

תאריך : 28.2.24

לכבוד

נוסטרומו אנרגיה לימיטד

(להלן: "החברה")

שלום רב,

הנדון: אישורנו להכללת חוות דעת הוגנות (Fairness Opinion) בעניין הערכת שווי מניית החברה

הרינו לאשר בזאת לנוסטרומו אנרגיה לימיטד לכלול את חוות דעת הוגנות (Fairness Opinion) בעניין הערכת שווי מניית החברה ליום ה-31 בדצמבר 2023 אשר נחתמה על ידינו ביום 1 בפברואר 2024, בדיווח מיידי ו/או בכל דוח אחר שנוסטרומו תידרש להגיש על פי כל דין, אשר מיועד להתפרסם במהלך חודש פברואר 2023.

בכבוד רב,


אל לאור
ייעוץ והשקעות בע"מ
ח.מ. 514350875


לאור ייעוץ והשקעות בע"מ



Consulting & Investment Ltd.
לאור ייעוץ והשקעות בע"מ

נוסטרומו אנרגיה לימיטד
חות דעת הוגנות (Fairness Opinion) בעניין הערכת שווי מניית החברה
ליום ה-31 בדצמבר 2023

פברואר 2024

לאור ייעוץ והשקעות בע"מ  רחוב הביטחון 6, פתח-תקוה, איזור תעשייה מטלון

 03-7734022  054-4760991  david@laor-consulting.com  www.laorc.co.il

דירקטוריון חברת נוסטרומו אנרגיה לימיטד

הנדון: חוות דעת הוגנות (Fairness Opinion) בעניין הערכת שווי מניית החברה ליום ה-7 בנובמבר 2023

הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים, מדויקים ועדכניים, אולם לא ביצענו כל פעולות ביקורת, כמוגדר בדין ובפסיקה, או ערכנו בדיקה או בחינת עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ואיננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו. עם זאת, ביצענו מספר בדיקות שונות לסבירות הנתונים והתחזיות. בדיקות אלה כללו, בין היתר, ניתוח דוחות כספיים ומידע פיננסי היסטורי על החברה.

מטרת חו"ד **לשקף בצורה סבירה והוגנת את שווי מחיר מניית החברה בנקודת זמן מסוימת, ועל בסיס נתונים ידועים, הנחות יסוד שנקבעו ותחזיות שנאמדו.** ככל הערכה כלכלית, תוצאותיה מבוססות, בין היתר, על המידע שעמד לרשותנו בזמן הכנתה, איכותו ואמינותו, ועל הנחות היסוד שהנחנו במהלך הניתוחים הכלכליים.

נתבקשנו על ידי נוסטרומו אנרגיה לימיטד בע"מ (להלן: "**נוסטרומו**" או "**החברה**") להכין חוות דעת הוגנות (Fairness Opinion) בעניין הערכת שווי מניית החברה ליום ה-31 בדצמבר 2023 (להלן: "**מועד הערכה**").

חוות הדעת נועדה לשימוש הבלעדי של דירקטוריון נוסטרומו לצורך בחינת אפשרות להקצות מניות למשקיעים במחיר הוגן ולהציע לבעלי מניות החברה למכור את מניותיהם לאותם משקיעים באותו מחיר הוגן. אין לעשות שימוש אחר במסמך זה, כולל ציטוטו במלואו או חלק ממנו, למעט למען המטרה, אשר הובאה לעיל, ללא אישורנו המפורש בכתב. לצורך עבודתנו הסתמכנו על מידע פיננסי מבוקר ולא מבוקר, תפעולי, דוחות ניהוליים פנימיים ומידע נוסף שהתקבל מהנהלת נוסטרומו; וניתן לנו על בסיס מיטב ידיעתה וניסיונה. כמו כן, הסתמכנו על נתונים פומביים אשר פורסמו על-ידי אחרים.

המידע במופיע בחו"ד אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה אשר ידרוש משקיע פוטנציאלי, ואינו מיועד לקבוע את שווי מחיר מניית החברה למשקיע ספציפי. **למשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים, ושיטות בדיקה על בסיס הנחות אחרות, ובהתאם – המחיר אותו יהיו מוכנים לשלם/למכור – שונה.** הערכת השווי אינה מהווה עבודת Due-Diligence ואינה מתיימרת לכלול את כל המידע, הבדיקות והמבחנים, או כל מידע אחר הכלולים בעבודת Due-Diligence, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של החברה.

מקורות מידע עיקריים

- מקורות המידע העיקריים ששימשו בהכנת חו"ד מפורטים להלן:
- ◀ דוחות כספיים מבוקרים וחתומים לשנים 2021-2022;
 - ◀ דוח כספי סקור למחצית הראשונה של שנת 2023;
 - ◀ טיוטת מאזן ודוח רווח והפסד ליום ה-31.12.23 (גיליון אלקטרוני);
 - ◀ תחזית רב-שנתית (גיליון אלקטרוני);
 - ◀ נתונים כספיים ותפעוליים אחרים אשר התקבלו מהנהלת נוסטרומו;
 - ◀ שיחות והבהרות עם סמנכ"ל הכספים של החברה;
 - ◀ מחקר שנערך ע"י Los Angeles Department of Water & Power שכותרתה "Power Strategic Long-Term Resource Plan 2022";
 - ◀ מידע פיננסי וכללי ממקורות גלויים שונים.

שינויים במשתנים ו/או מידע נוסף, עלולים לשנות את הבסיס להנחות היסוד, ובהתאם את המסקנות. יש לציין כי הערכת השווי הנדונה מבוססת על הנחות תיאורטיות ותנאים היפותטיים אשר אינם בהכרח משקפים את ההתרחשויות העתידיות. כמו כן, ומבלי לגרוע מהאמור LAOR אינה אחראית לדיוקן ונכונותן של כל הנחות והתחזיות לתוצאות העתידיות, שכן התרחשויות בעתיד עשויות להיות שונות מההנחות והתחזיות כפי שמוצגות בעבודה זו.

תחזיות אלה נתונות לשינויים, השלמות, או תיקונים בעתיד ואין וודאות כי יתממשו באופן מלא או חלקי והדבר תלוי, בין היתר, **בגיוס מקורות מימון נדרשים לצורך המשך פעילותה השוטפת**, במצב השוק בו נוסטרומו פועלת, במתחרים פוטנציאליים ובמצב המשק והכלכלה בכללותם.

הערכת השווי שלנו מבוססת על התנאים הכלכליים, השוקיים ותנאים אחרים הקיימים נכון למועד הבחינה. תנאים כאלו עשויים להשתנות באופן משמעותי בתוך פרקי זמן קצרים יחסית.

העבודה שלנו מסתמכת, בחלקה, על מידע זמין לציבור, על תחזיות החברה. בהתאם לכך, יובהר כי לא קיימת אפשרות שהערכת השווי שלנו לא תזהה ותכמת באופן מלא שינויים בתנאי השוק שעשויים להשפיע באופן מהותי על החברה ועל הערכת השווי שלנו. יצוין כי איננו מחויבים לעדכן את הערכת השווי שלנו בגין מידע חדש או אירועים עוקבים].

המסחר האחרונים, 252.3 אג', שמשקף פער של כ-66.7% (ממוצע הטווח שבין 62.7% ל-70.8%) ובהשוואה למחיר המנייה הממוצע כפי שמשקף בבורסה ב-90 ימי המסחר האחרונים, 387.2 אג', שמשקף פער של כ-8.6% (ממוצע הטווח שבין 6.0% ל-11.3%).

התאריך הקובע לחוות דעת זו הינו ה-11 בפברואר 2024. להלן חוות דעתנו.

בכבוד רב,



א.ל. לאור
ייעוץ והשקעות בע"מ
ח.מ. 514350875

לאור - ייעוץ והשקעות בע"מ

יצוין כי תחשיבים פרטניים אשר שימשו אותנו במהלך ביצוע העבודה אינם מוצגים בעבודה; והיות וביצוע החישובים נעשה באמצעות שימוש בגיליון אלקטרוני ייתכנו הפרשי עיגול.

הרינו להצהיר כי אין לנו כל עניין אישי במניות נוסטרומ, בעלי מניותיה או צדדים קשורים להן, כמוגדר בדין או בפסיקה ולא מתקיימת בנו כל תלות או זיקה אליהם או לצדדים קשורים אליהם כהגדרתם בחוק החברות.

התשלום עבור שירותנו לא השפיע בכל צורה שהיא על תוצאות הבדיקה שלנו.

להערכתנו, ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים שפורטו לעיל ולהלן, שווי ההוגן של מחיר מניית החברה נע בין 389.9 ל-430.9 אג'; ובממוצע כ-410.4 אג'. להערכתנו כשמדובר על רכישת מניות מהציבור, ממוצע הערכת השווי הוא המינימום הנדרש לשווי הוגן זאת משום שקבלת ההצעה מותירה בידי בעלי המניות שתי אפשרויות – האחת מכירת החזקותיהם והשנייה החזקה במניות של חברה פרטית, כאשר אפשרויות אלה אינן בהכרח חופפות לרצונם. הגינות בהקשר לעסקה זו, מחייבת פיצוי ולכן לדעתנו תחום השווי ההוגן לאור הערכת השווי ובהתייחס לכך שמדובר ברכישת מניות מהציבור, הוא בחלק העליון של תחום השווי. במקרה דנן, בתחום שבין 410.4 ל-430.9 אג' למניה ובממוצע כ-420.4 אג' למניה; זאת בהשוואה למחיר המנייה הממוצע כפי שמשקף בבורסה ב-30 ימי

פרק	נושא	עמוד
1	תיאור החברה ופעילותה	6
2	סביבה עסקית	11
3	דוחות היסטוריים	17
4	מתודולוגיה	19
5	הערכת שווי חברה	25
	נספחים	36
	נספח א' – הגבלת אחריות	37
	נספח ב' - פרטי החברה המעריכה ומערך השווי	38

פרק 1

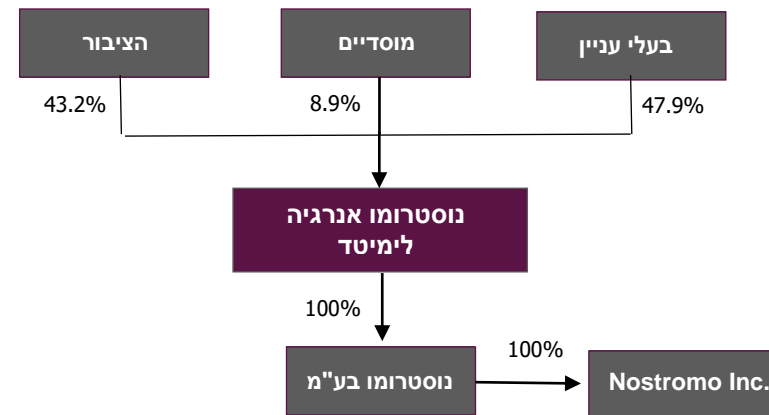
תיאור החברה ופעילותה

כללי

חברת נוסטרומו אנרגיה לימיטד בע"מ הינה חברה ציבורית שפועלת, באמצעות חברת הבת נוסטרומו בע"מ ונוסטרומו אינק, הנמצאות בבעלותה המלאה של החברה (במישרין ובעקיפין), בתחום פעילות אחד בלבד – פיתוח, ייצור, שיווק, מכירה ושירות של מערכות מתקדמות לאגירה ולניהול ביקושי אנרגיה למבנים הצורכים מיזוג אוויר מבוססי צ'ילרים.

החברה נסחרת בבורסה לני"ע בת"א בשווי שוק של כ-18.4 מיליוני ש"ח נכון ליום ה-31.12.23.

בחברה מועסקים כ-31 עובדים. מטה החברה ממוקם בשדמה. להלן מבנה החזקות החברה:



מערכת אגירת אנרגיה

מערכת האגירה של החברה הינה מערכת לאגירת אנרגיה תרמית של קור באמצעות קרח, המאפשרת הסטת ביקושים מבוססי מיזוג אוויר משעות שיא הביקוש לשעות השפל, ובכך לתרום לאיזון רשת החשמל בדרך "נקייה", בטוחה ויעילה.



המערכת מאפשרת טעינה ופריקה (הקפאה והפשרה) של כמות מים בלתי מוגבלת ביעילות אנרגטית גבוהה ומהירה, שימוש ברכיבים זולים, "נקיים" ובטוחים לשימוש, וכן יכולת להתאים את קיבולת אגירת אנרגיית הקור בצורה מודולרית ופשוטה יחסית, אשר ניתן להתאימה לצרכי כל לקוח ולקוח.

המערכת מתחברת למערכות המיזוג של הלקוח, בנקודה שבה חוזרים המים בחזרה למערך הצ'ילרים של הלקוח. ייחודה של המערכת הוא במבנה היעיל של תא האגירה שפיתחה בשם "IceBrik™", אשר מכיל מאות קפסולות של מים בעלות מבנה וסידור ייחודי, המאפשר הקפאה אופטימלית של המים, בשילוב עם זרז קפיאה ייחודי אשר מאפשר קפיאה אחידה ומהירה בטמפרטורה גבוהה ביותר.

פיתוח מערכת שו"ב

החברה סיימה פיתוח מערכת תוכנה של שליטה ובקרה במערכת האגירה של החברה, בשם "eNvoy", שמאפשרת ניהול ואופטימיזציה של מערכת האגירה במתקן הלקוח (להלן: "מערכת הבקרה והשליטה") וממשק מול רשת החשמל למתן שירותי ניהול ביקושים. מדובר במערכת מבוססת ענן שאוספת נתונים ממערכות האגירה, ומאפשרת ניהול בזמן אמת של מספר רב של מערכות האגירה, וכן שחרור אנרגיה בכל עת, כתגובה מהירה לפי דרישה של מפעיל רשת החשמל (השלת ביקושים).

שווקי יעד

מערכת האגירה של החברה מיועדת לבנייני משרדים, בתי מלון, מרכזי קניות ומבני מסחר, בתי חולים, שדות תעופה, חוות שרתים וצרכנים מסחריים אחרים של מיזוג אוויר מבוסס צ'ילרים. בשנים הקרובות מתכננת החברה להתמקד בהקמה, התקנה והפעלה של מערכות האגירה של החברה במבנים מסחריים צורכי מיזוג אוויר בארה"ב, בדגש על קליפורניה. במסגרת זו התקשרה החברה בהסכמי פיתוח עם לקוחות פוטנציאליים בארה"ב שהם בעלים או מפעילים של חוות שרתים, בנייני משרדים ומקומות בילוי, להכנת תוכניות להתקנת מערכות אגירה בהיקף כולל של עד כ-81 אלף טון-קירור/שעה (שווה

מערכת האגירה הינה מודולרית ולכן גודל המערכת מותאם ספציפית לדרישות הקירור לאורך השנה של הלקוח בכדי להבטיח יעילות כלכלית מקסימלית כאשר גודל המערכות המסחריות יהיה בין 1,000 קוט"ש ל-6,000 קוט"ש.

התקנות קיימות של המערכת

החברה התקינה מערכת אגירה אחת על שני מבנים (אלקטרה M&E ומדינול) במסגרת פרויקטים ראשוניים אשר לפי שעה אינם מניבים לחברה הכנסות. המערכת המותקנת על גג בית אלקטרה M&E שבנס ציונה הינה מערכת "ביתא" כאשר לא קיימת התקשרות מסחרית בקשר עם התקנת מערכת זו, והפעלתה הופסקה בסוף 2021. המערכת המותקנת על גג בית בק למדע בירושלים המשמש את חברת מדינול פועלת באופן רציף ותקין למעלה משנתיים אולם לא צפויה להניב הכנסות לחברה עקב החלטת רשות החשמל מסוף שנת 2022 בנושא מקבצי שעות ביקוש.

לפני מספר חודשים השלימה החברה את התקנת מערכת אגירה במלון הילטון שבבוורלי הילס, קליפורניה, המשרתת את מלון הילטון וכן את מלון וולדורף אסטוריה הסמוך.

המודל העסקי

החברה עתידה לעשות שימוש בשני מודלי תמחור עיקריים שונים, כמפורט:

מכירה. המערכת תימכר במלואה ללקוח שישלם בעבור רכישה והתקנה בהתאם לאבני הדרך, לרבות תשלומי המשך על תחזוקה. **מודל שירות (Energy Storage as a Service).** התשלום מבוסס על חיסכון בעלויות החשמל כתוצאה מהסטת צריכת חשמל משעות שיא לשעות שפל. לדברי החברה, זה המודל העיקרי בו היא מתכוונת לעשות שימוש בשנים הקרובות.

לצורך כך, מתעתדת החברה לגייס מימון חיצוני לעלות התקנת המערכת אצל הלקוח. במסגרת זו פועלת בימים אלה החברה לקבלת מסגרת הלוואה של הממשל הפדרלי בערבות של משרד האנרגיה האמריקאי (DOE) בסך 176 מיליון דולר וכן הון משלים בין 70 ל 80 מיליון דולר (סה"כ כ-251 מיליון דולר) לתוך חברת-פרויקטים ייעודית לטובת מימון פריסת מערכות אגירת אנרגיה של החברה בארה"ב (בעיקר בקליפורניה). יצויין שלדעת הנהלת החברה הקמת מסגרת המימון לעיל מותנית בגיוס הון משמעותי גם לחברה (להבטחת יציבותה הפיננסית לטווח ארוך), שאינו ריאלי לחברה כחברה ציבורית, ומכאן בעיקר נובעת המוטיבציה להפיכתה לפרטית. בהתאם לכך, המימון של ה-DOE לא נלקח בחשבון כי לדעת החברה היא צריכה בשביל זה גיוס משמעותי שאינו ריאלי בתנאי בשוק הקיימים.

ערך לכ-57 מגה-וואט שעה קוט"ש), בערך כספי כולל של עד כ-71 מיליון דולר (נתונים מעודכנים ליום 11.11.2023).

ההסכם אומנם מחייב את הצדדים לתהליך התכנון בלבד, ואינו מחייב את מי מהצדדים להתקנת המערכת, אבל יש ליזכור שהחתימה על הסכמי הפיתוח מעידה על רצינות כוונת הלקוח לרכישת המערכת בעתיד.

שיווק והפצה


שיווק פתרונות החברה מתבצע באמצעות חשיפת הפתרון הטכנולוגי בפני יועצי מיזוג אויר ואגירת אנרגיה תרמית לצד לקוחות קצה גדולים מובילים (בעלים, שוכרים ו/או חברות ניהול של בניינים מסחריים ותעשייתיים מוכרים).

אסטרטגיה עסקית

- ◀ החברה מתמקדת ביעדים הבאים:
- ◀ החברה מתמקדת בפיתוח פעילותה המסחרית בארה"ב, בדגש על קליפורניה, שם הכדאיות הכלכלית של אגירת אנרגית קור בבניינים גבוהה, הן ללקוחות הקצה והן לחברות החשמל המקומיות, וכן קיימים תמריצים ותוכניות תגמול שונות. לצורך זה, החברה הקימה חברת בת רשומה בקליפורניה במטרה לייצר מאגר לקוחות פוטנציאליים וביצוע התקנות של המערכת.
- ◀ הואיל ובישראל עדיין אין כדאיות כלכלית להתקנת מערכות אגירה בגלל מבנה תעריפי החשמל, היעדר תמריצים ותוכניות ניהול ביקושים, כפי שקיימים בארה"ב, החברה אינה מתמקדת בשיווק מערכותיה בישראל. בהתאם לכך המערכות שהקימה החברה בישראל בתמיכת משרד האנרגיה והרשות לחדשנות הן למטרות ופיתוח והדגמה.
- ◀ מכירת שירותי ניהול ביקושים לספקי חשמל ומנהל הרשת, ופעילות לקבלת אישורים אגולטוריים הדרושים לכך.
- ◀ בחינת שיתופי פעולה אסטרטגיים נוספים עם שחקנים בתעשייה.
- ◀ הפחתת עלויות ע"י הכשרת ספקים וקבלנים נוספים לייצור רכיבי המערכת ויעול התקנתה ותכנון רביעים שעלות הייצור שלהם נמוכה.
- ◀ יצירת מקורות חיצוניים למימון מערכות במודל שירות.
- ◀ שיפור מתמשך של ביצועי מערכת האגירה.
- ◀ הרחבת יכולות מערכת הניהול ובקרה של המערכת באמצעות הוספת יכולות ניהול (אופטימיזציה, ניהול מרוכז), יישומים (חישוב חיסכון, חישוב הפחתת פליטות פחמן) וממשקים גרפיים לשיפור חווית משתמש קצה.

פרק 2

סביבה עסקית

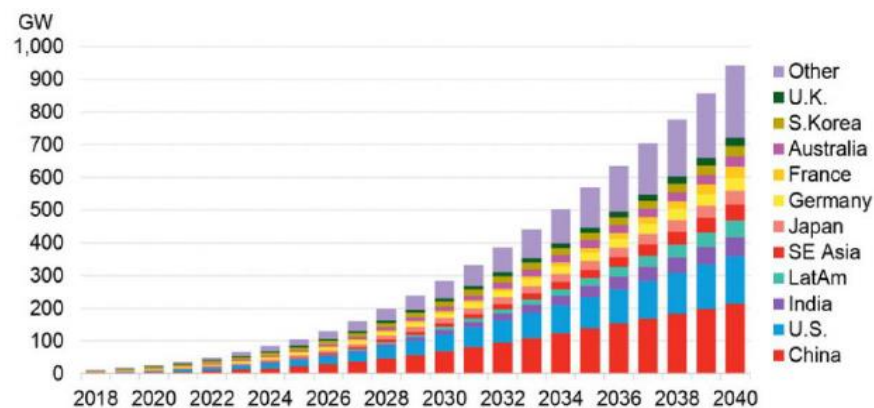
לאור ייעוץ והשקעות בע"מ  רחוב הביטחון 6, פתח-תקוה, איזור תעשייה מטלון

 03-7734022  054-4760991  david@laor-consulting.com  www.laorc.co.il

כללי

מגמות בשוק אגירת האנרגיה

בשנים האחרונות הצורך באגירת אנרגיה גדל משמעותית. השאיפה להפחתת פליטות גזי החממה על ידי מעבר לאנרגיות מתחדשות, שלרוב אינן זמינות לאורך כל היממה; והרצון לעבור לתחבורה מבוססת חשמל מחזקים את הצורך באגירה. בעוד שמרבית האגירה הקיימת כיום הינה אגירה שאובה, בשני העשורים הקרובים משקלה צפוי לרדת, ואגירה באמצעות אחרים, מודולריים, תלך ותגדל. להלן תחזית להספק מצטבר של מתקני אגירה במשק החשמל, ללא אגירה שאובה וללא סקטור התחבורה, עד שנת 2040, לפי מדינות העולם:



מקור: בלומברג

אגירת אנרגיה מוגדרת ככליאה של אנרגיה שהופקה באמצעי ייצור או כתוצאה מתהליכי טבע לשימוש בזמן מאוחר יותר. טכנולוגיות אגירה נמצאו כחיוניות לשם קידום משקי האנרגיה והתחבורה; כמו גם קידום מאמצי השמירה של הסביבה והפחתת פליטות מזהמים. בהיבטים אלו, היקפי השימוש באנרגיות מתחדשות צפויים להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות, בין השאר, הודות להתפתחות הטכנולוגית של אמצעי האגירה וזאת מכיוון שהתפתחותם מסייעת להעלות את שיעור הנצילות האנרגטית של מתקני הייצור לאור שעות היממה.

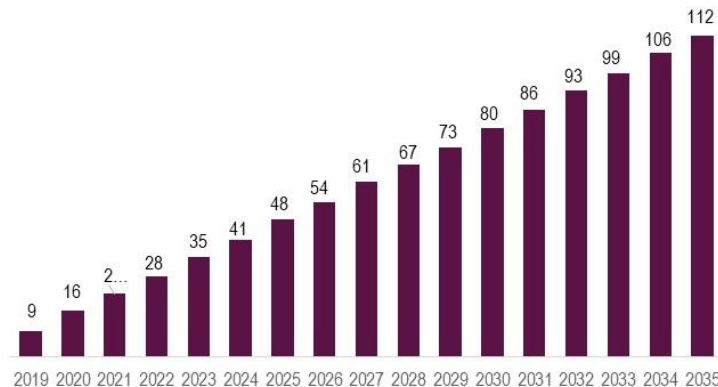
אמצעי האגירה צפויים לשפר את יכולות ניהול מערכת החשמל במשק היות ואחת הבעיות המרכזיות של רשתות חשמל גדולות הינה התאמת היצע האנרגיה ברשת לצרכנים אשר עוברים שינויים גדולים מאוד בטווחי זמן קצרים. בנוסף, איכות החשמל מהווה גם היא בעיה הבאה לידי ביטוי בתופעות טרנזיאנטיות (זרמים חשמליים) והפרעות קצרות אשר גוררות אי-יציבות ובעיות נוספות ברשת. כדי להתגבר על הבעיות הללו נדרשות טכנולוגיות אגירה מתקדמות ומערכות בקרה חכמות השולטות ומשלבות במהירות וביעילות

בין אמצעי הייצור, ההולכה וההפצה וכמובן האגירה. הפקטורים העיקריים במדידה הכמותית והאיכותית של ניהול המערכת ורשת החשמל כוללים עלות, אמינות, יעילות, זמן חיים, בטיחות ואיכות סביבה.

תחזיות אלו מבוססות על מספר גורמים עיקריים אשר עתידים לייצור הפיכה בשוק אגירת האנרגיה ב-15 שנים הבאות ביניהם, העלייה הצפויה בכמות האנרגיה המתחדשת אשר עתידים לצמוח ולהוות כשליש מכושר ייצור האנרגיה העולמי, מהעלות ההולכת ופוחתת של התקנה ותחזוקה של מערכות אגירת אנרגיה, מדיניות ממשלתיות תומכת ומליברליזציה של שווקי החשמל ברחבי העולם.

מגזרים מסחריים צורכי מיזוג אוויר כגון בנייני המשרדים, קניונים, בתי חולים, חוות שרתים וגופים מסחריים נוספים הצורכים מיזוג אוויר מבוססי צילרים מהווים את הצרכנים הגדולים ביותר של מערכות אגירת אנרגיה תרמיות של קור באמצעות קרח.

הכנסות ממתקני אנרגיה מבוססי אגירת אנרגיה (מיליארד דולר)



מהאיור נראה כי בעוד שכיום היקף האגירה הוא כמעט אפסי, עד שנת 2040 ההספק המצטבר יגיע לכ-1,000 ג'יגה-וואט, כאשר ארה"ב ומדינות אסיה, בראשם סין, יובילו את המגמה.

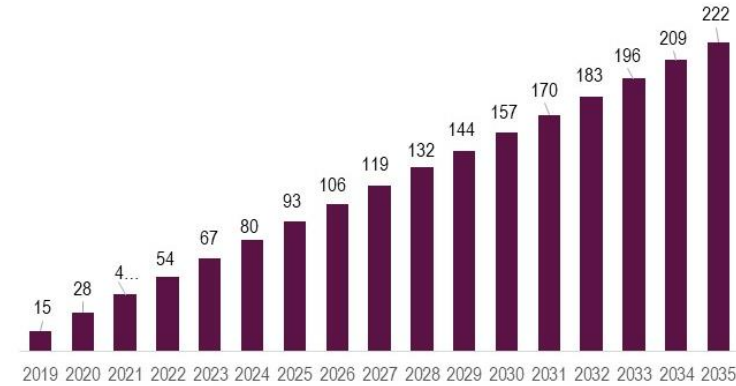
ככל שייצור החשמל יתבסס יותר על מקורות מתחדשים כדוגמת רוח או שמש, כך צפוי לגדול הביקוש לאגירת אנרגיה עבור משק החשמל, וזאת בשל היותם של מקורות אלו יציבים פחות ביחס לאספקת חשמל ממקורות אחרים.

תחזית זו מתבססת, בין היתר, מהעלות הפוחתת של מערכות אגירת אנרגיה, העלייה הצפויה בכמות האנרגיה המתחדשת, בדגש על אנרגיה סולרית ואנרגיית רוח אשר עתידים לצמוח ולהוות כשליש מכושר ייצור האנרגיה העולמי, וכן מליברליזציה של שווקי החשמל ברחבי העולם, אשר עתידים לייצור הפיכה בשוק אגירת האנרגיה ב-15 שנים הבאות.

על פי חברת המחקר האמריקאית LUX, גודל שוק מערכות אגירת האנרגיה (לרשת חשמל) העולמי, עמד בשנת 2020 על כ-9.1 מיליארד דולר, כאשר הסך העולמי של התקנות המערכות עמד על כ-15.2 שעות ג'יגה-וואט בפריסות שנתיות, בעוד שעד לשנת 2035. נתונים אלו צפויים לעלות באופן חד עד לכדי כ-111 מיליארד דולר ולכדי כ-222 ג'יגה-וואט; משקף קצב צמיחה שנתי צפוי (CAGR) של 17% בין השנים 2020-2035.

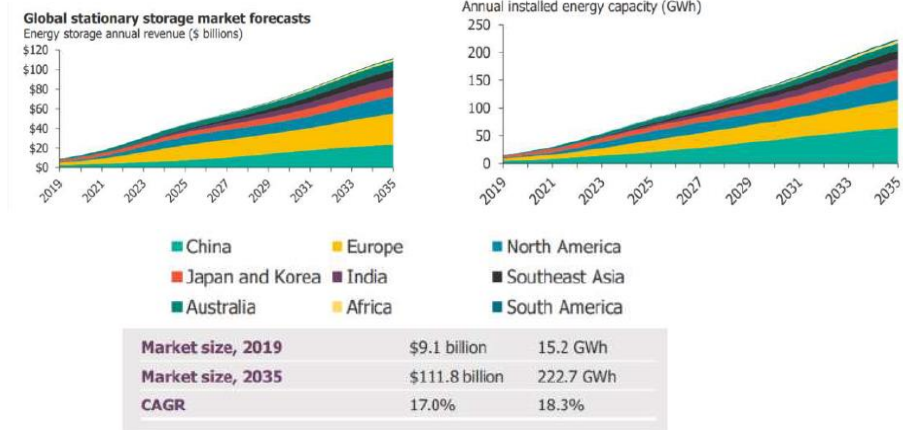
אגירת אנרגיה – היקף תפוקה שנתי (GW/H)

להלן תחזית עליית מחיר האנרגיה בעשורים הבאים בלוס אנג'לס, המשקפים את התפתחות המחירים הצפויה בדרום קליפורניה, אזור הפעילות העיקרי של החברה בשנים הקרובות (דולר, נומינלי):



התרשימים הבאים מציגים את העלייה הצפויה בגודל שוק מערכות אגירת האנרגיה (לרשת חשמל) העולמי, הן בהכנסות והן בג'יגה-וואט, בחלוקה לפי מדינות:

מהאיור שלמעלה ניתן לראות כי התעריפים החזויים לצרכני חשמל צפויים לעלות בשיעור שנתי ממוצע (CAGR) של 4.8% עד 8.4% בתלות בתרחישים ואילו ה-CAGR ב-2022-2045 נע בין 3.3% ל-5.6%. התרחישים השונים מניחים הנחות לגבי תשתיות, מבנה עלויות, שרשרת אספקה וכו'.



צריכת מיזוג אוויר בעולם

כאמור, מערכת האגירה של החברה הינה מערכת לאגירת אנרגיה תרמית של קור באמצעות קרח, המאפשרת הסטת ביקושים מבוססי מיזוג אוויר משעות שיא הביקוש לשעות השפל, ובכך לתרום לאיזון רשת החשמל בדרך "נקייה", בטוחה ויעילה. עפ"י דוח סוכנות האנרגיה העולמית של ה-OECD, דרישות אנרגיה למיזוג אוויר צפויות לגדול פי 3 בשלושת העשורים הבאים.

השוק המקומי

בדומה למגמה בעולם כולו, גם בישראל גדל הצורך באגירת אנרגיה במשק החשמל, אם כי במידה פחותה בגלל קצב איטי יותר במעבר לאנרגיות מתחדשות בהשוואה לעולם המערבי. משרד האנרגיה קידם בשנים האחרונות יעדים לפיתוח משק אנרגיה נקי ובר קיימא, ובמסגרת זאת, המשרד פועל לקידום תחום האנרגיות המתחדשות, לרבות תחום אגירת אנרגיה.

ביום ה-25.10.2020 אישרה ממשלת ישראל הצעה שעתידה לשנות את תמהיל הדלקים לייצור חשמל בישראל ולייצור את המתווה בייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות בשיעור של 30% מסך צריכת החשמל בשנת 2030. מהלך זה צפוי לחסוך למשק עד 8 מיליארד ש"ח בשנה, כאשר העלות למשק צפויה לעמוד על כ-2-3% מתעריף החשמל.

התוכנית תביא בעתיד להחלה של עלויות האנרגיה, כל זאת תוך קידום משק אנרגיה אמין, יעיל ומבוסס אנרגיה מקיימת ונקייה. עוד הוחלט כי שר האנרגיה יבחן עד סוף שנת 2024 את עדכון היעדים לשנת 2030, וכן נקבע יעד ביניים שיעמוד על 20% ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות עד לסוף שנת 2025.

בשולי הדברים יצוין כי החברה סבורה ששוק אגירת האנרגיה מאחורי המונה (בצד הצרכן) בישראל אינו אטרקטיבי בהשוואה לשווקים אחרים בעולם ואינו מהווה את שוק היעד שלה, והחברה מתמקדת בשווקי היעד שלה בדגש על קליפורניה, ארה"ב.

למרות האמור לעיל, הרשויות האמונות על שוק האנרגיה בישראל טרם אימצו מדיניות המעודדת אגירת אנרגיה מאחורי המונה (בצד הצרכן), כפי שקיים למשל בקליפורניה. בישראל מבנה תעריפי החשמל אינו מאפשר חסכון משמעותי מהסטת ביקושים, אין תמריצים ואין תוכניות ניהול ביקושים ארוכות טווח. כתוצאה מכל אלה תנאי השוק הנוכחיים בישראל אינם אטרקטיביים בהשוואה לשווקים אחרים בעולם ולכן בשלב זה השוק בהישראלי אינו מהווה שוק יעד של נוסטרומו אנרגיה, אשר החליטה ששוק היעד שלה בטווח הקרוב יהיה בארה"ב, בדגש על מדינת קליפורניה.

◀ **חשיפה לשינויים בשערי ריבית.** כחלק מתמחור מערכת האגירה של החברה, החלה החברה לאמץ את מודל ההשתתפות בחיסכון. שילוב מודל עסקי זה עשוי לדרוש מהחברה הישענות על גיוסי חוב ואשראי בנקאי, כאשר השימוש במודל עלול להיות מושפע מהשינויים בשער הריבית, תוך השפעה על רווחיות החברה.

◀ **שינויים במחיר החשמל.** סך החיסכון הכספי אשר מערכת האגירה של החברה מאפשרת ללקוחותיה תלוי בפער בעלויות החשמל במשך היממה. היעדר פער מספיק בשווקים מסויימים (לדוגמא ישראל) או צמצום הפער הזה היכן שקיים (למשל, בקליפורניה) עלולים לפגוע ביכולת החברה לשווק את המערכת.

◀ **רגולציה תומכת אגירת אנרגיה.** שיווק מוצרי החברה בישראל ובעולם נעזר ברגולציה תומכת הכוללת תמריצים להתקנת אגירת אנרגיה ו/או הסטת ביקושים לחשמל משעות צריכת שיא לשעות שפל או עודפי ייצור ממקורות מתחדשים. שינויים בסביבה הרגולטורית וביטול תוכניות תמריצים ו/או מענקים להתקנת אגירת אנרגיה עלולים לפגוע במכירות הקיימות של החברה ובפיתוח מוצרי החברה העתידיים, ככל שיפותחו, וכן לגרום לחברה להוצאות משמעותיות.


הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים וגורמי סיכון מוגדרים, תוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה. נקודת המוצא לתחזיותינו הינה הדוח הכספי המסוקר למחצית הראשונה של שנת 2023. על פי נתוני החברה שהוצגו בפנינו, עולה כי גורמי הסיכון ואי הוודאות המרכזיים בפעילותה הינם:

◀ **מימון ומקורות הון.** שיווק והתקנת מערכות במודל השירות (Energy Storage as a Service) דורש מקורות מימון חיצוניים לטווח ארוך לשם צמיחה משמעותית. לדברי החברה היא אינה מתכננת לממן מערכות בהון עצמי, למעט בודדות ולצורך חדירה ראשונית לשווקים. היעדר אמצעי מימון מספקים עלול להאט את צמיחת החברה. בנוסף, החברה אינה צפויה להגיע לרווחיות בעתיד הקרוב ותיזקק בעתיד לגיוסי הון נוספים כדי לממן פעילות שוטפת עד שתעבור לרווחיות.

◀ **קניין רוחני.** החברה קיבלה אישור לרישום הפטנט הראשון שלה בארה"ב, אולם שאר בקשות הפטנטים של החברה טרם אושרו והן נמצאות בשלבים שונים של תהליך הבחינה. אי קבלת בקשות אלה, כולן או מקצתן, עלול להשפיע לרעה על יכולת החברה למנוע העתקת המוצרים שלה ע"י מתחרים או גיוסי הון עתידיים.

פרק 3

נתונים כספיים היסטוריים

לאור ייעוץ והשקעות בע"מ  רחוב הביטחון 6, פתח-תקוה, איזור תעשייה מטלון

 03-7734022  054-4760991  david@laor-consulting.com  www.laorc.co.il

רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד לשנים 2021-2022, למחצית הראשונה של שנת 2023 וטיוטא לשנת 2023 (גיליון אלקטרוני) (אלפי ש"ח):

מטבע: אלפי ₪	FY23A	6mFY23A	FY22A	FY21A	FY20A
הוצ' מו"פ, נטו	9,317	5,388	10,483	9,054	6,754
הוצ' שיווק ומכירה	6,797	3,697	7,018	1,731	286
הוצ' הנה"כ	7,236	3,840	8,839	6,575	6,528
ירידת ערך מערכת אגירה	-	-	1,129	-	-
הוצ' הפחתת מערכות המותקנות אצל לקוחות	-	-	-	-	-
הפסד תפעולי	23,350	12,925	27,469	17,360	13,568
הוצ' רישום למסחר בגין רכישה במהופך*	-	-	-	61,393	-
הוצ' (הכנסות) מימון, נטו	(539)	(1,092)	(2,531)	750	11,080
התאמות מתרגום דוחות כספיים של פעילות חוץ	-108	(57)	(313)	3	-
הפסד נקי	22,919	11,890	25,251	79,500	24,648

* הוצאה חשבונאית בלבד שנרשמה במסגרת ההסכם שנערך ביום 27 בדצמבר 2020, לרכישת ניירות ערך של חברת נוסטרומו בע"מ.


בדו"ח המסוקר ליום ה-30.6.23 מפנה רו"ח המבקר את תשומת הלב לכך ש"החברה הינה בשלבי מחקר ופיתוח, טרם הפיקה הכנסות מפעילותה והינה בעלת הפסדים מתמשכים ... הגורמים המתוארים לעיל מעוררים ספקות משמעותיים בדבר המשך קיומה של החברה כעסק חי..."

מאזן

להלן מאזני החברה המבוקרים ליום ה-31 בדצמבר לשנים 2021-2022 מאזן מסוקר ליום ה-30 ביוני, 2023 וטיוטת מאזן (גיליון אלקטרוני) ליום ה-31 בדצמבר, 2023 (אלפי ש"ח):

מטבע: אלפי ₪	31.12.23	30.6.23	31.12.22	31.12.21
מזומנים ושווי מזומנים	7,354	19,241	36,848	47,594
פקדונות מוגבלים בשימוש	13	69	119	13
חייבים ויתרות חובה	605	861	1,445	8,216
סך נכסים שוטפים	7,972	20,171	38,412	55,823
נכסים בגין זכות שימוש	1,261	1,339	1,497	1,879
רכוש קבוע, נטו	20,557	18,828	10,581	3,802
סך נכסים לא שוטפים	21,818	20,167	12,078	5,681
סה"כ נכסים	29,790	40,338	50,490	61,504
ספקים ונותני שירותים	1,650	2,103	2,004	656
זכאים ויתרות זכות	2,090	2,051	2,089	1,974
חלויות שוטפות בגין מענקים ממשלתיים	-	-	-	91
חלויות שוטפות בגין תמלוגים לשלם	-	-	-	24
חלויות שוטפות בגין חכירה	348	283	272	320
סך התחייבויות שוטפות	4,088	4,437	4,365	3,065
התח' בגין חכירה בניכוי חלויות שוטפות	1,048	1,169	1,313	1,585
התחייבויות בגין מענקים ממשלתיים	-	2,833	2,439	1,834
התחייבויות בגין תמלוגים לשלם	5,263	1,630	1,487	1,145
התחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו	7	6	8	7
סך התחייבויות לא שוטפות	6,318	5,638	5,247	4,571
הון עצמי	19,384	30,263	40,878	53,868
סה"כ התחייבויות והון עצמי	29,790	40,338	50,490	61,504

פרק 4 מתודולוגיה

לאור ייעוץ והשקעות בע"מ  רחוב הביטחון 6, פתח-תקוה, איזור תעשייה מטלון

 03-7734022  054-4760991  david@laor-consulting.com  www.laorc.co.il

שיטות הערכה מקובלות

קיימות מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי של עסקים וחברות:

- ◀ שיטת השווי הנכסי (NAV);
- ◀ שיטת ההשוואה לעסקאות דומות;
- ◀ שיטת המכפיל; וכך
- ◀ שיטת הויון זרמי המזומנים (DCF Method).

שיטת השווי הנכסי (NAV)

שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV-NetAssetValue), מבוססת על שווי נכסי העסק ובניכוי התחייבויותיו כפי שהם משתקפים במאזן, התחייבויות נוספות שעל העסק לשאת בגין פעילותו, תשלום המס שצפוי להיות מוטל על העסק והוצאות המטה הנדרשות לתפעולו. הערכת השווי תיעשה לעתים תוך ביצוע התאמות ותיקונים בניסיון לאמוד את שווי השוק ההוגן של הנכסים וההתחייבויות.

שיטת ההשוואה (Market Approach)

גישה זו מתבססת על ההנחה ששווי החברה בר השוואה לשווי השוק של חברות נסחרות דומות, או לחילופין, בר השוואה לשווי החברה הנגזר מעסקאות שנעשו בעבר הלא רחוק, בין מוכר מרצון לבין קונה מרצון.

העיקרון המנחה גישה זו הינו שהכפלת נתון כלכלי חזוי הקשור במישרין או בעקיפין לרווחיותה העתידית של החברה ביחס, שהינו המכפיל שלפיו חברות ציבוריות דומות נסחרות או שלפיו חברות פרטיות דומות גייסו הון, מעניק סדר גודל לגבי שווייה של החברה המוערכת. קיימות שתי שיטות נפוצות להערכת שווי תחת גישה זו:

- ◀ **Guideline Public Company Method** – השוואה בין החברה הציבורית לפרטית, בהתאם למדדים כגון מכפיל רווח, לצורך הערכת שווי החברה, תוך ביצוע התאמות נוספות הנובעות מאי סחירות, והבדלים אחרים בין החברות.
- ◀ **Guideline Transaction Method** – לפי שיטה זו מעריך השווי משתמש בשווי החברה המוערכת כפי שנקבע בעסקאות הוניות שנעשו בעבר, בין החברה לבין משקיעים או בין המשקיעים עצמם, ובתנאי שהמשקיעים אינם צדדים קשורים לחברה או האחד לשני, בהתאמה.

המגבלה העיקרית של גישת ההשוואה הינה שבמקרים מעטים ניתן למצוא שתי חברות שהן זהות, דהיינו, ברות השוואה מכל בחינה, וכך היעדרותן של עסקאות במניות החברה המוערכת במועדים הסמוכים למועד בערכת השווי.

שיטת המכפיל

שיטת ההשוואה לחברות דומות (שיטת המכפיל) מתבססת על מחירי מניות של חברות ציבוריות בענף של העסק נשוא ההערכה. בשיטת המכפיל מוערך העסק על בסיס היחס הממוצע בענף בו הוא פועל בין נתון המבוסס על שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת 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. בנוסף, התבססות על עסקאות שמועד ביצוען היה סמוך למועד הערכת השווי, מבטיחה כי השווי שמתקבל בשיטה זו יסתמך על מציאות כלכלית וסביבה עסקית דוחות, המשתקפות נאמנה דרך מחיר השוק. **חסרונות העיקרי** של שיטה זו הינו הקושי הקיים, בדרך כלל, באיתור עסקאות דומות, מהן ניתן לגזור את שווי העסק המוערך.

שיטת היוון זרמי המזומנים (Discounted Cash Flow Method)

שיטת היוון זרמי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתו של העסק להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי העסק באמצעות היוון זרמי המזומנים, אשר צפוי כי יפיק בעתיד. זרמי המזומנים העתידיים מהוונים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה. שיטת היוון זרמי המזומנים הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר.

יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לעסק הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בעסק נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית. **חסרונותיה** של השיטה טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלוונטיות, ולקבוע את מחיר ההון המתאים.

שיטת הערכה שנבחרה

לשם הערכת שווי פעילות החברה בשיטת היוון זרמי המזומנים, נחזה והוון תזרים המזומנים החופשי של החברה לתקופת התחזית, וכך הוון שווי החברה לתום תקופת התחזית. כיוון שהונח כי החברה הינה "עסק חי", וכי תמשיך להתקיים גם לאחר תום תקופת התחזית, נקבע, בהתאם, שווי החברה בתום תקופת התחזית כערך הנוכחי של תזרים המזומנים החופשי לאינסוף, על בסיס תזרים מייצג לתקופה, ותוך הנחה כי התזרים המייצג יצמח נומינלית בשיעור שייקבע. מחיר ההון לפיו הוון תזרים המזומנים החופשי, המבטא את הסיכון העסקי הכרוך בפעילות החברה.

לצורך הערכת שווי מחיר מנית החברה, ולאור רצונה של החברה להקצות מניות למשקיעים במחיר הוגן ולהציע לבעלי מניות החברה למכור את מניותיהם לאותם משקיעים באותו מחיר הוגן, נבחרה שיטת היוון זרמי המזומנים.

שלבי הערכת שווי נוסטרומו

שלבי הערכת שווי נוסטרומו בשיטת היוון זרמי המזומנים, הם:

- ◀ ניתוח תחום הפעילות של החברה;
- ◀ חיזוי ההכנסות בהסתמך על הערכות ההנהלה;
- ◀ ניתוח מבנה ההוצאות, וחיזוי ההוצאות הנדרשות להשגת ההכנסות שנחזו;
- ◀ חיזוי ההשקעות הנדרשות בתקופת התחזית;
- ◀ בניית תחזית פיננסית, כולל רווח והפסד ותחזית תזים מזומנים.

חישוב השווי הכלכלי של פעילות החברה על-ידי היוון תזרים המזומנים התפעולי ותזרים ההשקעות (להלן ביחד: "תזרים המזומנים החופשי – Free Cash Flow"), כולל שווי הפעילות בתום תקופת התחזית, תוך שימוש במחיר הון משוקלל המותאם לסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפעילותה.

שיעור התשואה על החוב – מחיר החוב שנקלח עבור נוסטרומו הינו בהתאם לציטוט ריבית דולרית שקיבלה החברה, תוך התאמתו לזמן הארוך.*

מבנה ההון – המינוף (D/E) הממוצע הוערך בכ-65% בהתאם להערכת הנהלת החברה לצורך מימון פעילותה השוטפת בעתיד.

שיעור התשואה על ההון העצמי - נקבע בהתאם למודל ה-CAPM (Capital Asset Pricing Model). על-פי מודל זה, שיעור התשואה על ההון העצמי נגזר מריבית חסרת סיכון ליום הרכישה בתוספת פרמיית סיכון שוק המוכפלת ברמת הסיכון של החברה ביחס לסטיית התקן של תיק השוק (β).

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

כאשר:

ריבית חסרת הסיכון (R_f) - נקבעה על בסיס תשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב לתקופה של 15 שנים.**

פרמיית הסיכון של השוק ($R_m - R_f$) – פרמיית הסיכון הממוצעת של השוק נקבעה בהתאם לשוק העיקרי של החברה (ארה"ב).**

לצורך הערכת שווי הנכסים בגישת ההכנסות יש להוון את תזרימי המזומנים השנתיים מהנכס לערכם הנוכחי בשיעור היוון המשקף את ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים העסקיים הכרוכים בפעילות החברה.

שיעור ההיוון מחושב לפי מודל ה-WACC, Weighted Average Cost of Capital, שהינו ממוצע משוקלל של עלות ההון הזר והתשואה על הון בעלי המניות, כמפורט להלן:

$$WACC = K_d * (d\%) + K_e * (e\%)$$

כאשר:

$$K_d = \text{שיעור התשואה על החוב};$$

$$d\% = \text{שיעור החוב מסך הנכסים};$$

$$K_e = \text{שיעור התשואה על ההון העצמי};$$

$$e\% = \text{שיעור ההון העצמי מסך הנכסים};$$

* מקור: בלומברג

** מקור: FED.

*** מקור: Damodaran online, Stern Business School.

פרמיה סיכון ספציפית. נוספה פרמיה בשיעור של 14% המשקפת להערכתנו המקצועית את הסיכון הגלום בגיוס מקורות מימון הנדרשים להמשך פעילותה השוטפת, תלות במוצר יחיד, אפשרות להערכת חסר של עלויות ההתקנה אצל הלקוחות השונים ויכולת החדירה לשוק האמריקאי.

בהתאם לפרמטרים אלה, מחיר ההון שנקבע לנוסטרומו הינו כמפורט בטבלה הבאה:

פרמטר	
4.04%	שיעור ריבית חסרת סיכון (Rf)
5.0%	פרמיית השוק (Rm-Rf)
1.34	ביטא ממונפת (β)
10.73%	פרמיה גודל (SFP)
14.0%	פרמיית ספציפית
35.5%	מחיר ההון (Re)
60.6%	משקל ההון העצמי
9.9%	מחיר החוב (Kd)
23%	שיעור המס
7.6%	מחיר החוב המייצג, נטו ממס
39.4%	משקל החוב
24.5%	מחיר הון משוקלל (מעוגל)


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

לצורך ההערכה התבססנו על הביטא הממוצעת של חברות השוואה, כמפורט:

שם חברה	פעילות	בטא
אוגונינד אנרגיה טק אחסון בע"מ	אגירת אנרגיה ע"י אוויר דחוס.	1.15
סטורג' דרופ טכנולוגיות אחסון בע"מ	אגירת אנרגיה לייצור חשמל, חום וקור	0.82
זוז פאוור בע"מ	פיתוח, ייצור ומכירת מערכות אגירת אנרגיה קינטית	1.05
נוסטרומו אנרגיה לימיטד	אגירת וניהול ביקושי אנרגיה	0.83
ברנמילר אנרג'י בע"מ (BNRG)	פתרונות אחסון אנרגיה תרמית	0.62
ממוצע		0.89
חציון		0.83

פרמיית סיכון לחברות קטנות (SFP) – למחיר ההון העצמי נוספה פרמיה המשקפת את עודף הסיכון בהשקעות בחברות קטנות. פרמיה זו נובעת מכך שהשקעה בחברות קטנות נושאת סיכון רב יותר מאשר השקעה בחברות גדולות ומבוססות, ולפיכך משקיעים מצפים לתשואה גבוהה יותר כאשר הם משקיעים בחברות קטנות. פרמיה זו חושבה על בסיס הבדלים היסטוריים בתשואות בין חברות קטנות לחברות גדולות בשוק האמריקאי. בהתאם לנתון זה ושיקול דעת המעריכים, נלקחה פרמיית סיכון של כ-10.73%*

פרק 5 הערכת שווי חברה

לאור ייעוץ והשקעות בע"מ  רחוב הביטחון 6, פתח-תקוה, איזור תעשייה מטלון

 03-7734022  054-4760991  david@laor-consulting.com  www.laorc.co.il

כללי

להלן תחזית דוח רווח והפסד משנת 2024 ולשנה המייצגת (מיליוני דולר)*:

מטבע: מיליוני דולר	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	מייצגת
הכנסות	7.3	8.4	12.1	14.8	30.9	49.4	73.6	103.8	146.2	153.5	159.7
עלות מכר	6.4	7.0	8.3	9.7	22.7	35.0	50.5	68.7	93.4	93.0	96.7
רווח גולמי	0.9	1.4	3.8	5.1	8.2	14.4	23.1	35.2	52.8	60.5	62.9
הוצ' מו"פ	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.5	5.2	5.2	7.3	7.7	8.0
הוצ' מכירה ושיווק	1.9	1.9	1.9	2.1	4.3	4.9	7.4	10.4	14.6	15.4	16.0
הוצ' הנהו"כ	2.3	2.8	3.3	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.8
EBITDA	(6.2)	(6.3)	(4.4)	(3.7)	(3.1)	1.6	5.9	14.6	25.5	31.9	33.2
פחת והפחתות	0.2	0.2	0.6	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
רווח תפעולי	(6.4)	(6.5)	(5.0)	(4.7)	(4.2)	0.5	4.8	13.5	24.4	30.8	32.0
מיסים	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.9	7.4
רווח תפעולי לאחר מס	(6.2)	(6.3)	(4.4)	(3.7)	(3.1)	1.6	5.9	14.6	25.5	25.0	25.8
KPI's											
שעור צמיחה	NR	14.6%	45.3%	21.9%	108.7%	59.8%	49.0%	41.1%	40.8%	5.0%	4.0%
מרווח גולמי	12.9%	16.7%	31.4%	34.7%	26.7%	29.1%	31.4%	33.9%	36.1%	39.4%	39.4%
מרווח EBITDA	-85.5%	-75.1%	-35.9%	-24.7%	-10.1%	3.2%	8.0%	14.0%	17.5%	20.8%	20.8%
מרווח תפעולי	-88.3%	-77.7%	-41.1%	-31.6%	-13.4%	1.0%	6.6%	13.0%	16.7%	20.0%	20.1%

* כאמור לעיל, המימון של ה-DOE לא נלקח בחשבון כי לדעת החברה היא צריכה בשביל זה גיוס משמעותי שאינו ריאלי בתנאי השוק הקיימים, ובהיעדר מימון חיצוני בתנאים נוחים (כפי שמציע ה-DOE) גם כמות המערכות שהחברה צופה שתוכל להקים (כפי שמשתקף בתחזית זו) תהיה נמוכה בהתאם, לעומת תחזית אחרת שהיתה אפשרית בהינתן מימון כאמור.

אומדן תזרימי המזומנים שנערך לתקופה שבין שנת 2024 לשנת 2033, מבוסס, בין השאר, על נתונים בפועל של החברה בשנים עברו, מחקר שוק, תוך התחשבות בצמיחת שוק האנרגיה בארה"ב.

להערכתנו המקצועית תקופת תחזית של 5 שנים כמקובל לא תשקף נאמנה את פעילותה השוטפת העתידית של החברה, בין היתר, בשל השלב ההתפתחותי בו היא נמצאת – שלב הפיתוח הסתיים אך אין עדיין מכירות והיא רושמת הפסד תפעולי, שלב חדירת המערכת לשוק האמריקאי לוקח זמן רב שכן מדובר במערכות שאמורות לעבוד במשך 20 עד 25 שנה ולקוחות רוצים להיות בטוחים שהיא אכן עובדת כמצופה, משך מחזור העסקים בתחום וכו'.

על מנת להעריך את שווי החברה קיבלנו מהנהלה מודל פיננסי המפרט את תחזית תזרימי המזומנים של החברה ל-10 השנים הבאות, מעודכן ליום 1 בנובמבר 2023.

הכנסות

החברה מתעתדת ליישם ארבעה מודלים עיקריים של הכנסות:

- ◀ "הסכם שירותי בבעלות החברה" (ESaaS owned by Nostromo). התקנת מערכת האגירה אצל צד ג', כאשר המערכת בבעלות ובמימון החברה, וקבלת תמורה כדמי שירות מבוססים על החיסכון שיווצר אצל הלקוח בצריכת החשמל והכנסות מרשת החשמל ממתן שירותי ניהול ביקושים. מדובר בהסכמים ל-20 שנה עם אופציה ל-5 שנים נוספות.
- ◀ "הסכם שירותי בבעלות חברת-פרויקטים" (ESaaS owned by 3rd ProjectCo). מכירת מערכת האגירה לצד ג' (כולל לחברת הפרויקטים שנוסטרומו עתידה להקים, ככל הנראה בעוד 4-5 שנים), כאשר צד ג' שהינו חברה פיננסית לכל דבר ועניין הוא זה שיקנה את המערכת וימכור את האנרגיה ויהא שותף בחיסכון בצריכת החשמל של הלקוח. במקרה זה נוסטרומו מקבלת תשלום חד-פעמי בגין מכירת המערכת לצד חלק מהתמורה מהחיסכון הרציונל ביישום מודל זה טמון במבנה שוק הקמעונאות בארה"ב (שהינו מפותח בהרבה בהשוואה לשוק המקומי) בו יצרן אנרגיה, במקרה דנן, גם נוסטרומו שכן הורדת ביקוש הינו שווה ערך לייצור אנרגיה, מתוגמל בגין מכירת אנרגיה (קיימת מערכת Bidding) ובגין קיבולת (Capacity) שמשמעותה ייצור אנרגיה שתהא זמינה במידת הצורך.

- החברה קיבלה לאחרונה אישור עקרוני מה-CPUC (רגולטור החשמל בקליפורניה) למכירת Capacity לספקי החשמל במדינה. בסיכומו של דבר: המודל מאפשר לנוסטרומו קבלת תקבול משני מקורות: האחד: בגין חלק מהחיסכון באנרגיה שנוצר ללקוח; והשני הכנסה מרשת החשמל בגין Capacity (קיבולת) בהתאם לתעריף המקובל ואנרגיה במנגנון Bidding; הכנסה שמתחלקת בין הקונה או המחכיר למוכר.
- ◀ **מכירה Turn Key**. מכירת מערכת האגירה ללקוח-קצה (בעלים של בניין) על כל מרכיביה. במודל זה החברה נעזרת בקבלני משנה בביצוע ההתקנה, והיא זו שעושה את הניתוח, תכנון הנדסי ההטמעה וכו'. במודל זה מעבר למכירה נוסטרומו נהנית מתשלום בגין מתן שירות ודמי ניהול.
- ◀ **מכירה Equipment system**. מכירת מערכת הבקרה ותאי האגירה (IceBrik) בלבד ללקוחות בעלי ידע וניסיון התחום מערכות הקירור שיש בידיהם היכולת הטכנית להרכיב את המערכת או חברות הנדסה שיתקינו אצל לקוחות קצה במודל Turn-key. מודל זה מייתר את הצורך בהעסקת קבלני משנה שעלותם מוערכת ב-40% עד 60% מעלות ההתקנה ומאפשרת לחברה להתמקד בפיתוח הידע שלה – מערכת הבקרה ותאי האגירה. לשם המחשה במערכת של 2,222 קילוואט-שעה ישנם כ-315 תאי אגירה. יודגש כי הגוף שיתפעל את הבקרה גם במודל זה יהא נוסטרומו.

באמצעות ניתוח חשבונות החשמל, הונח מטעמי שמרנות כי תהא עקומת למידה בארבע השנים הראשונות של תקופת התחזית במהלכן נוסטרומו תנתח את התנהגות הלקוח, לרבות מעקב אחר שעות שיא צריכת החשמל שלו וכו' במטרה שפריקת האנרגיה של מערכת האגירה תהא בהתאמה לשעות השיא בפועל.

- גודל ממוצע של מערכת האגירה. ר' הסבר לעיל, תוך התחשבות בשתי מערכות בהם משתמשים באתרי הלקוח: צ'ילרים מבוססי מים וצ'ילרים מבוססי אויר שלכל אחד מהם יש חיסכון שונה ונתח השוק שלהם בקליפורניה (מרבית קליפורניה בנוייה עם צ'ילרים מבוססי מים).
- ממוצע תעריפים מקובל. נלקח על בסיס ממוצע תעריפים בין שלושת חברות החשמל הגדולות בקליפורניה.
- ◀ גידול במחירי האנרגיה בארה"ב. כאמור, על פי מחקר שנערך בארה"ב (להרחבה ר' ע"מ 14) מחירי האנרגיה צפויים לעלות מדי שנה בלפחות ב-4% בעשורים הבאים.
- ◀ צמיחה של שוק מערכות אגירת האנרגיה העולמי. על פי חברת המחקר האמריקאית LUX, צפוי שוק מערכות אגירת האנרגיה (לרשת חשמל) העולמי לצמוח בין השנים 2020-20235 בקצב צמיחה שנתי (CAGR) של 17%. (להרחבה ר' פרק "סביבה עסקית").

להלן התפתחות "החכרת" ומכירת מערכת האגירה לאורך תקופת התחזית (מס' יחידות):

	FY33F	FY32F	FY31F	FY30F	FY29F	FY28F	FY27F	FY26F	FY25F	FY24F	מטבע: \$'000
ESaas owned by Nostromo	0	0	0	0	0	0	3	3	0	0	
מצטבר	6	6	6	6	6	6	6	3	0	0	
ESaas owned by 3rd Project	25	25	20	15	10	5	0	0	0	0	
מצטבר	100	75	50	30	15	5	0	0	0	0	
Turnkey Systems	7	8	4	2	2	2	2	2	2	2	
מצטבר	29	22	14	10	8	6	8	6	4	2	
Equipment Systems	35	30	20	15	8	7	6	4	2	1	
מצטבר	114	79	49	29	14	6	13	7	3	1	
סה"כ יחידות בשנה	67	63	44	32	20	14	11	9	4	3	
סה"כ יחידות במצטבר	267	200	137	93	61	41	27	16	7	3	

בכפוף ליישום מודלים אלו הונח כי ההכנסות תצמחנה לאורך שנות התחזית בשל הגורמים והנחות העבודה העיקריים הבאים:

- ◀ גודל ממוצע מערכת אגירה (Average System Size). הונח גודל מערכת ממוצע של 2,222 קילוואט-שעה שמבוסס על ממוצע שלושה גדלים סטנדרטים שהחברה צופה להתקין באיזורים גיאוגרפים שונים בקליפורניה, תוך התחשבות במקדם המרה (ניצולת המערכת) של 0.7 שנקבע על בסיס נתונים הנדסיים.
- ◀ חיסכון כולל של המערכת ללקוח (KW). החיסכון הכולל של המערכת ללקוח מורכב משלושה פרמטרים עיקריים:
 - עקומת למידה. תיאורטית המערכת חוסכת 100% מהאנרגיה שצורך הלקוח כבר מ-Day1. למרות שיש ביכולת החברה לדעת מראש, טרם ההתקנה, מהי התנהגות האנרגטית של הלקוח

הוצאות מחקר ופיתוח

הוצ' המו"פ כוללות בעיקר שכ"ע ונלוות, תשלום מבוסס מניות, הוצאות בגין חומרים, שירותים מקצועיים, קבלני משנה ועוד. הוצאות המו"פ הסתכמו בשנת 2022 בכ-10.5 מיליון ש"ח ואילו בשנת 2023 בכ-9.4 מיליון ש"ח. הונח כי בשנת 2024 יסתכמו הוצאות המו"פ בכ-2.9 מיליון דולר והן ילכו ויגדלו עד לכ-8 מיליון דולר בשנה הטרמינלית; משקף שיעור הוצ' המו"פ מסך ההכנסות שמתכנס בהדרגה ל-5% מסך ההכנסות.

הוצאות שיווק ומכירות

החברה מתכננת לקדם את מכירת מוצריה על ידי השקעה בשיווק ומכירה לצורך חדירה לשוק האמריקאי, הרחבת נתח השוק ומספר הלקוחות וחיזוק מעמדה בשוק האנרגיה בארה"ב בשנים הבאות. הוצאות שיווק ומכירה כוללות, בין היתר, הוצאות שכ"ע ונלוות, תשלום מבוסס מניות, שיווק וכנסים, יועצים, קבלני משנה והוצ' אחרות. הונח כי בשנת 2024 יסתכמו הוצאות שיווק ומכירה בכ-1.9 מיליון דולר והן יעלו בהדרגה עד לכ-16 מיליון דולר בשנה הטרמינלית; משקף שיעור הוצ' המו"פ מסך ההכנסות שמתכנס בהדרגה ל-10%.

בהקשר זה יצויין כי החברה טרם החלה את שלב המכירות שלה כך שמטבע הדברים שיעורי הצמיחה שלה בתקופת התחזית יהיו גבוהים יותר (CAGR של כ-41%) עד להגעה לשלב ה-Steady State. החברה משקיעה וצפויה להשקיע משאבים משאבים כספיים וכ"א רבים בתקשורת שיווקית (Marcom) הכוללת, בין היתר, צעדי הסברה, השתתפות באירועים ופרסום. צעדים אלו צפויים להגדיל את המודעות לחשיבות מוצרי אגירת אנרגיה; כמו גם את חשיפת החברה ללקוחות פוטנציאליים ובסופו של דבר להגדיל את המכירות ולהרחיב את מספר הלקוחות.

החברה חתומה על על הסכם הפצה עם חברת EMCOR Service Mesa Energy בקליפורניה, NIDON Computer Corporation בהוואי וכן על הסכם שיתוף פעולה עם יצרנית הצילרים SMARTD. החברה צופה כי הסכמים אלו ואחרים ישאו פירות בשנים הקרובות.

עלות המכר ושיעור רווח גולמי

סעיף עלות המכר מורכב מהסעיפים הבאים: חומרים, שכ"ע, חרושת והוצאות אחרות. הונח כי שיעור הרווח הגולמי מסך המכירות יתכנס בהדרגה לכ-39% בטווח הארוך בשל יתרון לגודל; בדומה לשיעור הרווח הגולמי מסך ההכנסות של חברות השוואה שעומד על כ-37% (החברות שמוכרות).

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה והכלליות מורכבות מהוצאות שכר ונלוות, הוצאות משפטיות, ביטוחים, שכ"ד והוצאות אחרות. הוצאות הנה"כ בשנת 2022 ובשנת 2023 הסתכמו בכ-8 ו-3.8 מיליון ש"ח בהתאמה. הונח כי הוצאות הנה"כ בשנת 2024 יסתכמו בכ-2.3 מיליון דולר. בהמשך שנות התחזית הונח כי שיעור הוצ' הנה"כ מסך המכירות יתכנסו בהדרגה לכ-3.7% מסך המכירות.

מס

הונח שיעור מס של 23%, שיעור מס החברות בישראל הידוע למועד ההערכה, תוך התחשבות בהפסדים נצברים לצרכי מס בהיקף של כ-64 מיליוני ש"ח.

הון חוזר

ההשקעה בהון חוזר חושבה בהתבסס על מדיניות האשראי של החברה.

השקעות ברכוש קבוע ופחת

תחזית ההשקעות ברכוש קבוע והפחת נבנתה על סמך מדיניות ההנהלה באשר לתוכנית ההשקעה הרב-שנתית.

שיעור צמיחה פרמננטי

בהתאם למחקר שוק שפורט לעיל, הונח כי שיעור הצמיחה הפרמננטי יהיה 4%.

תחזית תזרים מזומנים ושווי חברה

לצורך חישוב שווי הפעילות, נגזר תזרים המזומנים התפעולי לפני הוצאות מימון ולאחר השקעות בהון חוזר וברכוש קבוע. תזרים המזומנים החופשי הוון במחיר הון לאחר מסים המשקף את הסיכון התפעולי של הפעילות שנאמד ב-24.8%. בנוסף הונח, כי תתקיים צמיחה נומינלית של 4% של תזרים המזומנים החופשי לאחר תקופת התחזית. **שווי פעילות נוסטרומו מסתכם בכ-7.9 מיליוני דולר; משקף כ-29.0 מיליוני ש"ח** (לפי שע"ח ממוצע של 30 יום שקדמו למועד הערכת השווי). לשווי הפעילות נוספו נכסים פיננסיים, נטו בסך כ-2.1 מיליון ש"ח, כך ש**שווי חברת נוסטרומו נאמד בכ-31.1 מיליוני ש"ח (8.4 מיליון דולר)**.

להלן תחזית תזרים מזומנים לתקופת התחזית (מיליוני דולר):

מטבע: מיליוני דולר	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	מייצגת
חוח תפעולי לאחר מס	(6.2)	(6.3)	(4.4)	(3.7)	(3.1)	1.6	5.9	14.6	25.5	25.0	25.8
בתוספת פחת והפתחות	0.2	0.2	0.6	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
בניכי השקעות	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(1.1)
שימים בהון חוזר	(3.8)	0.0	(0.6)	(0.5)	0.7	(1.4)	(1.7)	(2.0)	(2.7)	0.0	(0.4)
תזרים מזומנים להיוון	(10.1)	(6.3)	(4.6)	(3.4)	(1.7)	1.0	5.0	13.4	23.6	25.9	123.8
תקופה	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	9.50
תזרים מזומנים מהוון	(9.1)	(4.5)	(2.7)	(1.6)	(0.6)	0.3	1.2	2.6	3.7	3.2	15.4
שווי פעילות (\$ מ')	7.9										
שע"ח שקל/דולר ממוצע 30 יום	3.6868										
שווי פעילות (א' שח)	29.0										
נכסים פיננסיים, נטו	2.1										
שווי חברה	31.1										
מספר מניות	7,580,446										
מחיר למניה (אג')	410.4										

בטבלה הבאה מוצג ניתוח רגישות דו-פרמטרי של מחיר המניה ביחס למחיר ההון המשוקלל של החברה לפני מס ולשיעור הצמיחה הפרמננטי (אג'):

שיעור ההיוון					שיעור הצמיחה לטווח ארוך
25.5%	25.0%	24.5%	24.0%	23.5%	
236.0	284.4	336.0	391.1	450.0	2.0%
250.8	300.4	353.3	409.9	470.4	2.5%
266.3	317.1	371.5	429.6	491.8	3.0%
282.4	334.6	390.5	450.2	514.3	3.5%
299.3	352.9	410.4	471.9	537.9	4.0%
317.0	372.2	431.3	494.7	562.7	4.5%
335.5	392.4	453.3	518.7	588.9	5.0%

הערה: לאור התנודתיות של שע"ח שקל-דולר ובהתאמה לאופן מחיר מניית החברה, נלקח ממוצע שע"ח ל-30 הימים שקדמו למועד הערכת השווי.

להערכתנו, ועל בסיס חישובינו ובכפוף לסייגים שפורטו לעיל, מחיר מניית נוסטרומו נכון ליום ה-31 בדצמבר, 2023 נאמד בטווח שבין 389.9 ל-430.9 אג' למניה; ובממוצע כ-410.4 אג' למניה.

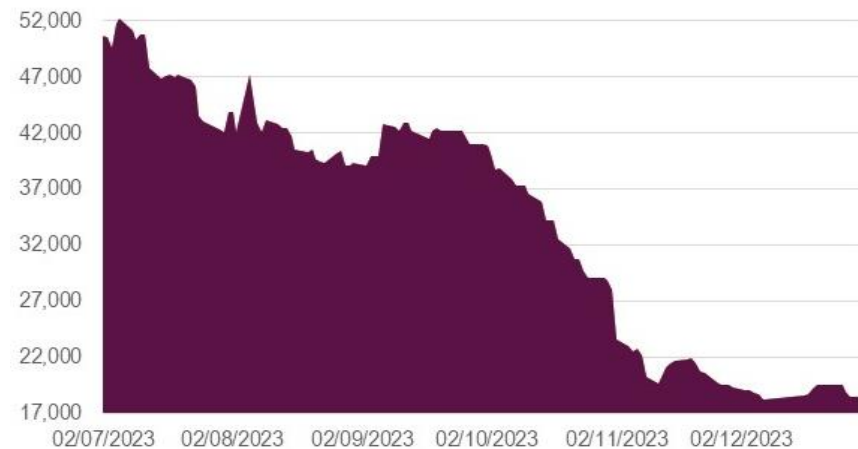
שווי השוק הממוצע של החברה ל-90 הימים שקדמו למועד הערכת השווי הוא כ-29.4 מיליוני ש"ח ול-30 הימים האחרונים שקדמו למועד הערכת השווי הוא כ-19.1 מיליוני ש"ח.

שווי השוק המינימלי ל-180 הימים שקדמו למועד הערכת השווי הוא כ-17.0 מיליוני ש"ח, השווי המירבי הוא כ-52.2 מיליוני ש"ח ואילו השווי הממוצע בתקופה זו הוא 37.3 מיליוני ש"ח.

עינינו הרואות כי שוויה של המניה "התרסק" בחצי השנה האחרונה. ב-2.7.23 נסחרה המניה בכ-50.7 מיליון ש"ח ואילו במועד הערכת השווי (31.12.23) נסחרה המניה סביב 18.4 מיליון ש"ח בלבד; ירידה של 64%. מאז תחילת מלחמת "חרבות הברזל" שהחלה ביום ה-7.10.23 נשחק שווי השוק של החברה ב-59% בו בשעה שמדד ת"א 100 עלה בתקופה זו בכ-1.5%. משמע, הירידה אינה נובעת מהסנטימנט בשוק אלא בירידה מציפיות המשקיעים ביחס למניה.

זאת ועוד, הסחירות במניית נוסטרומו מאופיינת בחודשים האחרונים בסחירות נמוכה (יחסית) של כ-26 אלפי ש"ח ליום; שמהווה פחות מ-0.1% משווי השוק של המניה בבורסה. בשבוע האחרון (התקופה שבין 21.12.23 ל-31.12.23) מחזור המסחר גדל פי 1.3 ואף הגיע ל-75 אלפי ש"ח ביום ה-21.12.23.

נכון למועד ההערכת השווי (31.12.23) נסחרה מניית נוסטרומו בבורסה לני"ע בת"א בשווי שוק של כ-18.4 מיליוני ש"ח. להלן התפתחות שווי המנייה בחצי השנה האחרונה (אלפי ש"ח):



להלן תמצית נתוני המסחר במניית נוסטרומו (אלפי ש"ח):

מס' ימים	מתאריך	עד תאריך	מחיר מנייה (אג)	שווי שוק (אש"ח)	מחזור מסחר (נח)	מספר עסקאות	סחירות יומית ממוצעת
31.12.23	==	==	243.2	18,436	35,393	27	0.19%
7	21.12.23	31.12.23	252.2	19,120	27,734	21	0.15%
30	20.11.23	31.12.23	252.3	19,122	25,003	22	0.13%
60	9.10.23	31.12.23	312.3	23,670	25,948	21	0.11%
90	23.8.23	31.12.23	387.2	29,351	28,074	21	0.10%
180	13.4.23	31.12.23	491.8	37,279	26,395	20	0.07%

* ר' תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל - 1970, תוספת שלישית, סעיף 3ה'.

בשולי הדברים נוסף ונאמר כי להערכתנו המקצועית, ובהמשך לקושי החברה לגייס מקורות מימון שיאפשרו לה להמשיך את פעילותה השוטפת, לסנטימנט השלילי שאפיין את שווקי ההון החל מאשתקד והעמיק על רקע תהליכים מאקרו-כלכליים בעולם, ובראשם עליית הריבית, נוספה בחודש האחרון עם תחילת מלחמת "חרבות ברזל" רמה גבוהה במיוחד של אי ודאות, בין היתר על רקע אי ודאות בנוגע למשך, היקף ואופי המלחמה. כל אלה עלולים להמשיך ולהקשות על החברה לגייס מקורות מימון חיצוניים לטווח ארוך לשם צמיחה משמעותית.

מסקנה: לאור הנאמר לעיל, הרי ששווי השוק של החברה ב-30 הימים שקדמו להערכת השווי מהווה להערכתנו המקצועית אינדיקציה ראויה לשווי הוגן. לפיכך, שוויה ההוגן של החברה בהתבסס על ניתוח שווי השוק שלה עומד על כ-19.1 מיליוני ש"ח. בשולי הדברים נוסף ונאמר כי שווי השוק של החברה ב-90 הימים שקדמו להערכת השווי מסתכם בכ-29.4 מיליוני ש"ח בהשוואה ל-31.1 מיליוני ש"ח בהערכת השווי.

מקובל לקבוע מחיר ממוצע ב-90 יום אחרונים כבסיס למחיר השוק בחברות עם סחירות נמוכה וסטיית תקן גבוהה. כמו כן, ידועות לנו הוראות תקנות ניירות ערך, לקבוע כבסיס את מחיר השוק הממוצע ל-180 יום שקדמו למועד הערכת השווי. במקרה נוסטרומו הסחירות היא נמוכה (יחסית) ולמרות סטיית התקן הגבוהה (60%) אנו ממליצים להשתמש בממוצע המחיר ל-30 יום זאת בעיקר בשל הסיבות הבאות:

◀ המשך מגמת ירידה בשווי נכסי החברה ובהתאמה בגובה ההון העצמי והמאזני, כמפורט:

מטבע: מ'ש	31.12.23	30.6.23	31.12.22	31.12.21
הון עצמי	18.1	30.3	40.9	53.9
סך מאזן	28.2	40.3	50.5	61.5

◀ מחיר המניה ירד בתקופה זו בחדות, כאשר מנגד רשם השוק עליה זניחה (כפי שהוסבר לעיל).

◀ כאמור, מחזור המסחר, במיוחד בשבוע האחרון עלה פי 1.3 מהממוצע של 180 הימים שקדמו למועד הערכת השווי


בדיקת סבירות אל מול שווי נכסי

להבנתנו מהנהלת החברה, אין כוונת נכון למועד כתיבת חו"ד להפסיק את פעילות החברה ולפרקה. כמו כן, אין כוונה לממש את נכסיה. למרות האמור, לאור מצבה של החברה ותלותה בהזרמות מזומנים בטווח הנראה לעין, הרי שבמסגרת בדיקתנו, ביצענו בחינה אינדיקטיבית של ערך נכסיה והתחייבויותיה של החברה בהנחת פירוק. מהנתונים עולה כי ערך החברה בפירוק נמוך משמעותית משווי החברה שנאמד באמצעות מודל DCF ושווי השוק הממוצע ב-30 הימים האחרונים שקדמו למועד הערכת השווי. לאור האמור, ולאור הכוונה להמשיך בפעילות החברה, אין רלוונטיות לשווי הנכסי של החברה לעניין מחיר מניית החברה במסגרת רצונה של החברה לרכוש חלק מהחזקות הציבור.

מסקנה: לפיכך, לא ייחסנו חשיבות להון העצמי של החברה באינדיקטור לשווייה.

להערכתנו, ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים שפורטו לעיל, **שווי ההוגן של מחיר מניית החברה נע בין 389.9 ל-430.9 אג'; ובממוצע כ-410.4 אג'.** להערכתנו כשמדובר על רכישת מניות מהציבור, ממוצע הערכת השווי הוא המינימום הנדרש לשווי הוגן זאת משום שקבלת ההצעה מותירה בידי בעלי המניות שתי אפשרויות – האחת מכירת החזקותיהם והשנייה החזקה במניות של חברה פרטית, כאשר אפשרויות אלה אינן בהכרח חופפות לרצונם. הגינות בהקשר לעסקה זו, מחייבת פיצוי ולכן לדעתנו תחום השווי ההוגן לאור הערכת השווי ובהתייחס לכך שמדובר ברכישת מניות מהציבור, הוא בחלק העליון של תחום השווי. במקרה דנן, **בתחום שבין 410.4 ל-430.9 אג' למניה ובממוצע כ-420.4 אג' למניה;** זאת בהשוואה למחיר המנייה הממוצע כפי שמשקף בבורסה ב-30 ימי המסחר האחרונים, 252.3 אג', שמשקף פער של כ-66.7% (ממוצע הטווח שבין 62.7% ל-70.8%) ובהשוואה למחיר המנייה הממוצע כפי שמשקף בבורסה ב-90 ימי המסחר האחרונים, 387.2 אג', שמשקף פער של כ-8.6% (ממוצע הטווח שבין 6.0% ל-11.3%).

נספחים

לאור ייעוץ והשקעות בע"מ  רחוב הביטחון 6, פתח-תקוה, איזור תעשייה מטלון

 03-7734022  054-4760991  david@laor-consulting.com  www.laorc.co.il

נספח א' – הגבלת אחריות

עבודה זו מתבססת, בין היתר על נתונים, תחזיות ואומדנים שהתקבלו מהנהלת נוסטרומו על פי בקשתנו. האחריות לגבי אמינות המידע, הנתונים, המצגים, ההערכות וההסברים השונים שנמסרו לנו, בקשר עם ביצוע עבודה זו, הינה על ספקי מידע זה, ואין אנו יכולים לאשר את דייקנותם, שלמותם והגינותם של נתונים אלה. יודגש, כי עבודה זו אינה כוללת בדיקת נאותות (Due-Diligence) ואינה כוללת בדיקה ואימות של הנתונים האמורים. לפיכך, עבודתנו לא תיחשב ולא תהיה אישור לנכונותם, שלמותם ודיוקם של הנתונים שהועברו לנו.

אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי חוות דעת זו.

בשום מקרה לא נהיה אחראים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר ייגרמו בכל אופן ודרך ח"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעייה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד נוסטרומו ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על מידע כאמור.

עבודתנו זו נועדה אך ורק לצורכי המידע והשימוש של הנהלת נוסטרומו. אין להשתמש בה, להפיצה, לצטט מתוכה או להתייחס אליה בשום צורה שהיא לכל מטרה אחרת, לרבות, אך ללא הגבלה, לרישום, רכישה, או מכירה של ניירות ערך. אין להגיש עבודה זו או להתייחס אליה, במלואה או בחלקה, בדוח רישום או בכל מסמך אחר.

אין בעבודה זו משום המלצה למחזיק מניות כלשהו לגבי אופן הצבעתו בעניין עסקה כלשהי או המלצה לרכישה או מכירה של מניות חברת נוסטרומו לאור ממצאי העבודה.

ברצוננו לציין כי אין לנו עניין אישי במניות חברת נוסטרומו. למטרת העבודה הנחנו שהנתונים שנמסרו לנו הינם מדויקים, שלמים והוגנים, ולא בא לידיעתנו דבר העלול להצביע על חוסר סבירותם של הנתונים בהם השתמשנו. אם יתברר אחרת, תשתנה המלצתנו בהתאם. לפיכך, הננו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולעדכנה לאור הנתונים החדשים, שלא הובאו בפנינו קודם למתן ממצאי העבודה.

במידה וניתבע בהליך משפטי לשם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר עם ביצוע השירותים הניתנים על ידנו עקב הפרה של התחייבויותינו לעיל, מתחייבת נוסטרומו, לשאת בכל ההוצאות הסבירות אשר יוצאו על ידנו או אשר נידרש לשלם עבור ייעוץ וייצוג משפטי, התגוננות מפני הליכים משפטיים וכיוצ"ב בקשר לכל תביעה, דרישה או הליכים אחרים בשל השירותים הניתנים על ידנו.

בנוסף, אנו פטורים מאחריות לכל נזק שייגרם לנוסטרומו או למי מטעמה, עקב מעשה ו/או מחדל הקשורים במישרין ו/או בעקיפין לביצוע השירותים, למעט במקרה של רשלנות רבתי או זדון מצידנו. אחריותינו ככל שהינה נובעת ממתן השירותים כאמור לא תחרוג בשום מקרה מפי 3 מסך התמורה המשולמת לנו מנוסטרומו בגין מתן השירותים.

על הקורא לעיין בכל ההנחות אשר הונחו במהלך העבודה.

נספח ב' – פרטי החברה המעריכה ומעריך השווי

פרטי החברה המעריכה: לאור – ייעוץ והשקעות בע"מ

חברת לאור הינה חברה פרטית לייעוץ פיננסי-כלכלי בלתי תלויה. מאז הקמתה בשנת 2009, ביצעה החברה מאות עבודות לחברות ציבוריות הנסחרות במדדים מובילים בבורסות בישראל ובח"ל; כמו גם, לחברות פרטיות ולחברות ממשלתיות.

שירותי החברה כוללים הערכות שווי וייעוץ כלכלי לקראת מיזוגים ורכישות, הערכות שווי מכשירים פיננסיים, הערכות שווי לצרכים פיננסיים על פי דרישות תקני החשבונאות הבינלאומיים, האמריקניים (US GAAP) והישראליים, חוות דעת מומחה לבית משפט, חוות דעת בקשר עם יכולת פירעון והכנת תכניות עסקיות ומצגות למשקיעים.

פרטי מעריך השווי האחראי: מר שלומי בוחנה

בעל ניסיון מעל 25 שנה בביצוע מגוון עבודות כלכליות. מתמחה בליווי גופים ציבוריים ופרטיים בהערכות שווי, בדיקות כדאיות כלכלית, חוזים, מכרזים, מרכזי רווח וניתוח סיכונים. שימש, בין היתר, כיועץ לוועדות מכרזים של משרד האוצר, משרד התחבורה, וחברות ממשלתיות בליווי עסקאות ובחינת מודלים כלכליים של פרויקטים מסוג Project Finance. בעל ניסיון עשיר במערכת הבנקאית, בה כיהן כאגליסט הבכיר באגף חברות גדולות בבנק דיסקונט וכמנהל קשרי לקוחות בחטיבה העסקית של בנק מרכנתיל.

בעל תואר ראשון (בהצטיינות) ושני בכלכלה מאוניברסיטת תל אביב.