



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

## בחינת הצורך בירידת ערך פרויקט סולארי ליום 31 בדצמבר, 2023

תיגי בע"מ



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

31 מרץ, 2024

אסף סיריציאנו, סמנכ"ל כספים

תיגי בע"מ

מר סיריציאנו הנכבד,

חברת פולברניס ברקת בן יהודה בע"מ, לשעבר : דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ, (להלן - **"מעריך השווי"**) נתבקשה על ידי תיגי בע"מ (להלן - **"תיגי"**) לבחון את הצורך בהכרה מהפסד ירידת ערך פרויקט סולארי (להלן - **"הפרויקט/יחידה מניבת מזומנים"**) המופעל דרך חברה ייעודית Solid America Energy Services LLC (להלן - **"חברת הפרויקט"**) ליום 31 בדצמבר, 2023 (להלן - **"מועד הערכת השווי"**).

חוות דעת זו מיועדת לצרכי עריכת דוחות כספיים והיא נערכה בהתאם לכללים ולהנחיות שנקבעו בתקן חשבונאות בינלאומי IAS 36, "ירידת ערך נכסים". לצורך חוות דעתנו הסתמכנו על נתונים פיננסיים הקשורים לפרויקט וכן על מידע שהתקבל מהנהלת תיגי, באשר לתחזיות תזרימי מזומנים ואומדנים נוספים אחרים.

מטרת חוות הדעת, המובאת להלן, הינה לבחון האם נדרש להכיר בהפסד מירידת ערך הפרויקט, דהיינו, האם סכום בר ההשבה של יחידה מניבת המזומנים קטן מערכה בספרים.

חוות דעת זו נערכה על מנת לסייע להנהלת תיגי בבחינת הצורך בהכרה בהפסד מירידת ערך של הפרויקט, כאמור לעיל, לצורך הדיווח הכספי בספרי תיגי ולמטרה זו בלבד. לפיכך, חוות דעת זו לא תשמש למטרות אחרות ולא תופץ לגוף שלישי (למעט, הגופים המוזכרים להלן) וכן צד שלישי לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורינו מראש ובכתב. אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים ו/או בפרסומים של החברה לציבור, לרבות דיווחים תקופתיים ומיידיים ותשקיפים על פי חוק ניירות ערך והתקנות על פיו. כמו כן, אנו מסכימים, כי חוות דעת זו תימסר ו/או תאוזכר בפני רשויות המוסמכות על פי החוק.

חוות דעתנו התבססה על עיון בנתונים פיננסיים היסטוריים, עריכת בירורים עם האחראים לעניינים הכספיים והחשבונאיים ועל תחזיות שהתקבלו מהנהלת תיגי באמצעות דיונים, אשר ערכנו עם עובדים בכירים ונושאי משרה אחרים בחברה בהתבסס על מיטב ידיעתם וניסיונם. התחזיות, כוללות נתונים ומסתמכות על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים, אולם לא ביצענו כל בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה על מנת לאמת את הנתונים, כאמור.

ככלל, התחזיות מתייחסות למאורעות עתידיים ומתבססות על הנחות סבירות למועד עריכת חוות הדעת. הנחות אלו עשויות להשתנות לאורך תקופת התחזית, ועל כן תחזיות, אשר נערכו ליום הבדיקה, עשויות להיבדל מהתוצאות הפיננסיות בפועל או/ו מתחזיות שתעשינה במועד מאוחר



**Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

יותר. על כן לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים. אין אנו מחוויים דעה באשר להתאמת התחזיות שנערכו לתוצאות הפיננסיות שתתקבלנה בפועל.

ככל הערכת שווי כלכלית, אף הערכה זו התבססה על המידע האמור. שינויים במידע זה, או מידע נוסף, עשויים להשפיע, על תוצאות חוות הדעת. לפיכך, אין לראות בחוות דעתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או דיוקם של נתונים אלו, אלא הערכה כלכלית המבוססת על מודלים כלכליים כמפורט בגוף חוות הדעת להלן.

בחינת הצורך בירידת ערך הפרויקט שלהלן מתייחסת למכלול הפרמטרים הכלכליים הקשורים בקביעת סכום בר ההשבה של הפרויקט בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה במכשיר פיננסי כלשהוא.

מוסכם בין מעריך השווי לתיגי כי למעט במקרים בהם ייקבע על ידי בית המשפט שמעריך השווי פעל ברשלנות רבתי או בזדון, לא יישא מעריך השווי בכל אחריות כלפי תיגי או לחילופין כלפי צד שלישי. תיגי מתחייבת לשפות את מעריך השווי בקשר עם כל פיצוי, אשר עולה על פי שלוש מגובה שכר הטרחה שישולם ע"י תיגי למעריך השווי בגין חוות הדעת, בו יהיה חייב מעריך השווי כלפי צד שלישי בקשר עם חוות הדעת, לרבות, בכל ההוצאות שתידרשנה עבור ייצוג משפטי לרבות יעוץ וחוות דעת מומחים. הוצאות אלו תועברנה למעריך השווי תוך 30 יום מהרגע שהודיע עליהן מעריך השווי לתיגי.

הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות תיגי ו/או חברת הפרויקט, בעלי מניותיהן או צדדים קשורים להן, כמוגדר בדין או בפסיקה ולא מתקיימת בנו כל תלות או זיקה אליהן או לצדדים קשורים אליהן כהגדרתם בחוק החברות.

אנו מעריכים את ההזדמנות לסייע לכם לבחון את הצורך בהכרה מהפסד ירידת ערך הפרויקט במידה שדרושות לכם הבהרות בנוגע לכל אחד מהנושאים הכלולים בחוות דעתנו, או כל מידע נוסף, נשמח להרחיבה במידה שתידרש לכם.

**ריכוז ממצאים (אלפי דולר):**

ריכוז ממצאים	
סכום בר השבה	1,762
ערך בספרים	1,483
הפחתה מדרשת	-



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

### מידע אודות המומחים

**פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ** (לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ) מתמחה במתן שירותי ייעוץ כלכלי והערכות שווי בלתי תלויות לחברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים. חוות הדעת הכלכליות מבוצעות ע"י צוות מומחים הכולל רואי חשבון וכלכלנים.

מאז הקמתה (בשנת 1998), ביצעה החברה מגוון רחב של עבודות בלתי-תלויות עבור למעלה מ-200 חברות ציבוריות הנסחרות בארץ, בארה"ב ובאירופה, לצד מאות חברות פרטיות ולקוחות פרטיים.

ניסיונו הרב כולל עריכת חוות דעת כלכליות למטרות מגוונות, ביניהן: צרכים חשבונאיים (דיווחים כספיים בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והאמריקאית), צרכי מס, חוות דעת משפטיות וכן חוות דעת כלכליות הנדרשות בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, בדיקות נאותות, בדיקות כדאיות, גיוס הון, הנפקה לציבור ועוד.

פולברניס ברקת בן-יהודה שמה דגש על מקצועיות, מהימנות ותודעת שירות גבוהה.

### רו"ח שי פולברניס - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. מחזיק רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- רו"ח פולברניס מנהל משנת 2007 את פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ. ניסיונו הרב כולל מגוון רחב של חוות דעת כלכליות, בלתי תלויות, עבור למעלה מ-200 חברות ציבוריות ומאות חברות פרטיות, בישראל ובחו"ל, כגון: הערכות שווי חברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין וכד'), מכשירים פיננסיים, נגזרים משובצים ועסקאות מורכבות.
- התמחותו וניסיונו של רו"ח פולברניס נדרשים ומסייעים בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, גיוס הון, הנפקה לציבור, דיווח כספי בהתאם לכללי בינלאומית ואמריקאית.
- רו"ח פולברניס עבד מספר שנים בתחום הביקורת, בתחום הייעוץ הכלכלי ובמחלקת מיזוגים ורכישות במשרד רו"ח קסלמן את קסלמן (PricewaterhouseCoopers), ובמהלכן היה שותף בליווי עסקאות משמעותיות במשק הישראלי.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

#### רו"ח ערן ברקת - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. מחזיק רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- רו"ח ברקת מכהן משנת 2007 כמנהל בכיר בפולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ. ניסיונו הרב כולל מגוון רחב של חוות דעת כלכליות, בלתי תלויות, עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות ומאות חברות פרטיות, בישראל ובחו"ל, כגון: הערכות שווי חברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין וכד'), מכשירים פיננסיים, נגזרים משובצים ועסקאות מורכבות.
- התמחותו וניסיונו של רו"ח ברקת נדרשים ומסייעים בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, גיוס הון, הנפקה לציבור, דיווח כספי בהתאם לכללי בינלאומית ואמריקאית (IFRS; US-GAAP).
- רו"ח ברקת עבד מס' שנים בפירמת החשבונאות הבינלאומית Ernst&Young (E&Y) כמנהל בתחום ביקורת, במהלכן שימש כמנכ"ל בניהול תיקי ביקורת של חברות ציבוריות מהגדולות והמובילות במשק הישראלי וביצע, בין היתר, בדיקות נאותות בתחום המיזוגים והרכישות.

בכבוד רב,  
שי פולברניס, רואה חשבון



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

## תוכן עניינים

7	1. רקע
9	2. מתודולוגיה
12	3. תמצית הערכת שווי השימוש
17	4. ריכוז ממצאים



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

## 1. רקע

ביום 14 ביולי 2022 חתמה תיגי על הסכם לפיו הוקצו לה 55% מהזכויות בחברת Solid America Energy Services LLC (להלן - "**חברת הפרויקט**"), שהייתה עד כה בבעלות מלאה של חברת SOLID Solar Energy Systems GmbH (להלן - "**סוליד**"), תאגיד אוסטרי בעל ניסיון רב באספקה והתקנה של מערכות חום ברחבי העולם, בתמורה לסך 560 אלף דולר, ששולמו לחברת הפרויקט. חברת הפרויקט הינו תאגיד SPC שעיסוקו הבלעדי בשלב זה הוא הקמת הפרויקט.

חברת הפרויקט הקימה מערכת לייצור חום תעשייתי באנרגיה סולארית משדה קולטי שמש בשטח של כ- 3,900 מ"ר אשר החלה לפעול במהלך חודש מאי, 2023 (להלן - "**הפרויקט/יחידה מניבת המזומנים**"). המודל העסקי של הפרויקט הינו מכירת אנרגיית חום שהמערכת תייצר (המערכת מחליפה שימוש בגז טבעי).

המערכת הותקנה בחצרי תאגיד גלובלי העוסק בייצור אריזות (להלן - "**הלקוח**"), במדינת קליפורניה ארה"ב. תקופת ההסכם עם הלקוח הינה ל- 10 שנים (להלן - "**תקופת הפרויקט**") עם אופציה להארכה ב- 10 שנים נוספות בהסכמת הצדדים (להלן - "**אופציה להארכה**"), וכולל התחייבות לרכישת כמות מינימלית של אנרגיית חום ניהול הקמת המערכת ואחזקתה יבוצעו על ידי סוליד כקבלן משנה של חברת הפרויקט.

מימון הפרויקט נעשה באמצעות ההון שהזרימה תיגי לחברת הפרויקט בסך של 560 אלף דולר וכן באמצעות הלוואת בעלים בסך של 1,800 אלפי דולר (להלן - "**הלוואת הבעלים**") שהעניקה תיגי לחברת הפרויקט. בהתאם להסכמים שבין הצדדים נקבע מנגנון של קדימות להחזר הלוואת הבעלים וההון שהשקיעה תיגי בחברת הפרויקט. הלוואת הבעלים הוחזרה במלואה לתיגי ביולי 2023.

הפרויקט נכלל במסגרת תוכנית California Solar Initiative (להלן - "**CSI**"), לפיו הלקוח זכאי לקבל ממדינת קליפורניה מענק בסכום כולל של עד 2.58 מיליון דולר, אשר יועבר במלואו לחברת הפרויקט ובלבד שיעמוד בתנאים הכוללים עמידה ביעדים בלוחות זמנים שהוגדרו.

### הסכם למכירת המערכת וחכירתו מחדש

חברת הפרויקט זכאית לזיכוי מס פדרלי בגובה של 30% מעלות המערכת (40% בכפוף לעמידה בתנאים רגולטורים נדרשים). ביום 21 במאי, 2023, נחתם הסכם מחייב בין חברת הפרויקט לבין Key Equipment Finance (להלן - "**המוסד הפיננסי**") לפיו חברת הפרויקט תמכור למוסד הפיננסי את המערכת הסולארית לייצור חום בקליפורניה שהקימה בתמורה לכ- 5 מיליון דולר (להלן - "**התמורה**") ומיד לאחר מכן חברת הפרויקט תחכור את המערכת מהמוסד הפיננסי למשך 63 חודשים (להלן - "**תקופת החכירה**"). בחלוף תקופת החכירה, חברת הפרויקט תוכל לבחור באחת משתי האופציות המנויות להלן:



**Pulverniss Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

1. לרכוש את המערכת מהמוסד הפיננסי תמורת מחיר השוק של המערכת באותה העת או לשלם 12% מהתמורה, כגבוה מביניהם.
  2. להאריך את תקופת החכירה ב- 36 חודשים נוספים, בעלות כוללת של כ- 0.5 מיליון דולר.
- בהתאם להנהלת תיגי, חוות הדעת נאמדה על בסיס הערכה של הנהלת תיגי כי בחלוף תקופת החכירה חברת הפרויקט תרכוש את המערכת בחזרה מהמוסד הפיננסי.





## 2. מתודולוגיה

תקן חשבונאות בינלאומי, IAS 36 (להלן - "התקן") קובע נהלים שעל ישות ליישם כדי להבטיח שנכסיה לא יוצגו בסכום, העולה על הסכום בר ההשבה שלהם. נכס (או יחידה מניבת מזומנים) מוצג בסכום, הגבוה מסכום בר ההשבה שלו, כאשר ערכו בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו. במקרה זה חלה ירידת ערך והתקן דורש מהישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

התקן מגדיר סכום בר השבה כגבוה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס או יחידה מניבת מזומנים, לבין שווי השימוש בהם. דהיינו, במקרה בו השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה או שווי השימוש או שניהם, גבוהים מהערך הפנקסני, לא נדרשת הישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה נאמד בהתאם למדרג המצוין ב- IFRS 13, להלן בסדר יורד:

✓ נתוני רמה 1 - מחירי שוק מצוטטים אשר ניתנים לצפייה בשוק פעיל (מחיר ני"ע, נגזר פיננסי וכיו"ב).

✓ נתוני רמה 2 - מחירי שוק שאינם מצוטטים אשר ניתנים לצפייה (במישרין או בעקיפין) בשוק פעיל (מחירים מצוטטים לפריטים דומים בשוק פעיל, מחירים מצוטטים זהים דומים בשוק לא פעיל וכיו"ב).

✓ נתוני רמה 3 - נתונים אשר אינם ניתנים לצפייה - טכניקות הערכה והערכות שווי.

**אמידת שווי השימוש** של נכס או יחידה מניבת מזומנים כוללת את השלבים הבאים:

✓ זיהוי המרכיבים אשר ישתקפו בחישוב שווי השימוש בנכס:

- אומדן של תזרימי המזומנים העתידיים שהישות מצפה להפיק מהנכס;
- תחזיות לגבי שינויים אפשריים בסכום או בעיתוי של תזרימי מזומנים אלה;
- ערך הזמן של הכסף, המיוצג ע"י שיעור שוק שוטף של ריבית חסרת סיכון;
- המחיר לנשיאת אי וודאות, שטבועה בנכס; וכן
- גורמים אחרים, כגון היעדר נזילות, אי סחירות ואי גודל אשר ישתקפו בתמחור תזרימי המזומנים שהישות מצפה להפיק מהנכס.

✓ אומדן של תזרימי המזומנים העתידיים, הן החיוביים והן השליליים, שינבעו משימוש מתמשך בנכס וממימושו הסופי; וכן

✓ יישום שיעור ניכיון (מחיר ההון) מתאים לתזרימי מזומנים עתידיים אלו.



### בסיס לאומדן ומדידת תזרימי המזומנים:

✓ בסיס תחזיות תזרימי המזומנים על הנחות סבירות ומבוססות, המייצגות את האומדן הטוב ביותר של ההנהלה לגבי התחום של התנאים הכלכליים, שישררו במהלך יתרת אורך החיים השימושיים של הנכס.

✓ בסיס תחזיות תזרימי המזומנים על תקציבים/תחזיות כספיים, העדכניים ביותר, שאושרו ע"י ההנהלה. אמידת תחזיות תזרימי מזומנים לתקופה שמעבר לתקופה, המכוסה ע"י התקציבים/תחזיות העדכניות ביותר, על ידי אקסטרפולציה של אותן תחזיות, תוך שימוש בשיעור צמיחה קבוע או יורד לשנים שלאחר מכן, אשר לא יעלה על שיעור הצמיחה הממוצע לזמן ארוך בענף, במדינה, בשוק בו פועלת החברה.

✓ אומדנים של תזרימי המזומנים העתידיים לא יכללו:

- תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים מפעילות מימון;
- תשלומי או תקבולי מיסים על הכנסה;
- אומדן תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים החזויים לנבוע משינויים מבניים עתידיים או מהגדלה או שיפור של ביצועי הנכס/יחידה מניבת המזומנים.

לשם היוון תזרים המזומנים העתידיים למועד בחינת הצורך בירידת ערך הנכסים, יש לקבוע את מחיר ההון המשקף הערכות שוק שוטפות של ערך הזמן של הכסף וכן את הסיכונים הספציפיים של הנכס או הפעילות הנבחנת, אשר בגינם לא הותאמו האומדנים של תזרימי המזומנים העתידיים. מחיר ההון מחושב באמצעות מודל - **Weighted Average Cost Of Capital (WACC)**, דהיינו, ממוצע משוקלל של מקורות המימון אשר נקבע להלן:

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

כאשר:

E - הינו ההון העצמי במונחי שווי שוק.

D - הינו שווי השוק של החוב.

$(D+E) = V$  - שווי השוק של כלל מקורות המימון של החברה.

$K_e$  - הינו שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי מניות ברמת סיכון דומה.

K - הינו מחיר החוב, הנקבע על ידי ממוצע משוקלל של מקורות החוב הפיננסיים של החברה.

T - שיעור המס הסטטוטורי לטווח ארוך שחל על החברה.

שיעור התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + P$$

$R_f$  - הינו שיעור הריבית חסרת הסיכון.

$\beta$  - מקדם הסיכון היחסי. מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו. הביטא הינה המדד לסיכון "הסיסטמטי" של החברה.

כאשר מקדם זה גדול מ-1, לעסק רגישות גבוהה לשינויים במצב השוק (קרי, במקרה של מיתון יושפע הענף לרעה יותר מענפים אחרים, ובמקרה של שגשוג יושפע הענף לטובה יותר מענפים אחרים), וכפועל יוצא, שווי העסק רגיש יותר מהממוצע לשינויים במצב השוק.

$(R_m - R_f)$  - הינה פרמיית הסיכון הממוצעת, פרמיה זו נקבעת כהפרש בין תשואת השוק לבין הריבית הריאלית חסרת הסיכון.

$P$  - שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר סחירות וגודל.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

### 3. תמצית הערכת שווי השימוש

#### 3.1. שווי השימוש של הפרויקט בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים

כאמור בפרק 1, תקופת ההתקשרות עם הלקוח הינה 10 שנים (עם אופציה להארכה ב- 10 שנים נוספות, בהסכמת שני הצדדים), על כן שווי השימוש של הפרויקט מבוסס על תחזית הכנסות והוצאות עתידיות לאורך תקופת ההתקשרות.

הטבלה שלהלן מציגה את שווי השימוש של הפרויקט בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים (אלפי דולר):

1-5/2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	
28	66	64	63	62	61	59	58	57	56	הכנסות ממכירת יחידות חום ללקוח
-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,523	תמריצים ממדינת קליפורניה - CSI
28	66	64	63	62	61	59	58	57	1,579	ס"כ הכנסות
(24)	(23)	(23)	(23)	(22)	(22)	(21)	(21)	(20)	(20)	עלויות תפעול
4	42	41	41	40	39	38	37	37	1,559	רווח תפעולי
4	42	41	41	40	39	38	37	37	1,559	הוצאות מס
2	20	22	23	25	26	28	30	32	1,493	תזרים מזומנים, נטו
										תזרים מהוון
									59	ערך נרטי
									1,762	שווי חברת הפרויקט נכון ליום 31 בדצמבר, 2023



## הנחות עבודה עיקריות

### הכנסות

כאמור בסעיף 1 לעיל, תקופת ההתקשרות בין חברת הפרויקט ללקוח הנה 10 שנים. הכנסות הפרויקט נובעות ממספר מקורות, כמפורט להלן:

#### הכנסות ממכירת יחידות חום ללקוח

במסגרת ההסכם בין חברת הפרויקט ללקוח נקבע כי חברת הפרויקט תקים מערכת המבוססת על שדה קולטי שמש בשטח של כ- 3,900 מ"ר לייצור חום תעשייתי באנרגיה סולארית. המערכת צפויה להקטין את השימוש בגז טבעי במפעל של הלקוח ובהתאם להנהלת תיגי המערכת נכנסה להפעלה במהלך חודש מאי, 2023.

במסגרת ההסכם נקבע כי הלקוח ישלם לחברת הפרויקט סך של כ- 0.354 דולר לכל יחידת חום, מחצית מסכום זה צמוד למדד המחירים לצרכן של ארה"ב ומחציתו השנייה של הסכום צמוד למחירי הגז. המחיר הצמוד נכון למועד הערכת השווי הינו כ- 0.393 דולר ליחידת חום.

בהתאם להנהלת תיגי, כמות יחידות החום שתספק חברת הפרויקטים ללקוח הינה כ- 142,454 יחידות חום לשנה. הטבלה להלן מתארת את כמות יחידות החום אשר יסופקו ללקוח לפי חודשים:

חודשים	יחידות חום
ינואר	4,135
פברואר	6,052
מרץ	10,648
אפריל	12,184
מאי	14,096
יוני	22,133
יולי	23,852
אוגוסט	21,717
ספטמבר	12,621
אוקטובר	6,608
נובמבר	4,376
דצמבר	4,031
<b>סה"כ</b>	<b>142,454</b>

יחידות החום אשר צפויות להימכר בכל חודש נאמדו בהתאם להנהלת תיגי, זאת בהתבסס על נתוני המכירה בפועל בחודשים יוני-דצמבר, 2023, ובחודשים ינואר-פברואר, 2024, יתר יחידות החום אשר צפויות להימכר הינן אומדן של הנהלת תיגי (חודשים מרץ, אפריל ומאי).



**Pulvernis Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

הכנסות ממכירת יחידות חום ללקוח בשנת 2024 נאמדו בהתאם לתקציב הנהלת תיגי בסך של כ- 56 אלפי דולר, זאת בהתאם לכמות יחידות החום אשר צפויה להימכר ובהתאם למחיר ליחידת חום (קרי, 0.393 דולר ליחידת חום נכון למועד הערכת השווי). החל משנת 2025 ואילך, הכנסות ממכירת יחידות חום ללקוח נאמדו בשיעור צמיחה של 2% לשנה.

#### הכנסות CSI

הפרויקט נכלל במסגרת תכנית California Solar Initiative לפיה הלקוח זכאי לקבל ממדינת קליפורניה מענק בסכום כולל של עד 2,580 אלפי דולר בגין חסכון בגז טבעי, אשר יועבר במלואו לחברת הפרויקט. הזכאות למענק מוענקת רק לאחר עמידה ביעדים המבטאים הפחתת פליטות גזי חממה בזמנים שהוגדרו (עד לאוגוסט 2024).

בהתאם לנמסר מהנהלת תיגי, נכון למועד הערכת השווי חברת הפרויקט קיבלה סכום בסך של כ- 1,057 אלפי דולר, כך שהסכום המקסימלי שנותר לקבל הינו 1,523 אלפי דולר (עד לתקרה של 2,580 אלפי דולר).

הכנסות CSI בשנת 2024 בהתאם לכמות יחידות חום הצפויות להימכר ללקוח (ראה לעיל) מוכפלות במחיר ליחידת חום שצפויה המדינה לשלם ללקוח, קרי 12.32 דולר (בשקלול מקדם נצילות), צפויות להסתכם בכ- 1,599 אלפי דולר. בחוות דעתנו, הכנסות CSI בשנת 2024 נאמדו בסך של כ- 1,523 אלפי דולר, בכפוף לתקרה לעיל.

#### **הוצאות**

עלויות התפעול כוללות עלויות החזקה ותפעול וכן עלויות אדמיניסטרציה. בהתאם להסכם שנחתם בין חברת הפרויקט לסוליד, עלויות התפעול הינן בסך של 20 אלף דולר לשנה. החל משנת 2025 ואילך, עלויות התפעול נאמדו בשיעור צמיחה של 2% לשנה.

#### **מיסים על הכנסה**

הנהלת תיגי מסרה כי חברת הפרויקט אינה צפויה לשלם מס על הפרויקט במהלך תקופת הפרויקט (10 שנים מתחילת הפעלת הפרויקט), שכן לא צפוי רווח בגינו. משכך, לא לקחנו בחישובנו בתזרים הוצאות מס.

נציין כי הרווח התפעולי המוצג בתזרים לעיל הינו לפני הוצאות פחת לצרכי מס. בהתאם להנהלת תיגי, חברת הפרויקט לא צפויה לשלם מס על הפרויקט כלל במהלך תקופת הפרויקט בשל קיזוז הוצאות פחת.

הנהלת תיגי מסרה כי במהלך תקופת הארכה (לאחר 10 שנים ממועד הפעלת הפרויקט), חברת הפרויקט צפויה להתחיל לשלם מיסים שכן הוצאות הפחת לצרכי מס יופחתו במלואן וכי בתקופה זו חברת הפרויקט צפויה להיות מחויבת במס על הרווחים הצפויים לנבוע מהפרויקט. שיעור המס אשר יחול על חברת הפרויקט הינו 29.84%.



## ערך גרט

כאמור לעיל, במסגרת ההסכם בין חברת הפרויקט ללקוח, נקבע כי ללקוח קיימת אופציה להארכת תקופת ההתקשרות בעשר שנים נוספות. הנהלת החברה מסרה כי ישנה סבירות גבוהה להארכת החוזה, זאת מכיוון שהפרויקט בעל כדאיות גבוהה ללקוח. הערך גרט, כפי שחושב בתזרים, הינו תזרים המזומנים המהווה בגין תקופת האופציה בניכוי הוצאות מס, מוכפל בשיעור של 60% (מטעמי שמרנות), קרי 59 אלפי דולר.

## מחיר ההון

מחיר ההון נקבע בהתאם למודל ה- **Weighted Average Cost Of Capital**, (להלן - "WACC"), דהיינו, ממוצע משוקלל של מקורות המימון אשר נקבע כמפורט להלן:

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

כאשר:

**D/V** - הינו היחס המייצג בין השווי הכלכלי של החוב לבין סך מקורות המימון של החברה. שיעור המינוף של הפרויקט לטווח הארוך נאמד בהתבסס על ממוצע רמת המינוף של ארבע חברות בעלות תחום פעילות דומה לחברת הפרויקט. להלן המדגם:

D/V	חברה
71.92%	Canadian Solar Inc. (CSIQ)
52.63%	Enlight Renewable Energy Ltd (ENLT.TA)
40.07%	Energix - Renewable Energies Ltd (ENRG.TA)
55.24%	Doral Group Renewable Energy Resources Ltd (DORL.TA)
<b>54.97%</b>	<b>ממוצע</b>

רמת המינוף אשר שימשה אותנו בחישובינו הינה **54.97%**.

$(D+E) = V$  - שווי השוק של כלל מקורות המימון של החברה.

**Kd** - בהתאם לנמסר מהנהלת תיגי, מחיר החוב של הפרויקט לטווח הארוך נאמד בכ- **7.5%**.

**T** - שיעור המס לטווח ארוך שחל על חברת הפרויקט. שיעור המס הסטטוטורי הינו **29.84%**. כאמור לעיל, בהתאם להנחת הנהלת תיגי, הפרויקט הינו פרויקט מפסיד ועל כן, לחברת הפרויקט אין מגן מס אפקטיבי על הוצאות המימון שעתידות לנבוע מההון הזר. לאור האמור לעיל, שיעור המס שנלקח באמידת שיעור ההיוון הינו אפס.

**Ke** - הינו שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי מניות ברמת סיכון דומה.

שיעור התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + P$$



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

**כאשר :**

**Rf** - שיעור הריבית הנומינלית חסרת סיכון נאמד בכ- **4.81%**, בהתבסס על התשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות של ממשלת ארה"ב בעלות מח"מ הדומה למח"מ הפרויקט.

**βu** - ה-β הלא ממונפת משקפת את תשואת המניה ביחס לתשואת השוק ומחושבת באופן דומה לביטא הממונפת בנטרול השפעת ההון הזר והמס, על תשואת המניה ביחס לתשואת השוק,

כאמור לעיל. ה-β הלא ממונפת נאמדה בהתבסס על מדגם של מספר חברות הפועלות בשוק זה ובעלות מאפייני סיכון דומים לפעילות החברה.

להלן הביטא הלא ממונפת של מדגם החברות :

חברה	βu
Canadian Solar Inc. (CSIQ)	0.43
Enlight Renewable Energy Ltd (ENLT.TA)	0.58
Energix - Renewable Energies Ltd (ENRG.TA)	0.67
Doral Group Renewable Energy Resources Ltd (DORL.TA)	0.70
<b>ממוצע</b>	<b>0.59</b>

**β Implied** - בחישוב ה-β המשתמעת (Implied Leveraged Beta), יש להוסיף ל-βu הממוצעת של חברות המדגם, את השפעת המינוף והמס הספציפיים של חברת הפרויקט. להלן המשוואה באמצעותה נטרלנו את השפעת ההון הזר :

$$\beta I = \beta u * (D/E * (1-T) + 1)$$

ה-βi (ביטא משתמעת) של החברה הינה **1.32**.

**Rm-Rf** - פרמיית הסיכון נאמדה בכ- **4.6%**, בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק בארה"ב.

בהתאם לפרמטרים אלו, מחיר ההון הינו **9.02%** כמפורט בטבלה הבאה :

פרמטר	שיעור שנקח בחוות הדעת	פירוט / הסבר
βu	0.59	ממוצע בהתבסס על מדגם החברות
B implied	1.32	הביטא המשתמעת
Rf	4.81%	תשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב לטווח ארוך
(Rm-Rf)	4.60%	פרמיית הסיכון המאפיינת את השוק בארה"ב
<b>Ke</b>	<b>10.87%</b>	
Kd	7.50%	מחיר החוב של החברה לטווח הארוך
D/V	54.97%	שיעור המינוף של חברות המדגם
E/V	45.03%	
<b>WACC</b>	<b>9.02%</b>	





Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

### 3.2. ניתוח רגישות

הטבלה הבאה מציגה ניתוח רגישות של סכום בר השבה של היחידה מניבת המזומנים ביחס למחיר ההון (אלפי דולר):

מחיר ההון					שווי הפרויקט
11.02%	10.02%	9.02%	8.02%	7.02%	
1,718	1,739	1,762	1,786	1,812	

### 3.3. הרכב יחידה מניבת המזומנים

להלן טבלה המפרטת את מרכיבי היחידה מניבת המזומנים כפי שמוצגים בספרי תיגי (אלפי דולר):

הרכב יחידה מניבת מזומנים	
2,406	הפרויקט
(923)	הכנסות נדחות*
1,483	סה"כ

\* הכנסות נדחות הינן הכנסות CSI אשר התקבלו בחברת הפרויקט ונפרסים על פני 10 שנים (תקופת הפרויקט).

## 4. ריכוז ממצאים

להלן סכום בר השבה של היחידה מניבת המזומנים בהשוואה לערכו בספרים (אלפי דולר):

ריכוז ממצאים	
1,762	סכום בר השבה
1,483	ערך בספרים
-	הפחתה מדרשת