

חוות דעת בנושא בחינת ירידת ערך מוניטין המיוחס לחברת VP Solar Srl ליום 30 ביוני 2025

תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ



הערכות שווי מקצועיות לצרכי חשבונאות מיסים עסקאות חו"ד מומחה תאגידים נכסים בלתי מוחשיים מכשירים פיננסיים

Tel : +972.3767.6966

Fax : +9723.767.6964

www.fairvalue.co.il

info@fairvalue.co.il

20 Lincoln St, Rubinstein House, 2⁸ floor, Tel-Aviv, Israel.

לכבוד

רו"ח רו סבן, סמנכ"ל כספים
תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ

הנדון: חוות דעת בנושא בחינת ירידת ערך מוניטין המיוחס לחברת VP Solar Srl ליום 30 ביוני

2025

בהתאם להסכם ההתקשרות בינינו מיום 30 ביוני 2025, נתבקשנו על ידי תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ (להלן "מזמינת העבודה"), להעריך את שווי השימוש של חברת VP Solar Srl (להלן "החברה") לצורך בחינת ירידת ערך מוניטין (Impairment) של החברה ליום 30 ביוני 2025 (להלן "מועד עבודתנו") על בסיס הנחות מסוימות הכלולות בגוף עבודתנו (להלן "עבודתנו" ו/או "הערכת השווי" ו/או "חוות דעתנו").

מטרת עבודה זו הינה לחוות דעתנו להנהלת מזמינת העבודה בדבר שווי השימוש של החברה, על בסיס הנחות מסוימות הכלולות בגוף עבודתנו המיועדת לשימוש פנימי, אינה מותרת לפרסום, ולמטרה זו בלבד. למעט רואי החשבון המבקרים של מזמינת העבודה לשם ביקורתם, לא יוכל צד ג' כלשהוא לעשות בה כל שימוש או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורנו המפורש מראש ובכתב.

לצורך גיבוש חוות דעתנו, הונחנו והתבססנו על תמצית הסכמים ונתונים מסחריים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת החברה ויועציה, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתם וניסיונם. בעבודתנו, פעלנו תחת הנחת הסתמכות על מקורות מידע הנראים כסבירים, אולם לא ביצענו כל פעולות ביקורת או סקירה, כהגדרתן בד"ר, בפסיקה או בנוהג, או ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך, איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים אשר נמסרו ואשר שימשו בעבודתנו.

הרינו ליתן בזאת את הסכמתנו למזמינת העבודה ולתדיראן גרופ בע"מ (להלן "תדיראן"), חברת האם של מזמינת העבודה, לצרף או לכלול בדרך של הפניה את חוות דעתנו, הנושאת את התאריך 10 באוגוסט 2025, ביחס לחוות דעתנו בנושא בחינת ירידת ערך מוניטין המיוחס לחברה ליום 30 ביוני 2025, אשר בוצעה על ידינו ונמסרה לכם, בדוחותיה הכספיים של תדיראן הצפויים להתפרסם ביום 13 באוגוסט 2025.

בעבודתנו התייחסנו כאמור גם למידע צופה פני עתיד שנמסר לנו על ידי הנהלת החברה. מידע צופה פני עתיד הינו מידע בלתי ודאי לגבי העתיד, המבוסס על מידע קיים בחברה למועד העבודה וכולל הערכה של הנהלת החברה ומזמינת העבודה או כוונותיהן, נכון למועד העבודה. אם הערכות אלה לא תתממשנה ואין כל ודאות כי תתממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות ממידע זה, ככל שנעשה בו שימוש בעבודתנו. אלא אם צוין אחרת במפורש, עבודתנו מניחה ממשל תאגידי נאות, בקרה פנימית מספקת והמשך פעילות במתכונת המצוינת בעבודה. כמו כן, לא נדרשנו ובהתאמה לא הבאנו בחשבון בעבודתנו אירועי כוח עליון או אירועים מהותיים בלתי צפויים אחרים, שלא צוינו במפורש.

יודגש כי שינויים במשתנים העיקריים, בהנחות היסוד ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות עבודתנו ובהתאם את מסקנותינו. יתרה מזאת, לעיתים קרובות, הנחות מסוימות אינן מתקיימות כפי שנצפו, ועל כן יתקיימו פערים בין התוצאות בפועל להערכותינו. עבודתנו אינה מהווה בדיקת נאותות ואין להסתמך עליה כבדיקת נאותות.



לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של נתונים חזויים אלה, אלא הערכה כלכלית אינדיקטיבית המבוססת על מודלים כלכליים, הנחות עבודה והערכות עתידיות, כמפורט להלן ובגוף העבודה.

חוות דעתנו המצורפת להלן, כוללת את תיאור המתודולוגיה אשר שימשה להערכת שווי השימוש. התיאור הכלול בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם. לסייגים נוספים, אנו מפנים את תשומת הלב לגוף עבודתנו.

עבודה זו מתייחסת למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת שווי השימוש בלבד ואין בה משום המלצה או הבעת דעה אודות ביצוע פעולה כלשהיא או הימנעות ממנה, לרבות המלצת השקעה, מכירה, דיספוזיציה או כל פעולה אחרת. בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך את הפרמטרים הכלכליים העיקריים ששימשו בעבודתנו וכן ריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים לחברה כאחד, העשויים להשפיע על תוצאות פעילותה בעתיד ותוצאות הכלכליות בפועל, אין כל ערובה או בטחון כי תוצאות המודלים וההערכות אותם נקטנו בעבודתנו יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים בידנו, ככל שידוע, במועד עבודתנו. עוד נציין כי הערכה כלכלית זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים והינה רלוונטית למועד עריכתה בלבד. בעבודתנו השתמשנו בכלי חישוב ממוחשבים ולפיכך, ייתכנו הפרשים לא מהותיים בהצגת החישובים כתוצאה מהפרשי עיגול.

אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, נתונים ומידע שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי עבודתנו ואין בו כדי הבעת עמדה. המידע המופיע בעבודתנו אף אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי או כל גורם אחר. עבודתנו אינה מיועדת לאחר ממזמינת העבודה, בין היתר, היות ולמשקיעים או גורמים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים וכן שיטות הערכה, על בסיס הנחות והערכות אחרות. בהתאם, אומדן הערך הכלכלי אשר על בסיסו עשויים גורמים שונים לבצע פעולות כלכליות, עשוי להיות שונה.

עבודתנו נעשתה בהתאמה ועל פי הנחות ומצגים, שסופקו על ידי החברה באופן בלעדי לצרכיה ולשימושה. אין לנו כל אחריות מכל מקור שהוא כלפי הקורא בגין גרימת נזקים מכל מקור שהוא, או בכל אופן אחר. אנו לא מחויבים לעדכן מסמך זה ולא אחראים על דיוק התכנים בו ולכך שהמידע לא השתנה מאז מועד עבודתנו.

הערכות שווי אינן מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות בשיקול הדעת של מעריך השווי. לפיכך, לא קיים שווי יחיד ובלתי מעורער ובעבודתנו נקבע טווח סביר לשווי. אנו סבורים כי השווי שנקבע בעבודתנו סביר בהתבסס על המידע שסופק לנו על ידי הנהלת החברה. למרות האמור לעיל, מעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לשווי שונה.

מעת לעת ביצענו עבודות כלכליות בנושאים שונים, עבור החברה, מזמינת העבודה, או בעלי מניותיה. אנו מצהירים כי אנו בלתי תלויים בחברה, במזמינת העבודה ובעלי מניותיה בהתאם להנחיות סגל הרשות לניירות ערך (עמדת סגל משפטית 105-30). עוד נציין כי לא נקבעו כל התניות בקשר לשכר טרחתנו, לרבות בקשר עם תוצאות עבודתנו

אנו לא נישא באחריות בכל מקרה של הפסד, נזק או הוצאה כספית שתיווצר בעקבות כל שימוש שיבחר קורא או משתמש כלשהו במסמך זה, לעשות, או בכל הסתמכות של קורא על מסמך זה, או בכל אירוע אחר שבא בעקבות השגת גישה של קורא למסמך זה.

במסגרת הסכם ההתקשרות עם מזמינת העבודה נהיה פטורים ולא נישא באחריות כלשהי, בשום מקרה, לכל נזק, הפסד, הוצאה, עלות וכיוצא באלו, מכל מין וסוג שהוא, ישירים או עקיפים, שיגרמו למזמינת העבודה ו/או למי מטעמה ו/או לצד שלישי כלשהו, כתוצאה מכל דבר ועניין הקשור במידע אשר התקבל מצד מזמינת העבודה ו/או מי מטעמה, לרבות אך לא רק כתוצאה מאי דיוק או חוסר או כתוצאה מכל פער או מחדל אחר, מכל מין וסוג שהוא, הקשור במידע.



להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי השימוש של החברה, ביחס לשינוי בשיעור הניכיון לפני מס וביחס לשינוי בשיעור הצמיחה הפרמנטטי (במיליוני אירו):

שווי שימוש					
Pre Tax WACC					
27.4%	27.9%	28.4%	28.9%	29.4%	
48.2	47.1	46.0	45.0	44.0	4.0%
47.7	46.6	45.5	44.5	43.6	3.5% שיעור
47.2	46.1	45.1	44.1	43.2	3.0% צמיחה
46.7	45.7	44.7	43.7	42.8	2.5% פרמנטטית
46.2	45.2	44.3	43.3	42.4	2.0%

בנוסף לכך, נהיה חייבים בהשתתפות עד שלוש פעמים שכר טרחתנו, ולא נישא מעבר לכך באחריות כלשהי, בשום מקרה, לכל נזק, הפסד, הוצאה, עלות וכיוצא באלו, מכל מין וסוג שהם, ישירים או עקיפים, שיגרמו למזמינת העבודה ו/או למי מטעמה ו/או לצד שלישי כלשהו, עקב מעשה ו/או מחדל הקשורים במישרין ו/או בעקיפין לשירותים שנספק למזמינת העבודה (לרבות במקרה של רשלנות מצדנו או מצד כל עובד או נושא משרה מטעמנו), למעט במקרה של רשלנות רבתית ו/או הונאה ו/או זדון מצדנו.

בכל מקרה בו תופנה אלינו דרישה או תוגש נגדנו תביעה, מכל מין וסוג שהוא, הקשורה בשירותים שניתנו על ידינו למזמינת העבודה, ללא יוצא מן הכלל, מזמינת העבודה תפצה או תשפה אותנו, לפי העניין, בגין כל סכום שנידרש או ניתבע לשלם, כאמור לעיל מעל שלוש פעמים שכר טרחתנו. בנוסף לכך, מזמינת העבודה תפצה או תשפה אותנו, לפי העניין, בגין כל הוצאותינו הסבירות לצורך ההתגוננות מפני כל דרישה או תביעה כאמור, לרבות בגין מלוא שכר טרחת עורכי דין. אנו נודיע לכתב למזמינת העבודה על כל דרישה או תביעה כאמור, בסמוך לאחר קבלתה אצלנו.

בכל מקרה של דרישה או תביעה כאמור, תהיה מזמינת העבודה זכאית, לפי שיקול דעתה, לקחת על עצמה את הטיפול בהתגוננות ולמנות לצורך העניין עורך דין שייצג אותנו. זהות עורך הדין תאושר על ידינו בכתב ומראש (ובמקרה בו נתגד לעורך הדין שיוצע על ידי מזמינת העבודה הוא יוחלף בעורך דין אחר, שזהותו תאושר על ידינו כאמור). אנו נשתף פעולה, באופן סביר, עם כל עורך דין שימונה על ידי מזמינת העבודה, כאמור לעיל ובלבד שמזמינת העבודה תכסה ותממן כל הוצאה שתהיה כרוכה בכך, באופן שלא נידרש לשלם או לממן כל הוצאה כאמור ו/או חלק ממנה. כמו כן, לא נוכל להתפשר בתביעה או בדרישה כלשהי ללא הסכמת מזמינת העבודה מראש ובכתב.

להערכתנו ועל בסיס חישובנו, בכפוף להסתייגויות לעיל ולהלן, נאמד בעבודתנו שווי השימוש של חברת VP Solar Srl בטווח של כ- 43.7-46.6 מיליון אירו, ובתוחלת כ- 45.1 מיליון אירו. בהתאם למצגי הנהלת מזמינת העבודה, הערך הפנקסני המיוחס לפעילות החברה ליום 30 ביוני 2025 הינו כ- 63.6 מיליון אירו. לפיכך, ולאור האמור לעיל, מצאנו כי חלה פגימה בערכו של המוניטין המיוחס לחברה בסך של כ- 18.5 מיליון אירו.



פרטים אודות מעריך השווי ומומחיותו:

חברת שווי הוגן בע"מ הינה חברה פרטית המתמחה בביצוע הערכות שווי מקצועיות מורכבות, ועבודות ייעוץ כלכלי. בין לקוחות החברה נמנות, בין היתר, עשרות חברות ציבוריות בישראל. קבוצת שווי הוגן מחזיקה בשם מוניטין מקצועי במשרדי ראיית החשבון הגדולים, עריכת הדיון, רשויות סטטוטוריות ורגולטוריות, מערכת המשפט והמערכת הפיננסית.

הצוות המוביל

ד"ר, רו"ח אלי אלעל, ASA מייסד ושותף מנהל

אלי הינו בעל תואר ראשון, שני ושלישי בכלכלה עם התמחות בחשבונאות ומימון מאוניברסיטת בן גוריון בנגב, רואה חשבון ומוסמך כמעריך שווי בכיר (ASA) מטעם הלשכה האמריקאית למערכי שווי. אלי הינו בעל ניסיון של כעשרים שנים בביצוע אלפי הערכות שווי בכלל ובהליכים משפטיים בפרט, לרבות ניסיון רב בביצוע הערכות השווי לחברות ציבוריות ופרטיות רבות, לרבות חברות אנרגיה, נדל"ן, מלונאות ותיירות, תשתית, תחבורה, חברות ביטחוניות, בנקים וחברות ביטוח, חברות אחזקה ותקשורת וחברות תעשייה ומסחר. אלי ביצע ופיקח על הערכות שווי ועבודות יעוץ כלכליות וחוות דעת מומחה רבות, עבור חברות וגופים, ציבוריים ופרטיים מהגדולים במשק הישראלי, בתי משפט וגופי ממשל.

מר אורי סנופקובסקי (MBA)

העבודה בוצעה על ידי צוות בראשות אורי, אשר הינו שותף וראש תחום הערכות שווי תאגידיות ומכשירים פיננסיים בשווי הוגן ובעל תואר ראשון (בהצטיינות) ותואר שני במנהל עסקים עם התמחות במימון מאוניברסיטת רייכמן. לאורי ניסיון עשיר של מעל עשור שנים במתן ייעוץ כלכלי והערכות שווי תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים, הערכות שווי לצורך מס, הקצאת עלויות רכישה, בדיקות פגימת מוניטין, חוות דעת הוגנות, בדיקות כלכליות וניתוחי עומק לכדאיות פרויקטים והשקעות.

בכבוד רב,

שווי הוגן בע"מ

תל אביב, 10 באוגוסט 2025

אלי אלעל

Advance Finance	Business Valuations	Expert Opinions
Financial Instruments	Mergers & Acquisition	Hedge Consulting



תוכן עניינים

1.	כללי	8
2.	תיאור הסביבה העסקית	12
3.	תמצית נתונים כספיים	16
4.	מתודולוגיה	18
5.	גורמי סיכון ואי ודאות עיקריים	22
6.	הערכת השווי	25
7.	גילוי אודות הערכות שווי קודמות שבוצעו	30
8.	נספחים	32



מילון מונחים

מונח	הגדרה
החברה	VP Solar Srl
מזמינת העבודה	תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ
תדיראן	תדיראן גרופ בע"מ
מועד עבודתנו	30 ביוני 2025
תמ"ג	תוצר מקומי גולמי
LTM	12 החודשים אשר הסתיימו ביום 30 ליוני 2025
התקן	תקן חשבונאי בינלאומי מספר 36
CGU	Cash Generating Unit
חברות המדגם	חברות דומות ככל שניתן בפעילותן לפעילות החברה

מקורות מידע אשר שימשו בעבודתנו:

- דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2021-2024.
- טיוטת דוחות כספיים של החברה ליום 30 ביוני 2025.
- דוחות כספיים מבוקרים של תדיראן לשנים 2021-2024.
- תכנית עסקית רב שנתית מאושרת על ידי דירקטוריון החברה ודירקטוריון תדיראן גרופ בע"מ לשנים 2025-2028.
- הבורסה לניירות ערך.
- IEA – International Energy Agency.
- BP Statistical Review of World Energy.
- Ember Yearly Electricity Data.
- שיחות עם הנהלת החברה.
- מערכת מידע Reuters.



פרק ראשון - כללי



1. כללי

א. תדיראן אנרגיה מתחדשת

תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ (להלן "מזמינת העבודה"), הינה חברה פרטית בבעלות מלאה בעקיפין של תדיראן גרופ בע"מ (להלן "תדיראן") ומהווה את זרוע האנרגיה של תדיראן. במסגרת זו, עוסקת מזמינת העבודה, בין היתר, בפעילויות הבאות:

- (1) יבוא, תכנון, עיבוד, הפצה וסחר של מוצרי מערכות פוטו-וולטאיות בישראל.
- (2) ייבוא ושיווק מערכות אל-פסק ומערכות אגירת אנרגיה בישראל.
- (3) יבוא, הפצה וסחר של מוצרים מתחום האנרגיה הפוטו-וולטאית ומערכות אגירת אנרגיה באירופה.

ב. עסקת רכישת VP Solar Srl

ביום 25 בינואר 2022 השלימה מזמינת העבודה רכישה של 60% ממניות VP Solar Srl (להלן "החברה"). במועד זה, שילמה מזמינת העבודה סך של כ- 27.2 מיליון אירו וביוני 2022 שילמה סך נוסף של כ- 6.8 מיליון אירו, במסגרת התאמת תמורה לתוצאות הכספיות של החברה בפועל לשנת 2021. במסגרת הסכם הרכישה, התחייבה מזמינת העבודה לשלם למוכרים תמורה נוספת, המוגבלת לסך של כ- 16 מיליון אירו, בכפוף לעמידה ביעדי EBITDA בשנים 2022-2023. באפריל 2023, ובשים לב ל- EBITDA בפועל של החברה בשנת 2022, שילמה מזמינת העבודה את התשלום המירבי של התמורה המותנית, בסך של כ- 16 מיליון אירו, כאמור לעיל. כמו כן, במסגרת העסקה, ניתנה למזמינת העבודה אופציה לרכוש את יתרת החזקות המוכרים בחברה (40%) ולמוכרים אופציה למכור את יתרת החזקותם (40%) בחברה. בהתאם למידע שנמסר לנו, האופציות תיכנסנה לתוקף החל ממועד אישור הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2024 ולתקופה של 40 יום. תוספות המימוש של האופציות זהות ומבוססות על מכפיל 6 על ממוצע ה- EBITDA של החברה לשנים 2024-2023, בניכוי חוב פיננסי, נטו במועד מימוש האופציה.

ביום 27 בנובמבר 2023 עדכנו מזמינת העבודה ובעל מניות המיעוט בחברה את תנאי העסקה. במסגרת עדכון זה, בתקופה של 30 ימים ממועד אישור הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2024, תרכוש מזמינת העבודה 10% ממניות החברה בתמורה למכפיל 6 על ממוצע ה- EBITDA של החברה לשנים 2023-2024, בניכוי חוב פיננסי, נטו במועד מימוש האופציה. עם מימוש האופציה כאמור ולמועד עבודתנו, מחזיקה מזמינת העבודה ב- 70% ממניות החברה.

בנוסף, הוסכם בין מזמינת העבודה ובעל מניות המיעוט כי מועד המימוש עבור יתרת 30% מהון המניות של החברה יחל עם מועד אישור הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2027 וימשך 30 ימים. ה- EBITDA המשמשת לחישוב תוספת המימוש לרכישת יתרת 30% ממניות החברה תיקבע כגבוהה מבין (1) ממוצע ה- EBITDA של החברה לשנים 2024-2023, בתוספת 10% ו- (2) ממוצע ה- EBITDA של החברה לשנים 2026-2027. תוספת המימוש של האופציה לרכישת יתרת 30% ממניות החברה תיקבע בהתאם למכפיל 6 על ה- EBITDA כאמור, ובניכוי חוב פיננסי, נטו במועד מימוש האופציה.

ג. תמצית תיאור החברה

(1) רקע

החברה הוקמה באיטליה בשנת 1999 ועוסקת בתחום היבוא, ההפצה והסחר של מוצרים מבוססי אנרגיה פוטו-וולטאית באיטליה ובמדינות נוספות באירופה. להלן פירוט המוצרים העיקריים אשר משווקת החברה:

- (א) פאנלים סולאריים.
- (ב) תשתית התקנה, עליה ניתן להרכיב את הפאנלים הסולאריים.
- (ג) אופטימיזרים אשר מייעלים את תהליך המרת אנרגיית השמש והפקת החשמל מהפאנלים הסולאריים.
- (ד) ממירי זרם, המיועדים לחיבור זרם החשמל המיוצר בפאנלים הסולאריים לרשת החשמל הארצית.
- (ה) מערכות אגירת אנרגיה, המבוססות על סוללות ואשר מאפשרות אגירת אנרגיה אשר יוצרה על ידי הפאנלים ולא נוצלה.



מהתרשים לעיל עולה כי ההכנסות וה-EBITDA של החברה התאפיינו בצמיחה מואצת בשנים 2020-2022, ובירידה ניכרת בשנים 2023-2024. כפי שיפורט בפרק 3 לחוות דעתנו, במחצית הראשונה של שנת 2025 חלה עלייה בהכנסות, לצד עלייה מתונה יותר ב-EBITDA, ביחס לתקופה המקבילה בשנת 2024. עם הסיבות העיקריות לצמיחה בשנים 2020-2022 ניתן למנות, בין היתר (i) חתימת הסכמים בין לאומיים להפחתת השימוש בדלקים מאובנים והפחתת פליטות גזי חממה, אשר הובילו לעלייה בביקוש לפתרונות אנרגטיים המבוססים על אנרגיה מתחדשת, לרבות אנרגיה סולארית; (ii) תוכניות ממשלתיות להרחבת השימוש באנרגיה מתחדשת, לרבות באמצעות ייזום תוכניות תמריצים והטבות מס ו- (iii) עלייה במחירי הגז הטבעי, בעיקר בשנת 2022, על רקע משבר האנרגיה באירופה כתוצאה ממלחמת רוסיה-אוקראינה. העלייה במחירי הגז הטבעי הובילה להתייקרות בתהליך הייצור החשמל, ובהתאמה לעלייה במחירי החשמל באירופה. כתוצאה מהעלייה במחירי החשמל, חלה עלייה בביקוש לאנרגיה מתחדשת מצד צרכנים פרטיים ותעשייתיים.

כתוצאה מהאמור לעיל, ובשים לב לעלייה במחירי החשמל ולתכניות התמריצים של ממשלת איטליה, אשר כללו, בין היתר, הטבות מס נרחבות למתקני מערכות אנרגיה מתחדשות, התאפיינה שנת 2022 בעלייה ניכרת בביקוש למערכות סולאריות, בדגש על מערכות סולאריות בשימוש ביתי. בהתאמה, חלה צמיחה בהכנסות וב-EBITDA של החברה בשיעור של כ- 92.1% וכ- 119.5%, בהתאמה, ביחס לשנת 2021.

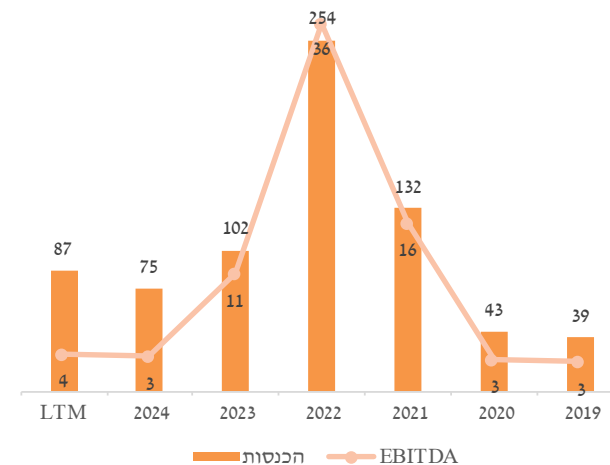
מנגד, בשנים 2023-2024 ובמהלך המחצית הראשונה של שנת 2025 חלו מספר תמורות אשר השפיעו לרעה על הביקוש למוצרי החברה. תמורות אלו כוללות, בין היתר: (א) ירידה במחירי הגז הטבעי, בין היתר, לאור הסטת רכישות גז טבעי מרוסיה ליצרניות גז טבעי אחרות. כתוצאה מהירידה במחירי הגז הטבעי, חלה ירידה במחירי החשמל, והביקוש למוצרים תחליפיים מבוססי אנרגיה מתחדשת, כגון מוצרי החברה, ירד באופן משמעותי.

(1) מערכות טעינה לרכבים חשמליים.

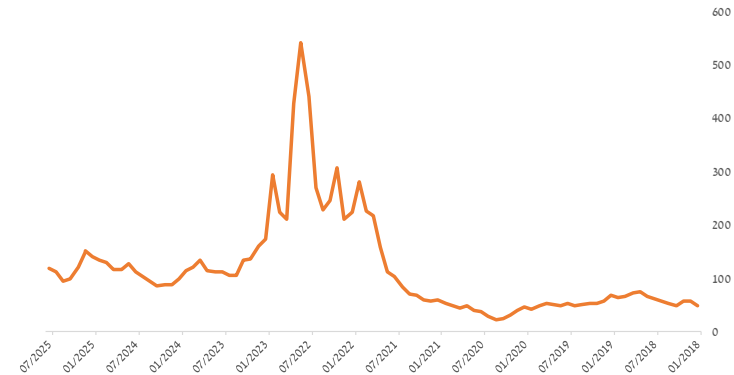
למועד עבודתנו, החברה פועלת בשני תחומים עיקריים: המגזר הביתי והמגזר התעשייתי-מסחרי. בשני תחומי פעילות אלה, פועלת החברה מול מספר רב של לקוחות, הכוללים, בין היתר, מתקני מערכות פוטו-וולטאיות, חברות אנרגיה, מפיצי משנה ויזמים אשר פועלים בתחום האנרגיה הסולארית. החברה מפיצה את המערכות הפוטו-וולטאיות בעיקר לצורך התקנתן על גגות של מבנים שונים באמצעות מתקנים וקבלנים, אשר הינם לרוב צדדים שלישיים לחברה. בשנת 2024, כ- 80% מהכנסות החברה מיוחסות לפעילותה באיטליה, וכ- 20% מהכנסותיה מיוחסות לפעילותה במדינות אחרות באירופה. כאמור לעיל, החברה פועלת בעיקר כחברת סחר, באופן בו המוצרים אותם משווקת החברה, לרבות פאנלים סולאריים, ממירי זרם ואופטימיזרים נרכשים על ידי כמוצרים מוגמרים מספקים שונים, כגון חברת סולאראדג' וואטרקראפט, ללא פעולות עיבוד ו/או הרכבה מהותיות.

(2) תמצית נתונים כספיים

להלן התפתחות ההכנסות וה-EBITDA של החברה בשנים 2019-2024 ול-12 החודשים אשר הסתיימו ביום 30 ביוני 2025 (להלן "LTM"), במילוני אירו:



להלן התפתחות מחירי החשמל באיטליה בשנים 2018-2024 ובתקופה ינואר עד יולי בשנת 2025, ביורו למגה-וואט¹:



מהתרחשים לעיל עולה כי בחודש אוגוסט 2022 עלו מחירי החשמל באיטליה לשיא של כ- 543 יורו למגה-וואט, בהשוואה לממוצע של כ- 50 יורו למגה-וואט בשנים 2018-2020, טרם פרוץ משבר האנרגיה באירופה. כתוצאה מהאמור לעיל, בשנת 2022 חלה עלייה בביקוש להתקנת מערכות סולאריות, בעיקר בשל החשש למחסור בהיצע האנרגיה הזמין להפקת חשמל ולעלייה בתועלת הכלכלית הנובעת מהתקנת מערכות אלו בסביבת מחירי חשמל גבוהים. החל מחודש ספטמבר 2022 החלו מחירי החשמל באיטליה לרדת באופן הדרגתי, עד למחיר שפל של כ- 87 יורו למגה-וואט בחודש אפריל 2024, לאור ירידת מחירי הגז הטבעי באירופה וחזרה לרמות מלאי גז הדומות ברמתן לשנים קודמות. כתוצאה מכך, חלה ירידה בביקוש למוצרי החברה, אשר הינם תחליפיים לייצור חשמל באמצעות גז. עם זאת, החל מחודש אפריל 2024 נרשמה עלייה במחירי החשמל, עד לרמה של כ- 112 יורו למגה וואט בחודש יוני 2025 (עלייה בשיעור של כ- 29%).

המחיר הממוצע במהלך המחצית הראשונה של שנת 2025 עמד על כ- 124 אירו למגה וואט, בהשוואה למחיר ממוצע של כ- 93 אירו למגה וואט בתקופה המקבילה בשנת 2024.

(ב) עלייה בריבית הבנק המרכזי של גוש האירו אשר החלה במחצית השנייה של שנת 2022 ונמשכה בשנת 2023 ובמחצית הראשונה של שנת 2024, הובילה להתייקרות עלויות המימון הכרוכות בהקמת מתקנים סולאריים, ובהתאמה לירידה אפשרית בכדאיות הכלכלית של התקנת מתקנים מסוג זה. במהלך המחצית השנייה של שנת 2024 הוריד הבנק המרכזי של גוש האירו את שיעור הריבית במספר פעימות ובשיעור מצטבר של כ- 1.3%, בין היתר, בשים לב להאטה בקצב האינפלציה.

(ג) עלייה בהיצע מערכות סולאריות, כתוצאה מעלייה ברמות המלאי בקרב יצרני המערכות הסולאריות מחד, ובקרב המפיצים והמתקינים, מאידך. עלייה זו מיוחסת בעיקרה לירידה בביקוש למערכות סולאריות כתוצאה מהסיבות המפורטות לעיל, באופן אשר הוביל לירידה חדה במחירי המכירה ולשחיקת הרווחיות הגולמית, הן של החברה והן של שחקנים נוספים לאורך שרשרת הערך.

(ד) שינוי לרעה בשיטת התמריצים. במסגרת זו, בחודש ינואר 2023 נכנס לתוקף חוק המצמצם את היקף התמריצים בקשר עם מערכות סולאריות קיימות לשימוש ביתי, ומגביל את היקף הטבות המס ברכישת מערכות חדשות. בנוסף, בחודש אפריל 2023 אושר חוק המצמצם במידה ניכרת את היכולת לסחור בתמריצי המס הניתנים למתקיני מערכות, המהווים כלי למימון ההשקעה ברכישת מערכות סולאריות. בהתאמה, חלה הרעה ביכולת לממן פרויקטים חדשים.

שינויים אלה הובילו לירידה חדה בביקוש למערכות סולאריות במגזר הביתי, ולירידה בהכנסות החברה.

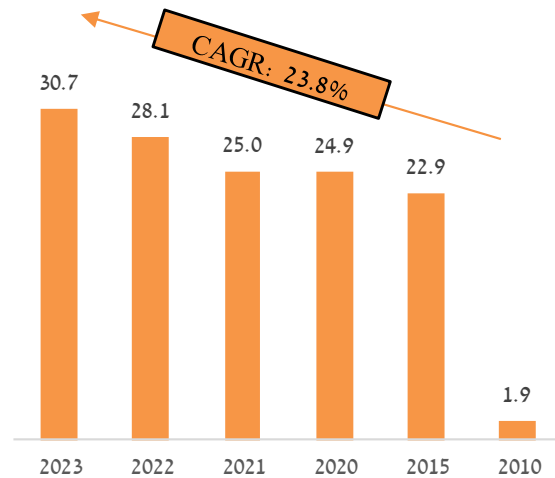
¹ מקור: European power price tracker, EMBER



פרק שני – תיאור הסביבה העסקית



להלן התפתחות ייצור חשמל מאנרגיה סולארית באיטליה בשנים 2010-2023, באלפי גיגה וואט (Gwh):⁴



העלייה במשקלה של האנרגיה הסולארית ביחס למקורות ייצור חלופיים משקפת שיעור צמיחה שנתי ממוצע (CAGR) של כ- 24%, אשר הינו גבוה משמעותית ביחס לשיעורי הצמיחה של מקורות אנרגיה חלופיים.

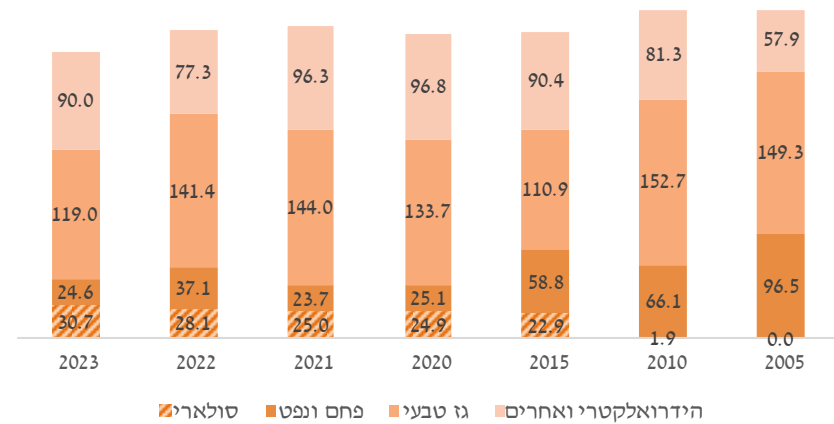
מנגד, שיעור ייצור החשמל מפחם ומנפט אשר עמד על שיעור של כ- 31.8% מסך ייצור החשמל באיטליה בשנת 2005 ירד לשיעור של כ- 9.3% בשנת 2023, ירידה המיוחסת בעיקרה לצמיחה בייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות, לרבות אנרגיה סולארית ואנרגיית רוח, בין היתר לאור המגמות המתוארות לעיל, ואשר יפורטו בהמשך.

IEA – International Energy Agency: Italy ⁴

2. תיאור הסביבה העסקית

א. שוק האנרגיה באיטליה

איטליה היא צרכנית האנרגיה הרביעית בגודלה באירופה בהיקף צריכת חשמל. נכון לשנת 2023, מקור האנרגיה העיקרי לייצור חשמל באיטליה הינו גז טבעי, אשר מהווה מקור אנרגיה לייצור של כ- 45.0% מסך ייצור החשמל באיטליה. מקור האנרגיה השני בגודלו באיטליה הוא אנרגיה הידרו-אלקטרית, אשר מהווה מקור אנרגיה לייצור של כ- 15.9% מסך ייצור החשמל באיטליה.² להלן התפתחות ייצור החשמל באיטליה בחלוקה למקורות ייצור לשנים 2005-2023, באלפי גיגה-וואט (Gwh):³



מהתרשים לעיל עולה כי בשנת 2023 אנרגיה סולארית היוותה את המקור השלישי בגודלו לייצור חשמל באיטליה, לאחר ייצור חשמל מגז טבעי ואנרגיה הידרו-אלקטרית, ובכך עקפה את ייצור החשמל מפחם וגז. עוד עולה מהתרשים, כי שיעור האנרגיה הסולארית מסך ייצור החשמל באיטליה עלה משיעור של כ- 0.0% בשנת 2005 לשיעור של כ- 11.6% בשנת 2023.

IEA – International Energy Agency: Italy ²
IEA – International Energy Agency: Italy ³



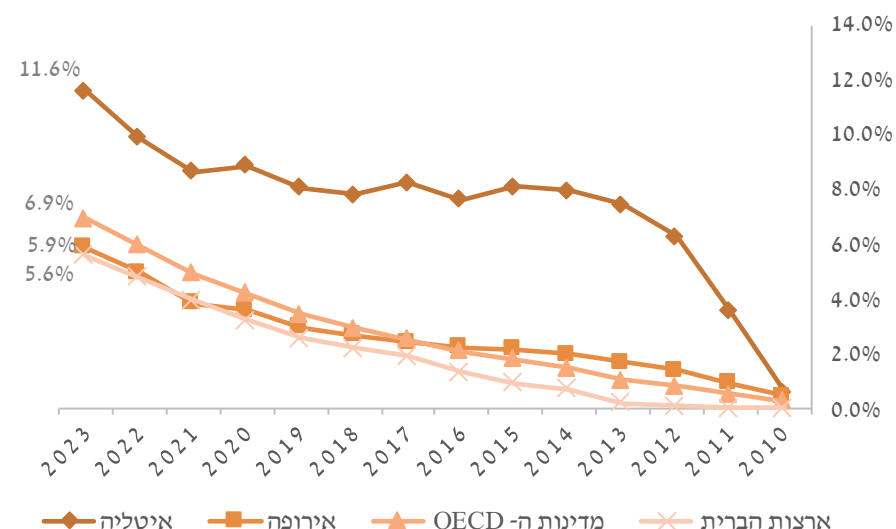
ב. מדיניות ממשלתית

בשנים האחרונות מקדמת ממשלת איטליה מדיניות של הגדלת ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות. במסגרת זו, הכריזה הממשלה בחודש יוני 2023 על יעד ייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת בשיעור של כ- 65% מסך הייצור החשמל במדינה עד שנת 2030, יעד אשר הינו גבוה יותר ביחס ליעד הקודם, אשר עמד על 55% מסך הייצור החשמל. בנוסף, ממשלת איטליה פועלת לסגירת תחנות כוח אשר מייצרות חשמל באמצעות פחם באופן אשר יוביל להרחבת השימוש במקורות אנרגיה מתחדשת בכלל, ואנרגיה סולארית בפרט. לצורך עמידה ביעדים שנקבעו, ממשלת איטליה מעודדת התקנת מערכות אנרגיה מתחדשת באמצעות תמיכה ממשלתית ומתן תמריצים שונים להתקנת מתקנים פוטו-וולטאיים.

בהתאם למידע אשר נמסר לנו, מדיניות זו של ממשלת איטליה מצויה בהלימה למדיניות של האיחוד האירופי, אשר פרסם תכנית רב שנתית לצמצום שימוש בגז טבעי ומעבר לאנרגיה מתחדשת, לרבות השקת תכנית REPowerEU, המבוססת על תקציב של כ- 113 מיליארד אירו להקמת מתקנים לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת, ובכללם אנרגיה סולארית.

במסגרת זו, יזמה הממשלה בשנת 2020 את תכנית "סופר בונוס", במסגרתה הוענקו תמריצי מס בשיעור של 90%-110% כנגד עלות התקנת מערכות אנרגיה מתחדשת למגזר הביתי ואת תכנית "אקובונוס", במסגרתה הוענקו תמריצי מס בשיעורים שונים של 50%-65% כנגד עלות התקנת מערכות אנרגיה מתחדשת מסויימות, כגון מערכות סולאריות ללא אגירה ועמדות טעינת רכבים חשמליים. כאמור לעיל, בחודש ינואר 2023 נכנס לתוקף חוק המצמצם את היקף התמריצים בקשר עם מערכות סולאריות קיימות לשימוש ביתי, ומגביל את היקף הטבות המס ברכישת מערכות חדשות. בנוסף, בחודש אפריל 2023 אושר חוק המצמצם בצורה ניכרת את היכולת לסחור בתמריצי המס הניתנים למתקני מערכות.

להלן התפתחות שיעור ייצור החשמל מאנרגיה סולארית באיטליה בהשוואה ל- (i) אירופה, (ii) ממוצע מדינות ה-OECD ו- (iii) ארצות הברית בשנים 2010-2023, כאחוז מסך ייצור החשמל⁶:



מהתרשים לעיל עולה כי שיעור ייצור החשמל מאנרגיה סולארית בממוצע באירופה, מדינות ה-OECD ובארצות הברית בשנת 2023 עמד על כ- 5.9%, 6.9% ו- 5.6% בהתאמה, לעומת שיעור של כ- 11.6% באיטליה. בנוסף, שיעור ייצור החשמל מאנרגיה סולארית באיטליה גבוה משמעותית משיעור ייצור החשמל מאנרגיה סולארית הממוצע באירופה, מדינות ה-OECD וארצות הברית לכל אורך התקופה הנמדדת.

⁶ BP Statistical Review of World Energy

⁵ Ember Yearly Electricity Data



מנגד לצמצום תכנית תמריצי המס סופרבונוס למגזר הביתי, כאמור לעיל, פועלת ממשלת איטליה לקידום תוכניות תמריצים חלופיות, אשר תכליתן עידוד המעבר לשימוש באנרגיה מתחדשת בכלל, ובאנרגיה סולארית בפרט, במגזר התעשייתי-מסחרי, ובכלל זה גם המגזר החקלאי, אשר מתאפיינים בהספקים גבוהים יותר ביחס למגזר הביתי.

במסגרת זו, פרסמה ממשלת איטליה מספר תוכניות מבוססות מערכות תמריצים, כגון:

(1) תוכנית "Parco Agrisolare" – תכנית זו מיועדת למגזר החקלאי ומאפשרת קבלת תמריצים מסוימים עבור התקנת מערכות סולאריות על גגות של מבנים חקלאיים ומסחריים-חקלאיים. תמריצים אלה כוללים, בין היתר, מענקים להחזר השקעה של עד 80% מעלות הקמת המערכות ותיקוני אחזקה שונים עד שנת 2026. בהתאם למידע אשר נמסר לנו, היקפה הצפוי של תכנית תמריצים זו צפוי לעמוד על כ- 2.3 מיליארד אירו⁷.

(2) תכנית תמריצים לקהילות אנרגיה (Energy Community) – תכנית זו נכנסה לתוקף בחודש ינואר 2024⁸ ומטרתה עידוד יישובים קטנים להקים מתקנים לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת, לרבות אנרגיה סולארית. התמריצים בתכנית זו כוללים מתן סובסידיות של עד 40% להקמת מתקנים חדשים או שדרוג מתקנים קיימים, וקביעת תעריף בגין הזרמת החשמל אשר ייוצר במסגרת מתקנים אלה אל רשת החשמל הארצית. יישובים אשר עומדים בקריטריונים אשר נקבעו על ידי ממשלת איטליה, כגון אוכלוסייה של עד 5,000 נפשות, רשאים להגיש בקשות למענק החל מחודש אפריל 2024. בהתאם למצגי הנהלת מזמינת העבודה, תכנית תמריצים זו כוללת מענקים ממשלתיים בהיקף כולל של כ- 5.7 מיליארד אירו.

(3) תכנית PV-AGRI – בחודש פברואר 2024 נכנסה לתוקף, אשר הינה תכנית נוספת לקידום השימוש באנרגיה סולארית במגזר החקלאי. תכנית זו מיועדת לתמיכה בהקמת מתקנים סולאריים בגדלים שונים בקרקעות חקלאיות.

(4) במסגרת זו, תעניק ממשלת איטליה מענקים בשיעור של עד 40% מעלות הקמת המתקנים ומענקים להבטחת הכדאיות הכלכלית של המתקן, לרבות קביעת מנגנוני הגנה בקשר עם תעריף מכירת החשמל אשר ייוצר באמצעות המתקנים נשואי תכנית זו. בהתאם למצגי הנהלת מזמינת העבודה, תכנית תמריצים זו כוללת מענקים ממשלתיים בהיקף כולל של כ- 1.7 מיליארד אירו.

(5) תוכנית תמריצים להפחתת צריכת חשמל בבתי עסק (Transiton 5.0) – בחודש מרץ 2024 פרסמה ממשלת איטליה צו לפיו יוענקו הטבות מס עבור בתי עסק אשר יצמצמו את צריכת החשמל שלהם בשנים 2024-2025, לרבות באמצעות התקנת מערכות סולאריות לצריכה עצמית, ובתנאי שהפאנלים ייוצרו באירופה. הפרלמנט האיטלקי אישר את הצו בחודש אפריל 2024 באופן אשר הפך אותו לחוק מחייב, ובחודש אוגוסט 2024, נפתחה ההרשמה לקבלת מענקים במסגרת חקיקה זו. סך התקציב המיועד להטבות המס בהתאם להוראות החוק עומד על כ- 6.3 מיליארד אירו.

על פי תחזית SolarPower Europe שפורסמה בחודש דצמבר 2024, שוק האנרגיה הסולארית באירופה צפוי לגדול במהלך השנים 2025-2028 בשיעור צמיחה שנתי ממוצע (CAGR) של כ- 16%.

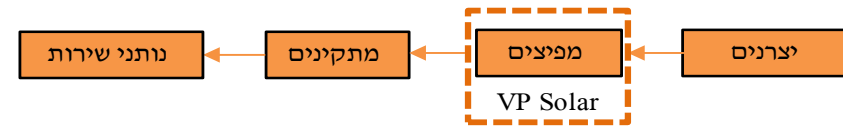
⁷ דוח כספי לשנת 2024 של תדיראן

⁸ דוח כספי לשנת 2024 של תדיראן.



ג. מבנה הענף

להלן תרשים המתאר את שרשרת הערך בענף המערכות הפוטו-וולטאיות:



היצרנים בענף הינם חברות אשר מפתחות ומייצרות רכיבים שונים, כמו פאנלים סולאריים וממירים. המפיצים, ביניהם גם החברה, הינם חברות אשר מפיצות ומשווקות את הרכיבים השונים למתקיני מערכות פוטו-וולטאיים וקבלני אנרגיה סולארית. המתקינים מוכרים את המערכות ללקוחות הקצה, לרבות התקנתם. נותני השירות אלו חברות אשר מספקות בעיקר שירותי ניקיון פאנלים ללקוחות הקצה.



פרק שלישי - תמצית נתונים כספיים



3. תמצית נתונים כספיים

א. דוחות רווח והפסד

תמצית דוחות הרווח וההפסד של החברה מצורפת כנספח א' לעבודתנו. בחציון הראשון של שנת 2025 הסתכמו הכנסות החברה בסך של כ- 44.7 מיליון אירו לעומת סך של 32.0 מיליון אירו בשנת בתקופה המקבילה בשנת 2024, עליה של כ- 12.7 מיליון אירו (עליה בשיעור של כ- 39.6%). העליה בהכנסות מיוחסת בעיקרה להרחבת נתח השוק של החברה, בעיקר בדרך של גיוס אנשי מכירות והרחבת פעילות המכירות במגזר המסחרי ותעשייתי.

בשנת 2024 הסתכמו הכנסות החברה בסך של כ- 74.6 מיליון אירו לעומת סך של 102.4 מיליון אירו בשנת 2023, ירידה של כ- 27.8 מיליון אירו (ירידה של כ- 27.2%). הירידה בהכנסות מיוחסת בעיקרה לירידה במחירי הגז הטבעי, אשר הובילה לירידה במחירי החשמל וכתוצאה מכך לירידה בביקוש למוצרי החברה. כמו כן, הירידה בהכנסות מיוחסת גם לעודפי מלאי של פאנלים סולאריים, אשר הובילו לירידה במחירי המכירה, ובנוסף, לשינויים בתוכניות התמריצים אשר נכנסו לתוקף במהלך התקופה המקבילה.

עלות ההכנסות של החברה הסתכמה בסך של כ- 40.8 מיליון אירו בחציון הראשון של שנת 2025 אשר היוו כ- 91.2% מסך ההכנסות, לעומת סך של כ- 28.6 מיליון אירו בתקופה המקבילה בשנת 2024 אשר היוו כ- 89.2% מסך ההכנסות, עליה בסך של כ- 12.2 מיליון אירו (עליה בשיעור של כ- 42.6%) בעקביות עם העליה בהכנסות ובאופן המשקף המשך שחיקה ברווחיות הגולמית. שיעור הרווח הגולמי של החברה עמד על כ- 8.8% בחציון הראשון של שנת 2025, לעומת שיעור של כ- 10.8% בחציון הראשון של שנת 2024. הירידה בשיעור הרווח הגולמי מיוחסת בעיקר לירידה במחירי המכירה, בין היתר, בשל הרחבת הפעילות במגזר המסחרי והתעשייתי, אשר מתאפיין בשיעורי רווחיות גולמית נמוכים יותר ביחס למגזר הביתי.

עלות ההכנסות של החברה הסתכמה בסך של כ- 67.1 מיליון אירו בשנת 2024 אשר היוו כ- 90.0% מסך ההכנסות, לעומת סך של כ- 87.6 מיליון אירו בשנת 2023 אשר היוו כ- 85.5% מסך ההכנסות, ירידה בסך של כ- 20.5 מיליון אירו (ירידה בשיעור של כ- 23.4%) בעקביות עם הירידה בהכנסות. שיעור הרווח הגולמי של החברה עמד על כ- 10.0% בשנת 2024, לעומת שיעור של כ- 14.5% בשנת 2023. הירידה בשיעור הרווח הגולמי מיוחסת בעיקר לירידה בביקוש למוצרי החברה כמפורט לעיל, באופן אשר הוביל, בין היתר, לירידה במחירי המכירה.

הוצאות התפעול של החברה כוללות בעיקר הוצאות מכירה ושיווק והוצאות הנהלה וכלליות. סך הוצאות התפעול הסתכמו בסך של כ- 2.4 מיליון אירו בחציון הראשון של שנת 2025 והיוו כ- 5.5% מסך ההכנסות, לעומת סך של כ- 2.1 מיליון אירו בחציון הראשון של שנת 2024, אשר היוו כ- 6.6% מסך ההכנסות, עליה בסך של כ- 0.3 מיליון אירו (עליה בשיעור של כ- 16.2%), אשר מיוחסת בעיקר להרחבת מאמצי המכירות של החברה וגיוס אנשי מכירות נוספים.

סך הוצאות התפעול הסתכמו בסך של כ- 4.4 מיליון אירו בשנת 2024 והיוו כ- 5.9% מסך ההכנסות, לעומת סך של כ- 3.7 מיליון אירו בשנת 2023, אשר היוו כ- 3.6% מסך ההכנסות, עליה בסך של כ- 0.7 מיליון אירו (עליה בשיעור של כ- 18.6%).

ב. מאזנים

תמצית מאזני החברה מצורפת כנספח ב' לעבודתנו. הרכוש השוטף של החברה הסתכם בסך של כ- 42.0 מיליון אירו ליום 30 ביוני 2025, לעומת סך של כ- 41.2 מיליון אירו ליום 31 בדצמבר 2024, עליה בסך של כ- 0.8 מיליון אירו (עליה בשיעור של כ- 1.9%), בעיקר לאור עליה ביתרת חייבים ויתרות חובה ומלאי מנגד לירידה ביתרת המזומנים ושווה מזומנים בסך של כ- 4.6 מיליון אירו.

ההתחייבויות השוטפות של החברה הסתכמו בסך של כ- 28.7 מיליון אירו ליום 30 ביוני 2025, לעומת סך של כ- 26.7 מיליון אירו ליום 31 בדצמבר 2024, עליה בסך של כ- 1.9 מיליון אירו (עליה בשיעור של כ- 7.2%), המיוחסת בעיקרה לעליה ביתרת הספקים ונותני שירותים בסך של כ- 3.4 מיליון אירו, מנגד לירידה ביתרת הזכאים.



פרק רביעי - מתודולוגיה



4. מתודולוגיה

א. כללי

תקן חשבונאי בינלאומי מספר 36 (להלן "התקן") דן בירידת ערכם של הנכסים המשמשים את הישות המדווחת בפעילותה ובהם רכוש קבוע, נכסים בלתי מוחשיים, מוניטין והשקעה בחברות בהן יש לישות השפעה מהותית.

ב. קביעת ירידת ערך

להלן אופן קביעת ירידת ערכם של נכסים בלתי מוחשיים בהתאם לתקן:

1) זיהוי היחידה מניבת המזומנים

יחידה מניבה מזומנים (Cash Generating Unit, להלן "CGU") הינה קבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר המניבה תזרימי מזומנים חיוביים משימוש מתמשך, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים. בעבודתנו ובעקבות עם הערכות הנהלת מזמינת העבודה, הוגדרה ה-CGU הרלוונטית כתחום פעילות החברה בכללותה.

2) מקורות מידע חיצוניים ופנימיים העשויים לשקף ירידת ערך

התקן קובע כי, כדרישת מינימום, יש לבחון רשימת סימנים ספציפיים לצורך בחינת ירידת ערך. מקורות המידע לסימנים אלו נחלקים למקורות מידע פנימיים, כדוגמת מצבו הפיזי של הנכס או שינויים לרעה בביצועי הנכס ומקורות מידע חיצוניים, כדוגמת שינויים בסביבה העסקית או עלייה בשיעורי הריבית.

3) אמידת הסכום בר ההשבה

סכום בר ההשבה (Recoverable Amount) הינו הגבוה מבין (i) שווי ההוגן של הנכס בניכוי עלויות מכירה לבין (ii) שווי השימוש בנכס. השווי ההוגן בניכוי עלויות המכירה הינו הסכום המתקבל ממכירת הנכס בתום לב בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון בניכוי עלויות המכירה. סכום זה יכול להתקבל גם מהסכם מכירה מחייב, מחיר שוק פעיל או באמצעות אומדן אחר. שווי השימוש של הנכס הינו הערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים הנובעים מהנכס. אולם, בעוד השווי ההוגן

בניכוי עלויות המכירה נאמד מנקודת ראות Market Participant, הרי ששווי השימוש נאמד מנקודת ראות Buyer Specific, קרי מנקודת ראותה של הנהלה רציונלית של הישות המדווחת. בעבודתנו הוערך סכום בר ההשבה על פי שווי השימוש, בהתאם לשיטת היוון תזרימי המזומנים.

4) ירידת ערך נכסים

בבחינת ירידת ערך מוניטין יש להקצות תחילה את המוניטין הנרכש בצירוף העסקים ל-CGU נפרדות או לקבוצת CGU, הצפויות להפיק הטבות כתוצאה מסינרגיה בשל צירוף עסקים. במידה והסכום בר ההשבה כמוגדר לעיל נמוך מהערך בספרים, יופחת הערך בספרים לכדי סכומו של הסכום בר ההשבה וירידה זו תוכר באופן מיידי כהפסד מירידת ערך.

ייחוס ההכרה בירידת ערך יתבצע כדלקמן: היה וקיים מוניטין בספרי הישות, יופחת ערכו בהתאם ולאחר מכן, תשוך יתרת ירידת הערך לנכסיה הבלתי מוחשיים האחרים של היחידה מניבת המזומנים, באופן יחסי לשוויים בספרים. עוד נקבע בתקן, כי בקביעת ערכו של הנכס, ישות לא תקטין את הערך בספרים של הנכס מתחת לגבוה מבין: (i) שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה; (ii) שווי השימוש; (iii) אפס.

5) מועדי בחינת ירידת הערך

התקן קובע, כי ישות מדווחת תידרש לבחון סימנים לירידת ערכו של נכס או יחידה מניבת מזומנים לכל תאריך מאזן. עוד קובע התקן, כי ללא כל קשר לזיהוי סימנים לירידת ערך של כלל הנכסים, תידרש הישות לבצע בנוסף גם בדיקה שנתית לירידת ערך לגבי שלושה סוגי נכסים שאינם מופחתים באופן שיטתי והם (i) נכסים בלתי מוחשיים בעלי אורך חיים בלתי מוגדר; (ii) נכסים בלתי מוחשיים שטרם זמינים לשימוש; (iii) מוניטין.



ג.

שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF)

שיטת הערכת השווי המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית מימונית הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF - Discounted Cash Flow) לפיה, שוויו הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בגישה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת.

שיעור הניכיון לפני מס נאמד בעבודתנו בשיעור של כ- 28.4% עבור החברה. שיעור הניכיון לאחר מס אשר שימש בחישובינו הינו ממוצע משוקלל של מקורות המימון לפעילות החברה, אשר נאמד בעבודתנו בכ- 20.9%, על בסיס מודל ה- CAPM Capital Asset Pricing Model על פי הזהות כדלקמן:

$$\text{CAPM (modified): } r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) + R_s$$

כאשר:

r_f - הינו שיעור ריבית נומינלית חסרת סיכון, על בסיס שיעורי התשואה לפדיון, המבוססים על עקום תשואות נומינלי חסר סיכון באיטליה בעל משך חיים ממוצע של כ- 10 שנים. שיעור זה נאמד בעבודתנו בכ- 3.5%.

$(r_m - r_f)$ - הינו רכיב פרמיית הסיכון בשוק ושיעורו נאמד בכ- 4.2%.

β_l - ה"ביטא (הממונפת) משקפת את עוצמת התנודתיות בתשואות המניה ביחס לתנודות בתשואות תיק השוק והינה המדד ל"סיכון הסיסטמטי" של החברה. בחברה ציבורית מחושבת הביטא על פי רגרסיות מול תשואות תיק השוק כמשתנה מסביר, ביחס לשערי המניה בתקופה שקדמה למועד עבודתנו. על פי נתונים אמפיריים שונים עולה כי β_l , אשר הינה מקדם הסיכון השיטתי (ה- Covariance) הממונף, נוטה להיות גבוהה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה עולה.

מכיוון שמניית החברה אינה נסחרת, נעזרנו בנתוני המסחר של חברות דומות ככל שניתן בפעילותן לפעילות החברה (להלן "חברות המדגם"). על מנת לאמוד את ה- β_l המשתמעת המסוימת (Specific Implied Beta) באמצעות חברות המדגם, אשר הינן בעלות מינוף פיננסי שונה, תקננו את ה- β_l של חברות המדגם לביטא התפעולית (β_u) המשתמעת המסוימת של החברה. ה- β_l הפרוספקטיבית של החברה נגזרת מה- β_l ההיסטורית באמצעות קירוב למשוואת Blume¹⁰, נאמדה בעבודתנו בכ- 1.0 והיא אשר שימשה בחישובנו. להלן חישוב הביטא של חברות המדגם:

β_u Canadian Solar Inc	0.2
β_u First Solar Inc	1.5
β_u Enphase Energy Inc	1.7
β_u Sunrun Inc	0.4
Median β_u	1.0
Implied Specific β_{lr}	1.0
Implied Specific β_l Prospective	1.0

R_s - נתונים אמפיריים ומחקרים שונים מראים כי משקיעים בשוק ההון דורשים לרוב לקבל פרמיית סיכון נוספת בגין השקעתם בחברות, המבטאת את הפרמטרים השונים של השקעתם. שיעור תשואה נוסף זה, המתייחס בין היתר, לגורמי הסיכון בפעילות הנאמדת, מוערך בעבודתנו בכ- 13%, ומשקף סיכונים ספציפיים לחברה, לרבות גודל ואי סחירות.

¹⁰ Blume, M.E "On the Assessment of Risk", Journal of Finance, Vol. 26, 1971, pp. I-IO.

⁹ Source: Aswath Damodaran.



פרק חמישי - גורמי סיכון ואי ודאות עיקריים



ד. המשך הירידה במחירי החשמל הביקוש למוצרי החברה מושפע, בין היתר, ממחירי הגז הטבעי בשים לב להיותם של מוצרי החברה תחליפיים לייצור חשמל באמצעות גז. בהתאמה, סביבת מחירים נמוכה של גז טבעי עלולה להוביל לביקוש מוגבל למוצרי החברה, ובהתאמה, לצמיחה מתונה ו/או ירידה בהכנסות החברה.	5. גורמי סיכון ואי ודאות עיקריים הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים וגורמי סיכון מוגדרים, תוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה. נקודת המוצא לתחזיותינו הינה הדוחות הכספיים ליום 30 ביוני 2025 ותכניות רב שנתיות מאושרות על ידי דירקטוריון החברה. על פי נתוני החברה ותחזיותיה שהוצגו בפנינו, עולה כי החברה חוותה שונות גבוהה בין תחזיותיה בעבר לביצועיה בפועל, ובהתאמה גורמי הסיכון ואי הוודאות המרכזיים בפעילותה ויכולתה לעמוד בתחזיותיה הינם:
ה. התגברות התחרות תחום הפעילות מתאפיין בתחרות ענפה. כניסת מתחרים חדשים עלולה להוביל להחרפת התחרות, לרבות העמקת הנחות מסחריות אשר מעניקים השחקנים בתחום הפעילות ללקוחות, באופן אשר עלול להוביל לשחיקה במרווח הגולמי של החברה, ובהתאמה, להוביל להרעה בתוצאותיה העסקיות. ו. תלות בעובדי מפתח פעילות החברה מבוססת במידה ניכרת על ידע מקצועי רלוונטי של בעל מניות המיעוט במזכרת. אי יכולת לשמרו עלולה להוביל להרעה במיצוב התחרותי של החברה ובהתאמה, להוביל להרעה במצבה הכספי.	א. שינויים בשיעורי הריבית והאינפלציה באיטליה הביקוש למוצרי החברה מושפע, בין היתר, משיעורי הריבית והאינפלציה באיטליה. עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה באיטליה עלולה להשפיע על מצבם של לקוחות החברה, לרבות יכולתם לעמוד בהתחייבויותיהם ו/או ביכולתם להשיג מימון לפעילותם העסקית. בנוסף, עלייה בשיעורי הריבית עלולה להשפיע על העדפות השקעה של משקי בית במערכות סולאריות, המאופיינות בהשקעות משמעותיות שתקופת ההחזר שלהן ארוכה יחסית ודורשת לעיתים מימון לצורך רכישת המערכות הסולאריות.
ז. תנודתיות במחירי הפאנלים הסולאריים תנודתיות במחירי הפאנלים הסולאריים עלולה להביל להרעה בתוצאותיה העסקיות של החברה, בין היתר, כתוצאה מהיעדר יכולת מלאה להשית את השינויים במחירים כאמור על לקוחות החברה, בתרחיש של עלייה במחירי הפאנלים, ו/או כתוצאה מירידה במחירי המכירה ושחיקת הרווחיות הגולמית, בתרחיש של ירידה במחירי הפאנלים.	ב. שינויי חקיקה ומדיניות ממשלתית תחום הפעילות מתאפיין במעורבות רגולטורית ענפה ובחקיקה רבה, ביניהם ניתן למנות, בין היתר, תמריצים להקמת מערכות פוטו וולטאיות בסקטורים השונים, המשתנה באופן תדיר ובהתאם למדיניות ממשלת איטליה מעת לעת. שינויים בתקנות קיימות ובתוכניות תמריצים עלולים להוביל לירידה בביקוש למוצרי החברה ולהרעה בתוצאותיה העסקיות.
ח. כשלים טכניים ופגמים במוצרים אותם מפיצה החברה כשלים טכניים בקווי הייצור בקרב היצרנים מהם מייבאת החברה את מוצריה עשויים לפגוע במוצרים המסופקים ללקוחות, ובהתאמה להוביל לעלייה בהוצאות החברה ולפגיעה במוניטין שלה, באופן אשר עלול להוביל לפגיעה בתוצאותיה העסקיות.	ג. מקורות אנרגיה חלופיים התפתחות של מקורות אנרגיה מתחדשת חלופיים, כגון רוח, שמש, אנרגיה גיאותרמית והידרואלקטרית, אשר עלולים להיות יעילים וזולים יותר עשויים להוביל לירידה בביקוש למוצרי החברה, וכתוצאה מכך להוביל לירידה בהכנסותיה.



ט. מחירי העברה, ממשל תאגידי ובקרה פנימית

בעבודתנו הנחנו כי מחירי העברה עם גורמים קשורים, ככל שיש, בוצעה בתנאי שוק חופשי. עוד הנחנו כי לחברה ממשל תאגידי נאות ומערכי בקרה פנימית נאותים.

בעבודתנו הנחנו, בהתאמה לאומדני החברה, ובכפוף לסיכון הגלום בפעילותה, כי ביכולתה לעמוד בחשיפות אלו ולנהל אותן באופן שיתמוך בתוכניות ובתחזיות פעילותה העתידיות, כפי שמצוינות בעבודתנו. לא בחנו הנחות אלו ואיננו מחוויים כל דעה ביחס אליהן. יודגש כי שינוי בהנחות אלו יוביל לשינוי בתוצאות עבודתנו.



פרק שישי - הערכת השווי



6. הערכת שווי חברה

א. הנחות יסוד בהערכת השווי

1) הכנסות

הכנסות החברה כוללות בעיקר הכנסות מסחר, שיווק והפצה של מוצרים מתחום האנרגיה הפוטו-וולטאית באיטליה ובמדינות נוספות באירופה. הנחות העבודה בעבודתנו מבוססות על תוחלת תחזיות תרחישים אומדניות המתבססות על תחזיות החברה ואושרו על ידי דירקטוריון החברה ודירקטוריון תדיראן.

הכנסות החברה הסתכמו בסך של כ- 102.4 מיליון אירו בשנת 2023, בסך של כ- 74.6 מיליון אירו בשנת 2024 ובסך של כ- 44.7 מיליון אירו בחציון הראשון של שנת 2025. בעבודתנו הנחנו, כי תוחלת הכנסות החברה בשנת 2025 כולה תסתכמה בסך של כ- 110.0 מיליון אירו, אשר משקף הכנסות תוחלתיות של כ- 65.3 מיליון אירו בחציון השני של שנת 2025. בעבודתנו הנחנו כי בחציון השני של שנת 2025 תימשך העלייה בכמות הנמכרת ובמחירי המכירה, בהתבסס על העלייה הכמותית בפועל בחציון הראשון של שנת 2025, ועל רקע הערכותינו והערכות הנהלת החברה בדבר המשך הגידול בנתח השוק של החברה.

בנוסף, הנחנו בעבודתנו כי בשנת 2025 תחול עלייה בהכנסות המיוחסות להשפעתן של תוכניות תמריצים על המגזר התעשייתי-מסחרי. תוכניות אלה כוללות, בין היתר, את תכנית 5.0 Transition ואת תכנית Energy Community ו-PV AGRI, בהתבסס על התכנית העסקית הרב שנתית המאושרת על ידי דירקטוריון החברה ודירקטוריון תדיראן. בנוסף, הנחנו, כי החל משנת 2026 תחול צמיחה בהכנסות החברה, מסך של כ- 141.9 מיליון אירו בשנה זו עד לסך של כ- 207.1 מיליון אירו בשנת 2029, בהתבסס על העלייה הכמותית החזויה (בשיעור שנתי ממוצע של כ- 10%) ועל העלייה החזויה במחירי המכירה (בשיעור שנתי ממוצע של כ- 3%).

תחזית שיעור הצמיחה הכמותית בעבודתנו בשנים 2025-2029, בשיעור שנתי ממוצע של כ- 14% מצויה להערכתנו בהלימה ל- (i) שיעור הצמיחה החזוי של הכמות המותקנת בשוק האנרגיה הסולארית באיטליה בשנים 2025-2028, אשר נאמד בשיעור שנתי ממוצע של כ- 16%; (ii) לשיעורי הצמיחה של שוק האנרגיה הסולארית בשנים 2010-2022 בשיעור שנתי ממוצע של כ- 27.7% ול- (iii) הגדלת יעדי ממשלת איטליה לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת, משיעור של 55% מסך ייצור החשמל לשיעור של 65% מייצור החשמל עד שנת 2030. בנוסף, שיעור הצמיחה במחירי המכירה החזוי בעבודתנו בשנים 2025-2029 מצוי להערכתנו בהלימה לסביבת מחירי המכירה של מוצרי החברה בעבר. בחישוב ערך השייר, נאמד שיעור הצמיחה הנומינלי בכ- 3.0%, על בסיס אומדני קצב צמיחת האוכלוסייה וציפיות האינפלציה למועד עבודתנו.

2) שולי רווח גולמי

שיעור הרווח הגולמי מסך הכנסות החברה עמד על כ- 14.5% בשנת 2023, על כ- 10.0% בשנת 2024 ועל כ- 8.8% בחציון הראשון של שנת 2025. בעבודתנו הנחנו, כי לאורך אופק ההיוון תחול עלייה בשיעור הרווחיות הגולמית, עד לשיעור של כ- 10.3%, הנמוך מתקציב החברה, בין היתר, בהתבסס על שיפור בתנאי הרכש מספקים מסויימים של החברה, על הערכות הנהלת החברה בדבר עליית מחירי המכירה, הן במגזר הביתי והן במגזר התעשייתי-מסחרי, בשים לב למגמת העלייה בפועל במחירי הגז הטבעי, ולעלייה הצפויה בביקוש למוצרי החברה על רקע הירידה בסביבת הריבית באיטליה. שיעור הרווח הגולמי בטווח הארוך, בשיעור של 10.3%, נמוך משיעורו הממוצע בפועל בשנים קודמות ומשקף להערכתנו את הגדלת היקף הפעילות במגזר התעשייתי, אשר רמת הרווחיות בו נמוכה יותר.



(3) שולי הוצאות התפעול

הוצאות התפעול בעבודתנו כוללות הוצאות מכירה ושיווק והוצאות הנהלה וכלליות. שיעור הוצאות התפעול מסך הכנסות החברה עמד על כ- 3.6% בשנת 2023, על כ- 5.9% בשנת 2024 ועל כ- 5.5% בחציון הראשון של שנת 2025, המשקפים הוצאות תפעול בסך של כ- 3.7 מיליון אירו כ- 4.4 מיליון אירו וכ- 2.4 מיליון אירו, בהתאמה. בעבודתנו הנחנו, כי בשנת 2025, שיעור הוצאות התפעול מסך ההכנסות יעמוד על כ- 4.4%, המשקף הוצאות התפעול בסך של כ- 4.8 מיליון אירו (עלייה בסך של כ- 0.4 מיליון אירו ביחס לשנת 2024), בעיקר בשל עלייה בהוצאות המכירה ושיווק, כתוצאה ההתקשרות עם אנשי מכירות נוספים, בעיקר לצורך הגדלת היקפי הפעילות במגזר התעשייתי מסחרי וכחלק ממאמצי החדירה למדינות נוספות באירופה.

בנוסף, הנחנו כי החל משנת 2026 ולאורך אופק ההיוון תחול ירידה הדרגתית בשיעור הוצאות התפעול של החברה מסך ההכנסות, עד לשיעור של כ- 2.8% בטווח הארוך, בעקביות עם מבנה ההוצאות של החברה, אשר הינו קשיח בעיקרו, ובאופן המשקף שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ- 5% בהוצאות התפעול, אשר נחזה להערכתנו כסביר לתמיכה בפעילות החברה.

(4) השקעות ברכוש קבוע והון חוזר

היקף ההשקעה החזוי בהון חוזר מסך ההכנסות נאמד בשיעור ממוצע של כ- 10% לאורך שנות התחזית. היקף זה משקף להערכתנו את רמת ההון החוזר הנורמטיבית הנדרשת על מנת לתמוך בפעילות החברה, על בסיס ניתוח רמות ההון החוזר בעבר ושיעורו מסך ההכנסות. בעבודתנו אמדנו את הוצאות הפחת בהיקף שנתי ממוצע של כ- 0.5 מיליון אירו, בעקביות עם הערכות הנהלת החברה. כמו כן, אמדנו את היקף ההשקעות ההוניות במחצית השנייה של שנת 2025 בסך של כ- 0.4 מיליון אירו, בדומה לתקציב החברה לשנה זו. לאורך שנות התחזית הנחנו כי היקף ההשקעות ההוניות יעמוד על סך שנתי ממוצע של כ- 0.5 מיליון אירו. בטווח הארוך הנחנו שהיקף ההשקעה ברכוש קבוע יהיה בדומה להוצאות הפחת, באופן אשר משקף את רמת ההשקעה הנורמטיבית הנדרשת לתמיכה בצמיחת הכנסות החברה, על בסיס ניתוח רמת ההשקעות ברכוש קבוע בעבר, ובהלימה להערכות הנהלת החברה.

(5) מיסים

בהתאם למצגי הנהלת מזמינת העבודה אשר נמסרו לנו, שיעור למועד עבודתנו שיעור המס הסטטוטורי אשר חל על החברה עומד על כ- 28%.

(6) מחירי העברה

בעבודתנו הנחנו, כי מערכת מחירי ההעברה עם צדדים קשורים, ככל שיש, משקפת מחירי שוק. עוד הנחנו, כי החברה מקיימת כללי ממשל תאגידי תקין ובכלל מערכי בקרת פנים נאותים.

(7) מחיר ההון המשוקלל

בהתאמה ועל בסיס האמור, נאמד שיעור ההיוון המשוקלל הנומינלי עבודתנו ב- 20.9% (מעוגל). שיעור הניכיון לפני מס של החברה נאמד בכ- 28.4%.

(8) בדיקות סבירות

בחנו את סבירות הנחותינו גם בשים לב למשקלי ומאפייני תרחישים אודות מצבי טבע אפשריים בפעילות החברה. במסגרת זו, עשינו שימוש בשיטת PWERM – Probability Weighted Return Methodology, על בסיס ארבעה תרחישים תזרימי מזומנים מהוונים, אשר התקבלו מהנהלת החברה ואושרו על ידי דירקטוריון תדיראן.

תרחישים אלו כוללים, בין היתר (i) תרחיש הכולל את תקציב החברה, (ii) תרחיש הכולל שינויים משמעותיים לרעה בתוכניות התמריצים קיימות והצפויות; (iii) תרחיש הכולל עיכובים באימוץ תוכניות התמריצים, לרבות בשל האטה מאקרו כלכלית ו/או ושינויים רגולטוריים, אשר צפויים להוביל להאטה בצמיחה החזויה בתחום הפעילות, וזאת חרף מדיניות ממשלת איטליה והאיחוד האירופי בנוגע להגדלת ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות בכלל, ופוטו-וולטאית בפרט ו- (iv) תרחיש עלייה ניכרת בביקוש למערכות פוטו-וולטאיות, המבוססת על אימוץ רחב של תוכניות התמריצים והרחבתן, סביבת מחירי חשמל גבוהים והיצע מוגבל של מערכות פוטו-וולטאיות.



הכנסות
עלות המכר
רווח גולמי
הוצאות תפעול
רווח תפעולי

פחת
גריעה (השקעה) בהון חוזר תפעולי

CAP EX
FCF

DCF

שווי שימוש ליום 30 ביוני 2025

טווח ארוך	2029E	2028E	2027E	2026E	H2/2025E	H1/2025A	2024A	2023A	2022A
					(במיליוני אירו)				
213.3	207.1	201.0	169.8	141.9	65.3	44.7	74.6	102.4	254.4
(191.2)	(185.7)	(180.3)	(152.8)	(128.0)	(58.8)	(40.8)	(67.1)	(87.6)	(216.0)
22.0	21.4	20.8	17.0	13.8	6.6	3.9	7.5	14.8	38.4
(6.1)	(5.9)	(5.7)	(5.3)	(5.1)	(2.4)	(2.4)	(4.4)	(3.7)	(3.1)
16.0	15.5	15.1	11.6	8.8	4.2	1.5	3.1	11.1	35.3
0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2				
(0.6)	(0.6)	(3.2)	(2.8)	(3.2)	(2.2)				
(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.4)				
15.3	15.0	11.9	9.2	5.9	1.8				
22.1	5.5	5.6	5.6	4.6	1.7				

45.1

להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי השימוש של החברה, ביחס לשינוי בשיעור הניכיון לפני מס וביחס לשינוי בשיעור הצמיחה הפרמננטית של החברה (במיליון אירו):

שווי שימוש					
Pre Tax WACC					
27.4%	27.9%	28.4%	28.9%	29.4%	
48.2	47.1	46.0	45.0	44.0	4.0%
47.7	46.6	45.5	44.5	43.6	3.5%
47.2	46.1	45.1	44.1	43.2	3.0%
46.7	45.7	44.7	43.7	42.8	2.5%
46.2	45.2	44.3	43.3	42.4	2.0%

להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי השימוש של החברה, ביחס לשינוי בשיעור הניכיון לפני מס וביחס לשינוי בשיעור הרווח הגולמי בטווח הארוך (במיליון אירו):

שווי שימוש					
Pre Tax WACC					
27.4%	27.9%	28.4%	28.9%	29.4%	
43.9	42.9	42.0	41.2	40.3	9.3% שיעור
45.5	44.5	43.6	42.6	41.8	9.8% הרווח
47.2	46.1	45.1	44.1	43.2	10.3% הגולמי
48.8	47.7	46.6	45.6	44.6	10.8% בטווח
50.5	49.3	48.2	47.1	46.1	11.3% הארוך



פרק שביעי – גילוי אודות הערכות שווי קודמות שבוצעו



7. גילוי אודות הערכות שווי קודמות שבוצעו

להלן דרישות גילוי נוספות בהתאם לתוספת השלישית לתקנת ניירות ערך – דוחות מידיים ותקופתיים: הערכות שווי קודמות של המעריך:
א. במהלך שלוש השנים שקדמו למועד עבודתנו, חיוונו דעתנו בדבר אומדן שווי השימוש של החברה, במסגרת בחינת ירידת ערך בהלימה לדרישות תקן חשבונאות בין לאומי IAS36, כדלקמן:

מועד הערכה	מזמינת העבודה	מטרת העבודה	ערך בספרים של היחידה		סכום בר השבה	שולי רווח תפעולי ט"א	שיעור היוון	שיעור צמיחה פרמננטי	סוג ההצמדה
			מניבה	מזומנים					
			במיליוני אירו						
31/12/2022	תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ בחינת ירידת ערך - VP Solar Srl		86.0	105.3	10.5%	20.3%	3.0%	נומינאלי	
31/12/2023	תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ בחינת ירידת ערך - VP Solar Srl		94.0	93.5	9.8%	18.3%	3.0%	נומינאלי	
30/06/2024	תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ בחינת ירידת ערך - VP Solar Srl		90.2	82.9	9.5%	18.5%	3.0%	נומינאלי	
31/12/2024	תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ בחינת ירידת ערך - VP Solar Srl		72.9	60.1	9.4%	21.2%	3.0%	נומינאלי	
30/06/2025	תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ בחינת ירידת ערך - VP Solar Srl		63.6	45.1	7.5%	20.9%	3.0%	נומינאלי	

ב. הירידה בשווי השימוש של החברה ביחס לעבודתנו הקודמת מיוחסת בעיקרה לעדכון תחזית ההכנסות וה- EBITDA של החברה בשנים 2025-2028, על רקע אי עמידת החברה בתקציב בשנים קודמות, ובחציון הראשון של שנת 2025 ועל רקע ההאטה הצפויה במתווה הצמיחה והרווחיות.



פרק שביעי - נספחים



8. נספחים

א. תמצית דוחות הרווח וההפסד של החברה

<u>H1/2025</u>	<u>H1/2024</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>	<u>2020</u>	<u>2019</u>	<u>H1/2025</u>	<u>H1/2024</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>	<u>2020</u>	<u>2019</u>	
(לא מבוקר)				(מבוקר)				(לא מבוקר)				(מבוקר)				
כאחוז מהכנסות								במיליוני אירו								
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	44.7	32.0	74.6	102.4	254.4	132.5	43.1	39.1	הכנסות
(91.2%)	(89.2%)	(90.0%)	(85.5%)	(84.9%)	(86.7%)	(89.7%)	(87.7%)	(40.8)	(28.6)	(67.1)	(87.6)	(216.0)	(114.9)	(38.7)	(34.3)	עלות ההכנסות
8.8%	10.8%	10.0%	14.5%	15.1%	13.3%	10.3%	12.3%	3.9	3.4	7.5	14.8	38.4	17.6	4.4	4.8	רווח גולמי
(5.5%)	(6.6%)	(5.9%)	(3.6%)	(1.2%)	(1.1%)	(3.3%)	(5.3%)	(2.4)	(2.1)	(4.4)	(3.7)	(3.1)	(1.5)	(1.4)	(2.1)	הוצאות הנהלה וכלליות
3.3%	4.2%	4.1%	10.8%	13.9%	12.2%	7.0%	7.0%	1.5	1.3	3.1	11.1	35.3	16.1	3.0	2.7	רווח מפעולות רגילות
(0.1%)	(0.0%)	0.0%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	(0.0)	(0.0)	0.0	0.4	1.2	0.0	0.0	0.0	הכנסות אחרות
0.7%	1.4%	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.5%	0.0%	0.3	0.4	0.7	0.4	0.4	0.3	0.2	0.0	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
3.9%	5.5%	5.0%	11.6%	14.5%	12.4%	7.5%	7.0%	1.8	1.8	3.8	11.9	36.9	16.4	3.2	2.7	רווח לפני מס
(1.1%)	(1.5%)	(1.4%)	(3.2%)	(4.1%)	(3.4%)	(1.9%)	(1.9%)	(0.5)	(0.5)	(1.1)	(3.3)	(10.3)	(4.5)	(0.8)	(0.8)	הוצאות מסים
2.8%	4.0%	3.6%	8.4%	10.4%	9.0%	5.5%	5.1%	1.3	1.3	2.7	8.7	26.5	11.9	2.4	2.0	רווח נקי



ב. תמצית מאזני החברה

ליום 30 ביוני	ליום 31 בדצמבר	ליום 30 ביוני	ליום 31 בדצמבר	
<u>2025</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>
(לא מבוקר)	(מבוקר)	(מבוקר)	(מבוקר)	(לא מבוקר)
מזומנים ושווי מזומנים				
7.9%	18.2%	13.5%	34.1%	17.6%
29.2%	30.9%	28.1%	34.0%	50.5%
11.5%	7.6%	5.1%	0.3%	0.3%
0.0%	0.8%	0.3%	0.0%	1.5%
<u>30.3%</u>	<u>27.3%</u>	<u>40.4%</u>	<u>28.8%</u>	<u>27.2%</u>
78.9%	84.7%	87.1%	97.2%	97.1%
לקוחות				
4.2	8.8	6.1	25.8	10.6
15.5	15.0	12.6	25.7	30.3
6.1	3.7	2.3	0.3	0.2
0.0	0.4	0.1	0.0	0.9
<u>16.1</u>	<u>13.3</u>	<u>18.2</u>	<u>21.8</u>	<u>16.3</u>
42.0	41.2	39.2	73.5	58.3
חייבים ויתרות חייבים לטווח ארוך				
2.1	5.0	4.2	0.9	1.0
2.5	1.6	0.3	0.2	0.2
5.9	0.0	0.4	0.5	0.5
0.5	0.6	0.6	0.3	0.0
0.2	0.2	0.3	0.3	0.0
<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>
11.2	7.4	5.8	2.1	1.8
ה"כ רכוש שוטף				
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
סך נכסים				
<u>53.2</u>	<u>48.6</u>	<u>45.0</u>	<u>75.6</u>	<u>60.1</u>
מס הכנסה לקבל				
0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.0%
0.5%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%
44.1%	41.4%	28.3%	42.1%	45.0%
9.1%	13.6%	6.4%	4.2%	5.9%
<u>0.2%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>8.0%</u>	<u>7.6%</u>
53.9%	55.0%	34.9%	54.7%	61.7%
מס הכנסה לקבל				
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%
10.7%	0.0%	0.7%	0.5%	0.8%
0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%
<u>0.2%</u>	<u>0.2%</u>	<u>0.2%</u>	<u>0.3%</u>	<u>0.0%</u>
11.4%	0.8%	1.5%	1.2%	7.2%
34.7%	44.3%	63.6%	44.0%	31.1%
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
הון עצמי				
<u>53.2</u>	<u>48.6</u>	<u>45.0</u>	<u>75.6</u>	<u>60.1</u>
סך התחייבויות והון				



**חוות דעת בדבר השווי ההוגן של ההתחייבות
לרכישת 30% ממניות חברת VP Solar Srl
ליום 30 ביוני 2025**

תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ



הערכות שווי מקצועיות לצרכי חשבונאות מיסים עסקאות חו"ד מומחה תאגידים נכסים בלתי מוחשיים מכשירים פיננסיים

Tel : +972.3767.6966

Fax : +9723.767.6964

www.fairvalue.co.il

info@fairvalue.co.il

20 Lincoln St, Rubinstein House, 2⁸ floor, Tel-Aviv, Israel.

לכבוד
רו"ח רן סבן, סמנכ"ל כספים
תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ

הנדון: חוות דעת בדבר השווי ההוגן של ההתחייבות לרכישת 30% ממניות חברת VP Solar Srl

ליום 30 ביוני 2025

בהתאם להסכם ההתקשרות בינינו מיום 30 ביוני 2025, נתבקשנו על ידי חברת תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ (להלן "**תדיראן**") ו/או "**מזמינת העבודה**") לחוות דעתנו בדבר השווי ההוגן של ההתחייבות לרכישת 30% ממניות חברת VP Solar Srl (להלן "**החברה**") ליום 30 ביוני 2025 (להלן "**עבודתנו**") ו/או "**חוות דעתנו**").

מטרת עבודה זו הינה לחוות דעתנו להנהלת החברה בדבר השווי ההוגן של ההתחייבות לרכישת 30% ממניות החברה, על בסיס הנחות מסוימות הכלולות בגוף עבודתנו המיועדת לצרכי דיווח חשבונאי בספרי מזמינת העבודה, ולמטרה זו בלבד. למעט רואי החשבון המבקרים של מזמינת העבודה לשם ביקורתם, לא יוכל צד ג' כלשהוא לעשות בה כל שימוש או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורנו המפורש מראש ובכתב.

לצורך גיבוש חוות דעתנו, הונחנו והתבססנו על תמצית הסכמים ונתונים מסחריים אשר סופקו לנו על ידי הנהלות מזמינת העבודה, החברה ויועציהן, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתם וניסיונם. בעבודתנו, פעלנו תחת הנחת הסתמכות על מקורות מידע הנראים כסבירים, אולם לא ביצענו כל פעולות ביקורת או סקירה, כהגדרתן בדין, בפסיקה או בנוהג, או ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו מעבר לבדיקות סבירות כלליות ולפיכך, איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים אשר נמסרו ואשר שימשו בעבודתנו.

הרינו ליתן בזאת את הסכמתנו למזמינת העבודה ולתדיראן גרופ בע"מ, חברת האם של מזמינת העבודה, לצרף או לכלול בדרך של הפניה את חוות דעתנו, הנושאת את התאריך 10 באוגוסט 2025, ביחס לשווי ההוגן של ההתחייבות לרכישת 30% ממניות החברה ליום 30 ביוני 2025, אשר בוצעה על ידינו ונמסרה לכם, בדוחותיה הכספיים של תדיראן גרופ בע"מ, אשר צפויים להתפרסם ביום 13 באוגוסט 2025.

בעבודתנו התייחסנו כאמור גם למידע צופה פני עתיד שנמסר לנו על ידי הנהלת החברה. מידע צופה פני עתיד הינו מידע בלתי ודאי לגבי העתיד, המבוסס על מידע קיים בחברה למועד העבודה וכולל הערכה של הנהלת החברה או כוונותיה, נכון למועד העבודה. אם הערכות אלה לא תתממשנה ואין כל ודאות כי תתממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות ממידע זה, ככל שנעשה בו שימוש בעבודתנו. אלא אם צוין אחרת במפורש, עבודתנו מניחה ממשל תאגידי נאות, בקרה פנימית מספקת והמשך פעילות במתכונת המצוינת בעבודה. כמו כן, לא נדרשנו ובהתאמה לא הבאנו בחשבון בעבודתנו אירועי כוח עליון או אירועים מהותיים בלתי צפויים אחרים, שלא צוינו במפורש.

יודגש כי שינויים במשתנים העיקריים, בהנחות היסוד ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות עבודתנו ובהתאם את מסקנותינו. יתרה מזאת, לעיתים קרובות, הנחות מסוימות אינן מתקיימות כפי שנצפו, ועל כן יתקיימו פערים בין התוצאות בפועל להערכותינו. עבודתנו אינה מהווה בדיקת נאותות ואין להסתמך עליה כבדיקת נאותות. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של נתונים חזויים אלה, אלא הערכה כלכלית אינדיקטיבית המבוססת על מודלים כלכליים, הנחות עבודה והערכות עתידיות, כמפורט להלן ובגוף העבודה. חוות דעתנו המצורפת להלן, כוללת את תיאור המתודולוגיה אשר שימשה להערכת השווי. התיאור הכלול בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם. לסייגים נוספים, אנו מפנים את תשומת הלב לגוף עבודתנו.



עבודה זו מתייחסת למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת השווי בלבד ואין בה משום המלצה או הבעת דעה אודות ביצוע פעולה כלשהיא או הימנעות ממנה, לרבות המלצת השקעה, מכירה, דיספוזיציה או כל פעולה אחרת. בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך את הפרמטרים הכלכליים העיקריים ששימשו בעבודתנו וכן ריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים לחברה כאחד, העשויים להשפיע על תוצאות פעילותה בעתיד והתוצאות הכלכליות בפועל, אין כל ערובה או בטחון כי תוצאות המודלים וההערכות אותם נקטנו בעבודתנו יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים בידנו, ככל שידוע, במועד עבודתנו. עוד נציין כי הערכה כלכלית זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים והינה רלוונטית למועד עריכתה בלבד. בעבודתנו השתמשנו בכלי חישוב ממוחשבים ולפיכך, ייתכנו הפרשים לא מהותיים בהצגת החישובים כתוצאה מהפרשי עיגול.

אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, נתונים ומידע שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי עבודתנו ואין בו כדי הבעת עמדה. המידע המופיע בעבודתנו אף אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי או כל גורם אחר. עבודתנו אינה מיועדת לאחר מזמינת העבודה, בין היתר, היות ולמשקיעים או גורמים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים וכן שיטות הערכה, על בסיס הנחות והערכות אחרות. בהתאם, אומדן הערך הכלכלי אשר על בסיסו עשויים גורמים שונים לבצע פעולות כלכליות, עשוי להיות שונה.

עבודתנו נעשתה בהתאמה ועל פי הנחיות ומצגים, שסופקו על ידי מזמינת העבודה באופן בלעדי לצרכיה ולשימושה. אין לנו כל אחריות מכל מקור שהוא כלפי הקורא בגין גרימת נזקים מכל מקור שהוא, או בכל אופן אחר. אנו לא מחויבים לעדכן מסמך זה ולא אחראים על דיוק התכנים בו ולכן שהמידע לא השתנה מאז מועד עבודתנו.

הערכות שווי אינן מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות בשיקול הדעת של מעריך השווי. לפיכך, לא קיים שווי יחיד ובלתי מעורער ובעבודתנו נקבע טווח סביר לשווי. אנו סבורים כי השווי שנקבע בעבודתנו סביר בהתבסס על המידע שסופק לנו על ידי הנהלת החברה ומזמינת העבודה. למרות האמור לעיל, מעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לשווי שונה.

מעת לעת ביצענו עבודות כלכליות בנושאים שונים, עבור מזמינת העבודה, או בעלי מניותיה. אנו מצהירים כי אנו בלתי תלויים בחברה ובעלי מניותיה בהתאם להנחיות סגל הרשות לניירות ערך (עמדת סגל משפטית 30-105). עוד נציין כי לא נקבעו כל התניות בקשר לשכר טרחתנו, לרבות בקשר עם תוצאות עבודתנו.

אנו לא נישא באחריות בכל מקרה של הפסד, נזק או הוצאה כספית שתיווצר בעקבות כל שימוש שיבחר קורא או משתמש כלשהו במסמך זה, לעשות, או בכל הסתמכות של קורא על מסמך זה, או בכל אירוע אחר שבא בעקבות השגת גישה של קורא למסמך זה.

במסגרת הסכם ההתקשרות עם מזמינת העבודה נהיה פטורים ולא נישא באחריות כלשהי, בשום מקרה, לכל נזק, הפסד, הוצאה, עלות וכיוצא באלו, מכל מין וסוג שהוא, ישירים או עקיפים, שיגרמו למזמינת העבודה ו/או למי מטעמה ו/או לצד שלישי כלשהו, כתוצאה מכל דבר ועניין הקשור במידע אשר התקבל מצד מזמינת העבודה ו/או מי מטעמה, לרבות אך לא רק כתוצאה מאי דיוק או חוסר או כתוצאה מכל פער או מחדל אחר, מכל מין וסוג שהוא, הקשור במידע.

בנוסף לכך, נהיה חייבים בהשתתפות עד שלוש פעמים שכר טרחתנו, ולא נישא מעבר לכך באחריות כלשהי, בשום מקרה, לכל נזק, הפסד, הוצאה, עלות וכיוצא באלו, מכל מין וסוג שהם, ישירים או עקיפים, שיגרמו למזמינת העבודה ו/או למי מטעמה ו/או לצד שלישי כלשהו, עקב מעשה ו/או מחדל הקשורים במישרין ו/או בעקיפין לשירותים שנספק למזמינת העבודה (לרבות במקרה של רשלנות מצדנו או מצד כל עובד או נושא משרה מטעמנו), למעט במקרה של רשלנות רבתית ו/או הונאה ו/או זדון מצדנו.

בכל מקרה בו תופנה אלינו דרישה או תוגש נגדנו תביעה, מכל מין וסוג שהוא, הקשורה בשירותים שניתנו על ידינו למזמינת העבודה, ללא יוצא מן הכלל, מזמינת העבודה תפצה או תשפה אותנו, לפי העניין, בגין כל סכום שנידרש או ניתבע לשלם, כאמור לעיל מעל שלוש פעמים שכר טרחתנו. בנוסף לכך, מזמינת העבודה תפצה או תשפה אותנו, לפי העניין, בגין כל הוצאותינו הסבירות לצורך ההתגוננות מפני כל דרישה או תביעה כאמור, לרבות בגין מלוא שכר טרחת עורכי דין. אנו נודיע בכתב למזמינת העבודה על כל דרישה או תביעה כאמור, בסמוך לאחר קבלתה אצלנו.



בכל מקרה של דרישה או תביעה כאמור, תהיה מזמינת העבודה זכאית, לפי שיקול דעתה, לקחת על עצמה את הטיפול בהתגוננות ולמנות לצורך העניין עורך דין שייצג אותנו. זהות עורך הדין תאושר על ידינו בכתב ומראש (ובמקרה בו נתנגד לעורך הדין שיוצע על ידי מזמינת העבודה הוא יוחלף בעורך דין אחר, שזהותו תאושר על ידינו כאמור). אנו נשתף פעולה, באופן סביר, עם כל עורך דין שימונה על ידי מזמינת העבודה, כאמור לעיל ובלבד שמזמינת העבודה תכסה ותממן כל הוצאה שתהיה כרוכה בכך, באופן שלא נידרש לשלם או לממן כל הוצאה כאמור ו/או חלק ממנה. כמו כן, לא נוכל להתפשר בתביעה או בדרישה כלשהי ללא הסכמת מזמינת העבודה מראש ובכתב.

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בהתאם להנחות והסייגים המפורטים לעיל, שווי ההתחייבות למועד עבודתנו נאמד בכ- 20.9 מיליון אירו.
--



פרטים אודות מעריך השווי ומומחיותו:

חברת שווי הוגן בע"מ הינה חברה פרטית המתמחה בביצוע הערכות שווי מקצועיות מורכבות, ועבודות ייעוץ כלכלי. בין לקוחות החברה נמנות, בין היתר, עשרות חברות ציבוריות בישראל. קבוצת שווי הוגן מחזיקה בשם ומוניטין מקצועי במשרדי ראיית החשבון הגדולים, עריכת הדין, רשויות סטטוטוריות ורגולטוריות, מערכת המשפט והמערכת הפיננסית.

הצוות המוביל

ד"ר, רו"ח אלי אלעל, ASA מייסד ושותף מנהל

אלי הינו בעל תואר ראשון, שני ושלישי בכלכלה עם התמחות בחשבונאות ומימון מאוניברסיטת בן גוריון בנגב, רואה חשבון ומוסמך כמעריך שווי בכיר (ASA) מטעם הלשכה האמריקאית למערכי שווי. אלי הינו בעל ניסיון של כעשרים שנים בביצוע אלפי הערכות שווי בכלל ובהליכים משפטיים בפרט, לרבות ניסיון רב בביצוע הערכות השווי לחברות ציבוריות ופרטיות רבות, לרבות חברות אנרגיה, נדל"ן, מלונאות ותיירות, תשתית, תחבורה, חברות ביטחוניות, בנקים וחברות ביטוח, חברות אחזקה ותקשורת וחברות תעשייה ומסחר. אלי ביצע ופיקח על הערכות שווי ועבודות יעוץ כלכליות וחוות דעת מומחה רבות, עבור חברות וגופים, ציבוריים ופרטיים מהגדולים במשק הישראלי, בתי משפט וגופי ממשל.

מר אורי סנופקובסקי (MBA)

העבודה בוצעה על ידי צוות בראשות אורי, אשר הינו שותף וראש תחום הערכות שווי תאגידיות ומכשירים פיננסיים בשווי הוגן ובעל תואר ראשון (בהצטיינות) ותואר שני במנהל עסקים עם התמחות במימון מאוניברסיטת רייכמן. לאורי ניסיון עשיר של מעל עשור שנים במתן ייעוץ כלכלי והערכות שווי תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים, הערכות שווי לצורך מס, הקצאת עלויות רכישה, בדיקות פגימת מוניטין, חוות דעת הוגנות, בדיקות כלכליות וניתוחי עומק לכדאיות פרויקטים והשקעות.

Advance Finance	Business Valuations	Expert Opinions
Financial Instruments	Mergers & Acquisition	Hedge Consulting



בכבוד רב,

שווי הוגן בע"מ

תל אביב, 10 באוגוסט 2025

אלי הוגן



תוכן עניינים

1.	כללי	8
2.	מתודולוגיה	9
3.	הנחות עבודה	11
4.	תוצאות עבודתנו	12
5.	נספחים	12



מילון מונחים

מונח	הגדרה
תדיראן ו/או מזמינת העבודה	תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ
החברה	VP Solar Srl
המוכרת	Green Group Srl
עבודתנו ו/או חוות דעתנו	חוות דעת בדבר השווי ההוגן של ההתחייבות לרכישת 30% ממניות VP Solar Srl ליום 30 ביוני 2025
תשלום התמורה המותנית הראשון	תשלום בשיעור 50% מסך התמורה המותנית, אשר שולם בסמוך לאחר אישור הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2022
ההתחייבות	מערך אופציות רכש ומכר לרכישת 30% ממניות חברת VP Solar Srl
מועד עבודתנו ו/או מועד החישוב	30 ביוני 2025
מודל מונטה קרלו	שיטה אלגוריתמית לפתרון בעיות חישוביות באמצעות הרצת פרמטרים סטוכסטיים במספר רב של מצבי עולם
IFRS 13	תקן דיווח כספי בינלאומי 13 מדידת שווי הוגן

מקורות מידע אשר שימשו בעבודתנו:

- טיוטת נתונים כספיים של החברה ליום 30 ביוני 2025.
- תחזית תוצאות כספיות חזויות של החברה לשנים 2025-2027.
- הסכמים אשר התקבלו מהנהלת החברה.
- תקציב החברה המאושר לשנת 2025.
- תכנית עסקית רב שנתית מאושרת על ידי דירקטוריון החברה לשנים 2025-2027.
- FSI.
- שיחות עם הנהלת החברה.



ביום 25 בינואר 2022 השלימה תדיראן אנרגיה מתחדשת בע"מ (להלן "תדיראן" ו/או "מזמינת העבודה") עסקה עם חברת Green Group SRL (להלן "המוכרת") לרכישת 60% ממניות חברת VP Solar Srl (להלן "החברה"). בהתאם למידע שנמסר לנו, כללה התמורה בעסקה, בין היתר, את הרכיבים הבאים:

(א) תמורה מותנית

בסמוך לאחר מועד אישור הדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2022, תשלם תדיראן למוכרת 50% ממכפלת (i) מכפיל 5.5 על ה- EBITDA של החברה לשנת 2022 ב- (ii) שיעור המניות הנרכשות (60%), ובניכוי (iii) התמורה הבסיסית כפי שהוגדרה בעסקה (להלן "תשלום התמורה המותנית הראשון"). בנוסף, בסמוך למועד אישור הדוחות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2023 תשלם תדיראן למוכרת מכפלה של (i) מכפיל 5.5 על ה- EBITDA הממוצעת של החברה לשנים 2022-2023 ב- (ii) שיעור המניות הנרכשות (60%), בניכוי (iii) התמורה הבסיסית כפי שהוגדרה בעסקה ובניכוי (iv) תשלום התמורה המותנית הראשון. עוד כוללת התמורה המותנית, תקרת תשלום אשר תשלם תדיראן, בסך של כ- 16 מיליון אירו. בנוסף, ככל שבשנת 2023 תחול הרעה משמעותית בתוצאות, תהא זכאית תדיראן להחזיר עד לגובה התשלום הראשון של התמורה המותנית.

בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2022 הסתכמה ה- EBITDA של החברה בסך של כ- 35.6 מיליון אירו. בהתאמה, ובשים לב למרכיבי תשלום התמורה המותנית הראשון, נקבע תשלום זה על כ- 16 מיליון אירו, אשר הינו תקרת תשלום התמורה המותנית, כמתואר לעיל.

(ב) התחייבות לרכישת 40% ממניות החברה

במסגרת עסקת הרכישה, לתדיראן ניתנה אופציה לרכוש את יתרת החזקות המוכרת בחברה (40%) ולמוכרת ניתנה אופציה למכור את יתרת החזקות (40%) בחברה. בהתאם למידע שנמסר לנו, האופציות תיכנסנה לתוקף החל ממועד אישור הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2024 ולתקופה של 40 יום. תוספות המימוש של האופציות זהות ומבוססות על מכפיל 6 על ממוצע ה- EBITDA של החברה לשנים 2023-2024, בניכוי חוב פיננסי, נטו במועד מימוש האופציה. נוכח מאפייני האופציה לעיל, אזי מבחינה חשבונאית שקול מערך האופציות לחוזה סינטטי לרכישת 40% ממניות החברה.

ביום 27 בנובמבר 2023 עדכנו מזמינת העבודה ובעל מניות המיעוט בחברה את תנאי העסקה. במסגרת עדכון זה, בתקופה של 30 ימים ממועד אישור הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2024, תרכוש מזמינת העבודה 10% ממניות החברה בתמורה למכפיל 6 על ממוצע ה- EBITDA של החברה לשנים 2023-2024, בניכוי חוב פיננסי, נטו במועד מימוש האופציה. עם מימוש האופציה כאמור, תחזיק מזמינת העבודה ב- 70% ממניות החברה.

מאחר וחלף המועד אשר בו נקבע גובה התשלום בגין 10% ממניות החברה, אומדן שווי ההתחייבות לרכישת 10% ממניות החברה אינו מהווה חלק מתחולת עבודתנו.

בנוסף, הוסכם בין מזמינת העבודה ובעל מניות המיעוט כי מועד המימוש עבור יתרת 30% מהון המניות של החברה יחל עם מועד אישור הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2027 ויימשך 30 ימים. ה- EBITDA המשמשת לחישוב תוספת המימוש לרכישת יתרת 30% ממניות החברה תיקבע כגבוהה מבין (1) ממוצע ה- EBITDA של החברה לשנים 2023-2024, בתוספת 10% ו- (2) ממוצע ה- EBITDA של החברה לשנים 2026-2027. תוספת המימוש של האופציה לרכישת יתרת 30% ממניות החברה תיקבע בהתאם למכפיל 6 על ה- EBITDA כאמור, ובניכוי חוב פיננסי, נטו במועד מימוש האופציה (להלן "ההתחייבות").

בעבודתנו נתבקשנו לחוות דעתנו בדבר השווי ההוגן של ההתחייבות ליום 30 ביוני 2025 (להלן "מועד עבודתנו").



א. מדרג שווי הוגן

ביום 12 במאי 2011 פורסם תקן דיווח כספי בינלאומי 13 *מדידת שווי הוגן* (להלן **"IFRS 13"**) על ידי הוועדה לתקני חשבונאות בינלאומיים. IFRS 13 מגדיר שווי הוגן, מספק הנחיות לגבי אופן מדידת שווי הוגן, כאשר מדידה זו נדרשת על ידי תקנים אחרים וכן קובע הוראות גילוי המתייחסות לנושא זה.

IFRS 13 אינו חל על עסקאות תשלום מבוסס מניות, אשר בתחולת תקן דיווח כספי בינלאומי 2 וכן עסקאות חכירה, אשר בתחולת תקן חשבונאות בינלאומי 17. בנוסף, IFRS 13 אינו חל על מדידות שדומות אך אינן נחשבות לשווי הוגן, כגון שווי מימוש נטו של מלאי או שווי שימוש.

מדידת שווי הוגן תבוצע תוך שימוש בטכניקות הערכה מתאימות בהתאם לנסיבות, אשר לגביהן קיימים נתונים מספקים לשם מדידת שווי הוגן, תוך מקסום השימוש בנתונים הנצפים הרלוונטיים ומזעור, ככל שניתן, של השימוש בנתונים שאינם נצפים. שווי הוגן הינו המחיר שיחול בעסקה ממכירת נכס או מהעברת התחייבות בעסקה סדירה (Orderly) בין משתתפי שוק (Market Participant) במועד המדידה (מחיר יציאה, Exit Price) תחת תנאי השוק הנוכחיים, בין אם הוא נצפה בשוק פעיל (Active Market) או מוערך באמצעות טכניקות הערכה.

מדידת שווי הוגן נחלקת לשלוש רמות במדרג השווי ההוגן (Fair Value Hierarchy), ועל ישות ליישמה כמופיע בתקן דיווח כספי בינלאומי 13 *מדידת שווי הוגן*. המדידה נערכת בהתבסס על הנתונים המשמשים בטכניקות הערכת השווי ההוגן שבה נעשה שימוש להלן:

רמה 1 - מחירים מצוטטים (ללא התאמות) בשוק פעיל של פריטים זהים לנכס או להתחייבות הנמדדים, אשר לישות קיימת גישה אליהם במועד המדידה.

רמה 2 - נתונים אשר אינם מחירים מצוטטים הכלולים ברמה הראשונה, אולם הינם נצפים עבור הנכס או ההתחייבות הנאמדים, בין במישרין (מחירים) ובין בעקיפין (נגזרים מהמחירים).

רמה 3 - נתונים לגבי הנכס או ההתחייבות, אשר אינם מבוססים על נתוני שוק נצפים, אולם משקפים הנחות שמשתתף שוק היה מניח בקביעת מחיר נאות לנכס או להתחייבות.

על פי IFRS 13 נדרש כי הסיווג של מכשירים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן ייקבע על בסיס מקור הנתונים ששימשו לקביעת השווי ההוגן, בהתאמה למדרג השווי ההוגן. מדידת שווי הוגן כאמור תבוצע בהתאמה לרמה הנמוכה ביותר האפשרית, על בסיס מקור הנתונים שהינם משמעותיים למדידת השווי ההוגן.

בעבודתנו בחנו את הנתונים ששימשו בה כאמור, על בסיס מדרג השווי המפורט לעיל. מאחר ולשווי ההתחייבות אין ציטוט בשוק פעיל (Level 1), אמדנו את שוויה על בסיס מדרג השווי כאמור, באופן המשלב שימוש במודלים מימוניים, בנתוני שוק ועל בסיס הנחות יסוד מסוימות המפורטות לעיל ולהלן בעבודתנו. שינוי בהנחות יסוד אלו צפוי לשנות את תוצאות הערכתנו באופן מהותי.



Monte Carlo (להלן "מונטה קרלו") הינה שיטה אלגוריתמית לפתרון בעיות חישוביות באמצעות הרצת פרמטרים סטוכסטיים במספר רב של מצבי עולם וביצוע חישובים על התרחישים השונים אשר התקבלו. שימוש בשיטה זו נהוג במקרים בהם אין אפשרות דטרמיניסטית למדל את מושא המחקר.

בעבודתנו השתמשנו במודל מונטה קרלו קורלטיבי על מנת לאמוד את ההכנסות וההוצאות העתידיות של החברה לצורך בחינת השווי ההוגן של ההתחייבות לרכישת יתרת מניות החברה בתרחישים שונים, כמפורט לעיל. מודל המונטה קרלו מבוסס סדרות סימולציית משתני החלטה סטטיסטיים סטוכסטיים קורלטיביים, המבוססים על אומדני סטיות תקן ומתאמים בין הפרמטרים המסומלצים כמתואר לעיל, אשר נאמדו, בין היתר, על בסיס נתונים אשר נמסרו לנו ממזמינת העבודה. להלן נוסחת החישוב לתהליך סטוכסטי קורלטיבי¹, אשר שימשה בעבודתנו:

$$S_t = S_{t-1} \cdot \exp \left[\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) \cdot T + \varepsilon \cdot \sigma \cdot \sqrt{T} \right]$$

כאשר:

S_{t-1} – שווי נכס הבסיס בזמן t

Drift – μ

σ – תנודתיות נכס הבסיס

T – זמן בין תקופה t-1 לבין תקופה t

ε – משתנה מקרי המתפלג נורמלית, בעל ממוצע 0 וסטיית תקן 1

עבור נכסים מתואמים מוגדר ε_i לכל $1 \leq i \leq n$, באופן הבא:

$$\varepsilon_1 = \alpha_{11} \cdot x_1$$

$$\varepsilon_2 = \alpha_{21} \cdot x_1 + \alpha_{22} \cdot x_2$$

$$\varepsilon_3 = \alpha_{31} \cdot x_1 + \alpha_{32} \cdot x_2 + \alpha_{33} \cdot x_3$$

$$\varepsilon_n = \alpha_{n1} \cdot x_1 + \alpha_{n2} \cdot x_2 + \dots + \alpha_{nn} \cdot x_n$$

כאשר:

x_i – משתנה מקרי אשר מתפלג נורמלית, בעל ממוצע 0 וסטיית תקן 1.

n – מספר נכסי הבסיס.

מקדמי ה- $\alpha_{i,j}$ השונים מחושבים באמצעות פרוצדורת פירוק קולסקי (Cholesky Decomposition).

¹ Correlated Geometric Brownian Motion (CGBM)



3. הנחות עבודה

א. נתוני החברה בפועל

בעבודתנו עשינו שימוש בנתונים הכספיים של החברה לשנים 2023-2024 ולחציון הראשון לשנת 2025, כמפורט להלן (במיליוני אירו):

	2023A	2024A	H1/2025A
הכנסות	102.4	74.6	44.7
EBITDA	11.9	3.4	1.7

ב. הפרמטרים המסומלצים

בהתאם למידע שנמסר לנו על ידי מזמינת העבודה, להלן תחזית ההכנסות והוצאות התפעול ללא פחת של החברה, אשר מתבססת על הערכותינו בנוגע לתחזיות הנהלת מזמינת העבודה והחברה לשנים 2025-2027, מהוונות למועד עבודתנו בשיעור ההיוון של החברה, אשר נאמד בכ- 20.9% ושיעור השינוי השנתי של פרמטרים אלה (במיליוני אירו):

	2026E	2027E	Q3-Q4/2025E
הכנסות	141.9	169.8	65.3
הכנסות, מהוונות	117.3	116.1	62.3
הוצאות תפעול ללא פחת	(132.6)	(157.7)	(60.9)
הוצאות תפעול ללא פחת, מהוונות	(109.7)	(107.8)	(58.1)
שיעור שינוי שנתי (drift)	2.0%	2.2%	1.9%

ג. סטיית תקן

בעבודתנו אמדנו את סטיות התקן של הפרמטרים המסומלצים, על בסיס נתונים כספיים של חברות המדגם: כאומד לסטיית התקן של הפרמטרים המסומלצים, בהתאם למשך חיי ההתחייבות. אומדני סטיות התקן אשר שימשו בחישובנו נאמדו בכ- 21% עבור הכנסות החזויות ובכ- 21% עבור הוצאות התפעול ללא פחת, החזויות.

ד. נכס פיננסי, נטו

לשווי הפעילות המשתמע על פי המכפיל, הוספנו (הפחתנו) את מרכיב הנכס הפיננסי (חוב פיננסי) נטו, תוך התחשבות בהתפתחותו המסומלצת.

ה. מניפת תוספות מימוש אפשרית

אמדנו את מניפת תוספות המימוש האפשריות בהתאם לתרחישים השונים המתורחשים בסימולציית מונטה קרלו.

ו. תקופת המימוש

על פי תנאי ההסכם והעדכון להסכם, ההתחייבות לרכישת יתרת 30% ממניות החברה ניתנת למימוש החל ממועד אישור הדוחות הכספיים של שנת 2027 ולתקופה של שלושים ימים. בעבודתנו, אמדנו את שווי ההתחייבות בהתאם לאמור לעיל.

ז. סיכון האשראי

סיכון האשראי בחישובנו נאמד על בסיס אומדן אינדיקציית סיכון האשראי של מזמינת העבודה, על בסיס שיעורי התשואה של אגרת חוב סחירה של תדיראן גרופ בע"מ למועד עבודתנו, כמפורט להלן:

מח"מ	סיכון אשראי
0.5	4.9%
1.5	4.8%
2.5	4.8%

ח. גורמי סיכון עיקריים

גורמי הסיכון העיקריים אשר עשויים להשפיע על התממשות הערכות מזמינת העבודה והחברה בדבר היקף ההכנסות של החברה, הינם: המשך ירידה במחירי החשמל באירופה ובאיטליה בפרט, שינויים מהותיים לרעה בסיבת המאקרו באיטליה- לרבות עליה בשיעור הריבית והאינפלציה, שינויים מהותיים בשיטת התמריצים שתנהיג ממשלת איטליה, המשך חוסר היציבות בהיקף המלאי של מערכות סולאריות והמשך בירידת המחירים של מערכות אלה.



4. תוצאות עבודתנו וניתוחי רגישות

א. תוצאות עבודתנו

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בהתאם להנחות והסייגים המפורטים לעיל, שווי ההתחייבות לרכישת 30% ממניות החברה נאמד בעבודתנו בכ- 20.9 מיליון יורו.

ב. ניתוחי רגישות

להלן ניתוחי רגישות לשווי ההתחייבות ביחס לשינוי ב- EBITDA בשנות התחזית (במיליוני אירו):

	5%	2.5%	0%	-2.5%	-5%
שווי ההתחייבות	21.4	21.2	20.9	20.7	20.5

להלן ניתוחי רגישות לשווי ההתחייבות ביחס לשינוי בשיעור ההיוון של החברה (במיליוני אירו):

	2%	1%	0%	-1%	-2%
שווי ההתחייבות	20.7	20.8	20.9	21.1	21.2

5. נספחים

דרישות גילוי נוספות בהתאם לתוספת השלישית לתקנת ניירות ערך – דוחות מיידים

ותקופתיים: הערכות שווי קודמות של מעריך השווי

א. במהלך 3 השנים שקדמו למועד עבודתנו, חיווינו דעתנו בדבר שווי ההתחייבות לרכישת יתרת מניות החברה לצרכי דיווח חשבונאי כדלקמן (במיליוני אירו):

מועד החישוב	שווי ההתחייבות
30/06/2022	46.2
30/09/2022	47.6
31/12/2022	52.0
31/03/2023	45.4
30/06/2023	44.5
30/09/2023	40.3
31/12/2023	41.9
31/03/2024	41.2
30/06/2024	34.2
30/09/2024	31.8
31/12/2024	25.7
31/03/2025	26.2

ב. הירידה בשווי ההתחייבות בעבודה הנוכחית ביחס לעבודה הקודמת מיוחסת בעיקרה לתחזית הכנסות ו- EBITDA נמוכה יותר ביחס לעבודתנו הקודמת, על רקע אי עמידת החברה בתקציב ובשים לב להרעה הצפויה בהכנסות ו- EBITDA כפי שבאה לידי ביטוי בתחזית הרב שנתית של החברה לשנים 2025-2027.

