

ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי חברת פאוורג'ן בע"מ

generation

powergen

31.12.2025

נתבקשנו על-ידי ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "ג'נריישן" ו/או "מזמינת העבודה") לבצע הערכת שווי להחזקותיה בחברת פאוורג'ן בע"מ (להלן: "פאוורג'ן" ו/או "החברה"). הערכת שווי התבצעה ליום 31 בדצמבר 2025 (להלן: "מועד הערכת שווי"). הערכת שווי תבוצע לטובת הצגת ההשקעה בדוחות הכספיים של ג'נריישן בשווי הוגן. מדידת השווי ההוגן בוצע בהתאם לתקן דיווח כספי 13 - מדידת שווי הוגן, IFRS 13.

ההתקשרות בין BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ (להלן: "BDO") לבין ג'נריישן קפיטל בע"מ אושרה ונחתמה על ידי מר איתי פלד סמנכ"ל כספים, ביום ה-16 בדצמבר, 2025. ממצאינו ישמשו את ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה, למטרות דיווח פיננסי במסגרת עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין. עבודה זו מיועדת לשימושם הבלעדי של חברת ג'נריישן, הנהלתה ומבקריה הבלתי תלויים בלבד על פי כל דין.

ידוע לנו ואנו מסכימים כי העבודה תשמש ו/או תיכלל בדוחות כספיים ליום 31 בדצמבר 2025, לרבות ככל שהדוחות כאמור יכללו במסגרת תשקיף או תשקיף מדף או דוחות הצעת מדף שיפורסמו על ידה, לרבות בדרך של הפנייה, וכן בכל דיווח מידי לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ותקנותיו אשר על פי הוראות הדין ג'נריישן תידרשנה במסגרתו לצרף את העבודה הכלכלית.

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

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

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

הרינו לציין כי אין לנו כל תלות בחברת ג'נריישן ו/או בחברות בנות שלה ואיננו בעלי עניין או צפויים להפוך לבעלי עניין באף אחת מהחברות או בנכסיהן בעתיד. אנו בלתי תלויים בחברת ג'נריישן כמשמעותו של מונח זה בחוק רואי חשבון תשט"ו – 1955 ובתקנותיו שהותקנו על פיו, לרבות תקנות רואי חשבון (ניגוד עניינים ופגיעה באי תלות כתוצאה מעיסוק אחר) התשס"ח – 2009, בתקני ביקורת ובכללי ההתנהגות המקצועית של לשכת רואי החשבון בישראל, ובהתאם לעמדת סגל רשות ניירות ערך מס' 105-30. עוד נציין כי לא נקבעו התניות לקבלת שכר הטרחה בקשר עם תוצאות חוות דעת זו.

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

עבודתנו התבססה על נתונים, מסמכים ומצגים כמפורט להלן:

- דוחות כספיים, לרבות מאזני הרכבה, של החברה ושל החברות בנות לימים 31 בדצמבר 2024-2025;
- חומר רקע ומצגות הנהלה אודות פעילות החברה;
- תחזיות ומודלים פיננסיים מעודכנים למועד הערכת שווי;
- נתונים נוספים, שנמסרו לנו בכתב ובעל פה על ידי הנהלת החברה;
- מידע גלוי לציבור;
- ביקורים פיזיים בנכסי החברה;
- דיונים ושיחות עם אנשי מפתח בחברה:

□ ג'נריישן קפיטל - ארז בלשה, מנכ"ל; איתי פלד, סמנכ"ל כספים ומתן אלגריסי, מנהל כספים.

□ פאוורג'ן - דן קלינברגר, מנכ"ל; ירון אמזלג, סמנכ"ל כספים; הראל שליסל, סמנכ"ל שותפויות ואסטרטגיה; דן גבע, סמנכ"ל פיתוח עסקי; גיתית רוזנפלד, סמנכ"ל ויועצת משפטית ראשית ותום אלמוג, VP Finance.

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

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

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

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

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

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי נכון למועד הערכת השווי, שווי החברה כ-2,040 מיליוני ש"ח כדלקמן:

אלפי ש"ח	שווי ליום 31 בדצמבר, 2025	שיעור החזקה
פאוורג'ן סולאר איי	567,704	100%
MRC	376,773	16.7%
תחנת ריינדיר	244,918	27.5%
תחנות צפוניות	553,455	86.2%
תחנות חופיות	137,536	35%
PSP	103,162	25.5%
בזק-ג'ן	134,224	50%
זאן אנרגיה טעינה	40,255	50%
נכסי מתחדשות בייזום מתקדם	432,101	100%
חוב נטו והתאמות	(549,737)	
סה"כ שווי פאוורג'ן	2,040,391	



בכבוד רב,

רו"ח שגיב מזרחי, שותף

BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ

נחתם בתאריך: 22 במרץ, 2026

תמצית ממצאים	1
החברה ופעילותה	2
פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)	3
MRC	4
תחנת ריינדיר	5
תחנות צפוניות	6
תחנות חופיות	7
PSP	8
בזק-ג'ן	9
זאן אנרגיה טעינה	10
נכסי מתחדשות בייזום מתקדם	11
חוב נטו והתאמות	12
נספחים	13

להלן תמצית הנכסים המהותיים שתחת פאוורג'ן

אלפי ש"ח	ביאור	שווי ליום 31 בדצמבר, 2025	שיעור החזקה
פאוורג'ן סולאר איי	1	567,704	100%
MRC	2	376,773	16.7%
תחנת רינדיר	3	244,918	27.5%
תחנות צפונית	4	553,455	86.2%
נכסי מתחדשות בייזום מתקדם	5	432,101	100.0%
חופיות, PSP, בזק-ג'ן וזאן טעינה		415,177	
חוב נטו והתאמות		(549,737)	
סה"כ שווי פאוורג'ן		2,040,391	

*פירוט מלא אודות הנכסים ניתן לראות במסגרת התיאור המפורט

להלן ניתוח רגישות המציג את שווי החברה בהתאם לשינויים של חצי אחוז בשיעורי היוון (אלפי ש"ח):

שינוי בשיעור היוון				
1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
1,554,736	1,785,766	2,040,391	2,322,358	2,636,132

מחיר ההון העצמי הממוצע נאמד בכ-11%.

הנחות עבודה עיקריות

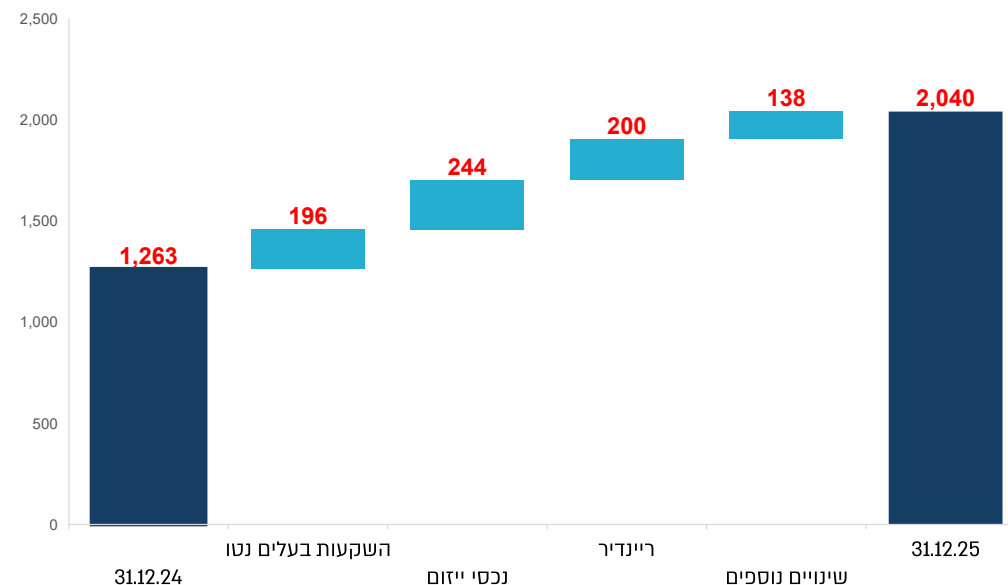
- ❖ תחזיות נומינליות - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה מוצגות בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת השווי ההוגן, לרבות שיעור ההיוון, הינן בערכים נומינליים מבוססות על תחזית אינפלציה של כ-2.2%.
- ❖ שיעור מס – הונח שיעור מס של 23% שהינו שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה. כמו כן, לקבוצה הפסדים להעברה שהוקצו לכל אחת מהישויות המשפטיות.
- ❖ התחזיות אשר הוטמעו במודלים הפיננסיים בקשר לתעריפי החשמל העתידיים (SMP, תעו"ז, רכיב ייצור, רכיב מערכתיות ועוד) נבנו בעזרת מומחה שוק חיצוני, מר חן הרצוג, שותף וכלכלן ראשי ב-BDO, למועד הערכת שווי.
- ❖ שווי נכסי יבולי שמש נלקח לפי עלות ההשקעה בחברה.
- ❖ לפאוורג'ן הסכמי קרקע נוספים להקמה של תחנות כוח לרבות תחנת כוח שצפויה להיות צמודה לחוות שרתים אשר בגינם לא ניתן שווי לאור העובדה שהן בייזום ראשוני.
- ❖ לא בוצעה התאמה לשווי בגין עלויות המטה של פאוורג'ן מתוך הנחה כי אלו מתקזזות (לכל הפחות) עם ערך הפלטפורמה ופוטנציאל הצמיחה של פאוורג'ן.

ביצענו עבור ג'נריישן קפיטל, הערכת שווי החזקות בחברה בהתאם להוראות IFRS ליום ה-31, בדצמבר 2024. במסגרת הערכת שווי זו הערכנו את ששוויה של החברה בכ- 1,263 מיליוני ש"ח.

אלפי ש"ח

1,262,985	31.12.24
195,500	השקעות בעלים נטו
581,906	שערך *
2,040,391	יתרת סגירה 31.12.25
40%	שערך באחוזים

*בהתאם לשוויים הנגזרים בהערכת השווי



להלן הסיבות העיקריות לעליית השווי ביחס להערכת השווי הקודמת:

- ❖ השקעות בעלים נטו - השקעות של ג'נריישן בפאוורג'ן בניכוי דיבידנדים שנמשכו, במהלך שנת 2025.
- ❖ נכסי ייזום - כולל PV ואגרו משולבי אגירה, אגירה מתח עליון ואגירה מתח גבוה. חלה עלייה משמעותית בשווי, כ-432 מיליון ש"ח, לעומת כ-188 מיליון ש"ח בעבודה הקודמת. הגידול בשווי נובע מהתקדמות מהותית בייזום הפרויקטים, מהוספת צבר פרויקטים נוסף וכן מירידה בשיעור ההיוון, המשקפת שיפור בכרופיל הסיכון והבשלה תכנונית של הנכסים.
- ❖ שווי החזקות בריינדיר - הגידול המשמעותי בשווי ההחזקה בריינדיר נובע מהתקדמות מהותית של הפרויקט אשר באה לידי ביטוי בקבלת אישור ממשלה להקמת התחנה וצפי לסגירה פיננסית במהלך שנת 2026 ותחילת הקמה בסמוך לאחר מכן.
- ❖ שינויים נוספים - ירידה בשיעורי ההיוון כתוצאה מסביבת מאקרו, התקדמות בזמן ושינויים נוספים.

שיעור הון

נכסי אגירה 2 הונונו בשיעור הון משוקלל של כ-8.5%. שיעור ההון לנכסים הפעילים ירד ב-0.75% וביתרת החיים הכלכליים ירד ב-0.25% ביחס להערכת שווי קודמת. בנכסים בישראל נעשה שימוש בשיעור הון לבעלים של 8.25% (למעט מערכות קרקעיות בינוניות, שם נעשה שימוש בשיעור הון WACC של 6.25%) ולתקופת הרישיון ויתרת החיים הכלכליים בשיעור הון WACC של 7.5%. לסיכום, עיקר העלייה בשווי פאוורג'ן סולאר איי נובעת מירידה רוחבית בשיעורי ההון בכלל הפרויקטים, וזאת על רקע שינויים בסביבת המאקרו והגעת שני פרויקטים, ביכורה וסופה, לשלב הפעלה מסחרית.

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 0.5% בשיעור ההון של נכסי סולאר איי על שווי סולאר איי (באלפי ש"ח):

שיעור הון משוקלל				
9.00%	8.50%	8.00%	7.50%	7.00%
486,164	525,024	567,704	614,688	666,531

פעילות החברה בתחום האנרגיה המתחדשת נעשית באמצעות פאוורג'ן סולאר איי (100%) (לשעבר סולגרין בע"מ). לחברה נכסים בהקמה ולקראת הקמה בהספק כולל של כ-106 מגה-וואט ייצור ו-262 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה, ונכסים בשלבים שונים של ייצום בהספק כולל של כ-192 מגה-וואט ייצור וכ-5,770 מגה-וואט שעה אגירה. להלן שווי פאוורג'ן סולאר איי ללא נכסי ייצום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש בעבודה הנוכחית אל מול הערכת השווי מיום 31.12.24:

פאוורג'ן סולאר איי בע"מ	אלפי ש"ח
31.12.2024	515,756
31.12.2025	567,704

להלן הנחות מרכזיות אשר שימשו אותנו בהערכת השווי:

נכס	הכנסות	הוצאות	דגרגציה שנתית	תקופת התחזית
אגירה PV 2	לפי הסכם PPA עם בזק-ג'ן		0.35%-0.4%	אורך החיים
נכסים נוספים בישראל	FIT	קבועות וסטנדרטיות	0.40%	הכלכלי של הנכסים
נכסי איטליה	בעיקר FIT		0.40%	

להלן שווי MRC בחלוקה ליחידות הייצור השונות:

אלפי ש"ח	שיעור היזון רישיון	שיעור החיים הכלכליים יתרת החיים	הספק	שווי
מחז"מ וטורבינות סולר	8.50%	8.50%	583	1,458,499
פיקר	8.25%	8.50%	230	507,933
שטח אופציה (H)*	9.00%	10.50%	900	230,967
סה"כ				2,197,400
חלק פאוורג'ן				366,233
התאמות מאזניות				10,540
חלק פאוורג'ן				376,773

שיעור היזון - בעבור המחז"מ והפיקר נעשה שימוש בשיעור היזון לבעלים לשנות הרישיון ושיעור היזון WACC ליתרת החיים הכלכליים בהתאם לאורך החיים של כל תחנה.

*בנוסף, לחברה אופציה להקמת יחידת ייצור נוספת מסוג H בשטח התחנה בהספק של 900 מגה-וואט. מדובר בקרקע צמודת דופן לתחנה עם המלצה תכנונית ובעלת סיכויי הקמה גבוהים. מעבר לשיעורי ההיזון הנקובים לעיל, לתקופת הייזום של תחנה זו נעשה שימוש בשיעור היזון של 30%.

MRC הינו אתר ייצור חשמל באזור התעשייה אלון תבור. אתר הייצור כולל טורבינת גז בהספק מותקן של 363 מגה וואט ו-2 טורבינות סולר (פיקריות) בהספק מותקן של 220 מגה וואט (110 מגה וואט כל אחת). בנוסף, בשנה האחרונה הסתיימה באתר הקמתה של תחנת כח פיקרית חדשה בהספק מותקן של 230 מגה וואט אשר נכנסה להפעלה מלאה באוקטובר 2025.

להלן שווי MRC בעבודה הנוכחית אל מול הערכת השווי מיום 31.12.24:

אלפי ש"ח	
31.12.2024	357,934
31.12.2025	376,773

להלן הנחות מרכזיות אשר שימשו אותנו בהערכת השווי:

נכס	הכנסות	זמינות	עלויות	תקופת התחזית
מחז"מ וטורבינות סולר	זמינות + SMP/MCP ותעריף משלים	שימור הרמה הקיימת עם התאמות נורמטיביות בגין חלוף הזמן	עלות גז טבעי לפי הסכם קיים, תחזוקות והשקעות בהתאם להסכמי O&M-ו-LTSA	אורך החיים הכלכלי של הנכסים
פיקר				
שטח אופציה (H)				

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעורי הרווח (באלפי ש"ח):

שיעור הרווח משוקלל				
9.5%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%
316,724	345,131	376,773	412,110	451,682

- בהתאם להנהלת החברה, ישנן אפשרויות נוספות לעליית ערך אשר לא נלקחו בהערכת שווי זו לאור רמת ההבשלה שלהן:
- ❖ מכירת חשמל בילטרלית מתחנות שמוכרות כיום בהעמסה מרכזית לנגה.
 - ❖ שחלוף יחידות הסולר ביחידות גז חדשות לאחר סיום הפעלת יחידות הסולר.
 - ❖ העלאת הרישיון של יחידת הפיקר מ-230 MW ל-280 MW בהתאם להספק הקיים.
 - ❖ הוספת יחידת קיטור בפיקר של כ-70 MW.

החברה מחזיקה בכ-27.51% בתחנת הכוח ריינדיר אשר נמצאת בשלבי פיתוח מתקדמים הממוקמת באזור מועצה אזורית דרום השרון. התחנה תהיה בעלת הספק של עד 900 מגה-וואט.

להלן שווי החזקות החברה בריינדיר בעבודה הנוכחית אל מול הערכת השווי מיום 31.12.24:

שווי החזקות בריינדיר	אלפי ש"ח
31.12.2024	44,736
31.12.2025	244,918

הערכת שווי ההחזקות בריינדיר נעשתה בשני שלבים. בשלב הראשון היוונו את התזרים המזומנים ליום תחילת ההקמה בשיעור היוון לבעלים (Ke) של 13.25% לתקופת הרישיון כאשר יתרת החיים הכלכליים חושבה גם לאותו יום, בתזרים לא ממונף עם שיעור היוון (WACC) של 10.5%. בהתאם לאישור ממשלה שהתחנה קיבלה הנהלת החברה מניחה כי תשלום סגירה פיננסית במהלך שנת 2026 ותתחיל הקמה בסמוך לאחר מכן. בהתאם לכך סך התזרים המהוון נאמד בכ-1,353 מיליוני ש"ח ליום תחילת ההקמה. לאחר מכן נעשה היוון ליום הערכת השווי בשיעור היוון יזמי של 30%. בהתאם לכך שווי התזרים המהוון נאמד בכ-1,041 מיליוני ש"ח ליום הערכת השווי.

כאמור לעיל, עיקר העלייה בשווי תחנת ריינדיר ביחס לשנה הקודמת נובע מהתקדמות מהותית בייזום הפרויקט, ובפרט מקבלת אישור ממשלתי לתחנה. להלן הנחות מרכזיות אשר שימשו אותנו בהערכת השווי:

הנחות עיקריות	הקמה	הכנסות	עלויות	תקופת התחזית
ריינדיר	כ-4 שנים, CAPEX כ-5.3 מיליארד ש"ח	זמינות + SMP/MCP ותעריף משלים	עלות גז טבעי בהתאם למחירי שוק, תחזקות והשקעות בהתאם להסכמי LTSA ו-O&M מקובלים	אורך חיים כלכלי של התחנה

אלפי ש"ח	החזקות בריינדיר
תזרים מהוון 31.12.26	1,352,803
ריבית ייזום להיוון	30.00%
שווי תזרים מהוון 31.12.25	1,040,617
מזומנים והלוואות בעלים	(60,788)
שווי ריינדיר (100%)	979,830
שיעור החזקות פאוורג'ן	27.51%
חלקה של פאוורג'ן	269,509
התאמות נוספות	(24,592)
החזקות פאוורג'ן בריינדיר	244,918

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעור ההיוון לתקופת הרישיון ושינוי של 0.5% בשיעור ההיוון של יתרת החיים הכלכליים (באלפי ש"ח):

שיעור היוון - תקופת הרישיון						
14.25%	13.75%	13.25%	12.75%	12.25%		
283,011	289,633	296,667	304,144	312,098	9.50%	שיעור היוון - יתרת החיים הכלכליים
254,781	261,404	268,437	275,914	283,869	10.00%	
231,262	237,884	244,918	252,395	260,349	10.50%	
211,631	218,253	225,287	232,764	240,719	11.00%	
195,217	201,839	208,873	216,350	224,304	11.50%	

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 0.5% בשיעור ההיוון

של התחנות הצפוניות (באלפי ש"ח):

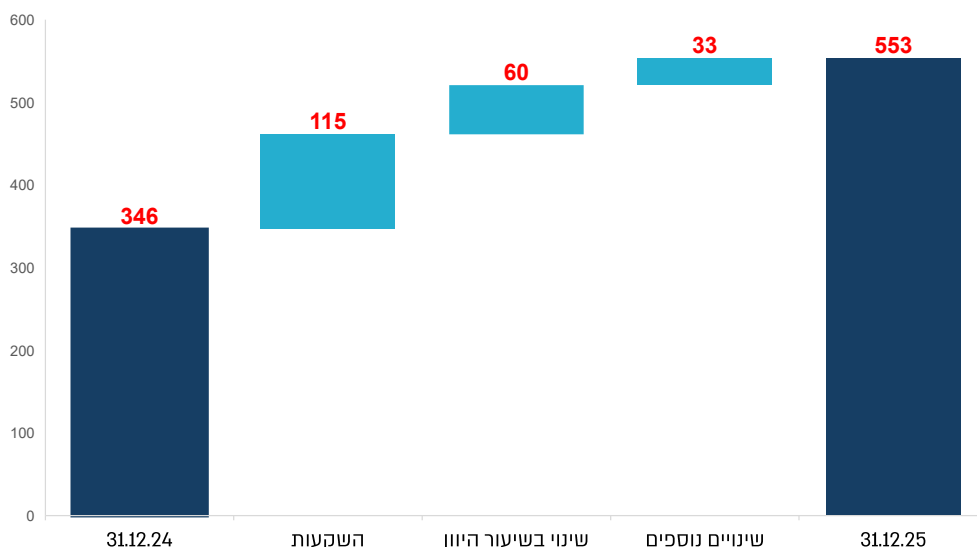
שיעור היוון תקופת רישיון					שיעור היוון ערך גרט
10.75%	10.25%	9.75%	9.25%	8.75%	
613,322	619,993	626,955	634,224	641,818	8.25%
574,167	580,838	587,800	595,069	602,662	8.75%
539,822	546,493	553,455	560,724	568,317	9.25%
509,633	516,304	523,266	530,535	538,128	9.75%
483,042	489,713	496,675	503,944	511,538	10.25%

החברה מחזיקה 86.2% בתחנות כוח בטכנולוגיית קוגנרציה באלון תבור ורמת גבריאל המייצרות חשמל בהספק מותקן של 74 מגה-וואט כל אחת והספק קיטור ממוצע של 40 טון לשעה.

להלן שווי התחנות הצפוניות בעבודה הנוכחית אל מול הערכת השווי מיום 31.12.24:

אלפי ש"ח	צפונית
346,334	31.12.2024
553,455	31.12.2025

להלן גישור בין השווי בהערכת השווי הקודמת לנוכחית בפירוק לרכיבים השונים:



להלן הנחות מרכזיות אשר שימשו אותנו בהערכת השווי:

נכס	הכנסות	זמינות	עלויות	תקופת התחזית
אלון תבור	בהתאם להסכמי PPA קיימים	שימור הרמה הקיימת עם התאמות נורמטיביות בגין חלוף הזמן	עלות גז טבעי לפי הסכם קיים, תחזוקות והשקעות בהתאם להסכמי LTSA ו-O&M	אורך חיים כלכלי של התחנות
רמת גבריאל	בהתאם להסכמי PPA קיימים	שימור הרמה הקיימת עם התאמות נורמטיביות בגין חלוף הזמן	עלות גז טבעי לפי הסכם קיים, תחזוקות והשקעות בהתאם להסכמי LTSA ו-O&M	אורך חיים כלכלי של התחנות

שיעור היוון - שיעור ההיוון לבעלים (Ke) שחושב הינו 9.75% לתקופת הרישיון.

בתקופת השייר עשינו שימוש בשיעור היוון תפעולי (WACC) של 9.25%.

במהלך שנת 2025 בוצעה הקטנת מינוף לתחנות ביוזמת PowerGen בהיקף של כ-115 מיליון ש"ח בדרך של הזרמות. מהלך זה, בשילוב ירידה בשיעורי ההיוון, תרם באופן מהותי לעלייה בשווי התחנות.

ביאור 5 – נכסי מתחדשות בייזום מתקדם

להלן שווי נכסים בייזום שמחזיקה פאוורג'ן בעבודה הנוכחית אל מול הערכת השווי מיום 31.12.24:

נכסי ייזום	אלפי ש"ח
31.12.2024	188,073
31.12.2025	432,101

החברה עוסקת בייזום, פיתוח והבשלה של מתקני ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, תוך מיקוד בפרויקטים סולאריים קרקעיים משולבי אגירה, מתקנים אגרו-זולטאיים ומתקני אגירה עצמאיים ומבזרים. מיקוד זה מאפשר לחברה לפעול במגוון סגמנטים משלימים ולספק מענה רחב וגמיש לצרכים המשתנים של שוק האנרגיה. פעילותה משתרעת על פני כלל שלבי שרשרת הערך – מאיתור והבשלה של הזדמנויות ייזום, דרך קידום סטטוטורי ורישוי, ועד להבשלת הפרויקטים לשלב Ready-to-Build ולהקמה.

תיק הנכסים של החברה כולל פורטפוליו מגוון של פרויקטים בפריסה גיאוגרפית רחבה ובשלבי פיתוח שונים, כאשר חלק מהותי מהצבר מצוי בשלבי בשלות מתקדמים, לרבות פרויקטים בעלי היתכנות גבוהה לחיבור לרשת החשמל והתקדמות תכנונית ורגולטורית.

כלל הפרויקטים מיועדים לפעול במודל שוק, תוך שמירה על איזון מובנה בין מתקני ייצור למתקני אגירה, התומך בגמישות תפעולית ובפוטנציאל יצירת ערך לאורך זמן. לצורך אמידת השווי ההוגן של נכסים אלו יושמה מתודולוגיית היוון תזרימי מזומנים (DCF) משוקללי הסתברות, המבוססת על אומדני הסתברות שהתקבלו מהנהלת החברה.

שיעור היוון (WACC) – הערכת השווי בוצעה תוך שימוש בהסתברויות (15%-100%) לנכסים השונים בהתאם לשלב הפרויקט. שיעורי ההיוון אשר משקללים בתוכם את ההסתברויות נאמדים בכ-9% למתקנים סולאריים ואגרו משולבי אגירה ואגיה מתח גבוה ובכ-11% לאגירה מתח עליון:

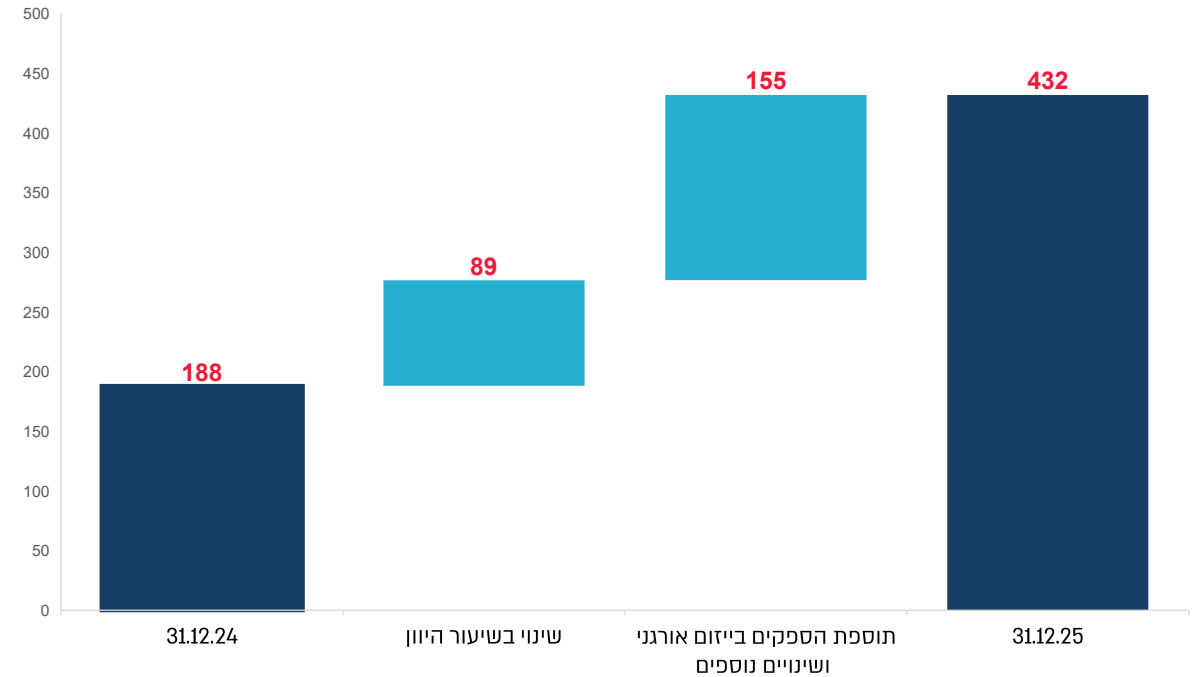
סגמנט	מספר פרויקטים	הספק מותקן (MW)	קיבולת אגירה (MWh)	הספק מותקן (MW) - חלק החברה	קיבולת אגירה (MWh) - חלק החברה	שיעור היוון (WACC)	שווי הוגן	שווי למגה וואט
סולארי משולב אגירה	7	99	486	97	478	9%	174,311	904
אגרו משולב אגירה	16	253	1,140	253	1,140	9%	89,425	186
אגירה מ"ע	1	-	672	-	672	11%	27,744	207
אגירה מ"ג	15	-	912	-	892	9%	140,622	788
	39	352	3,209	351	3,182		432,101	438

בגרף מימין ניתן לראות את הסיבות לעלייה בשווי מהערכת השווי מיום 31 בדצמבר,

2024:

- ❖ כ-89 מיליון ש"ח מיוחסים לירידה רוחבית בשיעורי ההיוון כתוצאה מסביבת מאקרו.
- ❖ כ-155 מיליון ש"ח בגין תוספת של מתקנים חדשים וכן שינויים נוספים.

להלן גישור בין השווי בהערכת השווי הקודמת לנוכחית בפירוק לרכיבים השונים:



ניתוח מכפילים

בנוסף, נבחנו נתוני מכפילים של חברות בענף אנרגיה בהתאם לשווי שוק ולחוב הפיננסי נטו שלהן. ממצאים אלו נמצאו כמדדים השוואתיים הולמים, התומכים בסבירות השווי שנקבע (המכפיל הנגזר לפאוורג'ן נמצא מתחת לטווח המקבילים כאמור).

מדגם חברות השוואה						פאוורג'ן	מיליוני ש"ח EBITDA
ממוצע ללא פאוורג'ן	אקורג'י	או.פי.סי	אנלייט	נופר	שוב אנרגיה		
	138	1,550	930	210	525	356	
	2,752	22,507	19,123	4,269	3,322	2,040	31.12.25 שוק
	2,512	11,703	11,625	5,250	6,431	3,637	חוב פיננסי נטו *
	5,264	34,209	30,748	9,519	9,754	5,677	שווי פעילות
31.5x	38.2x	22.1x	33.1x	45.3x	18.6x	15.9x	מכפיל EBITDA

* החוב הפיננסי של פאוורג'ן כולל בתוכו את מניות הבכורה (קרן + קופון צבור)

הנחות עבודה עיקריות:

- חברות השוואה – חברות ההשוואה שנבחרו הינן חברות הפועלות בתחום האנרגיה ואשר מניותיהן נסחרות בשוק ההון המקומי. בחירת החברות התבססה, בין היתר, על קיומם של דוחות דירוג אשראי פומביים, הכוללים פירוט של נתונים פיננסיים מהותיים, באופן המאפשר גזירה מושכלת ועקבית של מכפיל EBITDA.
- נתוני חברות ההשוואה – נתוני חברות ההשוואה נלקחו מדוחות דירוג האשראי, כאשר בהתאם למתודולוגיה הנהוגה בדוחות אלו, ולמיטב הבנתנו, הנתונים משקפים איחוד יחסי של החברות הכלולות, הן בתחשיב ה-EBITDA והן בתחשיב החוב הפיננסי נטו. הנתונים מדוחות הדירוג לשנים 2025-2026.
- שווי שוק – בהתאם למועד הערכת השווי.
- פאוורג'ן - המכפיל של פאוורג'ן נגזר משווי הפעילות כפי שנקבע במסגרת הערכת השווי, בצירוף יתרת החוב הפיננסי נטו (לרבות מניות הבכורה של הפניקס), והכל ליום 31 בדצמבר 2025. נתון זה הושווה ל- EBITDA לשנת 2025, המחושב על בסיס איחוד יחסי של החברות הכלולות.

MRC (16.67%) - אתר ייצור חשמל באזור התעשייה אלון תבור. אתר הייצור כולל טורבינת גז בהספק מותקן של 363 מגה וואט ו-2 טורבינות סולר (פיקריות) בהספק מותקן של 220 מגה וואט (110 מגה וואט כל אחת). בנוסף, בשנה האחרונה הסתיימה באתר הקמתה של תחנת כח פיקרית חדשה בהספק מותקן של 230 מגה וואט אשר נכנסה להפעלה מלאה באוקטובר 2025. ל-MRC רישיון ייצור קבוע שניתן בשלהי 2019 והסדרה תעריפית לתקופה של 15 שנים (ולתחנה הפיקרית החדשה לתקופה של 20 שנים ממועד ההפעלה המסחרית). תחנות הכוח באתר של MRC נהנות מתשלומי זמינות משמעותיים בתעריף קבוע וצמוד בגין מלוא הספק התחנות. בנוסף, מתבצעת מכירת חשמל למנהל המערכת על בסיס מחיר האנרגיה השולית המוזרמת לרשת החשמל (SMP) שנקבע בהליך מכרזי בשוק.

כמו כן, לצד האתר של MRC קיים שטח גדול להקמת מחז"מ נוסף שנמצא בתהליכי אישור סטטוטוריים ולקראת קבלת הסמכה לתכנון ב"ת 7.

התחנות החופיות (35%) - זיכיון מסוג BOT בתחנות כוח סמוכות למתקני ההתפלה בשורק ובאשקלון. תחנת שורק (קונבנציונלית) הינה בהספק מותקן העומד על 140 מגה וואט ותחנת אשקלון (קונבנציה) הינה בהספק מותקן של 87 מגה וואט והספק קיטור של 63 טון לשעה. רישיון הייצור הקבוע הוענק לתחנת שורק ב-2017 לתקופה של 20 שנים, ורישיון הייצור לתחנת אשקלון ניתן ב-2009 לתקופה של 18 שנים. לכל תחנה חוזים ארוכי טווח עם לקוחות עוגן ולקוחות נוספים.

פעילות ג'נריישן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל נעשית באמצעות החזקתה בחברת פאוורג'ן בע"מ המרכזת את כלל פעילות הקרן בתחום האנרגיה - ייצור חשמל, אגירת אנרגיה ואספקת חשמל ללקוח במקטע הייצור והאגירה, בבעלות פאוורג'ן מגוון אמצעים וטכנולוגיות - ייצור חשמל בתחנות כוח קונבנציונאליות, קונבנציה, ייצור פוטו וולטאי מגוון בסגמנטים שונים כולל אגרו-וולטאי, פוטו וולטאי בשילוב אגירה, מתקן אגירה שאובה ועוד. במקטע האספקה, מהווה פאוורג'ן אחד מהשחקנים הבולטים באספקת חשמל ללקוחות קטנים וביתיים באמצעות בזק-ג', ובנוסף מתפקדת כספק חשמל מרכזי ללקוחות גדולים.

תחום הייצור ואגירת חשמל מורכב מהנכסים הבאים:

התחנות הצפוניות (רמת גבריאל ואלון תבור, 86.2%) - תחנות כוח בטכנולוגיית קונבנציה ברמת גבריאל ואלון תבור המייצרות חשמל בהספק מותקן של 74 מגה וואט כל אחת והספק קיטור ממוצע של 40 טון לשעה. התחנות הצפוניות הינן תחנות בבעלות, ורישיונות הייצור שהוענקו להן במחצית השנייה של 2019 הינם ל-20 שנים והן צפויות להמשיך לפעול גם לאחר תקופת הרישיון. לכל תחנה חוזים ארוכי טווח עם לקוחות עוגן, ועם לקוחות נוספים, ובנוסף מכירות למנהל המערכת.

ריינדיר (27.51%) – תחנת כוח בשלבי פיתוח מתקדמים הממוקמת באזור מועצה אזורית דרום השרון, במה שמהווה את אחת מעתודות הקרקע הבודדות המיועדות להקמת תחנות כוח בסמיכות לאזורי הביקוש. בחודש אוגוסט 2025 התקבל אישור ממשלה לתוכנית תשתית לאומית (תת"ל) 91, מכוחה ניתן להקים את תחנת הכוח. התחנה תהיה בעלת הספק של עד 900 מגה וואט. ריינדיר פועלת בשלב זה לקבלת האישורים הנדרשים מול הגורמים הרלוונטיים לצורך קבלת היתר בנייה, תוך התקדמות לביצוע סגירה פיננסית ומנהלת מגעים עם ספקי ציוד וקבלנים פוטנציאליים. לפי החלטת רשות החשמל ממרץ 2025, צפויה התחנה להנות מתעריף זמינות קבוע שינוע בין 3.31 ל-3.05 אג' לקילוואט, בכפוף לתאריך הסגירה הפיננסית.

יבולי שמש – בדצמבר 2025 חתמה פאוורג'ן על עסקה לרכישת יבולי שמש, חברת יזמית המפתחת פרויקטים של אנרגיה מתחדשת, הכוללים פרויקטי PV ואגירה על גבי מאגרי מים, קרקעי, אגרו-סולארי וגגות בישראל, ופרויקטי רוח ו-PV בפולין. נכון למועד החתימה, מחזיקה יבולי שמש בישראל בצבר פרויקטים מניבים בהספק כולל של 44 מגה-וואט, ובצבר פרויקטים בייזום של PV משולב אגירה בהספק כולל של כ-225 מגה-וואט וכ-1,350 מגה-וואט שעה, כולם עתידים לפעול תחת אסדרת מודל שוק. בנוסף, מחזיקה יבולי שמש בפרויקט רוח מניב בפולין בהספק של 48 מגה-וואט ופרויקטים נוספים בייזום בפולין בהיקף של כ-180 מגה-וואט.

אנרגיות מתחדשות (100%) – מתקנים לייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות בישראל ובחו"ל (לרבות בשילוב מערכות אגירה) ושל מתקני אגירת אנרגיה (Stand alone). נכון להיום מופעלות מערכות פוטו וולטאיות על גגות מבנים, שטחים בדו-שימוש, ומערכות קרקעיות (פאנלים המותקנים ישירות על שטחי קרקע), מערכות דו שימוש ומערכות קרקעיות משולבות אגירה, בהן ניתן להזרים את החשמל המיוצר במערכת הסולארית ונאגר במערכת האגירה, גם בשעות בהן המערכת הסולארית אינה מייצרת חשמל. נכון להיום, הפעילות כוללת נכסים מניבים בהספק כולל של כ-167 מגה-וואט מותקן; נכסים בהקמה ולקראת הקמה בהספק כולל של כ-106 מגה-וואט ייצור ו-262 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה, ונכסים בשלבים שונים של ייזום בהספק כולל של כ-192 מגה-וואט ייצור וכ-5,770 מגה-וואט שעה אגירה.

אגירה שאובה בגלבוע (25.5%) – תחנת כוח לייצור חשמל ואגירתו הפועלת בטכנולוגיית אגירה שאובה בהספק מותקן של כ-3,000 מגה וואט שעה קיבולת אגירה. המתקן, הממוקם במעלה גלבוע, החל את הפעלתו המסחרית באפריל 2020 כאשר הוא זכאי לתעריף קבוע ממנהל המערכת עבור זמינות. במהלך השנים המתקן סבל ממספר תקלות אשר הובילו להשבתתו למספר חודשים. בשנים 2024-2025 פעל המתקן באופן מלא לכל אורך התקופה, ובתחילת 2026 יצא המתקן להשבתה של כ-7 חודשים במסגרת תקופת אחריות הקבלן לצורך ביצוע תיקון תקלות שלא טופלו בצורה מספקת בהשבתות הקודמות.

תחום אספקת החשמל בקבוצה מורכב מהנכסים הבאים:

אספקה ללקוחות ביתיים (50%) – ביוני 2024 החלה פאוורג'ן לפעול, במשותף עם קבוצת בזק, בתחום אספקת החשמל ללקוחות ביתיים וללקוחות עסקיים קטנים ובינוניים. פתיחת שוק האספקה הביתי הנגישה סגמנט משמעותי אשר עד היום לא היווה פוטנציאל לשחקנים פרטיים. המיזם שם לעצמו יעד של הגעה לכ-400,000 לקוחות פרטיים ועשרות אלפי לקוחות עסקיים קטנים עד לשנת 2030.

אספקה ללקוחות גדולים בינוניים – לפאוורג'ן חמישה רישיונות אספקה, ארבעה מכוח רישיונות הייצור בתחנות הכוח, והחמישי הוא רישיון אספקה של מספק וירטואלי. מכוח רישיונות האספקה הללו סופקו בשנת 2025 כ-2.4 טרה וואט שעה לכ-135 לקוחות ועוד כ-0.5 טרה וואט בשנה למנהל המערכת.

התקנה ואספקה לרכבים חשמליים (50%) – הפעילות כוללת מתן שירותי התקנה, תחזוקה והפעלה של עמדות טעינה לרכבים חשמליים באמצעות זאן אנרגיה טעינה בע"מ. בסקטור זה החברה ביצעה שינוי אסטרטגי על ידי מיקוד בעמדות ציבוריות מהירות. בנוסף, לאחרונה זכתה זאן טעינה במכרז נתיבי ישראל להקמה והפעלה של 110 נקודות טעינה ב-20 מיקומים שונים, על צירי תנועה מרכזיים ברחבי הארץ. זאן טעינה תקים ותפעיל את העמדות ל-11.5 שנים ביחד עם חברת דלק ישראל.

יכולות התפעול - לפאוורג'ן חברת תפעול עם ידע וניסיון רב, מתפעלת כיום 3 תחנות כוח באופן עצמאי (התחנות הצפוניות ותחנת שורק) ומייעדת בשנים הבאות להרחיב את הפעילות, לרבות מתן שירותי תפעול לצדדים שלישיים.

שינויי רגולציה

במהלך שנת 2025 חלו מספר שינויים רגולטוריים, בהמשך לשינויים נוספים משנת 2024, אשר מגבירים את חוסר הודאות ובחלקם שוחקים את המרווחים של יצרני החשמל (מבנה התעריף, מתווה הבלו, מגבלת התעריף המשלים וכו'). לצד זאת, בסוף שנת 2025 פורסם עדכון למבנה תעריף החשמל אשר מייצר וודאות גבוהה יותר ביחס לרכיבי התעריף ומנגנוני ההצמדה שלהם. בטווח הקצר, שינויים אלו עשויים להמשיך ולהגביר את התנודתיות ועשויים להשפיע על הרווחיות, אך בטווח הבינוני והארוך שינוי מבנה התעריף צפוי לייצר רמת ודאות גבוהה יותר עבור שחקני השוק.

לפירוט רחב אודות תיאור עסקי פאוורג'ן ראו דוח תקופתי של הקרן לשנת 2025.

דוח על המצב הכספי (מאזן)

להלן מאזן חברת פאוורג'ן המאוחד והמבוקר לימים 31 בדצמבר 2024-2025 (אלפי ש"ח):

31.12.25	31.12.24	ביאור	אלפי ש"ח	31.12.25	31.12.24	ביאור	אלפי ש"ח
התחייבויות שוטפות				נכסים שוטפים			
358,803	225,747	4	אשראי לז"ק וחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	205,455	131,865		מזומנים ושווי מזומנים
15,496	17,293		חלויות שוטפות בגין חכירה	19,568	14,395		מזומן מיועד מתוקף הסכם לזמן קצר
84,044	47,954		חלויות שוטפות של אגרות חוב	66,428	107,800		מזומן מוגבל לשימוש
161,096	143,553		ספקים ונתני שירות	217,379	174,402	1	לקוחות, נטו
84,829	53,144		זכאים ויתרות זכות	87,468	104,822		חייבים ויתרות חובה
49,804	48,107		הלוואות מצדדים קשורים	11,557	18,430		מכשירים פיננסיים ונגזרים
43,782	11,025		מכשירים פיננסיים נגזרים	36,499	-		נכסים מוחזקים למכירה
9,499	-		התחייבויות מוחזקות למכירה	100,500	-		הלוואות לאחרים
807,353	546,823		סה"כ התחייבויות שוטפות	744,854	551,714		סה"כ נכסים שוטפים
התחייבויות לא שוטפות				נכסים לא שוטפים			
2,156,762	2,340,950	5	הלוואות ממוסדות פיננסיים	100,733	88,849		מזומנים המוגבלים לשימוש בזמן ארוך
164,979	176,486		התחייבויות בגין חכירה	1,114	1,214		מזומן מיועד מתוקף הסכם לזמן ארוך
323,012	215,437		אגרות חוב	1,500	118		הלוואות לאחרים
579,339	372,138	6	הלוואות ושטרי הון מצדדים קשורים	132,608	109,017		חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך
-	3,717		זכאים צדדים קשורים	379,570	377,111	2	השקעות והלוואות לפי שיטת שווי מאזני
32,092	29,086		התחייבויות אחרות לזמן ארוך	10,064	12,705		נכסים בלתי מוחשיים
47,458	30,617		התחייבויות מיסים נדחים	230,221	230,221		מוניטין
176	1,526		מכשירים פיננסיים נגזרים	103,155	71,271		נכס מס נדחה
3,303,818	3,169,957		סה"כ התחייבויות לא שוטפות	50,557	55,977		הוצאות נדחות
				186,187	205,786		נכס זכות שימוש, נטו
811,683	897,303	7	הון עצמי	2,982,291	2,910,100	3	רכוש קבוע
				4,178,000	4,062,369		סה"כ נכסים לא שוטפים
4,922,854	4,614,083		סה"כ התחייבויות והון	4,922,854	4,614,083		סה"כ נכסים

הדוחות המאוחדים של פאוורג'ן כוללים איחוד מלא של החברה ושל החברות הבנות שלה: פאוורג'ן פאוור פלנטס ופאוורג'ן סולאר איי. זכויותיה של החברה בחברות MRC, בזק-ג', זאן טעינה וריינדיר מטופלות כהשקעה בכלולה.

- 1. **לקוחות** - עיקר השינוי בסעיף הלקוחות הינו בגידול הלקוחות תחת המספק וירטואלי ומקוגנרציה בתחנות הכוח (פאוור פלנטס), כ-35 מיליון ש"ח.
- 2. **להלן פירוט השקעות והלוואות** לפי שיטת שווי מאזני לימים 31 בדצמבר, 2024-2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.24	31.12.25
חברות כלולות המוחזקות על ידי פאוורג'ן סולאר איי	11,120	11,526
MRC	92,728	86,081
ריינדיר	32,327	32,623
PSP	215,168	212,407
זאן טעינה	23,991	22,117
בזק-ג'ן	1,777	14,816
סה"כ	377,111	379,570

- 3. **רכוש קבוע** - עיקר השינוי בסעיף רכוש הקבוע הינו בגין השקעות באיטליה והפעלה של שדות בפרויקט PV אגירה 2.
- 4. **אשראי לזמן קצר וחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ממוסדות פיננסים** - עיקר השינוי בסעיף הינו גידול של כ-90 מיליון הלוואה מרפק תקשורת שתיפרע בשנה הקרובה.
- 5. **הלוואות ממוסדות פיננסים** - עיקר השינוי בסעיף ההלוואות ממוסדות פיננסים נובע כתוצאה מפירעון הלוואות שנעשה ב-PPP.
- 6. **הלוואות ושטרי הון מצדדים קשורים** - הלוואות ושטרי הון מצדדים קשורים גדלו בעיקר בעקבות ההשקעות שביצעה ג'נריישן בפאוורג'ן בהיקף כולל של כ-215 מיליון ש"ח.
- 7. **הון עצמי** - ביום 24 בינואר 2024, התקשרה החברה עם הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס פנסיה וגמל בע"מ בהסכם השקעה במסגרתו השקיעה הפניקס בחברה סך של 260 מיליון ש"ח בתמורה להקצאת מניות בכורה. ההון המיוחס לבעלים גדל ומנגד ההון המיוחס לבעלי המיעוט קטן לאור הצעת הרכש של סולארי איי.

חוב פיננסי נטו:

בהתאם לניתוח שביצענו, להלן סעיפי החוב נטו של פאוורג'ן אשר יושב ספרי החברה "סולו" ליום 31 בדצמבר, 2025 (אלפי ש"ח):

31.12.25	חוב פיננסי נטו
21,086	מזמנים ושווי מזמנים
(26,242)	התחייבויות אחרות*
(90,000)	הלוואות לזמן קצר
(2,189)	אופציות לעובדים
(22,798)	הלוואה הפניקס (בגין ריינדיר)
(159,314)	הלוואה הראל
(127,000)	הלוואה רפק תקשורת
(406,457)	סה"כ

(* התחייבויות אחרות מורכות ממוסדות וזכאים אחרים)

להלן דוח רווח והפסד מאוחד ומבוקר של החברה לשנים 2024-2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	ביאור	2024	2025
הכנסות		1,401,402	1,424,512
% שיונוי בהכנסות		17.3%	1.6%
עלות המכר		(1,272,533)	(1,274,671)
רווח גולמי	1	128,869	149,841
שיעור רווח גולמי		9%	11%
הוצאות הנהלה וכלליות		(66,461)	(65,918)
הוצאות ייזום		(18,994)	(13,254)
הכנסות אחרות		25,238	7,306
הוצאות אחרות		(12,901)	(24,051)
חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות לפי שיטת השווי המאזני	2	(1,285)	(27,146)
רווח תפעולי		54,466	26,778
הכנסות מימון		37,350	34,368
הוצאות מימון		(222,383)	(267,819)
הפסד לפני מיסים		(130,567)	(206,673)
הטבת מס		25,641	36,173
הפסד נקי		(104,926)	(170,500)

ביאורים:

- רווח גולמי** – חל גידול ברווחיות הגולמית שנבע בעיקר מגידול בהיקף נכסי ה-PV והאגירה של פאוורג'ן סולאר א"י וגידול בהכנסות בתחנות הצפוניות לאור קבלת תעריף קוגנרציה בתחנת אלון תבור בשנת 2025 בקיזוז השפעות של התקלה בתחנת הכוח שורק שהשביתה את התחנה לחודש וחצי.
- חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות** – מרבית התנועה ברווחי אקוויטי בשנת 2025 מוסברת מחלק החברה בהפסדים בבזק-ג'ן, PSP וזאן טעינה.

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת השווי של חברת פאוורג'ן ליום 31 בדצמבר, 2025:

אלפי ש"ח	ביאור	שווי ליום 31 בדצמבר, 2025	שיעור החזקה
פאוורג'ן סולאר איי	1	567,704	100%
MRC	2	376,773	16.7%
תחנת ריינדיר	3	244,918	27.5%
תחנות צפוניות	4	553,455	86.2%
תחנות חופיות	5	137,536	35%
PSP	6	103,162	25.5%
בזק-ג'ן	7	134,224	50%
זאן אנרגיה טעינה	8	40,255	50%
נכסי מתחדשות בייזום מתקדם	9	432,101	100%
חוב נטו והתאמות	10	(549,737)	
סה"כ שווי פאוורג'ן		2,040,391	

ההחזקת החברה ב PSP נעשית על ידי פאוורג'ן PSP (100%) אשר מחזיקה ב 25.5% מ PSP.

מערכות פוטו וולטאיות, פוטו וולטאיות משולבות אגירה ומתקני אגירה Stand Alone

טכנולוגיה:

ייצור חשמל בטכנולוגיה פוטו וולטאית מתבצע באמצעות המרת האנרגיה הטמונה בקרינת השמש לזרם חשמל באמצעות לוחות (פאנלים) העשויים מחומרים מוליכים למחצה, הקולטים קרינה מאור השמש ומייצרים זרם חשמלי ישר (DC) ("הספק מותקן"), אשר מומר לזרם חילופין סינוסי (AC) הזהה לרשת, הניתן לחיבור לרשת החשמל, באמצעות ממירים.

פאורג'ן הקימה, מפעילה, מקימה ומפתחת מערכות פוטו וולטאיות קרקעיות (פאנלים המותקנים על שטחי קרקע), מערכות דו שימוש (פאנלים המותקנים על מאגרי מים, גדרות, מחלפים, חממות, חניונים ועוד, המאפשרים שימוש כפול בקרקע) ומערכות משולבות אגירה, בהן ניתן להזרים את החשמל המיוצר במערכת ונאגר במערכת האגירה, גם בשעות בהן המערכת אינה מייצרת חשמל. במתקנים פוטו וולטאיים משולבי אגירה ובמתקני אגירה Stand Alone (מתקני אגירה עצמאיים), אגירת אנרגיה נעשית באמצעות סוללות ליתיום, והטעינה והפריקה של מתקן האגירה מבוצעים ישירות מרשת החשמל ואליה.

פעילות פאורג'ן בתחום הפוטו-וולטאי בישראל מושפעת באופן מהותי מהחלטות ממשלת ישראל ורשות החשמל, ותלויה באישורי גופים נוספים, כגון: רשויות מקומיות, חח"י, גופי תכנון כדוגמת ועדות תכנון, מנהל התכנון רמ"י, וכן משרדי ממשלה שונים, בהם בין היתר, משרד האנרגיה, משרד התשתיות, משרד החקלאות והמשרד להגנת הסביבה.

אסדרה:

ישנן מספרות אסדרות תעריפיות של מכירת החשמל למנהל המערכת החלות על מערכות פוטו וולטאיות בישראל הנגזרות ממועד הקמת המערכות וההליך מכוחו הן הוקמו.

תחת אסדרות אלה לפאורג'ן כ-80 מגה-וואט מערכות קרקעיות אשר אינן משולבות אגירה.

אסדרת מודל השוק – ביום 31 באוגוסט, 2022 פורסמה ע"י רשות החשמל החלטה בנושא מודל

שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה, אשר מטרתה להסדיר את פעילותם של מתקני הייצור ברשת החלוקה ובפרט את האפשרות שלהם למכור חשמל ישירות למספקים. החלטה זו מסדירה בין היתר, את היכולת לשייך מתקני ייצור ברשת החלוקה למספק וירטואלי ובאמצעות כך למכור חשמל באופן בילטרלי לצדדים שלישיים, וכן את האפשרות להקים מתקני אגירה, חיבורם לרשת החשמל ושיוכם למספק חשמל וירטואלי, וזאת החל מיום 1 לינואר 2024 (מועד אשר נדחה בהמשך לחודש מאי 2024). החשמל במסגרת אסדרת מודל השוק, בפרט מהמערכות המוקמות במסגרת הליך תחרותי אגירה מס' 2, בהיקף כולל של כ-133 מגה-וואט מותקן וכ-349 מגה-וואט שעה אגירה, צפוי להימכר לפעילות האספקה של המיזם המשותף עם בזק.

מתקנים סולאריים (לרבות בשילוב אגירה) ומתקני אגירה SA במתח גבוה רשאים למכור חשמל בשוק הפתוח. לגבי מתח עליון - ישנן התפתחויות רגולטוריות אשר עשויות להבשיל ולאפשר גם למתקנים אלו למכור חשמל בשוק הפתוח.

ריכוז ממצאים והנחות עבודה עיקריות

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת שווי של פאורג'ן סולאר איי בע"מ:

נכס	ביאור	אלפי ש"ח
PV אגירה 2	א	355,660
נכסים נוספים בישראל	ב	179,054
נכסי איטליה	ג	162,236
נכסי גרמניה	ד	13,581
יתרות מאזניות והתאמות	ה	(142,827)
שווי סולאר איי		567,704

ביאור א – PV אגירה 2

סולאר איי הוכרזה בדצמבר 2020 כזוכה במסגרת הליך תחרותי "אגירה 2" של רשות החשמל, בהספק AC של 95.6 MW.

בתאריך 24.08.2023 חתמה סולאר איי על הסכם מימון עם בנק לאומי ומנורה למימון הפרויקטים, בחודש אפריל 2024 נחתם תיקון להסכם המימון לטובת מעבר לאסדרת השוק וביום 30 בדצמבר 2024 חתמה החברה על תיקון מספר 2 להסכם זה.

הנחות עבודה עיקריות

במסגרת הערכת שווי של החזקות החברה באגירה 2 הערכנו 7 שדות סולאריים: נאות סמדר, ניר יצחק, כפר הנשיא, ביכורה 1, סופה, שער הגולן ופריגן:

פרויקט	זמן להפעלה (שנים)	שווי לסולאר איי	שיעור החזקה סולאר איי	שיעור הייון (KE)	הספק מותקן (MWdc)	הספק אגירה (MWh)
נאות סמדר	-	39,134	74%	8.75%	13.05	30.46
ניר יצחק	-	55,920	70%	8.75%	10.00	57.50
כפר הנשיא	-	42,402	74%	8.75%	15.05	33.84
ביכורה	-	98,969	74%	8.75%	39.64	87.98
סופה	-	53,369	100%	8.75%	17.60	40.61
פריגן	1.50	35,347	74%	9.00%	14.08	30.46
שער הגולן	1.00	30,519	74%	9.00%	23.87	67.68
סה"כ		355,660			133	349

PV אגירה 2

הכנסות

הכנסות החברה ממערכות אלו כוללות מכירה מהפקת חשמל ומאגירה והתעריפים נלקחו בהתאם להסכמים שנחתמו עם מספק בזק-ג'ן ובהתאם למודל המבוסס על תשואה ריאלית קבועה על ה- CAPEX המושקע.

תחזית החברה צופה הכנסות בסך של כ-59 מיליון ש"ח בשנת 2026 ולאחר מכן עלייה לכ-74 ו-79 מיליון ש"ח בשנים 2027 ו-2028, בהתאמה. מרבית העלייה מקורה בכניסתם של מתקנים חדשים (שער הגולן וכריגן). במשך רוב שנות הזיכיון (שניתן למשך 25 שנים) החברה מציגה צמיחה ממוצעת שנתית של כ-2.5%.

הוצאות תפעוליות

ההוצאות התפעוליות מורכבות בעיקר מתחזוקה, עלויות ביטוח, שכירות, ארנונה ועלויות אבטחה. תחזית ההוצאות מגלמת אינפלציה של כ-2.23%.

הוצאות מס - הפרויקטים צפויים לשלם מס רק החל משנת 2041.

פחת ו- CapEx - חושבו בהתאם למידע שקיבלנו מהנהלת החברה ובדומה לקצב הפחת וההשקעות ההיסטורי.

דגרוציה – 0.35%-0.4%

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים לבעלים של PV אגירה 2 (באלפי ש"ח):

מחזור חוב – מיני פרם



2038	2037	2036	2035	2034	2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	אלפי ש"ח
99,663	98,606	94,982	93,096	91,230	89,399	87,490	84,860	82,552	80,476	78,825	73,930	59,250	הכנסות
(21,433)	(21,225)	(20,831)	(20,171)	(19,713)	(19,366)	(18,891)	(17,687)	(16,776)	(15,841)	(15,082)	(13,987)	(11,481)	הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)
78,230	77,382	74,151	72,925	71,518	70,033	68,599	67,173	65,777	64,635	63,743	59,943	47,769	EBITDA
78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	79%	80%	80%	81%	81%	81%	% מהכנסות
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	הוצאות מס
78,230	77,382	74,151	72,925	71,518	70,033	68,599	67,173	65,777	64,635	63,743	59,943	47,769	רווח תפעולי לאחר מס
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(382)	(139,005)	עלות הקמה
-	-	-	-	49,370	-	-	-	-	-	16,003	-	115,628	משיכת חוב
(14,727)	(16,266)	(17,637)	(18,870)	(20,735)	(21,588)	(22,331)	(22,989)	(23,559)	(24,005)	(24,170)	(19,460)	(15,336)	תשלום ריבית
(52,035)	(49,767)	(45,649)	(43,367)	-	(27,784)	(26,154)	(24,793)	(22,730)	(20,416)	(18,966)	(12,016)	(3,304)	תשלום קרן
11,468	11,349	10,866	10,689	100,152	20,661	20,113	19,390	19,487	20,214	36,610	28,086	5,752	תזרים פנוי לבעלים
10,867	10,759	10,287	18,606	86,936	20,046	19,164	19,390	2,359	32,608	58,554	37,122	(28,183)	חלקה של סולאר איי בדיבידנדים והחזרי הלוואות בעלים
12.5	11.5	10.5	9.5	8.5	7.5	6.5	5.5	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	תקופה להיוון
3,914	4,205	4,363	8,563	43,415	10,863	11,269	12,373	1,633	24,500	47,738	32,841	(27,055)	תזרים מהוון

אלפי ש"ח	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046 ואילך
הכנסות	100,831	102,902	105,000	107,404	109,424	111,550	122,090	
הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)	(21,493)	(21,888)	(22,149)	(22,493)	(22,673)	(23,003)	(23,135)	
EBITDA	79,338	81,014	82,852	84,911	86,751	88,548	98,955	
% מהכנסות	79%	79%	79%	79%	79%	79%	81%	
הוצאות מס	-	-	(1,529)	(2,069)	(2,757)	(8,170)	(13,933)	
רווח תפעולי לאחר מס	79,338	81,014	81,322	82,842	83,994	80,377	85,022	
עלות הקמה	-	-	-	-	-	-	-	
משיכת חוב	-	-	-	-	-	-	-	
תשלום ריבית	(13,067)	(11,268)	(9,298)	(7,151)	(4,806)	(2,264)	(543)	
תשלום קרן	(54,644)	(57,874)	(61,412)	(65,316)	(69,231)	(73,307)	-	
תזרים פנוי לבעלים	11,627	11,872	10,612	10,375	9,957	4,806	84,479	
חלקה של סולאר איי בדיבידנדים והחזרי הלוואות בעלים	11,010	11,244	9,967	9,719	9,418	4,865	80,571	
תקופה להיוון	13.5	14.5	15.5	16.5	17.5	18.5	19.5	
תזרים מהוון	3,655	3,439	2,810	2,525	2,255	1,073	16,382	144,900
סך תזרים מהוון	355,660							

ביאור ב – נכסים נוספים בישראל

כאמור לעיל, לסולאר איי נכסים פוטו-וולטאיים בהפעלה מסחרית במגוון רחב לרבות מערכות קרקעיות, גגות ודו שימוש. במסגרת האסדרה הקיימת החברה מוכרת את החשמל במודל FIT. למערכות אלה הספק מותקן של כ-80 מגה וואט. המערכות החלו הפעלה מסחרית בין השנים 2010-2022 ותחזית ההכנסות הינה על פני אורך החיים הכלכלי של המתקנים.

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ **שנות התחזית** - מיום ה-1 בינואר 2026 עד תום אורך החיים הכלכלי של הנכסים.
- ❖ **מודל כיננסי** – כל הנכסים פרט למערכות בינוניות קרקעיות הונו בתזרים תפעולי מאחר והחברה נערכת לבצע מימון מחדש לחלק משמעותי מהחוב המיוחס לפרויקטים ולכן הונו בשיעור היוון (WACC). הערכת השווי לנכסי מערכות בינוניות קרקעיות בוצעה במתודולוגיית תזרים לבעלים ושיעור ההיוון לבעלים (Ke).
- ❖ **שיעור היוון** – שיעור היוון (WACC) של 6.25% נומינלי לתקופת הזיכיון ושיעור היוון (WACC) של 7.5% ליתרת החיים הכלכליים של הנכסים (להרחבה ראו נספח ג'); למערכות בינוניות קרקעיות נעשה שימוש בשיעור היוון (Ke) של 8.25% לתקופת הרישיון ו- 7.5% (WACC) ליתרת החיים הכלכליים. שיעור ההיוון המשוקלל עומד על כ- 8%.

הכנסות

הכנסות החברה ממערכות אלו כוללות מכירה מהפקת חשמל ומאגירה והתעריפים נלקחו בהתאם להסכמים שנחתמו ואסדרה הרלוונטית. תחזית החברה צופה הכנסות בסך של כ-75 מיליון ש"ח בשנת 2026 ולאחר מכן עלייה לכ-84 מיליון ש"ח בשנים 2027-2028. המודל הפיננסי מניח דגרגציה של 0.4%.

הוצאות תפעוליות - ההוצאות התפעוליות מורכבות בעיקר מתחזוקה, עלויות ביטוח, שכירות, ארנונה ועלויות אבטחה.

פחת - פחת לצורכי מס למערכות השונות חושב בהתאם ליתרת הפחת שהתקבלה מהנהלת החברה.

השקעות

תחזית ההשקעות של הנכסים בישראל כוללת השקעה של כ-48 מיליון ש"ח בשנת 2026 בעיקר בגין הוספת אגירה למתקנים קיימים.

שינויים בהון חוזר

נלקח בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה בהתאם למפתחות הבאות:

ימי חייבים – 30

ימי זכאים – 30

נכסים נוספים בישראל

להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים בגין פרויקטי גגות ומערכות קרקעיות בינוניות בישראל (באלפי ש"ח):

נובע ממימוש אחד מהפרויקטים בצבר

בשנים 2031-2032 מסיימת תקופת ה-FIT לחלק מהנכסים

אלפי ש"ח	2025	2024	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
הכנסות	87,559	72,386	74,686	83,569	84,536	86,207	87,262	74,959	63,558	58,537	58,980	59,387
הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)	(39,492)	(39,625)	(30,295)	(30,892)	(31,311)	(33,385)	(32,525)	(30,885)	(27,367)	(26,869)	(26,036)	(26,967)
EBITDA	48,067	32,761	44,391	52,677	53,225	52,822	54,737	44,074	36,190	31,669	32,944	32,420
EBITDA %			59%	63%	63%	61%	63%	59%	57%	54%	56%	55%
פחת והפחתות	(32,679)	(31,906)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,021)
רווח תפעולי	15,388	855	36,895	45,181	45,729	45,327	47,241	36,578	28,695	24,173	25,448	25,399
הוצאות מס	(16,269)	(5,621)	(4,489)	(5,531)	(6,292)	(6,913)	(7,290)	(4,496)	(2,613)	(1,587)	(1,822)	(1,728)
רווח לאחר מס	(881)	(4,766)	32,406	39,649	39,437	38,414	39,952	32,082	26,082	22,586	23,626	23,672
התאמות												
פחת והפחתות	32,679	31,906	7,496	7,496	7,496	7,496	7,496	7,496	7,496	7,496	7,496	7,021
שינויים בהון חוזר			(2,658)	(553)	(25)	53	(136)	897	669	393	(83)	65
השקעות			(47,636)									
משיכת חוב			25,509									
תשלום ריבית			(3,131)	(3,300)	(3,191)	(3,077)	(2,951)	(2,815)	(2,666)	(2,504)	(2,329)	(2,139)
תשלום קרן			(6,001)	(6,545)	(6,619)	(6,867)	(7,151)	(7,448)	(7,758)	(8,077)	(8,418)	(8,779)
עמלות			(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
תזרים להיוון	9,445	3,751	36,733	32,982	33,058	31,868	32,952	25,862	19,376	15,343	15,639	15,087
תזרים לפני מימון פרויקטי גגות בישראל			(3,475)									
תזרים לאחר מימון מערכות קרקעיות בינוניות												
תקופה להיוון	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5		
תזרים מהוון פרויקטי גגות בישראל	9,148	29,975	28,189	25,496	24,735	18,214	12,803	9,512	4,432	4,537	4,638	4,738
חלקה של פאורג'ן במערכות קרקעיות בינוניות	(378)	3,751	4,025	4,136	4,243	4,336	4,190	4,158	4,251	4,343		
תקופה להיוון	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5		
תזרים מהוון	(363)	3,345	3,326	3,167	3,011	2,851	2,552	2,347	2,223	2,105		

נכסים נוספים בישראל

אלפי ש"ח	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046 ואילך
הכנסות	59,684	60,347	60,895	61,380	61,804	59,669	57,670	56,405	56,907	59,447	
הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)	(26,519)	(27,911)	(27,276)	(28,212)	(27,923)	(28,004)	(27,382)	(26,783)	(32,745)	(28,348)	
EBITDA	33,165	32,436	33,620	33,168	33,881	31,665	30,288	29,622	24,162	31,100	
EBITDA %	56%	54%	55%	54%	55%	53%	53%	53%	42%	52%	
פחת והפחתות	(6,790)	(6,790)	(101)	(101)	(101)	–	–	–	–	–	
רווח תפעולי	26,375	25,646	33,518	33,067	33,780	31,665	30,288	29,622	24,162	31,100	
הוצאות מס	(1,996)	(1,828)	(3,627)	(3,456)	(4,259)	(4,890)	(5,086)	(4,966)	(4,033)	(5,063)	
רווח לאחר מס	24,379	23,818	29,891	29,611	29,521	26,775	25,202	24,656	20,129	26,037	
התאמות											
פחת והפחתות	6,790	6,790	101	101	101	–	–	–	–	–	
שינויים בהון חוזר	(39)	83	(74)	61	(34)	207	88	126	(16)	18	
השקעות	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	
משיכת חוב	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	
תשלום ריבית	(1,934)	(1,712)	(1,473)	(1,216)	(939)	(642)	(376)	(195)	(30)	–	
תשלום קרן	(9,157)	(9,555)	(9,973)	(10,412)	(10,873)	(11,358)	(7,846)	(8,058)	(2,443)	–	
עמלות	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(14)	(13)	(7)	–	
תזרים להיוון	20,025	19,409	18,457	18,130	17,761	14,968	17,054	16,516	17,633	26,055	
תזרים לפני מימון פרויקט גגות בישראל	15,184	14,463	13,405	12,969	13,186	11,459	10,508	9,226	9,452	9,194	
תזרים לאחר מימון מערכות קרקעיות בינע"מ	4,841	4,946	5,052	5,161	4,574	3,508	6,547	7,290	8,182	16,861	
תקופה להיוון	10.5	11.5	12.5	13.5	14.5	15.5	16.5	17.5	18.5	19.5	
תזרים מהוון פרויקטי גגות בישראל	7,776	6,949	6,043	5,485	5,233	4,267	3,671	3,024	2,907	2,653	
סך תזרים מהוון	234,347										
חוב נטו	(155,429)										
הלוואות בעלים	(21,006)										
סה"כ שווי פרויקטי גגות בישראל	57,912										
חלקה של פאורג'ן בדיבדנדים והלוואות בעלים פרויקט	75,594										
חלקה של פאורג'ן במערכות קרקעיות בינע"מ	4,437	4,534	4,631	4,732	4,135	3,237	6,116	6,165	7,220	14,270	
תקופה להיוון	10.5	11.5	12.5	13.5	14.5	15.5	16.5	17.5	18.5	19.5	
תזרים מהוון	1,992	1,886	1,785	1,690	1,369	993	1,738	1,623	1,761	3,226	25,967
חלקה של פאורג'ן בדיבדנדים והלוואות בעלים במער	68,595										
פרויקט גיתית	34,865										
סך נכסים אחרים בישראל	179,054										

(* פרויקט גיתית - סולאר איי גגות קידמה הקמה של 38 מתקנים פוטו-וולטאיים בגודל של 100 KW עד 200 KW במושב גיתית שבאזור יהודה ושומרון. המתקנים נרשמו לאסדרה של רשות החשמל למתקנים קטנים בכוונו שימוש. הקמ"ט דחה את בקשת החברה למתן היתרי הפעלה בטענות שונות ולאחר ניסיון למצות הליכים מולם החברה הגישה עתירה לבג"צ וכיום, על פי דרישת בית המשפט, הצדדים נמצאים במגעים לפשרה. לאור האמור שווי נכסים אלו נלקח לפי עלות השקעה בספרים בסך של כ-35 מיליון ש"ח.

נכסי איטליה

ביאור ג - נכסי איטליה

❖ הערכת שווי של נכסי איטליה מתבססת על מודלים פיננסיים של נכסי SGI ונכסי SG Renewable Energy Italia הכוללים את פרויקטי Beta, Vigneto ו-Alpha (להלן ביחד: "סולאר איי איטליה" ו/או "בראונפילד");

- ❖ שנות התחזית - מיום ה-1 בינואר 2026 ועד תום אורך החיים הכלכלי של הנכסים;
- ❖ שיעור היוון - שיעור הון עצמי (Ke) לתקופת הרישיון של 7.25% וליתרת החיים הכלכליים שיעור היוון (WACC) של 7.75% שיעור ההיוון המשוקלל נאמד בכ-7.6% נומינלי (להרחבה ראו נספח ג');
- ❖ קיבולת - פעילות סולאר איי באיטליה כוללת 40 אתרים תחת 8 חברות בהספק כולל של MW 34.6.

הכנסות - הכנסות התחנה כוללות

- ❖ תקבולי FIT - כ-77% מההכנסות בשנים 2026-2027 ולאחר מכן ירידה עד לכ-12% בשנת 2032 אשר משולמים ב 38 אתרים €/MWh 227 (ממוצע משוקלל).
- ❖ הסכמים לרכישת חשמל PPA (כ-30% מסך ההכנסות) - המחירים בשנת 2026 נלקחו לפי €/MWh 104.5 והמשך התחזית היא לפי תרחיש בסיס של Aurora.
- ❖ התחזית מניחה השקעות לטובת שיפור וטיוב ההספק והביצועים של המערכות החל משנת 2028.

הוצאות תפעוליות - מרבית ההוצאות התפעוליות כוללות הוצאות הפעלה (35%) הוצאות שכירות (11%) והוצאות מטה (20%). שאר ההוצאות כוללות דמי מעקב, אינטרנט, ביטוח, עמלות לבנקים ותחזוקה.

הוצאות מס - שיעור המס הינו 28% המורכב משיעור המס הבסיסי באיטליה של 24% בתוספת מס מסחר אזורי של כ-4%.

דרגציה שנתית - 0.4%

נכסים בפיתוח

לחברה פרויקטים באיטליה בהספק DC של MW 205.6 (להלן: "גרינפילד"), כ-MW 126.8 פיתוח שנעשה על ידי LTS ("LTS") וכ-MW 78.8 פיתוח שנעשה על ידי Alta ("Alta"). למועד הערכת השווי הפרויקטים נמצאים בשלב הייזום ועתידים להתחיל הקמה במחצית השנייה של 2027. נכון למועד הערכת השווי החברה השקיעה בפרויקטים אלו כ-6.5 מיליון אירו כאשר נותרה לה השקעה של כ-12.8 מיליון אירו עד להגעת כל פרויקט לתחילת הקמה. בהתאם לכך, הנחנו מכירה של הפרויקטים, לאחר מס רווח הון והסתברות של 80% בסכום של כ-11.5 מיליון אירו ליום הגעת הפרויקטים ל-RTB. לאחר כן נעשה שימוש בשיעור היוון של 15% עד ליום הערכת השווי.

בהתבסס על ההערכות המפורטות לעיל ולהלן בהמשך הפרק, להלן מוצגת תחזית תזרים המזומנים לבעלים של סולאר איי איטליה (באלפי אירו):

בשנים 2031-2032 מסתיימת תקופת ה-FIT

אלפי יורו	2025	2024	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046 ואילך
הכנסות	18,476	15,953	19,090	19,479	21,116	22,295	17,935	13,109	8,052	7,135	7,164	7,214	7,154	6,941	6,687	6,270	6,226	6,489	6,503	6,398	6,327	6,520	
הוצאות תפעוליות כולל עלויות תחזוקה	(2,623)	(2,551)	(4,563)	(3,739)	(3,765)	(3,822)	(3,704)	(3,375)	(2,772)	(2,563)	(2,602)	(2,642)	(2,682)	(2,724)	(2,758)	(2,679)	(2,720)	(2,762)	(2,773)	(2,773)	(2,773)	(2,773)	
EBITDA	15,854	13,403	14,527	15,740	17,351	18,473	14,231	9,735	5,280	4,573	4,562	4,572	4,471	4,217	3,928	3,591	3,506	3,727	3,730	3,625	3,555	3,748	
הוצאות מס	-	-	(1,554)	(1,455)	(666)	(872)	(674)	(244)	(71)	(38)	(214)	(457)	(478)	(433)	(379)	(654)	(685)	(762)	(781)	(804)	(789)	(842)	
רווח תפעולי לאחר מס	15,854	13,403	12,972	14,286	16,685	17,601	13,557	9,491	5,209	4,535	4,348	4,115	3,993	3,784	3,550	2,937	2,821	2,965	2,949	2,821	2,766	2,906	
התאמות																							
שינויים בהון חוזר			1,965	381	272	144	656	1,505	1,576	104	135	125	(195)	(46)	39	385	(290)	21	(64)	13	11	40	
השקעות והתאמות נוספות			(42)	720	(22,930)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
תשלום קרן			(11,613)	(8,246)	6,869	(9,983)	(7,459)	(4,760)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(535)	-	-	
DSRA עמלות			(3,524)	(2,423)	(98)	(98)	(98)	(49)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
תשלום ריבית			(2,659)	927	(2,116)	(1,624)	(1,132)	(750)	(610)	(567)	(522)	(474)	(424)	(368)	(311)	(252)	(193)	(133)	(73)	(14)	-	-	
תזרים פנוי לבעלים	(2,901)	5,644	(1,320)	6,040	5,524	5,437	5,105	3,001	2,891	2,304	2,697	2,818	2,237	2,233	2,115	2,000	1,268	1,783	1,742	2,284	2,777	2,946	
חלקה של סולאר איי	(2,450)	5,141	(1,707)	5,646	5,142	5,103	4,973	2,889	2,818	2,304	2,628	2,237	2,237	2,233	2,115	2,000	1,268	1,783	1,742	2,284	2,777	2,946	
תקופה להיוון	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	10.50	11.50	12.50	13.50	14.50	15.50	16.50	17.50	18.50	19.50			
תזרים מהוון	(2,791)	5,028	4,613	3,907	3,560	3,095	1,684	1,502	1,027	949	843	707	415	541	489	594	668	656	6273				

33,967	סך תזרים מהוון לבעלים (יורו)
127,225	סך תזרים מהוון לבעלים (שקל)
35,011	נכסים בפיתוח
162,236	שווי סולאר A איטליה

נכסי גרמניה ויתרות מאזניות והתאמות

ביאור ד – נכסי גרמניה

החברה חתמה על הסכם למכירת הפרויקטים בגרמניה ובהתאם לכך נלקח שווי הפרויקטים בהערכת השווי.

ביאור ה – יתרות מאזניות והתאמות

להלן חישוב החוב נטו וההתאמות המאזניות של סולאר איי ליום 31 בדצמבר, 2025 (אלפי ש"ח):

סולאר איי	31.12.25
חוב פיננסי נטו	(297,958)
התאמות מאזניות	155,131
סה"כ התאמות ויתרות	(142,827)

ההתאמות המאזניות כוללות בין היתר את הפער בין סעיפי המזומנים, הון חוזר והחוב הפיננסי נטו שבדוחות הכספיים לבין המודלים הפיננסיים ב PV אגירה 2, נכסים בישראל ונכסי איטליה.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 0.5% בשיעור ההיוון של נכסי סולאר איי על שווי סולאר איי (באלפי ש"ח):

שיעור היוון משוקלל				
9.00%	8.50%	8.00%	7.50%	7.00%
486,164	525,024	567,704	614,688	666,531

אסדרה

מתקנים אלו פועלים מכוח תקנות משק החשמל (יצרן חשמל פרטי קונבנציונלי), התשס"ה-2005 ("תקנות היח"פ"), אשר מסדירות את הקמתם ופעילותם של מתקני חשמל שאינם פועלים בטכנולוגיית קונגרציה או באמצעות מקור אנרגיה מתחדשת. במסגרת אסדרה זו הרגולטור מחיל מודל של תשלומי זמינות ומכירת אנרגיה למנהל המערכת על בסיס הצעות מחיר יומיות במסגרת "השוק הסיטונאי", חלף מכירה ישירה ללקוחות פרטיים. במסגרת השוק הסיטונאי, המחיר עבור האנרגיה השולית המוזרמת לרשת החשמל (SMP ובהמשך MCP), משתנה בכל חצי שעה בהתאם לביקושים ולהיצע במשק החשמל, באופן שהמחיר שנקבע בכל חצי שעה כאמור משולם לכל היצרנים ביחס לאותה חצי שעה. במסגרת זו תחנות הכוח מגישות בכל יום הצעות מחיר לייצור אנרגיה, וההחלטה על הפעלת התחנות נעשית על ידי מנהל המערכת, על בסיס שיקולים כלכליים ותפעוליים.

ככלל, האסדרה התעריפית החלה על נכסי פאוורג'ן הפועלים תחת אסדרת מודל SMP וזמינות הינה בהתאם לקבוע ברישיון ובאישור התעריפי שהוענק להן. על תחנות הכוח של MRC חל מודל השוק הסיטונאי.

זיקה למודל שוק:

כיום לא ניתן למכור בקטגוריה זו חשמל בשוק הפתוח, אך ישנן התפתחויות רגולטוריות אשר עשויות להבשיל ולאפשר זאת בהמשך.

אתר אלון תבור (MRC) כולל כיום טורבינת גז בהספק מותקן של 381 מגה-וואט ברישיון, שתי טורבינות סולר בהספק מותקן של 110 מגה-וואט כל אחת, וכן תחנת פיקר בהספק של 230 מגה-וואט. סך ההספק המותקן ובהפעלה מסחרית עומד על כ-813 מגה-וואט. בנוסף קיים באתר שטח אופציה להקמת תחנת H נוספת בהספק כולל של עד 900 מגה-וואט. למחז"מ ולטורבינות הסולר ב-MRC רישיון ייצור קבוע שניתן בשנת 2019 והסדרה תעריפית עד לשנת 2034. ביום 16 באוקטובר 2025 החלה תחנת הפיקר בהפעלה מסחרית, לאחר חתימת שר האנרגיה על רישיון הייצור הקבוע וקבלת אישור מנהל המערכת לתחילת ההפעלה המסחרית. תחנת הפיקר תפעל לתקופת רישיון של 20 שנים ממועד תחילת ההפעלה המסחרית.

התחרות המרכזית של MRC במכירת החשמל המיוצר על ידי תחנת הכוח המשולבת הוא במכירת החשמל לרשת החשמל (SMP) המבוססת על מכרז חצי שעתי המוגש יום מראש בין יחידות ייצור החשמל. ככל שיכנסו למשק הישראלי תחנות כוח נוספות, יעילות יותר, הפועלות בין היתר באמצעות אנרגיות מתחדשות, העלות השולית הממוצעת של חשמל צפויה לרדת ובהתאם גם היקף המכירות של MRC למנהל המערכת. יצוין כי מנגנון תשלומי הזמינות למנהל המערכת, המהווים חלק מהותי משווי האתר, מהווה מנגנון הבטחת הכנסה ללא תלות בביקוש במשק החשמל או בפרמטרים אקסוגניים אחרים.

התחנות המרכזיות בתחום תחנות הכוח אשר מוכרות חשמל למנהל המערכת במסגרת ה-SMP הינן: רמת חובב, חגית מזרח, אשכול ו-MRC. (* להרחבה ראו פרק הסביבה העסקית בנספחים.

על מנת להעריך את שווי MRC, קיבלנו מהחברה מודל פיננסי מעודכן המפרט את תחזית תזרים המזומנים של התחנות הקיימות (מחז"מ). המודל הפיננסי האמור הוכן על ידי יועץ חיצוני בשילוב הנהלת החברה. בתחזית ישנו פירוט מלא כמקובל במודלים פיננסיים שהוכנו הן לצרכי החברה והן לצרכי הגופים המממנים, וכוללים פירוט בין היתר בנוגע לסעיפי ההכנסות, עלויות קבועות ומשתנות, השקעות, תשלומי מיסים, תזרימים מימוניים וכיוצ"ב.

שווי חברת MRC נובע משווי התחנות הקיימות (מחז"מ) משווי תחנת פיקר החדשה, שווי יחידת ה-H אשר עתידה להתחיל הקמה בשנת 2030 וכן מיתרות מאזניות נוספות הקיימות החברה.

להלן ההנחות אשר שימשו לטובת הערכת שווי התחנות הקיימות (מחז"מ):

הנחות כלליות

- ❖ שנות התחזית – שנות התחזית הינן מיום ה-1 בינואר 2026 עד יום ה-31 בדצמבר 2034, המייצג את אורך חיי הרישיון הקיים ויתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי בהתאם לאורך החיים הכלכלי של התחנה עד לשנת 2054 (ראה הרחבה בהמשך);
- ❖ שיעור היוון – שיעור הון עצמי (Ke) נומינלי של כ-8.50% (להרחבה ראו נספח ג);
- ❖ זמינות התחנה – 96% (לא כולל הרצה בסולר);

הכנסות – הכנסות התחנה כוללות:

- ❖ הכנסות בגין זמינות – בהתאם לאסדרה החלה על התחנה, התחנה זכאית לתשלומי זמינות אשר נועדו לכסות את כל העלויות הקבועות של תחנת הכח (לרבות עלויות הוניות). תעריף הזמינות שנקבע לתחנה עומד נכון להיום על כ-6.4 אג' לקילוואט ליחידות המחזור המשולב ועל כ-3.7 אג' לקילוואט ליחידות המחזור הפתוח. תעריף הזמינות צמוד למדד המחירים לצרכן.
- ❖ הכנסות מאנרגיה ממכירת חשמל למנהל המערכת – הכנסות ממכירת חשמל מתבססות על תעריף האנרגיה ה-SMP בתוספת התעריף המשלים (לאחר התאמת המגבלות של רשות החשמל בהתאם להחלטתה מפברואר 2025) והיקף ייצור החשמל של התחנה. בהתאם לכך, הכנסות כל יחידת ייצור מחושבת לפי ההספק המיוצר בכל שעה כפול ה-BID החזוי לאותה שעת הפעלה ובתוספת עלות התנעה (ככל שרלוונטי).

אלפי ש"ח	שיעור היוון רישיון	שיעור החיים הכלכליים יתרת החיים הכלכליים	הספק	שווי
מחז"מ וטורבינות סולר	8.50%	8.50%	583	1,458,499
פיקר	8.25%	8.50%	230	507,933
שטח אופציה (H)	9.00%	10.50%	900	230,967
סה"כ				2,197,400
חלק פאוורג'ן				366,233
התאמות מאזניות				10,540
חלק פאוורג'ן				376,773

הוצאות תפעוליות

- ❖ **עלות גז טבעי** – עלויות הגז הטבעי מעוגנות בהסכמים ונקבעו לפי מחירי שוק ליחידה ונעות בין 59%-ל-69% מסך ההוצאות התפעוליות בתקופת הרישיון.
- ❖ **עלויות SPC** - הוצאות קבועות מראש הקשורות לניהול ה-SPC (בעיקר הוצאות ניהול, עובדים ויועצים טכניים).
- ❖ **הוצאות תפעול ואחזקה** – עלויות תפעול ותחזוקה שונות, המשתנות בהתאם לשעות הפעלת יחידות הייצור וכמות האנרגיה המיוצרת, ומבוססות על הסכמים קיימים.
- ❖ **הוצאות תפעול אחרות** – עלויות הכוללות הוצאות ביטוח, היטלים עירוניים וממשלתיים ועוד.

שינויים בהון החוזר

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס למפתחות הבאים:

❖ 30 ימי לקוח (מנהל המערכת).

❖ 30 ימי ספקים.

השקעות (Capex)

תחזית ההשקעות של התחנה כוללת השקעה של כ-113 מיליון ש"ח לאורך שנות התחזית כאשר כ-44 מיליון ש"ח צפויים עבור תחזוקה כבדה וכ-69 מיליון ש"ח עבור השקעות ושדרוגים נוספים.

שווי תחנת הפיקר

התחנה החלה בהפעלה מסחרית ביום 16 באוקטובר 2025, תחנת הפיקר תפעל לתקופת רישיון של 20 שנים, ובמסגרתה יועמד ההספק הזמין לרשות מנהל המערכת כנגד תעריף זמינות שהובטח בהחלטת אלון תבור וזמינותה התפעולית של תחנת הפיקר, זאת לצד תשלומים בגין תפוקת החשמל שתיוצר בהתאם להנחיית מנהל המערכת.

בדומה ליחידות הקיימות, לתחנת הפיקר הכנסות מזמינות וממכירת חשמל:

- ❖ התחנה זכאית לתשלומי זמינות אשר נועדו לכסות את כל העלויות הקבועות של תחנת הכח (לרבות עלויות הונית). תעריף הזמינות שנקבע לתחנה עומד נכון להיום על כ-6 אג' לקילוואט לתקופת הרישיון.
- ❖ הכנסות ממכירת חשמל מבוססות על מרווח דומה למרווח במחז"מ. (ראו בהרחבה בעמוד קודם הכנסות מאנרגיה ממכירת חשמל למנהל המערכת).
- ההוצאות התפעוליות בפיקר מורכבות מהוצאות הפעלה (41%) והוצאות משתנות אחרות (59%). שמתוכן רכישת גז (80%) ומס על הבלו (15%). כמו כן, המודל מניח שעות ייצור שנתית של 1,380 בתקופת הרישיון

יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי

הערכת שווי כוללת את יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי של התחנות הקיימות בתום תקופת ההפעלה, כאשר יתרה זו נאמדה לפי אורך החיים הכלכלי של הנכסים. הערך הנוסף עשוי לנבוע כתוצאה מהמשך הפעלת התחנות או ממכירת התחנות לצד שלישי. מועד סיום תקופת ההפעלה של התחנות הקיימות (המחז"מ) הינו ביום ה-31 בדצמבר, 2034, ושל תחנת הפיקר הינו ביום ה-16 באוקטובר 2045. החברה צופה כי בהתאם לצרכי המשק המסתמנים, לפיהם צפוי שיהיה צורך אקוטי בתחנות כוח מסוגן של התחנות, ובהתחשב בעלויות המשקיות הנובעות בהמשך הפעלת התחנות ביחס להקמת תחנות חדשות, היא תקבל רישיון להמשך תפעול התחנות תחת אסדרת שוק לתחנות כוח במתח עליון* בהתאם לאורך החיים הכלכלי שלהן. התחנה הקיימת עד לשנת 2054 והפיקר עד 2065 בהתאמה.

* להרחבה ראו בנספח סקירת שוק עמודים 98-99

שטח אופציה (יחידה H)

לצד האתר של MRC קיים שטח גדול להקמת מחז"מ נוסף בטכנולוגיית H-Class שנמצא בתהליכי אישור סטטוטוריים ולקראת קבלת הסמכה לתכנון בות"ל. התחנה עתידה להתחיל הקמה בשנת 2030 והפעלה בשנת 2034 ותהיה בעלת הספק של 900 מגה-וואט.

התאמות מאזניות – על מנת להגיע לשווי התחנות הקיימות, ביצענו התאמה בגין פערים מאזניים אשר אינם קיבלו ביטוי במודל הפיננסי של התחנות. פערים אלו נבעו בעיקר מסעיפים כמו מזומן, פיקדונות, חוב, נגזרים ושווי אופציות לנושאי משרה. סך שווי ההתאמות המאזניות הסתכמו לכ- 63 מיליון ש"ח;

שיעור הון – שיעור ההון שחושב הינו שיעור הון משוקלל שנבנה מתוך שיעור הון (Ke) לתחנות הקיימות (המחז"מ) של כ-8.5% ולתחנת הפיקר של כ-8.25%, ושיעור הון (WACC) ליתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון של 8.50%. שיעור ההון המשוקלל עומד על כ-8.5%.

בנוסף להנחות המפורטות לעיל, ישנן אפשרויות נוספות לעליית ערך אשר לא נלקחו בהערכת שווי זו לאור רמת ההבשלה שלהן:

- ❖ מכירת חשמל בילטרלית מתחנות שמוכרות כיום בהעמסה מרכזית לנגה.
- ❖ שחלוף יחידות הסולר ביחידות גז חדשות לאחר סיום הפעלת יחידות הסולר.
- ❖ העלאת הרישיון של יחידת הפיקר מ-230 MW ל-280 MW בהתאם להספק הקיים.
- ❖ הוספת יחידת קיטור בפיקר של כ-70 MW.

להלן תחזית תזרים המזומנים הפנוי לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות (אלפי ש"ח):

❖ שנת 2045 הינה שנת הזיכיון האחרונה של הפיקר (שלושת הרבעונים הראשונים).

בשנה זו הונח תשלום לרמ"י בגין היוון דמי חכירה עתידיים

סיום תקופת הרישיון הנוכחי של המחז"מ

שנת 2026 הינה שנת הפעלה מלאה ראשונה של הפיקר

אלפי ש"ח	2025	2024	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046 ואילך
הכנסות	695,311	648,773	822,354	845,138	874,008	912,351	944,610	963,087	979,487	988,850	934,524	848,059	861,880	884,053	903,913	918,781	927,543	945,262	961,689	979,129	991,888	998,317	
הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)	(408,430)	(365,629)	(437,135)	(469,267)	(488,886)	(523,329)	(570,152)	(570,152)	(575,843)	(586,867)	(554,137)	(591,096)	(594,842)	(605,029)	(616,172)	(772,118)	(635,691)	(645,313)	(662,059)	(674,002)	(681,924)	(690,789)	
EBITDA	286,881	283,144	385,219	375,872	385,122	389,023	392,052	392,936	403,644	401,983	380,387	256,963	267,038	279,024	287,742	146,663	291,852	299,949	299,630	305,127	309,965	307,528	
% מהכנסות			47%	44%	44%	43%	42%	41%	41%	41%	41%	30%	31%	32%	32%	16%	31%	32%	31%	31%	31%	31%	
הוצאות מס	-	-	-	-	-	-	(11,863)	(59,489)	(62,514)	(63,701)	(60,092)	(49,863)	(53,006)	(56,647)	(59,064)	(61,161)	(62,005)	(64,888)	(65,853)	(68,237)	(70,283)	(69,781)	
תזרים מזומנים חופשי מפעילות לאחר מס	385,219	385,219	385,219	385,122	389,023	380,189	341,129	333,447	320,295	207,100	320,295	338,282	341,129	222,377	228,678	229,847	235,061	233,777	236,890	239,682	237,747		
משכית ופקודות קרן MRA	(6,794)	(6,794)	(6,794)	-	6,794	(4,269)	(4,243)	(4,243)	12,755	-	-	-	(14,673)	(16,907)	(30,228)	56,456	(2,235)	(2,235)	13,409	-	(15,205)	(7,986)	
שניים בהון חוזר ומזומן מוגבל	34,415	34,415	34,271	34,271	(273)	(281)	(104)	(104)	(104)	(104)	9,792	(203)	(217)	(222)	(227)	5,798	(6,267)	(243)	155	(657)	(259)	11,852	
תחזוקה כבדה והשקעות ושדרוגים נוספים	(41,500)	(41,500)	(41,500)	(27,600)	(31,791)	-	-	-	(12,755)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
משכית חוב	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	
שניים ב-DSRA	(4,424)	(4,424)	(4,424)	(846)	(1,119)	(932)	(1,036)	(959)	(1,190)	(1,043)	(1,151)	(1,126)	(1,353)	(1,176)	1,416	1,321	(725)	(690)	9,689	-	-	-	-
החזר קרן	(163,476)	(163,476)	(163,476)	(186,457)	(189,285)	(192,419)	(182,358)	(185,338)	(196,448)	(205,834)	(116,113)	(74,872)	(79,392)	(79,081)	(83,965)	(83,808)	(83,898)	(85,667)	(90,112)	(46,465)	-	-	-
החזר ריבית	(64,539)	(64,539)	(64,539)	(65,242)	(59,857)	(54,630)	(49,320)	(43,925)	(38,493)	(32,645)	(28,007)	(24,525)	(22,258)	(19,863)	(17,332)	(14,657)	(11,924)	(6,332)	(3,266)	(838)	-	-	-
תזרים להיוון	298,901	298,901	298,901	129,998	109,591	136,492	143,129	98,879	104,895	98,557	184,817	91,691	96,610	105,126	98,342	50,612	128,160	141,310	154,653	142,855	186,602	241,613	
תקופה להיוון	0.50	0.50	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	10.50	11.50	12.50	13.50	14.50	15.50	16.50	17.50	18.50	19.50	
תזרים מהון	286,978	286,978	286,978	115,054	89,410	102,649	99,225	63,189	61,792	53,519	92,514	42,309	41,094	41,220	35,545	16,863	39,362	40,007	40,362	34,368	41,382	49,392	580,198

נובע בעיקר מהגדלת מינוף בתחנת הפיקר לאחר מעבר להפעלה מלאה

1,966,433	סה"כ תזרים מהון
16.67%	שיעור החזקה פאוורג'ן
327,739	חלקה של פאוורג'ן בתחנות קיימות ופיקר
10,540	התאמות מאזניות
38,495	חלקה של פאוורג'ן ביחידת ה-H
376,773	חלקה של פאוורג'ן ב-MRC

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעור הדייוון (באלפי ש"ח):

שיעור הדייוון משוקלל				
9.5%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%
316,724	345,131	376,773	412,110	451,682

כאמור, פאורג'ן מחזיקה בפרויקט תחנת הכוח ריינדיר הנמצא בשלב הייזום, באמצעות אחזקה ישירה של כ-27.51%.

ביום 7 באוגוסט 2025 נתקבל אישור ממשלת ישראל לתוכנית לתשתית לאומית, תת"ל 91 אשר מכוחה ניתן להקים את תחנת הכוח ריינדיר. תחנת הכוח ריינדיר צפויה להיות מוקמת בשטח מועצה אזורית דרום השרון, על אחת מעתודות הקרקע הבודדות במרכז הארץ ברמת בשלות גבוהה להקמה, במיקום אסטרטגי וייחודי בסמיכות לקווי תשתית חיוניים לצורך הולכת חשמל לאזורי הביקוש בגוש דן והמרכז. התחנה צפויה להיות בעלת הספק של עד 900 מגה וואט, ותופעל באמצעות גז טבעי כדלק עיקרי וסולר כגיבוי.

לצורך הערכת שווי זכויות פאורג'ן בפרויקט, יושמה מתודולוגיית היוון תזרימי מזומנים דו-שלבית: בשלב הראשון, הונו תזרימי המזומנים הצפויים למועד תחילת ההקמה בשיעור היוון לבעלים (Ke) של 13.25% (לתקופת הרישיון) ובשיעור ההיוון (WACC) של כ-9.75% (ליתרת החיים הכלכליים). בשלב השני בוצע היוון נוסף למועד הערכת שווי בשיעור היוון של 30% המשקף את הסיכון היזמי והרגולטורי הכרוך בפרויקט בשלב הנוכחי, בהתחשב באבני הדרך שנדרש להשלים עד לתחילת ההקמה. בהתאם למתודולוגיה זו, שווי ריינדיר למועד הערכת שווי נאמד בכ-1,041 מיליון ש"ח.

להלן סיכום שווי ריינדיר:

1,352,803	תזרים מהוון *31.12.26
30.00%	ריבית ייזום להיוון
1,040,617	שווי תזרים מהוון 31.12.25
6,887	מזומנים
(67,675)	הלוואות בעלים
979,830	שווי ריינדיר (100%)
27.51%	שיעור החזקות פאורג'ן
269,509	חלקה של פאורג'ן
13,249	חלקה של פאורג'ן בהלוואות בעלים
(15,043)	שווי תמורות מותנות**
(22,798)	הלוואה שניתנה על ידי הפניקס***
244,918	החזקות פאורג'ן בריינדיר

*ראו תזרים מלא בהמשך

** תמורות מותנות הינן תמורות אשר נובעות מהתחייבויות תשלום במסגרת עסקאות רכישה שונות שבוצעו על-ידי פאורג'ן ו-PPP. לצורך הערכת השווי של התמורות המותנות, חושב הערך הנוכחי של כל אחת מהתמורות על-פי התנאים החוזיים הרלוונטיים לכל עסקה. במסגרת כל עסקה נותחו תנאי התשלום החוזיים, לרבות קיומם של אירועי טריגר כגון: הסדר רכש, זכייה במכרז או סגירה פיננסית, אשר מהווים תנאי מוקדם למימוש התמורה.

*** מבנה ההחזקות של החברה מורכב הן מהשקעות הוניות והן מהלוואות בעלים באמצעות שני ערוצי החזקה – ישיר ועקיף (PPP). בנוסף, ישנה הלוואה שהחברה נטלה מהפניקס כדי לממן את ההשקעה בפרויקט.

מתוך שווי התחנה כאמור, בוצע הערכת שמאי חיצוני ביחס לערך המקרקעין הגלום ובהתאם לעבודתו שנעשתה נכון לתאריך החתך, שווי המקרקעין עומד על 220 מיליוני ש"ח.

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ **מועד תחילת הקמה** – החברה צופה להשלים סגירה פיננסית במהלך שנת 2026 ולהתחיל הקמה בסמוך לאחר מכן.
- ❖ **תחזיות נומינליות** - התחזיות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה באמצעות מודל פיננסי בערכים נומינליים, עם הנחת עליית מדד. משכך, כלל התחזיות ששימשו לאמידת השווי ההוגן, לרבות שיעור ההיוון, הינן בערכים נומינליים מבוססות על תחזית אינפלציה של 2.23%.
- ❖ **שיעור היוון** - שיעור היוון שנתי נאמד ב-13.25% (Ke) לתקופת הרישיון ו-10.5% (WACC) ליתרת החיים הכלכליים. להרחבה ראה פרק מתודולוגיה.
- ❖ **הכנסות מזמינות** – שיעור הכנסות מזמינות בשנות התחזית נאמדות בכ-20%.
- ❖ **שיעור מס** – הונח שיעור מס של 23% שהינו שיעור מס החברות בישראל.
- ❖ **שנות התחזית** – תקופת הקמה ותקופת רישיון של 25 שנים.
- ❖ יתרת החיים הכלכליים - כ-25 שנים.
- ❖ **פחת ו-CapEx** - הפחת וה-CapEx חושבו בהתאם למידע שקיבלנו מהנהלת החברה.
- ❖ **שינויים בהון חוזר** – נלקחו בהתאם למודל הפיננסי של החברה ולמפתחות הבאים:
45 ימי לקוח (מנהל מערכת)
30 ימי ספקים

מועד תחילת ההקמה

לפי אסדרת רשות החשמל, קיימת מכסה להקמת ארבע תחנות כוח. בפועל, חמש תחנות מבקשות לקום, התחנות המתחרות כוללות את תחנת קסם, הרחבה של תחנת דליה בצפית, הרחבה של תחנת דוראד באשקלון ו-OPC בחדרה.

בנוסף, שתי תחנות נמצאות בהליכי סגירה פיננסית דרך הליך מכרזי ולא נכללות במכסת רשות החשמל: הרחבת תחנת הכוח אשכול, שנקבעה במכרז הפרטתה, והמכרז לתחנת כוח ליד מתקן ההתפלה שורק.

רשות החשמל הסכימה לשלם תעריף זמינות גבוה יותר לתחנת כוח הראשונה באזור המרכז שתסגור פיננסית, במטרה לזרז את הקמת התחנות. תחנות שייבנו מאוחר יותר יקבלו תעריף זמינות מופחת.

כמו כן, השוק מאופיין בביקוש גבוה במיוחד לציוד עיקרי לתחנות כוח, דבר אשר עשוי להאריך את לוחות הזמנים להגעה לסיום הקמה.

נכון למועד הערכת השווי, ולאחר אישור הממשלה בחודש אוגוסט 2025, הנחנו כי בתוחלת, מועד תחילת הקמת יחול במהלך השנה הקרובה. שיעור ההיוון בשנה הזו מגלם בתוכו פרמיית סיכון ספציפית אשר נותנת מענה הולם לסיכונים השונים הקשורים בהתממשות ההנחה כאמור.

הכנסות

הכנסות התחנה כוללות:

- ❖ **הכנסות בגין זמינות** – הנהלת החברה הניחה כי בהתאם לאסדרה שתחול על התחנה, התחנה תהנה מהכנסות מזמינות אשר נועדו לכסות את עלויות ההקמה והעלויות הקבועות של תחנת הכח (לרבות עלויות הוניות). תעריף הזמינות שנקבע לתחנה הינו בהתאם לאסדרה הרלוונטית. תעריף הזמינות צמוד למדד המחירים לצרכן.
- ❖ **הכנסות מאנרגיה ממכירת חשמל למנהל המערכת** – הכנסות ממכירת חשמל מתבססות על תעריף האנרגיה ה-SMP (שיעבור בהמשך לתעריף ה-MCP) בתוספת התעריף המשלים לאחר התאמת המגבלות של רשות החשמל בהתאם להחלטתה מפברואר 2025 והיקף ייצור החשמל של התחנה.

הוצאות תפעוליות

- ❖ **עלות גז טבעי** – עלויות הגז הטבעי נלקחו בהתאם למחיר במתווה שנקבע עם אישורי היתרי הייצוא לספקי הגז ונעות בין 63%-ל-71% מסך ההוצאות התפעוליות בתקופת הרישיון
- ❖ **עלויות SPC** - הוצאות קבועות מראש הקשורות לניהול ה-SPC (בעיקר הוצאות ניהול, ביטוח, שכירות עובדים ויועצים טכניים).
- ❖ **הוצאות תפעול ואחזקה** – עלויות תפעול ותחזוקה שונות, חלקן קבועות וחלקן משתנות בהתאם לשעות הפעלת יחידות הייצור וכמות האנרגיה המיוצרת.

יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון

הערכת שווי כוללת את יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון בתום תקופת ההפעלה, כאשר יתרה זו נאמדה לפי אורך החיים הכלכלי של הנכסים. הערך הנוסף עשוי לנבוע כתוצאה מהמשך הפעלת התחנה או ממכירתה לצד שלישי. מועד סיום תקופת הרישיון הצפוי הינו באוקטובר 2055, ויתרת החיים הכלכליים הינם לתקופה של 25 שנים. החברה צופה כי בהתאם לצרכי המשק המסתמנים, לפיהם צפוי שיהיה צורך אקוטי בתחנות כוח מסוגן של תחנת ריינדיר, ובהתחשב בעלויות המשקיות הנובעות בהמשך הפעלת התחנות ביחס להקמת תחנות חדשות, היא תקבל רישיון להמשך תפעול התחנה תחת אסדרת שוק לתחנות כוח במתח עליון* בהתאם לאורך החיים הכלכלי שלהן.

*להרחבה ראו בנספח סקירת שוק עמודים 98-99

להלן תחזית תזרים המזומנים של התחנה:

אלפי ש"ח	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046 ואילך
הכנסות	-	-	-	-	1,562,221	1,589,854	1,574,805	1,599,215	1,546,700	1,640,118	1,676,814	1,703,937	1,561,900	1,693,880	1,723,887	1,810,436	1,836,207	1,958,935	1,849,376	
הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)	-	-	-	-	(942,854)	(959,126)	(969,762)	(985,503)	(974,891)	(1,030,136)	(1,036,954)	(1,051,196)	(992,299)	(1,071,324)	(1,088,170)	(1,127,535)	(1,114,482)	(1,176,888)	(1,145,588)	
EBITDA	-	-	-	-	619,367	630,727	605,044	613,712	571,810	609,982	639,860	652,742	569,601	622,556	635,717	682,901	721,725	782,047	703,788	
EBITDA %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	39.6%	39.7%	38.4%	38.4%	37.0%	37.2%	38.2%	38.3%	36.5%	36.8%	36.9%	37.7%	39.3%	39.9%	38.1%	
הוצאות מס	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(135,977)	(150,266)	
תזרים מזומנים חופשי מפעילות לאחר מס	-	-	-	-	619,367	630,727	605,044	613,712	571,810	609,982	639,860	652,742	569,601	622,556	635,717	682,901	721,725	782,047	619,367	
שינויים בהון חוזר	-	-	-	-	(22,677)	(3,098)	6,974	(2,044)	(6,687)	4,596	(2,835)	(1,249)	3,289	123	547	(3,161)	(7,402)	(735)	6,608	
השקעות	(2,134,506)	(1,578,797)	(705,410)	(875,111)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
תזרים מזומנים לפני הוצאות מימון	(2,134,506)	(1,578,797)	(705,410)	(875,111)	619,367	630,727	605,044	613,712	571,810	609,982	639,860	652,742	569,601	622,556	635,717	682,901	721,725	782,047	619,367	
משיכת חוב	2,134,506	1,578,797	705,410	875,111	529,382	-	-	-	-	369,701	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
פירעון EBF	-	-	-	-	(1,198,560)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
תשלומי קרן הלואה	-	-	-	-	(117,162)	(187,187)	(185,163)	(192,955)	(169,202)	-	(265,783)	(289,176)	(240,889)	(290,281)	(314,695)	(363,278)	(351,864)	(358,612)	(331,825)	
תשלומי ריבית הלואה	-	-	-	-	(101,819)	(237,325)	(228,801)	(220,776)	(213,123)	(205,400)	(223,660)	(211,368)	(199,354)	(188,162)	(174,172)	(158,946)	(141,843)	(126,259)	(109,604)	
תזרים מזומנים אחרי הוצאות מימון	0	-	(0)	(1,059)	907,091	(995,442)	198,054	197,938	182,797	778,879	147,582	150,948	132,647	144,236	147,397	157,516	148,860	146,176	132,990	
תקופה להיוון	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	10.50	11.50	12.50	13.50	14.50	15.50	16.50	17.50	18.50	
תזרים מהוון	0	-	(0)	(685)	518,178	(502,118)	88,214	77,847	63,481	238,840	39,961	36,090	28,004	26,888	24,262	22,895	19,105	16,566	13,308	641,967
תזרים מהוון 31.12.26	1,352,803																			

מחזור חוב (מיני פרם)

בהתאם לנתונים שהועברו אלינו מהנהלת החברה, החברה הזרימה הלוואות בעלים, אשר נכון ליום 31.12.2025 מסתכמות בסכום מצטבר של כ-13 מיליון ש"ח (כולל ריבית שנצברה).
להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעור ההיוון של תקופת הרישיון ו-0.5% בשיעור ההיוון של יתרת החיים הכלכליים על סך חלקה של פאוורג'ן בריינדיר (באלפי ש"ח):

שיעור היוון - תקופת הרישיון						
14.25%	13.75%	13.25%	12.75%	12.25%		
283,011	289,633	296,667	304,144	312,098	9.50%	שיעור היוון - יתרת החיים הכלכליים
254,781	261,404	268,437	275,914	283,869	10.00%	
231,262	237,884	244,918	252,395	260,349	10.50%	
211,631	218,253	225,287	232,764	240,719	11.00%	
195,217	201,839	208,873	216,350	224,304	11.50%	

אסדרה

התחנות בטכנולוגיית קוגנרציה פועלות מכוח תקנות משק החשמל (קוגנרציה), התשס"ה-2004 ("תקנות הקוגנרציה"), אשר בין היתר, מגדירות דרישות לעמידה בתנאי מתקן קוגנרציה, ובפרט עמידה בתנאי נצילות אנרגטית מינימלית הקבועים בהן. בנוסף, תקנות הקוגנרציה מסדירות את מנגנון עריכת העסקאות של יצרן פרטי בקוגנרציה עם מנהל המערכת (אישור תעריפי), אשר מאפשר למתקן הקוגנרציה להעביר עודפי חשמל, אשר אינם נמכרים לצרכנים פרטיים, לרשת (קרי למנהל המערכת), במחיר כלכלי וצמוד למדד המוסדר לטווח ארוך, לפי הגבלת כמויות שנתית. על מנת להנות מההסדר הקבוע ליצרני חשמל בקוגנרציה, על כל יחידת ייצור בתחנת כוח לעמוד בתנאי נצילות אנרגטית מינימלית הקבועים בתקנות הקוגנרציה ("תנאי הקוגנרציה"), וככל שאינה עומדת בהם, מוחל עליה הסדר תעריפי נחות יותר. האסדרה התעריפית החלה על תחנות הפועלות בטכנולוגיית קוגנרציה הינה בהתאם להחלטת רשות החשמל מיום 1 במאי, 2008 בעניין תעריפים לרכישת אנרגיה ממתקני קוגנרציה. החל משנת 2023 רמת גבריאל והחל משנת 2024 אלון תבור, עומדות בתנאי הנצילות האנרגטית הנדרשת הקבועה בתקנות הקוגנרציה ולפיכך זכאיות למנגנונים הקבועים באסדרת הקוגנרציה בשנים 2024 ו-2025, בהתאמה.

לתחנות הצפוניות ולתחנות החופיות (בסעיף זה: "התחנות") לקוחות עוגן מרכזיים, בהם תנובה, נילית ומתקני ההתפלה, אשר ההסכמים עמם הינם לטווח ארוך ומכסים את מרבית תפוקת החשמל והקיטור של התחנות בשעות הפסגה. בנוסף, התחנות נהנות מיתרון לגודל ומקשר ישיר למספקי החשמל, תוך שילוב של מגוון אמצעי ייצור ואגירה המאפשרים אספקת חשמל יציבה ויעילה. מיקומן של תחנות הכוח בחצרות הלקוחות מחזק את הקשרים האסטרטגיים ומאפשר אינטגרציה תפעולית מלאה, דבר המקטין באופן משמעותי את הכדאיות הכלכלית של מעבר ליצרנים אחרים. ביחס לחשמל המיוצר שאינו מופנה ללקוחות העוגן ואינו נמכר למנהל המערכת לפי תעריפי הקוגנרציה, פאוורג'ן שואפת להפנותו לשוק הביתי דרך מספק בזק-ג', (בעיקר ביחס לתחנות הכוח הצפוניות).

יתרון של התחנות הפועלות תחת אסדרה למתקני קוגנרציה (התחנות הצפוניות ותחנת אשקלון), נעוץ באסדרה התעריפית של התחנות המאפשרת להן לספק את מלוא עודפי הייצור הצפויים בתרחישים סבירים למנהל המערכת, תוך מימוש משטר ההפעלה האופטימלי הממצה את מלוא הפוטנציאל העסקי מתחנות הכוח.

טכנולוגיה

התחנות הצפוניות ותחנת אשקלון פועלות בטכנולוגיית הקוגנרציה, במסגרתה מתבצע ייצור בו זמני של אנרגיה חשמלית ואנרגיה תרמית שימושית (קיטור). תחנות קוגנרציה מוקמות לרוב בחצרות מפעלי תעשייה, ומאפשרות למפעלים לצרוך חשמל במחירים תחרותיים, וכן לצרוך אנרגיה תרמית המיוצרת בטכנולוגיית קוגנרציה, במחיר הנמוך מעלות הדלק בשריפה ישירה. כלומר, טכנולוגיית הקוגנרציה מאפשרת ניצול אנרגטי אופטימלי על ידי ייצור של חשמל ומוצרים תרמיים במקביל, ואספקתם ללקוחות.

הנחות כלליות

- ❖ **שנות התחזית** – שנות התחזית הינן מיום ה-1 בינואר 2026 עד יום ה-30 בספטמבר 2039, המייצג את אורך חיי הרישיון הקיים ויתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי בהתאם לאורך החיים הכלכלי של התחנה עד לשנת 2069 (ראה הרחבה בהמשך);
- ❖ **שיעור היוון** – שיעור ההיוון לבעלים (Ke) שחושב הינו 9.75% לתקופת הרישיון. בתקופת השייר עשינו שימוש בשיעור היוון תפעולי (WACC) של 9.25% (להרחבה ראו נספח ג');
- ❖ **זמינות התחנות** – בתחזית לשנת 2026 הניחה החברה זמינות של 98.3% ברמת גבריאל ו-98.6% באלון תבור (לא כולל הרצה בסולר); בשנת 2025 הזמינות הממוצעת עמדה על כ-98.2% ברמת גבריאל וכ-95.5% באלון תבור;
- ❖ **התאמות מאזניות** - על מנת להגיע לשווי התחנות הקיימות, ביצענו התאמה בגין פערים מאזניים אשר אינם קיבלו ביטוי במודל הפיננסי של התחנות. פערים אלו נבעו בעיקר מסעיפים כמו מזומן, פיקדונות והון חוזר. סך שווי ההתאמות המאזניות הסתכמו לכ-6 מיליוני ש"ח.
- ❖ **קיבולת חשמל מקסימלית** – 74MW בכל תחנה;

נכס	MW	טון קיטור לשעה	סיום רישיון / חיים כלכליים	שווי חלק החברה (אלפי ש"ח)
רמת גבריאל	74	70	2069 / 2039	553,455
אלון תבור	74	70	2069 / 2039	

הכנסות

❖ **לקוחות במתח גבוה (כולל לקוח עוגן)** - בהתאם לנתוני השוק, שיעור ההנחה אותו מעניקים יצרני חשמל פרטי גדולים ללקוחות חשמל בחיבור מתח גבוה הוא כ- 8%-10% מרכיב הייצור של החשמל כפי שמפורסם על ידי רשות החשמל. התעריף ללקוחות פרטיים יחושב על בסיס ההנחות הבאות:

1. מחיר בסיס – רכיב ייצור לפי מש"בים כפי שפורסם בינואר 2026.
2. הנחה – הנחה מסוימת על רכיב הייצור.
3. הצמדה של מחיר הבסיס לאחר הנחה החל ממועד ההפעלה המסחרית.

ההכנסות מתפלגות בצורה שונה שכן בבסיסן הנחות תפוקה וייצור חשמל בהתבסס על משתנים רבים, כגון: טיפולי תחזוקה שוטפת והקטנת התפוקה והתחזיות עונתיות לצריכת חשמל על ידי רשות החשמל.

❖ הכנסות ממכירת חשמל למספק בזק-ג'ן

❖ הכנסות ממכירת חשמל למנהל מערכת לפי תעריף מוטב בהתאם לתקנות קוגנרציה - רמת גבריאל קיבלה אישור במרץ 2024 ואלון תבור קיבלה אישור בפברואר 2025.

להלן ההספק (MWh) בתחנות הצפוניות בחלוקה ללקוח בזק-ג'ן ושאר הלקוחות לשנים 2026-

2030:	MWh	2026	2027	2028	2029	2030
מיזם בזק-ג'ן	318,223	343,018	445,873	475,394	603,915	
שאר הלקוחות	1,263,822	1,243,442	1,167,071	1,140,938	1,029,424	
סה"כ	1,582,045	1,586,460	1,612,944	1,616,332	1,633,339	

הוצאות תפעוליות

- ❖ **עלות גז טבעי** – עלויות הגז הטבעי מעוגנות בהסכמים ונקבעו לפי מחירי שוק ליחידה. בגין השפעת מס הבלו על רכיב הייצור, ובעקיפין על מחיר הגז הצמוד בחלקו לרכיב הייצור, נלקח פקטור של 50% תחת הנחה כי הנושא יוסדר ברמה המסחרית או רגולטורית על בסיס ההבנה כי מתווה המס הבלו לא אמור היה להביא לגידול בעקיפין במחיר הגז.
- ❖ **עלויות SPC** – עלויות אלו כוללות הוצאות קבועות מראש לניהול ה-SPC (בעיקר הוצאות ניהול, שירותים, היטלים עירוניים וממשלתיים וביטוחים)
- ❖ **הוצאות תפעול ואחזקה משתנות** – הוצאות משתנות על בסיס תפוקה (נקבעות על בסיס מחיר ל-MW).
- ❖ **הוצאות תפעול ואחזקה קבועות** – עלויות אלו כוללות הוצאות תפעול ותחזוקה שונות. הוצאות אלו קבועות מראש במסגרת חוזים.

שינויים בהון החוזר

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס למפתחות הבאים:

30 ימי חייבים.

30 ימי זכאים.

השקעות (Capex)

תחזית ההשקעות של התחנה כוללת השקעה של כ-82 מיליון ש"ח לאורך שנות התחזית.

שווי תחנות צפוניות

להלן תחזית תזרים המזומנים הפנוי לבעלי המניות בגין התחנות הצפוניות (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	2025	2024	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	01.01-30.09 / 2039	יתרת הזכות הכלכלית
הכנסות	708,344	501,647	629,925	662,325	697,302	717,217	762,640	773,834	806,829	832,516	858,150	877,111	890,456	913,786	947,620	725,099	-
הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)	(580,064)	(383,253)	(503,017)	(535,882)	(556,821)	(574,636)	(617,746)	(624,404)	(650,713)	(663,972)	(688,468)	(703,678)	(714,969)	(752,861)	(799,160)	(596,830)	-
EBITDA	128,280	118,394	126,908	126,442	140,481	142,581	144,893	149,430	156,116	168,544	169,682	173,433	175,488	160,925	148,461	128,269	
הוצאות מס	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(4,854)	(17,041)	(14,520)	(13,350)	
תזרים מזומנים חופשי מפעילות לאחר מס	128,280	118,394	126,908	126,442	140,481	142,581	144,893	149,430	156,116	168,544	169,682	173,433	170,633	143,884	133,940	114,919	
יתרת פתיחה מזומנים	2,000	10,223	10,451	10,223	10,684	10,922	11,166	11,415	11,669	11,669	11,930	12,196	12,468	12,746	13,030	13,320	-
שינויים בהון חוזר	1,255	(1,752)	(316)	(1,752)	(431)	148	(1,695)	(465)	(981)	585	(1,233)	10	4,474	(628)	8,769	8,769	-
השקעות	(14,195)	(4,665)	(4,782)	(4,665)	(4,875)	(4,984)	(5,095)	(5,223)	(5,324)	(5,565)	(5,704)	(5,816)	(5,945)	(4,533)	(4,533)	(4,533)	-
תזרים מזומנים לפני הוצאות מימון	115,967	130,249	145,835	148,275	150,980	153,806	161,843	173,908	176,753	178,832	184,477	190,133	196,788	203,443	210,099	117,326	
תשלומי קרן הלוואה	(47,627)	(58,050)	(61,481)	(65,492)	(72,015)	(78,813)	(86,980)	(108,243)	(112,375)	(116,898)	(123,858)	(130,265)	(136,672)	(143,079)	(149,486)	(155,893)	-
תשלומי ריבית הלוואה	(32,018)	(31,153)	(30,058)	(28,675)	(27,183)	(25,483)	(23,557)	(21,093)	(18,231)	(15,227)	(11,999)	(8,601)	(5,898)	(2,706)	(2,706)	(2,706)	-
תזרים מזומנים אחרי הוצאות מימון	36,322	41,047	54,296	54,108	51,782	49,510	51,306	44,572	46,147	46,706	41,550	34,239	28,804	33,393	38,850	84,741	
החזרי הלוואות בעלים לפאורג'ן	(26,099)	(30,596)	(43,612)	(43,186)	(43,186)	(12,138)	(7,683)	(2,886)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
יתרת סגירה מזומנים	10,223	10,451	10,684	10,922	11,166	11,415	11,669	11,930	12,196	12,468	12,746	13,030	13,320	13,610	13,900	14,190	-
תזרים פנוי לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות	0	(0)	(0)	(0)	26,190	25,957	28,568	24,960	31,066	34,239	38,850	44,572	51,306	54,296	54,108	84,741	
חלקה של פאורג'ן בדיבידנדים והלוואות בעלים	26,099	30,596	43,612	43,186	43,186	12,138	7,683	2,886	-	-	-	-	-	-	-	73,046	
תקופה להיוון	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	10.50	11.50	12.50	13.38	13.38	13.38	
תזרים מהוון	24,913	26,611	34,561	31,184	24,344	20,690	19,497	14,532	13,452	12,195	9,348	10,468	10,468	21,047	286,480		

שווי תזרים מהוון	559,196
התאמות מאזניות (חלקה של פאורג'ן של פלנטס 86.2%)	(5,741)
חלקה של פאורג'ן של פלנטס בתחנות הצפוניות (86.2%)	553,455

*ההכנסות כוללת רכיב מערכתיות

שותפות יובלי רעם

שותפות יובלי רעם מחזיקה ב-100% בתחנות החופיות והחברה מחזיקה ב-35% בשותפות המוגבלת כאשר עמיתים קרנות הפנסיה ומגדל חברה לביטוח מחזיקות בשאר. בנוסף, פאוורג'ן פאוור פלנטס היא השותף הכללי והסכם השותפות קובע דמי ניהול שנתיים לשותף הכללי והשתתפות ברווחים.

שווי שותפות יובלי רעם מורכב מהיוון תזרים המזומנים שמניבות התחנות החופיות בניכוי ההתאמות המאזניות ובניכוי תשלומי דמי ההצלחה לשותף הכללי, כאשר החלק שמיוחס לפאוור פלנטס הינו 35%.

השווי של החזקות פאוור פלנטס, כוללת 35% מהשותפות המוגבלת, בתוספת 100% משווי דמי ההצלחה האמורים.

התחנות החופיות כוללות את תחנת אשקלון ואת שורק. תחנת אשקלון פועלות בטכנולוגיית הקוגנרציה, במסגרתה מתבצע ייצור בו זמני של אנרגיה חשמלית ואנרגיה תרמית שימושית (קייטור). תחנת שורק הינה תחנת כוח קונבנציונלית המונעת בגז טבעי. התחנה החופית אשקלון עומדת בתנאי הקוגנרציה החל משנת 2008. (להרחבה אודות התחנות החופיות ופרטים בגין הדרישות לעמידה בתנאי מתקן קוגנרציה ראו פרק שווי תחנות צפוניות).

התקשרויות התחנות עם לקוחות העוגן (מתקני ההתפלה) צמודות לתעו"ז ולא לרכיב הייצור, כך שרכיב המערכתיות בתעריף מוטל על התחנות ולא על המתקנים. מדובר במבנה הסכמי ייחודי שאינו נפוץ בשוק וקשור בעיקר לעובדה שחוזי ההתקשרות נחתמו עוד בטרם כניסתו לתוקף של רכיב המערכתיות לתעריף החשמל (שנת 2015). לאור הגידול המשמעותי ברכיב זה במהלך השנים האחרונות, וביתר שאת בתעריף שנקבע לשנת 2025 (גידול של כ-50%), הונח כי יתקבל פיצוי חלקי בגין הפגיעה כאמור במסגרת הסדר מול הרגולטור בכדי לצמצם את העיוות שנוצר. הנחה זו נשענת על כך שמתקני ההתפלה הם צרכני אנרגיה כבדים, אשר תלותם באספקת חשמל יציבה וזמינה היא קריטית להפעלתם השוטפת. תחנות הכוח הממוקמות בתחומי מתקני ההתפלה ומתקני ההתפלה עצמם מהווים פרויקטים תשתיתיים משלימים הפועלים כיחידה אינטגרלית אחת, ולכן אין להתייחס אליהם כשתי ישויות נפרדות מבחינת המשק הלאומי. בנוסף, התחנות הוקמו ביוזמה ממשלתית במסגרת הסכמי זיכיון רב-שנתיים, מה שמחזק את הצורך בהתאמות רגולטוריות למניעת עיוותים בתעריף.

הנחות כלליות

- ❖ **שנות התחזית** – שנות התחזית הינן שנים 2026 עד שנת 2037 (סיום תקופת הזיכיון של תחנת שורק), כאשר תחנת הכח אשקלון צפויה להסתיים בשנת במהלך שנת 2028 תחת הנחה, המבוססת על שיח עם הגורמים הרלוונטיים במדינה, כי תקופת הזיכיון תוארך לתקופה של שנה לכל הפחות.
- ❖ **שיעור היוון** – שיעור ההיוון לבעלים (Ke) שחושב הינו כ-9% (להרחבה ראו נספח ג);
- ❖ **זמינות התחנות** – בתחזית לשנת 2026 הניחה החברה זמינות של 98% בשורק ו-91.3% באשקלון. בשנת 2025 הזמינות הממוצעת עמדה על כ-89.9% בשורק וכ-94.4% באשקלון;
- ❖ **התאמות מאזניות** - על מנת להגיע לשווי התחנות הקיימות, ביצענו התאמה בגין פערים מאזניים אשר אינם קיבלו ביטוי במודל הפיננסי של התחנות. פערים אלו נבעו בעיקר מסעיפים כמו מזומן, פיקדונות והון חוזר. סך שווי ההתאמות המאזניות הסתכמו לכ-23 מיליוני ש"ח.
- ❖ **חוב בכיר תחנת שורק** - מאחר והחוב אינו פרוס באופן אופטימאלי על פני תקופת החיים של התחנה, הונח פריסה מחדשה על מח"מ הפרויקט שהינו כ-6.5 שנים
- ❖ **קיבולת חשמל מקסימלית** – 140 MW בשורק ו-87 MW באשקלון;

הכנסות

הכנסות תחנת הכוח **אשקלון** מורכבות משלושה רכיבים:

1. רכיב קבוע צמוד למדד המחירים לצרכן;
 2. רכיב משתנה בסכום קבוע צמוד שיותאם ככל שמחיר המים הבסיסי על פי הסכם הזיכיון יופחת בשל הפחתת עלויות האנרגיה או בשל שינוי טכנולוגי משמעותי;
 3. תמורה עבור חשמל בכמות העולה על 10% מהכמות שנקבעה בתכנית הצריכה והחריגה – יתווסף סכום שנקבע לרכיב המשתנה, צמוד בהתאם למנגנון שנקבע.
- הכנסות תחנת הכוח נובעות בעיקרן מלקוח העוגן של התחנה אשר הינו מתקן ההתפלה אשקלון. כמו כן, לקוח נוסף של תחנת הכוח הינו מתקן "מקורות" בחצר מתקן ההתפלה. ההכנסות מתפלגות בצורה שונה שכן בבסיסן הנחות תפוקה וייצור חשמל בהתבסס על משתנים רבים, כגון: טיפולי תחזוקה שוטפת והקטנת התפוקה ותחזיות עונתיות לצריכת חשמל על ידי רשות החשמל.

הכנסות תחנת הכוח **שורק** מורכבות משלושה רכיבים:

1. רכיב קבוע צמוד למדד המחירים לצרכן;
 2. רכיב משתנה מורכב מסל הצמדה הצמוד לשער הדולר ולתעריף תעו"ז;
 3. תמורה עבור חשמל בכמות העולה על 15% מהכמות החודשית – מחיר תעו"ז ללא הנחה.
- הכנסות תחנת הכוח נובעות בעיקרן מלקוח העוגן של התחנה אשר הינו מתקן ההתפלה שורק 1 (כ-50%). כמו כן, לקוחות נוספים של תחנת הכוח הינם לקוחות בילטרליים בהסכמי PPA וכן מספק בזק-ג'ן.

הוצאות תפעוליות

❖ **עלות גז טבעי** – עלויות הגז הטבעי מעוגנות בהסכמים ונקבעו לפי מחירי שוק ליחידה. בגין השפעת מס הבלו על רכיב הייצור, ובעקיפין על מחיר הגז הצמוד בחלקו לרכיב הייצור, נלקח פקטור של 50% תחת הנחה כי הנושא יוסדר ברמה המסחרית או רגולטורית על בסיס ההבנה כי מתווה המס הבלו לא אמור היה להביא לגידול בעקיפין במחיר הגז. (בהתאם להנחה שנלקחה בשווי התחנות הצפוניות).

❖ **עלויות SPC** - עלויות אלו כוללות הוצאות קבועות מראש הקשורות לניהול ה-SPC (בעיקר הוצאות ניהול, שירותים, היטלים עירוניים וממשלתיים וביטוחים).

❖ **הוצאות תפעול ואחזקה משתנות** - הוצאות משתנות על בסיס תפוקה (נקבעות על בסיס מחיר ל-MW).

❖ **הוצאות תפעול ואחזקה קבועות** – עלויות אלו כוללות הוצאות תפעול ותחזוקה שונות. הוצאות אלו קבועות מראש במסגרת חוזים.

שינויים בהון החוזר

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס למפתחות הבאים:

30 ימי חייבים.

30 ימי זכאים.

השקעות (Capex)

תחזית ההשקעות של התחנה כוללת השקעה של כ-41 מיליון ש"ח לאורך שנות התחזית.

שווי תחנות חופיות

להלן תחזית תזרים המזומנים הפנוי לבעלי המניות בגין התחנות החופיות (תחזית מפורטת לתחנת שוק ותזרים לבעלים בלבד מתחנת אשקלון) (אלפי ש"ח):

2037 H1	2036	2035	2034	2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	אלפי ש"ח
259,615	487,236	481,617	479,081	468,725	458,665	441,084	430,159	420,335	411,679	402,786	357,962	391,282	376,814	הכנסות
(202,752)	(374,511)	(376,194)	(380,305)	(364,322)	(365,910)	(359,021)	(359,504)	(353,074)	(354,187)	(344,269)	(301,715)	(338,437)	(301,271)	הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)
56,862	112,725	105,423	98,776	104,403	92,755	82,063	70,655	67,261	57,492	58,516	56,247	52,845	75,543	EBITDA
(8,298)	(5,520)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	הוצאות מס
48,564	107,205	105,423	98,776	104,403	92,755	82,063	70,655	67,261	57,492	58,516	56,247	-	-	תזרים מזומנים חופשי מפעילות לאחר מס
-	2,549	2,494	2,439	2,386	2,334	2,283	2,233	2,184	2,137	32,118	21,967	-	-	יתרת פתיחה מזומנים
(2,011)	(4,001)	(3,903)	(3,818)	(3,734)	(3,663)	(3,573)	(3,495)	(3,419)	(3,353)	(3,271)	(3,200)	-	-	השקעות
22,125	(4,369)	(607)	(604)	(570)	(526)	(477)	(450)	(199)	(314)	1,160	34,952	-	-	שינוי בהון חוזר
68,677	101,384	103,407	96,793	102,485	90,900	80,296	68,943	65,827	55,962	88,523	109,966	-	-	תזרים מזומנים לפני הוצאות מימון
-	(21,605)	(44,444)	(39,969)	(38,491)	(41,856)	(30,518)	(25,967)	(24,003)	(18,766)	(25,344)	(58,679)	-	-	תשלומי קרן הלוואה
(396)	(1,272)	(3,248)	(4,689)	(6,352)	(8,328)	(9,750)	(10,966)	(12,150)	(14,292)	(16,765)	(19,169)	-	-	תשלומי ריבית הלוואה
68,281	78,508	55,714	52,135	57,643	40,716	40,029	32,010	29,673	22,904	46,414	32,118	-	-	תזרים מזומנים אחרי הוצאות מימון
-	-	2,549	2,494	2,439	2,386	2,334	2,283	2,233	2,184	2,137	32,118	-	-	יתרת סגירה מזומנים
68,281	78,508	53,165	49,642	55,203	38,330	37,695	29,727	27,440	20,719	44,277	-	-	-	חלוקת דיבידנדים והחזרי הלוואות בעלים
(6,300)	(849)	(849)	(849)	(849)	(849)	(849)	(849)	(849)	(849)	(849)	(849)	-	-	דמי ניהול והצלחה
61,981	77,659	52,316	48,793	54,355	37,481	36,846	28,878	26,591	19,870	43,429	(849)	-	-	תזרים פנוי לחלוקת דיבידנדים ברמת השותפות
21,693	27,181	18,311	17,077	19,024	13,118	12,896	10,107	9,307	6,955	15,200	(297)	-	-	חלקה של פאור פלנטס בשותפות (35%)
6,300	849	849	849	849	849	849	849	849	849	849	849	-	-	רווח מהפעלה, דמי ניהול ודמי הצלחה
-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,131	7,281	3,150	-	-	דיבידנדים מתחנת הכח אשקלון
27,994	28,029	19,160	17,926	19,873	13,967	13,745	10,956	10,156	11,935	23,330	3,702	-	-	תזרים להיוון
11.75	10.50	9.50	8.50	7.50	6.50	5.50	4.50	3.50	2.50	1.50	0.50	-	-	תקופה להיוון
10,169	11,341	8,450	8,617	10,413	7,977	8,557	7,434	7,511	9,622	20,501	3,546	-	-	תזרים מהוון
													114,137	שווי תזרים מהוון
													23,399	התאמות מאזניות (חלקה של פאור פלנטס 35%)
													137,536	סה"כ שווי החזקות פאור פלנטס בחופיות

בטכנולוגיית אגירה שאובה, מתבצעים ייצור ואגירה של חשמל על ידי שימוש במשאבות חשמליות לצורך שאיבת מים ממאגר מים תחתון למאגר מים עליון, והזרמת המים מהמאגר העליון למאגר התחתון, תוך ניצול הפרשי הגובה ביניהם, על מנת להפעיל טורבינות לייצור חשמל. מיום ההפעלה המסחרית המתקן הושבת כ-16 חודשים במצטבר. מתוכם, ההשבתה הארוכה ביותר החלה בחודש ספטמבר 2022 בו הושבת מתקן האגירה השאובה לטובת ביצוע תיקונים במסגרת תקופת האחראיות של קבלן ההקמה, אשר התארכו מעבר לצפוי, באופן שהמתקן היה מושבת עד אמצע יולי 2023, אז חזר המתקן להפעלה מסחרית מלאה.

יצוין, שלפאוורג'ן קיים שיפוי ספציפי מהמוכרת אלקטרה בע"מ ("אלקטרה") על חלק מנזקי אירוע ההשבתה הארוכה שצוינה לעיל מכוח הסכם המכר במסגרתו רכשה הקרן את אחזקותיה ב-PSP מאלקטרה. כמו כן, בהסכם המכר קיימים שיפויים ספציפיים וייחודיים נוספים לטובת פאוורג'ן הכוללים שיפוי על כלל תביעות הקבלן מול PSP (עבר ועתיד) מעבר לסכומים שהופרשו בדוחות הכספיים במועד השלמת העסקה ושיפוי ספציפי על תביעות המפעיל מול PSP אשר היו ידועות במועד השלמת העסקה.

פי אס פי השקעות בע"מ, מחזיקה במתקן האגירה השאובה בגלבו. PSP מוחזקת בשיעור של 25.5% על ידי PowerGen באמצעות החזקתה (100%) בפאוורג'ן פי.אס.פי. בע"מ. יתרת המניות ב-PSP מוחזקות בידי קרן InfraRed Infrastructure (Israel) Limited (49%) ושיכון ובינוי אנרגיה בע"מ (25.5%).

מתקן האגירה השאובה בגלבו הינו בעל הספק מותקן של 300 מגה עם הספק אגירה של 3,000 מגה שעה. מדובר במתקן הראשון מסוג זה בישראל אשר התחיל הפעלה מסחרית באפריל 2020.

נכון למועד הדוח, מתקני האגירה השאובה בגלבו ובכוכב הירדן הינם היחידים מסוגם בישראל שהקמתם הסתיימה והם פועלים מסחרית, ועוד מתקן אגירה שאובה נוסף, מצוי בשלבי הקמה. תחנת כוח זו מבוססת על המרה של אנרגיה חשמלית לאנרגיה פוטנציאלית על ידי שאיבה של מים למאגר העליון ובעת הצורך, המרה של אנרגיה זו בחזרה לזרם חשמלי על ידי הזרמת המים מהמאגר העליון, דרך פיר אנכי ומנהרת לחץ גבוה אל הטורבינה וממנה, דרך מנהרת הלחץ הנמוך אל המאגר התחתון. המתקן כולו מכיל למעלה מ-6 ק"מ של מנהרות תת קרקעיות הכוללות מנהרות גישה וצינורות מים.

המתקן פועל תחת רישיון ייצור קבוע מיום 27.4.2020 ועד ליום 26.4.2040. האסדרה התעריפית מבוססת בעיקרה על תשלומי זמינות קבועים צמודי מדד הכוללים רכיב של בונוסים בגין תועלות דינאמיות בשיעור של כ-40% על התעריף המקורי. כמו כן המתקן זכאי לתעריף קבוע בגין כל התנעה לטובת ייצור או שאיבה.

בימים אלו מתנהל הליך משפטי ב-ICC בין קבלן ההקמה לבין פי אס פי הכולל תביעות הדדיות על כלל מחלוקות העבר כולל השבתה עתידית. בחודשים האחרונים קיבל ה-ICC מספר החלטות אשר משפרות משמעותית את מצבה של PSP בהליך המשפטי. בהתאם להסכמות המתגבשות בגין ביצוע תיקון למתקן הליך הבוררות המתנהל ב-ICC בין PSP לבין קבלן ההקמה יוקפא למשך עשרה חודשים. לאור מנגנון השיפוי שקיים לפאוורג'ן מכח הסכם המכר עם אלקטרה, פאוורג'ן תהנה מסכומים אותם הקבלן יידרש לשלם לפי אס פי כתוצאה מההליך ב-ICC אך כנגד תשופה באופן מלא ע"י אלקטרה בגין כל סכום אותו פי אס פי תידרש לשלם לקבלן מעבר להפרשות שתומחרו במועד השלמת העסקה.

אסדרה:

מכירת חשמל ממתקן האגירה השאובה של PSP, ושירותים נלווים (הנדרשים לניהול מערכת החשמל, שאינם ייצור חשמל או שירותי הולכה, כגון ייצוב מתח, ייצוב תדר ועבודות מסוגים שונים) ("שירותים נלווים") הינה בהתאם לתעריפים קבועים. יצוין, כי למתקן האגירה השאובה קיימת אופציה למעבר למכירה ללקוחות בילטרליים תחת הודעה מראש של שש שנים.

זיקה למודל שוק:

כיום לא ניתן למכור בקטגוריה זו חשמל בשוק הפתוח, אך ישנן התפתחויות רגולטוריות אשר עשויות להבשיל ולאפשר זאת בהמשך.

לאחר החזרה להפעלה מסחרית ב-2023, התגלו במתקן ליקויים שלא טופלו כראוי כגון נזקים לציפויים שהותקנו, נזקי קווביטציה ונזקים במערכת ההגנה הקטודית. המתקן פועל באופן רציף מהחזרה להפעלה מסחרית, למעט ביצוע תיקון מיידי שהתמקד בנזקי הקווביטציה בחודש יוני 2024 במסגרתו המתקן הושבת לפרק זמן קצר של כשבועיים כדי לאפשר את המשך הפעלתו, ובכוונת PSP לבצע תיקון נוסף במחצית הראשונה של שנת 2026, אשר צפוי להשבית את המתקן לתקופה של כשבעה חודשים וזאת לאחר סיכומים שהושגו בין בעלי המניות, הקבלן וקונסורציום המממנים בקשר עם התיקון וההשבתה כאמור. עוד יצוין כי לזכיון קיימת ערבות בנקאית של הקבלן בסך של כ-140 מיליון ש"ח, וכן כי על פי הסכם המכר ובהתאם לדין לקרן קיימות טענות משפטיות כנגד אלקטרה עם סכומים להם היא זכאית בקשר עם תביעת מפעיל בדבר הליך בוררות המתנהל בבית הדין הבינלאומי לבוררות של לשכת המסחר הבינלאומית (ICC) בעקבות בקשה שהגיש המפעיל במתקן אגירה שאובה בגלבו. ביום 27 באוקטובר 2025 התקבל פסק בוררות במסגרתו התקבלו חלק מטענותיו של המפעיל כנגד פי אס פי לצד דחיה של טענותיו האחרות. פסק הבוררות קובע כי PSP נדרשת לשלם למפעיל סך של כ-56 מיליון ש"ח (לפני ריבית). תשלום זה נלקח בחשבון במסגרת הערכת השווי. מנגד, לפאוורג'ן PSP קיים שיפוי ספציפי מכח הסכם המכר עם אלקטרה על חלק מתשלום זה.

בשנת 2024 קיבלה PSP מנגה מכתב דרישת תשלום מקדמית חלקית בסך של כ-72 מיליון ש"ח, אשר עשוי להגיע לסכום כולל של כ-150 מיליון ש"ח, בגין אי עמידה בזמינות מינימלית כתוצאה מהשבתות העבר. לפי עמדת היועצים המשפטיים והכלכליים של PSP, ישנן טענות משפטיות וכלכליות משמעותיות נגד הדרישה כאמור (לרבות טענת כוח עליון).

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת שווי של חברת פאוורג'ן PSP בע"מ:

אלפי ש"ח	31.12.25	ביאור
שווי PSP (100%)	722,288	א
חלקה של ג'נריישן PSP	25.5%	
שווי לפאוורג'ן PSP	184,183	
התאמות נוספות	42,846	ב
שווי הלוואה מעמיתים	(123,867)	ג
סה"כ שווי פאוורג'ן - PSP	103,162	

ביאור א – שווי PSP

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ **שיטת הערכה** - פעילות זו הוערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE).
- ❖ **שנות התחזית** – מייצגות את התקופה מיום 1 באוקטובר, 2025 ועד ליום 30 באפריל, 2040 (להלן: "תקופת התחזית"), בהתאם למועד סיום הזיכיון, וכן את תקופת השייר.
- ❖ **שיעור היוון** – כאמור לעיל, שיעור ההיוון לבעלים (KE) שחושב הינו כ- 9.75% לתקופת הזיכיון. בתקופת השייר עשינו שימוש בשיעור היוון תפעולי (WACC) של 9.25% כפי שיוסבר בהמשך. להרחבה ראו נספח ג'.

הכנסות – הכנסות התחנה כוללות:

- ❖ זמינות (קבועה) – תעריף המורכב מעלויות הקמה ותפעול קבועות. תעריף של 7.7 אג' לקוט"ש צמוד מדד בהתאם לרישיון שניתן מהמדינה.
- ❖ הכנסות בגין פרמיה על תעריף הזמינות בשיעור תוספת של 40% בהתאם לשיפור בתועלות הדינמיות בהם מכיר להם מנהל המערכת.
- ❖ הכנסות בגין ייצור חשמל ושירותים נלווים.
- ❖ הכנסות בגין התנעות.
- ❖ תיקונים במתקן – בהתאם להנהלת החברה, המתקן צפוי להיות מושבת לתקופה של 7 חודשים במהלך 2026 לטובת השלמת תיקונים נדרשים במסגרת תקופת האחריות של קבלן ההקמה. בהתאם, מונח כי אובדן הרווחים ועלות ההשבתה העתידית תכוסה ע"י הקבלן ו/או ע"י הבטוחות שהעמיד הקבלן לטובת חברת הפרויקט. יש לציין כי קיימת ערבות בנקאית אוטונומית מהקבלן בהיקף של כ-140 מיליון ש"ח.
- ❖ לא נלקחו תקבולים מהקבלן במסגרת ההליך מול ה-ICC.

שווי PSP

הוצאות תפעוליות

- ❖ עלויות הפקת חשמל.
- ❖ עלויות SPC - הוצאות קבועות מראש הקשורות לניהול ה-SPC (בעיקר הוצאות ניהול, עובדים ויועצים טכניים).
- ❖ הוצאות תפעול ואחזקה - עלויות תפעול ותחזוקה שונות, המשתנות בהתאם לשעות הפעלת יחידות הייצור וכמות האנרגיה המיוצרת, ומבוססות על הסכמים קיימים.
- ❖ הוצאות תפעול אחרות - עלויות הכוללות עמלות ובנוס עבור ביצועים משופרים.

שינויים בהון החוזר

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס למפתחות הבאים:

60 ימי לקוח (מנהל המערכת).

30 ימי זכאים.

השקעות (Capex)

תחזית ההשקעות של התחנה כוללת השקעה של כ-35 מיליון ש"ח לאורך שנות התחזית.

יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי

כאמור, לחברה רישיון בתוקף עם אסדרה מוגדרת עד לשנת 2040. בתום תקופת הרישיון, לחברה יותר מתקן בבעלותה אשר יהיה מסוגל לפעול במשק החשמל בהתאם לאסדרה שתהיה באותו זמן. מאחר והפרויקט מהווה למעשה מתקן אגירת חשמל, בדומה לסוללה, לצורך הערכת שווי של ערך המתקן לאותו מועד, קרי שנת 2040, הניחה החברה כי שווי המתקן יהיה דומה לעלות הקמת חוות סוללות ליתיום, בהתאמות הנדרשות. הערך הכלכלי האמור עשוי להגיע לחברה כתוצאה מהגעה להסכם עם רשות החשמל לתקופה נוספת, כאשר התועלת המשקית של המתקן זהה לסוללת אגירה.

כאמור, יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי נקבעה לפי העלות האלטרנטיבית של התקנת חוות סוללות Li-on בעלת מאפיינים ופונקציונליות זהה למתקן האגירה השאובה. מחירי סוללה לשנת 2040 נאמד באמצעות ציטוטים לעניין תחזית המחירים ממחקרי שוק. כיוון שמשך שעות העבודה הארוך ביותר לסוללה בייצור מסחרי עומד על 5 שעות, סוללת הליתיום האלטרנטיבית בעלת גודל חיבור של 300 MW ומשך של 5 שעות עם יתירות ממוצעת של כ-10% תפיק אגירה בהיקף של 1,650 MWh. כדי לשקלל את השוני בין סוללת ליתיום בעלת 5 שעות ומתקן האגירה השאובה בעל 10 שעות על בסיס עלות סוללת ליתיום הועמסו הפקטורים הבאים: RTE (איבודי פריקה וטעינה ביחס לאנרגיה הנצרכת), פערי דגרדציה, שעות עבודה ועלויות תחזוקה כבדה.

בהתאם לכך, יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי מהוונת למועד הערכת שווי נאמדת בכ- 307 מיליוני ש"ח לאחר מס.

להלן תחזית תזרים המזומנים הפנוי לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות (אלפי ש"ח):

בשנים 2038-2040 ישנה ירידה בתעריף הזמינות בגין

הרכיב ההוני הכלול בתעריף



2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025 Q4	Q1-Q3 2025	2024	אלפי ש"ח
124,766	383,881	465,762	633,045	609,796	600,575	599,165	580,527	567,741	549,967	527,894	498,147	476,688	458,658	188,550	98,958	269,867	373,847	הכנסות
(118,484)	(356,379)	(362,488)	(351,707)	(335,471)	(332,152)	(336,256)	(323,592)	(316,468)	(304,420)	(288,123)	(262,776)	(248,271)	(235,749)	(134,972)	(63,355)	(167,184)	(182,741)	הוצאות תפעוליות (כולל עלויות תחזוקה)
6,282	27,503	103,273	281,338	274,325	268,423	262,909	256,935	251,272	245,547	239,771	235,372	228,417	222,910	53,577	35,603	102,683	191,106	EBITDA
(2,657)	(6,196)	(24,681)	(63,286)	(59,787)	(4,711)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	הוצאות מס
3,625	21,306	78,592	218,052	214,538	263,712	262,909	256,935	251,272	245,547	239,771	235,372	228,417	222,910	53,577	35,603			רווח תפעולי לאחר מס
התאמות לתזרים מזומנים																		
12,367	(565)	44,565	(1,219)	(1,120)	(1,053)	(1,125)	(1,071)	(1,078)	(1,083)	(1,061)	(16,488)	(14,395)	(51,631)	(9,593)	(16,610)			שינויים בהון חוזר
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(32,852)	(2,000)			CapEx
5,000	-	-	184,734	(21,079)	11,446	1,836	(1,630)	(3,665)	(6,553)	(2,042)	(8,743)	(6,173)	0	109,541	24,407			תנועה בקרנות
20,992	20,741	123,158	401,567	192,339	274,104	263,620	254,234	246,529	237,911	236,668	210,140	207,849	171,278	120,674	41,400			תזרים מזומנים לפני הוצאות מימון
החזר חוב																		
-	-	-	(222,604)	(148,648)	(137,543)	(129,975)	(124,982)	(118,786)	(109,728)	(103,858)	(108,855)	(119,916)	(112,288)	(107,049)	(25,594)			תשלומי קרן הלוואה
-	-	-	(6,220)	(14,016)	(19,983)	(25,468)	(30,579)	(35,414)	(39,781)	(43,843)	(47,818)	(52,403)	(56,450)	(60,293)	(15,806)			תשלומי ריבית הלוואה
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,582	47,956	-			משיכת הלוואת גישור
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(17,626)	(35,531)	(4,122)	(1,287)	-			החזר הלוואת גישור
20,992	20,741	123,158	172,743	29,676	116,578	108,177	98,673	92,328	88,401	88,968	35,841	-	-	-	-			סה"כ מזומנים לחלוקה
14.17	13.50	12.50	11.50	10.50	9.50	8.50	7.50	6.50	5.50	4.50	3.50	2.50	1.50	0.50	-			תקופה להיוון
5,619	5,907	38,495	59,258	11,173	48,170	49,057	49,110	50,432	52,995	58,535	25,880	-	-	-	-			תזרים מהוון

454,629	שווי תזרים לבעלים - תחנות קיימות
307,052	יתרת הזכות הכלכלית מעבר לתקופת הרישיון
368	התאמות מאזניות
(39,762)	שווי הוגן הלוואת בעלים
722,288	שווי PSP (100%)
184,183	חלקה של פאורג'ן (25.5%)

ביאור ב – התאמות נוספות

הלוואת בעלים עודפת

בהתאם להסכם בעלי המניות, פאוורג'ן ושיכון ובינוי אנרגיה העמידו הלוואת בעלים עודפת, בחלקים שווים ביניהן בסך של כ- 55 מיליוני ש"ח. שווי התזרים לבעלים של התחנה לא כולל את החזר ההלוואה. בהתאם לכך על מנת להגיע לשווי ההון העצמי (לרבות הלוואות הבעלים הרגילות שניתנו פרו-ראטה בין כל בעלי המניות), הורדנו את הלוואת הבעלים בשווייה ההוגן שהינו כ- 39.7 מיליוני ש"ח. השווי ההוגן חושב ע"י מעריך שווי חיצוני לטובת ביאור שווי הוגן בדוחות הכספיים של החברה. חלקה של פאוורג'ן PSP (50%) בשווי ההוגן של ההלוואה התווסף בקומת פאוורג'ן PSP.

החלפת מפעיל

בהתאם להסכם של החברה מול GE, בחלוף 3 שנים ממועד הפעלת התחנה יש לזכייין את האפשרות להחליף את המפעיל. זכות זו קיימת באופן רציף עד סיום חוזה ההפעלה, עם מנגנון קנס שהולך ויורד עם השנים. שווי ההטבה הכלכלית מחיסכון בהחלפת המפעיל הקיים נאמד בכ- 10.8 מיליוני ש"ח (חלקה של פאוורג'ן PSP).

שיפוי מאלקטרה

בהתאם להסכם הרכישה התחייבה אלקטרה לשפות את ג'נריישן בגין חלקה בנזקי אירוע השבתת המתקן (להרחבה ראו פרק 1). בשנת 2027 צפוי להיות משולם שיפוי בסך 12.5 מיליוני ש"ח וזאת בהתאם ליתרה הקיימת כיום מכח הסכם המכר ואינו כולל טענות לשיפויים נוספים של פאוורג'ן מול אלקטרה.

בנוסף, קיים לפאוורג'ן שיפוי מלא ולא מוגבל בסכום על כל תביעה מעבר למה שהופרש בדוחות PSP למועד העסקה. השיפוי הוון במחיר החוב של אלקטרה ליום הערכת שווי. היתרה להלן לא כוללת את השיפוי הצפוי מתביעת הקבלן והמפעיל ואינה ממצה את ההליך המשפטי המתנהל מול אלקטרה בקשר להיקף השיפוי.

יתרות מאזניות פאוורג'ן PSP

על מנת להגיע לשווי החזקות החברה בפאוורג'ן PSP הוספנו סעיפים מאזניים כמו מזומן והון חוזר אשר יושבים בספרי פאוורג'ן PSP בסכום של כ-561 אלפי ש"ח.

ביאור ג' – שווי הלוואה מעמיתים

ביום 22 במאי, 2022 נטלה פאוורג'ן PSP מעמיתים קרנות הפנסיה הוותיקות (להלן: "עמיתים") הלוואה בסך 115 מיליון ש"ח. ההלוואה צמודת מדד בריבית של 3.95%. תשלום הריבית ייעשה כל חצי שנה החל מיום ה 31 בדצמבר, 2023 והקרן בסוף התקופה. ההלוואה צוברת ריבית מיום לקיחתה עד ליום התשלום הראשון.

בהתאם לפער בין דירוג החוב הבכיר לדירוג ההלוואה ביום נטילתה, נעשה שימוש בדירוג Baa3 על מנת לשמר את המרווח בינה לבין החוב הבכיר.

בהתאם לתחשיב שביצענו, שווי ההלוואה נאמד על ידינו בכ- 124 מיליוני ש"ח ליום הערכת שווי.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעורי ההיוון (באלפי ש"ח):

שיעור היוון - רישיון						
10.75%	10.25%	9.75%	9.25%	8.75%		
105,412	109,475	113,724	118,169	122,821	8.25%	
99,954	104,017	108,266	112,711	117,363	8.75%	שיעור היוון -
94,851	98,914	103,162	107,608	112,260	9.25%	יתרת הזכות
90,078	94,141	98,390	102,835	107,487	9.75%	הכלכלית
85,614	89,677	93,925	98,371	103,023	10.25%	

פאוורג'ן מחזיקה ב-50% ממיזם בזק-ג'ן, המשותף עם בזק, אשר פועל בתחום שיווק, מכירה ואספקת חשמל לצרכנים ביתיים ועסקיים קטנים, מכוח רישיון להספקת חשמל ללא אמצעי ייצור של רשות החשמל ובהתאם להחלטות רשות החשמל המסדירות תחום זה.

פרטים אודות מיזם בזק-ג'ן

ביום 12 במאי 2024 נחתם הסכם לשיתוף פעולה בין פאוורג'ן לבין בזק, להקמת מיזם משותף בתחום שיווק, מכירה ואספקת חשמל לצרכנים ביתיים ועסקיים קטנים. המיזם פועל מכוח רישיון להספקת חשמל ללא אמצעי ייצור, בהתאם להחלטות רשות החשמל המסדירות את תחום זה. בהתאם להסכם, פאוורג'ן ובזק מחזיקות במיזם בחלקים שווים (50%-50%) והוא פועל תחת רישיון אספקה וירטואלי. הפעילות המשותפת מתבצעת בהתאם לתוכנית עסקית מוסכמת, כאשר בזק אחראית על תחום השיווק, הרכשת לקוחות ושימורם, וכן על ניהול מערך החשבונות והגבייה. פאוורג'ן, בעצמה או באמצעות תאגיד מוחזק, מספקת למיזם שירותי סחר אנרגיה החל מתחילת הפעילות ועד למועד שיוסכם בין הצדדים.

בזק-ג'ן החלה את פעילותה ביוני 2024, לאחר השלמת כלל האישורים הרגולטוריים וההיערכות התפעולית הנדרשת.

המיזם מבוסס על יכולות השיווק של בזק, הכוללות שימוש בפלטפורמות דיגיטליות קיימות, גיוס לקוחות דרך מערכי שירות קיימים ופרסום ממוקד לקהל יעד פוטנציאלי. המיזם מיועד לספק חשמל ללקוחות ביתיים ועסקיים קטנים, תוך ניצול המותג החזק והנוכחות הנרחבת של בזק במשקי הבית והעסקים בישראל.

בזק-ג'ן מציעה תעריפים תחרותיים, תוך התאמה לשוק הדינמי של אספקת החשמל הפרטי. במסגרת ההסכם בין בעלי המניות, פאוורג'ן מספקת ותספק למיזם חשמל ממקורותיה – מתקנים מניבים, מתקנים בשלבי הקמה ופרויקטים בשלבי רישוי. נכון למועד הדוח החשמל שמספקת פאוורג'ן לבזק-ג'ן מקורו בפרויקט PV אגירה 2, בתחנת כוח הצפונית ובשורק. במבט צופה פני עתיד פאוורג'ן מייצגת נכסים רבים נוספים למיזם. החברה מתחייבת להציע את החשמל שהיא מייצרת, באופן ישיר או עקיף, לטובת המיזם, והאחרון ירכוש ממנה את החשמל בהתאם להתקשרויות ארוכות טווח עם מנגנוני תמחור קבועים. בזק-ג'ן מתקשרת במקביל גם בהסכמי PPA עם יצרנים נוספים על מנת להצטייד ברזרבות חשמל נוספות לצורך התמודדות עם רמות הביקוש הגבוהות הצפויות לפעילות.

בזק-ג'ן פועלת בסביבה תחרותית מול חברת החשמל, מספקים וירטואליים נוספים, וכן חברות מסחריות המציעות חשמל כחלק מחבילת שירותים ללקוחותיהן, כגון סלקום אנרגיה, אלקטרה פאוור ויצרני חשמל פרטיים הפועלים בשוק הבילטרלי. לבזק-ג'ן יתרון תחרותי בהיותה מספק וירטואלי אשר נהנה הן מהיתרונות התחרותיים של בזק כשחקן B2C מוביל בשוק הישראלי, והן מיכולות הייצור, הידע והניסיון של פאוורג'ן המהווה שחקן משמעותי בשוק האנרגיה הישראלי.

בהקשר של בזק-ג'ן, חשוב להתייחס ל"הגנות ינוקא" שמעניק הרגולטור לשחקנים חדשים בשווקים מתפתחים. במסגרת זו, היזמים נהנים לעיתים מיחס מועדף מצד הרגולטור, הנובע מהרצון לעודד כניסה לשוק חדש ולהסיר חסמי תחרות

- ❖ נכון למועד הערכת שווי כ-317 אלף צרכנים פרטיים עברו למספקי החשמל הפרטיים מתוכם לבזק-ג'ן נתח שוק של כ-29%.
- ❖ בזק-ג'ן ממשיכה לפעול להגדלת נתח השוק שלה באמצעות ניצול יתרונות השיווק והנוכחות הדיגיטלית של בזק, לצד בחינת פתרונות לשיפור יעילות רכש החשמל ושימוש חכם בניהול צריכת אנרגיה. החברה נמצאת בקשר שוטף עם הרגולטור, במטרה להשפיע על מבנה האסדרה העתידית ולבחון פתרונות שיתנו מענה לאתגרים הנובעים מהשינויים האחרונים.
- ❖ **קידום והוצאה לפועל של מכרזי תעודות זמינות בשנים הקרובות, כאשר בראשון שבהם זכתה בזק-ג'ן לאחרונה בהיקף של כשליש מההספק באופן שצפויות להביא לשיפור תוצאותיה. בזק-ג'ן צופה כי תתמודד בשנים הקרובות על מכרזים נוספים ותהנה מיתרונות של מכרזים אלו על מרווח האספקה.**

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ **שנות התחזית** - מיום ה-1 בינואר 2026 עד יום ה-31 בדצמבר 2030 וכן את השנה הטרמינלית (להלן ביחד: "שנות התחזית");
- ❖ **שיעור היוון** – שיעור היוון (WACC) של 17.25% נומינלי (להרחבה ראו נספח ג');
- ❖ **שיטת הערכה** – היוון תזרימי מזומנים (DCF).

הכנסות

הכנסות המיזם מחולקות למספר סגמנטים עיקריים: הכנסות ממכירת חשמל למגזר הביתי, הכוללות תעריף ייצור, תעריף מערכתי ותעריף הולכה, וכן תשלום קבוע מהמגזר הביתי; הכנסות ממגזר עסקי, הכוללות מכירת אנרגיה ותשלום קבוע; והכנסות ממכירה לרשת. מרבית ההכנסות, כ-95% לאורך שנות התחזית, מקורן במגזר הביתי ובמגזר העסקי. המודל הפיננסי של החברה מניח צמיחה במספר הלקוחות לכשליש מנתח השוק בשנת 2026. נכון לדצמבר 2025 כ-317 אלף צרכנים פרטיים עברו למספקי החשמל הפרטיים מתוך סך של כ-2.7 מיליון משקי בית בישראל, כך שמספקי החשמל הפרטיים אווזים נכון למועד ההערכה בכ-12% ממקטע אספקת החשמל. בהתאם לרפורמת החשמל, ועל פי הערכות, נתח השוק של ח"י מסך משקי הבית צפוי לרדת בשיעור של 40% עד לשנת 2030. למועד הערכת שווי, לבזק-ג'ן נתח שוק של כ-29%, כאשר לאורך התחזית בזק-ג'ן צופה כאמור שתספק חשמל לכשליש מהשוק. שיעור הרווח הגולמי הממוצע לשנות התחזית עומד על כ-4.3%.

עלות המכר

מבנה העלויות נשען על מספר רכיבים מרכזיים: רכישת חשמל עבור הצרכנים הביתיים והעסקיים, עלויות ההפעלה השוטפות, רכישת השלמות חשמל בשעות הפסגה.

הוצאות תפעוליות

המבנה התפעולי של ההוצאות מתמקד בשני רכיבים עיקריים: האחד, הוצאות מכירה ושיווק הכוללות את עלויות הרכשת הלקוחות ופעילויות השיווק השונות, והשני, הוצאות הנהלה וכלליות המורכבות בעיקר מהוצאות שכר, סליקה וחומ"ס.

פחת ו-CapEx - הפחת וה-CapEx חושבו בהתאם למידע שקיבלנו מהנהלת החברה.

שינויים בהון חוזר

נלקח בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה בהתאם למפתחות הבאות:

ימי לקוחות – 45

ימי ספקים – 30

שווי בזק-ג'ן

להלן תחזית תזרים המזומנים (מיליוני ש"ח):

שנה מייצגת	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	מיליוני ש"ח
33%	33%	33%	33%	33%	33%			נתח שוק בזק-ג'ן
3,371	3,297	2,947	2,255	1,487	927	543	56	הכנסות
2.2%	11.9%	30.7%	51.6%	60.5%	71%	870%		% צמיחה
(3,154)	(3,085)	(2,807)	(2,173)	(1,445)	(911)	(563)	(54)	עלות המכר
217	212	141	82	42	16	(19)	2	רווח גולמי
6%	6%	5%	4%	3%	2%	-4%	3%	% מהכנסות
(31)	(31)	(30)	(29)	(28)	(26)	(19)	(20)	הוצאות שיווק, מכירה ושירות
(39)	(39)	(32)	(26)	(19)	(14)	(6)	(3)	הוצאות הנהלה וכלליות
(8)	(8)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(0)	פחת והפחתות
139	135	72	22	(9)	(27)	(45)	(21)	רווח תפעולי
4%	4%	2%	1%	-1%	-3%			% מהכנסות
(32)	(34)	(5)	-	-	-			הוצאות (הכנסות) מס
107	101	67	22	(9)	(27)			רווח תפעולי לאחר מס
								התאמות
(3)	(20)	(33)	(35)	(25)	(22)			שינויים בהון חוזר
8	8	6	5	4	3			פחת והפחתות
(8)	(14)	(14)	(14)	(14)	(11)			CapEx
(3)	(27)	(41)	(44)	(35)	(30)			סה"כ התאמות
103	74	26	(22)	(44)	(56)			תזרים להיוון
4.50	4.50	3.50	2.50	1.50	0.50			תקופה להיוון
336	36	15	(15)	(35)	(52)			תזרים מהוון
						286		שווי פעילות

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעור ההיוון ו-0.5% בשיעור הצמיחה לטווח ארוך על שווי אחזקות החברה בבזק-ג'ן (באלפי ש"ח):

שיעור היוון						
18.25%	17.75%	17.25%	16.75%	16.25%		
106,992	114,267	122,058	130,418	139,405	1.23%	שיעור צמיחה - טווח ארוך
112,049	119,717	127,945	136,790	146,316	1.73%	
117,421	125,519	134,224	143,600	153,720	2.23%	
123,139	131,707	140,936	150,896	161,672	2.73%	
129,238	138,322	148,126	158,732	170,234	3.23%	

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי החזקות החברה בבזק-ג'ן עומד על כ-134 מיליוני ש"ח, כדלקמן:

אלפי ש"ח	
285,658	שווי פעילות
(18,620)	חוב נטו
267,038	שווי בזק-ג'ן (100%)
133,519	חלקה של פאוורג'ן (50%)
705	התאמות נוספות
134,224	שווי החזקות פאוורג'ן

להלן טבלה המרכזת את שווי החזקות החברה בזאן אנרגיה טעינה בע"מ באלפי ש"ח:

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.25
שווי פעילות	א	97,043
חוב נטו	ב	(19,599)
שווי זאן טעינה		77,444
חלקה של פאוורג'ן	ג	40,255

ביאור א – שווי פעילות

הנחות עבודה עיקריות

- ❖ **שנות התחזית** - מיום ה-1 בינואר 2026 עד יום ה-31 בדצמבר 2037 וכן את השנה הטרמינלית (להלן ביחד: "שנות התחזית");
- ❖ **שיעור צמיחה טרמינלי** - שיעור צמיחה טרמינלי של כ-3.5%.
- ❖ **שיעור הון** – שיעור הון (WACC) של 20.75% נומינלי (להרחבה ראו נספח ג');
- ❖ **שיטת הערכה** – הון תזרימי מזומנים (DCF).

פאוורג'ן מחזיקה ב 50% בזאן אנרגיה, חברה הפועלת בתחום עמדות הטעינה לרכבים חשמליים בישראל. ביום 28 במאי, 2023, השלימה ג'נריישן רכישה של 50% מזאן אנרגיה. השקעתה המצטברת של ג'נריישן (במישרין ובאמצעות פאוורג'ן) ממועד הרכישה הסתכמה בכ-29.9 מיליון ש"ח. החל מיום 7 במרץ 2024, במסגרת שינוי מבני שהושלם בג'נריישן הועברו ההחזקות בזאן אנרגיה לפאוורג'ן.

השקעה זו מהווה חלק מאסטרטגיה רחבה יותר להפיכת פאוורג'ן לחברת חשמל אינטגרטיבית מובילה בשוק המקומי, הפועלת לאורך כל שרשרת הערך של ייצור, אגירה ואספקת חשמל לצרכן הסופי.

זאן טעינה זכו במכרז נתיבי ישראל להקמה והפעלה של 110 נקודות טעינה ב-20 מיקומים שונים, על צירי תנועה מרכזיים ברחבי הארץ. זאן תקים ותפעיל את העמדות ל-11.5 שנים ביחד עם חברת דלק ישראל.

שווי זאן אנרגיה טעינה בע"מ

הכנסות – הכנסות החברה כוללות:

❖ הכנסות ממכירה והתקנת עמדות – בהתאם לתחזית החברה הכנסות אלו עומדות על כ-4.7 מיליון ש"ח (21% מסך ההכנסות) בשנת 2026 וצומחות עד לכ-21 מיליון ש"ח בשנת 2037 כ-7% מההכנסות).

❖ הכנסות חוזרות מחשמל – בהתאם לתחזית, ההכנסות החוזרות מחשמל צפויות להסתכם בכ-17 מיליון ש"ח בשנת 2026, המהוות כ-79% מסך ההכנסות. הכנסות חוזרות מחשמל צפויות להוות את מרבית ההכנסות עם כ-93% מסך ההכנסות החל משנת 2034. מתוך סך ההכנסות החוזרות מחשמל לאורך השנים, כ-94% נובעות ממכירת חשמל, בעוד היתרה מורכבת מדמי ניהול וסליקה.

עלות המכר - מבנה עלות המכר מתאפיין בכך שכ-93% ממנה נובעת מחמישה רכיבים מרכזיים: רכישת חשמל, התקנת עמדות, הוצאות אחזקה, עלות עמדות ודמי ניהול וסליקה.

הוצאות תפעוליות

הוצאות מכירה ושיווק – במבנה הוצאות מכירה ושיווק, שני רכיבים מרכזיים תופסים נתח משמעותי: השתתפות ברווחים עם חברת הדלק הישראלית בע"מ (להלן: "דלק"), הוצאות שכר והוצאות סליקה. היתרה מורכבת ממגוון הוצאות תפעוליות הכוללות הוצאות רכב, הפעלת מוקד תמיכה, פעילויות פרסום ושיווק, שכירות, חשמל והוצאות אחזקה שוטפות.

הוצאות הנהלה וכלליות – הוצאות השכר מהוות את המרכיב הדומיננטי עם כ-68% מסך ההוצאות. יתרת ההוצאות מתפלגת בין מספר סעיפים תפעוליים הכוללים הוצאות רכב, שירותי ייעוץ מקצועיים, מערכות מחשוב וביטוחים.

הוצאות מס - נכון ליום 31 בדצמבר 2025, לחברה הפסדים להעברה בגובה של כ-46 מיליון ש"ח. בהתאם לכך החברה צפויה לשלם מס רק החל משנת 2031.

שינויים בהון חוזר - נלקחו בהתאם למודל הפיננסי שהתקבל מהחברה.

פחת ו-CapEx - הפחת וה-CapEx חושבו בהתאם למידע שקיבלנו מהנהלת החברה.

ביאור ב - חוב נטו

להלן חישוב החוב נטו של זאן אנרגיה ליום 31 בדצמבר, 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.25
מזומנים	4,955
הלוואות לז"א וז"ק	(24,554)
סה"כ חוב נטו	(19,599)

ביאור ג - שווי חלקה של פאוורג'ן

עד למועד הערכת שווי השקיעה החברה כ-40.3 מיליון ש"ח בזאן אנרגיה (כ-14.45 מיליון ש"ח בהלוואות בעלים והיתר בהון). הלוואות הבעלים שהעמידה הקרן נושאות ריבית שנתית בגובה פריים בתוספת 5.25%. סכומים אלה ייפרעו בהתאם למנגנון הקבוע בהסכם בעלי המניות. במסגרת ההסכם ההשקעה נקבע מדרג לפיו יבוצעו הפירעונות לבעלי המניות בהתאם לסוג המניות אותן מחזיקים. בהתאם למדרג, לפאוורג'ן תנאים עדיפים לעומת בעלי המניות האחרים. לטובת חלקה של החברה במניות זאן אנרגיה עשינו שימוש במודל הערכת שווי מסוג OPM אשר התחשב בסוגי המניות והזכויות העדיפות. בהתאם, אפקטיבית, חלקה של החברה בשווי זאן אנרגיה הינו יותר מ-50%. *לטובת המודל נעשה שימוש בתנודתיות של כ-74.75% וריבית חסרת סיכון נומינלית של כ-3.72%

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי החזקות החברה בזאן אנרגיה עומד על כ-40 מיליון ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעור ההיוון ו-0.5% בשיעור הצמיחה לטווח ארוך על שווי אחזקות החברה בזאן אנרגיה (באלפי ש"ח):

	שיעור היוון					שיעור צמיחה - טווח ארוך
	21.75%	21.25%	20.75%	20.25%	19.75%	
	33,837	36,401	39,128	42,033	45,131	2.50%
	34,285	36,896	39,676	42,639	45,805	3.00%
	34,758	37,419	40,255	43,282	46,520	3.50%
	35,257	37,971	40,868	43,965	47,281	4.00%
	35,784	38,557	41,519	44,690	48,091	4.50%

שווי נכסי מתחדשות בייזום מתקדם

להלן טבלה המציגה את הנחות העבודה – הסתברויות כפי שנלקחו בהערכת השווי:

קטגוריות	הסתברות
פרויקטים במשא ומתן ראשוני / מתקדם	15%
פרויקטים בפיתוח ראשוני ללא תשובת מחלק חיובית	30%
פרויקטים בפיתוח ראשוני עם תשובת מחלק חיובית	50%
פרויקטים בפיתוח מתקדם ללא תשובת מחלק חיובית	50%
פרויקטים בפיתוח מתקדם עם תשובת מחלק חיובית	100%

הערכת שווי בוצעה תוך שימוש בטווח בשיעורי היוון של כ-9% וכ-11% (WACC), שיעורי היוון משקללים את ההסתברויות בטבלה הקודמת. שיעורי היוון הכוללים הסתברות מהווים תוספת שנעה בין כ-1% לכ-2.4% לשיעור היוון ללא הסתברות.

סגמנט	מספר פרויקטים	הספק מותקן (MW)	קיבולת אגירה (MWh)	הספק מותקן (MW) - חלק החברה	קיבולת אגירה (MWh) - חלק החברה	שיעור היוון (WACC)	שווי הוגן	שווי למגה וואט
סולארי משולב אגירה	7	99	486	97	478	9%	174,311	904
אגרו משולב אגירה	16	253	1,140	253	1,140	9%	89,425	186
אגירה מ"ע	1	-	672	-	672	11%	27,744	207
אגירה מ"ג	15	-	912	-	892	9%	140,622	788
	39	352	3,209	351	3,182		432,101	438

לצורך חישוב של שווי למגה-וואט הנגזר מהערכת השווי, קיבולת אגירת אנרגיה הנמדדת במגה-וואט שעה (MWh) הומרה להספק ייצור מקסימלי (או הספק שיא), הנמדד במגה-וואט (MWp) לפי יחס של 1:5 כמקובל. בהתאם להנחה זו, הונח למעשה כי כל 1 MWh של קיבולת אגירה שווה להספק של 0.2 MWp (חמישית).

החברה פועלת בייזום, פיתוח והבשלה של מתקני ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, עם מיקוד בפרויקטים סולאריים קרקעיים משולבי אגירה, מתקנים אגרו-וולטאיים ומתקני אגירה עצמאיים ומבוזרים. מיקוד זה מאפשר לחברה לפעול במספר סגמנטים משלימים ולספק מענה רחב וגמיש לצרכים המשתנים של שוק האנרגיה.

פעילות החברה משתרעת לאורך כלל שלבי שרשרת הערך – מאיתור והבשלה של הזדמנויות ייזום, דרך קידום סטטוטורי ורישוי, ועד להבשלת הפרויקטים לשלב Ready-to-Build ולהקמה. תיק הנכסים של החברה כולל פורטפוליו מגוון של פרויקטים בפריסה גיאוגרפית רחבה, התורמת להפחתת סיכוני פיתוח, להרחבת נגישות להזדמנויות ייזום ולמיצוי יתרונות יחסיים בכל אחד מהאזורים. מבנה זה מייצר לחברה בסיס צמיחה יציב ומדורג לשנים הקרובות.

תמהיל הפרויקטים מצוי בשלבי פיתוח שונים, כאשר חלק מהותי מהצבר נמצא בשלבי בשלות מתקדמים, לרבות פרויקטים בעלי היתכנות גבוהה לחיבור לרשת החשמל, תשובות מחלק חיוביות, תב"עות מקודמות ו/או היתרי בנייה בשלבים מתקדמים.

כלל הפרויקטים מיועדים לפעול במודל שוק, תוך שמירה על איזון מובנה בין מתקני ייצור למתקני אגירה. שילוב זה צפוי לתמוך בגמישות התפעולית של החברה, לשפר את יכולת ההתאמה לתנאי השוק המשתנים ולחזק את פוטנציאל יצירת הערך לאורך זמן.

לצורך אמידת השווי ההוגן של נכסים אלו יושמה מתודולוגיית היוון תזרימי מזומנים (DCF) משוקללי הסתברות המבוססת על אומדני הסתברות שהתקבלו מהנהלת החברה.

שווי נכסי מתחדשות בייזום מתקדם

להלן תחזית תזרים המזומנים לפי סגמנטים:

2046 ואילך	2045	2044	2043	2042	2041	2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	סולארי משולב אגירה
	63,261	60,973	62,929	63,126	63,741	57,984	62,650	57,045	59,989	59,396	59,222	61,485	55,519	49,638	53,989	50,662	48,810	(61,439)	(216,388)	(70,796)	תזרים להיוון
	19.50	18.50	17.50	16.50	15.50	14.50	13.50	12.50	11.50	10.50	9.50	8.50	7.50	6.50	5.50	4.50	3.50	2.50	1.50	0.50	תקופה להיוון
103,711	11,040	11,637	13,136	14,411	15,914	15,832	18,709	18,630	21,426	23,202	25,300	28,727	28,369	27,739	32,996	33,863	35,680	(49,118)	(189,197)	(67,697)	תזרים מהוון

174,311 סך תזרים מהוון

2046 ואילך	2045	2044	2043	2042	2041	2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	אגרו משולב אגירה
	139,607	147,186	118,038	134,368	135,376	141,914	145,253	127,959	122,243	128,945	130,291	135,665	130,592	133,122	105,312	5,369	(15,859)	(787,322)	(224,373)	(22,985)	תזרים להיוון
	19.50	18.50	17.50	16.50	15.50	14.50	13.50	12.50	11.50	10.50	9.50	8.50	7.50	6.50	5.50	4.50	3.50	2.50	1.50	0.50	תקופה להיוון
242,550	25,920	29,791	26,046	32,324	35,503	40,574	45,275	43,481	45,285	52,076	57,365	65,119	68,337	75,944	65,497	3,640	(11,723)	(634,452)	(197,114)	(22,014)	תזרים מהוון

89,425 סך תזרים מהוון

2046 ואילך	2045	2044	2043	2042	2041	2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	אגירה מ"ע
	52,171	15,477	39,221	46,417	48,036	49,287	47,951	48,566	48,329	55,426	19,076	43,494	41,369	40,511	26,409	37,212	(36,314)	(150,780)	(75,750)	-	תזרים להיוון
	19.50	18.50	17.50	16.50	15.50	14.50	13.50	12.50	11.50	10.50	9.50	8.50	7.50	6.50	5.50	4.50	3.50	2.50	1.50	0.50	תקופה להיוון
31,534	6,629	2,186	6,158	8,101	9,320	10,629	11,495	12,942	14,316	18,251	6,982	17,696	18,710	20,367	14,758	23,117	(25,076)	(115,739)	(64,634)	-	תזרים מהוון

27,744 סך תזרים מהוון

2046 ואילך	2045	2044	2043	2042	2041	2040	2039	2038	2037	2036	2035	2034	2033	2032	2031	2030	2029	2028	2027	2026	אגירה מ"ג
	54,940	56,422	55,353	63,144	41,312	53,456	55,624	54,212	51,496	53,782	53,725	58,143	35,760	42,695	44,089	44,664	44,928	(220,232)	(164,388)	(3,515)	תזרים להיוון
	19.50	18.50	17.50	16.50	15.50	14.50	13.50	12.50	11.50	10.50	9.50	8.50	7.50	6.50	5.50	4.50	3.50	2.50	1.50	0.50	תקופה להיוון
125,450	10,437	11,672	12,469	15,488	11,034	15,547	17,616	18,695	19,337	21,991	23,921	28,189	18,879	24,544	27,599	30,444	33,347	(177,995)	(144,673)	(3,368)	תזרים מהוון

140,622 סך תזרים מהוון

חוב נטו והתאמות

להלן חישוב החוב נטו של החברה ליום 31 בדצמבר, 2025 (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	31.12.25	ביאור
מזומנים ושווי מזומנים	21,086	
התחייבויות אחרות	(26,018)	
הלוואות לזמן קצר	(90,000)	א
הלוואה הראל	(159,314)	
הלוואה רפק תקשורת	(127,000)	
התאמות מאזניות PPP	(27,408)	ב
מניות בכורה (הפניקס)	(322,013)	ג
שווי המפעיל PGO	45,832	ד
יבולי שמש (הזרמה פנימה)	100,500	ה
שווי תחנות בייזום	62,866	ו
אופציה הפניקס	(28,266)	ז
חוב נטו והתאמות נוספות	(549,737)	

ביאור א – מזומנים, הלוואות והתחייבויות אחרות

יתרות אלו נלקחו לפי ערכם בספרים מתוך הנחה כי השווי בספרים הינו בקירוב שווי הוגן וזאת לאור המח"מ הקצר.

*יש לציין כי ההלוואה שהחברה נטלה מהפניקס לטובת ריינדיר מוצגת תחת ההשקעה בריינדיר.

ביאור ב – התאמות מאזניות PPP

על מנת להגיע לשווי PPP הוספנו יתרות מאזניות מסוג חוב פיננסי נטו והון חוזר של פאוורג'ן פאוור פלנטס (סולו). יתרות אלו עומדות על כ-27 מיליוני ש"ח.

ביאור ג – מניות בכורה (הפניקס)

בחודש מרץ 2024, הקצתה החברה מניות בכורה לתאגידים מקבוצת הפניקס (להלן: "הפניקס") בתמורה לסך של 260 מיליון ש"ח. כל מניית בכורה תישא קופון שנתי ממועד רכישתה ביום 18 במרץ 2024 שישולם על ידי החברה בתום כל 3 חודשים.

הקופון יהיה בשיעור של 8.25% לשנה ויהיה צמוד למדד המחירים לצרכן. הקופון ביחס לכל מניית בכורה יחושב באופן הבא:

❖ החל מהמועד הקובע, קופון בשיעור הבסיסי.

❖ החל מתום השנה העשירית מהמועד הקובע, קופון בשיעור הבסיסי בתוספת 2.5%.

❖ החל מתום השנה השתיים עשרה מהמועד הקובע, קופון בשיעור הבסיסי בתוספת של 5%.

מניתוח מאפייני מניית הבכורה לעיל הגענו למסקנה שמדובר במכשיר חוב.

על מנת לחשב את השווי ההוגן של מכשיר זה בוצעה אנליזה על פרמיית הסיכון שתשלם החברה מעל עקום ריביות BBB+ ריאלי כפי שנגזר מהנתונים והעקומים במועד הרכישה. מהניתוח עלה כי פרמיה זו נאמדת בכ-4%. בהתבסס על ממצא זה היוונו את סך התשלומים שנתרו מיום הערכת שווי על בסיס עקום BBB+ ריאלי ליום הערכת שווי, בתוספת כ-4%.

הגענו לכלל מסקנה כי שווי מניות הבכורה להפניקס עומד על כ-322 מיליוני ש"ח.

לאחר מועד הערכת השווי נעשה פירעון של מלוא הקופון הצבור בסך של כ-60 מיליוני ש"ח.

חוב נטו והתאמות

ביאור ד – שווי המפעיל PGO

לפאורג'ן שותפות מפעיל בבעלות מלאה אשר מפעילה חלק מתחנות הכוח שבבעלותה:

- אלון תבור
- רמת גביראל
- אשקלון

כחלק מהשינוי הארגוני החברה ריכזה תחתיה את הפעלת התחנות כאמור לעיל. רכישת המפעיל של התחנות הצפוניות בוצעה במהלך שנת 2025.

הנחות עבודה עיקריות

❖ **שנות התחזית** - מיום ה-1 בינואר 2026 עד יום ה-30 ביוני 2028 בעבור הפעלת תחנת אשקלון ועד ליום ה-30 בספטמבר בעבור הפעלת התחנות הצפוניות (להלן ביחד: "שנות התחזית"); קיים אפ-סייד פוטנציאלי הנובע מהמשך הפעלת התחנות הצפוניות עד לתום יתרת חייהן הכלכליים בשנת 2069. בדבר הארכת תקופת הזיכיון בתחנת הכוח באשקלון ראו פרק שווי תחנות חופיות.

❖ **שיעור הויון** – שיעור הויון (WACC) של 7.5% ריאלי (להרחבה ראו נספח ג');

❖ **שיטת הערכה** – הויון תזרימי מזומנים (DCF).

❖ **הכנסות** – הכנסות החברה כוללות:

❖ תחנות צפוניות – במהלך שנות התחזית הכנסות בתחנות הצפוניות נובעות מתוקף הסכם O&M ומורכבות מ-Base fee, בונסים וניהול ה LTSA בהיקף של כ-22 מיליון ש"ח בשנה. בנוסף, התחזית כוללת הכנסות בגין תפעול ותחזוקת קו-הקיטור בהיקף של כ-5 מיליון ש"ח בשנת 2026 וכ-6 מיליון ש"ח בשנה סטנדרטית.

❖ אשקלון – הכנסות מהפעלת תחנת הכוח בסך של כ-7 מיליון ש"ח בעבור שנה שלמה.

❖ הכנסות נוספות – בסך של כ-4 מיליון ש"ח בעיקר בעבור כיסוי עלויות המטה.

רווח מהפעלה - בהתאם להנחות החברה ביחס להוצאות ההפעלה, שיעור הרווח מהפעלה בשנת 2027 נאמד בכ-35%. בנוסף, אחת לשלוש שנים לאורך תקופת התחזית, צפוי שיעור רווח נמוך יותר, בהיקף של כ-13%, וזאת כתוצאה מתחזוקות כבדות.

הוצאות מס - נכון ליום 31 בדצמבר 2025, לפאורג'ן הפסדים להעברה בגובה של כ-57 מיליון ש"ח. בהתאם לכך החברה צפויה לשלם מס רק החל משנת 2036.

שינויים בהון חוזר – נלקחו בהתאם למפתחות הבאים:

❖ 30 ימי לקוחות

❖ 30 ימי ספקים

סיכום

בהתבסס על עבודתנו והמצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת המפעיל עומד על **כ-46 מיליון ש"ח**.

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של 0.5% בשיעור ההיוון על שווי המפעיל (באלפי ש"ח):

שיעור הויון				
8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%
43,459	44,620	45,832	47,095	48,414

חוב נטו והתאמות

ביאור ה – יבולי שמש (הזרמה פנימה)

כאמור לעיל, בדצמבר 2025 חתמה פאוורג'ן על עסקה לרכישת יבולי שמש. בד בבד לחתימה על העסקה העמידה פאוורג'ן (באמצעות מקורות שהתקבלו מג'נריישן) הלוואות ליבולי שמש בסכום של כ-100 מיליוני ש"ח לטובת קידום פרויקטים והקטנת מינוף. מאחר וההלוואות ניתנו במהלך דצמבר 2025 הונח השווי שלהן זהה למזומן ששולם.

ביאור ו – שווי תחנות בייזום

פאוורג'ן מחזיקה ב-2 הסכמי קרקע (מתוך מספר הסכמים נוספים שלא קיבלו ביטוי בהערכת השווי) בבעלות פרטית לתעשייה וחקלאות עם המלצה תכנונית להקמת תחנות כוח מסוג H-Class ועם גישה לרשת ההולכה. הנהלת החברה צופה כי תחנות אלה יכולות להתחיל הקמה בטווח של 5-7 שנים ממועד הערכת השווי. על מנת לאמוד את שווי תחנות אלה עשינו שימוש ב KPI עיקריים מתחנה דומה בייזום, מסוג H בשטח MRC ועליה הוספנו הוצאות ייזום והסתברויות. בהתאם לכך, אנו בדעה כי שווי תחנות אלה נאמד בכ-63 מיליון ש"ח.

ביאור ז – שווי אופציה הפניקס

בד בבד עם ההשקעה במניות הבכורה, העניקו ג'נריישן ופאוורג'ן להפניקס אופציה לרכישת מניות רגילות של פאוורג'ן על פי שווי פאוורג'ן בספרי ג'נריישן ביום 31 במרץ 2024, בתוספת ריבית של 8.25% והצמדה.

האופציה הינה לתקופה של 3 שנים ממועד הסגירה (18 במרץ 2024) לרכוש מניות של החברה בסכום של עד 150 מיליון ש"ח (אך לא יותר מ-5% בחברה).

אמדנו את שווי האופציה בהתאם למודל B&S ובהתבסס על ההנחות הבאות:

- ❖ מחיר נכס הבסיס נאמד בהתאם לתוצאות הערכת שווי (תחשיב מעגלי).
- ❖ מחיר המימוש – נקבע כמחיר המניה ליום 31.03.24 בתוספת ריבית שנתית בשיעור של 8.25% צמוד למדד המחירים לצרכן.
- ❖ תקופה לפדיון – 1.21 שנים.
- ❖ סטיית תקן – הונחה סטיית תקן ליום הערכת שווי של כ-32% בהתאם לממוצע סטיות התקן של חברות דומות על בסיס שבועי.
- ❖ ריבית חסרת סיכון ריאלית של כ-1.95%.

בהתבסס על פרמטרים אלו, הגענו לכלל מסקנה כי שווי האופציה ליום הערכת שווי נאמד בכ-28 מיליון ש"ח.

כללי

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

כוסר ייצור החשמל במשק¹

להלן טבלה הכוללת את נתח שוק ההספק המותקן בישראל לימים 31.12.23 ו- 31.12.24:

סוגי יצרנים	2024		2023	
	יכולת מותקנת במשק (MW)	% מסך יכולת מותקנת במשק	יכולת מותקנת במשק (MW)	% מסך יכולת מותקנת במשק
חח"י	10,527	44%	10,527	44%
יח"פ (ללא אנרגיות מתחדשות)	7,285	31%	7,285	31%
אנרגיות מתחדשות	5,892	25%	5,892	25%
יח"פ (כולל אנרגיות מתחדשות)	13,176	56%	13,176	56%
סה"כ במשק הישראלי	23,703	100%	23,703	100%
	24,605	100%	24,605	100%

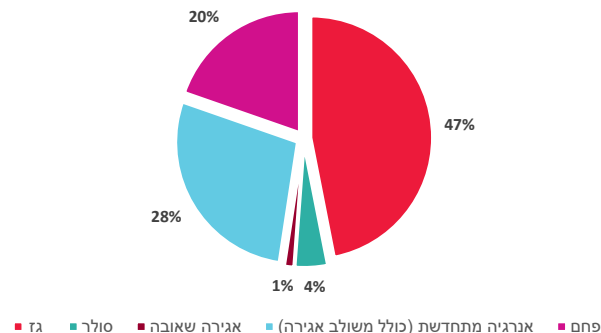
כוסר ייצור החשמל במשק ליום 31.12.24 עומד על כ- 24.6 GW מתוכם כ- 6.9 GW אנרגיות מתחדשות, בעיקר בטכנולוגיה פוטו-וולטאית, אשר אינן תורמות לרזרבות בשעות השיא בחורף (שמרחש בשעה 9 בערב).

בחודש נובמבר 2023 נחתמה עסקה למכירת תחנת הכח אשכול של חח"י, תחנה בהספק מותקן של כ- 900 MW, לקבוצה אשר בשליטת דליה אנרגיה. השלמת העסקה התרחשה במהלך יוני 2024 כאשר התמורה בגינה הייתה על סך של כ- 9 מיליארד ש"ח. **בעקבות העסקה נתח השוק של חברת החשמל ירד אל מתחת ל- 40% והיא חדלה מלהוות מנוכול במקטע ייצור החשמל.** בישראל, שיא הביקוש בקיץ ובחורף הם בסדר גודל דומה, כאשר בחלק מהשנים (שנים קרות מהממוצע) שיא הביקוש השנתי מתרחש בחורף, ובחלק מהשנים (שנים חמות מהממוצע) שיא הביקוש מתרחש בקיץ. בשנת 2024 כושר הייצור במשק החשמל היה גבוה בכ- 3.6 GW משיא הביקוש שנרשם באותה שנה. בחודש אוגוסט 2025 נשבר שיא הביקוש לחשמל, כאשר הביקוש הגיע לכ- 17.3 GW. הביקוש בפועל בשנת 2025 היה גבוה מהתחזית שנקבעה לשנה זו. להלן טבלה הכוללת את נתח השוק בייצור חשמל בפועל בישראל לשנים 2023 ו- 2024:

סוגי יצרנים	2024		2023	
	אנרגיה מיוצרת (אלפי MWH)	% מסך האנרגיה המיוצרת במשק	אנרגיה מיוצרת (אלפי MWH)	% מסך האנרגיה המיוצרת במשק
חח"י	32,875	41%	35,708	46%
יח"פ (ללא אנרגיות מתחדשות)	36,415	45%	32,527	42%
אנרגיות מתחדשות	11,097	14%	9,141	12%
יח"פ (כולל אנרגיות מתחדשות)	47,511	59%	41,668	54%
סה"כ במשק הישראלי	80,386	100%	77,376	100%

כפי שניתן לראות, נכון לשנת 2024, כ- 59% מהחשמל בישראל מיוצר על ידי יצרנים פרטיים, אשר מתוכו כ- 14% בלבד ממקורות מתחדשים והיתר מייצור גז.
¹ דו"ח משק החשמל- ספטמבר 2025, רשות החשמל

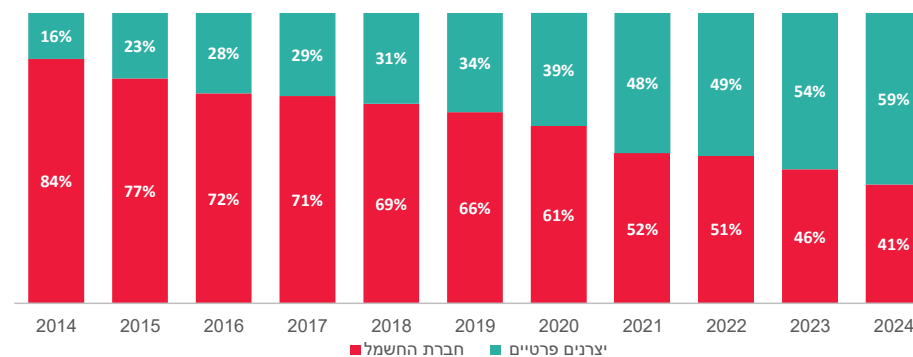
להלן תמהיל ההספק המותקן של משק החשמל בחלוקה לסוג טכנולוגיה בשנת 2024³:



משרד האנרגיה פועל להרחבת השימוש בגז טבעי ובאנרגיות מתחדשות כתחליף לפחם וזאת על מנת לצמצם ככל הניתן את הזיהום הסביבתי. נכון לשנת 2024, וכפי שניתן לראות בגרף שלעיל באשר להספק המותקן, כ- 75% מההספק המותקן במשק החשמל מבוסס על טכנולוגיות של גז טבעי ואנרגיות מתחדשות.

המעבר מייצור חשמל באמצעות פחם לייצור באמצעות גז טבעי נעשה במסגרת רפורמות במשק החשמל ובהתאם להחלטות ממשלה בדבר הפסקת ייצור חשמל מפחם בשגרה. בשנת 2024 עמד חלקו של הפחם על כ-14% מייצור החשמל במשק, לעומת כ-30% בשנת 2019 ולעומת כ-60% בשנת 2012. עם הפעלת מחז"מ 70 בינואר 2025 חל קיטון משמעותי נוסף בייצור חשמל מפחם. בהתאם להחלטת ממשלה 4,080, יחידות 1-4 בתחנת אורות רבין מיועדות לסגירה ושימור, ויתר היחידות הפחמיות בתחנות אורות רבין ורוטנברג מצויות בתהליך הסבה לעבודה בגז טבעי. ייצור החשמל מפחם צפוי להיפסק בשגרה, וכי עד שנת 2030 צפוי הייצור המשקי להתבסס בעיקר על גז טבעי ואנרגיות מתחדשות.

ביוני 2018 התקבלה החלטת ממשלה בדבר קידום רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל. על פי הרפורמה, הוחלט כי חח"י תמכור בהדרגה על-פני חמש שנים, חמישה אתרי ייצור חשמל בגז טבעי בהספק של כ-4,500 מגה-וואט. בשנים 2019-2024 מכרה חברת החשמל תחנות כוח ב-4 אתרים בהתאם לרפורמה ובשל מורכבות בהליכי התכנון שנדרשו באתר רדינג, בשנת 2023 התקבלה החלטת ממשלה שהסמיכה צוות בין משרדי ברשות מנכ"ל משרד האנרגיה לדון בעתיד תחנת הכוח רדינג וחלופות הייצור בה. להלן נתחי שוק במקטע הייצור בין חח"י ויצרנים פרטיים (כולל אנרגיות מתחדשות) בשנים 2014-2024²:



ניתן לראות כי בשנת 2024 נתח ייצור חשמל של יח"פים היה 59% מסך החשמל המיוצר. בשנים 2017-2024 (שנות יישום הרפורמה), גדל נתח השוק של היח"פים בצורה משמעותית.

²⁺³דו"ח משק החשמל - ספטמבר 2025, רשות החשמל

היצע החשמל בישראל

רישיונות מותנים להקמת יח"פים⁴

נכון למאי 2025, בהתאם לנתוני רשות החשמל כפי שפורסמו במסגרת סטטוס רישיונות מותנים וקבועים, קיימים מספר רישיונות מותנים להקמת יחידות ייצור קונבנציונליות בהיקפים שונים, המצויים בשלבים שונים של תכנון, רישוי והקמה.

להלן טבלה המציגה רישיונות מותנים להקמת יח"פים עד שנת 2030:

שם חברה	תוספת קיבולת MW	תאריך מתן רישיון	מועד הפעלה מסחרית מרבית
א.פ.י. סי שורק 2 בע"מ	87	2023	2028
שפיר ג'י.א.י.אס זכ"ן תחנת כוח בע"מ	99.8	2023	2028
קסם אנרגיה בע"מ	850	2024	2029
דליה אנרגיות הרחבה בע"מ	846	2025	2030
סה"כ במשק הישראלי	1,883		

הנ"ל אינו כולל פרויקטים המצויים בשלבי תכנון או קידום סטטוטוריים ואשר טרם קיבלו רישיון ייצור מרשות החשמל. במאי 2023 התקבלה החלטת ממשלה לאשר את הרחבת תחנת הכוח דוראד וכן להחזיר לדיון מחדש בות"ל את הרחבת תחנת הכוח OPC חדרה ואת תחנת הכוח המזרחית ריינדיר. בנוסף, הרחבת תחנת הכוח אשכול 2 מצויה בשלב אסדרתי מתקדם ונמצאת לקראת סגירה פיננסית.

בנוסף לרישיונות המותנים ליחידות ייצור קונבנציונליות, ניתנו גם רישיונות להקמת פרויקטים של אגירה, לרבות אגירה שאובה ואגירה חשמלית, אשר נועדו לאפשר הסטת ביקושים משעות השיא לשעות השפל ולתמוך באיזון משק החשמל. בתנאים הקיימים במשק החשמל, פרויקטי אגירה, הן באמצעות אגירה שאובה והן באמצעות סוללות, מהווים חלופה יקרה ביחס לתחנות פיקריות, ועל כן הקמתם מתבצעת במסגרת אסדרות ייעודיות ותמיכות רגולטוריות.

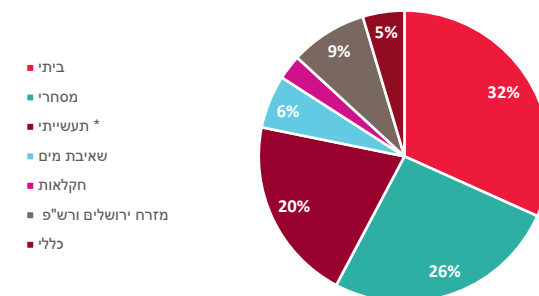
⁴ מקור: רשות החשמל, סטטוס רישיונות מותנים וקבועים

להלן טבלה המציגה רישיונות מותנים לפרויקטי אגירה, נכון למאי 2025:

שם חברה	תוספת קיבולת MW	תאריך מתן רישיון	מועד הפעלה מסחרית מרבית
אלומי אגירה שואבה (2014) בע"מ	156	2020	2026
מכרז דימונה	300 (DC)	2014	2024

הביקוש לחשמל בישראל

בהתאם לנתוני נגה וחח"י, צריכת החשמל בישראל בשנת 2024 הסתכמה צריכת החשמל בישראל בכ-48.7TWh ומתפלגת למספר מגזרי שוק יסודיים: צריכה פרטית, מסחרית ציבורית, ישובים חקלאיים, תעשייה, מים, חשמול רכבת ורכב חשמלי והרשות הפלסטינאית. להלן גרף המתאר את התפלגות צריכת החשמל בישראל לשנת 2024⁵:



בין השנים 2004-2024, גדל הביקוש לחשמל בישראל בקצב שנתי ממוצע של כ-2.79%. אמנם קיימת שונות בין שיעורי הגידול בשנים השונות, הנובעת מהשפעות של תנאי מזג אוויר או שינויים חריגים בסביבה הכלכלית אך בממוצע רב-שנתי מגמת הגידול בביקוש הינה ברורה ועקבית.

⁵ דו"ח משק החשמל- ספטמבר 2025, רשות החשמל

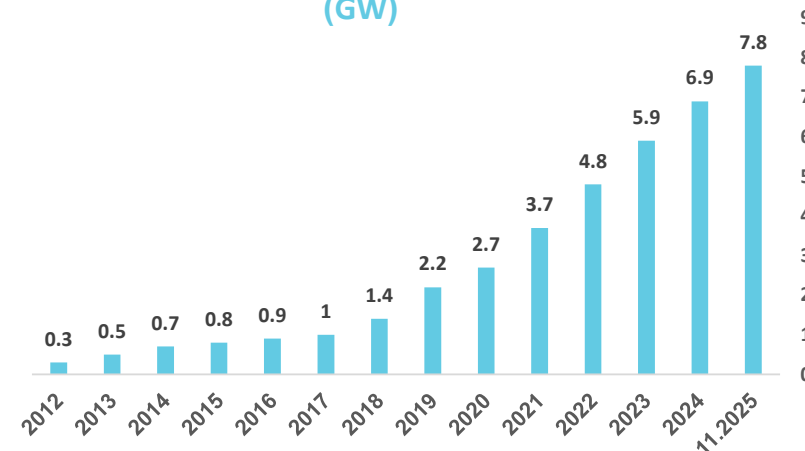
הספק מתקני ייצור

להלן טבלה המתארת את יעדי משרד האנרגיה בגין אחוז האנרגיות המתחדשות מסך השימוש השנתי בחשמל:

2030	2025	2020	GW
30%	20%	10%	יעדי הספק של משרד האנרגיה
17.0	9.6	-	יעדי הספק במונחי GW

להלן גרף המתאר את הספק מתקני ייצור מחוברים באנרגיה מתחדשת לסוף כל שנה בישראל בין השנים 2012-2025:

הספק מתקני ייצור מחוברים באנרגיה מתחדשת (GW)



בין השנים 2017-2025 CAGR עלה מכ-27% לכ-29%.
 סה"כ ההספק המותקן מאנרגיות מתחדשות עומד על כ-8GW בשנת 2025, כאשר הגידול המשמעותי בהספק המותקן היה בין השנים 2020-2024 שבטווח זה בכל שנה התווספו בממוצע מתקנים עם הספק מותקן של כ-1GW.

⁶ Monitor Deloitte research, רשות החשמל משרד האנרגיה והמחקר

תעריפי החשמל

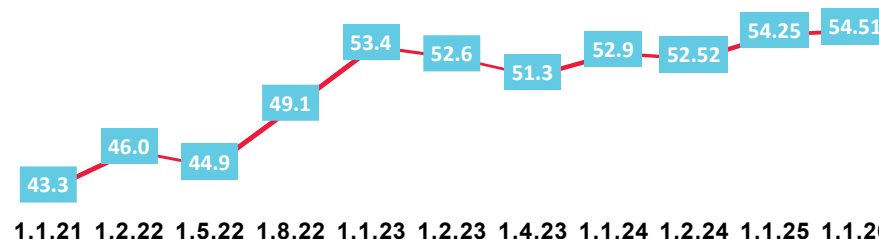
בינואר 2025 הוחלט לעדכן את תעריף החשמל (החל מינואר 2025) כך שהוא יעלה בשיעור לצרכן הביתי בשיעור של 3.5%. הגורמים המרכזיים לשינויים בתעריף הם: (1) סביבה מאקרו כלכלית הכוללת עלייה בשיעור האינפלציה, עליה ממושכת בריבית ותנודתיות בשער החליפין; (2) הימצאותה של מדינת ישראל בעיצומה של מלחמה כאשר השפעת המלחמה ניכרת על עלויות משק החשמל במספר מישורים: צורך בהצטיידות בחלקי חילוף, מיגון אתרים, שימוש בדלקי גיבוי, גידול במלאי דלקי גיבוי, השפעה על ריביות הגיוס וכיו"ב; ו-(3) צורך הולך וגדל בפיתוח תשתית משק החשמל כאשר לצד האתגרים לטובת שמירה על משק חשמל יציב ותחרותי, רשות החשמל רואה חשיבות גדולה בהמשך הפיתוח ובהגדלת ההשקעות במשק החשמל ובכלל זאת, פיתוח רשת החלוקה וההולכה ותחזית לכניסה של מתקני ייצור חדשים במגוון טכנולוגיות (פוטו-וולטאי, רוח, אגירה שאובה וקונבנציונאלי).

בדצמבר 2025⁷ קיבלה רשות החשמל את החלטה מספר 72806 בדבר עדכון מבנה תעריף החשמל, אשר נכנסה לתוקף ביום 1 בינואר 2026. במסגרת החלטה זו נקבע מתווה מעודכן לקביעת ולעדכון התעריפים, המבוסס על תעריפי שנת 2025 כנקודת מוצא, תוך פיצול רכיב הייצור לרכיב קבוע ולרכיב משתנה, והחלת מנגנון עדכון אוטומטי חצי-שנתי (ב-1 בינואר וב-1 ביולי בכל שנה). מטרת השינוי היא להגביר את הוודאות במשק החשמל, להתאים את מבנה התעריף למציאות של שוק תחרותי עם ריבוי יצרנים פרטיים, ולהפחית תנודתיות הנובעת משינויים במדדים, שערי חליפין ומחירי דלקים.

⁷ רשות החשמל - החלטת רשות החשמל בדבר עדכון מבנה תעריף החשמל

תעריף החשמל בישראל נקבע ומעודכן על ידי רשות החשמל, בשיתוף עם גורמי הממשלה ותוך דיאלוג עם הציבור בהתאם לחוק משק החשמל ועל פי נוסחת עדכון המבוססת על שינויים בעלויות המוכרות במשק החשמל. עדכון התעריף השנתי מתבצע בסוף דצמבר ונכנס לתוקף בתחילת ינואר, אך ניתן לבצע עדכון נוסף במהלך השנה אם סך העלות המוכרת של כלל מרכיבי התעריף גדל בלפחות 5.5%, או ב-3.5% לפחות לאחר שחלפו שלושה חודשים מהעדכון האחרון. עד ינואר 2019 הורכב תעריף החשמל משני רכיבים: רכיב קבוע בהתאם לסוג הצרכן והחיבור ולרשת החשמל, ורכיב משתנה בהתאם לצריכת החשמל. החל מינואר 2019 התווסף רכיב נוסף, המבוסס על גודל החיבור של הצרכן. תעריף החשמל מורכב מעלות מקטע הייצור (רכיב הייצור), מקטע ההולכה, חלוקה ואספקה, עלות מנהלת המערכת ועלויות אחרות. על מדיניות התעריפים לשמור על איזון בין חובתה של חברת החשמל להספקת חשמל זמין ואיכותי בכל עת, ורווחיותה של החברה הנדרשת לצורך השקעות במשק החשמל, ובין זכותם של הצרכנים לחשמל במחיר סביר.

להלן תעריף החשמל לצרכן הביתי (אגורות לקוט"ש) בשנים 2021-2026:



תעריפי החשמל

בשנת 2022 התקבלה ברשות החשמל החלטה על עדכון מקבצי שעות הביקוש (מש"בים) כחלק מעדכון בסיס התעריף למקטע היצור. בעקבות ההחלטה בוטל מקבץ ה"גבע", שונו שעות המש"בים וכן הוגדל הפער בין תעריפי הייצור בין המש"בים. שיפור זה מעודד הסטת צריכה לשעות הצהריים בהם קיים ייצור מוגבר של אנרגיות מתחדשות והפחתת צריכה בשעות שיא הביקוש בערב, ובכך לחסוך הקמת הספק קונבנציונלי ולעודד הקמת מתקני אגירה לשם קליטת עודפי ייצור סולארי בצהריים והעברתם לשעות הערב. הרשות צפויה לעדכן את המש"בים לעיתים תכופות יותר מכפי שהיה בעבר, וזאת מכיוון שבשנים הבאות צפוי כניסה של יכולות אגירת אנרגיה שתתאפייני בהגדלת הביקוש בשעות השפל והגדלת היצע האנרגיה בשעות הפסגה. כמו כן כניסת רכבים חשמליים גם יכולה להביא לשינוי הביקושים בשעות השונות.

תעריף הייצור המשוקלל במכירת חשמל ע"י יצרן פרטי - תעריף הייצור המשוקלל כולל, בין היתר, את הרכיבים הבאים: סל דלקים חח"י, ייצור (עלויות הון) חח"י, רכישות חשמל מיח"פים, הכולל את מרכיב האנרגיה של PV, הסדרי חוב צרכנים בייצור ופיצוי בגין פיגור בעדכון. רכיב הייצור המשוקלל במכירת חשמל ע"י יצרן פרטי לשנת 2025 נקבע סך של 29.39 אגורות לקוט"ש. זאת לעומת תעריף של 30.07 אגורות לקוט"ש בפברואר 2024.

החל מיום 1 בינואר 2026, ובהתאם להחלטת רשות החשמל מס' 72806, עודכן מבנה רכיב הייצור, כך שרכיב הייצור פוצל לרכיב קבוע ולרכיב משתנה, תוך פרסום רכיב ייצור משוקלל המחבר ביניהם. בהתאם ללוחות התעריפים המעודכנים לינואר 2026, תעריף הייצור המשוקלל במכירת חשמל ע"י יצרן פרטי עומד על 28.90 אגורות לקוט"ש.

הטבלה שלהלן מציגה את תעריף רכיב הייצור בעונות ובמש"בים השונים בשנים 2022-2026. לצורך שמירה על השוואתיות רב-שנתית, מוצג בטבלה רכיב הייצור המשוקלל בלבד, באופן עקבי לכל השנים, לרבות לאחר השינוי המבני שנכנס לתוקף בשנת 2026.

עונה	מש"ב	1/2026	1/2025	2/2024	1/2024	4/2023	2/2023	1/2023	12/2022	8/2022	2/2022	1/2022
חורף	שפיל	17.49	18.36	18.98	18.91	19.16	19.42	19.66	19.58	23.23	21.22	21.01
	גבע								45.06	41.17	40.75	
מעבר	פסגה	69.84	68.86	71.17	70.94	70.94	72.85	73.75	73.43	78.67	71.87	71.14
	שפיל	16.79	17.61	18.21	18.14	18.14	18.64	18.87	18.78	19.84	18.13	17.94
קיץ	גבע								22.45	25.36	23.17	22.93
	פסגה	19.95	21.05	21.76	21.68	21.68	22.27	22.54	22.97	32.67	29.84	29.54
תעריף משוקלל	שפיל	20.54	21.54	22.27	22.19	22.49	22.79	23.07	23.07	19.60	17.91	17.73
	גבע								31.81	29.06	28.77	
שינוי ב-%	פסגה	113.76	110.64	114.35	113.96	115.48	117.05	118.50	117.98	82.50	75.37	74.61
	שפיל	28.90	29.39	30.07	29.97	30.39	30.81	31.19	31.05	31.40	28.69	28.40
		-1.67%	-2.26%	0.33%	-1.38%	-1.36%	-1.22%	0.45%	-1.11%	1.13%	1.02%	

תעריפי החשמל

סביבה רגולטורית:

בשנה האחרונה בוצעו מספר עדכונים רגולטוריים משמעותיים במשק החשמל, אשר השפיעו על מבנה העלויות והתמחור בענף. שינויים אלו מציבים אתגרים מסוימים עבור יצרני החשמל הפרטיים, אך גם מגדירים מחדש את סביבת הפעילות בענף.

בין ההתפתחויות המרכזיות:

- ❖ עדכון תעריף החשמל לשנת 2025, במסגרתו חלה ירידה ריאלית של כ-6% ברכיב הייצור, לצד עלייה של כ-37% בעלויות המערכתיות. שינוי זה צפוי להשפיע על הרווחיות של תחנות הכוח והספקים הפרטיים, וחשוב לעקוב אחר השלכותיו על השוק.
 - ❖ עדכון מנגנון התמחור של רכיב ה-Uplift (התעריף המשלים), אשר משנה את האופן בו נקבעים תעריפי החשמל ומגביל את גמישות התמחור של השחקנים בשוק.
 - ❖ שינוי מתודולוגי בחישוב ה-SMP על ידי מנהל המערכת (נגה), אשר משפיע על מבנה קביעת המחירים בשוק, ומצריך התאמות מצד השחקנים הפועלים בו.
 - ❖ עדכון מנגנון הבלו, אשר משנה את אופן ההתחשבות מול ספקי הגז וצפוי להשפיע על מבנה העלויות של יצרני החשמל.
 - ❖ שינוי מבני ברכיב הייצור, אשר עשוי להוביל להמשך שחיקת רכיב זה ולהגברת הנטל על הרכיב המערכתי.
- שינויים אלו יוצרים צורך בהיערכות מצד השחקנים הפועלים בענף, תוך התאמות תפעוליות וכיננסיות לנוכח ההתפתחויות הרגולטוריות. החברה ממשיכה לעקוב אחר ההשלכות האפשריות של המהלכים הרגולטוריים ולבחון את דרכי ההתמודדות הנדרשות לשימור יציבותה וצמיחתה בשוק המשתנה.

בשנת 2018 אושר בכנסת חוק משק החשמל בנושא רפורמה מבנית בחברת החשמל. להלן פירוט של עיקרי הרפורמה:

❖ **צמצום כוחה המונופוליסטי של חברת החשמל במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת** - חברת החשמל תמכור את אתרי הייצור אלון תבור, רמת חובב, רידינג, חגית (חלק מהאתר) ואשכול, באופן המאפשר המשך פעילות במתקנים הנמכרים. נציין כי אתרי הייצור אלון תבור, רמת חובב, ואשכול אכן נמכרו לשוק הפרטי נכון למועד הערכת שווי.

❖ **חברת החשמל תישאר מונופול במקטעי ההולכה והחלוקה כבעלת רישיון ספק שירות חיוני** - חברת החשמל תמשיך להקים, לתחזק ולתפעל את מתקני רשת ההולכה ומתקני החלוקה.

❖ **הפרדת ניהול המערכת מחברת החשמל** - פעילות יחידת ניהול המערכת, יחידת תכנון ופיתוח טכנולוגי (תפ"ט) והיחידה לסטטיסטיקה ושווקים יועברו מחברת החשמל לחברה ממשלתית נפרדת. לצורך כך הוקמה חברה נגה - ניהול מערכת החשמל בע"מ (להלן: "נגה"). נגה היא חברה עצמאית, בלתי תלויה ומקצועית, האחראית על ניהול, תכנון ופיתוח מערכת החשמל, פועלת להבטחת אספקת חשמל סדירה, באמינות ובאיכות הנדרשים, לכלל הצרכנים במשק החשמל, בשגרה ובחירום, ומנהלת את הסחר בחשמל בתנאים תחרותיים ושוויוניים.

❖ **פתיחת מקטע האספקה לתחרות** - פתיחת מקטע האספקה לתחרות באופן הדרגתי כך שבמקטע צרכני מתח על עליון, עליון וגבוה חברת החשמל לא תהיה רשאית לפעול כגורם תחרותי, ובמקטע מתח נמוך חברת החשמל תהיה רשאית לפעול רק אם נתח השוק שלה יפחת מ-60% במקטע זה.

❖ **החלטת ממשלה (2282) בגין הקמת תחנות כוח נוספות** - באוקטובר 2024 התקבלה החלטת ממשלה על קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי. נקבע כי יוקמו כ-13 תחנות כח עד שנת 2040, כאשר 5 מתוכם באזור מרכז הארץ יוקמו עד שנת 2035.

❖ **מודל השוק מתח עליון (SMP)** - ביום 13 במאי 2019, פרסמה הרשות החלטה משיבה מס' 558 (לעיל ולהלן: "החלטה 558")⁹ בדבר פרסום כללים בדבר עסקאות ואמות מידה ליצרנים חדשים ברשת ההולכה. החלטה זו קובעת כללי עסקאות ואמות מידה אשר יסדירו את פעילותם של יצרנים המחוברים לרשת ההולכה או משולבים בחיבור של צרכן לרשת ההולכה אשר יקבלו אישור תעריף אחרי יום 1 במרץ 2018 למעט מתקנים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית וטורבינות רוח (לרבות יחידות ייצור שימכרו על ידי חח"י במסגרת הרפורמה בחח"י) (לעיל ולהלן: "כללי הסחר"). בהתאם לכללי הסחר, היצרנים אשר פועלים בהעמסה מרכזית ומעמידים את כל הספק היחידה לטובת מנהל המערכת (להלן: "העמסה מרכזית") מחויבים להציע הצעת מחיר למכירת אנרגיה למנהל המערכת לגבי ההספק שמועמד לטובתו. היצרנים זכאים לתשלום בגין האנרגיה שהועמסה בגובה תעריף האנרגיה שנקבע על ידי מנהל המערכת בהתאם למחיר ה-SMP, (למעט ביחס ליצרנים להם נקבע תעריף לפי עלות מוכרת).

⁸ דוחות כספיים שנת 2020 חברת החשמל לישראל

⁹ החלטה מספר 5 (1358) משיבה 558 של רשות החשמל מיום 13 במאי 2019 בנושא 'פרסום כללית עסקאות ואמות מידה ליצרנים חדשים ברשת ההולכה'

❖ שימוע בדבר פיקוח על תעריפים משלימים ושינוי מתודולוגיית מנגנון קביעת מחיר ה-SMP – ביום 4 בספטמבר, 2024 פרסמה רשות החשמל שימוע בעניין קביעת תעריף עבור התעריפים המשלימים ליח"פים המחוברים או המשולבים ברשת ההולכה והפועלים לפי סימן ג'1 ו-ה'1 לאמות המידה, ביום 18 בפברואר 2025 פרסמה ההחלטה ונכנסה לתקופה, במסגרת ההחלטה הרשות קבעה תעריף תקרה עבור התעריפים המשלימים. בהחלטה נקבע מחירי התקרה לתעריף המשלים לו זכאיות תחנות הכוח במקרה שבו מחיר השוק אינו מכסה את כלל עלויותיהן. תעריפי התקרה שנקבעו בהחלטה גבוהים מהתעריפים שפורסמו בשימוע.

יעדי משק האנרגיה

לפי החלטות הממשלה, היעדים בעיקרם מנחים להפחתת השימוש במוצרי דלק מזהמים ובפרט להפסקת השימוש בפחם והפסקת רובו המכריע של השימוש בתזקיני נפט, תוך שמירה על אמינות ורציפות אספקת האנרגיה. להלן עיקרי התוכנית:

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

על פי התכנית, בשעות הצהריים יגיע היקף ייצור החשמל הסולארי לכ-80% מסך החשמל הנצרך ובשעות מסוימות מעל 100% - כשעודפי החשמל יאגרו במצברים. העלות הכוללת של התכנית מוערכת בכ-80 מיליארד שקל, כמחציתם במתקני ייצור, והיתר במתקני אגירה, פיתוח רשת החשמל והשקעות נלוות. השמש תהווה מקור לכ-90% מסך החשמל שיופק מאנרגיות מתחדשות ושאר מקורות האנרגיה המתחדשת (רוח, מים וביומסה) יספקו עוד כ-10%.

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

על פי החלטות הממשלה, יעד הממשלה הוא להגיע לשיעור של 30% מצריכת החשמל מאנרגיות מתחדשות עד שנת 2030. בהתאם לתחזיות רשות החשמל וחברת נגה, עד שנת 2030 צפוי חלקן של האנרגיות המתחדשות להגיע לכ-28% מסך הייצור המשקי.

בשנת 2024 עמד שיעור הצריכה בפועל מאנרגיות מתחדשות על כ-14.6% מצריכת החשמל, בעוד ששיעור פוטנציאל הצריכה מאנרגיות מתחדשות בסוף השנה עמד על כ-16.2% מהצריכה המשקית. סך הייצור מאנרגיות מתחדשות בשנת 2024 עמד על כ-11.1 TWh, שהם כ-14% מסך ייצור החשמל במשק, כאשר כ-92% מהייצור מאנרגיות מתחדשות בוצע באמצעות אנרגיית שמש, מתוכם כ-85% באמצעות מתקנים פוטו־וולטאיים, והיתר באמצעות מתקנים תרמו־סולאריים.

בשנים האחרונות נרשמה האצה משמעותית בהיקף מתקני אגירת האנרגיה במשק. בשנת 2024 עמד היקף ההספק המותקן של אגירה על כחות מ-600 מגה־ואט, בעוד שבשנת 2030 צפוי היקף אגירה של למעלה מ-9,000 מגה־ואט, לרבות אגירה משולבת עם מתקני ייצור ואגירה עצמאית.

ייצור חשמל סולארי מחייב שטחים נרחבים. על פי רשות החשמל קיים פוטנציאל שטח שיאפשר עמידה ביעד של 30%, כאשר פוטנציאל השטחים להקמת מתקני ייצור פוטו וולטאים מתחלקים לשטחים פתוחים (כ-84 אלף דונם), שטחי גנות (כ-41 אלף דונם), מאגרי מים ובריכות דגים (כ-45 אלף דונם) וכן שטחי קרקע כלואים בתוך מחלפים.

¹⁰ רשות החשמל – הגדלת יעדי ייצור החשמל באנרגיות מתחדשות לשנת 2030

שימוע רשות החשמל ליעדי אנרגיה מתחדשות לשנת 2035

בינואר 2026 פרסמה רשות החשמל שימוע לקראת קביעת יעדי ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות לשנת 2035. במסגרת השימוע נבחנה העלאת היעד מעבר ל-30% שנקבע לשנת 2030, והוצגו שלושה תרחישים אפשריים לשנת 2035: 35%, 40% ו-45%. יעד של 35% מוצג כתרחיש המרכזי והמומלץ, יעד של 40% כתרחיש שאפתני יותר, ואילו יעד של 45% נבחן באופן איכותני בלבד נוכח מגבלות ישימות. בנוסף צוין כי יעד ה-30% לשנת 2030 צפוי להיות מושג באיחור, דבר המשפיע על נקודת המוצא לקביעת היעדים לשנים שלאחר מכן.

מהשימוע עולה כי עמידה ביעד של 35% בשנת 2035 מחייבת תוספת הספק מותקן של כ-6.8 ג'יגה-וואט, המשקפת קצב חיבור שנתי הדומה לממוצע ההיסטורי אך מחייב הגברת מאמץ תשתיתי ורגולטורי.

פאוורג'ן פועלת בסביבה עסקית המאופיינת בעלייה שנתית ממוצעת של כ-3% בביקוש לחשמל, כפי שצוין בדוח מבקר המדינה. עד 2030 יש להוסיף כ-17,000 MW לכושר הייצור, מתוכם 10,000 MW מאנרגיות מתחדשות וכ-7,000 MW מיחידות ייצור קונבנציונליות. בין השנים 2031-2035 יש להקים 6-7 יחידות ייצור נוספות כדי לעמוד בביקוש הגובר. חוסר אספקת חשמל עלול לגרום לנזקים של כ-2.4 מיליארד ש"ח בשנה, ומשך ההקמה הממושך (9-12 שנים) מחייב קבלת החלטות מיידיות. כמו כן, יש צורך בשדרוג רשת החשמל עם תוספת של כ-70 תחנות משנה ו-7 תחנות מיתוג עד סוף העשור, כאשר ההשקעות הנדרשות מוערכות בכ-25.8 מיליארד ש"ח, מתוכן 17.2 מיליארד ש"ח להקמת פרויקטים חדשים בין 2023 ל-2030.

כחלק מהובלתה בתחום, פאוורג'ן פועלת להרחבת פורטפוליו תחנות הכוח שלה, בין היתר באמצעות קידום ההקמה של תחנת הכוח ריינדיר בהספק של 900 MW, וייזום תחנת H נוספת באתר MRC. בנוסף, מחזיקה פאוורג'ן במספר הסכמי קרקע בעלי המלצות תכנוניות להקמת תחנת כוח מסוג H ובחלקן עם אפשרות להקמת תחנת חצר צמודה לחוות שרתים.

החברה מקדמת ייזום, הקמה והפעלה של פרויקטים סולאריים קרקעיים, אגרו-סולאריים ופרויקטים של אגירת אנרגיה, במטרה למקסם את הפוטנציאל העסקי ולהתאים את פעילותה לרגולציה, היעדים ולמדיניות ארוכת הטווח. יש לציין כי אגירת אנרגיה מהווה פתרון מרכזי וחיוני להשטחת עקומת ההיצע ברמה המשקית.

במסגרת הרפורמה במשק החשמל בשנת 2018 (ראו סעיף 4.2.2), נקבע כי מקטע האספקה ייפתח לתחרות באופן הדרגתי. מטרת פתיחת התחרות במקטע האספקה היא לשכלל את התחרות בשוק האנרגיה ולהעביר את התועלות מהתחרות בשוק הסיטונאי לצרכנים, לעודד התייעלות אנרגטית ולשפר את השירות לצרכנים. על מנת לפתוח את מקטע האספקה כאמור, קיבלה רשות החשמל מספר החלטות המאפשרות את ביצוע הרפורמה, ומובילות את משק החשמל לעבר תחרות גם במקטע זה:

- ❖ בחודש פברואר 2021, פרסמה רשות החשמל החלטה בעניין קביעת אסדרה למספקים שאין ברשותם אמצעי ייצור ("אספקה וירטואלית") ותיקון אמות המידה למספקים קיימים, לשם פתיחת מקטע האספקה למספקים חדשים ולאספקה לצרכנים ביתיים באופן הדרגתי. במסגרת ההחלטה, נקבעו אמות מידה ותעריפים שיחולו על מספקים שאין ברשותם אמצעי ייצור ויאפשרו להם, בכפוף לקבלת רישיון אספקה והעמדת בטוחה, לרכוש ממנהל המערכת אנרגיה עבור צרכניהם. התמחור יתבסס על רכיב מבוסס מחיר ה-SMP ורכיבים המושפעים, בין היתר, מהיקף הצריכה בשעות שיא הביקוש. ההסדרה למספקים שאין ברשותם אמצעי ייצור הוגבלה למכסה שקובעת רשות החשמל וללקוחות בעלי מונה חכם בלבד. בנוסף, לצורך פתיחת מקטע ההספקה לתחרות, תיקנה רשות החשמל במסגרת ההחלטה את אמות המידה למספקים בעניין, בין היתר, אופן שיוך הצרכנים למספק פרטי, אופן סיום עסקאות, ביצוע מעבר בין מספקים ותשלום חשבון.

- ❖ ביום 14 בפברואר, 2022 פרסמה רשות החשמל כללי התקנת מונים חכמים המסייעים בהגברת החשיפה לתחרות במסגרת פריסת המונים החכמים במשק, ובין היתר כוללים מתן אפשרות לצרכנים להזמין מונה חכם, ביטול התעריף המיוחד של שירותי צרכנות לבעלי מונה חכם וקביעת כללים להתקנת מונים חכמים על ידי חברת החשמל. החלטה זו מאפשרת לכל צרכן במשק לעבור לקבלת הספקה ממספק חשמל פרטי לאחר התקנת מונה חכם.
- ❖ ביום 7 בספטמבר 2022 פרסמה רשות החשמל החלטה בנושא מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה, אשר מטרתה להסדיר את פעילותם של מתקני הייצור ברשת החלוקה ובפרט את האפשרות שלהם למכור חשמל ישירות למספקים. החלטה זו מסדירה בין היתר, את היכולת לשייך מתקני ייצור ברשת החלוקה (לרבות במתח גבוה ולרבות הפועלים לפי אסדרות קודמות) למספק וירטואלי ובאמצעות כך למכור חשמל באופן בילטרואלי לצדדים שלישיים, וכן את האפשרות להקים מתקני אגירה, לחברם לרשת החשמל ולשייכם למספק חשמל וירטואלי, וזאת החל מיום 1 בינואר 2024, מועד תחילת יישום הרפורמה נדחה לחודש מאי 2024.
- ❖ ביום 23 במאי, 2023 פרסמה רשות החשמל החלטה בנושא מתן רישיון אספקה ללא אמצעי ייצור, במסגרתה נקבעה האפשרות לקבל, בחסמי כניסה נמוכים יחסית, רישיון אספקה המאפשר מכירת חשמל לצרכנים שברשותם מונה חכם, ומאפשר להתנהל מולם בהיבטי מנייה ומידע בזמן אמת. בנוסף, מאפשר הרישיון רכישת חשמל ממנהל המערכת.

אספקת חשמל

ואולם, לאור מיעוט אמצעי ייצור במשק וההשלכות השליליות על המספקים הוירטואלים ברכישת החשמל ממנהל המערכת, בתחילת 2025 מסתמנת מגמה של הפחתת ההנחות המוצעות ללקוחות הקצה.

❖ ביום 13 באוקטובר, 2021 פרסמה הרשות את החלטתה בעניין עקרונות לניהול מידע במשק החשמל. ניהול המידע נדרש לצורך התאמת אמצעי המנייה והניטור למשק תחרותי, מתקדם וחכם עם ריבוי מתחרים ומידע, באופן שיאפשר זרימה יעילה של המידע, פיתוח שירותים מתקדמים לצרכנים וליצרנים המבוססים על המידע המנוהל כך שתתפתח תחרות במשק. על פי ההחלטה, המידע אודות צריכת החשמל שייך לצרכן בלבד, ובהתאם לבקשתו המידע יועבר לצד ג', ובמקביל, בעל רישיון חלוקה יאפשר פתרון טכנולוגי המאפשר העברת נתונים בזמן אמת מהמונים הרציפים לצרכנים ולגורמים אחרים מורשים על ידיהם, ואת המידע הנאסף על ידו יעביר (ללא שעשה בו שימוש) למנהל המערכת, שיקבל מידע גם מבעלי רישיונות הולכה ואספקה, ויעביר את המידע הנדרש לכל שחקן במשק בהתאם לאמות המידה קבעה הרשות. ביום 5 ביוני, 2023 פרסמה רשות החשמל החלטה, לפיה עד שנת 2028 יוחלפו כלל המונים הבסיסיים במשק למונים חכמים ובכך יושלם המעבר למשק תחרותי. ביום 22 בפברואר, 2024 פרסמה רשות החשמל החלטה, במסגרתה גיבשה מנגנון אסדרתי לתקופת הביניים עד להשלמת חלוקת המונים החכמים כאמור, שיאפשר את השתלבות הצרכנים הביתיים בעלי מונה בסיסי בתחרות באספקה. הרפורמה האמורה ופתיחת שוק האספקה, תוך אפשרות שיוך מתקני ייצור במתח גבוה למספק וירטואלי, מכירה לצרכני קצה לרבות צרכנים ביתיים, האצת פרויקט המנייה החכמה והחלפת מונים בקרב משקי בית, הובילה לכניסת מספר שחקנים לתחום ולהיווצרותו של סגמנט שוק חדש ומשמעותי בשוק האנרגיה.

אגירת אנרגיה

אגירת אנרגיה מאפשרת מתן מענה לביקוש חשמל בשעות השיא, על ידי הסטת אנרגיה משעות השפל לשעות הפסגה. כך, במהלך שעות השפל, נטענת הסוללה מהרשת או מהמתקנים הפוטו וולטאים, ובשעות הפסגה, בהתאם לתוכנית ייצור אנרגיה הנקבעת בתיאום עם מנהל המערכת, מתאפשרת הזרמה של חשמל שנאגר בסוללה או במתקן האגירה לרשת וכן חשמל מהמתקנים הפוטו וולטאים, בתקופת הקיץ בעיקר. בשנת 2022, כמעט כל ההספק במתקני אגירה (300 מגה וואט מתוך סה"כ 305 מגה וואט) נבע ממתקן אגירה שאובה. בשנים הקרובות צפויה כניסה משמעותית של מתקני אגירה. הרשות פועלת לקידום הקמת פרויקטי אגירה בהיקפים גדולים, הצפי הוא שבשנת 2030 יהיו במשק מעל ל-9,000 MW של הספק אגירה.

פאוורג'ן מרחיבה את פעילותה בתחום אגירת האנרגיה כחלק מהתאמתה לשוק המתחדש והגברת הגמישות התפעולית של מיזם האספקה בזק-ג'ן. החברה מפעילה מערכות אגירה מתקדמות, שילוב מתקנים אלה במיזם בזק-ג'ן יתרום להגברת היציבות והגמישות התפעולית, לצד אפשרות להוזלת עלויות ללקוחות ותמיכה משמעותית בכלכלת המיזם. בנוסף, החברה ממשיכה בייזום פרויקטי אגירה במתח עליון, כאשר לחברה שני פרויקטים בשלים סטטוטורית, ובהם פרויקט ניר יצחק, שאושר בות"ל ונמצא בהמתנה לאסדרה רגולטורית רלוונטית לאגירה Stand Alone במתח עליון.

התקשרות התחנות החופיות עם לקוחות עוגן (מתקני התפלה) צמודות לתע"ז ולא לרכיב הייצור. כתוצאה מכך רכיב המערכתיות בתעריף מוטל על התחנות ולא על המתקנים.

ככלל, רשות החשמל קובעת שני סוגי תעריפי צריכת חשמל: תעריפים אחידים לקילו וואט-שעה ותעריפים משתנים המכונים תע"ז, המבוססים על עומס המערכת וזמן השימוש. רשות החשמל מעדכנת את התעריפים בדרך כלל פעם בשנה במהלך חודש ינואר. התעריפים האחידים משקפים ממוצע עלויות, והם מיועדים בעיקר לסקטור הביתי, הכללי ולמאור רחובות ציבוריים. תעריפי תע"ז, המתחשבים בעומס ובעיתוי הצריכה ובמתחי האספקה השונים, יוצרים קשת של שישה תעריפים על פי עונות השנה (קיץ, חורף ועונת מעבר) ומקבצי ביקוש (פסגה ושפל). כמו כן, קובעת רשות החשמל תעריפים של חיבור לרשת החשמל, הגדלות חיבור, וכן תעריפים לסוגי שירות נוספים שמספקת חברת החשמל כגון: החלפת נתיך של החברה עקב שריפת נתיך, או קריאה מיוחדת לפי בקשת הלקוח. בקביעת התעריף הכולל, מתייחסת הרשות גם למרכיבים שאינם קשורים ישירות לייצור החשמל עצמו, כגון שירותים שמספקת חברת החשמל ללקוח, דוגמת קריאת מונים, עריכת חשבונות, שליחתם ובדיקה תקופתית של המונים. לכן, נוסף על עלויות הייצור, ההולכה והחלוקה, נכלל בכל חשבון גם תשלום קבוע. תשלום זה מוגדר כמרכיב עלות לכל לקוח, ללא קשר לצריכת החשמל שלו. תעריף החשמל בישראל מורכב משלושה גורמים עיקריים: רכיב ייצור, תעריף הולכה ותעריף ניהול המערכת – "מערכתיות". לאור העובדה שתעריפי ההולכה והמערכתיות הינם שקופים לניהול מערכת, מספקי החשמל אדישים לשינוי בתעריפים אלו, והרכיב הרלוונטי עבורם הינו "רכיב הייצור". בנכסי תחנות הכוח של פאוורג'ן (אלון תבור, רמת גבריאל, שורק ואשקלון), לרכיב הייצור השפעה מהותית על הרווחיות.

שוק האנרגיה המתחדשת באיטליה¹¹

שוק האנרגיה המתחדשת באיטליה, הנו מהגדולים בעולם. נכון לסוף שנת 2025 ההספק המותקן של מתקני ייצור מאנרגיה מתחדשת באיטליה עמד על היקף כולל של כ-83.5 ג'יגה-וואט, מתוכם כ-43.5 ג'יגה-וואט מיוחסים למתקנים פוטו-וולטאיים.

בשנת 2025 קבע משרד לאיכות הסביבה ואנרגיה באיטליה, כי היעדים של ממשלת איטליה בתחום האנרגיות המתחדשות, הינם שחלקה של האנרגיה המתחדשת בצריכת האנרגיה הכוללת יעמוד על שיעור של 43% עד לשנת 2030, זאת לעומת שיעור של 30% בהתאם ליעדים הקודמים משנת 2022. בנוסף, עדכנה ממשלת איטליה יעדי אקלים נוספים לשנת 2030 לרבות העלאת היעד לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת לשיעור של 71%, זאת בהשוואה ליעד הקודם של 55%.

לצורך השגת היעדים ועמידה במדדים שהוגדרו במסמך היעדים, גיבשה ממשלת איטליה מגוון כלים ואמצעים רגולטוריים, תשתיתיים ופיננסיים במגוון תחומים, החל מפיתוח תשתיות רשת נרחבות לתמיכה בהגעה ליעדי ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת, וכלה במתן מענקים והטבות מס לתושבים לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת וצריכה עצמית של חשמל המיוצר מאנרגיה מתחדשת.

¹¹KOM 2025 0212 SWDdokument 1ENautredocumenttravailservicepart1v8pdf

פיצול רכיב הייצור

ביום 28 בספטמבר 2025 פרסמה רשות החשמל הצעת החלטה בנושא עדכון מבנה תעריף החשמל לצרכני חברת החשמל. עד סוף שנת 2025 חישוב רכיב הייצור בוצע על-ידי חלוקה של סך עלויות מקטע הייצור החזויות לשנה הקרובה בסך האנרגיה המועברת על פי תחזית הביקוש והייצור לשנה הקרובה. ככל שנוצר פער בין תשלומי הצרכנים לפי התעריף לעלות הנדרשת לכיסוי עלויות נגה וחח"י בפועל שנקבעת בסוף השנה, הפער נלקח בחשבון בהתחשבות בשנה העוקבת ורכיב הייצור מושפע בהתאמה.

בישיבה הוחלט על פיצול רכיב הייצור לשני רכיבים תחרותיים:

❖ רכיב עלות משתנה - העלות המשתנה לא תחושב ולא תהיה מכוקחת עבור כלל המספקים, אלא תיקבע על סמך מחיר ה-SMP הנקבע עבור כל חצי שעה. באופן הזה, עלויות דלק כדוגמת עבודה בדלקי גיבוי או יחידות שהועמסו בשל אילוצים שאינן חלק ממודל התחרות בשוק, לא יהוו מרכיב שעשוי להטות את המחירים בשוק.

❖ רכיב עלות קבועה - העלות הקבועה תכלול בתוכה עלויות הון ועלויות תפעול קבועות נורמטיביות הנדרשות ליצור החשמל בהתאם לעלויות הידועות בתעריף או בהתאם למודל צל שתערוך הרשות.

נגה נמצאת בגיבוש קביעת מתודולוגיה חדשה לחישוב של העלות השולית MCP. הרשות החליטה כי החל מיום 1 בינואר 2026 יפוצל רכיב בהסתמך על עלויות התעריף לשנת 2025.

מרכז תעודות זמינות

בהמשך להחלטה 71101 מיום 19 במאי 2025, רשות החשמל קבעה ב-27 בנובמבר 2025 מנגנון שיאפשר למספקים וירטואליים לרכוש הספק ישירות ממנהל המערכת, כדי להתמודד עם בעיית המחסור בהספק בשוק הבילטרלי. המנגנון יחול באופן זמני עד להבשלת התנאים בשוק לקיום שוק זמינות מבוזר המבוסס על עסקאות בילטרליות בין יצרנים למספקים.

ביום 7 בינואר 2026 רשות החשמל פרסמה את החלטתה שההספק המוקצה במסגרת ההליך נקבע הינו כ-520 מגה וואט, והתעריף שנקבע במסגרת ההליך עומד על 9.32 אג' לקו"ט.

בהליך זכו עשרה מספקים שונים: ביניהם בזק ג'ן בע"מ (140 MW), דוראד אנרגיה בע"מ (60 MW), אנלייט אנטרפרייז שותפות מוגבלת (50 MW), פאוורג'ן פאוור פלנטס בע"מ (40 MW).

אסדרת שוק מתח עליון

החלטה מספר 71101 הינה אסדרת שוק בילטרלית למתקני ייצור ואגירה המחוברים או המשולבים ברשת ההולכה. החלטה זו מסדירה את פעילותם של מתקני ייצור ואגירה ברשת ההולכה בשוק האנרגיה וכן את האפשרות של מתקנים אלו לבצע עסקאות בילטרליות עם מספקים.

מחיר BID בשעות פריקה + מחיר תעודת זמינות X מקדם התאמה = הכנסות יצרן מכסה ותחולה – האסדרה תחל החל מיום 01.01.26 בשלב הראשון על מתקני אנרגיה מתחדשת (בשילוב אגירה), אשר קיבלו אישור תעריף במסגרת האסדרה עד ליום 30.06.27 או עד למכסה של 2,000 מגה-וואט במונחי גודל חיבור לפי המוקדם מבניהם.

תעודות זמינות – היצרן יתקשר בעסקאות זמינות עם מספקים וירטואליים. עסקת הזמינות תקנה למספק זכות לרכוש אנרגיה במחיר השוק החצי שעתי (SMP) בכל שעה, עד לגובה ההספק הזמין שרכש המספק מהיצרן.

מקדם התאמה – ההספק הנקוב בתעודת הזמינות ייקבע בהתאם למקדמי התאמה (Capacity Credit) שנקבעו באמות המידה.

מקדם ההתאמה - (Capacity Credit)

מקדם ההתאמה הינו היחס בין תוספת כושר ייצור סולארי לבין כמות כושר הייצור הקונבנציונאלי (שהוא כולל אגירה) שניתן לצמצם בעקבותיה. מקדם ההתאמה של מתקן נקבע בהתאם לטכנולוגיית המתקן והוא אמור לשקף בין היתר, את מידת פוטנציאל הזמינות הטכנית של המתקן לפעול בשעות שיא ביקוש ונע בטווח מספרים שבין 0 ל-1.

לדוגמה, מתקן ייצור קונבנציונלי גמיש בהעמסה מרכזית הפועל ללא אילוצים יקבל ערך גבוה הקרוב ל-1 מכיוון שטכנית הוא יכול להיות זמין ולפעול בכל עת שיידרש. לעומתו, יכולתו של מתקן ייצור פוטו-וולטאי ללא אגירה לפעול בשעות שיא ביקוש ובכך לתרום לאמינות האספקה היא אפסית ולכן מקדם ההתאמה שלו יהיה נמוך ואף קרוב ל-0.

ההספק הנקוב בתעודת הזמינות ייקבע בהתאם למקדמי התאמה – שנקבעו באמות המידה, על בסיס עבודת מנהל המערכת שבוצעה לצורך הליך תחרותי מס' 1 לקביעת תעריף זמינות למתקני אגירה המחוברים או המשתלבים ברשת המתח עליון שהוסדר במסגרת החלטה מס' 67305 מיום 30 באוקטובר 2023.

מקדמי ההתאמה למתקנים שקיבלו אישור תעריף במסגרת המכסה הראשונית של האסדרה לא ישתנו עד לשנת 2036 ולמתקן שקיבל אישור תעריף במסגרת מכסת האגירה – עד 66 חודשים ממועד ההפעלה המסחרית שלו, אלא בשל תת-ביצוע. מקדמי ההתאמה למתקנים שיקבלו אישור תעריף לאחר המכסה הראשונית ומכסת האגירה יתעדכנו מעת לעת על בסיס עבודת מנהל המערכת. מקדמי ההתאמה כפי שיעודכנו כאמור יחולו גם על המכסה הראשונית החל משנת 2036 ועל מכסת האגירה בתום 66 חודשים ממועד ההפעלה המסחרית של כל מתקן.

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

❖ שיטת היוון תזרימי המזומנים;

❖ שיטת ההשוואה לעסקאות דומות;

❖ שיטת השווי הנכסי.

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

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

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

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

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

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

שיטת השוואה לעסקאות דומות + גישת השווי הנכסי

גישת השוואה לעסקאות דומות

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

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

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

גישת השווי הנכסי

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

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

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

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

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

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

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

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

בעבודה זו, חישבנו את שווי החברה באמצעות חיבור של שווי מרכיביה השונים. לצורך כך אימצנו מספר גישות כדי להעריך את השווי של כל מרכיב:

- ❖ שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF). על-פי גישה זו, בנינו את תזרימי המזומנים העתידיים שפעילות צפויה להפיק בתרחיש סביר, על בסיס הפרמטרים אשר יפורטו להלן. תזרימי המזומנים העתידיים הווננו בשיעור ניכיון לאחר מס הנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחנת, ואשר משקף את רמת הסיכון הקיימת בה.
- ❖ שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE) – שיטה זו דומה במהותה לשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF), רק שבשיטה זו נלקחים בחשבון היבטי מימון.

להלן שלבי הערכת שווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים:

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

להלן שלבי הערכת שווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות (FCFE):

- ❖ נקודת המוצא היא הרווח הנקי (לאחר מימון);
- ❖ בשיטה זו תזרימי המזומנים הסופי שנגיע אליו כולל בתוכו נכסים שאינם תפעוליים ולכן אין צורך להוסיף יתרות מאזניות נוספות
- ❖ חישוב תנועת המזומנים הקשורה לחוב הפיננסי שקיים בחברה.

כדי לקבוע את שווי הפעילות על פי מודל היוון תזרימי המזומנים, יש לקבוע את מקדם ההיוון הרצוי להיוון תזרימי המזומנים החופשיים, קרי תזרימי המזומנים התפעולי ולאחר ההשקעות ברכוש קבוע ושינוי בהון חוזר, במחיר הון המשקף את הסיכון בפעילות. מקדם ההיוון מהווה את הבסיס להיוון תזרימי המזומנים העתידיים ותרגומם לערכים נוכחיים. לצורך קביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות, נעשה שימוש בנוסחת ה-WACC ובמודל ה-CAPM.

הנוסחה לקביעת מחיר ההון המשוקלל של הפעילות הינה:

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

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

מרכיב ההון הזר – הינו החלק היחסי של החוב המשוערך (Debt) מתוך שווי הפעילות (שווי ההון העצמי Equity + חוב חיצוני Debt).

מרכיב ההון העצמי – הינו החלק היחסי של ההון העצמי (Equity) מתוך שווי הפעילות (שווי ההון העצמי Equity + חוב חיצוני Debt).

T – שיעור מס חברות למועד ההערכה שהינו 23% בישראל וכן 28% באיטליה.

Kd – עלות ההון הזר.

תשואה חסרת סיכון (Rf) – זוהי תשואת המינימום הנדרשת על ידי משקיע בגין השקעה "חסרת סיכון". תשואה זו נקבעה על בסיס התשואה הנומינלית של איגרת חוב ממשלתית למועד ההערכה ובהתאם למח"מ של הפעילות.

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

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

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

פרמיית הסיכון של השוק (Rm - Rf) – התשואה הצפויה העודפת מעבר לריבית חסרת הסיכון, אותה מצפים לקבל מהשקעה מבוזרת בשוק המניות.

פרמיית גודל (SCP) – למחיר ההון העצמי ניתן להוסיף פרמיה המשקפת את הסיכון בהשקעות בפעילויות קטנות. הוספת פרמיית גודל בהתאם למתודולוגיה המקובלת שנקבעה לפי שווי הפעילויות.

קביעת מחיר ההון המשוקלל

להלן שיעורי ההיוון (Ke) אשר שימשו לטובת הפרויקטים באגירה 2:

נאות סמדר, ניר יצחק, כפר הנשיא, ביכורה וסופה

מקור	ערך	סימון	פרמטרים
ריבית חסרת סיכון	3.82%	Rf	ריבית חסרת סיכון
פרמיית הסיכון של השוק	5.74%	Rm-Rf	פרמיית הסיכון של השוק
בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט	0.58	Beta	ביטא
פרמיית סיכון ספציפית	1.50%	SRP	פרמיית סיכון ספציפית
Rf+β*(Rm-Rf)+SRP		Ke	מחיר ההון העצמי

שער הגולן

מקור	ערך	סימון	פרמטרים
ריבית חסרת סיכון	3.96%	Rf	ריבית חסרת סיכון
פרמיית הסיכון של השוק	5.74%	Rm-Rf	פרמיית הסיכון של השוק
בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט	0.53	Beta	ביטא
פרמיית סיכון ספציפית	2.00%	SRP	פרמיית סיכון ספציפית
Rf+β*(Rm-Rf)+SRP		Ke	מחיר ההון העצמי

פריגן

מקור	ערך	סימון	פרמטרים
ריבית חסרת סיכון	4.03%	Rf	ריבית חסרת סיכון
פרמיית הסיכון של השוק	5.74%	Rm-Rf	פרמיית הסיכון של השוק
בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט	0.49	Beta	ביטא
פרמיית סיכון ספציפית	2.25%	SRP	פרמיית סיכון ספציפית
Rf+β*(Rm-Rf)+SRP		Ke	מחיר ההון העצמי

להלן שיעור ההיוון (WACC) אשר שימש לטובת יתרת החיים הכלכליים של הפרויקטים באגירה 2:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	53%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	47%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.36%	מחיר חוב נומינלי למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.70	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	3.75%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	11.89%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	8.25%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

להלן שיעורי ההיוון (WACC) אשר שימשו לטובת פרויקטי הגגות בישראל לתקופת הרישיון ויתרת החיים הכלכליים:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	53%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	47%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.22%	מחיר חוב נומינלי למח"מ התחנה ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.73%	ריבית חסרת סיכון למח"מ התחנה ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.70	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.00%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	8.74%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	6.25%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	53%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	47%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.65%	מחיר חוב נומינלי למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.70	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	3.00%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	11.14%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	7.50%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

להלן שיעורי ההיוון אשר שימשו לטובת מערכות קרקעיות בינוניות בישראל לתקופת הרישיון ויתרת החיים הכלכליים:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.88%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל לפי מח"מ תחנת הכוח, מערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.60	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.00%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	8.25%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	53%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	47%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.65%	מחיר חוב נומינלי למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.70	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	3.00%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	11.14%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	7.50%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

שיעור היוון (SG ReEn Beta ,SG Vigneto ,SG ReEn Alpha) SG Renewable Energy Italia (Ke)

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	2.70%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בגרמניה ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	4.95%	פרמיית הסיכון של איטליה ע"פ Damodaran, ינואר 2026
ביטא	β	0.44	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.50%	בהתאם לניסיונו ועל פי שיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	Ke	7.25%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$

*לתקופה שמעבר להחזר החוב, קרי לתזרים התפעולי נעשה שימוש בשיעור היוון (WACC) של 7.75%

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון MRC (Ke) תחנות קיימות (רישיון):

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.65%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל לפי מח"מ תחנת הכוח, מערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.49	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.00%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	8.50%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$

שיעור היוון (Ke) פיקר (רישיון):

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.76%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל לפי מח"מ תחנת הכוח, מערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.69	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.50%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	8.25%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (WACC) MRC – ערך שייר:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	49%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	51%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.56%	מחיר חוב נומינלי למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.66	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.00%	פרמיית סיכון ספציפית
פרמיית גודל	SCP	2.59%	פרמיית גודל, ע"פ Duff & Phelps
מחיר ההון העצמי	Ke	12.53%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - WACC		8.50%	$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור הון (Ke) רינדיר:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.92%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל לפי מח"מ תחנת הכוח, מערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.65	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	5.50%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	13.25%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$

שיעור הון (WACC) רינדיר - ערך שייר:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	49%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	51%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	5.56%	מחיר חוב נומינלי למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.66	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	8.50%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	16.44%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - WACC	WACC	10.50%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור הון (Ke) תחנות צפוניות - רישיון:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.85%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל לפי מח"מ תחנת הכוח, מערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.64	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.25%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	9.75%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$

שיעור הון (WACC) תחנות צפוניות – ערך שייר:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	49%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	51%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.36%	מחיר חוב נומינלי למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.66	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.75%	פרמיית סיכון ספציפית
פרמיית גודל	SCP	2.59%	פרמיית גודל, ע"פ Duff & Phelps
מחיר ההון העצמי	Ke	13.28%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	9.25%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (Ke) תחנות חופיות - רישיון:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.74%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל לפי מח"מ תחנת הכוח, מערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.52	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.25%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	9.00%	$Rf + \beta^*(Rm - Rf) + SRP$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (Ke) PSP:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.80%	ריבית חסרת סיכון נומינלית בישראל לפי מח"מ תחנת הכוח, מערכת מרווח הוגן
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.57	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות השוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.75%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	Ke	9.75%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SRP$

שיעור היוון (WACC) PSP – ערך שייר:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	49%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	51%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	6.58%	מחיר חוב נומינלי למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.66	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.75%	פרמיית סיכון ספציפית
פרמיית גודל	SCP	2.59%	פרמיית גודל, ע"פ Duff & Phelps
מחיר ההון העצמי	Ke	13.28%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	9.25%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (WACC) בזק-ג':

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	0%	בהתאם למינוף החברה
שיעור ההון	E/V	100%	בהתאם למינוף החברה
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.34	מומצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	4.00%	פרמיית סיכון ספציפית
פרמיית גודל	SCP	7.24%	פרמיית גודל, ע"פ Duff & Phelps
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	17.25%	$(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (WACC) זאן אנרגיה:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	13%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	87%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
מחיר הון זר	Kd	7.44%	מחיר חוב נומינלי למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
שיעור המס	T	23.00%	שיעור המס הסטטוטורי בישראל
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.12%	ריבית חסרת סיכון למח"מ של 15 שנים ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	1.55	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.50%	פרמיית סיכון ספציפית
פרמיית גודל	SCP	7.42%	פרמיית גודל, ע"פ Duff & Phelps
מחיר ההון העצמי	Ke	22.95%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	WACC	20.75%	$(D/V) * (1 - T) * Kd + (E/V) * Ke$

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (WACC) חברת המפעיל PGO:

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
שיעור החוב	D/V	0%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
שיעור ההון	E/V	100%	בהתאם לממוצע חברות השוואה
ריבית חסרת סיכון	Rf	1.73%	ריבית חסרת סיכון ריאלית למח"מ הפעילות ממערכת מרווח הוגן ליום הערכת השווי
פרמיית הסיכון של השוק	Rm-Rf	5.74%	פרמיית הסיכון של ישראל ע"פ Damodaran ינואר 2026
ביטא	Beta	0.57	ממוצע בטאות, חברות השוואה
פרמיית גודל	SCP	2.59%	פרמיית גודל, ע"פ Duff & Phelps
מחיר ההון העצמי	Ke	7.50%	$Rf + \beta * (Rm - Rf) + SCP + SRP$
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס WACC 7.50%			
$(D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$			

תודה

BDO Ziv Haft, an Israeli partnership, is a member of BDO International Limited, a UK company limited by guarantee, and forms part of the international BDO network of independent member firms.

BDO is the brand name for the BDO network and for each of the BDO Member Firms.

BDO | Knowledge
CONSULTING | Driven
Success