם ברווחיות נמוכה יותר מהסכם ההפעלה הנוכחי.

תחזית ההכנסות מבוססת על היקף נוסעים שעדיין נמוך יחסית לכמות הנוסעים טרום הקורונה, מהירות מסחרית נמוכה יחסית בין היתר כתוצאה מגודשי התנועה וכן שיעורי אי-תיקוף גבוהים יחסית (בעקבות

כך אגד חתמה על תיקון להסכם בכדי לפצות על הירידה בתיקופים).

ההכנסות נקבעות בעיקר כפונקציה של מספר הק"מ הבסיסי בהתאם לתנאי המכרז כפול התעריף לק"מ כפי שנקבע במכרז. בנוסף, קיימות הכנסות מתמריצים שונים כגון הכנסות מתמריצי ואלידציות, מענקים בגין החלפה אוטובוסים ועוד, כדלקמן:

סובסידיה שוטפת

בתמורה לשירותיה, הממשלה משלמת לאגד סובסידיה שוטפת בסכום השווה לסך הקילומטרים שבוצעו בפועל על ידיה בקווי השירות בהתאם לרשימות, מוכפל בעלות לק"מ-רכב, בניכוי ההכנסה בפועל.

סובסידיה ייעודית

בנוסף לסובסידיה השוטפת, הממשלה משלמת לאגד סובסידיה ייעודית בגין הנחות בהסדרי הנסיעה אשר המפעיל נתן בפועל בהתאם להנחות הקבועות בצו התעריפים.

תמריצים

בנוסף לתשלומי הסובסידיות, הממשלה משלמת לאגד תמריץ בגין איסוף נוסעים בתשלום.

הכנסות מקרן פרישה וגמלאות

כחלק מתהליך ההתייעלות של אגד, היא החלה להפעיל תכנית פרישה במהלך תקופת ההסכם. על מנת לסייע במימון עלויות הפרישה והגמלאות של חברים ועובדים, הוקמה קרן ייעודית למימון עלויות פרישה, אשר הופקדו אליה כספים של ידי הממשלה והחברה. הכספים בקרן הפרישה משמשים אך ורק לטובת מימון הפרישה והגמלאות של החברים, שכירים דור א', גמלאים ושארים.

הכנסות מקרן ציוד

בהתאם להסכם הפעלה 2018, נקבע תקציב של קרן הציוד, לפיו המדינה מממנת הצטיידות של 2,071 אוטובוסים לאורך שנות ההסכם. תקציב זה הביא בחשבון האצה בהצעת גיל האוטובוסים בין

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי פעילות תחבורה ציבורית בישראל (המשך)

השנים 2018-2022. תקציב זה לוקח בחשבון בין היתר הפחתת פעילות כתוצאה מהוצאת קווים להפעלה על ידי מפעילי תחבורה ציבורית אחרים. התקצוב צמוד למדד מחירי האוטובוסים. בנוסף, נקבע מנגנון להגדלת היקף ההצטיידות באוטובוסים כתוצאה מהגדלת השירות. כמו כן סוכם כי במהלך ההסכם תצטייד אגד ב-150 אוטובוסים חשמליים במימון מוגדל של הממשלה.

בנוסף, לחברה הכנסות משירותי מוסך ומכירת דלקים לחיצוניים.

מכרזים חדשים בתקופת הסכם ההפעלה

כאמור, החברה רשאית להתמודד במכרזים של אשכולות תחבורה ציבורית חדשים בישראל במהלך תקופת הסכם הסובסידיה (כמפורט לעיל), עד להיקף של 35 מיליון ק"מ, באמצעות חברה בת ייעודית, כאשר מתוך היקף זה נכון למועד ההערכה זכתה החברה במכרז עוטף ירושלים בהיקף של 15 מיליון ק"מ שבגיניו הונחה הפעלה הדרגתית בשנים 2024-2025 בהתאם לתנאי המכרז. בנוסף, הונחה זכייה נוספת ב-20 מיליון ק"מ בשנת 2026. בהתאם, תחזית תזרים המזומנים כוללת בתוכה הכנסות והוצאות תפעוליות אחרות של חברה בת שבאמצעותה אגד יכולה לגשת למכרזים.

אוטובוסים חשמליים

בהתאם לרכש בפועל והרכש המתוכנן בחברה, בתום שנת 2029 החברה תחזיק בצי של כ-1,549 אוטובוסים חשמליים עם גיל ממוצע של כ-5 שנים.

הוצאות

עיקר ההוצאות של החברה כוללות עלויות כוח אדם, בעיקר שכר נהגים, דלק ופחת בגין האוטובוסים. הוצאות נוספות כוללות הוצאות אחזקת אוטובוסים שוטפת, ביטוח, רישוי אוטובוסים ועוד.

הוצאות הדלק של החברה משתנות מידי חודש בהתאם למחירי הסולר אשר משתנה בהתאם למחירי הנפט. נציין כי גידול במחירי הדלקים עלול מצד אחד להגדיל את הוצאות החברה ומנגד להגדיל את ההכנסות לאור העובדה שחלק מההכנסות נובע מעדכון המחיר לק"מ בהתאם לבסיסי ההצמדה אשר בין היתר כולל את מרכיב הדלק.

הוצאות ההנהלה וכלליות כוללות בעיקרן הוצאות שכר של תפקידים שונים כגון: עובדי מטה, שירות, מפקחים ועוד. תחזית הוצאות אלו בוצעה בהתאם למודל הפיננסי של החברה.

יצוין כי ההוצאות התפעוליות בגין פעילות החברה הבת במסגרת המכרזים החדשים בשנים 2024-2030, קרי מכרז עוטף ירושלים וזכייה ב-20 מיליון ק"מ נוספים בשנת 2026, וכן סך כל ההוצאות התפעוליות משנת 2031 ואילך הוקצו באופן יחסי לרכיבי ההוצאות השונים.

הוצאות מס

לחברה (סולו) לא קיימים הפסדים להעברה ליום 31 במרץ 2024. בהתאם להנהלת החברה, סכום של כ-593 מיליון ש"ח מתוך תשלום המענק למדינה בסך של 1,234 מיליון ש"ח, טרם הוכר כהוצאה לצרכי מס, וזה צפוי להיות מוכר בפריסה לינארית לאורך שנות ההסכם. בהתאם לאמור, לאחר תוספת הוצאה הנ"ל עד לשנת 2029, הונח כי החברה תשלם מס בגובה של 23% בהתאם למס החברות הידוע למועד הערכת השווי.

בהקשר הזה יצוין כי ביום 8 באפריל 2024 עדכנה החברה כי הגיעה לאגד דרישות תשלום בגין שומות מס הכנסה לפי מיטב השפיטה, בגין שנות המס 2018-2021 שבמסגרתן קבע פקיד השומה כי שיעור מסוים מתוך ההוצאות שהוציאה אגד בגין התחייבות לתשלום למדינה מכוח הסכם שבין המדינה לבניה, משנת 2018, אינן מהוות הוצאה מוכרת לצרכי מס. בהתאם לדרישות, סך המס שתידרש אגד לשלם הינו בסך של כ-98 מיליון ש"ח. אגד חולקת על עמדת רשות המיסים וסבורה, בהתאם לעמדת יועציה המקצועיים, כי קיימות לה טענות טובות מאוד כנגד השומות. בכוונת אגד להגיש השגות על השומות, ולעמדת יועציה המקצועיים סיכויי ההשגות גבוהים מאד.

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי פעילות תחבורה ציבורית בישראל (המשך)

שנה טרמינלית

כאמור, הסכם ההפעלה קובע את זכותה של אגד להפעלת קווי השירות באשכולות הקיימים, ללא הליך תחרותי במהלך תקופת הסכם ההפעלה, עד ליום 31 בדצמבר 2029.

לאחר מועד זה, אגד נדרשת להשתתף בהליכים תחרותיים על מנת לזכות ולהפעיל אשכולות. כאמור, בהתאם לתוכנית התחרות, חלקו של מפעיל תחבורה ציבורית לא יעלה על 25% מכלל ענף התחבורה הציבורית.

בהמשך לאמור לעיל, הונח כי בסיום הסכם ההפעלה, תחל ירידה הדרגתית בהיקף הק"מ שברישוי, החל משנת 2030 ועד לשנת 2035, עד להתייצבות בשנה הטרמינלית. הנהלת החברה מניחה כי החל משנת 2036 אגד תשמור על היקף של כ- 225 מיליון ק"מ, וזאת בהתאם לנתח השוק המותר בחוק. כמו כן, הונח כי החל ממועד זה החברה תפעל בשיעור רווח תפעולי תחרותי של כ-7% (ביחס לפעילות התחב"צ).

בהתאם, הונח כי החל משנת 2030 ועד לשנת 2035 תחל ירידה הדרגתית בהיקף ההשקעות הנדרשות לאור הירידה בהיקף הק"מ שברישוי. מאחר והחברה מגיעה לשנה המייצגת עם צי אוטובוסים פעיל, מתוחזק ובגיל ממוצע, הרי שהונח שהיא לא תידרש להשקעות חד פעמיות משמעותיות, אלא תוכל להשקיע כל שנה בגובה הפחת.

לאור אי-הוודאות הגבוהה יותר בשנים אלו, בין היתר בקשר להיקף הפעילות ושיעור הרווחיות, הוספנו פרמיה ספציפית של 3.0% בתחשיב ה-WACC, החל על כל התזרימים החל משנת 2030.

CapEx

תחזית ההשקעות הינה בהתאם למודל הפיננסי של החברה הלוקח בחשבון את רכישת האוטובוסים בהתאם לתנאי הרישיון וההסכם מול המדינה, בניכוי כספים המתקבלים ממימושים של אוטובוסים שהגיעו למגבלה המותרת. מגבלת גיל האוטובוסים והגיל הממוצע נקבעו בהתאם להסכם ההפעלה מול המדינה, בהתאם למפורט להלן:

- אוטובוס עירוני / בינעירוני – 10 שנים.
- מיניבוס עירוני – 6 שנים.
- אוטובוס מפרקי – 12 שנים.
- אוטובוס בעל הנעה חלופית – בין 10 ל-12 שנים.

להשקעות ההוניות נוספו השקעות בחכירות נדל"ן בגובה שנתי של פחת נכסי זכות השימוש. נציין כי הכנסות מהמדינה למימון ההשקעות לא קוזזו מסעיף זה אלא הוכרו בנפרד בסעיף ההכנסות.

שינויים בהון חוזר

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס על ניתוח ההון החוזר ההיסטורי של החברה ובהתאם למפתחות הבאים:

- 15 ימי לקוחות.
- 23 ימי ספקים.
- 13 ימי מלאי.
- הון חוזר אחר של כ-7.2% (שלילי) מההכנסות.

הערכת השווי

ביאור 1 – שווי פעילות תחבורה ציבורית בישראל (המשך)

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות, הבודק את השפעת השינוי של שיעור הצמיחה לשנה המייצגת ושל שיעור ההיוון בשנה הטרמינלית, על שווי פעילות תחב"צ ישראל (מיליוני ש"ח):

שיעור היוון שנה טרמינלית						
11.75%	11.25%	10.75%	10.25%	9.75%		
5,171	5,347	5,545	5,771	6,030	2.9%	שיעור צמיחה פרמננטי
5,245	5,434	5,649	5,896	6,182	3.4%	
5,329	5,534	5,769	6,041	6,360	3.9%	
5,423	5,647	5,907	6,211	6,571	4.4%	
5,532	5,779	6,068	6,412	6,825	4.9%	

להלן ניתוח רגישות, הבודק את השפעת השינוי של שיעור הרווח התפעולי בשנה המייצגת ביחס לפעילות התחבורה הציבורית ושל שיעור ההיוון בשנה הטרמינלית, על שווי פעילות תחב"צ ישראל (מיליוני ש"ח):

שיעור היוון שנה טרמינלית						
11.75%	11.25 %	10.75%	10.25 %	9.75%		
5,165	5,352	5,567	5,815	6,106	6.0%	שיעור רווח תפעולי תחב"צ שנה טרמינלית
5,247	5,443	5,668	5,928	6,233	6.5%	
5,329	5,534	5,769	6,041	6,360	7.0%	
5,411	5,624	5,870	6,154	6,488	7.5%	
5,493	5,715	5,971	6,267	6,615	8.0%	

הערכת השווי

ביאור 2 – שווי פעילות אגד הסעים

להלן תחזית תזרים המזומנים החזוי של פעילות אגד הסעים, נכון ליום ה-31 במרץ 2024:

מיליוני ש"ח	2023	Q1 2024	Q2-Q4 2024	2025	2026	2027	טרמינלית
הכנסות	396	101	291	391	408	424	441
שיעור צמיחה		2.5%	0.6%	0.7%	4.4%	4.1%	3.9%
עלויות ישירות	(326)	(82)	(238)	(311)	(322)	(333)	(346)
הוצאות כלליות	(16)	(4)	(12)	(15)	(15)	(16)	(16)
פחת והפחתות	(25)	(6)	(19)	(25)	(26)	(26)	(27)
הוצאות תפעוליות	(366)	(92)	(268)	(351)	(363)	(375)	(390)
שיעור מההכנסות	92.6%	90.7%	92.2%	89.8%	89.0%	88.5%	88.5%
רווח תפעולי	29	9	23	40	45	49	51
שיעור רווח תפעולי	7.4%	9.3%	7.8%	10.2%	11.0%	11.5%	11.5%
EBITDA	54	16	41	65	70	75	78
EBITDA %	13.7%	15.5%	14.2%	16.6%	17.3%	17.7%	17.7%
הוצאות מס			(1)	(9)	(10)	(11)	(12)
רווח תפעולי לאחר מס			21	31	34	38	39
התאמות							
פחת והפחתות			19	25	26	26	27
שינויים בהון חוזר			(4)	(2)	(1)	(1)	(0)
Capex			(17)	(23)	(24)	(24)	(27)
סה"כ התאמות			(2)	0	1	1	(0)
סה"כ תזרים להיוון			19	31	36	39	39
תקופה להיוון			0.250	1	2	3	3
תזרים מהוון			19	27	28	27	296
שווי פעילות			396				

הערכת השווי

ביאור 2 – שווי פעילות אגד הסעים (המשך)

כללי

- תחזית תזרים המזומנים מבוססת ברובה על המודל הפיננסי של החברה, כפי שהתקבל מהנהלת קיסטון, ואשר כולל את כל ההכנסות, ההוצאות וההשקעות - בהתאם לאומדני ההנהלה (להלן: "המודל הפיננסי").
- שנות התחזית – תחזית תזרים המזומנים הינה לתקופה שבין 1 באפריל 2024 ל-31 בדצמבר 2027 ושנה מייצגת.
- תחזית נומינלית – המודל הפיננסי מוצג בערכים נומינליים. משכך, התחזיות, לרבות שיעור ההיוון, הינם בערכים נומינליים.
- שיעור ההיוון – שיעור היוון (WACC) נומינלי שנתי נאמד בכ-13.00%. להרחבה ראה נספח א'.
- שיעור צמיחה פרמננטי – כ-3.9%.

הכנסות

אגד הסעים מספקת שירותי הובלה לפי דרישה ללקוחות שונים. השירותים ניתנים בעיקר כדי לתת מענה לביקוש להובלה, מותאם לצרכן, תאגידי, מסחרי או פרטי. מרבית ההכנסות במגזר זה הן הסעות לאירועים ולקטגוריות הבאות: אירועי ספורט, הסעות תלמידים, פסטיבל ל"ג בעומר ושירותי הסעות נוספים. בנוסף, החברה מספקת שירותים לתיירות פנים, תיירות בינלאומית והשכרה של אוטובוסים. הכנסות החברה מאופיינות בעונתיות.

בשנת 2022 הכנסות החברה היו כ-377 מיליוני ש"ח גידול של כ-25.5% ביחס לשנת 2021. בשנת 2023 הכנסות החברה עמדו על כ-396 מיליוני ש"ח המשקפות צמיחה של כ-5.1% ביחס לשנת 2022. ברבעון הראשון של שנת 2024, ההכנסות עמדו על כ-101 מיליוני ש"ח, המשקפות צמיחה של כ-2.5% ביחס לשנת 2023, במונחים שנתיים. מרבית הכנסות החברה, כ-74% לאורך שנות התחזית, נובעות משירותי הסעות. 14% מהכנסות נובעות מפעילויות חינוכיות לרבות הדרכות, מלונות ואתרים ועוד וכ-12% מסך ההכנסות מופנה לתיירות פנים.

הוצאות

מרבית הוצאות החברה הינן בגין אחזקות כלי רכב ותפעול ותצרוכת דלק. ההוצאות בגין אחזקה תפעול ותצרוכת דלק בשנים 2022 ו-2023, היוו כ-56% וכ-58% מההכנסות, בהתאמה. ברבעון הראשון של שנת 2024, שיעור ההוצאות עמד על כ-54%.

החברה הראתה שיפור בהוצאות השכר לאורך השנים, וירידה מכ-27% הוצאות שכר בשנת 2021 לכ-23% הוצאות שכר בשנת 2023 (מסך ההכנסות), כאשר בין היתר עקב ההתייעלות בהוצאות שכר, צמח הרווח השולי בשנת 2023 (לעומת שנת 2021) מכ-1.6% לכ-4.8%.

הוצאות החברה כוללות עלויות ישירות המהוות כ-88% בממוצע מסך ההוצאות לאורך שנות התחזית, והוצאות כלליות נוספות מכלל תחומי הפעילות. בנוסף, נלקחו הוצאות פחת והפחתות בהתאם למודל הפיננסי.

המודל הפיננסי מביא בחשבון שינויים בתחום ההסעים לרבות שינוי תמהיל הנסיעות מנסיעות קבועות לנסיעות מזדמנות, תפיסת האוטובוס כיחידה רווח והפסד, כניסה למגזרים חדשים, הגדלת פעילות החברה בתחום התיירות החינוכית ויצירת מוצרים חדשים ודגש על תתי מגזרים בתחום תיירות הפנים (אוכלוסיית הגיל השלישי).

מס

הונח כי החברה תשלם מס בגובה של 23% בהתאם למס החברות הידוע למועד הערכת השווי.

CapEx

תחזית ההשקעות הינה בהתאם למודל הפיננסי של החברה. הונח רכישת אוטובוסים ומיניבוסים בהתאם לאומדן חיי האוטובוסים שבנמצא, וכדי לתמוך בתחזית ההכנסות שהונחה.

הערכת השווי

ביאור 2 – שווי פעילות אגד הסעים (המשך)

שינויים בהון חוזר

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס על ניתוח ההון החוזר ההיסטורי של החברה ובהתאם למפתחות הבאים:

- 61 ימי לקוחות.
- 66 ימי ספקים.
- הון חוזר אחר של כ-0.98% (שלילי) מההכנסות.

ניתוחי רגישות

להלן ניתוח רגישות, הבודק את השפעת השינוי של שיעור הצמיחה לשנה המייצגת ושל שיעור ההיוון לאחר מס, על שווי הפעילות (מיליוני ש"ח):

שיעור היוון						
15.00%	14.00%	13.00%	12.00%	11.00%		
307	333	365	403	451	2.9%	שיעור צמיחה פרמננטי
317	345	380	422	475	3.4%	
328	359	396	443	503	3.9%	
340	373	415	467	535	4.4%	
353	390	435	494	572	4.9%	

שווי חברה

להלן שווי חברת אגד הסעים נכון ליום ה-30 ביוני, 2024:

שווי פעילות אגד הסעים	396
חוב נטו	(49)
שווי חברה אגד הסעים	348

החוב נטו חושב על בסיס הדוחות הכספיים של אגד הסעים נכון ליום 31 במרץ, 2024. יצוין כי בהתאם להנהלת החברה, לא בוצעו חלוקות דיבידנד מאגד הסעים לאגד וכן לא בוצעו השקעות בהון אגד הסעים, במהלך הרבעון השני של שנת 2024, ולפיכך, ובהתאם למבנה החוב של אגד הסעים, לא צפוי לחול שינוי מהותי בשווי החוב בהתבסס על דוחות כספיים ליום 30 ביוני, 2024.

הערכת השווי

ביאור 3 – שווי פעילות EBS

להלן תחזית תזרים המזומנים החזוי של פעילות EBS, נכון ליום ה-31 במרץ 2024:

מיליוני אירו	2023	Q1 2024	Q2-Q4 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	טרמינלית
הכנסות	188	67	201	272	334	337	441	421	423	431	440
הוצאות תפעוליות	(184)	(63)	(189)	(255)	(310)	(311)	(408)	(384)	(389)	(396)	(404)
EBITDA	26	10	30	43	55	56	73	77	74	75	77
EBITDA %	13.7%	14.9%	14.9%	15.8%	16.5%	16.7%	16.6%	18.2%	17.4%	17.4%	17.4%
רווח תפעולי	4	4	12	18	24	26	32	37	34	35	36
הוצאות מס	–	–	–	(0)	(6)	(7)	(8)	(10)	(9)	(9)	(9)
רווח תפעולי לאחר מס	4	4	12	18	18	19	24	28	25	26	26
התאמות											
פחת והפחתות			18	25	31	31	41	39	40	40	41
שינויים בהון חוזר			23	1	16	1	27	(6)	1	2	2
Capex			(132)	(78)	(25)	(155)	(0)	(5)	(68)	–	(41)
סה"כ התאמות			(91)	(51)	22	(123)	67	29	(27)	42	2
סה"כ תזרים להיוון			(79)	(33)	40	(104)	91	57	(2)	68	29
תקופה להיוון			0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	7.00
תזרים מהוון			(78)	(31)	35	(86)	70	41	(1)	43	252
שווי פעילות באירו			244								
שווי פעילות בש"ח			982								

הערכת השווי

ביאור 3 – שווי פעילות EBS (המשך)

כללי

- תחזית תזרים המזומנים מבוססת ברובה על המודל הפיננסי של החברה, כפי שהתקבל מהנהלת קיסטון, ואשר כולל את כל ההכנסות, ההוצאות וההשקעות בהתאם לאומדני ההנהלה (להלן: "המודל הפיננסי").
- שנות התחזית – תחזית תזרים המזומנים הינה לתקופה שבין 1 באפריל 2024 ל-31 בדצמבר 2031 ושנה מייצגת.
- תחזית נומינלית – המודל הפיננסי מוצג בערכים נומינליים ובמטבע האירו. משכך, התחזיות, לרבות שיעור ההיוון, הינם בערכים נומינליים.
- שיעור ההיוון – שיעור היוון נומינלי שנתי נאמד בכ-6.75% וב-8.5% לשנה הטרימינלית. להרחבה ראה נספח א'.
- הוצאות מס – 25.8% בהתאם למס חברות בהולנד.
- שיעור צמיחה פרמננטי – כ-2.1%, בהתאם לתחזית האינפלציה של האירו.

הכנסות

הכנסות החברה בהולנד נובעות מהפעלת 4 קווים לתחבורה ציבורית, ב-Haaglanden, Vorne-Putten, Zaanstreek ו-ljssel Vecht, המפעילים 61, 124, 288 ו-249 אוטובוסים בהתאמה.

בהתאם לתנאי המכרזים שבהם זכתה חברת EBS להפעלה של תחבורה ציבורית לתקופות שבין דצמבר 2011 ועד לדצמבר 2030, היא זכאית לקבל הכנסות מהרשות לתחבורה ציבורית בהולנד ומענקים בגין סובסידיה מסטודנטים.

- ב- Vorne-Putten, EBS מפעילה 61 אוטובוסים מונעים בגז טבעי, מדצמבר 2018, ל-10 שנים, כשסך ההכנסות הצפוי מהזיכיון עומד על 170 מיליוני אירו.

■

- ב-Haaglanden, EBS מפעילה מאוגוסט 2019, למשך 11 שנים, צי של 124 (מתוכם 23 אוטובוסים חשמליים) וסך הכנסות צפויות של 440 מיליוני אירו.
- ב-ljssel Vecht, EBS מפעילה מדצמבר 2023, למשך 11 שנים, צי של כ-288 אוטובוסים בבעלות (מתוכם כ-234 חשמליים) וכ-40 אוטובוסים בליסינג, וסך הכנסות צפויות של כ-900 מיליון אירו.
- ב-Zaanstreek, EBS מפעילה מדצמבר 2023, לתקופה של 15 שנים, צי של כ-249 אוטובוסים בבעלות (מתוכם 95 חשמליים) וכ-39 אוטובוסים בליסינג, וסך הכנסות צפויות של כמיליארד אירו. מכרז הפעלה זה החליף את מכרז Waterland אשר הסתיים בדצמבר 2023.

נכון למועד ההערכה EBS משתתפת במספר מכרזים נוספים בהולנד שתוצאותיהם צפויים להתפרסם במהלך השנה הקרובה וכן לגשת למספר מכרזים נוספים שפורסמו. בהתאם לתחזית במודל הפיננסי, הונחה זכייה בשני מכרזים נוספים עם תחילת הפעלה בשנים 2026 ו-2028, ובהיקף הכנסות שנתי של כ-60 מיליון אירו וכ-90 מיליון אירו, בהתאמה.

הוצאות

תחזית הוצאות הינה בהתאם למודל הפיננסי של החברה כאשר עיקר ההוצאות של החברה כוללות עלויות כוח אדם, בעיקר שכר נהגים, דלק ופחת בגין האוטובוסים וכן הוצאות נוספות הכוללות הוצאות אחזקת אוטובוסים שוטפת. הוצאות הדלק של החברה משתנות מידי חודש בהתאם למחירי הסולר אשר משתנה בהתאם למחירי הנפט.

הוצאות ההנהלה וכלליות של החברה כוללות בעיקרן הוצאות שכר של בעלי תפקידים שונים כגון: עובדי מטה, שירות, מפקחים ועוד.

הערכת השווי

ביאור 3 – שווי פעילות EBS (המשך)

הוצאות מס

לחברה הפסדים להעברה ליום 31 במרץ, 2024 בסך של כ-29 מיליוני אירו.

CapEx

נלקח בהתאם למודל הפיננסי של החברה כאשר מרביתו נובע מרכישה והשכרת אוטובוסים, לרבות השקעות הנדרשות בגין זכייה בשני המכרזים החדשים בשנים 2026 ו-2028.

יצוין כי בהתאם להנהלת החברה, מבנה הפעילות בהולנד כולל מימון כמעט מלא של רכש האוטובוסים במסגרת המכרזים, לרוב ישירות מהרגולטור או בערבות הרגולטור, ולכן כמעט ולא נדרש הון עצמי.

שנה טרמינלית

לאור חוסר הוודאות הגבוה יותר בשנים אלו, בין היתר בקשר להיקף הפעילות ושיעור הרווחיות, הוספנו פרמיה ספציפית של 3% בתחשיב ה-WACC.

שינויים בהון חוזר

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס על ניתוח ההון החוזר ההיסטורי של החברה ובהתאם למפתחות הבאים:

- 36 (שלילי) ימי לקוחות.
- 29 ימי ספקים.
- 2 ימי מלאי.
- הון חוזר אחר של כ-8.85% (שלילי) מההכנסות.

שווי חברה

להלן שווי חברת EBS נכון למועד ההערכה::

שווי פעילות בש"ח	982
חוב נטו	(728)
שווי חברה EBS	254

החוב נטו חושב על הדוחות הכספיים של EBS נכון ליום 31 במרץ, 2024. יצוין כי בהתאם להנהלת החברה, לא בוצעו חלוקות דיבידנד מ-EBS לאגד וכן לא בוצעו השקעות בהון EBS, במהלך הרבעון השני של שנת 2024, ולפיכך, ובהתאם למבנה החוב של EBS, לא צפוי לחול שינוי מהותי בשווי החוב בהתבסס על דוחות כספיים ליום 30 ביוני, 2024.

ניתוחי רגישות

להלן ניתוח רגישות, הבדוק את השפעת השינוי של שיעור הצמיחה בשנה המייצגת, ושל שינוי בשיעורי ההיוון לאחר מס לאורך כל שנות התחזית, על שווי הפעילות (מיליוני ש"ח):

שינוי בשיעור ההיוון						
1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%		
899	1,023	1,169	1,345	1,561	3.1%	שיעור צמיחה פרמננטי
831	940	1,068	1,219	1,401	2.6%	
771	869	982	1,114	1,271	2.1%	
719	808	909	1,026	1,162	1.6%	
673	754	845	950	1,071	1.1%	

הערכת השווי

ביאור 4 – שווי פעילות Mobilis

להלן תחזית תזרים המזומנים החזוי של פעילות Mobilis, נכון ליום ה-31 במרץ 2024:

מיליוני דולרי	2023	Q1 2024	Q2-Q4 2024	2025	2026	2027	2028	2029	טרמינלית
הכנסות	233	60	181	347	470	509	526	544	556
הוצאות תפעוליות	(223)	(52)	(157)	(287)	(374)	(397)	(416)	(433)	(449)
EBITDA	51	16	48	111	172	207	209	211	210
EBITDA %	21.9%	26.4%	26.4%	32.1%	36.6%	40.7%	39.6%	38.8%	37.8%
רווח תפעולי	10	8	24	60	96	112	111	110	107
הוצאות מס	–	–	(4)	(11)	(18)	(21)	(21)	(21)	(20)
רווח תפעולי לאחר מס	10	8	20	49	78	91	90	89	87
התאמות									
פחת והפחתות			24	51	76	95	98	101	103
שינויים בהון חוזר			6	(1)	(1)	(1)	0	0	0
Capex			(290)	(46)	(60)	(78)	(87)	(98)	(103)
סה"כ התאמות			(259)	5	15	16	10	3	0
סה"כ תזרים להיוון			(240)	53	93	107	100	92	87
תקופה להיוון			0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	5.00
תזרים מהוון			(233)	48	75	78	65	54	398
שווי פעילות בזלוטי			484						
שווי פעילות בש"ח			453						

הערכת השווי

ביאור 4 – שווי פעילות Mobilis (המשך)

כללי

- תחזית תזרים המזומנים מבוססת ברובה על המודל הפיננסי של החברה, כפי שהתקבל מהנהלת קיסטון, ואשר כולל את כל ההכנסות, ההוצאות וההשקעות - בהתאם לאומדני ההנהלה (להלן: "המודל הפיננסי").
- שנות התחזית – תחזית תזרים המזומנים הינה לתקופה שבין 1 באפריל 2024 ל-31 בדצמבר 2029 ושנה מייצגת.
- תחזית נומינלית – המודל הפיננסי מוצג בערכים נומינליים ובמטבע הזלוטי. משכך, התחזיות, לרבות שיעור ההיוון, הינם בערכים נומינליים.
- שיעור ההיוון – שיעור היוון נומינלי שנתי נאמד בכ-11.25% וב-14.25% לשנה הטרמינלית. להרחבה ראה נספח א'.
- הוצאות מס – 19% בהתאם למס חברות בפולין.
- שיעור צמיחה פרמננטי – כ-3%, בהתאם לתחזית האינפלציה של הזלוטי.

הכנסות

נכון ליום ה-30 ביוני 2024, מוביליס מפעילה כ-305 אוטובוסים ב-6 אשכולות שונים בהתאם לזיכיונות הפעלה לתקופות הפעלה של עד 10 שנים. בהתאם לתחזית במודל הפיננסי, לא הונחו זכויות במכרזים נוספים בשנות התחזית.

הוצאות

תחזית הוצאות הינה בהתאם למודל הפיננסי של החברה כאשר עיקר ההוצאות של החברה כוללות עלויות כוח אדם, בעיקר שכר נהגים, דלק ופחת בגין האוטובוסים וכן הוצאות נוספות הכוללות הוצאות אחזקת אוטובוסים שוטפת. הוצאות הדלק של החברה משתנות מידי חודש בהתאם למחירי הסולר אשר משתנה בהתאם למחירי הנפט. הוצאות ההנהלה וכלליות של החברה כוללות בעיקרן הוצאות שכר של בעלי תפקידים שונים כגון: עובדי מטה, שירות, מפקחים ועוד.

פרק 5 : הערכת השווי
קיסטון אינפרא בע"מ
הערכת שווי להחזקות קיסטון בשותפות אגד
ליום ה-30 ביוני 2024

מס

לחברה הפסדים להעברה ליום 31 במרץ, 2024 בסך של כ-3 מיליוני זלוטי.

CapEx

נלקח בהתאם למודל הפיננסי של החברה כאשר מרביתו נובע מרכישה והשכרת אוטובוסים.

שנה טרמינלית

לאור חוסר הוודאות הגבוה יותר בשנים אלו, בין היתר בקשר להיקף הפעילות ושיעור הרווחיות, הוספנו פרמיה ספציפית של 5% בתחשיב ה-WACC.

שינויים בהון חוזר

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס על ניתוח ההון החוזר ההיסטורי של החברה ובהתאם למפתחות הבאים:

- 26 ימי לקוחות.
- 22 ימי ספקים.
- 4 ימי מלאי
- הון חוזר אחר של כ-1.26% (שלילי) מההכנסות.

הערכת השווי

ביאור 4 – שווי פעילות Mobilis (המשך)

שווי חברה

להלן שווי חברת מוביליס נכון למועד ההערכה:

שווי פעילות בש"ח	453
חוב נטו	(129)
שווי חברה מוביליס	324

החוב נטו חושב על הדוחות הכספיים של מוביליס נכון ליום 31 במרץ, 2024. יצוין כי בהתאם להנהלת החברה, לא בוצעו חלוקות דיבידנד ממוביליס לאגד וכן לא בוצעו השקעות בהון מוביליס, במהלך הרבעון השני של שנת 2024, ולפיכך, ובהתאם למבנה החוב של מוביליס, לא צפוי לחול שינוי מהותי בשווי החוב בהתבסס על דוחות כספיים ליום 30 ביוני, 2024.

ניתוחי רגישות

להלן ניתוח רגישות, הבודק את השפעת השינוי של שיעור הצמיחה בשנה המייצגת, ושל שינוי בשיעורי ההיוון לאחר מס לאורך כל שנות התחזית, על שווי הפעילות (מיליוני ש"ח):

שינוי בשיעור ההיוון						
1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%		
430	458	489	523	561	4.0%	שיעור צמיחה פרמננטי
414	441	470	502	537	3.5%	
400	426	453	483	515	3.0%	
388	411	437	465	495	2.5%	
376	398	422	449	477	2.0%	

הערכת השווי

ביאור 5 – שווי נדל"ן

להלן פירוט חישוב החזקות הנדל"ן של החברה בשווי הוגן (במיליוני ש"ח):

שווי הוגן	תחשיב שווי נדל"ן
1,115,405	נדלן ללא תחנות מ.א
63,246	החזקות בחברת מ.א
1,178,651	סה"כ

השווי ההוגן התקבל משמאות חיצונית שבוצעה ע"י שמאי מקרקעין והתקבלה ממזמינת העבודה. המועד הקובע להערכות השווי הינו ה-30 ביוני, 2024. יצוין כי השווי ההוגן של הנדל"ן המוצג לעיל כולל נדל"ן תפעולי בשווי של כ-356 מיליוני ש"ח כאשר ערך הנדל"ן התפעולי נכלל כבר בשווי פעילות תחב"צ ישראל, ולפיכך הופחת מכאן, כך ששווי הנדל"ן העודף מסתכם לסך של כ-823 מיליוני ש"ח. לפירוט על נכסי הנדל"ן השונים שבבסיס השמאות החיצונית שהתקבלה, לרבות הזכויות בגינם ושווים ראו נספח ב' לעבודה זו.

ביאור 6 – שווי הוגן חוב נטו

להלן תחשיב השווי ההוגן של החוב הפיננסי נטו והנכסים העודפים של אגד:

אלפי ש"ח	31.3.2024
חוב נטו ונכסים עודפים בספרים	(2,242,976)
שערוך חוב נטו	(940,342)
שווי הוגן חוב נטו	(3,183,318)

יתרת החוב נטו ונכסים עודפים שבספרי החברה בסך של כ-2,242 מיליוני ש"ח מפורטים בהרחבה בפרק דוחות כספיים.

להלן ריכוז התאמות שנעשו לטובת שערוך פריטי החוב נטו לשווי הוגן, בסך של כ-940 מיליוני ש"ח:

אלפי ש"ח	שווי הוגן	ערך בספרים	התאמה	עתודה למס	התאמה נטו	ביאור
הלוואות בריבית קבועה	–	–	19,913	(4,580)	15,333	(1)
אג"ח	(511,592)	(500,697)	(10,895)	2,506	(8,389)	(2)
חוב פיננסי נטו ונכסים עודפים תבל	(9,751)	(19,119)	9,368	–	9,368	(3)
התחייבות למדינה בעקבות המכירה	(139,144)	468,217	(607,361)	–	(607,361)	(4)
התאמת הון חוזר	(366,238)	(339,249)	(26,989)	–	(26,989)	(5)
התאמות בגין רבעון Q2/2024:						
שערוך התחייבות בגין אקטואריה Q2	–	–	55,831	(12,841)	42,990	(6)
הוצאות מימון רבעון שני 2024	–	–	(44,051)	10,132	(33,919)	(7)
חלוקת דיבידנד Q2	–	–	(165,814)	–	(165,814)	(8)
התאמות בגין עתודה למס:						
עתודה בגין שערוך נדל"ן	–	–	–	(136,061)	(136,061)	(9)
שערוך עתודה למס	29,500	58,999	(29,500)	–	(29,500)	(10)
סה"כ	(997,226)	(331,849)	(799,497)	(140,845)	(940,342)	

ביאור 1 – הלוואות בריבית קבועה

בהתאם להנהלת החברה, לאגד הלוואות בריבית קבועה (בין שצמודות מדד ובין שאינן צמודות מדד) בסך של כ-323 מיליוני ש"ח נכון ליום 30 ביוני, 2024. החל משנת 2022 ועד מועד הערכת השווי חלו עליות בריביות השוק ובהתאם לכך שווי ההלוואות בריבית קבועה ירד. מתחשיב שביצענו עולה כי שווי ההלוואות נמוך בכ-20 מיליון ש"ח מערכן בספרים. נציין כי מחוסר מהותיות לא ביצענו שערוך של ההלוואות בריבית משתנה.

ביאור 2 – אג"ח

ביום 15 באוגוסט 2023, הנפיקה החברה אג"ח במסגרתו גייסה מהשוק המוסדי סכום של כ-494 מיליון ש"ח. האג"ח צמוד מדד והריבית השנתית בגינו עומדת על כ-3.64%. נכון ליום 30 ביוני 2024 שווי ההוגן של האג"ח בבורסה עומד על כ-511 מיליון ש"ח, בעוד שערכו בספרים בתוספת ריבית לשלם בגינו הינו כ-500.5 מיליון ש"ח, ולפיכך בוצעה התאמה לשווי ההוגן בסך של כ-10.9 מיליון ש"ח.

הערכת השווי

ביאור 6 – שווי הוגן חוב נטו (המשך)

ביאור 3 – חוב פיננסי נטו ונכסים עודפים תבל

היות שלצורך תחשיב החוב נטו יצאנו מהדוחות הכספיים המאוחדים, אך החברה מאחדת גם את חברת תבל שבה מחזיקה רק 51%, בוצעה התאמה ל-49% מהחוב הפיננסי ונכסים עודפים של תבל.

ביאור 4 – התחייבות למדינה בעקבות המכירה

בהתאם להסכם מול המדינה, בעת הכנסת המשקיע, המדינה זכאית לתשלום של 25% משווי החברה שנקבע בעסקה. בהתאם להנהלת החברה, הסכום לתשלום עומד על כ- 1,234 מיליוני ש"ח כאשר בדוחות הכספיים ליום 31 במרץ, 2024, ההפרשה בגין התחייבות זו עומדת על כ-673 מיליוני ש"ח. עוד יצוין כי עד ליום 31 במרץ, 2024, שילמה החברה למדינה סך של כ- 1,141 מיליוני ש"ח שכולל מקדמה, תשלום נוסף וריבית שנצברה בהתאם להסכם מול המדינה. נציין כי סך התשלום ששולם בפועל למדינה הוכר בדוחות הכספיים כנכס אשר כלול בתחשיב החוב נטו והנכסים העודפים. השווי ההוגן של יתרת ההתחייבות מול המדינה הינו סך התשלום שנותר לתשלום כולל ריבית שנצברה עד למועד הערכת השווי כאשר ההתאמה בוצעה אל מול הערך בספרים שכולל סך היתרה בספרי החברה בנטו.

ביאור 5 – התאמת הון חוזר

התאמת הון חוזר כוללת התאמות בין (1) יתרות הפתיחה של ההון החוזר במודלים הפיננסיים של הפעילויות השונות כפי שנקלחו לתחשיב ה- DCF של כל אחת מהן, לבין (2) ההון החוזר המאוחד של אגד בפועל בהתאם לדוחות הכספיים:

אלפי ש"ח	הון חוזר ליום 31 במרץ, 2024
אגד מאוחד	(366,238)
אגד סולו	(163,555)
אגד הסעים	(2,340)
EBS	(187,174)
MOBILIS	5,481
תבל	8,338
סה"כ הון חוזר בחברות	(339,249)
הפרש בין המאוחד לסה"כ	(26,989)

פרק 5 : הערכת השווי
קיסטון אינפרא בע"מ
הערכת שווי להחזקות קיסטון בשותפות אגד
ליום ה-30 ביוני 2024

ביאור 6 – התחייבות בגין אקטואריה

בהתאם לטיטוט הדוח הכספי של החברה ליום 30 ביוני 2024, החברה הכירה ברווח כולל אחר בכ-56 מיליוני ש"ח (ברוטו ממס) לאור מדידה מחדש של תכנית הטבה מוגדרת. מאחר והערכת השווי יוצאת מדוחות כספיים ליום ה-31 במרץ 2024, הוספנו התאמה זו לשווי ההוגן.

ביאור 7 – הוצאות מימון

מאחר והערכת השווי יוצאת מדוחות כספיים ליום ה-31 במרץ 2024, הוספנו התאמה בסך כ-44 מיליוני ש"ח (כהוצאה ברוטו ממס) לשווי ההוגן, בהתאם לטיטוט הדוח הכספי של החברה לרבעון השני של 2024.

ביאור 8 – חלוקת דיבידנד

ברבעון השני של שנת 2024, אגד חילקה דיבידנד בסך של כ-165 מיליון ש"ח ומאחר והערכת השווי יוצאת מדוחות כספיים ליום ה-31 במרץ, 2024, הוספנו את החלוקה כהתאמה לשווי ההוגן.

ביאור 9 – עתודה בגין שיערוך נדל"ן

להלן פירוט חישוב עתודה למס של החברה בגין הנדל"ן בשווי הוגן:

שווי הוגן	ערך בספרים	התאמה	עתודה למס
נדל"ן	1,178,651	591,569	(136,061)

ביאור 10 – שיערוך עתודה למס

הערך בספרים של העתודה למס, כולל את רכיבי העתודה למס אשר סווגו לחוב נטו ונכסים עודפים, כאמור בפרק דוחות כספיים, בתוספת העתודה למס הנובעת משיערוך הפריטים שבוצעו לעיל לשווי הוגן. הונח כי השווי ההוגן של העתודה למס האמורה הינו 50% מהערך בספרים, ובוצעה התאמה בהתאם.

הערכת השווי

ביאור 7 – שווי מכשיר פיננסי

בהתאם להסכם בעלי המניות, למוכרים אופציית PUT על יתרת המניות (40%), כך שיכולים לחייב את שותפות אגד לרכוש את מניותיהם בחברה. האופציה ניתנת למימוש בתום שנתיים ובתום שלוש שנים ממועד השלמה העסקה כאשר מועדי המימוש האפקטיביים לחישוב האופציה הינם ה-3 באוגוסט, 2024, וה-3 באוגוסט, 2025.

לצורך הערכת השווי, עשינו שימוש במודל הבינומי להערכת שווי אופציות. האופציה חושבה בהתאם לפרמטרים הבאים:

- מחיר נכס הבסיס 40% מחברת אגד, בהתאם להערכת שווי החברה כאמור לעיל.
- תוספת המימוש- 1,987 מיליוני ש"ח, בהתאם לשווי אגד במועד בעסקה, צמוד למדד נושא ריבית של 1% בשנה, ובניכוי הדיבידנד בסך של כ-109 מיליון ש"ח שחולק בשנת 2023, הפחתת הון בסך של כ-350 מיליון שבוצעה ברבעון הראשון לשנת 2024 והדיבידנד בסך של כ-165 מיליון ש"ח שחולק ברבעון השני לשנת 2024, לפי חלקם של המוכרים (40%). לאחר שכלול ההצמדות והדיבידנדים, מחיר המימוש המסתכם נכון למועד הערכת השווי הינו כ-1,899 מיליוני ש"ח.
- תנודתיות של 18.5%.
- ריבית חסרת סיכון צמודת מדד למח"מ של 1.09 שנים בשיעור של כ-1.30%.

בהתאם, שווי האופציה נכון למועד ההערכה נאמד בכ-68 מיליוני ש"ח.

ביאור 8 – שווי הלוואה בנקאית

הלוואה בנקאית

כאמור, לצורך מימון הרכישה, נטלה שותפות אגד מימון בנקאי בסך של 1.4 מיליארד ש"ח מאת בנק לאומי ובנק מזרחי הכולל הלוואות בריבית קבועה והלוואות בריבית משתנה שמתוכנן נפרע סך של כ-210 מיליון ש"ח, נכון למועד ההערכה. מבדיקה שבוצעה, ההשפעה של עליית הריביות ממועד נטילת ההלוואות ועד למועד ההערכה, ביחס לרכיב המימוני בריבית קבועה, גוררת ירידה בשווי ההוגן של ההלוואה בריבית קבועה בסך של כ-19 מיליון ש"ח.

לצורך תחשיב השווי ההוגן של ההלוואה בריבית קבועה עשינו שימוש בריבית הוגנת להלוואות חוב בכיר ברמת שותפות אגד נכון ליום 30 ביוני, 2024, בהתאם לדירוג האשראי של השותפות נכון למועד ההערכה כפי שנגזר מהסכם להעמדת מסגרת אשראי לשותפות בסכום של כמיליארד ש"ח מגופים בנקאיים בסמוך למועד ההערכה (A3), תוך התאמת המח"מ. להלן תחשיב המציג את הפער בין השווי ההוגן לערך הפנקסני של ההלוואה בריבית קבועה:

אלפי ש"ח	30.6.24
שווי הוגן	(804,990)
ערך בספרים	(824,000)
פער	(19,010)

השווי ההוגן של ההלוואה הבנקאית חושב בהתאם לערך בספרים של ההלוואות נכון ליום 31 במרץ 2024 ובתוספת הוצאות המימון שנרשמו בגין במהלך הרבעון השני של שנת 2024, תוך התאמת השיעור בגין הרכיב הקבוע. להלן פירוט השווי ההוגן של ההלוואה הבנקאית:

אלפי ש"ח	30.6.24
יתרה בספרים	31.3.24
1,248,639	
הוצאות מימון רבעון שני	24,037
ערך הלוואה ליום 30.6.24	1,272,676
שערוך הלוואה בריבית קבועה	(19,010)
שווי הוגן הלוואה בנקאית 30.6.24	1,253,666

הערכת השווי

ביאור 9 – שווי הלוואת מוכר

במסגרת הסכם הרכישה שנחתם בסמוך לפני מועד ההשלמה, תוקן ההסדר להבטחת סכומי שיפוי שאפשר ויגיעו לשותפות הרוכשת מהמוכרים בעסקה, באופן שחלף הפקדת סך של כ-296 מיליון ש"ח מתוך סכום התמורה הכולל בחשבון נאמנות ("סך קופת השיפוי"), הועמדו למוכרי המניות בטוחות להבטחת תשלום יתרת התמורה האמורה לרבות שעבוד זכויות החברה בשותפות ובשותף הכללי, ביחס לחלקה של החברה בהון שיידרש לשותפות הרוכשת לתשלום סך קופת השיפוי. בהתאם להסדר ולעדכון

להסכם שבוצע במהלך שנת 2023, השותפות הרוכשת תשלם את סכום קופת השיפוי, בניכוי סכומי שיפוי שיגיעו לה (אם וככל שיגיעו) ממוכרי המניות, בתוך פרק זמן של עד 4 שנים ממועד ההשלמה, בתוספת ריבית צמודה בשיעור שנתי של 1%-2% שיתווספו לסכום קופת השיפוי. לצורך תחשיב שווי ההלוואה, עשינו שימוש בריבית הוגנת של הלוואת ברמת שותפות אגד, אשר נחותה להלוואה הבנקאית, והנחנו כי דירוג האשראי המתאים לה הינו דירוג Baa3. בהתאם לדירוג זה, הריבית ההוגנת הנומינלית למועד הערכת השווי למח"מ ההלוואה שהינו של 2.26 שנים, הינו כ-8.48%. בהתאם לאמור, שווי הלוואת המוכר נקבע על 277 מיליון ש"ח.

ביאור 10 – עתודה למס בגין שערור הלוואת המוכר

להלן תחשיב העתודה למס בגין השערור שבוצע להלוואת המוכר ולהלוואה הבנקאית בריבית קבועה:

אלפי ש"ח	הלוואת המוכר	הלוואת שותפות	סה"כ
שווי הוגן	277,683	804,990	
קרן הלוואה	314,345	824,000	
פער	36,661	19,010	
שיעור מס	23%	23%	
עתודה למס	8,432	4,372	12,804

ביאור 11 – יתרות מאזניות של שותפות אגד

היתרות המאזניות של שותפות אגד נכון ליום 31 במרץ 2024 כוללות נכסים שוטפים שונים, יתרת זכות מול אגד בסך של 18 מיליון ש"ח בגין העדכון לתמורה בעסקה. ליתרות אלו הוספנו את חלוקות הדיבידנד שבוצעה על ידי השותפות לשותפים (קיסטון וקרן מורים וגננות) ברבעון השני בסך של 22.35 מיליון ש"ח ואת חלקה של השותפות (60%) בדיבידנד בסך 165 אלפי ש"ח שחולק ע"י אגד ברבעון השני של שנת 2024. להלן סיכום היתרות המאזניות נכון למועד ההערכה:

אלפי ש"ח	יתרות מאזניות
נכסים שוטפים	1,671
חייבים ויתרות חובה	7,539
אשראי מתאגיד בנקאי	(29)
זכאים ויתרות זכות	(18,990)
דיבידנד לשותפים	(22,350)
דיבידנד מאגד	99,488
סה"כ	67,329

הערכת השווי

השוואה לעבודות קודמות

ביצענו עבור קיסטון הערכת שווי להחזקתה בשותפות אגד בהתאם להוראות IFRS 13, ליום ה-30 ביוני, 2023. במסגרת הערכת שווי זו הערכנו את שווי החזקות קיסטון בשותפות אגד בכ-1,214 מיליוני ש"ח.

להלן השוואה בין הערכת השווי הקודמת להערכת השווי הנוכחית:

מיליוני ש"ח	
הערכת שווי ליום 30 ביוני, 2023	1,214
דיבידנד לקיסטון	(18)
שערך	125
הערכת שווי נוכחית	1,320
שערך באחוזים	10.42%

פרק 6 נספחים

נספח א'

שיעורי הון

להלן הפרמטרים ששימשו בחישוב שיעור ההון של החברות השונות:

פעילות תחבורה ציבורית בישראל:

פרמטר	סימון	ערך	מקור
שיעור ההון	%E	59.91%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור החוב	%D	40.09%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	7.31%	מחיר חוב נומינלי בהתאם לתקופה של 15 שנים, דירוג ממוצע a1 ו-aa3, נכון למועד הערכת השווי, ממערכת מרווח הוגן
שיעור המס בישראל	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ביטא	β	0.86	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	5.22%	ריבית חסרת סיכון נומינלית, לתקופה של 15 שנים על פי מערכת מרווח הוגן
פרמיית השוק	Rm-Rf	5.76%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, יולי 2024
פרמיית גודל	SRP	1.24%	פרמיית גודל, ע"פ Phelps & Duff, לשנת 2024
מחיר ההון	Ke	11.39%	$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	9.00%	$(D/V) \cdot (1-T) \cdot Kd + (E/V) \cdot Ke$

נספח א'

שיעורי היוון (המשך)

אגד הסעים

פרמטר	סימון	ערך	מקור
שיעור ההון	%E	75%	בהתאם לנתוני דמודארן, ינואר 2024
שיעור החוב	%D	25%	בהתאם לנתוני דמודארן, ינואר 2024
מחיר הון זר	Kd	7.31%	מחיר חוב נומינלי בהתאם לתקופה של 15 שנים, דירוג ממוצע a1 ו-aa3, נכון למועד הערכת השווי, ממערכת מרווח הוגן
שיעור המס בישראל	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ביטא	β	0.94	לפי ביטא של סקטור Transportation, דמודארן, ינואר 2024
ריבית חסרת סיכון	Rf	5.22%	ריבית חסרת סיכון נומינלית, לתקופה של 15 שנים על פי מערכת מרווח הוגן
פרמיית השוק	Rm-Rf	5.76%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran, יולי 2024
פרמיית גודל	SRP	4.70%	פרמיית גודל, ע"פ Phelps & Duff, לשנת 2024
מחיר ההון	Ke	15.33%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	13.00%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

נספח א'

שיעורי הון (המשך)

EBS

פרמטר	סימון	ערך	מקור
שיעור ההון	%E	59.91%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור החוב	%D	40.09%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	4.11%	מחיר החוב נומינלי לתקופה של 15 שנים, דירוג BBB, נכון למועד הערכת השווי, ממערכת Capital IQ
שיעור המס בהולנד	T	25.80%	שיעור המס הסטטוטורי בהולנד
ביטא	β	0.85	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	2.66%	ריבית חסרת סיכון נומינלית, ממערכת בלומברג
פרמיית השוק	Rm-Rf	4.11%	פרמיית הסיכון של הולנד ע"פ Damodaran, יולי 2024
פרמיית גודל	SRP	2.91%	פרמיית גודל, ע"פ Phelps & Duff, לשנת 2024
מחיר ההון	Ke	9.05%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	6.75%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

נספח א'

שיעורי הון (המשך)

MOBILIS

פרמטר	סימון	ערך	מקור
שיעור ההון	%E	59.91%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור החוב	%D	40.09%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	7.80%	מחיר חוב נומינלי לטווח ארוך
שיעור המס בפולין	T	19.00%	שיעור המס הסטטוטורי בפולין
ביטא	β	0.87	ממוצע ביטאות, חברות ההשוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	5.71%	ריבית חסרת סיכון נומינלית, ממערכת בלומברג
פרמיית השוק	Rm-Rf	4.82%	פרמיית הסיכון של פולין ע"פ Damodaran, יולי 2024
פרמיית גודל	SRP	4.70%	פרמיית גודל, ע"פ Phelps & Duff, לשנת 2024
מחיר ההון	Ke	14.61%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	11.25%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

עיקרי נכסי חברת אגד למועד 30 ביוני 2024

מס' נכס	נכס	מחזיק	% אחזקה אגד	שטח מגרש (דונם)	שטח בנוי (מ"ר)	שימוש נוכחי	ייעוד מאושר	זכויות בניה (מ"ר)	שווי שוק זכויות אגד בנכס	בסיס לקביעת שווי שוק	שיעורי היוון	משווי תיק הנכסים %
1	משל"צ - קרית חיים ליד המפרץ	אגד מול	100%	43.9	13,910	חניון תפעולי ומסך. משל"צ - מרכז השליטה הצפוני של אגד	תעשיה ומלאכה	92,167	179,000,000	גישת ההשוואה		14.9%
2	ף ברמל - תחנה מרכזית חוף ברמל חיפה	אגד אחזקות	100%	47.3	9,611	תחנה מרכזית, משרדים, חניון, מסך	מסחר, תעסוקה, תחבורה	163,000 (*)	168,000,000	משולב השוואה והיוון הנכסות	טווח 7.25%-9%	14.0%
3	עטרות - אזור תעשיה	אגד מול	100%	36.6	8,418	חניון אוטובוסים שרובו מושכר למפעלים חיצוניים, מסך אגד, פנלים סולריים	תעשיה	82,000	147,000,000	גישת ההשוואה		12.2%
4	אשדוד - עד הלום	אגד מול	100%	20.4	1,494	חניון תפעולי אגד ומסך + השכרה למספר לקוחות חיצוניים	מרכז תחבורה ואחסנה	32,000	142,700,000	גישת ההשוואה		11.9%
5	המלמד - גבעת שאול ירושלים	אגד מול	100%	12.5	-	קרקע ריקה	תעסוקה ותעשייה	62,925	122,600,000	גישת ההשוואה		10.2%
6	חולון - מחלף קומפיות	אגד אחזקות	100%	44.9	2,704	חניון אוטובוסים תפעולי ומסך	מגורים ג' מסחר ותעסוקה (**)	ייעון בחבנית מוסדרת לאיחוד וחלקה	96,900,000	גישת היוון הנכסות	טווח 7.25%-7%	8.1%
7	אחיסמך - אזור תעשיה (***)	אגד אחזקות	100%	20.0	4,094	חניון תפעולי אגד ומסך + השכרה למספר לקוחות חיצוניים	אזור תעשיה מיוחד ומרכזי שירות לרכב	22,700	89,000,000	גישת ההשוואה		7.4%
8	הר המנוחות - גבעת שאול/הר נוף	אגד מול	50%	16.8	4,696	חניון אוטובוסים תפעולי ומסך	תעשיה	37,700	65,450,000	גישת שווי שווי משולב גישת ההשוואה		5.4%
9	באר שבע - אזור תעשיה עמק שרה	אגד מול	100%	20.0	2,745	חניון אוטובוסים תפעולי ומסך	תעשיה ומלאכה	20,000	36,000,000	משולב השוואה והיוון הנכסות	טווח 7.25%-7%	3.0%
10	משמר דוד	אגד מול	74%	14.1	2,231	תעשיה קלה	שירותים ותעשיה נקיה	16,920	35,600,000	גישת ההשוואה		3.0%
11	בית שמש אזור תעשיה מערבי	אגד מול	100%	9.7	700	מושכר לאחסנה פתוחה לתקופות קצרות	תעשיה ומלאכה	12,090	25,600,000	גישת ההשוואה		2.1%
12	דימונה - אזור תעשיה	אגד מול	100%	26.7	238	חניון תפעולי אגד + השכרה למספר לקוחות חיצוניים	תעשיה ומלאכה	48,288	22,000,000	גישת היוון הנכסות	7.25%	1.8%
13	ערד - אזור תעשיה	אגד מול	100%	12.5	262	חניון תפעולי אגד + השכרה למספר לקוחות חיצוניים	תעשיה	16,875	21,900,000	גישת היוון הנכסות	טווח 7.75%-7.5%	1.8%
14	נוף גליל - אזור תעשיה	אגד מול	100%	8.1	1,337	חניון תפעולי אגד ומסך + השכרה למספר לקוחות חיצוניים	תעשיה ומלאכה	6,374	15,800,000	גישת ההשוואה		1.3%
15	הר נוף - סניף	אגד מול	100%	3.4	530	חניון תפעולי אגד שמוסב כעת בהשכרה למפעיל אחר	מרכז תחבורה עם חזית מסחרית	540	11,500,000	גישת היוון הנכסות	טווח 7.25%-7%	1.0%
16	בית שמש - דרך החיים	אגד מול	100%	4.1	300	הנכס מושכר למפעיל אחר לטובת מסוף תחבורה	מסוף אוטובוסים (הוגשה תב"ע לשינוי ייעוד והיקף הזכויות. טרם נידון)	9,400,000	9,400,000	גישת היוון הנכסות	7.25%	0.8%
17	ערד - תחנה מרכזית	אגד מול	100%	5.7	-	חניון	מרכז תחבורה	-	6,700,000	גישת היוון הנכסות	8.00%	0.6%
18	קרית גת - תחנה מרכזית	אגד מול	100%	5.3	201	תחנה מרכזית, משרדים, חניה לאגד וגומים חיצוניים	מרכז תחבורה	201	6,600,000	גישת היוון הנכסות	טווח 8%-7%	0.5%
סה"כ				352	53,471				1,201,750,000			100.0%

* בהתאם לתכנית נקודתית - התכנון ראשוני טרם עבר את כל הליכי התכנון ואישור

** טרם הובהר מי מבצעי הזכויות במקרקעין יהנה משינוי היעוד זה

*** צפוייה הפקעות של רמ"י במתחם. לאחר הפקעות, שטח המתחם מוערך בכ-20 דונם

קיסטון אינפרא בע"מ

מידע כספי לתקופת ביניים

(בלתי מבוקר)

30 ביוני 2024





תוכן העניינים

עמוד

2	 דוח סקירה של רואה החשבון המבקר דוחות כספיים תמציתיים - בשקלים חדשים (ש"ח):
3	 דוחות על המצב הכספי
4	 דוחות על הרווח הכולל
5-6	 דוחות על השינויים בהון
7-8	 דוחות על תזרימי המזומנים
9-27	 ביאורים לדוחות הכספיים



דוח סקירה של רואי החשבון המבקרים לבעלי המניות של קיסטון אינפרא בע"מ

מבוא

סקרנו את המידע הכספי המצורף של קיסטון אינפרא בע"מ (להלן - החברה), הכולל את הדוח התמציתי על המצב הכספי ליום 30 ביוני 2024 ואת הדוחות התמציתיים על הרווח הכולל, השינויים בהון ותזרימי המזומנים לתקופות של שישה ושלשה חודשים שהסתיימו באותו תאריך. הדירקטוריון והנהלה אחראים לעריכה ולהצגה של מידע כספי לתקופות ביניים אלו 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 מבידורים, 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 שניודע לכל העניינים המשמעותיים שהיו יכולים להיות מזוהים בביקורת. בהתאם לכך, אין אנו מחויבים 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 בפסקה 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

פירמה חברה ב- PricewaterhouseCoopers International Limited

תל-אביב,

27 באוגוסט 2024



27 באוגוסט 2024

לכבוד:

הדירקטוריון של קיסטון אינפרא בע"מ

אריאל שרון 4, גבעתיים

א.ג.ב.

הנדון: מכתב הסכמה בקשר לתשקיף מדף של חברת קיסטון אינפרא בע"מ (להלן- החברה) מחודש מאי 2024

הננו להודיעכם כי אנו מסכימים להכללה (לרבות בדרך של הפנייה) של הדוח שלנו המפורט להלן בהצעת מדף שתפרסם החברה, ככל שתפרסם, מכח תשקיף המדף של החברה מחודש מאי 2024:

דוח סקירה של רואה החשבון המבקר מיום 27 באוגוסט 2024 על מידע כספי תמציתי של החברה ליום 30 ביוני, 2024 ולתקופות של שישה ושלושה חודשים שהסתיימו באותו תאריך.

בברכה,

קסלמן וקסלמן

רואי חשבון

פירמה חברה ב- PricewaterhouseCoopers International Limited

קיסטון אינפרא בע"מ - דוחות על המצב הכספי

31 בדצמבר	30 ביוני		ביאור	
2023	2023	2024		
(מבוקר)	(בלתי מבוקר)			
אלפי ש"ח				
נכסים				
נכסים שוטפים				
80,904	132,887	127,617		מזומנים ושווי מזומנים
5,820	2,096	4,951		חייבים ויתרות חובה
86,724	134,983	132,568		
נכסים לא שוטפים				
3,006,740	2,706,904	2,932,150	א'4	השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות
33,000	32,619	29,706		פיקדון משועבד
-	10	-		רכוש קבוע, נטו
3,039,740	2,739,533	2,961,856		
3,126,464	2,874,516	3,094,424		סך הנכסים
התחייבויות והון				
התחייבויות שוטפות				
187,500	400,000	187,500		ניירות ערך מסחריים והלוואות לזמן קצר
54,670	35,057	55,710		חלויות שוטפות של אגרות חוב
21,882	18,487	5,600		זכאים ויתרות זכות
264,052	453,544	248,810		
התחייבויות לא שוטפות				
620,682	651,565	634,125		אגרות חוב
187,500	-	-		הלוואות לז"א
6,771	6,771	6,771		זכאים ויתרות זכות
189,348	114,445	177,391		מיסים נדחים
1,004,301	772,781	818,287		
1,268,353	1,226,325	1,067,097		סך התחייבויות
הון				
1,331,536	1,331,536 (*)	1,495,664		הון מניות
-	- (*)	9,036		תקבולים על חשבון אופציות
18,547	18,547	21,341		קרן הון תשלום מבוסס מניות
508,028	298,108	501,286		עודפים
1,858,111	1,648,191	2,027,327		
3,126,464	2,874,516	3,094,424		סך התחייבויות והון
(*) סווג מחדש				

(*) סוג מחדש

תאריך אישור הדוחות הכספיים על ידי דירקטוריון החברה: 27 באוגוסט 2024

רחל סגל
סמנכ"ל כספים

נבות בר
מנכ"ל

אהרון בירם
יו"ר הדירקטוריון

קיסטון אינפרא בע"מ - דוחות על הרווח הכולל

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		ביאור
	2023	2024	2023	2024	
	(בלתי מבוקר)		(בלתי מבוקר)		
	אלפי ש"ח				
					4ב'
					הכנסות
					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
406,767	22,539	(81,741)	126,299	(98,998)	
252,597	115,273	58,936	175,670	147,486	
659,364	137,812	(22,805)	301,969	48,488	סה"כ הכנסות
					הוצאות תפעוליות
31,058	7,500	8,703	15,058	16,763	דמי ניהול
-	-	-	-	2,794	הוצאות תשלום מבוסס מניות
1,161	171	34	210	75	עלויות עסקה בגין רכישת חברות מוחזקות (בעיקר שירותים מקצועיים)
6,773	1,257	1,938	3,187	5,008	הוצאות תפעוליות אחרות
38,992	8,928	10,675	18,455	24,640	סה"כ הוצאות
620,372	128,884	(33,480)	283,514	23,848	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
6,276	1,707	1,499	3,465	3,255	הכנסות מימון
(61,173)	(19,495)	(16,763)	(36,327)	(27,302)	הוצאות מימון
565,475	111,096	(48,744)	250,652	(199)	רווח (הפסד) לפני מיסים על ההכנסה
121,594	18,022	(12,947)	46,691	(11,957)	הוצאות (הכנסות) מיסים נדחים
443,881	93,074	(35,797)	203,961	11,758	סה"כ רווח (הפסד) כולל מיוחס לבעלי מניות החברה
					רווח (הפסד) למניה בסיסי ומדולל המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש"ח)
2.9	0.6	(0.2)	1.3	0.1	

הביאורים המצורפים מהווים חלק בלתי נפרד מהדוחות הכספיים

קיסטון אינפרא בע"מ - דוחות על השינויים בהון

מיוחס לבעלי מניות החברה					
הון מניות	תקבולים על חשבון אופציות	קרן הון תשלום מבוסס מניות	עודפים	סה"כ הון	
אלפי ש"ח					
1,331,536	-	18,547	508,028	1,858,111	יתרה ליום 1 בינואר 2024 (מבוקר)
164,128	9,036	-	-	173,164	הנפקת הון
-	-	2,794	-	2,794	תשלום מבוסס מניות
-	-	-	11,758	11,758	רווח לתקופה
-	-	-	(18,500)	(18,500)	דיבידנד
1,495,664	9,036	21,341	501,286	2,027,327	יתרה ליום 30 ביוני 2024 (בלתי מבוקר)
1,320,388	11,148	18,547	124,147	1,474,230	יתרה ליום 1 בינואר 2023 (מבוקר)
-	-	-	203,961	203,961	רווח לתקופה
11,148 (*)	(11,148) (*)	-	-	-	פקיעת אופציות
-	-	-	(30,000)	(30,000)	דיבידנד
1,331,536	-	18,547	298,108	1,648,191	יתרה ליום 30 ביוני 2023 (בלתי מבוקר)

מיוחס לבעלי מניות החברה					
הון מניות	תקבולים על חשבון אופציות	קרן הון תשלום מבוסס מניות	עודפים	סה"כ הון	
אלפי ש"ח					
1,495,664	9,036	21,341	537,083	2,063,124	יתרה ליום 1 באפריל 2024 (בלתי מבוקר)
-	-	-	(35,797)	(35,797)	רווח לתקופה
1,495,664	9,036	21,341	501,286	2,027,327	יתרה ליום 30 ביוני 2024 (בלתי מבוקר)
1,320,388	11,148	18,547	225,034	1,575,117	יתרה ליום 1 באפריל 2023 (בלתי מבוקר)
-	-	-	93,074	93,074	רווח לתקופה
11,148 (*)	(11,148) (*)	-	-	-	פקיעת אופציות
-	-	-	(20,000)	(20,000)	דיבידנד
1,331,536	-	18,547	298,108	1,648,191	יתרה ליום 30 ביוני 2023 (בלתי מבוקר)

(*) סווג מחדש

קיסטון אינפרא בע"מ - דוחות על השינויים בהון

מיוחס לבעלי מניות החברה					
הון מניות	אופציות	תקבולים על חשבון	קרן הון תשלום מבוסס מניות	עודפים	סה"כ הון
אלפי ש"ח					
1,320,388	11,148	18,547	124,147	1,474,230	יתרה ליום 1 בינואר 2023 (מבוקר)
-	-	-	443,881	443,881	רווח לשנה
11,148	(11,148)	-	-	-	פקיעת אופציות
-	-	-	(60,000)	(60,000)	דיבידנד
1,331,536	-	18,547	508,028	1,858,111	יתרה ליום 31 בדצמבר 2023 (מבוקר)

הביאורים המצורפים מהווים חלק בלתי נפרד מהדוחות הכספיים

קיסטון אינפרא בע"מ - דוחות על תזרימי המזומנים

שנה שהסתיימה		6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		ביום 31 בדצמבר	
2023		2023		2024		2023	
(מבוקר)		(בלתי מבוקר)		(בלתי מבוקר)		(מבוקר)	
אלפי ש"ח							

תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת

רווח (הפסד) לתקופה	11,758	203,961	(35,797)	93,074	443,881
--------------------	--------	---------	----------	--------	---------

התאמות הדרושות להצגת תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת:

התאמות לסעיפי רווח והפסד -	-	6	-	3	16
פחת והפחתות	(11,957)	46,691	(12,947)	18,022	121,594
מיסים נדחים	98,998	(126,299)	81,741	(22,539)	(406,767)
שינוי בשווי הוגן של השקעות בחברות מוחזקות	(147,486)	(175,670)	(58,936)	(115,273)	(252,597)
הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	2,794	-	-	-	-
הוצאות בגין תשלום מבוסס מניות	24,047	32,862	15,264	17,788	54,897
הוצאות מימון, נטו	(33,604)	(222,410)	25,122	(101,999)	(482,857)
שינויים בסעיפי נכסים והתחייבויות של החברה	-	-	-	-	-
קיטון (גידול) בחייבים ויתרות חובה	869	26,233	593	(833)	22,509
גידול (קיטון) בזכאים ויתרות זכות	3,206	4,525	1,210	4,416	1,188
	4,075	30,758	1,803	3,583	23,697

מזומנים ששולמו והתקבלו במשך התקופה בחברה עבור:

ריבית ששולמה	(14,052)	(14,081)	(6,448)	(8,318)	(27,264)
דיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות שהתקבלו	147,486	(175,670)	58,936	(115,273)	(252,597)
	133,434	161,589	52,488	106,955	225,333
מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת	115,663	173,898	43,616	101,613	210,054
(*) סווג מחדש					

קיסטון אינפרא בע"מ - דוחות על תזרימי המזומנים

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		
	2023	2024	2023	2024	
	(מבוקר)	(בלתי מבוקר)	(מבוקר)	(בלתי מבוקר)	
	אלפי ש"ח				
					תזרימי מזומנים מפעילות השקעה
(79,554)	(45,726)	-	(60,186)	(24,408)	רכישת חברות מוחזקות נטו
(1,321)	(915)	3,394	(940)	3,294	שחרור (הפקדת) פיקדונות בתאגיד בנקאי
(80,875)	(46,641)	3,394	(61,126)	(21,114)	מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה
					תזרימי מזומנים מפעילות מימון
-	-	-	-	176,237	תמורה מהנפקת מניות
18,080	-	-	-	-	תמורה מהנפקת אגרות חוב
(58)	-	-	-	(3,073)	הוצאות הנפקה
37,500	-	-	40,000	-	הנפקת נייר ערך מסחרי
187,500	-	-	-	-	קבלת הלוואות לזמן ארוך מגוף מוסדי
(350,000)	(90,000)	(187,500)	(140,000)	(187,500)	פירעון הלוואות לזמן ארוך מגוף מוסדי
(45,000)	(10,000)	(18,500)	(20,000)	(33,500)	דיבידנד ששולם
(36,412)	-	-	-	-	פירעון אגרות חוב
(188,390)	(100,000)	(206,000)	(120,000)	(47,836)	מזומנים נטו שבבעו (ששימשו) לפעילות מימון
(59,211)	(45,028)	(158,990)	(7,228)	46,713	גידול (קיסטון) במזומנים ושווי מזומנים
140,115	177,915	286,607	140,115	80,904	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת תקופה
80,904	132,887	127,617	132,887	127,617	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף התקופה
					מידע בדבר פעילות השקעה שאינה כרוכה בתזרימי מזומנים:
15,000	(10,000)	-	(10,000)	-	דיבידנד שהוכרז

הביאורים המצורפים מהווים חלק בלתי נפרד מהדוחות הכספיים

קיסטון אינפרא בע"מ - ביאורים לדוחות הכספיים התמציתיים

ביאור 1 - כללי

א. הפעילות

קיסטון אינפרא בע"מ (להלן - "החברה") התאגדה בישראל ביום 18 בפברואר 2019 והחלה את פעילותה באותו מועד. כתובת משרדה הרשום של החברה הינה אריאל שרון 4, גבעתיים.

בחודש מאי 2021 פרסמה החברה תשקיף הנפקה ראשונה לציבור יחד עם תשקיף רישום למסחר ותשקיף מדף וביום 1 ביוני 2021, עם השלמתו של גיוס הון ציבורי, הפכה החברה לחברה ציבורית שניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן - "הבורסה").

בתקופת הדוח השלימה החברה גיוס הון בדרך של הנפקה לציבור של מניות וכתבי אופציה (סדרה 2) בהיקף של כ-176 מיליון ש"ח, ראו ביאור 6ד' להלן.

ביום 23 באוקטובר 2023 שינתה החברה את שמה מקיסטון ריט בע"מ לקיסטון אינפרא בע"מ.

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

בשנת 2014 הוקמה ועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות (להלן - "הוועדה") 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, וכן לפתוח בפני הציבור אפיק השקעה חדש ולאפשר לו להיות שותף ישיר בהשקעה בפרויקטים אלו. על פי המלצות הוועדה, הקרנות ייהנו ממשטר מס מיוחד. ראו ביאור 11 ה' לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2023. הוועדה פרסמה את המלצותיה הסופיות ביוני 2019, וטרם הוסדרה חקיקה המעגנת את ההמלצות האמורות.

החברה מוגדרת כישות השקעה בהתאם ל-IFRS 10 ובהתאם מודדת את השקעותיה לפי שווי הוגן, כמפורט בביאור 3 לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2023.

החברה התקשרה עם חברת ניהול בהסכם לקבלת שירותי ניהול, כאשר דמי הניהול המשולמים לחברת הניהול מחושבים על בסיס השווי הוגן של נכסי החברה. בנוסף, זכאית חברת הניהול לאופציות בהיקף של 5% מסך המניות אשר מוקצות בכל הנפקה, במחיר מימוש השווה למחיר ההנפקה. ראו ביאור 12א' לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2023.

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 הדיון, לרבות בהתאם להוראות הפרק החמישי לחוק החברות והתקנות מכוחו.

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

ביאור 1 - כללי (המשך)

ב. היערכות למימוש אופציה בשותפות אגד

הסכם רכישת 60% ממניות אגד כלל מתן אופציית מכר לבעלי המניות לרכישת יתרת מניותיהם בתום שנתיים ושלוש שנים ממועד השלמת העסקה (כמפורט בביאור 7'ג' לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2023). מועד המימוש הראשון הינו באוקטובר 2024, כאשר המוכרים מחויבים להעביר הודעות מימוש לשותפות אגד עד 4 באוגוסט 2024 ומועד התשלום בגין המימוש הראשון של האופציה קבוע לפברואר 2025. מועד המימוש השני הנו במועדים דומים בהתאמה למועדים של המימוש הראשון, במהלך שנת 2025 ו-2026.

ביום 29 ביולי 2024 נמסר לשותפות אגד כי ניתנו הודעות על מימוש אופציית המכר בהיקף מצטבר של כ-18% מהונה המונפק של אגד. כך שהיקף החזקות שותפות אגד באגד בעקבות המימוש הראשון צפוי לעלות לכ-78%. למועד דוחות אלה, התמורה הצפויה להשלמת הרכישה נשוא הודעות המימוש הינה כ-850 מיליון ש"ח כאשר הסכום כפוף להתאמות בגין הצמדה למדד, חלוקת דיבידנד ותביעות שיפוי בהתאם לתנאי עסקת הרכישה. יצוין כי נכון למועד הדוח, שותפות אגד פועלת למימוש זכויותיה בהתאם להוראות ההסכם, לרבות וככל שיידרש, הליכים משפטיים מתאימים.

ביום 20 ביוני 2024 התקשרה שותפות אגד בהסכם מסגרת אשראי בסכום של עד 1 מיליארד ש"ח עם גופים בנקאיים, לצורך מימון רכישת מניות האופציה. היקף המסגרת נקבע בהנחה שהאופציה תמומש במלואה והוא יותאם לשיעור מימוש האופציה בפועל, אך לא יעלה על 55.55% מתמורת רכישת מניות האופציה. בהתאם לשיעור המימוש כאמור לעיל, היקף מסגרת האשראי הניתנת לניצול על ידי שותפות אגד לצורך מימון רכישת מניות האופציה במסגרת המימוש הראשון הינה כ-450 מיליון ש"ח ויתרת ההון העצמי תשולם על ידי שותפות אגד (המוחזקת כ-81% על ידי החברה וכ-19% על ידי קרן המורים והגננות). לפרטים נוספים אודות מסגרת האשראי ראו ביאור 6.ה. להלן. סכומי ההון שבידי החברה, מסגרות האשראי הפנויות שלה ויכולות גיוס החוב שלה, וכן חלקה של קרן המורים והגננות בהון שיידרש לשותפות אגד, ישמשו לתשלום עבור מניות האופציה הנרכשות והחברה אינה צופה שלצורך מימון תשלום התמורה בגין האופציה היא תידרש לגייס הון.

ג. השפעת מלחמת חרבות ברזל

ביום 7 באוקטובר 2023 פרצה בישראל מלחמת "חרבות ברזל". למיטב ידיעת החברה, עד למועד פרסום דוח זה, פעילות התאגידים המוחזקים על ידי החברה המשיכה ברובה כסדרה ולא הושפעה באופן מהותי ממצב הלחימה. ראו ביאור 1.ג. לדוחות הכספיים של החברה ליום 31 בדצמבר 2023.

בנוסף, עם התמשכות הלחימה, בחודש אפריל 2024, חברת הדירוג הבינלאומית S&P הורידה את דירוג האשראי של מדינת ישראל מ: AA ל: A + עם תחזית דירוג שלילית ובחודש אוגוסט 2024, חברת הדירוג הבינלאומית פיץ' הורידה גם היא את דירוג האשראי של מדינת ישראל מ: A+ ל: A- עם תחזית דירוג שלילית וזאת לאחר שבחודש ינואר 2024 הודיעה חברת הדירוג הבינלאומית Moody's על הורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל מ: A1 ל: A2 עם תחזית שלילית. מאחר ונכון למועד פרסום הדוח קיים חוסר ודאות בקשר להתפתחות המלחמה, היקפה התמשכותה והשפעותיה, אין ביכולתה של הנהלת החברה להעריך את השפעתה העתידית של המלחמה על תוצאות פעילותם, מצבם הכספי, תזרימי המזומנים ואיתנותם הפיננסית של החברה והתאגידים המוחזקים על ידה כתוצאה מהמלחמה.

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

ביאור 1 - כללי (המשך)

ד. השפעת העלייה בשיעורי האינפלציה והריבית

בתקופת הדוח עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 1.9% לעומת עלייה של 2.5% בתקופה המקבילה אשתקד, בריבית בנק ישראל לא חל שינוי והוא נותר בשיעור של 4.5% מאז ינואר 2024. להשפעת האינפלציה ועליית הריבית על פעילות החברה, ראו ביאור ד.1. לדוחות הכספיים של החברה ליום 31 בדצמבר 2023.

ה. דוחות כספיים אלו:

החברה	קיסטון אינפרא 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	השקעות בחברות מוחזקות נמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד בהתאם ל- IFRS 10.
מוחזקות	

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 2024 ולתקופות של שישה ושלושה חודשים שהסתיימו באותו תאריך (להלן - "המידע הכספי לתקופת הביניים") נערך בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 34 "דיווח כספי לתקופות ביניים" (להלן - "IAS 34"), וכולל את הגילוי הנוסף הנדרש בהתאם לפרק ד' של תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. המידע הכספי לתקופת הביניים אינו כולל את כל המידע והגילויים הנדרשים במסגרת דוחות כספיים שנתיים. יש לעיין במידע הכספי לתקופת הביניים ביחד עם הדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2023 והביאורים אשר נלוו אליהם, אשר מציינים 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 2023.

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

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 2023.

תקני דיווח כספי בינלאומיים חדשים, תיקונים לתקנים ופרשנויות חדשות:

1. תיקונים לתקנים קיימים אשר נכנסו לתוקף ומחייבים החל משנת 2024:

א. תיקונים לתקן חשבונאות בינלאומי 1 הצגת דוחות כספיים, בנושא סיווג התחייבויות כשוטפות או כהתחייבויות לא שוטפות ובנושא התחייבויות לא שוטפות עם אמות מידה פיננסיות (להלן בסעיף זה – "התיקונים ל-1 IAS")

התיקונים ל-1 IAS מבהירים את ההנחיות בנוגע לסיווג התחייבויות כשוטפות או לא שוטפות בדוח על המצב הכספי. התיקונים מבהירים, בין היתר כי:

1. התחייבות תסווג כהתחייבות לא שוטפת אם לישות קיימת זכות ממשית, בתום תקופת הדיווח, לדחות את סילוק ההתחייבות למשך לפחות 12 חודשים לאחר תום תקופת הדיווח.

2. הזכות לדחות סילוק של התחייבות בגין הסכם הלוואה למשך לפחות 12 חודשים לאחר תום תקופת הדיווח כפופה לעיתים לעמידת הישות בתנאים שנקבעו בהסכם הלוואה (להלן – "אמות מידה פיננסיות"). סיווג התחייבות בגין הסכם הלוואה כאמור כהתחייבות שוטפת או כהתחייבות לא שוטפת ייקבע רק על בסיס אמות המידה הפיננסיות אשר בהן נדרשת הישות לעמוד במועד תום תקופת הדיווח או לפניו. אמות מידה פיננסיות בהן נדרשת הישות לעמוד לאחר תום תקופת הדיווח לא יובאו בחשבון בקביעה זו.

3. ככל שהתחייבות בגין הסכם הלוואה לגביה נדרשת הישות לעמוד באמות מידה פיננסיות במהלך 12 החודשים לאחר תום תקופת הדיווח סווגה כהתחייבות לא שוטפת, יובא גילויי בביאורים המאפשר למשתמשים בדוחות הכספיים להבין את הסיכון שההתחייבות עשויה לעמוד לפירעון במהלך 12 החודשים לאחר תום תקופת הדיווח. בכלל זה, יובא גילויי לגבי מהות התנאים בהן נדרשת הישות לעמוד, מועד הבחינה שלהם, הערך בספרים של ההתחייבויות הקשורות וכן עובדות ונסיבות המצביעות על כך שהישות עשויה להתקשות לעמוד בתנאים אלה. גילויי זה עשוי להתייחס לפעולות מסוימות בהן נקטה הישות על מנת למנוע הפרה פוטנציאלית של התנאים וכן את העובדה שהישות לא מצייתה לתנאים בהתבסס על הנסיבות הקיימות בתום תקופת הדיווח.

4. כוונת הישות בנוגע למימוש זכות קיימת לדחות את סילוק ההתחייבות למשך לפחות 12 חודשים לאחר תום תקופת הדיווח אינה רלוונטית לצורך סיווג ההתחייבות.

5. סילוק של התחייבות יכול שיעשה בדרך של העברת מזומן, משאבים כלכליים אחרים או מכשירים הוניים של הישות. סיווג התחייבות כהתחייבות שוטפת או כהתחייבות לא שוטפת לא יושפע מזכות הקיימת לצד האחר לדרוש את סילוק ההתחייבות על ידי העברת מכשירים הוניים של הישות, אם זכות זו סווגה על ידי הישות במסגרת ההון.

בהתאם להוראות התיקונים ל-1 IAS, התיקונים יושמו על ידי החברה באופן רטרואקטיבי החל מיום 1 בינואר 2024. ליישום לראשונה של התיקונים ל-1 IAS לא הייתה השפעה מהותית על הדוחות הכספיים של החברה.

ביאור 3 – עיקרי המדיניות החשבונאית (המשך)

2. תקנים חדשים ותיקונים לתקנים קיימים אשר עדיין אינם בתוקף ואשר החברה לא בחרה ביישומם המוקדם

במסגרת הדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2023 הובא מידע לגבי תיקונים לתקני IFRS קיימים אשר עדיין אינם בתוקף מחייב ואשר החברה לא בחרה ביישומם המוקדם.

נכון למועד אישור דוחות כספיים אלה לא קיימים תקנים חדשים או תיקונים לתקנים קיימים, אשר לא הובאו במסגרת הדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2023, למעט תקן דיווח כספי בינלאומי 18 הצגה וגילוי בדוחות כספיים (להלן - IFRS 18).

IFRS 18 מחליף את תקן חשבונאות בינלאומי 1 הצגת דוחות כספיים (להלן - "IAS 1"), כאשר דרישות רבות של IAS 1 הועברו ל-IFRS 18, כמו גם למספר תקנים נוספים (ללא שינוי או בשינויים מסוימים). IFRS 18 נועד לשפר את אופן העברת המידע על ידי חברות למשקיעים באמצעות דוחותיהן הכספיים, ובפרט להגביר את השקיפות וההשוואתיות בין חברות, תוך התמקדות במידע על ביצועים כספיים בדוח רווח או הפסד. כמו כן, IFRS 18 מלווה בתיקונים לתקן חשבונאות בינלאומי 7 דוח על תזרימי מזומנים (IAS 7) (המשמעותי ביניהם בנוגע לסיווג תזרימי מזומנים מריבית ודיבידנדים), תקן חשבונאות בינלאומי 33 רווח למניה (IAS 33), ותקן חשבונאות בינלאומי 34 דיווח כספי לתקופות ביניים (IAS 34).

העקרונות העיקריים החדשים לפי IFRS 18 מתייחסים לתחומים הבאים:

א. מבנה דוח רווח או הפסד

בהתאם ל-IFRS 18, פריטים בדוח רווח או הפסד יסווגו לאחת מ-5 קטגוריות: תפעולית, השקעה, מימון, מיסים על הכנסה ופעילויות מופסקות. IFRS 18 מספק הנחיות כלליות לסיווג הפריטים בין קטגוריות אלה.

להלן מידע נוסף לגבי שלוש הקטגוריות העיקריות:

1. תפעולית – קטגוריה זו לא הוגדרה על ידי IFRS 18 ומהווה קטגוריה "שיוטית" להכנסות והוצאות שלא סווגו לאחת משתי הקטגוריות האחרות. בדרך כלל, הקטגוריה תכלול את תוצאות החברה מפעילות העסקית העיקרית.

2. השקעה – קטגוריה זו תכלול: חלק בתוצאות חברות כלולות ועסקות משותפות; הכנסות והוצאות ממזומנים ושווי מזומנים; הכנסות והוצאות מנכסים המניבים תשואה בעצמם ובמידה רבה ללא תלות במשאבים אחרים.

3. מימון – קטגוריה זו תכלול: הכנסות והוצאות מהתחייבויות הכרוכות בגיוס מימון בלבד (כמו הלוואות מבנקים); הוצאות ריבית והשפעות שינויים בשיעורי הריבית מהתחייבויות אחרות (למשל בגין התחייבות אקטוארית לעובדים).

בנוסף, לפי IFRS 18 חברות תדרשנה להציג בדוח רווח או הפסד שני סיכומי משנה חדשים:

1. רווח תפעולי.

2. רווח לפני מימון ומיסים על הכנסה.

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

ביאור 3 – עיקרי המדיניות החשבונאית (המשך)

ב. גילוי בדוחות הכספיים על "מדדי ביצוע המוגדרים על ידי ההנהלה" (MPMs, management-defined performance measures)

חברות רבות מדווחות על מדדי ביצוע חלופיים או על מדדים שאינם מבוססים על תקני חשבונאות (non-GAAP) במסגרת דיווחיהן השונים לציבור. כאשר מדדים אלה עומדים בהגדרה של "מדדי ביצוע המוגדרים על ידי ההנהלה", IFRS 18 מחייב חברות לגלות את אותם מדדים בביאור לדוחות הכספיים, לצד דרישה להצגת התאמה בין הממד לבין נתונים אחרים בדוחות הכספיים.

MPMs הם סיכומי משנה של הכנסות והוצאות המפורסמים לציבור במטרה להעביר את תפיסת ההנהלה על הביצועים הכספיים של החברה בכללותה.

ג. עקרונות לקיבוץ ופיצול מידע בדוחות או בביאורים

IFRS 18 קובע דרישות שיסייעו לחברות לקבוע אם מידע על פריטים צריך להינתן בדוחות הכספיים הראשיים (דוח על המצב הכספי, דוח רווח או הפסד, דוח על הרווח הכולל, דוח על השינויים בהון ודוח על תזרימי המזומנים) או בביאורים, ומספק עקרונות לקביעת רמת הפירוט הנדרשת. בנוסף, IFRS 18 כולל דרישות להצגת הוצאות תפעוליות בדוח רווח או הפסד, גילוי של הוצאות מסוימות לפי מהות, ומידע נוסף על פריטים המקובצים יחד בסעיף "אחרים".

בשנת היישום לראשונה, IFRS 18 דורש הצגת התאמה בין אופן הצגת מספרי ההשוואה אילו היה מיושם IAS 1, לבין אופן הצגתם באותה שנה לפי IFRS 18.

בהתאם להוראות IFRS 18, התקן ייושם על ידי החברה, לגבי תקופות דיווח שנתיות המתחילות ביום 1 בינואר 2027, וזאת באופן רטרוספקטיבי. החברה החלה לבחון את ההשפעה של יישום IFRS 18 על הדוחות הכספיים אך בשלב זה השפעת האימוץ לראשונה עדיין אינה ניתנת לאמידה באופן סביר.

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

ביאור 4 - השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות:

א. הרכב השקעות בחברות:

יתרה ליום 30 ביוני 2024						
שם החברה	הערה	סכום השקעה מקורי	תקבולים מצטברים מהשקעות אלפי ש"ח	שווי הוגן	מדרג השווי הוגן	שיעור ההחזקה
שותפות אגד	3	1,053,693	18,125	1,320,000	רמה 3	48.6%
קבוצת דרייב (לשעבר חברות המפעיל)	1	69,247	54,572	92,887	רמה 3	21.3%
Eranovum	3	101,773	-	246,975	רמה 3	49%
מתקן התפלה אשקלון	1	218,660	104,500	160,829	רמה 3	50%
תחנת כוח IPM באר טוביה	3	585,582	188,772	385,476	רמה 3	32.1%
גיי.פי גלובל	2	22,309	-	35,013	רמה 1	10.59%
תחנת הכוח רמת חובב	1	174,641	193,422	419,242	רמה 3	-
תחנת הכוח חגית	1	107,596	95,399	145,086	רמה 3	-
סאנפלאר השקעות מתחדשות	2	172,573	-	109,169	רמה 1	51.85%
סינטוריון	4	17,473	-	17,473	רמה 3	30%
סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות		2,523,547	654,790	2,932,150		

(*) שותפות אגד מחזיקה ב-60% באגד, כך ששיעור ההחזקה בעקיפין באגד הינו כ-49%.

- ליום 30 ביוני 2024, עודכן שווי הוגן של ההשקעות, בגין התקופה שעברה ממועד הערכות השווי ליום 31 בדצמבר 2023, שבוצעו על ידי מעריכי שווי חיצוניים, ועד מועד הדוחות הכספיים על בסיס התשואה הצפויה לבעלים (כפי שנקבעה בהערכת השווי החיצונית) בניכוי דיבידנד, החזרי הלוואות וריבית שהתקבלו בתקופה.
- שווי הוגן של ההשקעה נקבע בהתאם למחיר המניה המצוטט בבורסה.
- שווי הוגן של ההשקעה הנו בהתאם להערכת שווי שבוצעה ליום 30 ביוני 2024, על ידי מעריכי שווי חיצוניים, ראו סעיפים ג.1 - ג.3 להלן.
- שווי הוגן של ההשקעה נקבע בהתאם לתמורה ששולמה במועד השלמת העסקה, כאשר להערכת ההנהלה לא חל שינוי מהותי בשווי הוגן מאז המועד הנ"ל.

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

ביאור 4 - השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות (המשך)

יתרה ליום 30 ביוני 2023

שם החברה	סכום השקעה מקורי	תקבולים מצטברים מהשקעות אלפי ש"ח	שווי הוגן	מדרג השווי ההוגן	שיעור ההחזקה
שותפות אגד	1,053,693	-	1,214,000	רמה 3	81.10%
קבוצת דרייב (לשעבר חברות המפעיל)	69,247	37,622	86,695	רמה 3	21.33%
Eranovum	65,266	-	179,003	רמה 3	39%
מתקן התפלה אשקלון	218,660	79,000	178,292	רמה 3	50.00%
תחנת כוח IPM באר טוביה	583,314	170,396	446,683	רמה 3	32.08%
גיי.פי גלובל	22,309	-	33,061	רמה 1	10.59%
תחנת הכוח רמת חובב	174,641	101,908	365,153	רמה 3	-
תחנת הכוח חגית	107,596	41,451	97,004	רמה 3	-
סאנפלאואר השקעות מתחדשות	167,573	-	89,540	רמה 1	49.40%
סינטוריון	17,473	-	17,473	רמה 3	30.00%
סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות	2,479,772	430,377	2,706,904		

יתרה ליום 31 בדצמבר 2023

שם החברה	סכום השקעה מקורי	תקבולים מצטברים מהשקעות אלפי ש"ח	שווי הוגן	מדרג השווי ההוגן	שיעור ההחזקה
שותפות אגד	1,053,693	-	1,290,504	רמה 3	48.6%
קבוצת דרייב (לשעבר חברות המפעיל)	69,247	38,044	104,200	רמה 3	21.3%
Eranovum	77,365	-	203,047	רמה 3	42.8%
מתקן התפלה אשקלון	218,660	91,000	168,000	רמה 3	50%
תחנת כוח IPM באר טוביה	585,582	188,772	437,657	רמה 3	32.1%
גיי.פי גלובל	22,309	-	28,941	רמה 1	10.6%
תחנת הכוח רמת חובב	174,641	148,038	444,179	רמה 3	-
תחנת הכוח חגית	107,596	41,450	190,391	רמה 3	-
סאנפלאואר השקעות מתחדשות	172,573	-	122,348	רמה 1	51.85%
סינטוריון	17,473	-	17,473	רמה 3	30%
סה"כ השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות	2,499,139	507,304	3,006,740		

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

ביאור 4 - השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות (המשך)

ב. הרכב הכנסות מההשקעות בחברות:

6 חודשים שהסתיימו ביום			
30 ביוני 2024			
שם החברה	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	סה"כ
אלפי ש"ח			
שותפות אגד	29,496	18,125	47,621
קבוצת דרייב (לשעבר חברות המפעיל)	(11,313)	16,528	5,215
Eranovum	19,520	-	19,520
מתקן התפלה אשקלון	(7,171)	13,500	6,329
תחנת כוח IPM באר טוביה	(52,181)	-	(52,181)
גיי.פי גלובל	6,072	-	6,072
תחנת הכוח רמת חובב	(24,937)	45,384	20,447
תחנת הכוח חגית	(45,305)	53,949	8,644
סאנפלאואר השקעות מתחדשות	(13,179)	-	(13,179)
סה"כ	(98,998)	147,486	48,488

6 חודשים שהסתיימו ביום			
30 ביוני 2023			
שם החברה	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (*)	סה"כ
אלפי ש"ח			
שותפות אגד	130,602	-	130,602
קבוצת דרייב (לשעבר חברות המפעיל)	(7,305)	12,172	4,867
Eranovum	113,737	-	113,737
מתקן התפלה אשקלון	(11,208)	18,500	7,292
תחנת כוח IPM באר טוביה	(60,912)	81,774	20,862
גיי.פי גלובל	(472)	-	(472)
תחנת הכוח רמת חובב	(3,983)	21,773	17,790
תחנת הכוח חגית	(34,910)	41,451	6,541
סאנפלאואר השקעות מתחדשות	750	-	750
סה"כ	126,299	175,670	301,969

(*) סווג מחדש

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

ביאור 4 - השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות (המשך)

3 חודשים שהסתיימו ביום			
30 ביוני 2024			
שם החברה	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	סה"כ
אלפי ש"ח			
שותפות אגד	(10,543)	18,125	7,582
קבוצת דרייב (לשעבר חברות המפעיל)	2,229	212	2,441
EranoVum	9,535	-	9,535
מתקן התפלה אשקלון	3,065	-	3,065
תחנת כוח IPM באר טוביה	(61,671)	-	(61,671)
גיי.פי גלובל	3,690	-	3,690
תחנת הכוח רמת חובב	(16,286)	26,418	10,132
תחנת הכוח חגית	(10,277)	14,181	3,904
סאנפלאואר השקעות מתחדשות	(1,483)	-	(1,483)
סה"כ	(81,741)	58,936	(22,805)

3 חודשים שהסתיימו ביום			
30 ביוני 2023			
שם החברה	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (*)	סה"כ
אלפי ש"ח			
שותפות אגד	99,468	-	99,468
קבוצת דרייב (לשעבר חברות המפעיל)	2,095	221	2,316
מתקן התפלה אשקלון	3,499	-	3,499
תחנת כוח IPM באר טוביה	(71,237)	81,774	10,537
גיי.פי גלובל	65	-	65
תחנת הכוח רמת חובב	8,740	-	8,740
תחנת הכוח חגית	(30,068)	33,278	3,210
סאנפלאואר השקעות מתחדשות	9,977	-	9,977
סה"כ	22,539	115,273	137,812

(*) סווג מחדש

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

ביאור 4 - השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות (המשך)

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2023			
שם החברה	שינוי נטו בשווי ההשקעות הנמדדות בשווי הוגן בניכוי הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות	הכנסות מדיבידנד, ריבית ותקבולים בגין הלוואות (*)	סה"כ
אלפי ש"ח			
שותפות אגד	207,106	-	207,106
קבוצת דרייב (לשעבר חברות המפעיל)	10,200	12,594	22,794
Eranovum	125,682	-	125,682
מתקן התפלה אשקלון	(21,500)	30,500	9,000
תחנת כוח IPM באר טוביה	(72,206)	100,150	27,944
גיי.פי גלובל	(4,592)	-	(4,592)
תחנת הכוח רמת חובב	75,042	67,903	142,945
תחנת הכוח חגית	58,477	41,450	99,927
סאנפלאאר השקעות מתחדשות	28,558	-	28,558
סה"כ	406,767	252,597	659,364

(*) סווג מחדש

ג. מידע נוסף על ההשקעות מאז 31 בדצמבר 2023

1) השקעה בשותפות אגד

- ביום 28 במרץ 2024 אישר בית המשפט בקשה של אגד לביצוע חלוקה אשר אינה מקיימת את מבחן הרווח אך מקיימת את מבחן יכולת הפירעון לפי סעיף 303 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, בהיקף של 350 מיליון ש"ח. חלקה של שותפות אגד בחלוקה הינו כ- 210 מיליון ש"ח וכספי החלוקה שימשו לפירעון הרכיב המשתנה של ההלוואה בשותפות אגד.
- ביום 8 באפריל 2024 עדכנה החברה כי באגד התקבלו דרישות תשלום בגין שומות מס הכנסה לפי מיטב השפיטה, בגין שנות המס 2018 – 2021, שבמסגרתן קבע פקיד השומה כי שיעור מסוים מתוך ההוצאות שהוציאה אגד בגין התחייבות לתשלום למדינה מכוח הסכם שבין המדינה לבינה, משנת 2018, אינן מהוות הוצאה מוכרת לצרכי מס. בהתאם לדרישות, סך המס שתידרש אגד לשלם הינו בסך של כ- 98 מיליון ש"ח. אגד חולקת על עמדת רשות המיסים וסבורה, בהתאם לעמדת יועציה המקצועיים, כי קיימות לה טענות טובות מאוד כנגד השומות. בכוונת אגד להגיש השגות על השומות, ולעמדת יועציה המקצועיים סיכויי ההשגות גבוהים מאד.
- ביום 20 ביוני התקשרה שותפות אגד בהסכם מסגרת אשראי בסכום של עד 1 מיליארד ש"ח עם גופים בנקאיים, לצורך מימון רכישת מניות האופציה. לפרטים נוספים אודות מסגרת האשראי ראו ביאור 6.ה. להלן.
- להודעות שנמסרו לשותפות אגד על מימוש אופציית המכר בהיקף מצטבר של כ- 18% מהונה המונפק של אגד ראו ביאור 1.ב. לעיל.

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

ביאור 4 - השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות (המשך)

5. לתביעה ובקשה לאישור תובענה כייצוגית שהוגשה כנגד אגד וכנגד קרן הגמלאות של חברי אגד ראו ביאור 6.ז.6 להלן.
6. ליום 30 ביוני 2024, שוויה ההוגן של ההשקעה בשותפות אגד נאמד באמצעות הערכת שווי שבוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני בלתי תלוי ממשרד BDO Consulting Group, שהוא בעל כישורים מקצועיים מוכרים וניסיון רב בתחום התשתיות. הערכת השווי בוצעה בשיטת השווי הנכסי המתבססת על שווי אגד שהוערך לפי הוון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flow Method – DCF) בניכוי חוב באגד ובשותפות אגד. הערכת השווי נסמכה על תחזית הנהלת החברה והנהלת אגד לסכומי ההכנסות, ההוצאות, ההשקעות הצפויות, מספר הק"מ שיופעלו, קצב יציאה מאשכולות וזכייה במכרזים. התקופה שנלקחה לצורך הערכת השווי מתבססת, בעיקרה, על תקופת הסכם ההפעלה עם המדינה בהתאם לתקופות הרישיון ו/או ההסכמים בפעילויות השונות, ובהנחה של יציאה הדרגתית מאשכולות וזכייה במכרזים עתידיים. לאחר שנת 2035 הונח המשך הפעלה לפי שנה מייצגת אשר ממנו נגזר שווי טרמינלי. שיעורי ההוון ששימשו למדידת השווי ההוגן של הפעילויות השונות (WACC) הם: אגד סולו – 9% ו-10.75% לשנה מייצגת, אגד היסעים – 13%, EBS 6.75% ו-8.5% לשנה מייצגת, ו-Mobilis 11.25% ו-14.25% לשנה מייצגת. (הערכת שווי קודמת ליום 30.6.2023 - אגד סולו – 8.25% ו-9.75% לשנה מייצגת, אגד היסעים – 12.25%, EBS 7% ו-8.5% לשנה מייצגת, ו-Mobilis 12% ו-14.5% לשנה מייצגת).

שוויה ההוגן של ההשקעה בהתאם להערכת השווי אשר מצורפת לדוחות הכספיים של החברה ליום 30 ביוני 2024 הינו 1,320,000 אלפי ש"ח. בתקופת הדוח נרשם שינוי נטו חיובי בשווי ההוגן בסך של 29,496 אלפי ש"ח כאשר סך של 47,621 אלפי ש"ח נובע משינוי חיובי בגין התאמת השווי ההוגן בניכוי 18,125 אלפי ש"ח כתוצאה מהתאמה בגין הכנסות דיבידנד (לתקופה של שלושה חודשים נרשם שינוי נטו שלילי בשווי ההוגן בסך של 10,543 אלפי ש"ח כאשר סך של 7,582 אלפי ש"ח נובע משינוי חיובי בגין התאמת השווי ההוגן בהתאם להערכת השווי בניכוי 18,125 אלפי ש"ח כתוצאה מהתאמה בגין הכנסות דיבידנד). עלייה של 0.5% בשיעור ההוון בשנה הטרמינלית של אגד סולו מקטין את שווי ההשקעה למועד הדוח בכ-114 מיליון ש"ח וירידה של 0.5% בשיעור ההוון בשנה הטרמינלית של אגד סולו מגדילה את שווי ההשקעה למועד הדוח בכ-132 מיליון ש"ח. עלייה של 0.5% בשיעור הצמיחה הפרמננטי בשנה הטרמינלית של אגד סולו מגדיל את שווי ההשקעה למועד הדוח בכ-67 מיליון ש"ח וירידה של 0.5% בשיעור הצמיחה הפרמננטי בשנה הטרמינלית של אגד סולו מקטין את שווי ההשקעה למועד הדוח בכ-58 מיליון ש"ח.

2) השקעה ב-Eranovum

1. בינואר 2024 מימשה Eranovum את יתרת האופציה להשקעה ב-Eranovum בסך של כ-6 מיליון יורו כך ששיעור אחזקותיה גדל לכ-49% ממניות Eranovum.
2. בהמשך למצבה הכספי של החברה, בחודשים יוני ויולי 2024 העמידה החברה לארנובום הלוואה בסך של 0.5 מיליון יורו ו-2.5 מיליון יורו, בהתאמה. ההלוואות נושאות ריבית בשיעור של 12.5%, בכוונת החברה להעמיד עד 3 מיליון יורו נוספים. ההלוואה תשמש את ארנובום להמשך פיתוח והקמה של עמדות טעינה והיא עומדת לפירעון עד ליום 31 במרץ 2025.

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

ביאור 4 - השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות (המשך)

3. ליום 30 ביוני 2024, שוויה ההוגן של ההשקעה ב-Eranovum נאמד באמצעות הערכת שווי שבוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני בלתי תלוי ממשד BDO Consulting Group, שהוא בעל כישורים מקצועיים מוכרים וניסיון רב בתחום התשתיות. הערכת השווי בוצעה בשיטת היוון תזרים המזומנים (Discounted Cash Flow Method). הערכת השווי נסמכה על תחזית רב שנתית שהתקבלה מהנהלת Eranovum עד לשנת 2034 ולאחר מכן הונחה שנה מייצגת אשר ממנה נגזר שווי טרמינלי. שיעור ההיוון ששימש למדידת השווי ההוגן של ההשקעה במניות הוא 17.5% (הערכת שווי קודמת ליום 30.9.2023 - 18.75%). שוויה ההוגן של ההשקעה בהתאם להערכת השווי, הינו כ-246,975 אלפי ש"ח. בתקופת הדוח נרשם שינוי נטו חיובי בשווי ההוגן בסך של כ-19,520 אלפי ש"ח (לתקופה של שלושה חודשים נרשם שינוי נטו חיובי בשווי ההוגן בסך של כ-9,535 אלפי ש"ח). למועד ההערכה, עלייה של 0.5% בשיעור ההיוון מקטין את שווי ההשקעה למועד הדוח בכ-22 מיליון ש"ח וירידה של 0.5% בשיעור ההיוון מגדילה את שווי ההשקעה בכ-24 מיליון ש"ח.

3 השקעה בתחנת הכוח IPM באר טוביה

1. ב-15 בפברואר 2024, החלה תחזוקה כבדה מתוכננת בתחנת הכוח. התחזוקה הסתיימה ביום 5 במאי 2024, כ-37 ימים מאוחר יותר מהתכנון המקורי. תחנת הכוח לא היתה זכאית לתשלומי זמינות עבור תקופת התחזוקה והאירוע קיבל ביטוי בהערכת השווי של החברה כמפורט בסעיף 2 להלן.

2. ליום 30 ביוני 2024, שוויה ההוגן של השקעת החברה באי פי אם נאמד באמצעות הערכת שווי שבוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני בלתי תלוי ממשד S.C.A Economic Advisory Ltd. שהוא בעל כישורים מקצועיים מוכרים וניסיון רב בתחום התשתיות. הערכת השווי בוצעה בשיטת היוון תזרים המזומנים (Discounted Cash Flow Method). הערכת השווי נסמכה על תחזית הנהלת החברה ואי פי אם לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. 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 10.2% (הערכת שווי קודמת ליום 31.12.2023 - 9.2%). השווי ההוגן של ההלוואה לגלובל וא.י.ה פריז ליום 30 ביוני 2024 נאמד באמצעות היוון תזרים המזומנים במקדם היוון נורמטיבי, בהתאם לדירוג המשתמע של ההלוואה, לפי תנאי ההלוואה במועד הערכת השווי. מקדם ההיוון שנלקח לצורך הערכת השווי הינו 7.6% [הערכת שווי קודמת ליום 31.12.2023 - 7.3%]. שוויה ההוגן של ההשקעה וההלוואה לגלובל וא.י.ה פריז בהתאם להערכת השווי אשר מצורפת לדוחות הכספיים של החברה ליום 30 ביוני 2024 הינו 333,870 אלפי ש"ח ו-51,606 אלפי ש"ח בהתאמה. בתקופת הדוח נרשם שינוי נטו שלילי בשווי ההוגן בסך של כ-52,181 אלפי ש"ח הנובע בעיקר משינוי בשיעור ההיוון (לתקופה של שלושה חודשים נרשם שינוי נטו שלילי בשווי ההוגן בסך של כ-61,671 אלפי ש"ח). למועד ההערכה, גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה ואת ההלוואה לגלובל וא.י.ה פריז בכ-13.7 מיליון ש"ח ובכ-0.6 מיליון ש"ח בהתאמה, קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה ואת ההלוואה לגלובל וא.י.ה פריז בכ-15 מיליון ש"ח ובכ-0.6 מיליון ש"ח בהתאמה.

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

ביאור 4 - השקעות בחברות מוחזקות ובהלוואות (המשך)

(4) המרת הלוואה המירה ברמת חובב

בחודש מרץ 2024, הושלמה המרת הלוואה ההמירה שהעמידה החברה בקשר עם תחנת הכוח רמת חובב ל-32.665% מזכויות ההון בשותפות הביניים, המחזיקה ב-50% מתחנת הכוח רמת חובב והמהווים (בעקיפין) כ-16.33% בתחנה. להמרת הלוואה אין השפעה על שוויה ההוגן של ההשקעה.

(5) המרת הלוואה המירה בחגית מזרח

בחודש מאי 2024, הושלמה המרת הלוואה ההמירה שהעמידה החברה בקשר עם תחנת הכוח חגית מזרח ל-32.665% מהזכויות ההוניות בשותפות אשר מחזיקה ב-50% מתחנת הכוח חגית מזרח והמהווים (בעקיפין) כ-16.33% מהתחנה. להמרת הלוואה אין השפעה על שוויה ההוגן של ההשקעה.

(6) השקעה בסאנפלאואר

- ביום 21 בינואר 2024, הודיעה סאנפלאואר כי היא התקשרה במזכר הבנות לא מחייב עם להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ וחברת בת שלה ("להב אנרגיה") אשר עוסקת בתחום האנרגיה הירוקה המתחדשת וכן בתחום הפסולת, לצורך בחינת אפשרות של שילוב כוחות בין סאנפלאואר ובין להב אנרגיה ולבחינת עסקה לרכישת מלוא הון המניות של להב אנרגיה בתמורה להקצאת מניות סאנפלאואר לבעלי המניות של להב אנרגיה. ביום 15 במאי 2024 עדכנה החברה בהתאם לנמסר לה כי הוחלט על ידי הצדדים למזכר ההבנות האמור לסיים את המשא ומתן בין הצדדים ללא חתימת הסכם מחייב.
- ביום 28 בינואר 2024 השלימה סאנפלאואר עסקה לרכישת פרויקטים סולאריים בישראל על גגות בהספק כולל של כ-13 מגה וואט, בין חברת בת שלה לבין אי.די.איי אנרגיה בע"מ וחברות בנות בבעלותה. בתמורה תשלם חברת הבת של סאנפלאואר כ-8 מיליון ש"ח (אשר מרביתה תחשב כהלוואות בעלים של החברה לחברת הבת) וכן תקצה למוכרות מניות של חברת הבת בשיעור של כ-25% מהון המניות המונפק והנפרע של חברת הבת.
- ביום 12 למרץ 2024 חברת בת של סאנפלאואר השלימה עסקה עם מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ למכירת 101 מתקנים פוטו וולטאיים על גגות בהספק כולל של כ-5 מגה וואט לרבות מלוא הזכויות בקשר אליהם בתמורה לסך של כ-78 מיליון דולר בתוספת מע"מ כדין. עם השלמת העסקה רשמה סאנפלאואר בספריה רווח הון בסך של כ-20 מיליון ש"ח.
- בימים 28 במרץ 2024 ו-25 באפריל 2024 השלימה סאנפלאואר הליך מחזור חוב בחברות הפרויקט בפולין אשר הגדיל את האמצעים הנזילים שלה בכ-60 מיליון ש"ח אשר צפויים לשמש את סאנפלאואר להמשך פיתוח הפרויקטים בטריטוריות השונות בהן היא פעילה.

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

ביאור 5 - עסקאות עם בעלי עניין וצדדים קשורים:

א. עסקאות עם בעלי עניין וצדדים קשורים

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני	
2023	2023	2024	2023	2024
אלפי ש"ח				

-	-	-	-	2,794	תשלום מבוסס מניות - ראו ביאור ד6
31,058	7,500	8,703	15,058	16,763	דמי ניהול לחברת הניהול (*)
6,771	6,771	6,771	6,771	6,771	התחייבות תוספת תמורה סאנפלאואר

(*) יצוין כי חברת הניהול קיבלה מסאנפלאואר, חברה בשליטתה, סך נוסף של 270 אלפי ש"ח בתקופת הדוח ובתקופה המקבילה אשתקד ו- 540 אלפי ש"ח בשנת 2023, בגין כהונת מנכ"ל החברה כיו"ר דירקטוריון סאנפלאואר.

ב. תגמול והטבות לצדדים קשורים ובעלי עניין בגין בעלי עניין המועסקים בחברת הניהול

שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	3 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני		6 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני	
2023	2023	2024	2023	2024
אלפי ש"ח				

3,840	960	960	1,920	1,920	שכר לבעל עניין שמועסק בחברת הניהול
-------	-----	-----	-------	-------	---------------------------------------

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

ביאור 6 - אירועים בתקופת הדוח ולאחריו:

- א. לאירועים בקשר עם השקעות החברה בתקופת הדוח, ראו ביאור ג' לעיל.
- ב. **גירעון בהון החוזר**
ליום 30 ביוני 2024 לחברה קיים גירעון בהון החוזר בסך של כ-116 מיליון ש"ח הנובע מניירות ערך מסחריים של החברה בהיקף של 187.5 מיליון ש"ח שמונפקים לשנה ולפיכך מסווגים בזמן הקצר. מנגד, לחברה קיימות מסגרות אשראי לא מנוצלות מגופים מוסדיים בהיקף של 375 מיליון ש"ח, בתוקף עד אוקטובר 2025. לחברה תזרים מזומנים חיובי מתמשך מפעילות שוטפת שהסתכם בתקופת הדוח בכ-116 מיליון ש"ח. לתאריך הדוח יחס המינוף של החברה עומד על כ-25%. לאור זאת, דירקטוריון החברה בחן את הנזילות של החברה כמפורט להלן וקבע כי אין בגירעון בהון החוזר כאמור בכדי להצביע על בעיית נזילות בחברה. החלטה זו מתבססת על בחינה, בין היתר, של מצבה הפיננסי של החברה לרבות יתרות הנכסים הנזילים של החברה, מסגרות אשראי לא מנוצלות וכן תזרים המזומנים שצפוי שיגיע לחברה תחת תרחישים וניתוחי רגישות שונים בשנתיים הקרובות, לרבות ההיערכות למימוש אופציה בשותפות אגד, וכן בחינה של התחייבויות הקיימות והצפויות של החברה, לרבות התחייבויות החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב של החברה וכלפי תאגידים בנקאיים ומועד פירעון, ובחינת המקורות הקיימים והצפויים לפירעון התחייבויות אלו.
- ג. **עמידה באמות מידה פיננסיות**
להבטחת פירעון האשראי שלוותה החברה מגופים מוסדיים ואגרות החוב שהונפקו על ידה, מחוייבת החברה לאמות מידה פיננסיות מסוימות. ליום 30 ביוני 2024, החברה עומדת בהתחייבויותיה ובאמות המידה הפיננסיות הקבועות בהסכמי ההלוואות ובשטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרה א') שלה.
- ד. **חלוקת דיבידנד**
(1) ביום 15 בינואר 2024 חילקה החברה דיבידנד בסך של 15 מיליון ש"ח.
(2) ביום 27 במרץ 2024 אישר דירקטוריון החברה כי בכוונת החברה לפעול לביצוע שלוש חלוקות דיבידנד נוספות, בכל אחד מהחודשים יולי 2024, אוקטובר 2024 וינואר 2025 בשיעור של כ-1% מההון העצמי של החברה למועד הדוח הכספי שעל פיו תאושר אותה חלוקה, כאשר למועד אישור המדיניות, הסכום הרבעוני עמד על כ-18.5 מיליון ש"ח ובכל מקרה לא פחות מהסכומים המתחייבים ממדיניות חלוקת הדיבידנד הקבועה בתקנון החברה, שתבחן על בסיס שנתי. החברה הדגישה כי אינה מתחייבת לבצע חלוקה בסכומים ובמועדים הנזכרים לעיל, וכי החלוקה (אם וככל שתבוצע), עיתיה וסכומיה יאושרו ויבוצעו רק בכפוף ובהתאם להחלטות דירקטוריון נוספות שתתקבלנה בעתיד, בהתאם להוראות הדין ותקנון החברה, טרם ביצוע כל חלוקה וחלוקה בפועל.
(3) ביום 17 באפריל 2024 חילקה החברה דיבידנד בסך של 18.5 מיליון ש"ח (הדיבידנד הוכרז ביום 27 במרץ 2024).
(4) ביום 18 ביולי 2024 חילקה החברה דיבידנד בסך של 20.5 מיליון ש"ח (הדיבידנד הוכרז ביום 1 ביולי 2024).
- ה. **גיוס הון**
ביום 12 בפברואר 2024, הודיעה החברה כי השלימה גיוס הון בדרך של הנפקה לציבור של 34,556,200 מניות רגילות של החברה ו-17,278,100 כתבי אופציה (סדרה 2) הניתנים למימוש למניות רגילות של החברה כאשר כל כתב אופציה ניתן למימוש למניה רגילה אחת החל מיום רישומם למסחר בבורסה ועד למועד האחרון למימושם ביום 11 בפברואר 2026 (כולל), וזאת כנגד תשלום במזומן של מחיר מימוש בסך של 6.1 ש"ח (לא צמוד), כמפורט בדוח הצעת מדף. לאחר חלוקת הדיבידנד ביולי 2024 מחיר המימוש הינו בסך של 5.85869 ש"ח.
סך תמורת ההנפקה הסתכמה בכ-176 מיליון ש"ח, מתוכה סך התמורה מבעלי השליטה הינה כ-78 מיליון ש"ח. בהתאמה להסכם הניהול של החברה עם חברת הניהול, לפיו במקרה בו תקצה החברה מניות, תקצה החברה לחברת הניהול, ללא כל תמורה נוספת, אופציות הניתנות למימוש למניות של החברה, הקצתה החברה 1,149,648 אופציות לא סחירות לחברת הניהול ו-578,162 אופציות לא סחירות לעובדי חברת הניהול.

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

ביאור 6 - אירועים בתקופת הדוח ולאחריו (המשך)

ו. הסכם מסגרת אשראי – שותפות אגד

ביום 20 ביוני 2024 התקשרה שותפות אגד בהסכם מסגרת אשראי בסכום של עד 1 מיליארד ש"ח עם גופים בנקאיים, לצורך מימון רכישת מניות האופציה המוקנית לבעלי מניות אגד, על פי הסכם לרכישת מניות אגד שנחתם בין שותפות אגד למוכרים בחודש יוני 2022. היקף המסגרת נקבע בהנחה שהאופציה תמומש במלואה (קרי, שותפות אגד תרכוש 40% ממניות אגד), והוא יותאם לשיעור מימוש האופציה בפועל, אך לא יעלה על 55.55% מתמורת רכישת מניות האופציה. בהתאם לשיעור המימוש של האופציות כאמור בסעיף 1.1 לעיל, היקף מסגרת האשראי הניתנת לניצול על ידי שותפות אגד לצורך מימון רכישת מניות האופציה הינה כ- 450 מיליון ש"ח. מסגרת האשראי תעמוד זמינה לשותפות אגד עד ליום 3.2.2025.

שותפות אגד רשאית למשוך מתוך מסגרת האשראי האמורה שלוש הלוואות:

א. הלוואת "בלון" בהיקף של עד כ- 203 מיליון ש"ח, נושאת ריבית משתנה בשיעור ריבית ה"פריים", בתוספת מרווח של 1% - 1.5% לשנה. קרן הלוואה זו תפרע בתשלום אחד ביום 30.6.2030 והריבית בגינה תפרע בתשלומים חצי שנתיים.

ב. שתי הלוואות "שוטפות" בהיקף מצטבר של עד 247 מיליון ש"ח, נושאות לבחירת שותפות אגד: (1) ריבית קבוע, צמודה או לא צמודה בשיעור של אג"ח בסיס, בתוספת מרווח בשיעור של 2.5% - 3%, או (2) ריבית משתנה בשיעור ריבית ה"פריים" בתוספת מרווח בשיעור של 1% - 1.5%. ההלוואות השוטפות תפרענה (קרן וריבית) בתשלומים חצי שנתיים עד לחודש דצמבר 2029.

ההסכם קובע אמות מידה פיננסיות (יחסי DSCR וחוב ל-EBITDA), עליות לפירעון מיידי, התחייבויות ומגבלות, בדומה לאלה הקיימים בהלוואה שהועמדה לשותפות אגד בהסכם המימון הקיים ששימש לרכישת 60% ממניות אגד (להלן- "הסכם המימון הקיים").

לוח הסילוקין של ההלוואות השוטפות, יקבע בסמוך למועד משיכת ההלוואות ממסגרת האשראי ויותאם ללוח הסילוקין של ההלוואות מכוח הסכם המימון הקיים. ההלוואות כוללות מנגנוני "cash sweep" בדומה להסכם המימון הקיים, אליהן נוסף מנגנון "cash sweep" של הלוואות הבלון עד לסכום של 100 מיליון ש"ח (קרן). להבטחת פירעון ההלוואות ויתר התחייבויות שותפות אגד כלפי המלווים יועמדו, בין היתר, הבטחות הבאים: שעבוד ראשון בדרגה וללא הגבלה בסכום על מניות האופציה, על זכויות שותפות אגד מכוח הסכם רכישת מניות אגד בקשר עם מניות האופציה וכן על זכויות שותפות אגד בחשבון הבנק ששבו יועמדו ההלוואות; וכן כתיבת התחייבות ונחיתות מהשותפים המוגבלים בשותפות הרוכשת. בנוסף, השותפות הרוכשת התחייבה לבצע הערכת שווי של אגד אחת לשנה, וככל שיהיה שינוי משמעותי לרעה בשווי אגד ביחס לשווי ביום 30.6.2023, יתבצע ריפוי חלקי של הפער באמצעות העמדת בטוחה כספית או פירעון חלקי של הלוואות מהמסגרת.

ז. הודעות על מימוש אופציות מכר למניות אגד

להודעות על מימוש אופציית המכר ראו ביאור 1.1 לעיל

ח. תביעות משפטיות

1. בהמשך לבקשה לגילוי ולעיון במסמכים לפי סעיף 198א לחוק החברות, על ידי בעל מניות בחברה כנגד החברה וחברת הניהול, בטרם הגשת בקשה לאישור תביעה נגזרת בטענת המבקש כי לחברת הניהול, בעלת שליטה ונושאת משרה בחברה, וכן לבעלי השליטה בחברת הניהול, עניין אישי הן בגיוס הון וחוב של החברה והן בעסקאות השקעה שמבצעת החברה, המבוסס על הסכם הניהול שנכרת בין החברה לבין חברת הניהול, כמפורט בביאור 2.ג.12 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה - ביום 21.4.2024 הגישו המשיבות את התשובה לבקשה. במסגרת התשובה, בין היתר, עמדו המשיבות על כך שלחברת הניהול אין כל עניין אישי באישור השקעות, לרבות עסקאות ההשקעה IPM ואגד. בית המשפט הורה למבקש להגיש תגובה לתשובה לבקשה עד ליום 2.6.2024. דיון קדם משפט בבקשה יתקיים ביום 20.11.2024. נוכח השלב המקדמי בו מצוי ההליך, לא ניתן להעריך בשלב זה את סיכוייו.

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

ביאור 6 - אירועים בתקופת הדוח ולאחריו (המשך)

2. בהמשך לתביעה ובקשה לאישורה כתביעה נגזרת כנגד החברה, חברת הניהול של החברה, בעלי השליטה בחברת הניהול ונושאי משרה ודירקטורים בחברה, על ידי בעלת מניות בחברה, שבמסגרתה הועלו טענות שונות בקשר עם אישור עסקת רכישת מניות סאנפלאואר על ידי החברה, כמפורט בביאור 1.ג.12 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה - ביום 1.4.2023 התקיים דיון הוכחות ונקבעו מועדים להגשת סיכומי הצדדים שמסתיים ב-17.11.2024. נוכח השלב המקדמי בו מצוי ההליך, לא ניתן להעריך בשלב זה את סיכויי הצלחת בקשת האישור והתביעה ואת מידת החשיפה בגינה.
3. בהמשך לתביעה הצהרתית שהגישה ג'י. פי. גלובל פאוור בע"מ ("גלובל") לבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (המחלקה הכלכלית) נגד אלון רבוע כחול ישראל בע"מ וכר אקו אחזקות בע"מ ונגד החברה, כמפורט בביאור 3.ג.12 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה ולבקשה לאישור תובענה כנגזרת, בהתאם לסעיף 198 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, כנגד גלובל והחברה על ידי רבוע כחול וכר אקו, כמפורט בביאור 4.ג.12 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה - ביום 1.5.2024 בית המשפט קיבל, בין היתר, את עמדת החברה וקבע כי יש לעבב את בקשת אישור התביעה הנגזרת עד להכרעה בהליך דנן. נוכח השלב המקדמי בו מצויים ההליכים, לא ניתן להעריך בשלב זה את סיכוייהם.
4. בהמשך לבקשה לאישור תובענה כנגזרת, בהתאם לסעיף 198 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, כנגד גלובל והחברה על ידי רבוע כחול וכר אקו (כמפורט בביאור 4.ג.12 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה ובהמשך לאמור בביאור 3.ה.6 לעיל) - ביהמ"ש קבע כי יש לעבב את בקשת האישור עד להכרעה בהליך דנן. נוכח השלב המקדמי בו מצוי ההליך, לא ניתן להעריך בשלב זה את סיכוייו.
5. בהמשך לתביעה ההצהרתית ובקשה לסעדים זמניים שהגישה עלמא תשתיות קד בע"מ ("עלמא") לבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (המחלקה הכלכלית) כנגד טריפל-מ תחנות כוח בע"מ ("טריפל"), אי.פי.אם. אחזקות בע"מ ("IPMH") החברה ואלון רבוע כחול ישראל בע"מ ("רבוע כחול"); ותביעה ההצהרתית ובקשה לסעדים ארעיים שהגישה רבוע כחול לבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (המחלקה הכלכלית) כנגד טריפל, החברה ועלמא, כמפורט בביאור 5.ג.12 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה - לאחר שבאפריל 2024 הצדדים הגישו הודעה לבית המשפט לפיה לא הושגו ביניהם הבנות שיש בהן כדי לייצר את הדיון בבקשות לסעדים זמניים, ביום 16.7.2024 הגישו הצדדים בקשה משותפת לאישור הסדר דינוי בבקשות לסעדים זמניים, לפיו הדיון שנקבע ליום 17.7.2024 יבוטל ובמקומו כל צד יגיש בכתב את סיכומיו. המועד האחרון שעל החברה להגיש את סיכומיה הינו עד יום 14.11.2024. נוכח השלב המקדמי בו מצוי ההליך, לא ניתן להעריך בשלב זה את סיכויי תביעת עלמא ותביעת הרבוע הכחול. יצוין, כי במסגרת תביעה זו לא התבקשו סעדים כספיים נגד החברה.
6. ביום 1 באוגוסט 2024, נמסר לחברה על ידי אגד כי הוגשה כנגד אגד וכנגד קרן הגמלאות של חברי אגד תביעה ובקשה לאשר תובענה כייצוגית, לבית הדין האזורי בחיפה, בידי בעלי דין, אשר היו חברים באגד או גמלאיה. עניינה של התביעה בהסכם הבראה שנכרת בין אגד למדינה לפני למעלה מ-35 שנה, שבמסגרתו התחייבה אגד, בין היתר, לבצע הפחתת שכר זמנית למשך 4 שנים. לטענת המבקשים ההפחתה הזמנית נמשכה, ללא גילוי מתאים באופן שהותיר כספים בידי אגד וקן הגמלאות שלא כדין. הסעד הכספי המבוקש בתביעה הוא בסך של כ-785 מיליון ש"ח. אגד מסרה לחברה כי היא לומדת את הבקשה, וכי מעיון ראשוני נראה, כי לאגד תשובות טובות כנגד הבקשה, הן במישור הפרוצדורלי והן במישור המהותי. בשל העבודה שהתובעה הוגשה בימים אלו, לא ניתן להעריך את סיכוייה והסיכויים לאישורה כתובענה ייצוגית.
7. בהמשך לתביעה ובקשה לאשרה כתובענה ייצוגית כנגד אגד, אשר הוגשה בידי שלושה בעלי דין אשר היו בשעתו חברים באגד בעודה אגודה שיתופית, כמפורט בביאור 1.ו.7 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה - בית המשפט העליון פסק, בהסכמת הצדדים, כי החלטת בית המשפט המחוזי בדבר מחיקה על הסף של ההליך הנ"ל תבוטל, וההליך יוחזר לבית המשפט המחוזי, על מנת שיקיים דיון מחודש בבקשה לסילוק על הסף בשתי עילות שהוגדרו בפסק הדין.

פרק ג':

דוח רבעוני בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי

לפי תקנה 38ג(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970

ההנהלה, בפיקוח הדירקטוריון של קיסטון אינפרא בע"מ ("התאגיד"), אחראית לקביעתה והתקיימותה של בקרה פנימית נאותה על הדיווח הכספי ועל הגילוי בתאגיד.

לעניין זה, חברי ההנהלה הם:

1. מר נבות בר, מנהל כללי ודירקטור
2. גב' רחל סגל, סמנכ"לית כספים

בקרה פנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי כוללת בקורות ונהלים הקיימים בתאגיד, אשר תוכננו בידי המנהל הכללי ונושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים או תחת פיקוחם, או בידי מי שמבצע בפועל את התפקידים האמורים, בפיקוח דירקטוריון התאגיד, אשר נועדו לספק מידה סבירה של ביטחון בהתייחס למהימנות הדיווח הכספי ולהכנת הדוחות בהתאם להוראות הדין, ולהבטיח כי מידע שהתאגיד נדרש לגלות בדוחות שהוא מפרסם על פי הוראות הדין נאסף, מעובד, מסוכם ומדווח במועד ובמתכונת הקבועים בדין.

הבקרה הפנימית כוללת, בין השאר, בקורות ונהלים שתוכננו להבטיח, כי מידע שהתאגיד נדרש לגלותו כאמור, נצבר ומועבר להנהלת התאגיד, לרבות למנהל הכללי ולסמנכ"ל הכספים (לנושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים) או למי שמבצע בפועל את התפקידים האמורים, וזאת כדי לאפשר קבלת החלטות במועד המתאים, בהתייחס לדרישת הגילוי.

בשל המגבלות המבניות שלה, בקרה פנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי אינה מיועדת לספק ביטחון מוחלט שהצגה מוטעית או השמטת מידע בדוחות תימנע או תתגלה.

בדוח השנתי בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי אשר צורף לדוח התקופתי לתקופה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2023 ("הדוח השנתי בדבר הבקרה הפנימית האחרון"), העריכו הדירקטוריון וההנהלה את הבקרה הפנימית בתאגיד; בהתבסס על הערכה זו, הדירקטוריון והנהלת התאגיד הגיעו למסקנה כי הבקרה הפנימית כאמור, ליום 31 בדצמבר 2023 היא אפקטיבית.

עד למועד הדוח, לא הובא לידיעת הדירקטוריון וההנהלה כל אירוע או עניין שיש בהם כדי לשנות את הערכת האפקטיביות של הבקרה הפנימית, כפי שהובאה במסגרת הדוח השנתי בדבר הבקרה הפנימית האחרון.

למועד הדוח, בהתבסס על הערכת האפקטיביות של הבקרה הפנימית בדוח השנתי בדבר הבקרה הפנימית האחרון, ובהתבסס על מידע שהובא לידיעת ההנהלה והדירקטוריון כאמור לעיל, הבקרה הפנימית היא אפקטיבית.



הצהרת מנהלים

הצהרת מנהל כללי לפי תקנה 38ג(ד)(1)

הצהרת מנהל כללי

אני, נבות בר, מצהיר כי:

- (1) בחנתי את הדוח הכספי ביניים של קיסטון אינפרא בע"מ ("התאגיד") לתקופות של שישה ושלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024 ("הדוחות");
- (2) לפי ידיעתי, הדוחות אינם כוללים כל מצג לא נכון של עובדה מהותית ולא חסר בהם מצג של עובדה מהותית הנחוץ כדי שהמצגים שנכללו בהם, לאור הנסיבות שבהן נכללו אותם מצגים, לא יהיו מטעים בהתייחס לתקופת הדוחות;
- (3) לפי ידיעתי, הדוחות הכספיים ומידע כספי אחר הכלול בדוחות משקפים באופן נאות, מכל הבחינות המהותיות, את המצב הכספי, תוצאות הפעולות ותזרימי המזומנים של התאגיד לתאריכים ולתקופות שאליהם מתייחסים הדוחות;
- (4) גיליתי לרואה החשבון המבקר של התאגיד, לדירקטוריון ולוועדות הביקורת של דירקטוריון התאגיד, בהתבסס על הערכתי העדכנית ביותר לגבי הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי:
- (א) את כל הליקויים המשמעותיים והחולשות המהותיות בקביעתה או בהפעלתה של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי העלולים באופן סביר להשפיע לרעה על יכולתו של התאגיד לאסוף, לעבד, לסכם או לדווח על מידע כספי באופן שיש בו להטיל ספק במהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין; וכן-
- (ב) כל תרמית, בין מהותית ובין שאינה מהותית, שבה מעורב המנהל הכללי או מי שכפוף לו במישרין או מעורבים עובדים אחרים שיש להם תפקיד משמעותי בבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי;
- (5) אני, לבד או יחד עם אחרים בתאגיד:
- (א) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם של בקרות ונהלים תחת פיקוחי, המיועדים להבטיח שמידע מהותי המתייחס לתאגיד, מובא לידיעתי על ידי אחרים בתאגיד, בפרט במהלך תקופת ההכנה של הדוחות; וכן-
- (ב) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם של בקרות ונהלים תחת פיקוחי, המיועדים להבטיח באופן סביר את מהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין, לרבות בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים;
- (ג) לא הובא לידיעתי כל אירוע או עניין שחל במהלך התקופה שבין מועד הדוח האחרון (רבעוני או תקופתי, לפי העניין) לבין מועד דוח זה, אשר יש בו כדי לשנות את מסקנת הדירקטוריון וההנהלה בנוגע לאפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי של התאגיד.

אין באמור לעיל כדי לגרוע מאחריותי או מאחריות כל אדם אחר, על פי כל דין.

27 באוגוסט, 2024

תאריך

נבות בר,
מנהל כללי
ודירקטור



הצהרת מנהלים

הצהרת מנהל כללי לפי תקנה 38ג(ד)(2):

הצהרת נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים

אני, רחל סגל, מצהירה כי:

- (1) בחנתי את הדוחות הכספיים ביניים ואת המידע הכספי האחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים של קיסטון אינפרא בע"מ ("התאגיד") לתקופה של שישה ושלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024 ("הדוחות" או "הדוחות לתקופת הביניים");
- (2) לפי ידיעתי, הדוחות הכספיים ביניים והמידע הכספי האחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים אינם כוללים כל מצג לא נכון של עובדה מהותית ולא חסר בהם מצג של עובדה מהותית הנחוץ כדי שהמצגים שנכללו בהם, לאור הנסיבות שבהן נכללו אותם מצגים, לא יהיו מטעים בהתייחס לתקופת הדוחות;
- (3) לפי ידיעתי, הדוחות הכספיים ביניים והמידע הכספי האחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים משקפים באופן נאות, מכל הבחינות המהותיות, את המצב הכספי, תוצאות הפעולות ותזרימי המזומנים של התאגיד לתאריכים ולתקופות שאליהם מתייחסים הדוחות;
- (4) גיליתי לרואה החשבון המבקר של התאגיד, לדירקטוריון ולוועדות הביקורת של התאגיד, בהתבסס על הערכתי העדכנית ביותר לגבי הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי:
- (א) את כל הליקויים המשמעותיים והחולשות המהותיות בקביעתה או בהפעלתה של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי ככל שהיא מתייחסת לדוחות הכספיים ביניים ולמידע הכספי האחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים, העלולים באופן סביר להשפיע לרעה על יכולתו של התאגיד לאסוף, לעבד, לסכם או לדווח על מידע כספי באופן שיש בו להטיל ספק במהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין; וכן-
- (ב) כל תרמית, בין מהותית ובין שאינה מהותית, שבה מעורב המנהל הכללי או מי שכפוף לו במישרין או מעורבים עובדים אחרים שיש להם תפקיד משמעותי בבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי;
- (5) אני, לבד או יחד עם אחרים בתאגיד:
- (א) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם של בקרות ונהלים תחת פיקוחי, המיועדים להבטיח שמידע מהותי המתייחס לתאגיד, מובא לידיעתי על ידי אחרים בתאגיד, בפרט במהלך תקופת ההכנה של הדוחות; וכן-
- (ב) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם של בקרות ונהלים תחת פיקוחנו, המיועדים להבטיח באופן סביר את מהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין, לרבות בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים;
- (ג) לא הובא לידיעתי כל אירוע או עניין שחל במהלך התקופה שבין מועד הדוח האחרון (רבעוני או תקופתי, לפי העניין) לבין מועד דוח זה, המתייחס לדוחות הכספיים ביניים ולכל מידע כספי אחר הכלול בדוחות לתקופת הביניים, אשר יש בו כדי לשנות, להערכתי את מסקנת הדירקטוריון וההנהלה בנוגע לאפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי של התאגיד.

אין באמור לעיל כדי לגרוע מאחריותי או מאחריות כל אדם אחר, על פי כל דין.

27 באוגוסט, 2024

תאריך

רחל סגל,
סמנ"כלית כספים

