ג׳נריישן קפיטל בע״מ

דוח תקופתי לשנת 2025

for generations to come

דוח תקופתי לשנת 2025 - תוכן עניינים

מכתב לבעלי מניות הקרן

פרק א׳ **דוח הדירקטוריון על מצב ענייני הקרן**

פרק ב׳ **תיאור עסקי התאגיד**

- נספח א׳- תיאור עסקי הקרן בתחום הסביבה
- נספח ב׳- תיאור עסקי הקרן בתחום התחבורה
- נספח ג׳- תיאור עסקי הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל
- נספח ד׳- תיאור עסקי הקרן בתחום התחבורה הרכבתית בבריטניה
- נספח ה׳- תיאור עסקי הקרן בתחום חלוקת גז טבעי
- נספח ו׳- תיאור עסקי הקרן בתחום האחסון הלוגיסטי
- נספח ז׳- תיאור עסקי הקרן בתחום הטענת רכבים חשמליים במזרח אירופה

פרק ג׳ **דוחות כספיים**

נספחי הערכות שווי

- נספח א׳ - הערכת שווי BlueGen בע״מ
- נספח ב׳ - הערכת שווי בון תור בע״מ
- נספח ג׳ - הערכת שווי PowerGen בע״מ
- נספח ד׳ - הערכת שווי Porterbrook Holding I Limited

פרק ד׳ **פרטים נוספים על הקרן**

פרק ה׳ **דוח שנתי בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי**

בעלי מניות נכבדים,

אנו פוגשים אתכם בעיצומו של מבצע "שאגת הארי", בו מצויים כוחות הבטחון והעורף במהלך לחימה עצים. בראש ובראשונה, זהו המקום לחזק את חיילי ולוחמי צה"ל, לאחל שכולם ישובו בשלום ובטחון ישרור בארץ. במעמד זה, אנו מתכבדים להציג בפניכם את **סיכום המהלכים העיקריים בקרן לשנת 2025, התוצאות העסקיות והמבט לעתיד.**

שנת 2025 התבלטה כשנה שבה הבשילו רבים ממהלכי היסוד שבנינו ממועד הקמת הקרן, כאשר התוצאות העסקיות עלו על התחזיות הגבוהות אותן הצגנו לשוק בתחילת השנה. חרף סביבת פעילות מאתגרת, עמדה השנה בסימן יצירת ערך משמעותית, לאור השלמת הקמות של נכסים מהותיים, צמיחה אורגנית, השבחות תפעוליות, וביצוע מהלכים אסטרטגיים שיצרו ערך רב. **שווי נכסי הקרן עלה לכ-5 מיליארד ש"ח**, והצמיחה בהיקף הנכסים הובילה לגידול משמעותי בתזרימי המזומנים ולעדכון התחזיות, וחזרה לחלוקת דיבידנדים רבעונית סדורה וצומחת. גיוס ההון שבוצע ברבעון הרביעי של השנה, חיזק את מבנה ההון והקטין את המנוף הפיננסי, והוא תומך בתשתית להמשך הבניית הערך העתידי של הנכסים. כיום, פועלות ההשקעות שבשליטת ג'נריישן בליבת סקטור התשתיות והאנרגיה בישראל, כשהן נהנות ממיצוב עסקי חזק, נכסים בשלים ומניבים, צבר רחב של נכסים בפיתוח ובייזום, ומגוון רחב של מקורות להשבחה ולצמיחה.

> שנת 2025 התבלטה כשנה בה הבשילו רבים ממהלכי היסוד שבנינו ממועד הקמת הקרן, והתוצאות העסקיות עלו על התחזיות. שווי נכסי הקרן עלה לכ-5 מיליארד ש"ח

שוק התשתיות והאנרגיה בישראל המשיך להפגין השנה חוסן ועמידות, זאת על אף המשך הלחימה במספר חזיתות והשלכותיה על המשק. מבצעי "עם כלביא" ו"שאגת הארי", הדגישו את העדר היתירות הקיימת במשק למתקני תשתית לאומית, והבליטו את הצורך בביזור ובעצמאות של מערך מתקנים זה. השוק נמצא היום בנקודת מפנה לאור ההבנה של קובעי המדיניות בצרכי ההשקעה הגבוהים הנדרשים. מדינת ישראל נמצאת בפיגור ניכר ומתמשך של השקעות בתשתיות לאור תת השקעה בעבר, בעיקר בתחומי התחבורה והפסולת, משבר אקלים ומים, צרכי אנרגיה גבוהים לאור מגמות השוק (AI, דאטה סנטרים, חשמול רכבים ועוד), וצווארי בקבוק בעולם הלוגיסטיקה. כל אלה מובילים לצרכי השקעות של מאות מיליארדי שקלים.

> השנה עמדה בסימן יצירת ערך משמעותית, לאור השלמת הקמות של נכסים מהותיים, צמיחה אורגנית, השבחות תפעוליות, וביצוע מהלכים אסטרטגיים שיצרו ערך רב

על רקע המציאות הבטחונית, נדרשה המדינה להתמודד השנה עם אתגרים כלכליים משמעותיים ועם עומס כבד על מערך המילואים ועל המשק היצרני בכללותו. חרף תנאים אלה, הסתכם הגירעון הממשלתי בשנת 2025 בשיעור של כ-4.7% מהתוצר בלבד, נמוך במעט מהגירעון המתוכנן, ובחודש נובמבר נרשמה לראשונה מאז ינואר 2024 הפחתת ריבית של 0.25%. בתוך כך, הפגינו המשק הישראלי בכלל ושוק ההון בפרט חוסן מרשים, כאשר המדדים המובילים רשמו עליות חדות דו-ספרתיות: מדד ת"א 35 עלה בכ-53% ומדד ת"א 90 בכ-46%.

> ההשקעות בשליטתנו פועלות בליבת סקטור התשתיות בישראל, נהנות ממיצוב עסקי חזק, נכסים בשלים ומניבים, צבר רחב של נכסים בפיתוח ובייזום, ומגוון מקורות להשבחה ולצמיחה

גם נכסי ג'נריישן הפגינו עוצמה ויציבות במהלך השנה, פעלו בזמינות גבוהה והמשיכו לספק שירותי תשתית חיוניים בכל תחומי הפעילות: ייצור, אגירה ואספקת חשמל, התפלת מים, טיפול בשפכים ובפסולת, תחבורה ציבורית והיסעים, חלוקת גז טבעי ושירותי לוגיסטיקה בנמלי הים. חשוב להדגיש כי גם בימים מורכבים אלו, במבצע "שאגת הארי", אנו פועלים במתכונת דומה. בשנת 2025 הושלמה, על אף הקשיים, הקמתם של מספר פרויקטים מהותיים ביניהם: מתקן ההתפלה באשדוד, פרוייקטי PV, מרלו"ג אדמירליטי, והתחנה הפיקרית החדשה ב-MRC. במקביל, נרשמה התקדמות משמעותית בפרויקטים מרכזיים, בהם פרויקט סמארט וויסט (מתקן חדשני לטיפול ומיון פסולת) תחנת הכוח בחצר מתקן ההתפלה באשדוד, ופרויקטי PV ואגירה נוספים, הצפויים לסיים הקמה בשנת 2026. במקביל, גדל צבר הפרויקטים העתידיים משמעותית. אנו מעריכים כי פירות העשייה המשמעותית בשנת 2025 ימשיכו להשתקף בצמיחת תזרימי המזומנים של הקרן גם בשנים הבאות, ובהתאם עודכנה תחזית התזרים ארוך הטווח.

מהלכים מרכזיים בקרן בשנת 2025

תוכנית העבודה לשנת 2025 התמקדה במהלכים אסטרטגיים להשאת ערך בסביבת ריבית גבוהה, תוך שיפור הביצועים בכל אחת מההשקעות והגדלת התזרים הפנוי מהן, המשך ייזום ובניית תשתית ליצירת ערך עתידית, הקטנת המנוף הפיננסי, התאמת ודיוק האסטרטגיה, ושדרוג השפה המשותפת בין הקרן לבין המשקיעים.

בין המהלכים העיקריים שביצענו ברמת הקרן במהלך השנה האחרונה ניתן למנות את:

1. **הכפלת היקף התזרים השנתי לאור שיפור משמעותי בתוצאות** – בשנת 2025 עלו לקרן מההשקעות תזרימים בהיקף של כ-230 מיליון ש"ח, כפול מהסכום שעלה בשנת 2024. מקור הגידול בסיום הקמות נכסים ושיפור מתמשך בביצועים התפעוליים
2. **חלוקת דיבידנדים רבעונית וצומחת** – בחודש מרץ 2025, קיבל דירקטוריון הקרן החלטה על חזרה לחלוקת דיבידנדים רבעונית סדורה בהיקף שנתי של 60 מיליון ש"ח (15 מיליון ש"ח ברבעון). החלטה זו התקבלה לאור הצמיחה המשמעותית בהיקף התזרימים והצפי להמשך פרמננטי של מגמה זו. לאור עדכון התחזית, הוחלט להגדיל לקראת סוף השנה את סכום החלוקה הרבעוני ל-20 מיליון ש"ח
3. **הנפקת הון והקטנת המנוף הפיננסי** – בחודש אוקטובר 2025 הושלמה הנפקת הון פרטית לבעלי העניין העיקריים בהיקף של כ-280 מיליון ש"ח, לצורך חיזוק ההון העצמי כמקור להתעצמות משמעותית בליבת העסקים
4. **השבחת זרוע האנרגיה** – במהלך השנה הבשילו מספר מהלכים בהם התמקדנו בשנים האחרונות ביניהם אישור תחנת כוח ריינדיר, עלייה משמעותית בצבר הייזום (מתחדשות וקונבנציונליות), סיום הקמת הפיקר ב-MRC והמשך פיתוח מיזם בזק-ג'ן. כל אלו הובילו לעליית שווי משמעותית בזרוע האנרגיה
5. **המשך השבחת BlueGen** – שנת 2025 הייתה שנה מהותית מאוד עם זכייה במספר מכרזים משמעותיים, הגדלת הרווחיות בכל הפרמטרים והגדלה משמעותית בצבר הפרויקטים. כל אלו הובילו להעלאת תזרים משמעותי מההשקעה
6. **הקמת זרוע הפסולת וגיוס משקיע** – זרוע הפסולת בשליטת ג'נריישן תאגד את כלל נכסי הפסולת של הקרן, תאפשר מימוש סינרגיות ותייצר פלטפורמה שתוביל את הצמיחה המשמעותית שאנו צופים בתחום. כחלק מעסקת הקמת הזרוע, נכנסה לאומי פרטנרס כמשקיעה בזרוע (15%) בעבור השקעה של כ-170 מיליון ש"ח ולפי שווי של כ-1.1 מיליארד ש"ח
7. **צמיחה נוספת בתחום התחבורה** – ביצועים חזקים בתחום ההיסעים עם גידול משמעותי בהכנסות ושמירה על רמת הרווחיות הגבוהה, ושדרוג הביצועים והשירות במטרופולין
8. **מימוש האחזקה בחברת פורטרברוק** – בהמשך למו"מ שהחל ברבעון האחרון של 2025, דיווחנו לאחרונה על מכירת האחזקה (10%) בחברת פורטרברוק תמורת כ-115 מיליון ליש"ט (זהה לשווי הנכס בספרי הקרן). העסקה מייצרת לקרן תזרים של כ-500 מיליון ש"ח. עסקה זו, יחד עם גיוס ההון, מהווים את המקור להמשך יצירת הערך בקרן
9. **פעילות מוגברת מול שוק ההון** – שיח נרחב מול שוק ההון לצורך הנגשה מיטבית של המידע והפוטנציאל הטמון בנכסים, תוך הרחבת בסיס משקיעי העוגן. במהלך השנה קיימנו מספר סיורים בנכסים לצורך הצגת איכות הניהול, ההישגים והפוטנציאל

> נכסי ג'נריישן הפגינו עוצמה ויציבות במהלך השנה, פעלו בזמינות גבוהה והמשיכו לספק שירותי תשתית חיוניים בכל תחומי הפעילות

> תוכנית העבודה לשנת 2025 התמקדה במהלכים אסטרטגיים להשאת ערך בסביבת ריבית גבוהה, תוך שיפור הביצועים בכל אחת מההשקעות והגדלת התזרים הפנוי, לצד המשך ייזום ובניית תשתית ליצירת ערך עתידית

עלייה ברווח לצד תשואה גבוהה על ההון - תוצאות פיננסיות לשנת 2025

ג'נריישן הציגה ביצועים חזקים מאוד בשנת 2025, ההולמים את אסטרטגית הקרן, אשר השתקפו בהיקף התזרים לקרן, בתשואות גבוהות וברווח משמעותי. תזרימי המזומנים שעלו לקרן מההשקעות, הוכפלו בהשוואה לשנים קודמות ועלו על התחזיות, תוך יצירת נראות תזרימית גבוהה גם לשנים הבאות, ואפשרו הגדלת החזר ההון לבעלי המניות.

התשואה על ההון בשנת 2025 עמדה על כ-28% והרווח לפני מס הסתכם בכ-686 מיליון ש"ח. ה-NAV למניה (בנטרול מיסים נדחים) עמד על כ-2.23 ש"ח. השקעות הקרן הפגינו צמיחה משמעותית, וה-**EBITDA המצרפית של הקרן עמדה על כ-1.3 מיליארד ש"ח**. FFO ג'נריישן למניה עמד על כ-58 אגורות למניה.

בהיבט החוב, השקעות הקרן ממשיכות להתנהל בשיעורי מינוף סולידיים בהשוואה לענף, תוך שמירה על יחסים פיננסיים הולמים. ברמת הקרן, התוצאות הכספיות הטובות והנפקת ההון שבוצעה הובילו לירידה ברמות המינוף מרמה של כ-40% לרמה של כ-33%, נתון שתומך באיתנות הפיננסית ובדירוג החוב הגבוה (ilA+). במקביל, הקרן ממשיכה לשמור על מסגרות אשראי פנויות ומחייבות בהיקף של כחצי מיליארד ש"ח, ושומרת על גמישות פיננסית חזקה שתומכת ביכולת מימון מהירה של הזדמנויות השקעה פוטנציאליות.

תזרים המזומנים שעלה לקרן מההשקעות במהלך שנת 2025 הסתכם בכ-230 מיליון ש"ח, כפול מבשנתיים הקודמות, כשבמהלך השנה עודכנו התחזיות כלפי מעלה. אנו מעריכים שבשנת 2026 ההשקעות יעלו לקרן בפועל סכום של כ-250 מיליון ש"ח. בעקבות התחזקות התזרימים ועדכון התחזיות, עדכנו במהלך השנה את תחזית חלוקות הדיבידנדים. ההון העצמי של הקרן צמח השנה במעל ל-35%, כתוצאה מרווחי הקרן הגבוהים ומגיוס ההון, ועלה לרמה של כ-3 מיליארד ש"ח.

> הרווח לפני מס הסתכם השנה בכ-686 מיליון ש"ח ולקרן עלו תזרימים של כ-230 מיליון ש"ח. בשנת 2026 ההשקעת צפויות לייצר סכום של 250 מיליון ש"ח והדיבידנד השנתי יגדל ל-100 מיליון ש"ח לפחות

> ההון העצמי של הקרן צמח השנה במעל ל-35% ועלה לרמה של כ-3 מיליארד ש"ח

שוק האנרגיה והתשתיות בישראל נמצא במוקד העשייה המשקית

על רקע פערים מצטברים ומשמעותיים בתשתיות החיוניות למשק, התגבשה הבנה רחבה בקרב קובעי המדיניות והרגולטורים לגבי צרכי ההשקעה הגבוהים הנדרשים בתחומי האנרגיה והתשתיות. בשנים האחרונות, וביתר שאת במהלך השנה החולפת, התחדדה ההכרה כי סגירת פערים אלה מחייבת השקעות רחבות היקף ובקצב מואץ, כדי להבטיח את המשך צמיחתו של המשק, את חוסנו ואת איכות החיים בישראל, הודות לקצב הגידול באוכלוסייה ולתהליכים גלובליים ארוכי טווח. לנוכח מגבלות המגזר הציבורי ביכולתו לממן, ליזום ולבצע השקעות בהיקף ובקצב הנדרשים, מתחדד תפקידו של המגזר הפרטי, ובתוכו קרנות ההשקעה בתשתיות, כגורם מרכזי המסוגל להאיץ תהליכים, להוביל מהלכים מורכבים ולספק פתרונות יעילים, מקצועיים וארוכי טווח. מודל שיתוף הפעולה בין הסקטור הציבורי לסקטור הפרטי (PPP) נהנה מרקורד מוכח במשק הישראלי, ונתמך בהיצע מקורות מימון זמינים ומגוונים להשקעות ארוכות טווח מוגנות.

אנו מעריכים כי בשנים הקרובות ימשיכו שחקני התשתיות, וביניהם ג'נריישן, למלא תפקיד מרכזי בפיתוח המשק הישראלי, ולהוות נדבך משמעותי בהקמה, בהרחבה וביצירת יתירות של נכסי תשתית לאומית. לאחר תקופה ממושכת של לחימה רציפה, לצד פגיעה ממשית בתשתיות בחבלי ארץ שונים, נחשפים איומים ופערים מהותיים שנצברו לאורך

> בשנים הקרובות ימשיכו שחקני התשתיות, וביניהם ג'נריישן, למלא תפקיד מרכזי בפיתוח המשק הישראלי, ולהוות נדבך משמעותי בהקמה, בהרחבה וביצירת יתירות של נכסי תשתית לאומית

השנים. מציאות זו יוצרת הכרח ברור להסטה ולהגדלה של תקציבים ייעודיים להשקעות בתשתיות ובאנרגיה, כאשר סביר כי היקפן אף יעלה על התחזיות שקדמו למלחמה, בין היתר על רקע לקחים ביטחוניים, תפקודיים ומשקיים שעלו בתקופה האחרונה.

במוקד המחסור הקריטי לתפקודו העתידי של המשק הישראלי עומדים מספר תחומים מרכזיים, **אשר חופפים באופן מובהק למוקדי העיסוק של הקרן:**

- ייצור ואגירת חשמל בהיקפים הולכים וגדלים נוכח מגמת החשמול והעלייה בביקושים, לצד הצורך בהשקעה בפיתוח תשתיות דאטה סנטרים עם השימוש הגובר ב-AI. סיטואציה זו מצריכה הקמתן של כ-15 תחנות כוח נוספות עד סוף העשור הבא, הגדלת היקף המתחדשות והאגירה והרחבה ושדרוג משמעותיים של תשתית ההולכה והחלוקה
- המשק הישראלי מאבד כ-40 מיליארד ש"ח תוצר בשנה כתוצאה מהעומס בכבישים ומרמת התשתיות התחבורתית הנמוכה, מצב המחייב בשנים הקרובות השקעות בהיקפי ענק בשדרוג והאצה של כלל מגזרי התחבורה
- גם בתחום המים, מצוי המשק הישראלי במצב משברי, וקיים הכרח להרחבת יכולות ההתפלה נוכח הידלדלות מקורות המים הטבעיים, הגידול באוכלוסייה והצורך האסטרטגי בייצוא מים
- תחום הפסולת, תחום שבו ישראל מצויה בפיגור עמוק ביחס לעולם המערבי. לנוכח הצטמצמות שטחי ההטמנה בארץ והחרפת הנזק הסביבתי, המדינה נדרשת לשיפור מהותי באיכות הטיפול בפסולת ולהפחתת שיעורי ההטמנה, באמצעות תמיכה רגולטורית וכלכלית בהקמת מתקנים מתקדמים לטיפול בפסולת

מיום הקמתה של ג'נריישן, עסקנו ביצירה, ביסוס והשבחה של פלטפורמות השקעה מרכזיות, הפועלות כיום בעמדת הובלה בתחומן. הפלטפורמות נהנות מיתרון לגודל, מובילות מקצועית, ניהולית וטכנולוגית, מציגות פוטנציאל צמיחה והתרחבות, וממוקמות בפוזיציית שוק מיטבית. פלטפורמות אלה מותאמות למגמות ארוכות הטווח בשוק ופועלות בדיוק בתחומים בהם ההשקעות המשקיות צפויות להתמקד בעשורים הקרובים. להערכתנו, התוצאות וההתפתחויות בפלטפורמות ההשקעה שלנו בשנת 2025 הינן הפתיח לצפוי בשנים הקרובות.

מיום הקמת ג'נריישן, עסקנו ביצירה והשבחה של פלטפורמות השקעה מרכזיות, הפועלות כיום בעמדת הובלה בתחומן. פלטפורמות אלה מותאמות למגמות ארוכות הטווח בשוק ופועלות בתחומים בהם ההשקעות המשקיות צפויות להתמקד בעשורים הקרובים. להערכתנו, התוצאות וההתפתחויות בפלטפורמות ההשקעה שלנו בשנת 2025 הינן הפתיח לצפוי בשנים הקרובות

סיום הקמות והשבחות נכסים הובילו לשנת שיא בהשקעות

אנרגיה – במהלך השנה המשכנו להעצים את עסקיה של PowerGen ולקדם מספר מהלכים בעלי חשיבות עצומה לחברה ולקרן: קבלת אישור ממשלה להקמת תחנת הכוח ריינדיר, אשר החלה מיידית במהלכים לקבלת היתר בניה, רכישת טורבינה וחתימה על הסכם EPC במטרה להגעה לסגירה פיננסית. פיתוח עסקי נרחב, שהוביל לגידול משמעותי באתרים עם הסכמי קרקע מחייבים להקמת תחנות כוח קונבנציונליות ודאטה סנטרס ובצבר פרויקטי האנרגיה המתחדשת, כשצבר הייזום והפיתוח גדל לרמה של כ-5.5GW ו-4.1GWh קיבולת אגירה. במקביל הסתיימו עבודות הקמת התחנה הפיקרית החדשה ב-MRC (בהספק של 230MW) אשר החלה הפעלה מלאה בחודש אוקטובר. בסוף 2025, חתמנו על מזכר הבנות לרכישת חברת "יבולי שמש", חברת אנרגיה מתחדשת שפועלת בישראל ובפולין. הרכישה צפויה להוביל לגידול משמעותי נוסף בהיקפי הייצור והאגירה של PowerGen. כל המהלכים לעיל, הובילו לעליית שווי משמעותית ל-PowerGen, ושווי החברה הגיע לכ-2 מיליארד ש"ח. תחנות הכוח שבבעלות החברה פעלו השנה ברמת זמינות גבוהה של כ-95%, כשגם תחנת רמת גבריאל וגם תחנת אלון תבור נהנו מתעריפי קוגנרציה. מבחינה רגולטורית, PowerGen התמודדה השנה עם מספר שינויים שהשפיעו באופן רוחבי על השוק, ולאחרונה ניכרת מגמה של שיפור הודאות ליצרנים מצד הרגולטור בין היתר בדמות יצירת מנגנון הצמדות ומגמות ברורות בראיה צופה פני עתיד ביחס למבנה התעריף.

במהלך השנה המשכנו להעצים את עסקיה של PowerGen ולקדם מספר מהלכים בעלי חשיבות עצומה לחברה ולקרן. מהלכים אלו הובילו לעליית שווי משמעותית של כ-35% ל-PowerGen, ושווי החברה הגיע לכ-2 מיליארד ש"ח

פעילות האספקה לשוק הפרטי (דרך בזק-ג'ן) צמחה השנה בצורה מרשימה, כשהיא תופסת נתח שוק גדול ומתבססת כמספק הפרטי הגדול ביותר בשוק. זכייתה של החברה בחודש ינואר 2026 בהיקף משמעותי במכרז תעודות הזמינות, יתמוך בהמשך צמיחת הפעילות והגעתה לרווחיות, ואנו מעריכים שפעילות זו תניב תזרימים משמעותיים לבעלים החל מ-2027. בבעלות PowerGen נכסים הפועלים תחת מגוון אסדרות (זמינות, FIT ומודל שוק), ופייפליין ייזום מגוון וצומח, אשר יופנה בחלקו הגדול בעתיד לפעילות מספק בזק-ג'ן.

> השנה הודענו על הקמת זרוע פסולת אינטגרטיבית שתהווה בסיס להצפת ערך. עסקת לאומי פרטנרס קבעה לחברה שווי של כ-1.1 מיליארד ש"ח

סביבה – BlueGen הציגה השנה קפיצת מדרגה משמעותית בכל תחומי הפעילות עם עלייה לרמת הכנסות של כ-1.8 מיליארד ש"ח ו-EBITDA של מעל ל-400 מיליון ש"ח. **בתחום הפסולת**, הודענו השנה על הקמת BlueGen Waste, זרוע פסולת אינטגרטיבית שתחבר את כל נכסי הפסולת תחת פלטפורמה אחת, תייצר סינרגיות משמעותיות ותהווה בסיס להצפת ערך. כחלק מתהליך הקמת הזרוע, התקשרה BlueGen עם לאומי פרטנרס ו-YSB בעסקה משולשת בסיומה תשלוט BlueGen בזרוע החדשה (70%). לאומי ישקיעו כ-170 מיליון ש"ח תמורת אחזקתם, לפי שווי חברה של כ-1.1 מיליארד ש"ח. פעילות הפסולת המשיכה להתרחב כשפעילות מיון הפסולת הבייתית (MSW) הציגה תוצאות טובות עם רווחיות גבוהה, ובתחומי הנייר, קרטון ופלסטיק חל גידול בהכנסות וברווחיות. בפרויקט סמארט וייסט (פרויקט BOT ראשון מסוגו בישראל המשלב מיון פסולת עם טיפול, מחזור ויצירת אנרגיה) חלה התקדמות ניכרת בהקמה, נחתמו חוזים להובלת הפסולת למתקן, ואנו נערכים להרצות והפעלה במהלך 2026. כמו כן, BlueGen המשיכה השנה בהקמתו של פרויקט דיה, פרויקט לטיפול בפסולת אורגנית אשר הקמתו צפויה להסתיים במהלך 2027, וכן החלה להפעיל את מתקן מיון הפסולת בחירייה לצד תכנון מתקן חדש שהקמתו תחל השנה. בנוסף, לאחרונה זכתה החברה במכרז להקמת מתקן השבת האנרגיה (Waste to Energy) הראשון מסוגו בארץ, אשר צפוי לטפל בפסולת של באר שבע וסביבותיה ולייצר אנרגיה בהיקף של כ-50 מגה וואט משריפת פסולת, וכן מתנהל מו"מ מתקדם להקמת 2 מתקני מיון אזוריים גדולים בגליל ובירושלים (הרחבה). **בתחום המים**, השנה הסתיים השדרוג של מתקן ההתפלה באשדוד אשר יוביל לחסכון ניכר בעלויות התפעול והאנרגיה, ונחתמה עם רשויות המדינה הארכה של 6 שנים לזיכיון ההפעלה של המתקן עד לשנת 2044. המתקן קיבל לאחרונה אישור להגדלת הייצור ב-10 מלמ"ק נוספים (10%), ובימים אלה אנו פועלים מול המדינה להגדלת היקף ההתפלה במתקן בכ-50% לאור צרכי המשק הדחופים. לצד זאת, המשיכו עבודות ההקמה של תחנת הכוח הצמודה למתקן אשר צפויות להסתיים בשנת 2026 ויהוו מקור תזרימי נוסף. במתקן ההתפלה בפלמחים, נחתם במהלך השנה מזכר הבנות עם בעל הקרקע במסגרתו סוכם על שיתוף פעולה לטובת התקשרות עם המדינה בהסכם זיכיון חדש שיכלול את שדרוג המתקן והרחבתו. במהלך השנה זכתה BlueGen גם במכרז לתכנון וביצוע הרחבת והגדלת מתקן התפלה סבחה באילת, מכרז בהיקף של כ-425 מיליון ש"ח, וצבר ההזמנות החתום של חטיבת הפרויקטים וה-EPC עומד כיום על כ-1.7 מיליארד ש"ח, גידול של כ-15% ביחס לשנה שעברה. מהלכי הפיתוח העסקי שבוצעו השנה ב-BlueGen, לצד התוצאות העסקיות המצוינות, הובילו לגידול ניכר בהיקף התזרימים שעלו לקרן במהלך שנת 2025 ומבטיחים את המשך הגדלת היקף התזרימים שהחברה תייצר בעתיד. אלו יאפשרו לה להיות אחת מההשקעות התזרימיות והרווחיות ביותר בפורטפוליו של ג'נריישן.

> לאחרונה זכתה החברה במכרז להקמת מתקן השבת האנרגיה (WTE) הראשון מסוגו בארץ אשר צפוי לייצר אנרגיה בהיקף של כ-50 מגה ואט משריפת פסולת

> בתחום המים, הסתיים השנה השדרוג של מתקן ההתפלה באשדוד, ונחתמה עם רשויות המדינה הארכה של 6 שנים לזיכיון ההפעלה של המתקן עד לשנת 2044

תחבורה בישראל – במהלך השנה, קבוצת בון תור המשיכה להציג גידול בהיקפי הפעילות בשני הסגמנטים (היסעים ותחבורה ציבורית). תחום ההיסעים המשיך להציג גם בשנה זו צמיחה דו ספרתית גבוהה, תוך שמירה על שיעור הרווחיות והגעה להיקף הכנסות שנתי של כחצי מיליארד ש"ח. בון תור ממשיכה להוביל בישראל את שוק ההיסעים הפרטי. בשנה זו זכתה החברה במספר מכרזים אסטרטגיים חדשים, הציגה גידול בפעילות מול הלקוחות הקיימים וצמחה משמעותית מעבר לתחזיות. בשנה הקרובה, אנו מעריכים שפעילות ההיסעים תמשיך לצמוח בהיקף ההכנסות תוך שימור שיעורי הרווחיות והמשך גידול ב-EBITDA.

> תחום ההיסעים המשיך להציג גם בשנה זו צמיחה דו ספרתית גבוהה, תוך הגעה להיקף הכנסות שנתי של חצי מיליארד ש"ח

הנהלת מטרופולין, שהינה אחת מחברות התחבורה הציבורית הגדולות בארץ, התמקדה בשנת 2025 בשיפור היעילות התפעולית והתוצאות לאור סיום ההקמה של שני אשכולות חדשים במהלך השנה שקדמה לה. בתחילת השנה החל את עבודתו בחברה מנכ"ל חדש שפעל לחיזוק המבנה הניהולי ולמיקוד הצוות בייעול התפעול ורמת השירות לאזרח. במהלך השנה החולפת, הצגנו עלייה משמעותית במדדי השירות, אשר הביאה לשיפור בתוצאות העסקיות ובציון המפעיל. החברה הציגה רווחיות תפעולית חיובית והצפי הוא להמשך המגמה בשנת 2026. תהליך ההסדרה הענפית מול המדינה נמצא גם הוא בשלבים מתקדמים, ואנו צופים שייחתם בקרוב. במסגרת ההסדרה צפויה הארכה של הסכמי הזיכיון ואופטימיזציה של מפות הנסועה, אשר יובילו להקטנת רמת אי הוודאות בתחום התח"צ. להערכתנו, הן לאור ההסדרה והן לאור המיקוד העסקי, צפויה התקדמות נוספת בתוצאות העסקיות של החברה אשר תחזק משמעותית את יכולת הקרן להעלות תזרימים מפעילות התחבורה הציבורית.

> לאחרונה הודענו על מכירת האחזקה בחברת פורטרברוק הבריטית תמורת 115 מיליון ליש"ט. העסקה מייצרת לקרן תזרים של כ-500 מיליון ש"ח, ויחד עם גיוס ההון, מהווה את המקור הצפוי להמשך יצירת הערך בקרן

תחבורה בחו"ל - במהלך השנה המשיכה פורטרברוק בפעילותה היציבה, האריכה מספר חוזי חכירה עם מפעילי רכבות מובילים בבריטניה וביצעה רכישות והשקעות משלימות, אשר יגדילו את היקף ההכנסות והתזרים בעתיד. פורטרברוק המשיכה לשמור על קצב קבוע של חלוקת דיבידנד בסך 80 מיליון פאונד לבעלי מניותיה, וג'נריישן נהנתה מחלקה (10%). כאמור, מכירת האחזקה צפויה להזרים לקופת הקרן תזרים נקי של כ-500 מיליון ש"ח.

> פעילות הלוגיסטיקה הציגה השנה קפיצת מדרגה משמעותית, עם תוצאות שיא וסיום הקמה של 2 מתחמים חדשים. לאור זאת, אנו צופים שמגמת הצמיחה תמשך גם בשנים הבאות, ובכוונת הקרן להמשיך ולהתבסס בתחום צומח זה

לוגיסטיקה - גם פעילות הלוגיסטיקה הציגה השנה קפיצת מדרגה משמעותית, עם תוצאות שיא לפעילות, וכל זאת במקביל לסיום הקמה של שני מתחמים חדשים בנמלים באשדוד ובחיפה. הצמיחה בהכנסות וברווחיות בשנה זו, מקורה בעלייה בביקוש לשטחי אחסנה שהובילה לשיעורי תפוסה גבוהים במרלו"גים, במקביל להפעלה המסחרית של פעילות האחסנה היבשה במרלו"ג טרמינל אשדוד. בד בבד, החברה המשיכה בשיפור התנאים המסחריים מול לקוחות חדשים וקיימים ושמרה על שיעורי הרווחיות הגבוהים שלה. בשנת 2026 צפויים להיפתח להפעלה מלאה מתחם אדמירליטי בחיפה ופעילות האחסנה הקפואה במרלו"ג טרמינל אשדוד, וכן תחל ההקמה של מתחם 126 בטרמינל אשדוד, כך שאנו צופים שבתוצאות 2026 ובשנים שלאחר מכן, מגמת הצמיחה תמשך. לאור מגמות השוק, בכוונת הקרן להמשיך ולהתבסס בתחום צומח זה.

חלוקת גז טבעי - תוצאות הפעילות של חברות חלוקת הגז הציגו השנה גידול בשיעורי הרווחיות, כשהחברות המשיכו בפריסת צנרת החלוקה, והשנה חובר הצרכן התעשייתי ה-100. במהלך השנה הושלם פרויקט "עד הלום", אשר מחבר את הקו הקיים לאזור התעשייה הדרומי באשדוד, ומאפשר גישה לצרכנים נוספים באזור התעשייה, וכן החלה צריכה פעילה וסדירה של שני צרכנים גדולים באזור הדרום. לאורך השנה המשכנו בשיח עם רשות הגז הטבעי ומשרד האוצר בנושא מתווה הגרט ובשינויים הנדרשים במבנה התעריפים.

Outlook 2026 - המשך יצירת ערך והתעצמות בליבת העסקים

מיקוד הנהלת הקרן בשנה שחלפה הביא להעצמה משמעותית של שני מוטיבים מרכזיים: הגדלת ייצור תזרימי המזומנים מההשקעות והצפות ערך רוחביות לאור השבחות בנכסים והתקדמות מהלכים עסקיים. הדבר הביא **לגידול בשווי נכסי הקרן בכ-20% והגעתו לכ-5 מיליארד ש"ח, הכפלת התזרים לרמה של כ-230 מיליון ש"ח, עדכון התחזיות וביסוס חלוקות דיבידנד שוטפות וצומחות**. כל אלה תמכו בעלית מחיר מניית ג'נריישן.

בהסתכלות קדימה ל-2030, בכוונתנו להאיץ את בניית הקרן לכוח מוביל בשוק ההון, תוך המשך פיתוח פורטפוליו דינמי המבוסס ברובו על נכסי Value Add המאפשרים השגת תשואות ברמה דו-ספרתית בינונית-גבוהה. הקרן תשאף להכפיל את היקף נכסיה המנוהלים עד תחילת העשור הבא ולהמשיך לחתור להצפות ערך בתשואות גבוהות לאחר מיצוי פוטנציאל ההשבחה.

> הקרן תשאף להכפיל את היקף נכסיה המנוהלים עד תחילת העשור הבא ולהמשיך לחתור להצפות ערך בתשואות גבוהות לאחר מיצוי פוטנציאל ההשבחה

לאור התהליכים המוצגים לעיל, הקרן עדכנה את תחזית התזרים לשנים הקרובות בלמעלה מ-20% ביחס לתחזית הקודמת וצופה גידול עקבי בתזרים.

> הקרן עדכנה את תחזית התזרים לשנים הקרובות בלמעלה מ-20% ביחס לתחזית קודמת

בשנת 2026, צפויה תוכנית העבודה של הקרן להתמקד במרחבים הבאים:

1. **עדכון תחזית התזרים** - הגדלת היקף התזרימים לקרן לכ-250 מיליון ש"ח וביסוסו על מקורות מגוונים. בהסתכלות עד סוף העשור, אנו מציגים עלייה בתחזית התזרים ארוך הטווח והתזרים השנתי הממוצע לקרן צפוי לעמוד על לפחות 300 מיליון ש"ח
2. **עדכון תחזית הדיבידנד השוטף לשנת 2026 לרמה של 100 מיליון ש"ח, עם פוטנציאל להגדלה בעקבות מכירת פורטברוק**
3. **סיום הקמות והבשלת נכסים נוספים כנכסים מניבים**
4. **קידום הפייפליין של פרויקטים בהקמה ובייזום מתקדם** שעומד על כ-5.1 מיליארד ש"ח **והמשך העצמת צבר הפרויקטים בייזום** שעומד כיום על כ-12.1 מיליארד ש"ח
5. **מהלכים עוצמתיים בקידום עסקי האנרגיה** שיבססו את PowerGen כאחד השחקנים המרכזיים והייחודיים בישראל באמצעות פעילות לאורך כל שרשרת הערך, ימשיכו את תוואי יצירת הערך ויאפשרו את הנפקתה בשוק ההון
6. **יצירת ערך נוספת בפעילות הסביבה** דרך סיום מיזוג פעילות הפסולת ויצירת ערך רב הנובע מתועלות המהלך, לצד קידום הארכת הזיכיון בפלמחים והרחבת כמויות המים המותפלות בשני המתקנים. הגידול המתמשך בהכנסות וברווחיות בכל פעילויות הסביבה יוביל להמשך יצירת תזרים מהותי לבעלים
7. **הערכות להצפת ערך בתחום התחבורה** - המשך האצת הגידול בהכנסות וברווחיות על ידי צמיחה אורגנית ופעילות רכישות ומיזוגים בתחום ההיסעים, וסיכום ההסדרה הענפית בתחבורה הציבורית

> בהסתכלות קדימה ל-2030, בכוונתנו להאיץ את בניית הקרן לכוח מוביל בשוק ההון, תוך המשך פיתוח פורטפוליו דינמי המבוסס ברובו על נכסי value add המאפשרים השגת תשואות ברמה דו-ספרתית בינונית-גבוהה

אנו צופים כי מכלול מהלכים אלו יובילו להמשך גידול מהותי בשווי נכסי הקרן, יתמכו בהמשך עליית מחיר המניה, יאפשרו השתתפות במדדי המניות המובילים וייצרו עניין בקרן גם מצד משקיעים זרים.

לסיום, אנו מבקשים להודות לאלפי עובדות ועובדי הקרן וחברות הפורטפוליו על שנה נוספת של עשייה משמעותית, מחויבות מקצועית והתמדה, עשייה שהובילה את ג'נריישן לשיאים חדשים ולהישגים שתוארו לעיל. זאת, על אף מציאות ביטחונית וחברתית מורכבת, אשר הציבה אתגרים לא מבוטלים בפני המשק הישראלי כולו. אנו מאחלים לכולם חג פסח שמח, ותקווה לימים של שקט וביטחון, לסיומה המלא והמוצלח של תקופת הלחימה ולהשבת היציבות למדינת ישראל. מי ייתן והתקופה הקרובה תאפשר חזרה לשגרה, לצמיחה ולבניית עתיד טוב יותר, מתוך חוסן לאומי, אחריות משותפת ואמונה ביכולתו של המשק הישראלי להמשיך ולהתפתח.

יוסף זינגר
יו"ר דירקטוריון פעיל ומייסד

ארז בלשה
מנהל כללי ומייסד

ג׳נריישן קפיטל בע״מ

דוח תקופתי לשנת 2025

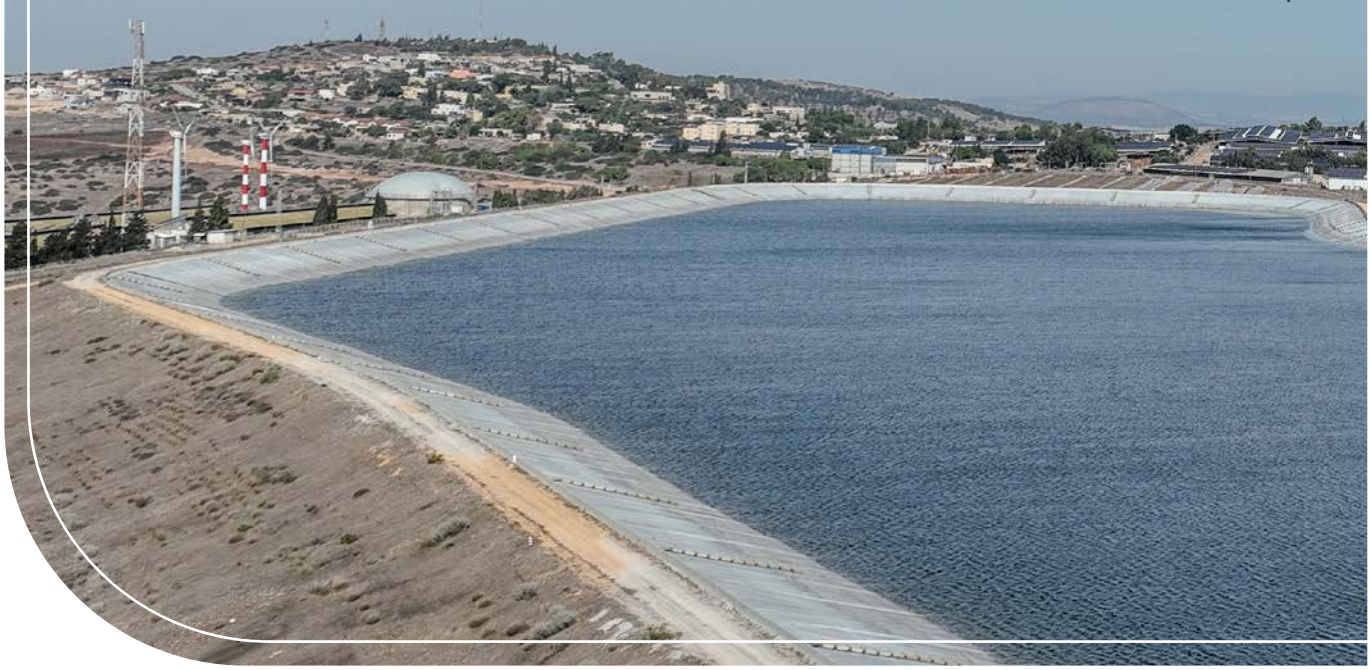
פרק א׳

דוח הדירקטוריון

for generations to come

דוח הדירקטוריון על מצב ענייני החברה ליום 31 בדצמבר 2025

דירקטוריון ג'נריישן קפיטל בע"מ ("**הקרן**" או "**החברה**") מתכבד להגיש בזה את דוח הדירקטוריון על מצב ענייני החברה לתקופה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 ("**תקופת הדוח**"), בהתאם להוראות תקנה 10 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 ("**תקנות הדוחות**").



תוכן עניינים

03 תמצית ביצועים פיננסיים של הקרן במהלך 2025

05 פורטפוליו

51 ניתוח הדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025

54 ממשל תאגידי

57 הוראות גילוי נוספות בקשר עם הדיווח הפיננסי של התאגיד

60 גילוי ייעודי למחזיקי אגרות החוב של החברה

תמצית ביצועים פיננסיים של הקרן במהלך 2025

כ-5.1
מיליארד ש"ח
שווי הוגן השקעות

כ-3
מיליארד ש"ח
הון עצמי

כ-33%
חוב פיננסי נטו לסך מאזן
(בניכוי מזומנים)

ilA+
דירוג אגרות החוב של הקרן
(S&P Maalot)

כ-824
מיליון ש"ח
סך הכנסות לשנת 2025

כ-230
מיליון ש"ח
הכנסות תזרימיות

כ-686
מיליון ש"ח
רווח לפני מס

כ-1.3
מיליארד ש"ח
EBITDA Adjusted מצרפי[1]

דיבידנדים:

כ-65
מיליון ש"ח
דיבידנד שהוכרז ב-2025

כ-100
מיליון ש"ח
דיבידנד צפוי ב-2026[2]
(לא כולל דיבידנד מיוחד)

כ-2.23
ש"ח
NAV למניה
(בנטרול מסים נדחים)

כ-58
אגורות
FFO ג'נריישן למניה[3]

1 ה-EBITDA המצרפית חושבה בהתאם להגדרות המפורטות ביחס לכל תחום פעילות, ובהתאם להוראות ה-IFRS כאשר: א) נתוני חברות בנות מוצגים ב-100% ונתוני חברות כלולות/עסקאות משותפות מוצגים באיחוד יחסי; (ב) ה-EBITDA המצרפית משקפת חיבור של ה-EBITDA Adjusted של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה של הפלטפורמה ונכסיה ובניכוי עלויות הנהלה ומטה של הקרן.

2 מידע צופה פני עתיד - מובהר, כי כוונותיה העקרוניות של הקרן לחלק דיבידנדים כאמור, אינן מהוות התחייבות לבצע חלוקה עתידית.

3 איחוד יחסי של ה-FFO Adjusted של השקעות הקרן לשנת 2025, לפי שיעורי ההחזקה של הקרן בהשקעות לתום שנת 2025, ובניכוי: עלויות הנהלה ומטה, תשלומי ריבית ותשלומי מס של הקרן ושל כל נכסי הפורטפוליו.

תשואות הקרן

תשואה על ההשקעות[4]

18.3%
תשואה שנתית ממוצעת ממועד הקמת הקרן

19.9%
שנת 2025

7.4%
שנת 2024

14.5%
שנת 2023

12.8%
שנת 2022

תשואה על ההון לפני מס[5]

20.7%
תשואה שנתית ממוצעת ממועד הקמת הקרן

28.0%
שנת 2025

4.8%
שנת 2024

17.3%
שנת 2023

11.4%
שנת 2022

4 מחושב על בסיס השינוי בשווי ההשקעה (בתוספת הכנסות שהתקבלו) לתקופה המצטברת, במונחים שנתיים. היחס משקף את התשואה הפנימית השנתית על ההשקעות של הקרן.

5 מחושב על בסיס השינוי בהון העצמי של הקרן (לפני השפעת מס) לתקופה המצטברת, במונחים שנתיים. היחס משקף את התשואה לבעלי המניות (לפני מס) על ההון העצמי השייך להם.

generation

01
פורטפוליו

for generations to come

1.1 פורטפוליו נכסים תזרימי, מבוזר היטב, חסין וצומח

1.1.1. נראות גבוהה של תזרימי מזומנים חזקים וצומחים לטווח ארוך הנתמכת ב:

פיזור סגמנטלי ונכסי רחב מאוד עם **מיקוד בתחומי התשתיות והאנרגיה** שבליבת העשייה הלאומית

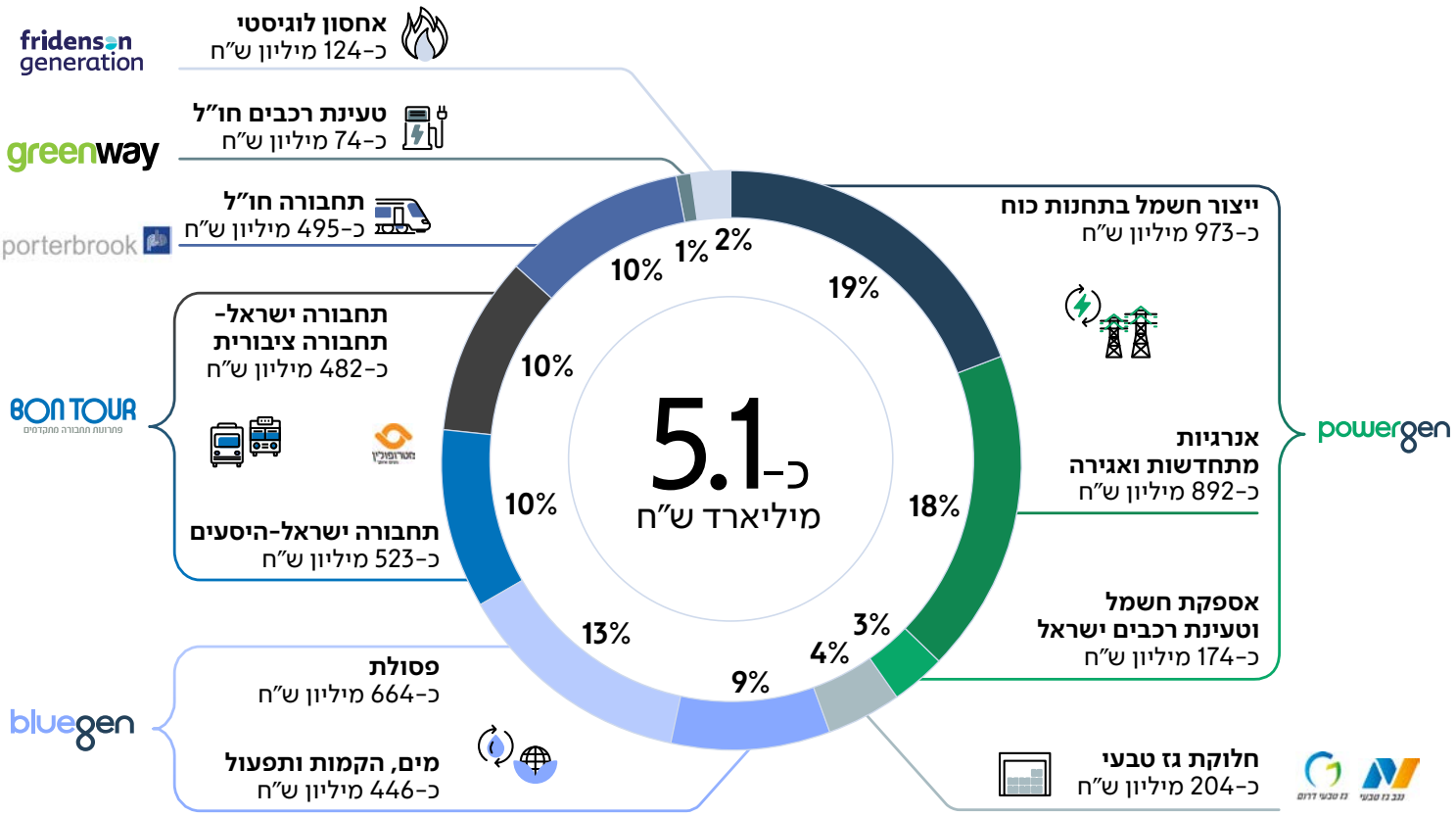
תזרים הכנסות מבוסס חוזים ארוכי טווח עם הגנות - מרבית ההתקשרויות הינן בחוזים ארוכי טווח ובהסדרות מדינה, ללא סיכוני ביקוש מהותיים

פעילות ייזום, פיתוח והשבחה בהיקפים מהותיים ככר **ליצירת והצפת ערך, וצמיחה פרמננטית בהיקף התזרימים**

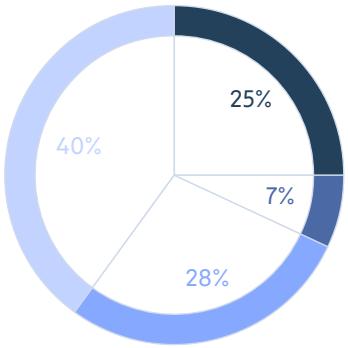
השפעה חיובית נטו לעלייה באינפלציה על תזרימי המזומנים של נכסי הפורטפוליו. **חשיפה נמוכה לריבית משתנה** בנכסים

פורטפוליו הנכסים של ג'נריישן

מאפייני הפורטפוליו מאפשרים פוטנציאל רב לצמיחה



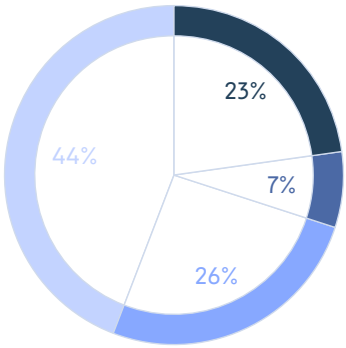
תקופת התקשרויות[6]



1-2 שנים | 3-4 שנים

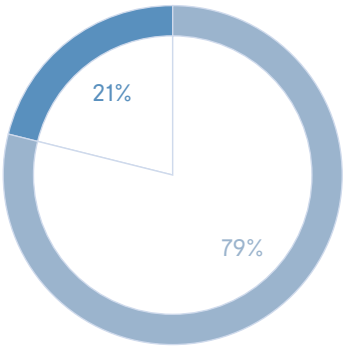
תקופת התקשרויות פרופורמה[7]

להכנסות מנכסים בהקמה



5-9 שנים | 10+ שנים

מאפייני התקשרויות

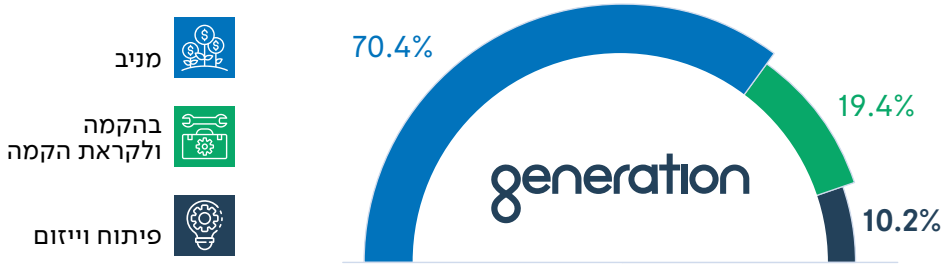


תלוי ביקוש | PPP, טווח ארוך והסדרות מדינה

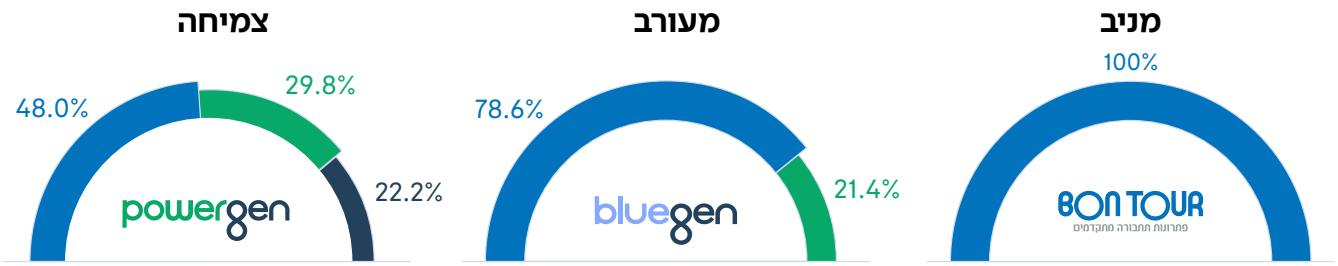
6 בחינת תקופת ההתקשרויות החוזיות של נכסי הפורטפוליו בוצעה באמצעות פילוח חלקה של הקרן בהכנסות של נכסי הפורטפוליו לשנת 2025 לפי יתרת תקופת ההתקשרויות החוזיות שהניבו את ההכנסות האמורות על סמך מיפוי ההסכמים של נכסי הפורטפוליו מול הלקוחות, תוך שילוב הנחות שונות במקרים מסוימים, כדוגמת במקרים בהם קיימת אופציה לסיום מוקדם של ההתקשרות (כתלות במידת הסבירות של הפעלת האופציה), מקרים בהם קיימים לקוחות ותיקים ויציבים הפועלים על סמך הסכם מתחדש וכו'. יובהר כי להתאמות שבוצעו על בסיס הנחות אלה אין השפעה מהותית על הפילוח. יובהר כי חלקה של הקרן בהכנסות ממתקן ההתפלה בפלמחים נכללות בתקופה של 10 שנים ומעלה. בשל מאפייני הפרויקט כ-BOO, מעריכה הקרן כי בתום תקופת הזיכיון הנוכחית תגובשנה הסכמות חדשות הן עם בעל זכויות החכירה בקרקע והן עם המדינה, כך שהמתקן יישאר בבעלות שותפות פלמחים וימשיך להיות מופעל על ידה לתקופת זיכיון נוספת. המשך הפעלתו של מתקן ההתפלה בפלמחים על ידי הקרן (בעקיפין) לאחר תום תקופת הזיכיון הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית וכפופה, בין היתר, לקבלת הסכמות צדדים שלישיים.

7 הפרופורמה כוללת תוספת של חלקה של הקרן בהכנסות מפרויקטים שהקמתם טרם הושלמה כגון: השלמת ההקמה של מתקן מיון ומחזור פסולת בשפד"ן (סמארט ווייסט), השלמת הקמת תחנת הכוח שמוקמת לצד מתקן ההתפלה באשדוד, השלמת ההקמה של כל השדות בפרויקט PV אגירה 2 וכו'. אין ודאות כי תושלם הקמתם של הנכסים שבהקמה או לקראת הקמה, וזאת, בין היתר, כתוצאה משינויי רגולציה, קשיים במשאים ומתנים, עיכוב בקבלת היתרי בנייה ו/או אישורים שונים, מימון חסר או כתוצאה מהתממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 18 לפרק ב' בדוח זה.

תמהיל הפרוטפוליו[8]

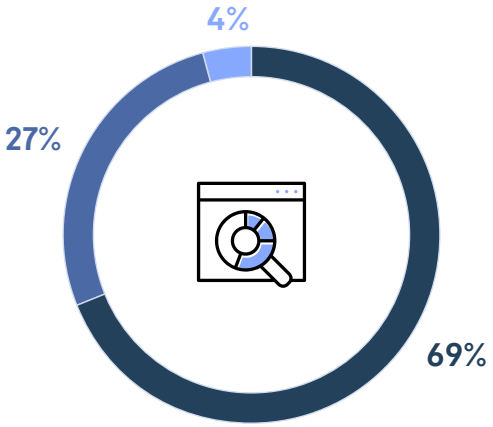


מפולח לפי שווי - פוטנציאל מהותי לעליית ערך נכסי פיתוח ייזום והקמה



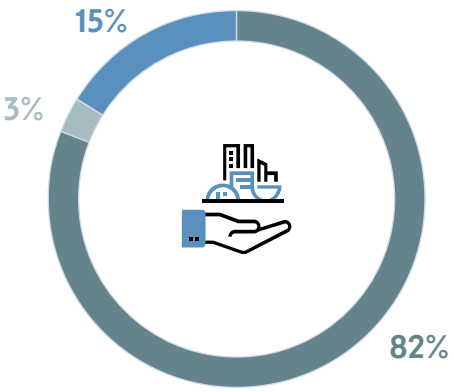
1.1.2. מרבית הפורטפוליו בשליטת הקרן ומעודכן לסביבת הריבית הגבוהה

מועדי ואופי עדכון השווי[9]



- נכסים ששווים הוערך בשנת 2025
- נכסים ששוויים הוערך על בסיס עסקה
- נכסים נוספים

שיעורי בעלות - שליטה ברוב המוחלט של הפורטפוליו[9]



- שליטה
- שליטה משותפת
- ללא שליטה

8 החלוקה בין הרכיבים (מניב, בהקמה ולקראת הקמה, פיתוח וייזום) נעשתה על בסיס שווי נכסי הפורטפוליו נכון ליום 31 בדצמבר 2025 בהתאם לדוחותיה הכספיים של הקרן ולפי הסטאטוס שבו נמצא כל נכס.

9 החלוקה בוצעה על בסיס שווי נכסי הפורטפוליו נכון ליום 31 בדצמבר 2025 בהתאם לדוחותיה הכספיים של הקרן.

1.2. פוטנציאל לעליית ערך

1.2.1. ניתוחי רגישות

השפעת שינוי של 0.5% בשיעור ההיוון ששימש להערכת שווי נכסי הפורטפוליו*

*חושב על בסיס הערכות השווי החיצוניות שבוצעו לכל אחד מנכסי הפורטפליו והותאם לשווי נכסי הפורטפוליו ליום 31/12/2025.

1.2.2. פוטנציאל השבחה ועליית ערך בטווח קצר-בינוני

קטגוריה	נכסי פורטפוליו רלוונטיים	דוגמאות מרכזיות	טווח זמנים	פרמטר מרכזי בהערכת השווי
הבשלת תהליכי ייזום, פיתוח והקמה	פאוורג'ן, בלוג'ן	ריינדיר מיצוי צבר מתחדשות/קונבנציונליות סמארט וויסט WTE נאות חובב IPP אשדוד מתקני מיון נוספים	קצר-בינוני קצר-בינוני קצר בינוני קצר קצר-בינוני	שיעור היוון שיעור היוון/נכסים חדשים שיעור היוון נכסים חדשים שיעור היוון נכסים חדשים
ייזום אורגני	פאוורג'ן, בלוג'ן	הרכשת קרקעות מתחדשות נוספות הרכשת קרקעות תחנות כוח נוספות, חוות שרתים ייזום מתקני קצה בפסולת הרחבת מתקן התפלה פלמחים	קצר קצר-בינוני קצר-בינוני בינוני	נכסים חדשים שיעור היוון/נכסים חדשים
אירועים מהותיים נוספים	פאוורג'ן, בלוג'ן, מטרופולין	הסדרה ענפית תח"צ הגדלת כמויות במתקני ההתפלה פיצוי מדינה בסמארט וויסט מכרזי תעודות זמינות במספק בזק-ג'ן	קצר קצר קצר קצר-בינוני	שיעור היוון/מח"מ גידול בהכנסות שיעור היוון/רווח גידול בשיעור הרווח, שיעור היוון
התייעלות תפעולית	בלוג'ן, מטרופולין, פאוורג'ן	מיצוי יתרונות לגודל ושדרוג מדדים תפעוליים בתח"צ PMI בזרוע הפסולת הרכשת לקוחות בזק-ג'ן	קצר-בינוני קצר-בינוני קצר-בינוני	שיעור רווחיות
מיזוגים ורכישות	מרבית נכסי הפורטפוליו	רכישת פעילויות סינרגטיות (כדוגמת תחום ההיסעים)	קצר-בינוני	גידול בתזרים לבעלים

1.3. אסטרטגיה עסקית ומדיניות השקעות במבט ל-2030

ג'נריישן קפיטל הוקמה כקרן סחירה הראשונה מסוגה בישראל, שבבסיסה הנגשת היתרונות הייחודיים של עולם התשתיות והאנרגיה עבור שוק ההון, תוך שיתוף בעלי המניות בתשואה. מראשית דרכה, פועלת הקרן בגישת השקעה פרו-אקטיבית המעמידה את יצירת הערך והיזמות העסקית כמוטיב מרכזי, ובהתאם שמה דגש על אקטיביזם ניהולי בהחלטות ופעולות **"משביחות-ערך" ("value-add")** סביב מקטעי איתור וביצוע השקעות חדשות, פעילות ייזום, הקמה והשבחה של הנכסים. היקף הנכסים בניהול הקרן הגיע השנה לכ-5 מיליארד ש"ח והוא פרוס באופן מיטבי בתחומים המרכזיים של מרחב ההשקעה בתחום התשתיות והאנרגיה.

בשנים הקרובות, בהסתכלות קדימה לשנת 2030, בכוונת הקרן להאיץ את התבססותה ככוח מוביל בשוק-ההון, בגישה יזמית, אג'ילית, ובעלת אוריינטציה ביצועית מובהקת. בכוונת הקרן להמשיך לפתח פורטפוליו דינמי, אשר יהיה מורכב ברובו מנכסים מסוג Value-Add המאפשרים השגת תשואות ברמה דו-ספרתית בינונית-גבוהה, תוך העצמת תחומי הליבה: אנרגיה, פסולת, מים ותחבורה, בד בבד עם יצירת בסיס עסקי מוצק בתחומי ליבה נוספים. הקרן תשאף להכפיל את היקף הנכסים המנוהלים עד תחילת העשור הבא, תוך שימור פריסה ענפית ונכסית רחבה והמשך עלייה עקבית בתזרימים.

הקרן תחתור להצפות ערך ומימושים בתשואות גבוהות ולמיצוי פוטנציאל ההשבחה, לצד שמירה על רמות מינוף שיבטיחו דירוג אשראי גבוה ויציב. במקביל, יירכשו נכסים חדשים בהם טמון פוטנציאל השבחה מהותי. הקרן תחדד את המיקוד בישראל ותמשיך במגמת בניית שותפויות אסטרטגיות סינרגטיות ובפעילות יזמית עצימה. ככלל, פעילות בין-לאומית תוכל להיעשות באמצעות חברה אופרטיבית מוחזקת בזיקה לפעילויות הקיימות בהן.

אסטרטגיה כוללת זו מתורגמת למדיניות עסקית ומודל יצירת ערך, בניהול תמהיל נכסים מותאם ובקידום מהלכים מרכזיים ברמת הקרן וברמת נכסי הליבה.

המשך חידוד מודל יצירת הערך

- **פעילות ייזום** של נכסים עם פוטנציאל השבחה גבוה בפרופיל תשואה/ סיכון הולם.
- **פעילות הקמה** המבוססת על מומחיות מקומית, ידע ואמינות מול רגולטורים/ גורמי מימון. ניהול מורכב הדורש שליטה ונוכחות בשטח, ביצוע מהיר ואפקטיבי עם גישת "Hands on".
- **פעילות השבחה תפעולית** מתבססת על שליטה בנכסים העיקריים ומחייבת יכולת זיהוי הזדמנויות מורכבות, היכרות עם הענף, רמת מומחיות גבוהה בתחום, יכולת תפעול מדויקת והבנה עמוקה של הדינמיקה התחומית.
- השאת תשואות גבוהות ויתרונות תחרותיים על בסיס מבנה זכיין – EPC – O&M.

ניהול תמהיל נכסים לטווח הבינוני והארוך

- **שדרה מרכזית – עד 75% מהפורטפוליו בסיכון בינוני.** השבחה תפעולית, השבחה פרוייקטאלית, ייזום בסיכון קבלני נמוך (סולארי ואגירה, מתקני מיון פסולת וכיוצ"ב).
- **רכיב בסיכון נמוך – עד 15% מנכסי הקרן**: נכסים פעילים תזרימיים בפוזיציה אסטרטגית.
- **רכיב בסיכון גבוה – עד 25% מנכסי הקרן**: פעילות ייזום, הקמה וקבלנות, טווחי זמן ארוכים לתזרים חופשי (למעט רווח קבלני).

מהלכים מרכזיים בניהול האסטרטגי-פיננסי ברמת הקרן

- הטמעת תנאי-סף כמותיים, אשר נקבעו בהתאם לאסטרטגיה, לבחינת השקעות חדשות וניהול הנכסים.
- המשך הפרו-אקטיביות מול העסקאות המתהוות במיקוד על תחומי הליבה, ופיתוח של 1-2 תחומי פעילות אופציונליים נוספים.
- בחינה מתמדת של ערכי השוק של האחזקות ומצבים מתהווים לרבות תזמון, רוכשים פוטנציאליים, מהלכי השבחה וקידום מימושים.
- ניהול רציף של מודל האחזקה בנכסים קיימים ועתידיים לרבות: משך אחזקה, גודל אחזקה, אסטרטגיית השבחה, השקעות סינרגטיות משלימות ותזרים לאורך התקופה.
- ניהול תזרימי כולל שיאפשר התמקדות בנכסי השבחה לצד יצירת מקורות לתשלום דיבידנד תקופתי. תשואת הדיבידנד תשקף את אסטרטגית הקרן, ותקנה למשקיע תשואה רבעונית שוטפת ותמורה ייעודית במימוש משמעותי.

מהלכים מרכזיים בניהול האסטרטגי-אופרטיבי בנכסי הליבה

- המשך פיתוח PowerGen כחברת אנרגיה אינטגרטיבית מובילה בעלת הספקים משמעותיים, ייחוד תחרותי ואופק צמיחה מבטיח.
- המשך העצמת פעילות BlueGen, תוך האצת הצמיחה בתחומי המים, הפסולת וה-EPC, לאור הפוטנציאל הגלום בכל אחד מתחומים.
- המשך השבחת פעילות התחבורה בישראל והפיכתה למוקד להתרחבות בתחום, תוך התאמת הקונפיגורציה המבנית.
- האצת צמיחה בתחום הלוגיסטיקה באמצעות הצמחת פעילות המרלו"גים ובחינת רכישות משלימות.

קיימות בנושאים סביבתיים וחברתיים

הקרן פועלת בתחומים אשר להם השפעה ישירה על הסביבה ועל החברה. על כן, אנו רואים את עצמנו מחויבים לפעול לקידום עקרונות לקיימות בנושאים סביבתיים וחברתיים, מתוך הבנה כי השקעה אחראית משמעה השקעה טובה יותר כלכלית, אך גם סביבתית וחברתית. בהתאם, אימצה הקרן מדיניות סביבתית וחברתית (ESG) בהתאם לעקרונות להשקעות אחראיות והיא משלבת שיקולי סביבה וחברה במסגרת מדיניות ההשקעה שלה וניהול הנכסים.

שקיפות למשקיעים

הקרן חרטה על דגלה את נושא השקיפות למשקיעה מתוך ראייתם כבעלי עניין ושותפים מלאים בפעילותה השוטפת. אנו דוגלים בקיום שיח מתמיד עם המשקיעים תוך בניית יחסי אמון וצמיחה הדדית בחתירה למטרות פיננסיות משותפות.

1.4. השקעות הקרן

1.4.1. נתונים עיקריים אודות פורטפוליו הנכסים ממועד רכישתו ועד ליום 31 בדצמבר 2025

תחום תשתית ("סקטור")	תת-סקטור	באמצעות	שיעור החזקה	שיעור קידום התשואה לבעלים (Ke)	השקעה במועד הרכישה[10]	השקעות נוספות[11]	התאמות שווי הוגן[12]	שווי החזקות הקרן	הכנסות מנכסי הפורטפוליו[13]
						ממועד רכישת ההשקעה ועד ל-31/12/25 (אלפי ש"ח)		31/12/2025 (אלפי ש"ח)	ממועד רכישה ועד ל-31/12/25 (אלפי ש"ח)
סביבה	מים, שפכים ופסולת	BlueGen	80.01%	~12.2%[14]	104,891	654,978	350,856	1,110,725	360,491
תחבורה	הסעת המונים ותחבורה ציבורית	בון תור	75.7%	~12.1%[15]	102,313	146,458	755,872	1,004,643	107,569
חשמל ואנרגיה	ייצור, אגירה ואספקת חשמל	PowerGen	100%	~ 10.9%[16]	257,266	964,297	818,829	2,040,392	137,394
תחבורה	תחבורה רכבתית באנגליה	פורטברוק	10%	10.2%[17]	486,735	-	99,518	495,445	90,808
חשמל ואנרגיה	חלוקת גז טבעי והפעלת התשתיות	חברות חלוקת הגז	33.33%	11.5%	133,500	-	70,220	203,720	3,902
לוגיסטיקה	אחסון לוגיסטי	פרידנזון-ג'נריישן	50%	~11.9%	76,811	-	47,006	123,817	12,062
חשמל ואנרגיה	טעינה חשמלית	גרין-ווי	13.2%	23.0%	26,851	40,306	6,401	73,558	-
סה"כ				**~11.6%**	**1,188,367**	**1,806,039**	**2,148,702**	**5,052,300**	**712,226**

10 במונחי עלות נומינלית, לרבות הלוואות בעלים ושטרי הון.

11 במונחי עלות נומינלית, לרבות הלוואות בעלים ובניכוי השקעות שנמכרו.

12 התאמות שווי הוגן, קרי, שינוי נטו בשווי ההוגן של נכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו, כוללות בשנת 2025 הפסד מרכיב גידור של עסקאות שער חליפין בניכוי שינויים בשער חליפין על השקעות הקרן מחוץ לישראל.

13 הכנסות שהתקבלו מנכסי הפורטפוליו והוכרו כהכנסה בדוחות הכספיים.

14 התשואה לבעלים ב-BlueGen הינה הממוצע המשוקלל של התשואה לבעלים על כל נכסי BlueGen על בסיס הערכת שווי חיצונית מיום 30 ביוני 2025.

15 התשואה לבעלים בבון תור הינה הממוצע המשוקלל של התשואה לבעלים על כל נכסי בון תור על בסיס הערכת שווי חיצונית מיום 30 ביוני 2025.

16 התשואה לבעלים ב-PowerGen הינה הממוצע המשוקלל של התשואה לבעלים על כל נכסי PowerGen על בסיס הערכת שווי חיצונית מיום 31 בדצמבר 2025.

17 ההשקעה בפורטברוק סווגה כנכס מוחזק למכירה החל מיום 30 בספטמבר 2024.

1.4.2. נתונים עיקריים אודות פורטפוליו הנכסים בשנת 2025

תחום תשתית ("סקטור")	תת-סקטור	באמצעות	שיעור החזקה	שווי החזקות הקרן 31/12/2024 (אלפי ש"ח)	השקעות נוספות[11] שנת 2025 (אלפי ש"ח)	התאמות שווי הוגן[12] שנת 2025 (אלפי ש"ח)	שווי החזקות הקרן 31/12/2025 (אלפי ש"ח)	מודל הערכת שווי	הכנסות מנכסי הפורטפוליו[13] שנת 2025 (אלפי ש"ח)
סביבה	מים, שפכים ופסולת	BlueGen	80.01%	1,104,879	40,005	(34,159)	1,110,725	DCF וקידום תשואה לבעלים, שווי מבוסס עסקה[18]	179,578
תחבורה	הסעת המונים ותחבורה ציבורית	בון תור	75.7%	890,276	26,360	88,007	1,004,643	DCF וקידום תשואה לבעלים[19]	1,875
חשמל ואנרגיה	ייצור, אגירה ואספקת חשמל	PowerGen	100%	1,262,985	215,000	562,407	2,040,392	DCF[20]	20,000
תחבורה	תחבורה רכבתית באנגליה	פורטברוק	10%	523,807	-	(21,562)	495,445	שווי מבוסס עסקה[21]	23,019
חשמל ואנרגיה	חלוקת גז טבעי והפעלת התשתיות	חברות חלוקת הגז	33.33%	182,707	-	21,013	203,720	DCF וקידום תשואה לבעלים[22]	124
לוגיסטיקה	אחסון לוגיסטי	פרידנזון-ג'נריישן	50%	117,134	-	6,683	123,817	DCF וקידום תשואה לבעלים[23]	5,000
חשמל ואנרגיה	טעינה חשמלית	גרין-ווי	13.2%	98,541	3,102	(28,085)	73,558	DCF וקידום תשואה לבעלים[24]	-
סה"כ				**4,180,329**	**284,467**	**594,304**	**5,052,300**		**229,596**

18 ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה, למעט זרוע הפסולת, נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום התשואה בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 31 בדצמבר 2025. שווי זרוע הפסולת הכוללת את נכסי חברת דקל תשתיות, ק.מ.מ ומתקן סמארט וויסט (ללא קבלני ההקמה) נאמד ליום 31 בדצמבר 2025, בהתאם להסכם מחייב שנחתם לאחר תאריך הדוח בין BlueGen לבין לאומי פרטנרס, לרכישת 15% מהון זרוע הפסולת בתמורה להשקעה כוללת של כ-168 מיליון ש"ח על ידי לאומי פרטנרס – ראו סעיף 4.5.

19 שוויה ההוגן של ההשקעה ליום 31 בדצמבר 2025 נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ליום 30 ביוני 2025 ועל ידי קידום התשואה בשיעור התשואה לבעלים עד ליום 31 בדצמבר 2025 - ראו סעיף 4.5.

20 ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה ב-PowerGen נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2025 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) - ראו סעיף 4.5.

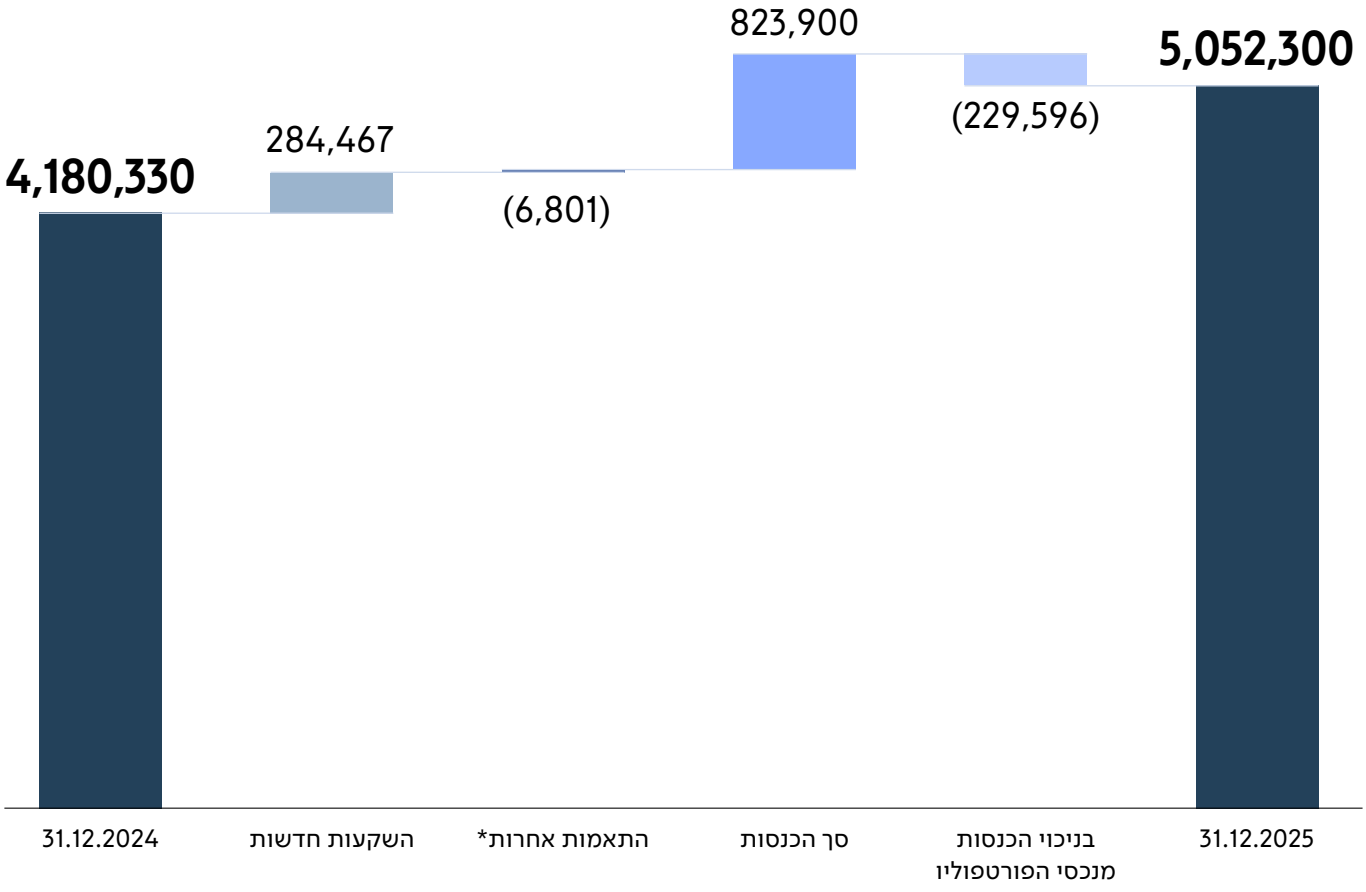
21 ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה ב-Porterbrook נאמד על בסיס הסכם מחייב למכירת מלוא ההשקעה אשר נחתם לאחר תאריך הדוח, בתוספת השווי ההוגן של עסקאות הגנה שביצעה החברה על הליש"ט נכון ליום 31 בדצמבר 2025 - ראו סעיף - 4.5.

22 ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה בחברות חלוקת הגז הטבעי נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2024 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום התשואה בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת השווי עד ליום 31 בדצמבר 2025.

23 ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 בספטמבר 2025 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום התשואה בשיעור התשואה לבעלים עד ליום 31 בדצמבר 2025.

24 ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 במרץ 2025 ואשר מתבססת על עסקה עם קרן MIROVA שהוכנסה כמשקיעה אסטרטגית ב-Greenway, ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת השווי עד ליום 31 בדצמבר 2025.

1.4.3. שינויים בשווי ההשקעות בנכסי הפורטפוליו במהלך שנת 2025
(אלפי ש"ח)



* פרעון עסקאות הגנה

1.4.4. תשואת ההשקעות

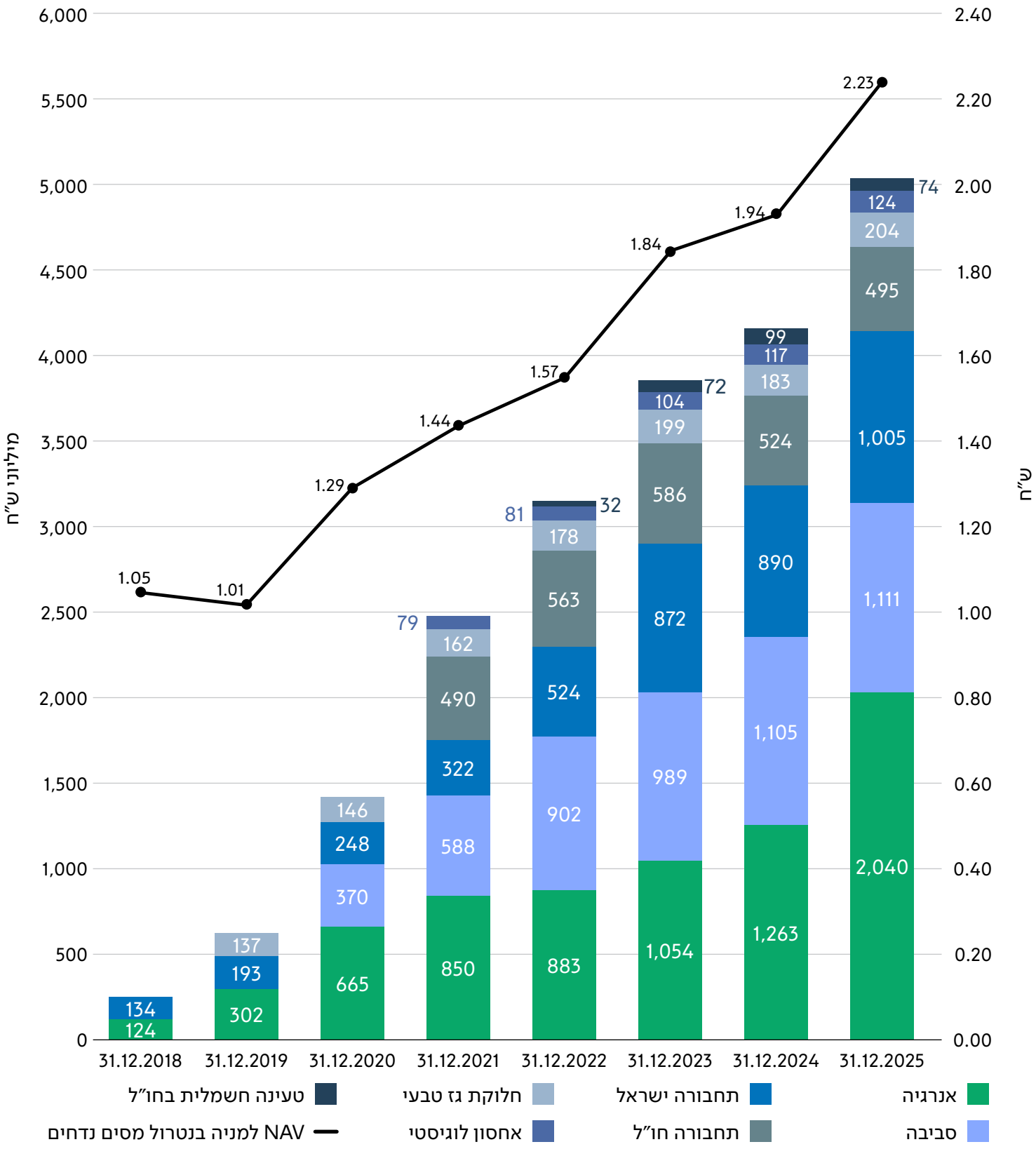
		תשואה על ההשקעה מרכישה[25] (בחישוב שנתי)	תשואה על ההשקעה בשנת 2025[25] (בחישוב שנתי)	החזר השקעה (ROI)[26] מרכישה	
סביבה	**BlueGen** מים, שפכים ופסולת מועד השקעה ראשונה: 05/2020	19.0%	13.8%	בלוג'ן בכללותה 48% זרוע הפסולת 23%	
תחבורה	**בון תור** היסעים ותחבורה ציבורית מועד השקעה ראשונה: 09/2018	35.2%	9.9%	היסעים 68% מטרופולין 33%	
חשמל ואנרגיה	**PowerGen** ייצור, אגירה ואספקת חשמל מועד השקעה ראשונה: 12/2018	17.2%	45.5%	14%	
תחבורה	**פורטרברוק** תחבורה רכבתית באנגליה מועד השקעה ראשונה: 10/2021	5.8%	0%	23%	
חשמל ואנרגיה	**חברות חלוקת הגז** חלוקת גז טבעי מועד השקעה ראשונה – 09/2019	7.4%	11.6%	–	
לוגיסטיקה	**פרידנזון-ג'נריישן** אחסון לוגיסטי מועד השקעה ראשונה – 08/2021	15.0%	10.1%	16%	
חשמל ואנרגיה	**גרין-ווי** טעינה חשמלית מועד השקעה ראשונה – 03/2022	3.4%	(27.8%)	–	
	סה"כ	**18.3%**	**19.9%**	**24%**	

25 מחושב על בסיס השינוי בשווי ההשקעה (בתוספת הכנסות שהתקבלו) לתקופה המצטברת, במונחים שנתיים. היחס משקף את התשואה הפנימית השנתית על ההשקעות של הקרן.

26 מחושב לפי היחס שבין התזרימים שהתקבלו מהנכס (בראות הבעלים, לרבות מימושים) ממועד ההשקעה המקורית ועד ליום 31 בדצמבר 2025 לבין עלות ההשקעה המקורית לרבות השקעות נוספות שבוצעו בנכס ממועד ההשקעה המקורית. היחס משקף את שיעור החזר ההשקעה על הנכס.

1.5. התפתחות הפורטפוליו והתפתחות NAV למניה[27] בין השנים 2018–2025

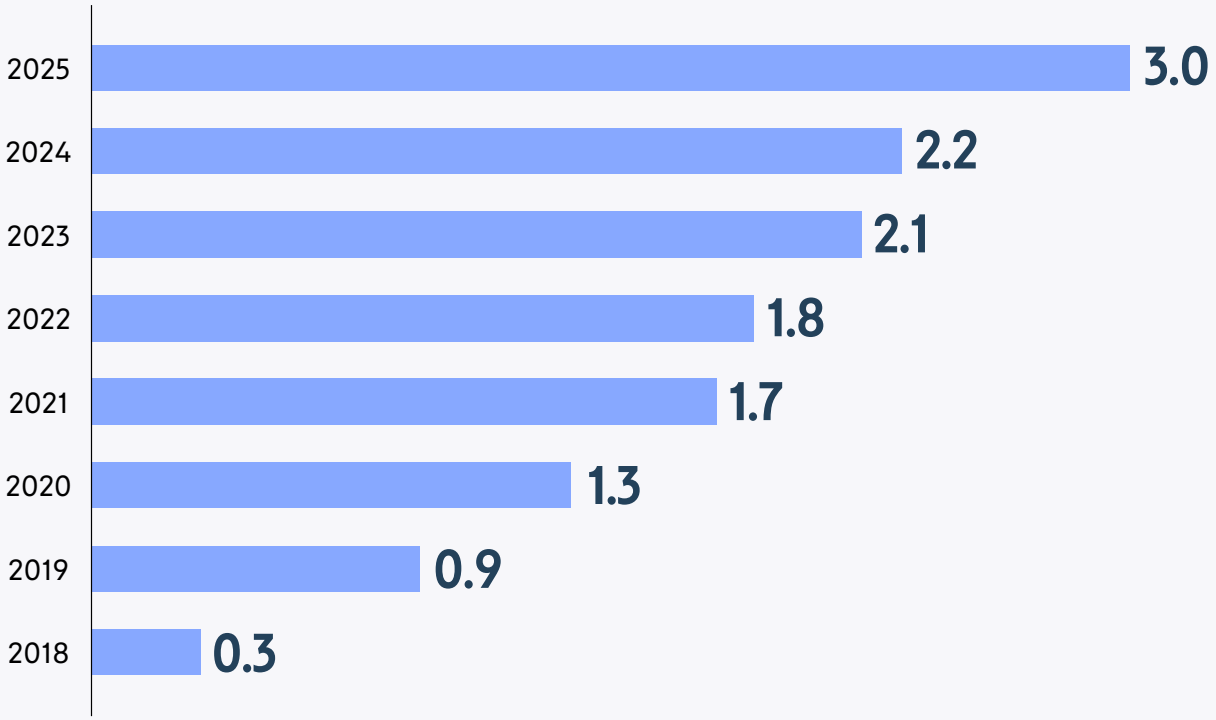
שווי הוגן השקעות (במיליוני ש"ח) בפילוח שנתי ו-NAV למניה



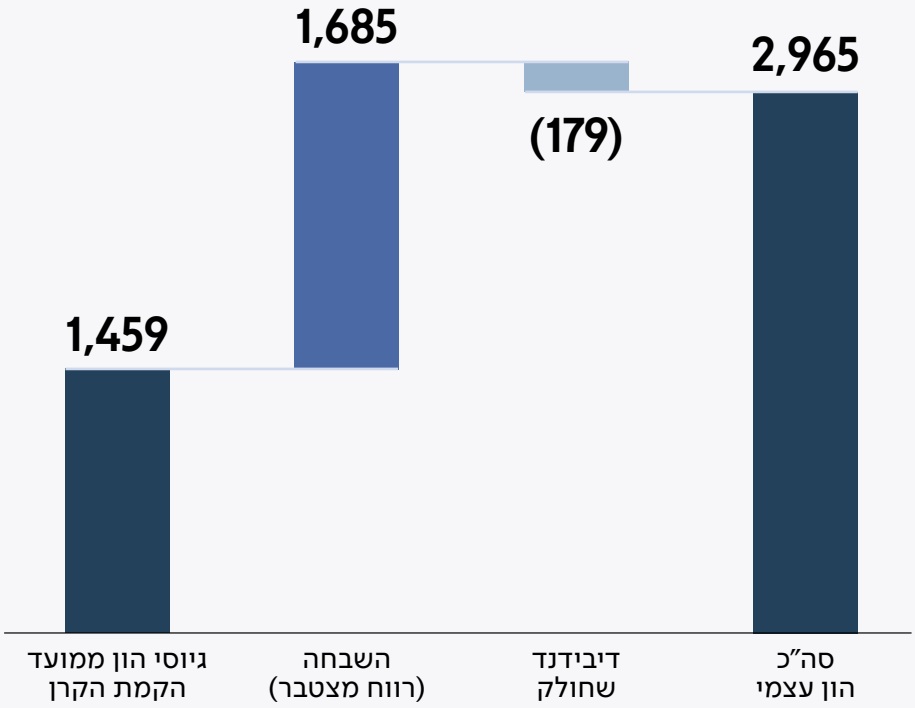
27 ה-NAV למניה המוצג הינו בנטרול סעיף התחייבות מיסים נדחים.

1.6 התפתחות ההון העצמי

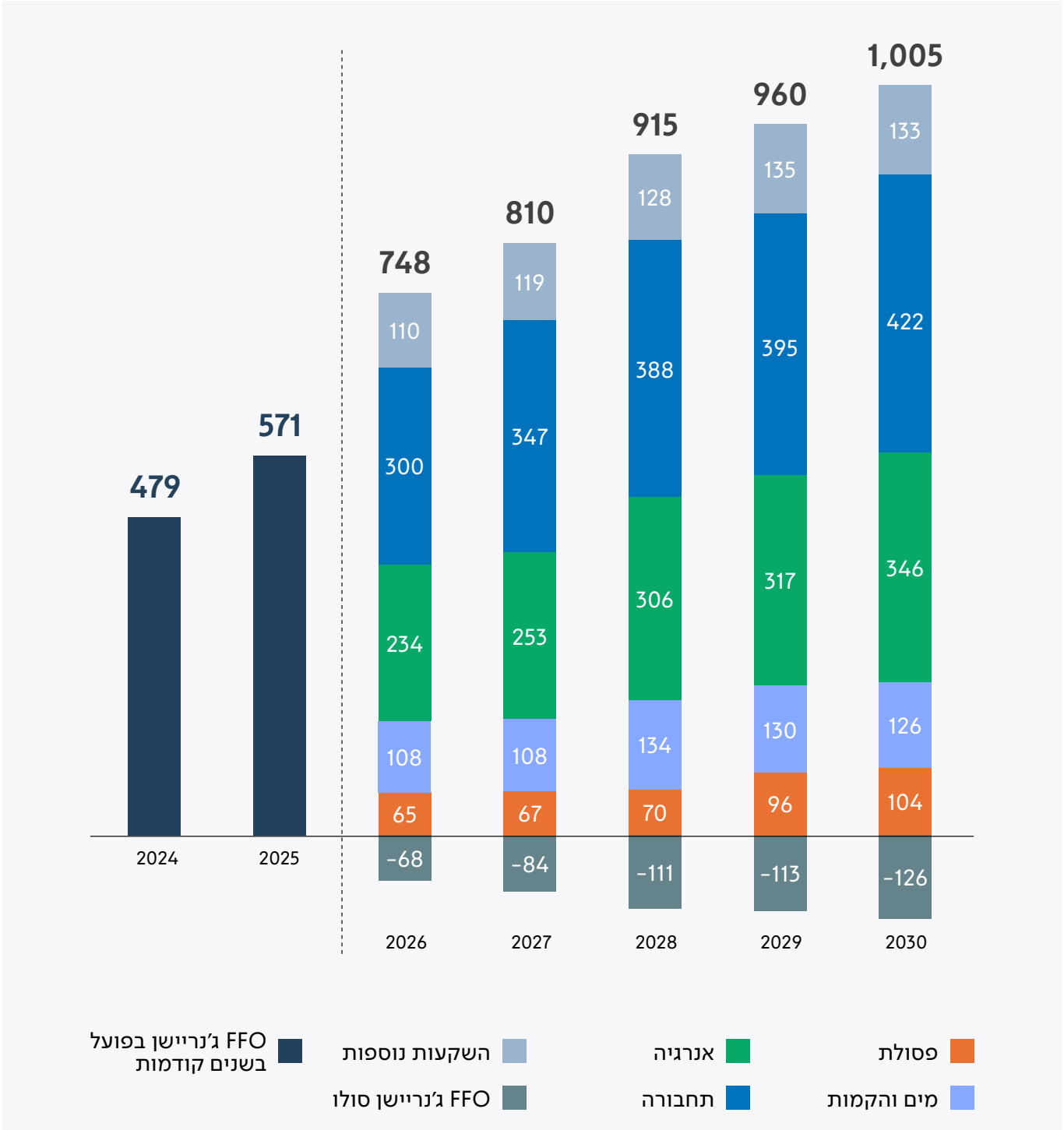
התפתחות ההון העצמי ממועד הקמת הקרן
(במיליארדי ש"ח)



מרכיבי הצמיחה בהון העצמי ממועד הקמת הקרן
(במיליוני ש"ח)



1.7. תחזית התפתחות FFO ג'נריישן (מנכסים קיימים)[29,28] (מיליוני ש"ח)



28 כהגדרת מונח זה בהערת שוליים 2 לעיל.

29 נתוני ה-FFO המייצגים המתוארים בגרף זה הינם בגדר מידע צופה פני עתיד כמשמעו בחוק ניירות ערך, והם מתבססים על המידע הידוע לקרן נכון למועד פרסום הדוח, וכן על שאיפותיה, הנחותיה והערכותיה של הקרן, בין היתר בדבר השלמת ההקמות של נכסים בהקמה או לקראת הקמה. באשר להשקעה בפורטברוק, ולאור החתימה על הסכם מחייב למכירתה לאחר תאריך המאזן, התחזית מניחה כי תמורת המכירה תושקע מחדש בהשקעה חדשה אשר תייצר FFO דומה ל-FFO החזוי בגין ההשקעה בפורטברוק. נתונים אלו עלולים להשתנות, בין היתר, כתוצאה מאי השלמת ההקמה של איזה מהנכסים המפורטים וזאת כתוצאה משינויים במצב הכלכלי בישראל, במגמות ושינויים בענפי הפעילות השונים וכן כתוצאה מהתממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 18 לפרק ב' בדוח זה.

1.8. פרויקטים מהותיים בהקמה אשר ייצרו תזרימים גבוהים בעתיד

בהשקעות הקרן קודמו בשנה החולפת מספר פרויקטים מהותיים אשר צפויים להשפיע על תזרימי המזומנים הפנויים בשנים הקרובות. להלן טבלה המרכזת את הפרויקטים הגדולים שנמצאים כרגע בשלבי ביצוע והנתונים לגביהם:

פרויקטים בהקמה	עלות הקמה משוערת (CAPEX) (מש"ח)[30,31]	סטאטוס הקמה (%)	מועד משוער לסיום הקמה[32]	תקופת זיכיון/ רישיון/אסדרה (שנים)
סמארט ווייסט (50%, דרך BlueGen)	1,053[33]	73% (כ-90% הנדסי)	רבעון 3, 2026	25 שנים מתום הקמה
דיה (50%, דרך BlueGen)	335	29%	רבעון 3, 2027	25 שנים מתום הקמה
אשדוד - התפלה (50%, דרך BlueGen)	890	100%	פעיל	19
אשדוד - IPP (50%, דרך BlueGen)		68% (כ-74% הנדסי)	רבעון 4, 2026	19
מתקני PV אגירה ואגירה SA (90%-100% משוקלל דרך PowerGen)	593[34]	6%	2026-2029	22-25
WTE נאות חובב (54.5% דרך זרוע הפסולת של BlueGen)	1,500	זכייה חדשה, לקראת הקמה	2030	25 שנים מתום הקמה
סה"כ	**4,371**			

30 עלויות הקמה בלבד, ללא רווח קבלני.

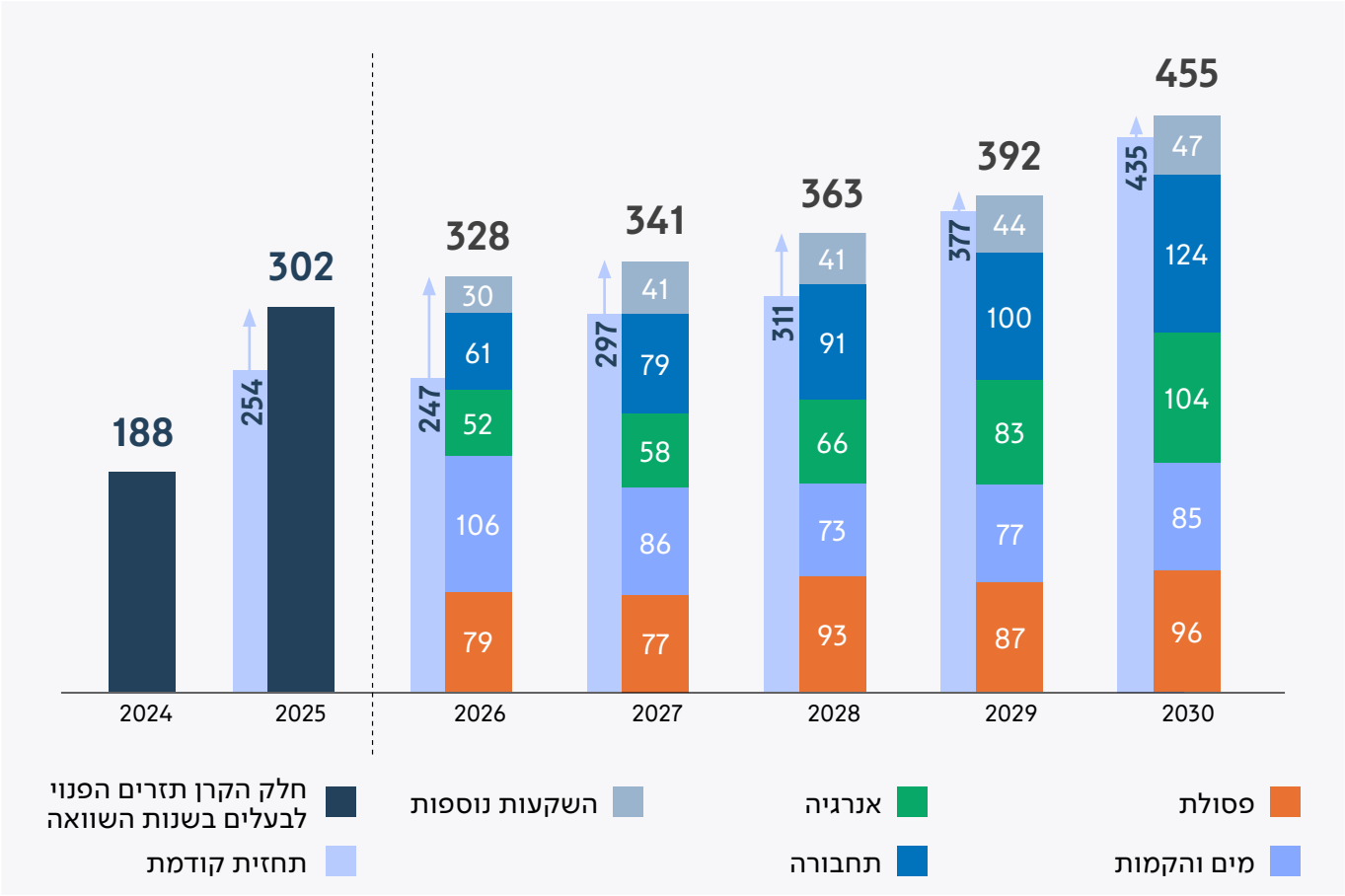
31 התאריך המשוער לסיום ההקמה ועלויות ההקמה המשוערות הינם בגדר מידע צופה פני עתיד, המתבסס על המידע הידוע לקרן נכון למועד פרסום הדוח בדבר נתוני ההקמות של נכסים בהקמה או לקראת הקמה. מידע זה עשוי להשתנות, בין היתר, כתוצאה משינויי רגולציה, קשיים במשאים ומתנים, עיכוב בקבלת היתרי בנייה ו/או אישורים שונים, מימון חסר, וכן משינויים במצב הבטחוני והכלכלי בישראל, במגמות ושינויים בענפי הפעילות השונים, או כתוצאה מהתממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 18 לפרק ב' בדוח זה.

32 ראה הערת שוליים 31.

33 ללא כולל התייקרויות נוספות שנבעו בגין נזקי מלחמה וצפויות להתקזז עם פיצויים שיתקבלו מהמדינה מכוח הסכם הזיכיון.

34 הגידול בעלות ההקמה המשוערת ביחס להערכות קודמות נובע בעיקר מתוספת של פרויקטים חדשים לצבר, בעיקר פרויקטי אגירה SA ומאגרים.

1.9. תחזית לחלקה של הקרן בתזרים הפנוי לבעלים (מנכסים קיימים)[35] (מיליוני ש"ח)



תזרים המזומנים הפנוי של הנכסים הקיימים מתייחס לתזרים אשר צפוי להיות מופק מהנכסים לאחר שירות חוב, עלויות מטה ותשלומי ריבית.

יובהר, כי התחזית לחלקה של הקרן בתזרים הפנוי מהנכסים הקיימים אינה מהווה תחזית לתזרים מההשקעות, שכן לצד תכנית הקרן לקבלת הכנסות בהיקף מהותי מהנכסים, על פי החלטת הקרן, עשוי חלק מתזרים המזומנים להישאר בנכסים לטובת השקעות לצורך צמיחה. יחד עם זאת, ככל שיבשילו עוד נכסים בפורטפוליו ויעברו לשלב ההנבה, חלק התזרים שצפוי להישאר בנכסים ולא לעלות לקרן, צפוי להמשיך ולקטון. להערכת הקרן, הסכום שיעלה אליה כתזרים ישיר ינוע בשנות התחזית בטווח של 70%-90% וייגזר מצרכי ההשקעות והיקף הצמיחה בנכסי הפורטפוליו.

בשנת 2025, התזרים שעלה לקרן מההשקעות היה גבוה משמעותית משנים קודמות, והגיע לסך של **כ-230 מיליון ש"ח נטו.** זאת בעיקר לאור הבשלתם של מספר פרויקטים שהיו בייזום בשנים הקודמות ובשנה זו החלו להניב תזרימי מזומנים. אנו צופים שבשנת 2026, מתוך ההשקעות יעלה לקרן סכום של **250 מיליון ש"ח.**

חלק הקרן בתזרים הפנוי לבעלים בפועל מבוסס על התזרימים הפנויים שנוצרו בפועל על ידי השקעות הקרן לתקופת הדוח. ביחס לנכסים תפעוליים ללא מגבלת חיים מוגדרת נלקח ה-FFO לתקופה בניכוי השקעות CAPEX שוטפות לטובת שמירה על הקיים. ביחס לנכסים פרויקטאלים בעלי אורך חיים מוגדר נלקח התזרים הפנוי לבעלים לאחר שירות החוב. תזרימי המזומנים שקיבלה הקרן בפועל מההשקעות, מתוך התזרימים הפנויים כאמור, מפורטות במסגרת הדוחות הכספיים של הקרן.

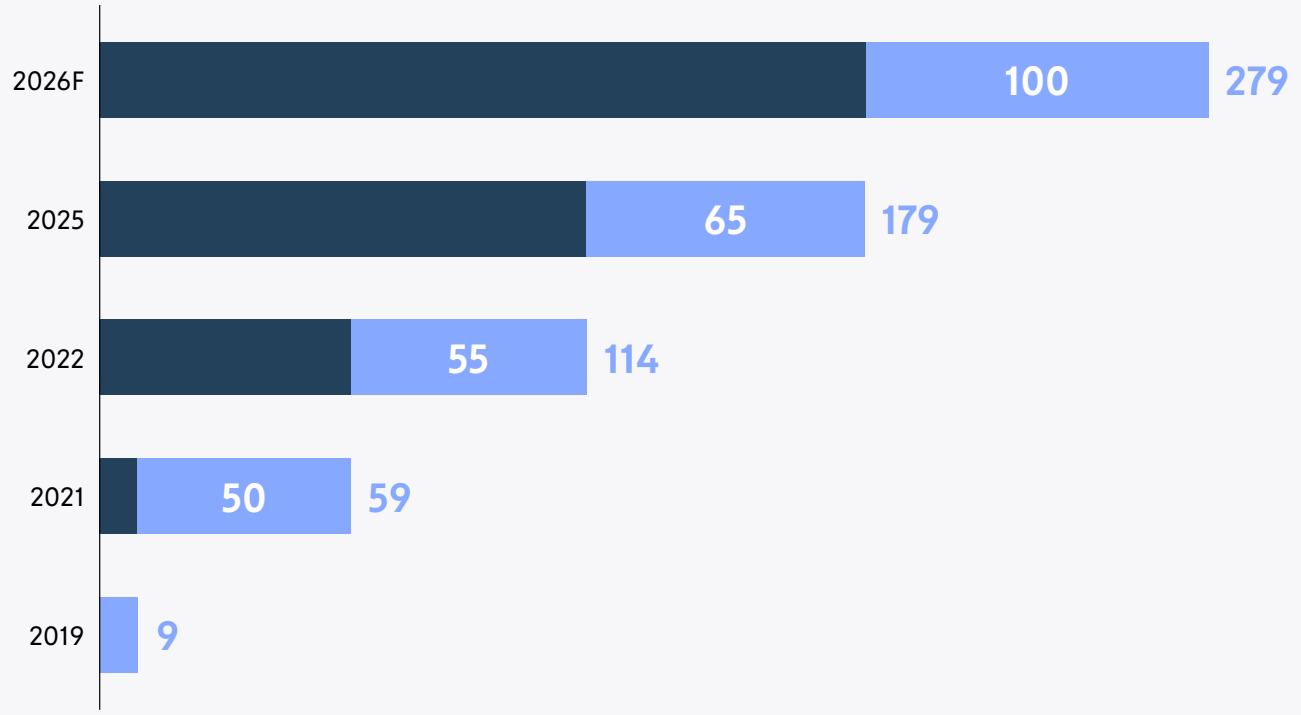
35 התחזית המתוארת בגרף זה בענין חלק הקרן בתזרים המזומנים הפנוי של ההשקעות ובדבר הסכום הצפוי לעלות לקרן מתוך התזרים כאמור ("**התחזית**"), הינה בגדר מידע צופה פני עתיד כמשמעו בחוק ניירות ערך. התחזית מבוססת על הנחות, הערכות ואומדנים של הקרן, שמקורם בהערכות שווי חיצוניות לנכסי הפורטפוליו שקיבלה הקרן, או במודלים כלכליים שהוכנו על ידי יועצים חיצוניים או במודלים פנימיים שהוכנו על ידי החברות בפורטפוליו, לרבות ביצוע התאמות נדרשות, כגון בין היתר, הנחה על שיעורי צמיחה נורמטיביים במודלים קיימים שתקופתם קצרה משנת 2030, הנחה על שמירת רמת מינוף קבועה במודלים קיימים של חברות תפעוליות וכיו"ב. באשר להשקעה בפורטברוק, ולאור החתימה על הסכם מחייב למכירתה לאחר תאריך המאזן, התחזית מניחה כי תמורת המכירה תושקע מחדש בהשקעה חדשה אשר תייצר תזרים דומה לתזרים החזוי בגין ההשקעה בפורטברוק. כמו כן, התחזית מניחה שיבוצע פירעון מוקדם למניות הבכורה ב-PowerGen לאחר כ-4 שנים ממועד הקצאתן באמצעות השקעה הונית שתבוצע לפי שווי ההשקעה בספרי הקרן נכון ליום 31 בדצמבר 2025 והתאמות בגין חלוף הזמן. מובהר כי קיימת הסתברות גבוהה כי ההנחות, ההערכות והאומדנים העומדים בבסיס התחזית יתממשו באופן שונה מכפי שנחזה, וכן מובהר כי ההנחות, ההערכות והאומדנים שנכללו בתחזיות שהתבססו על מודלים פנימיים, לא נבחנו על ידי גורם חיצוני שאינו עובד הקרן או של חברות הפורטפוליו. לאור האמור, אין ביכולתה של הקרן להעריך או להבטיח כי חלק הקרן בתזרים המזומנים הפנוי של ההשקעות יהיה כמתואר בתחזית, ולכן אין בתחזית משום התחייבות כלשהי של הקרן לעמידה בה או מצג של הקרן.

1.10. דיבידנדים

לאור פעילותה כקרן השקעות ציבורית, נוהגת הקרן לחלק דיבידנדים לבעלי מניותיה באופן שוטף. לאחר שבשנים 2023-2024 לא חילקה הקרן דיבידנדים, מתוך ניהול סיכונים פיננסיים וריאליים, ובכללם ההקמות הנרחבות בהן עסקו הפלטפורמות והשלמת הקמתה של זרוע האנרגיה PowerGen, בשנת 2025 חזרה הקרן לחלק דיבידנדים במתכונת של חלוקה רבעונית סדורה. בתחילת 2025 אישר דירקטוריון הקרן חלוקה רבעונית של 15 מש"ח עם צפי לסך כולל של 60 מיליון ש"ח בשנה, ובסיום הרבעון השלישי, לאור הגידול הניכר שנצפה בהיקף התזרימים מההשקעות, עודכן הסכום הרבעוני ל-20 מיליון ש"ח. סה"כ במהלך שנת 2025 חילקה הקרן 65 מיליון ש"ח. בשנת 2025, הקרן הציגה יחס כיסוי דיבידנד תזרימי (Cash Dividend Coverage Ratio) של כ-3.5x [36] המעיד על יכולת גבוהה מאוד לשלם דיבידנדים מתוך הפעילות השוטפת.

בשנת 2026, לאור הצפי לתזרימים גבוהים מההשקעות, הקרן מעריכה שסכום הדיבידנדים השנתי השוטף יעלה לרמה של כ-100 מיליון ש"ח, באמצעות חלוקות רבעוניות שוטפות של 25 מיליון ש"ח בכל רבעון. בנוסף, מימוש של נכס או חלק מנכס בהיקף כספי משמעותי במהלך השנה, עשוי להוביל לחלוקה של דיבידנד נוסף מעבר לסכום האמור לעיל.

חלוקת דיבידנדים
(מצטבר מהקמת הקרן, במיליוני ש"ח)



36 יחס זה מחושב לפי חלוקה של סך ההכנסות שהתקבלו מנכסי הפורטפוליו בדיבידנד השנתי שהוכרז.

1.11. השקעות הקרן בנכסי תשתיות

להלן פרטים נוספים בדבר ההשקעות של הקרן בנכסי תשתיות:

01

זרוע הסביבה (BlueGen – 80.01%) | תמצית פרטים עיקריים

להלן תמצית פרטים עיקריים אודות ההשקעה בתחומי המים, השפכים והפסולת. לתיאור פעילות הקרן בתחום המים, השפכים והפסולת ראו גם נספח א' לפרק ב' לדוח וכן הערכת שווי פנימית של ההשקעה בבלוג'ן בע"מ ("BlueGen") המצורפת כ**נספח א'** לפרק ג'. תמצית זו אינה תחליף לקריאת התיאור המפורט בנספח ובהערכת השווי:

תיאור תמציתי

זרוע הסביבה של הקרן פועלת באמצעות ההחזקה בבלוג'ן בע"מ ("BlueGen", 80.01%) אשר הינה מהחברות המובילות בישראל בייזום, הקמה ותפעול פרויקטים לטיפול במים, שפכים ופסולת לאורך כל שרשרת הערך. פעילותה של BlueGen מתבצעת במסגרת התחומים המפורטים להלן:

זרוע הפסולת

BlueGen פועלת בתחום הפסולת לאורך כל שרשרת הערך: איסוף, טיפול, מיון, מחזור, הטמנה והשבה. במהלך השנה, הודיעה הקרן על כוונתה להקים זרוע פסולת ייעודית, BlueGen Waste Management Ltd ("**BlueGen Waste**"), אשר כל נכסי ופרויקטי הפסולת שבבעלות BlueGen יועברו אליה, והיא תרכז את כלל הפעילות בתחום. BlueGen Waste תהיה בשליטת BlueGen עם שיעור החזקה של 70%, כשהמחזיקים האחרים יהיו לאומי פרטנרס ו-YSB (15% כל אחד).

BlueGen Waste מטפלת במגוון רחב של סוגי פסולת לרבות פסולת עירונית, נייר וקרטון, פלסטיק, צמיגים, אריזות, טקסטיל, וחומרים ייחודיים מסוגים שונים. במסגרת פעילותה עוסקת BlueGen Waste, בין היתר, באיסוף, מיון, גריסה, טיפול, עיבוד ומחזור של חומרי הגלם הנאספים בכל הארץ ממגוון רשויות מקומיות ומגופים מוסדיים ופרטיים, ומוכרת את תוצרי המחזור בארץ ובחו"ל. בבעלות BlueGen Waste מתקנים פעילים לטיפול ומחזור פסולת, מתקנים לטיפול ומחזור פסולת בשלבים שונים של הקמה, ופרויקטי זכיינות לטיפול בפסולת הנמצאים בשלבי הקמה. בנוסף, לחברה צבר פרויקטים בייזום בהיקפים משמעותיים. נכון להיום, כוללת פעילות BlueGen Waste את הפעילויות, הנכסים והפרויקטים הבאים:

- **מתקן גרין נט** - מתקן לקליטה, טיפול, מיון, הפרדה ופינוי פסולת עירונית המעניק שירותים למטרופולין ירושלים מכוח הסכם עם עיריית ירושלים עד לשנת 2030. המתקן קולט כ-500 אלף טון פסולת עירונית ומסחרית בשנה (כ-8% מסך הפסולת העירונית המיוצרת בישראל) בגינה זכאי המתקן לתשלום סכום קבוע לכל טון אשפה נקלט. בנוסף, זכאי המתקן לתשלום בגין מכירה של חומרי מחזור ולתשלומים מתוך מענקי מחזור של המשרד להגנת הסביבה.
- **מתקן סמארט ווייסט (50%)** – צפוי להתחיל לפעול במחצית השנייה של שנת 2026. מתקן לקליטה, מיון ומחזור פסולת עירונית מעורבת במתחם השפד"ן, הכולל הליך עיכול אנאירובי לייצור חשמל נקי וקומפוסטציה מהפסולת האורגנית. המתקן מוקם

בהתאם להסכם זיכיון מסוג BOT, לתקופת זיכיון של כ-25 שנה (לאחר סיום ההקמה). המתקן יהיה הראשון מסוגו בארץ ומהמתקדמים בתחומו בעולם, וצפוי למחזר כ-60% מהפסולת שתגיע אליו. המתקן יהיה בעל קיבולת טיפול של כ-440 אלף טון פסולת עירונית בשנה.

- **מתקן "דיה" (50%)** - מתקן אשר הקמתו צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2027. מדובר בפרויקט DBOT לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול בפסולת אורגנית באתר דיה שבאזור מועצה אזורית אשכול. המתקן יפעל לתקופה של כ-25 שנים (לאחר הקמה). המתקן צפוי לטפל בכ-200 אלף טון פסולת אורגנית בשנה באמצעות טכנולוגיית עיכול אנאירובי. כמו כן, צפוי המתקן להפיק אנרגיה מתחדשת מביו-גז וממתקן פוטו-וולטאי שיותקן בו.
- **מתקן השבת אנרגיה מפסולת (WTE) בנאות חובב (54.5%)** - פרויקט חדש שבו זכתה BlueGen בתחילת 2026. מדובר בהסכם זיכיון BOT לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של המתקן לכ-25 שנים (לאחר פיתוח והקמה). מדובר במתקן הראשון מסוגו בארץ לטיפול בהשבת אנרגיה מפסולת. המתקן צפוי לטפל בכ-300 אלף טון פסולת בשנה, והוא כולל מתקן למיון והפרדה של פסולת לרכיבים ברי מחזור ורכיבים שיועברו לשריפה, ממנה תפעל טורבינה שתפיק אנרגיה בהספק של כ-50 מגה וואט מותקן. המתקן צפוי לייצר אנרגיה באופן רציף לאורך מרבית שעות השנה ויספק חשמל רציף ונקי לרשת החשמל.
- **מתקן מיון פסולת בחירייה** - מתקן טכנולוגי מתקדם למיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בתוך תחנת המעבר הקיימת באתר חירייה עבור איגוד ערים דן, לתקופה של 10 שנים עם אופציה לשנתיים נוספות. החל מינואר 2025 מתפעלת החברה באופן מלא את תחנת המעבר הקיימת במקביל להקמת המתקן ועד להפעלתו. המתקן, שישרת את כל אזור גוש דן, צפוי לקלוט כ-380 אלפי טון פסולת בשנה, מתוכם כ-150 אלף טון יופנו לאחר מיון למחזור והשאר יועברו להטמנה.
- **שבעה מתקנים נוספים לטיפול, עיבוד ומחזור פסולת** - שני מפעלי מחזור למיון ואריזת פסולת נייר וקרטון בראשון לציון ובניצני שלום, מתקן למיון פסולת אריזות ומתקן למיון פסולת עירונית בראשון לציון, מפעל לטיפול ומחזור פסולת צמיגים בבאר שבע, החזקה בחברת סייקל (24.75%) העוסקת באיסוף ומחזור של מכלי שתיה וכן מתקן חדש למיון אריזות בחירייה, המצוי נכון למועד זה בשלב התכנון.
- **טיפול בקרקעות מזוהמות** - מתקן לטיפול בקרקע ובבוצות תעשייתיות בנאות חובב. הידע הנצבר והניסיון בתחום זה מהווים פוטנציאל להרחבת היקפי הפעילות בתחום הטיפול הביולוגי בקרקעות מזוהמות, אשר להערכת BlueGen, הינו תחום בעל פוטנציאל צמיחה משמעותי בשנים הקרובות.
- **פעילות תפעולית** - זרוע הפסולת פועלת גם באיסוף, פינוי והובלה של מגוון סוגי פסולות, ביניהן פסולת נייר וקרטון, פלסטיק, צמיגים, אריזות, טקסטיל, וחומרים ייחודיים.
- **סחר ומכירה של תוצרי מחזור** - לאחר הטיפול והעיבוד של מגוון סוגי הפסולות במתקנים, זרוע הפסולת פועלת בתחום הסחר ומכירה של תוצרי המחזור בארץ ומייצאת חלק מהם לחו"ל.

להערכת הקרן, זרוע הפסולת שהקמתה מושלמת בימים אלו, צפויה ליהנות מסינרגיות רבות ותהיה בעלת נוכחות משמעותית בכל אחד מהשלבים בשרשרת הערך בתחום הטיפול בפסולת בישראל. להערכת הקרן, תחום זה מהווה מוקד לצמיחה משמעותית בשנים הבאות וזאת על רקע העלאת המודעות במשק לנושא ועל רקע התוכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה[37].

זרוע המים וחטיבת ה-EPC

פעילות זרוע המים וחטיבת ה-EPC של BlueGen מתבצעת בשלושה מקטעי פעילות כמפורט להלן:

פעילות זכיינות מים - תכנון, הקמה, מימון ותפעול של פרויקטים במסגרת הסכמי זיכיון במקטעי פעילות התפלת מי ים וטיפול במים. תחום הזכיינות מרכז תחתיו נכסי תשתיות חיוניים, המייצרים תזרימי מזומנים יציבים ומוגנים באמצעות הסכמים ארוכי טווח ומנגנוני הגנה נוספים. בשנים הקרובות עומדת BlueGen בפני צמיחה פוטנציאלית משמעותית בהיקף הפעילות בתחום זכיינות המים הודות לתהליך הרחבות משמעותי בנכסים ואפשרות לזכייה במכרזים חדשים. נכון להיום מחזיקה BlueGen ב-3 פרויקטי PPP לטווח ארוך בתחום ההתפלה וטיהור המים, עם אפשרות להרחבת הפעילות בחלק מהמתקנים. הנכסים הקיימים מייצרים ל-BlueGen אופק תזרימי חזק ויציב לטובת חלוקת תזרימים לבעלים לצד המשך צמיחה.

נכסי הזכיינות של BlueGen במקטע פעילות זכיינות מים כוללים:

- **מתקן התפלה בפלמחים (כ-51%)** - מתקן להתפלת מי ים בפלמחים הפועל במסגרת הסכם BOO. המתקן מפיק מים בהיקף של 90 מלמ"ק בשנה בהתאם לתנאי הזיכיון, עד לשנת 2029. בפועל, למתקן קיבולת הפקה מקסימלית של 105 מלמ"ק בשנה. במהלך השנה,

37 לפרטים אודות התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה, ראו סעיף 3.2.1 לנספח א' לפרק ב' לדוח זה.

BlueGen ממוצבת כיום כאחת מהחברות המשמעותיות ביותר בתחום הסביבה בישראל, הן בתחום הפסולת והן בתחומי ההתפלה והמים. במהלך 2025 המשיכה BlueGen לצמוח בהיקפי הפעילות, זכתה במספר מכרזים מהותיים, התקדמה וסיימה הקמות של פרויקטים ונכסים מהותיים, חילקה תזרימים משמעותיים לבעלים, וחתמה על מספר עסקאות אסטרטגיות אשר יובילו אותה להמשך צמיחה והתרחבות בעתיד

התקשרה BlueGen עם בעלת הקרקע, חברת IES, במזכר הבנות במסגרתו סוכם על פעילות משותפת מול המדינה להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלה, ושדרוג של מתקן ההתפלה לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת. כחלק ממזכר ההבנות הוסכם, בין היתר, כי IES תרכוש 50% מהמתקן תמורת ערכו בספרים בתוספת פרמיה מוסכמת, כי עבודות שדרוג והרחבת המתקן יבוצעו על ידי BlueGen באופן בלעדי וכן יעודכן הסכם השכירות ויועלו דמי השכירות בכפוף לסגירה פיננסית של פרויקט שדרוג המתקן (ככל שיאושר).

- **מתקן התפלה אשדוד ותחנת הכוח (50%)** - מתקן להתפלת מי ים באשדוד הפועל מכוח הסכם BOT עד לשנת 2044 (לאחר הארכת תקופת הזיכיון במסגרת הסדר עם המדינה בגין נזקי מלחמת חרבות ברזל). המתקן מפיק היקף של 100 מלמ"ק בשנה בהתאם לתנאי הזיכיון, ולמתקן קיימת בפועל קיבולת הפקה של 140 מלמ"ק בשנה. במהלך הרבעון השלישי של 2025, החל המתקן לפעול באופן מלא לאחר שהושלמו בו עבודות השיפוץ והשדרוג. בנוסף, במסגרת הסכם ה-BOT, מקימה BlueGen תחנת כוח בחצר המתקן, אשר תספק לו את כלל צרכי האנרגיה וכך תפחית משמעותית את עלויות האנרגיה שלו, בעוד שעודפי הייצור ישמשו כזמינות למנהל המערכת וימכרו לרשת החשמל. להערכת BlueGen הקמת תחנת הכוח והפעלתה צפויה להסתיים במחצית השנייה של 2026. הזיכיון להפעלת תחנת הכוח נקבע גם הוא עד לשנת 2044.

שני מתקני ההתפלה לעיל, לצד הידע הרב הקיים בחברה, הטכנולוגיות המתקדמות והתהליכים שבוצעו במתקנים בשנים האחרונות, ממצבים את BlueGen כשחקנית מובילה בשוק התפלת מי הים בישראל. בימים אלו פועלת BlueGen להגדלה של כמויות המים המותפלות במתקנים, בהמשך לבקשת המדינה להרחבת הפעילות לאור הצרכים הגבוהים.

- **מתקן טיפול במי תהום באזור תעש רמת השרון (100%)** - פרויקט לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים לטובת צמצום הזיהום והתפשטותו, הפועל במסגרת הסכם BOT לכ-25 שנים (לאחר תקופת הקמה) עם היקף טיפול של כ-5.5 מלמ"ק בשנה. בשלב זה הפרויקט עודנו בשלבי הפיתוח לפני סגירה פיננסית והתחלת הקמה, וזאת עקב קשיים סטטוטורים בהוצאת ההיתרים. BlueGen, בשת"פ עם המדינה, פועלת לקידום הוצאת ההיתרים אל מול עיריית רמת השרון ורשות המים לצורך קידום הפרויקט.

פעילות חטיבת ה-EPC, הנדסה ותשתיות

מקטע זה כולל הקמות פרויקטים מורכבים וגדולים בתחומי המים, השפכים והפסולת, המהווה תחום מומחיות של BlueGen, אשר צברה ניסיון מקצועי והנדסי רב בהקמות. פעילות זו כוללת תכנון מתקנים, ניהול פרויקטים, ניהול ביצוע, ניהול תכנון, ניהול סיכונים, הבטחת ובקרת איכות ויישום שיטות מתקדמות לבקרה פיננסית. נכון למועד זה, לחטיבה מספר פרויקטי תכנון והקמה בארץ ובעולם, וצבר הפרויקטים של BlueGen עומד על סך כולל של כ-1.7 מיליארד ש"ח.

פעילות תפעול מתקני מים ושפכים

הפעילות במקטע זה עוסקת בתפעול ובעלות על מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, הן באמצעות תפעול מתקנים בבעלות צדדים שלישיים מכוח הסכמי תפעול, והן באמצעות פרויקטים שונים של תכנון והקמת מתקנים, בעיקר בישראל. בנוסף, החברה מחזיקה בזיכיונות ב-4 מתקנים המופעלים במסגרת הסכמי BOT: מט"ש עכו, מט"ש בז"ן, מט"ש בית שאן ומתקן ההתפלה כפר מסריק. בנוסף, מספקת החברה שירותי תפעול לכ-174 מתקנים שונים.

תחום הכימיקלים

ל-BlueGen פעילות נוספת בתחום הכימיקלים הכוללת ייצור, יבוא ושיווק של כימיקלים וחומרי גלם לתעשייה, וכן מתן שירותים נלווים. חטיבת הכימיקלים עוסקת בתחום המוצרים המיוחדים בשווקים בעלי חסמי כניסה גבוהים, ומחזיקה בקשת רחבה של לקוחות גדולים ויציבים.

נתונים כלכליים מרכזיים של מגזרי הפעילות העיקריים (באלפי ש"ח)

BlueGen בכללותה (איחוד מלא של נכסים בשליטה ואיחוד יחסי של נכסים שאינם בשליטה)

	2026E[38]	2025	2024
הכנסות[39]	1,914,491	1,760,764	1,454,604
EBITDA Adjusted[38]	442,413	413,938	315,489
FFO Adjusted[38]	343,004	335,000	230,571

	31.12.2025	31.12.2024
סך נכסים[38]	3,009,473	2,641,572
חוב פיננסי נטו[38, 40]	2,124,430	1,576,066
סך הון עצמי (בתוספת הלוואות בעלים)[41]	742,836	784,102

זרוע הפסולת (איחוד מלא של ק.מ.מ ודקל תשתיות; איחוד יחסי 24.75% של סייקל)[42]

בתקופת הדוח, מתקן גרין נט בירושלים המשיך לעבוד בתפוקה מלאה ולהפגין ביצועים גבוהים משמעותית מבתקופה הקודמת. בנוסף, חל גידול משמעותי בהכנסות, שנובע בעיקרו מהפעלת האתר החדש בחירייה, עליה בדמי הכניסה באתר גרין-נט וגידול בהיקף הטיפול בקרקעות מזוהמות (גרינסויל). בפעילות ק.מ.מ, הביצועים היו טובים הן ביחס לתקציב והן בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר לאור עלייה בכמות המטופלת וכן גידול במחירי המכירה, בעיקר במגזר האיסוף ובתחנת המעבר. במקביל לגידול בהכנסות, חל קיטון בהוצאות הייצוא שהוביל לשיפור ברווחיות ביחס לתקציב ובהשוואה לאשתקד. עם סיום פעילות ההקמות של מתקנים חדשים, כגון מתקן המיון בחירייה, מתקן מיון אריזות לתמיר ומתקני מיון נוספים, ההכנסות והרווח מפעילות הפסולת צפויים לגדול משמעותית, ופעילות זו צפויה להצפת ערך מהותית בעתיד לאור הגידול הצפוי בהכנסות וברווחים.

	2026E[43]	2025	2024
הכנסות	787,006	695,765	582,288
רווח תפעולי	104,148	73,538	55,322
EBITDA Adjusted[44]	152,400	115,410	95,980
FFO Adjusted[45]	113,263	82,131	74,977
תזרים מפעילות שוטפת	———	64,031	62,842
חוב פיננסי נטו	———	135,647	106,568

38 הערכת הקרן בעניין התוצאות בשנת 2026 הינה מידע צופה פני עתיד, המבוסס על הערכותיה של הקרן ושל השקעות הפורטפוליו. התוצאות בפועל עשויות להיות שונות מהמוערך, בין היתר בשל שינויים במצב הכלכלי בישראל ובמדינות בהן בלוג'ן פועלת בחו"ל, שינויים רגולטוריים, עיכובים בהקמת פרויקטים, אי עמידה בהיקף המכירות, שינוי בתנאים המסחריים בחוזים עם הלקוחות וכיו"ב.

39 ההכנסות, ה-EBITDA Adjusted ה-FFO Adjusted, הנכסים והחוב פיננסי נטו מחושבים בהתאם להגדרות המפורטות ביחס לכל תחום פעילות, ובהתאם להוראות ה-IFRS, כאשר: א) נתוני חברות בנות מוצגים ב-100% ונתוני חברות כלולות/עסקאות משותפות מוצגים באיחוד יחסי; (ב) ההכנסות משקפות חיבור של ההכנסות של כל תחומי הפעילות; (ג) ה-EBITDA Adjusted משקפת חיבור של ה-EBITDA Adjusted/EBITDA של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה של הפלטפורמה ונכסיה; (ד) ה-FFO Adjusted משקף חיבור של ה-FFO Adjusted של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה, תשלומי הריבית ותשלומי המס של הפלטפורמה ונכסיה.

40 הלוואות והתחייבויות מתאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים בניכוי מזומנים ושווי מזומנים, לרבות מזומנים מוגבלים.

41 בהתאם לדוחות הכספיים המאוחדים ולפי כללי IFRS.

42 הנתונים המוצגים במגזר הפסולת כוללים את כל נכסי BlueGen בתחום הפסולת למעט פרויקטי ההקמה סמארט וויסט ודיה; נתוני חברות בנות מוצגים ב-100% ונתוני חברות כלולות/עסקאות משותפות מוצגים באיחוד יחסי.

43 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

44 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). נתון זה מהווה מדד חשוב ומקובל לבחינת התוצאות העסקיות בתחום הפעילות, שכן הוא מייצג מעין רווח תפעולי תזרימי בדרך של נטרול רכיב הפחת שאינו תזרימי מהרווח התפעולי המוכר לפי כללי חשבונאות מקובלים (IFRS). הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-110,290 אלפי ש"ח.

45 EBITDA Adjusted/EBITDA בניכוי ריבית ששולמה על החוב הפיננסי ובניכוי תשלום מס. נתון זה מהווה מדד חשוב ומקובל לבחינת התוצאות העסקיות בתחום הפעילות, שכן הוא מייצג מעין רווח נקי תזרימי בדרך של נטרול רכיב הפחת שאינו תזרימי והכללת סעיפי המס והריבית על בסיס מזומן.

זכיינות מים (איחוד מלא של מתקן ההתפלה בפלמחים; איחוד יחסי 50% של מתקן ההתפלה באשדוד)[46]

בתקופת הדוח חטיבת הזכיינות המשיכה ליהנות מביצועים טובים של מתקן ההתפלה בפלמחים וחזרה לפעילות מלאה במתקן ההתפלה באשדוד, אשר נכנס להפעלה מלאה במחצית השנייה של השנה עם סיום השדרוג. פעילותם של שני המתקנים כאמור, הובילה לעלייה בכל הפרמטרים. לאור הארכת הסכם הזיכיון באשדוד, החברה ביצעה פריסה מחדש של החוב על פני תקופת הזיכיון העדכנית, מה שאיפשר העלאת תזרים משמעותי לבעלים.

	2026E[47]	2025	2024
הכנסות	464,584	403,766	371,363
רווח תפעולי[48]	159,196	134,920	124,818
EBITDA Adjusted[49]	234,092	203,504	200,787
FFO Adjusted[50]	183,716	163,041	147,965
תזרים מפעילות שוטפת	_____	30,717	48,637
חוב פיננסי, נטו	_____	1,366,592	1,201,920

חטיבת ה-EPC, פרויקטים ותפעול (איחוד מלא של פעילויות המים המבוצעות ב-BlueGen ובחברות בנות, איחוד יחסי 50% בקבלן המבצע (EPC) של הפרויקטים בהקמה)

הפעילויות המשיכו להציג שיפורים בביצועים ביחס לתקופה המקבילה אשתקד בעיקר לאור גידול בהכנסות מהקמה, הגדלת חוזים קיימים והתייעלות תפעולית. בנוסף, חלה התקדמות משמעותית בהקמות מתקן סמארט-וויסט ותחנת הכח באשדוד, פרויקטים שהקמתם תוכננה להסתיים במחצית השנייה של 2026. כמו כן, החברה המשיכה להתקדם בפרויקט דיה (שיעור ביצוע של כ-29%) לקראת הפעלתו הצפויה במהלך 2027 והחלה לעבוד על פרויקט סבחה, פרויקט חדש בהיקף משמעותי באילת בו היא זכתה במהלך השנה.

	2026E[51]	2025	2024
הכנסות	556,901	560,125	418,684
רווח תפעולי	34,372	74,823	(770)
EBITDA Adjusted[52]	56,298	99,288	21,430
FFO Adjusted[53]	51,301	94,961	16,834
תזרים מפעילות שוטפת	_____	48,291	144,118

46 חטיבת ההקמות (EPC) מוצגת החל מהדוח לרבעון השני לשנת 2025 יחד עם חטיבת הפרויקטים ותפעול. הנתונים הכספיים הופרדו בהתאם (לרבות מספרי השוואה).

47 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

48 הרווח התפעולי במתקן התפלה אשדוד מוצג תחת הנחת מדידה תיאורטית לפי מודל רכוש קבוע (חלף חשבונאות לפי IFRIC 12) וזאת על מנת לאפשר הצגה אחידה של הרווח התפעולי במגזר הזכיינות כך שתוצאותיו יוצגו לפי מודל רכוש קבוע, אשר משקף בצורה נאותה יותר את הביצועים הכלכליים של המתקנים.

49 רווח תפעולי (ראו הערת שוליים 48 לעיל) בתוספת פחת והפחתות, בתוספת הוצאות חד פעמיות (כדוגמת מכרזים) ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-201,768 אלפי ש"ח.

50 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

51 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

52 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות בתוספת תקבולים מנכס פיננסי בגין הסדר זיכיון, בתוספת רווחי אקוויטי בגין חברות כלולות לא מהותיות, בתוספת הוצאות חד פעמיות (כדוגמת מכרזים) ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-89,936 אלפי ש"ח.

53 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

כימיקלים (איחוד מלא)

בתקופת הדוח המשיכה החטיבה לצמוח עם גידול בהיקף ההכנסות בעיקר בסגמנט הדבקים והאמולסיות תוך שמירה על רווחיות דומה לתקופה מקבילה אשתקד.

	2026E[54]	2025	2024
הכנסות	106,000	101,109	82,269
רווח תפעולי	13,565	10,898	10,005
EBITDA Adjusted[55]	17,963	16,188	15,974
FFO Adjusted[56]	17,963	15,880	15,577

התפתחויות מרכזיות במהלך 2025

פסולת

הודעה על הקמת זרוע הפסולת

חתימה על מזכר הבנות עם YSB ועם לאומי פרטנרס כחלק מהקמת הזרוע

פרויקט סמארט ווייסט – התקדמות משמעותית בעבודות ההקמה

גידול אורגני משמעותי בפעילות ובהכנסות. הגדלה משמעותית של התזרים שעלה לקרן

זכייה במכרז WTE (מתקן להשבת אנרגיה מפסולת) באזור התעשייה נאות חובב בתחילת 2026

מים ו-EPC

סיום עבודות שדרוג מתקן ההתפלה באשדוד והארכת הזיכיון ב-6 שנים נוספות

חתימה על מזכר הבנות עם בעל הקרקע במתקן ההתפלה בפלמחים לצורך עבודה משותפת מול המדינה להארכת הזיכיון והרחבת המתקן

זכיה במכרז סבחה להרחבת מתקן ההתפלה באילת בהיקף של כ-425 מיליון ש"ח

הגדלת צבר הייזום של חטיבת ההקמות לכ-1.7 מיליארד ש"ח

54 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

55 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות, בתוספת הוצאות חד פעמיות (כדוגמת מכרזים) ובתוספת דמי ניהול לבעלי המניות (ככל שישנם). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-15,797 אלפי ש"ח.

56 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

אירועים משמעותיים צפויים לתקופה הקרובה[57]

פסולת	השלמת עסקת זרוע הפסולת והעברת כלל הנכסים לחברה החדשה, בה תשלוט BlueGen ותחזיק 70%
	מימוש סינרגיות כתוצאה מחיבור הפעילויות בזרוע הפסולת
	סיום ההקמה של מתקן סמארט ווייסט ותחילת הפעלתו
	השלמת סגירה פיננסית לפרויקט WTE בנאות חובב והתחלת הקמה
	קידום פרויקטים נוספים – מתקן דיה, מתקן טיפול בפסולת עירונית בחירייה, מתקן תמיר בחירייה ועוד
מים ו-EPC	סיום הקמת תחנת הכוח בחצר המתקן של מתקן ההתפלה באשדוד
	התקדמות במגעים עם המדינה להארכת הסכם הזיכיון ושדרוג מתקן ההתפלה בפלמחים
	קידום האישורים הסטטוטוריים הנדרשים לפרויקט לטיהור מי תהום מזוהמים בתע"ש רמת השרון
	היערכות להגשת מכרזי PPP נוספים – שדרוג והרחבת מתקן ההתפלה באשקלון, טיפול משלים בקולחי השפד"ן, תכנון הקמה ותפעול של מתקן התפלה בעמק חפר
	תחילת הקמות בפרויקטי הרחבת מט"ש עכו וכפר מסריק

57 המידע אודות האירועים המשמעותיים הצפויים לתקופה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד שעיקרו האסטרטגיה שגיבשה הקרן, תוכניותיה והערכותיה לעניין אפיקי ההשבחה של ההשקעה. אין באמור משום התחייבות בדבר האופן בו תיושם האסטרטגיה בפועל.

02

תחבורה בישראל (בון תור – 75.7%) | תמצית פרטים עיקריים

להלן תמצית פרטים עיקריים אודות ההשקעה בתחום התחבורה בישראל. לתיאור פעילות הקרן בתחום התחבורה בישראל ראו גם נספח ב׳ לפרק ב׳ לדוח וכן הערכת שווי של ההשקעה בבון תור המצורפת כ**נספח ב׳** לפרק ג׳. תמצית זו אינה תחליף לקריאת התיאור המפורט שבנספח ובהערכת השווי:

תיאור תמציתי

היסעים: בון תור היא החברה הגדולה בישראל בתחום ההיסעים. מרבית שירותי ההסעות ניתנים על בסיס מסלולים יום יומיים קבועים, מחזוריים ומתוכננים בקפידה, הניתנים ללקוחות קבועים (בעיקר גופים מוסדיים כגון גורמים ממשלתיים, תעשיות בטחוניות, רשויות מקומיות ומעסיקים שונים), שהתקשרו מול בון תור בהסכמים לתקופות של 3 עד 5 שנים. בשנים האחרונות, בהשראת משבר הקורונה ומלחמת חרבות ברזל, ביצעה הנהלת בון תור מהלכי צמיחה והתייעלות, אשר כללו עלייה בהכנסות הן מצד לקוחות קבועים המגדילים פעילות והן מלקוחות חדשים, לצד שימור רמת ההוצאות, תוך מתודת פעילות יעילה ותודעת שירות גבוהה. אלו הובילו את בון תור לצמיחה משמעותית בהכנסות וברווחיות.

בון תור, שהינה כאמור השחקנית הגדולה ביותר בתחום זה, פועלת באמצעות 8 סניפים בפריסה ארצית. החברה ממוצבת כחברה המובילה את הענף, עובדה אשר מקנה לה יתרונות משמעותיים לגודל ומייצרת יתרונות תחרותיים של גמישות, חסכון בעלויות, אפשרות להטמעת טכנולוגיות מתקדמות לניהול ציי הרכב ויכולת התמודדות במכרזים עם תנאי סף גבוהים. הגודל והמוניטין הללו, מאפשרים לה, בין היתר, גם לנצל הזדמנויות להגדלת נתח השוק באמצעות מיזוגים ורכישות, וחלק מאסטרטגיית בון תור היא לצמוח ולהציף ערך על ידי פעילות זו.

תחבורה ציבורית: פעילות המתבצעת באמצעות חברת מטרופולין המוחזקת ב-100% על ידי בון תור. מטרופולין פועלת כיום באמצעות ארבעה זיכיונות מדינה להפעלת תחבורה ציבורית – אשכול הנגב, אשכול שרון חולון, אשכול שרון החדש ואשכול אונו-אלעד. מטרופולין מבצעת כ-95 מיליון ק"מ נסיעות בשנה ומסיעה כ-70 מיליון נוסעים. החברה מעסיקה כ-2,400 נהגים ובבעלותה כ-1,850 אוטובוסים מתוכם כ-14% אוטובוסים חשמליים.

בון תור היא אחת מקבוצת התחבורה המובילות בישראל. פעילות ההיסעים מציגה צמיחה דו ספרתית בפעילות כל שנה, לצד שמירה על רווחיות גבוהה, עם פוטנציאל התרחבות נוסף בתחום הזכיינות

פעילות התחבורה הציבורית המשיכה לצמוח ב-2025 לאור הגידול שנובע מהפעלה מלאה של ארבעה אשכולות לצד שיפור תפעולי ניכר. לאור זאת, אנו מעריכים שהחל משנת 2026 תחזור מטרופולין להעלות תזרימים לבעלים כפי שהיה בעבר

ההכנסות מהפעלת האשכולות כאמור מתקבלות מהמדינה, אינן תלויות ביקוש בעיקרן ומבוססות על קילומטרים מבוצעים, כאשר למפעילות עומדות הגנות מפני שינויים במרבית עלויות ההפעלה. שוק התחבורה הציבורית בישראל צפוי להשקעה של עשרות מיליארדי שקלים בשנים הבאות לאור המצוקה התחבורתית בישראל וצפיפות הכבישים. לצורך הגברת התחרות קבע משרד התחבורה בעבר שכ-70% מכלל הפעילות בענף יצא למכרזים חדשים עד שנת 2030. יחד עם זאת, לאור מתווה ההסדרה הענפית הצפוי, החברה מעריכה שבפועל הוצאת המכרזים החדשים תדחה במספר שנים. ענף התחבורה הציבורית בישראל זוכה לאורך השנים להגנות ממשלתיות מפני סיכונים אקסוגניים ואירועים שאינם בשליטתן של המפעילות. בהתאם לכך, אחת לתקופה מתגבשת הסדרה ענפית אשר מטרתה להעניק פיצוי מוסדר למפעילות. בימים אלו מטרופולין נמצאת בשלבים סופיים של משא ומתן בין פורום מפעילות התח"צ (מטרופולין ביניהן) לבין משרד התחבורה לצורך החתימה על ההסדרה הענפית. עיקרי המתווה העומדים על הפרק הינם קבלת שיפוי והארכת זיכיונות בעד ארבע שנים נוספות, בכפוף לייעול מפות הנסיעה, התאמה בין הרכיב הקבוע לרכיב תלוי הביקוש, ועמידה ביעדי שירות שונים. מטרופולין צמחה בצורה משמעותית בהכנסות בשנים האחרונות, לאור הזכייה בשני אשכולות חדשים אשר הפעלתם החלה לאורך שנת 2024. עם סיום ההקמות, התמקדה החברה בשיפור רמת השירות, וכבר החל מהרבעון האחרון של שנת 2024 ולאורך שנת 2025, נצפה שיפור משמעותי במדדים, בביצועים התפעוליים והפיננסיים ובציון המפעיל הנגזר מרמת השירות.

יבוא רכבי הסעות ותחבורה ציבורית: פעילות זו מבוצעת באמצעות החזקה ב-45% מבי.ג'י מוטורס, אשר מייבאת מיניבוסים ואוטובוסים לתחום ההיסעים והתחבורה הציבורית.

פיתוח עסקי: בון תור ומטרופולין פועלות לכניסה לתחום פרויקטי ה-PPP, הכוללים, בין היתר, מטרו, רק"ל, נתיבים מהירים, כבישי אגרה ותחומים נוספים, על ידי יצירת שותפויות אסטרטגיות. בתחום זה פוטנציאל משמעותי להתרחבות בשל השקעה מתוכננת של המדינה בהיקף של עשרות מיליארדי שקלים במיזמים תחבורתיים בשנים הקרובות. הגמישות התפעולית של בון תור ויכולותיה לגייס נהגים ולהכשירם באופן עצמאי מהווים יתרון תחרותי משמעותי בתחום זה.

נתונים כלכליים מרכזיים של מגזרי הפעילות העיקריים (באלפי ש"ח)

בון תור בכללותה (איחוד מלא של נכסים בשליטה ואיחוד יחסי של נכסים שאינם בשליטה)

	2026E[58]	2025	2024
הכנסות[59]	2,325,896	2,257,719	1,916,576
EBITDA Adjusted[58]	480,851	384,805	339,143
FFO Adjusted[58]	385,531	304,641	261,796

	31.12.2025	31.12.2024
סך נכסים[58]	3,218,883	3,110,959
חוב פיננסי נטו[58, 60]	1,805,894	1,980,599
סך הון עצמי (בתוספת הלוואות בעלים)[61]	264,476	175,798

היסעים (איחוד מלא)

פעילות ההיסעים המשיכה בתנופת הצמיחה שלה עם גידול של כ-18% בהכנסות בהשוואה לשנה קודמת, וזאת בעיקר לאור הגדלת היקפי הפעילות מול לקוחות קיימים, זכייה במספר מכרזים משמעותיים וגיוס לקוחות חדשים. יצוין כי הגידול המרשים בהכנסות בשנה זו, נעשה מצמיחה אורגנית בלבד וללא כל פעילות של מיזוגים ורכישות. תחזית 2026 מניחה המשך צמיחה וגידול בפעילות מול לקוחות קיימים וחדשים וכן כוללת צפי לעסקאות רכישה של פעילויות סינרגטיות.

במקביל לגידול בהכנסות, החברה הצליחה לשמר את שיעורי הרווחיות הגבוהים שלה, בעיקר בזכות שיפור ביעילות התפעולית תוך שמירה על מבנה הנהלה ומטה רזה ויעיל. ב-2026 אנו צופים, שהחברה תמשיך לשמור על שיעורי הרווחיות לצד המשך הגידול בהכנסות ותחזית ההכנסות מדברת על חצייה של רף ה-600 מיליון ש"ח.

	2026E[62]	2025	2024
הכנסות	616,385	498,221	420,036
רווח תפעולי	78,102	55,521	46,508
EBITDA Adjusted[63]	114,875	88,628	75,683
FFO Adjusted[64]	84,471	71,982	57,555
תזרים מפעילות שוטפת	———	78,172	67,927
חוב פיננסי, נטו	———	170,903	154,940

תחבורה ציבורית (איחוד מלא)

שנת 2025 הייתה שנת הפעלה מלאה ראשונה לארבעת האשכולות, נתון אשר הוביל את הגידול בהכנסות שנצפה בהשוואה לשנת 2024. גידול זה נתמך גם בהגדלת היקף הנסועה וגם בעלייה בהיקף תיקופי הנסיעה. הגידול ב-EBITDA וב-FFO נובע מאותן סיבות של גידול בהיקף הפעילות, ונתמך בשיפור משמעותי שנצפה במדדי הביצוע, שיפור שהוביל לקיטון בהיקף הקנסות ועלייה ברווחיות. יצוין כי ההכנסות והרווח התפעולי בשנה זו הושפעו לחיוב גם בשל ההסדרה הענפית אשר צפויה להחתם בסבירות גבוהה בתקופה הקרובה. נתון זה הוביל להכרה בהכנסה חלקית בגין נזקי העבר המיוחסים להסדרה. הכנסות נוספות בגין ההסדרה הענפית צפויים להיות מוכרים בדוחות הכספיים הבאים של מטרופולין.

58 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

59 ההכנסות, ה-EBITDA Adjusted ה-FFO Adjusted, הנכסים והחוב פיננסי נטו מחושבים בהתאם להגדרות המפורטות ביחס לכל תחום פעילות, ובהתאם להוראות ה-IFRS, כאשר: א) נתוני חברות בנות מוצגים ב-100% ונתוני חברות כלולות/עסקאות משותפות מוצגים באיחוד יחסי; (ב) ההכנסות משקפות חיבור של ההכנסות של כל תחומי הפעילות; (ג) ה-EBITDA Adjusted משקפת חיבור של ה-EBITDA Adjusted/EBITDA של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה של הפלטפורמה ונכסיה; (ד) ה-FFO Adjusted משקף חיבור של ה-FFO Adjusted של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה, תשלומי הריבית ותשלומי המס של הפלטפורמה ונכסיה.

60 הלוואות והתחייבויות מתאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים בניכוי מזומנים ושווי מזומנים, לרבות מזומנים מוגבלים.

61 בהתאם לדוחות הכספיים המאוחדים ולפי כללי IFRS.

62 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

63 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות לפי IFRS ובתוספת הוצאות תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-77,504 אלפי ש"ח.

64 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

תחבורה ציבורית (איחוד מלא) - המשך

בשנת 2026 צפויה עלייה משמעותית ב-EBITDA וב-FFO ביחס לשנת 2025, הנובעת מעלייה במדדים התפעוליים, יישום מפות ההסדרה החדשות (בכפוף לחתימה על ההסדרה הענפית) והתממשות חלק מהמהלכים להתייעלות תפעולית שביצעה החברה. בנטרול ההכנסה החלקית שהוכרה בגין ההסדרה הענפית כאמור לעיל, ההכנסות והרווח התפעולי צפויים להיות במגמת עלייה ביחס לשנת 2025.

	2026E[65]	2025	2024
הכנסות	1,670,609	1,739,118	1,403,188
רווח תפעולי	99,439	186,902	(8,546)
EBITDA Adjusted[66]	362,757	300,300	259,873
FFO Adjusted[67]	299,426	240,079	210,852
תזרים מפעילות שוטפת	———	276,238	263,019
חוב פיננסי, נטו	———	1,624,727	1,825,659

התפתחויות מרכזיות במהלך 2025

היסעים

- המשך גידול אורגני בפעילות לצד גידול ברווחיות על ידי שיפור מתמשך בשיעור הרווחיות והיעילות התפעולית
- זכייה במספר מכרזים משמעותיים וגיוס לקוחות חדשים
- גידול נוסף בהיקף הפעילות מול לקוחות עוגן קיימים

תחבורה ציבורית

- גידול ניכר בהיקפי הפעילות לאור הפעלה מלאה של 4 האשכולות
- שיפור משמעותי במדדי הביצוע התפעוליים
- התקדמות משמעותית בתהליך המשא ומתן עם משרד התחבורה בנוגע להסדרה הענפית

אירועים משמעותיים צפויים לתקופה הקרובה[68]

היסעים

- המשך צמיחה אורגנית בפעילות ההיסעים לצד המשך שיפור הרווחיות והיעילות התפעולית. הגעה להיקף הכנסות של מעל 600 מיליון ש"ח בשנת 2026
- רכישות של חברות ופעילויות סינרגטיות

תחבורה ציבורית

- סגירת ההסדרה הענפית במטרופולין אשר תשפה את המפעילים בגין הבעיות המבניות בענף, בעיקר דרך הארכת זיכיונות
- המשך שיפור ביעילות התפעולית וברמת השירות של מטרופולין לאור ההסדרה הענפית ותוכנית התייעלות תפעולית שהחברה מיישמת בשנה וחצי האחרונות

זכיינות

- הגשת הצעות במכרזי PPP בתחום התחבורה

65 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

66 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות, בתוספת הוצאות תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות, בנטרול הכנסה בגין הסדרה ענפית ביחס לפיצוי נזקי העבר ובנטרול רווחי/הפסדי הון. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-493,682 אלפי ש"ח.

67 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

68 המידע אודות האירועים המשמעותיים הצפויים לתקופה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד שעיקרו האסטרטגיה שגיבשו בון תור ומטרופולין, וכן תוכניותיה והערכותיה של הקרן לעניין אפיקי ההשבחה של ההשקעה. אין באמור משום התחייבות בדבר האופן בו תיושם האסטרטגיה בפועל.

powergen

03

ייצור, אגירה ואספקת חשמל (PowerGen – 100%)
תמצית פרטים עיקריים

להלן תמצית פרטים עיקריים אודות ההשקעה בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל. לתיאור פעילות הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל ראו גם נספח ג׳ לפרק ב׳ לדוח וכן הערכת שווי של ההשקעה המצורפת ב**נספח ג׳** לפרק ג׳. תמצית זו אינה תחליף לקריאת התיאור המפורט שבנספח ובהערכת השווי:

תיאור תמציתי

פעילות הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל נעשית באמצעות החזקתה בחברת פאוורג׳ן בע״מ (״**PowerGen**״), המרכזת את כלל פעילות הקרן בתחום האנרגיה – ייצור חשמל, אגירת אנרגיה ואספקת חשמל ללקוח[69]. במקטע הייצור והאגירה, בבעלות PowerGen מגוון אמצעים וטכנולוגיות - ייצור חשמל בתחנות כוח קונבנציונאליות, קוגנרציה, ייצור פוטו וולטאי מגוון בסגמנטים שונים כולל אגרו-וולטאי, פוטו וולטאי בשילוב אגירה, אגירה SA, מתקן אגירה שאובה ועוד. במקטע האספקה, מהווה PowerGen אחד מהשחקנים הבולטים באספקת חשמל ללקוחות קטנים וביתיים באמצעות בזק-ג׳ן, ובנוסף פועלת כספק חשמל מרכזי ללקוחות גדולים.

תחום הייצור ואגירת חשמל מורכב מהנכסים הבאים:

1. **התחנות הצפוניות** (רמת גבריאל ואלון תבור, 86.2%): תחנות כוח בטכנולוגיית קוגנרציה 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 שנים רבות לאחר תקופת הרישיון. לכל תחנה חוזים ארוכי טווח עם לקוחות עוגן ולקוחות אחרים, ויתרת החשמל מופנה בעיקר למספק בזק-ג׳ן ולמנהל מערכת לפי תעריף קוגנרציה.
2. **MRC** (16.67%): אתר ייצור חשמל באזור התעשייה אלון תבור בהספק כולל של 813 מגה וואט. האתר 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

69 למעט תחום חלוקת גז טבעי.

PowerGen הגדילה השנה את צבר הנכסים והפרויקטים שלה משמעותית, לקראת המשך בנייתה לאחת מחברות האנרגיה המובילות במשק הישראלי. החברה ממשיכה לפתח נכסים ולקדם הסמכות לצורך המשך התרחבות והגדלת כושר הייצור. פעילות הייצור ממשיכה להתמקד ביצירת מקורות אנרגיה למספק בזק-ג'ן, לצורך מיצובו כגוף המוביל בתחום אספקת החשמל הפרטי במשק הישראלי

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, ובעתיד MCP) שנקבע בהליך מכרזי בשוק. כמו כן, לצד האתר של MRC קיים שטח גדול להקמת תחנת H שנמצא בתהליכי אישור סטטוטוריים ולקראת קבלת הסמכה לתכנון בות"ל.

3. **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 (קוגנרציה) הינה בהספק מותקן של 87 מגה וואט והספק קיטור ממוצע 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, כאשר חלק מהחשמל העודף מיועד להימכר למספק בזק-ג'ן.

4. **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 מערכות קרקעיות (פאנלים המותקנים ישירות על שטחי קרקע), גגות מבנים, שטחים בדו-שימוש, מערכות דו שימוש ומערכות קרקעיות משולבות אגירה, בהן ניתן להזרים את החשמל המיוצר במערכת הסולארית שנאגר במערכת האגירה, גם בשעות בהן המערכת אינה מייצרת חשמל. נכון להיום, הפעילות כוללת נכסים מניבים בהספק כולל של כ-316 מגה-וואט מותקן ו-250 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה; נכסים בהקמה ולקראת הקמה בהספק כולל של כ-246 מגה-וואט ייצור ו-1,111 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה, ונכסים בשלבים שונים של ייזום בהספק כולל של כ-1,056 מגה-וואט ייצור וכ-4,155 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה.

5. **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.

6. **ריינדיר** (27.51%): תחנת כוח בשלבי פיתוח מתקדמים הממוקמת באזור מועצה אזורית דרום השרון, במה שמהווה את אחת מעתודות הקרקע הפרטיות 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 לצורך קבלת היתר בנייה, תוך התקדמות לביצוע סגירה פיננסית, ומנהלת מגעים עם ספקי ציוד וקבלנים פוטנציאלים. 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.

7. **יבולי שמש**: בדצמבר 2025 חתמה PowerGen 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-190 מגה-וואט וכ-616 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-182 מגה-וואט.

8. **תחנות כוח בייזום**: 4 הסכמי קרקע לייזום תחנות כוח חדשות בהספק פוטנציאלי של עד 3.6 ג'יגה וואט. הקרקעות נמצאות באזורי ביקוש עם המלצה תכנונית ולקראת הסמכה לות"ל. בחלקן קיימת אופציה לתחנת חצר צמודה לחוות שרתים DC.

תחום אספקת החשמל בקבוצה מורכב מ:

9. **אספקה ללקוחות ביתיים** (50%): ביוני 2024 החלה PowerGen לפעול, באמצעות בזק-ג'ן, בתחום אספקת החשמל ללקוחות ביתיים וללקוחות עסקיים קטנים ובינוניים. פתיחת שוק האספקה הביתי הנגישה סגמנט משמעותי אשר עד היום לא היווה פוטנציאל לשחקנים פרטיים. נתח השוק של בזק-ג'ן מתוך שוק המספקים הפרטיים עומד כיום על כ-33% והיעד הינו לכל הפחות לשמר נתח זה בעתיד.

10. **אספקה ללקוחות גדולים בינוניים**: ל-PowerGen 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.

11. **עמדות טעינה ואספקת חשמל לרכבים** (50%): הפעילות כוללת מתן שירותי התקנה, תחזוקה והפעלה של עמדות טעינה לרכבים חשמליים. זאן טעינה פועלת כיזם הטעינה הבלעדי של תחנות "דלק ישראל" ובספטמבר 2025 זכתה במכרז להקמה ותפעול האתרים של נתיבי ישראל. שלושת סגמנטי הפעילות כוללים טעינה אולטרה מהירה, ניהול טעינה במתחמים אורבניים וניהול ציי רכב וחברות.

תחום תפעול (O&M):

לפאוורג'ן חברת תפעול עם ידע וניסיון רב, המתפעלת 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 במשק החשמל, בהמשך לשינויים נוספים שהתרחשו בשנת 2024 (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.

נתונים כלכליים מרכזיים של מגזרי הפעילות העיקריים (באלפי ש"ח)

PowerGen בכללותה (איחוד מלא של נכסים בשליטה ואיחוד יחסי של נכסים שאינם בשליטה)

	2026E[70]	2025	2024
הכנסות[71]	1,783,799	1,746,862	1,503,638
EBITDA Adjusted [70]	404,798	356,057	380,267
FFO Adjusted [70]	235,862	205,216	249,370

	31.12.2025	31.12.2024
סך נכסים [70]	6,686,577	6,346,120
חוב פיננסי נטו[70, 72]	3,312,940	*3,075,764
סך הון עצמי (בתוספת הלוואות בעלים)[73]	1,398,044	1,289,899

התחנות הצפוניות והחופיות (איחוד מלא)

בשנת 2025 המשיכו 4 התחנות לפעול כסדרן, מרביתן בזמינות גבוהה מאוד. תחנת אלון תבור קבלה בתחילת השנה אישור לתעריף קוגנרציה (תחנת רמת גבריאל קיבלה אישור זה כבר בשנת 2024), אך תחנת שורק סבלה במהלך השנה מתקלה אשר השביתה אותה לכחודש וחצי, מה שהעיב במעט על תוצאותיה. הירידה ב-EBITDA, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, מקורה בשינויים רגולטורים בתעריפי החשמל (שהובילו לעלייה ברכיב המערכתיות ושחיקה ברכיב הייצור) שהשפיעו על הרווחיות.

התחזית לשנת 2026 צופה קיטון בהיקף ההכנסות לצד שיפור ברווחיות. הירידה בהכנסות מקורה בתחזוקה גדולה מתוכננת בצפוניות, אשר תשבית את התחנה לחודשיים.

	2026E[74]	2025	2024
הכנסות[75]	843,487	855,297	847,792
רווח תפעולי	107,923	85,338	107,467
EBITDA [76]	229,421	224,769	236,135
FFO [77]	180,256	171,568	180,893
תזרים מפעילות שוטפת	———	216,935	235,294
חוב פיננסי, נטו	———	1,193,079	1,359,945

*התאמת חוב פיננסי במספרי השוואה להגדרה בהערת שוליים 38.

70 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

71 ההכנסות, ה-EBITDA Adjusted ה-FFO Adjusted, הנכסים והחוב פיננסי נטו מחושבים בהתאם להגדרות המפורטות ביחס לכל תחום פעילות, ובהתאם להוראות ה-IFRS, כאשר: א) נתוני חברות בנות מוצגים ב-100% ונתוני חברות כלולות/עסקאות משותפות מוצגים באיחוד יחסי; (ב) ההכנסות משקפות חיבור של ההכנסות של כל תחומי הפעילות; (ג) ה-EBITDA Adjusted משקפת חיבור של ה-EBITDA Adjusted/EBITDA של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה של הפלטפורמה ונכסיה; (ד) ה-FFO Adjusted משקף חיבור של ה-FFO Adjusted של כל תחומי הפעילות ובניכוי מלוא עלויות ההנהלה והמטה, תשלומי הריבית ותשלומי המס של הפלטפורמה ונכסיה.

72 הלוואות והתחייבויות מתאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים בניכוי מזומנים ושווי מזומנים, לרבות מזומנים מוגבלים. נתוני החוב פיננסי, נטו של התחנות הצפוניות והחופיות ליום 31 בדצמבר 2024 עודכנו ביחס לנתונים המדווחים בדוח התקופתי של הקרן לשנת 2024.

73 בהתאם לדוחות הכספיים המאוחדים ולפי כללי IFRS.

74 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

75 בניכוי הכנסות בגין עלויות מערכתיות.

76 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 43 לעיל.

77 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

MRC (איחוד יחסי (16.67%))

במהלך שנת 2025 פעלה תחנת MRC אלון תבור בצורה יציבה כשההכנסות היו גבוהות יותר מאשר בתקופה המקבילה בשל תחזוקה כבדה שבוצעה בשנת 2024. סה"כ ביצועי התחנה היו דומים לתקופה המקבילה, כשמצד אחד נהנתה התחנה מביקוש גבוה לחשמל אך מנגד חלה ירידה קלה במרווח. יצוין כי בחודש אוקטובר השנה, נכנסה להפעלה מלאה תחנת הפיקר החדשה (230 MW) באתר. את תוצאות הפעלת התחנה החדשה נוכל לראות במלואן בשנת 2026.

בשנה האחרונה התקבלה החלטה של רשות החשמל בנוגע להגבלת התעריפים המשלימים. תוצאות 2025 משקפות את ההחלטה כאמור, לפי מגבלה של 1.4 על עלות הגז. ככל והחברה תבחר לעבור למגבלת 1.6 על עלות הגז כנגד תשלום החזר לרשות, צפוי שיפור בתוצאות העתידיות של התחנה.

	2026E[78]	2025	2024
הכנסות	131,918	115,885	108,129
רווח תפעולי	36,863	28,169	30,845
EBITDA Adjusted[79]	58,627	47,242	46,194
FFO Adjusted[80]	47,816	33,914	40,215
תזרים מפעילות שוטפת	———	38,166	52,899
חוב פיננסי, נטו	———	302,178	*244,979

*התאמת חוב פיננסי במספרי השוואה להגדרה בהערת שוליים 38.

78 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

79 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות בתוספת הוצאות תשלום מבוסס מניות שאינן תזרימיות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות או הכנסות (הוצאות) שאינן תזרימיות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-47,814 אלפי ש"ח.

80 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

אנרגיות מתחדשות (איחוד מלא)

פעילות ייצור החשמל הסולארי והאגירה המשיכה להציג צמיחה בהכנסות בשנת 2025 לצד גידול מרשים ב-EBITDA וב-FFO, בעיקר לאור עלייה בהיקף מתקני הייצור המחוברים, לאחר סיום מספר הקמות שהובילו לגידול בהיקף המגה-וואט המותקן. במהלך השנה הגדילה החברה משמעותית את צבר נכסי הייזום שלה ביניהם פרויקטי PV, פרויקטי אגירה במתח גבוה, מתח עליון ואגרו סולארי. עסקת יבולי שמש, ככל שתושלם, צפויה אף היא להוביל לגידול בצבר האנרגיות המתחדשות כבר בשנה הקרובה, גם בארץ וגם בחו"ל. הגידול במקורות ייצור החשמל צפוי להיות מופנה ברובו לטובת מספק בזק-ג'ן.

	2026E[81]	2025	2024
הכנסות פרויקטאליות[82]	181,039	159,691	135,720
EBITDA פרויקטאלית[83]	123,711	111,873	98,403
FFO פרויקטאלי[84]	87,363	85,048	74,969
תזרים מפעילות שוטפת	———	29,844	13,803
חוב פיננסי, נטו	———	971,678	863,967

אגירה שאובה (איחוד יחסי (25.5%)) (PSP)

בתקופת הדוח המתקן פעל מסחרית באופן מלא והציג תוצאות דומות לתקופה המקבילה אשתקד עם שיפור קל ב-EBITDA וב-FFO, למעט גידול חד פעמי בהפרשה בגין פיצוי למפעיל, עקב החלטת בוררות בנושא שהתקבלה במהלך השנה (כלול ברווח התפעולי). יצוין כי בהסכם הרכישה של המתקן מאלקטרה, נכללו הגנות הנוגעות לעניין.

נכון למועד הדוח, המתקן יצא להשבתה של כ-7 חודשים, במהלכם הוא צפוי לעבור תיקון יסודי אשר אמור לפתור את הבעיות המבניות מהן סובל המתקן. לאור זאת, תחזית 2026 לוקחת בחשבון הפעלה של המתקן לתקופה חלקית בלבד, אשר תוביל לירידה מהותית בהכנסות וברווחיות. לאור מבצע "שאגת הארי" ייתכנו עיכובים בתקופת ההשבתה הצפויה.

	2026E[85]	2025	2024
הכנסות	42,150	92,855	95,331
רווח תפעולי	(23)	26,151	35,110
EBITDA Adjusted[86]	13,559	51,834	49,077
FFO Adjusted[87]	(2,579)	35,495	32,181
תזרים מפעילות שוטפת	———	26,614	45,247
חוב פיננסי, נטו	———	300,093	315,436

*התאמת חוב פיננסי במספרי השוואה להגדרה בהערת שוליים 38.

81 ראו הערת שוליים 38 לעיל.
82 הכנסות ממכירת חשמל בלבד.
83 הכנסות ממכירת חשמל בקיזוז הוצאות שכירות, אחזקת מערכות ואחרות.
84 EBITDA פרויקטאלית בניכוי הוצאות מימון תזרימיות פרויקטאליות נטו.
85 ראו הערת שוליים 38 לעיל.
86 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הוצאות חד פעמיות בגין הפרשות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-40,228 אלפי ש"ח.
87 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

התפתחויות מרכזיות במהלך 2025

זמינות - במהלך השנה פעלו תחנות הכוח של PowerGen בזמינות ממוצעת גבוהה של כ-95%

התקבל אישור ממשלה לתחנת הכוח ריינדיר

קבלת תעריף קוגנרציה לתחנת אלון תבור לאור זמינות גבוהה לייצור חשמל

הפעלה מלאה של התחנה הפיקרית החדשה (MW 230) באלון תבור (MRC)

פעילות פיתוח עסקי נרחבת תוך הגדלת צבר הייזום של החברה בצורה משמעותית (מתחדשות, אגירה ותחנות כוח קונבנציונליות)

עסקת יבולי שמש - רכישת החברה שתאפשר הגדלה משמעותית של צבר נכסי המתחדשות

המשך הגדלת נתח השוק של בזק-ג'ן בתחום האספקה עם הגעה לנתח שוק של כ-33%

אירועים משמעותיים צפויים לתקופה הקרובה[88]

מכרז תעודות זמינות - זכייה ב-180 מגה וואט

ריינדיר - קבלת אישורים נדרשים לצורך סגירה פיננסית ותחילת הקמת התחנה

העצמת צבר ה-PV והאגירה במודל שוק וחיבור מתקנים בהיקפים משמעותיים

קבלת הסמכות למספר תחנות כוח חדשות

השבתת מתקן האגירה השאובה בגלבוע למספר חודשים לצורך תיקונו והבטחת הפעלתו התקינה שנים רבות קדימה

המשך הגדלת ה-Pipeline של נכסי הייצור והאגירה במגוון טכנולוגיות לצורך הגדלת יכולת הייצור העתידית

גידול משמעותי בצבר לקוחות המספק בזק-ג'ן

88 המידע אודות האירועים המשמעותיים הצפויים לתקופה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד שעיקרו האסטרטגיה שגיבשה PowerGen, וכן תוכניותיה והערכותיה של הקרן לעניין אפיקי ההשבחה של ההשקעה. אין באמור משום התחייבות בדבר האופן בו תיושם האסטרטגיה בפועל או בדבר התממשותן של תכניותיה והערכותיה של הקרן.

porterbrook

04

תחבורה רכבתית באנגליה (פורטרברוק – 10%)
תמצית פרטים עיקריים

להלן תמצית פרטים עיקריים אודות ההשקעה בתחום התחבורה הרכבתית באנגליה. לתיאור פעילות הקרן בתחום התחבורה הרכבתית באנגליה ראו גם **נספח ד'** לפרק ב' לדוח. תמצית זו אינה תחליף לקריאת התיאור המפורט שבנספח ובהערכת השווי:

תיאור תמציתי

פורטרברוק עוסקת ברכישה, מימון, החכרה ותחזוקה של ציי רכבות עבור מפעילות קווי הרכבת ברחבי בריטניה, והיא חברת רכבות נוסעים השנייה בגודלה בבריטניה (מבין שלוש חברות החכרת הרכבות הגדולות והמובילות בבריטניה, המחזיקות יחדיו בכ-70% משוק החכרת הרכבות). החברה מחכירה כ-50 ציים הכוללים כ-4,100 רכבות, המהווים כ-26% מסך הרכבות בבריטניה. ממועד הקמתה, השקיעה פורטרברוק בצי רכבותיה סך של למעלה מ-4 מיליארד ליש"ט.

בהתאם, נהנית פורטרברוק מיתרונות לגודל ויתרונות תחרותיים, בין היתר, באמצעות אסטרטגיית רכש, קשרי לקוחות, ניהול נכסים, רמת שירות, מערכות יחסים רגולטוריות, תחזוקה ומימון ויכולת להתמודד עם סיכון ההחכרה מחדש של הרכבות בתום הסכמי החכירה. שיעורי ניצול צי הרכבות שלה נמצאים ברמה גבוהה מאוד לאורך זמן (שיעור ניצולת השכרת רכבות ממוצע של מעל ל-97% בעשרים השנים האחרונות), בין היתר, לאור צי הרכבות המתקדם שלה, הגיוון בין טכנולוגיות רכבתיות שונות, פריסה גיאוגרפית ופעילות מול מספר רב של מפעילות קווי רכבות שונים בבריטניה. בנוסף, רכשה פורטרברוק לאורך השנים ידע וניסיון ייחודיים ומשמעותיים בתחזוקה, ניהול נכסים וביצוע התאמות לציי הרכבות שלה ומחזיקה במתקן הרצה, בחינה וטיפול מתקדם, שאף מוכר שירותים לצדדים שלישיים (Long Marston).

רוב הכנסותיה של פורטרברוק נובעות מהתקשרויות עם 11 מפעילות רכבות נוסעים ברחבי בריטניה החוכרות ממנה ציי רכבות, אשר ככלל, נעשות במחיר חכירה קבוע לתקופות החכירה החוזית. מחיר החכירה, הנקבע בדרך כלל בהתאם להיקף ההשקעה (CAPEX) בתוספת שיעור תשואה, אינו תלוי בביקוש לנסועה או נוסעים בפועל, ומשכך מבטיח את רמת הכנסותיה של פורטרברוק למשך תקופת ההתקשרות. משרד הרכבות הבריטי מספק רשת ביטחון המכסה את כלל הפעילות. בשל כך, מדובר בחברה יציבה וסולידית, אשר מייצרת תזרימים בנראות גבוהה.

פורטרברוק נהנית מקשרים מסחריים חזקים עם יצרניות רכבות מובילות בעולם, ביניהן CAF, Hitachi, Alstom ו-Siemens, והיא בעלת יכולות משמעותיות בניהול הנדסי ונכסי של הציוד אשר ברשותה. לפורטרברוק יתרונות לגודל המאפשרים לה לשמור על אטרקטיביות ציי הרכבת הקיימים, ובתוך כך היא משקיעה רבות בפיתוח פתרונות הנדסיים ובחדשנות.

עסקת פורטרברוק משקפת לג'נריישן רווח תזרימי של כ-106 מיליון ש"ח על ההשקעה, כאשר במהלך השנים ייצר הנכס דיבידנד שוטף בהיקף כולל של כ-91 מיליון ש"ח. מימוש ההשקעה מייצר לקרן תזרים של כחצי מיליארד ש"ח אשר יופנה להשקעות בתחומי הליבה בשוק הישראלי, בהם נוכל לפעול לטובת השגת תשואות דו-ספרתיות גבוהות בהתאם לאסטרטגיית הקרן

נתונים כלכליים מרכזיים (במיליוני ליש"ט)

פורטרברוק (100%)

העלייה בהכנסות, ב-EBITDA וב-FFO בשנת 2025 נובעת בעיקרה משיפור חוזים בחלק מהציים הקיימים וכן בשל גידול בפעילות האחזקה. במהלך השנה האחרונה ביצעה פורטרברוק הארכה של מספר חוזי חכירה אשר יובילו לנראות תזרימית טובה יותר בעתיד. זכייתה של החברה במכרז LNER בשנת 2024, צפויה לתמוך בצמיחה בהכנסות וברווחיות החל משנת 2027. נכון לסוף שנת 2025 לפורטרברוק יתרת רווחים ראויים לחלוקה בהיקף של כ-1 מיליארד פאונד.

	2026E[89]	2025	2024
הכנסות	419.5	420.6	365.7
רווח תפעולי	113.2	110.2	104.4
EBITDA[90]	277.7	277.2	265.6
FFO[91]	180.8	170.3	171.5
תזרים מפעילות שוטפת	———	175.9	178.4

	31.12.2025	31.12.2024
סך נכסים	3,343.5	3,323.8
חוב פיננסי, נטו	1,398.5	1,397.4
סך הון עצמי	1,266.5	1,266.5

89 ראו הערת שוליים 38 לעיל.
90 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל.
91 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

התפתחויות מרכזיות במהלך 2025

הארכת חוזי חכירה עם מפעילי רכבות מובילים בבריטניה, תוך שמירה על שיעורי תפוסה גבוהים בצי ושיפור הוודאות התזרימית לטווח הבינוני-ארוך

השלמת גיוס חוב ממשקיעים מוסדיים בסך 300 מיליון פאונד לשם מיחזור חוב ולתמיכה בצמיחה העסקית

השלמת הקמת מתקן Long Marston, מתקן ניסויי ההרצה החשמלי היחיד בבריטניה למהירויות גבוהות, לצד מרכז תחזוקה מתקדם

רכישת Corelink אשר מגדילה את הצי הפעיל של החברה בכ-400 קרונות (כ-13%) ומצעירה אותו בכ-3 שנים

בשנת 2025 זכתה פורטרברוק לדירוג ESG של 5 כוכבים בציון של 100/100, בשנה הרביעית ברציפות

הגנה מטבעית מלאה על ערך ההשקעה המקורית בפורטרברוק סייעה לנטרל את התנודתיות בשע"ח שקל-ליש"ט

חלוקת דיבידנד של 80 מ' פאונד בדומה לשנים קודמות

אירועים משמעותיים צפויים לתקופה הקרובה

השלמת העסקה למימוש ההשקעה

פרידנזון-ג'נריישן היא פלטפורמת אחסון לוגיסטי מתקדמת ורחבת היקף במיקומים אסטרטגיים בסמוך לנמלי הים. המשך הצמיחה בהכנסות במהלך שנת 2025, אשר נובעת משיפורים תפעוליים וסיום הקמה של מתחמים חדשים, היא עדות ברורה לפוטנציאל הגדול הטמון בפעילות. בשנת 2026 בכוונתנו להמשיך ולהצמיח פעילות זו, הן על ידי הקמת מתחמים נוספים בנכסים הקיימים והן על ידי רכישות משלימות, לקראת הפיכתה של החברה לזרוע לוגיסטית גדולה ומשמעותית בפורטפוליו של הקרן

fridenson generation

05

אחסון לוגיסטי (פרידנזון ג'נריישן – 50%) | תמצית פרטים עיקריים

להלן תמצית פרטים עיקריים אודות ההשקעה בתחום האחסון הלוגיסטי. לתיאור פעילות הקרן בתחום האחסון הלוגיסטי ראו גם **נספח ה'** לפרק ב' לדוח. תמצית זו אינה תחליף לקריאת התיאור המפורט שבנספח:

תיאור תמציתי

לפרידנזון-ג'נריישן פעילות בתחום האחסון הלוגיסטי, הכוללת ניהול, פיתוח, תפעול ואחזקה של שבעה מתחמים לוגיסטיים, חמישה פעילים ושניים בהקמה, הממוקמים בסמוך לנמלי הים באשדוד ובחיפה. המתחמים מעניקים שירותי אחסנה למטענים לפני שחרורם מהמכס ואחריו, שירותי ניהול מלאי ושירותי ערך מוסף (התאמת מוצרים לתקינה ישראלית). בסך הכל מחזיקה פרידנזון-ג'נריישן בכ-165 דונם שטחי אחסנה (הן פתוחים והן מקורים).

תחום האחסון הלוגיסטי הינו תחום צומח, עתיר בהשקעות חדשות והזדמנויות משמעותיות לפיתוח עסקי והרחבת הפעילות. לפרידנזון-ג'נריישן זכויות בנכסים אטרקטיביים, במיקומים אסטרטגיים בקרבת נמלי ים ובעלי גישה לתשתית רכבת. הנכסים מוחזקים לטווח ארוך ובתפוסות גבוהות. בכוונת פרידנזון-ג'נריישן להקים בשטחים הנוספים ובנכסים הנבנים והמתוכננים מרכזים לוגיסטיים הכוללים אחסנה יבשה, שטחים מסחריים, חומרים מסוכנים, ואחסנה קפואה.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)

פרידנזון-ג'נריישן (100%)

שנת 2025 הייתה שנת שיא בפעילות החברה עם גידול מרשים בהכנסות, אשר צמחו לרמה של כ-86 מיליון ש"ח. מגמה זו החלה כבר בסוף שנת 2024, לאור התייצבות המצב הבטחוני, הפעלת האחסנה היבשה במרלו"ג החדש בטרמינל אשדוד ולאור עלייה מחודשת בביקוש לשטחי אחסנה אשר חזרו לנצילותם הגבוהה טרם המלחמה. החברה הציגה גידול בפעילות מול לקוחות עוגן קיימים וחדשים, תוך הערכות לפתיחת פעילות האחסנה הקפואה במרלו"ג טרמינל אשדוד במהלך הרבעון השני לשנת 2026. במקביל, הסתיימו עבודות ההקמה במתחם אדמירליטי בחיפה והחברה החלה בפעילות אחסנה ראשונית לקראת הפעלתו המסחרית המלאה בהמשך 2026. החברה נמצאת במו"מ מול גופים נוספים וניגשה למספר מכרזים אשר במידה ויבשילו צפויים להמשיך ולהגדיל את ההכנסות והרווחיות של הפעילות בשנים הבאות. כתוצאה מסיום ההקמות הנרחבות ביניהן מתחם אדמירליטי והאחסנה הקפואה, בשנת 2026 אנו צופים המשך צמיחה בהכנסות הצפויות להגיע לרף של מעל 100 מיליון ש"ח, כשה-EBITDA צפויה לעמוד על כ-50 מיליון ש"ח.

	2026E[92]	2025	2024
הכנסות	104,550	86,023	67,923
רווח תפעולי	20,204	16,846	12,116
EBITDA Adjusted[93]	50,136	38,085	29,603
FFO Adjusted[94]	40,208	29,681	23,505
תזרים מפעילות שוטפת	———	18,556	15,878

	31.12.2025	31.12.2024
סך נכסים	465,460	420,995
חוב פיננסי, נטו	128,871	68,890
סך הון עצמי	97,095	99,553

התפתחויות מרכזיות במהלך 2025

- שנת הפעלה מסחרית מלאה ראשונה של פעילות האחסנה היבשה במרלו"ג טרמינל אשדוד
- סיום הקמת המרלו"ג במתחם אדמירליטי בחיפה לקראת סוף 2025
- גידול משמעותי בפעילות החברה במהלך השנה
- המשך תכנון המרלו"ג חומ"ס בקרבת נמל אשדוד (מתחם 126) לקראת תחילת הקמתו בסוף שנת 2026
- המשך שיפור תנאים מסחריים מול לקוחות קיימים וקליטת לקוחות חדשים לטובת הגדלת המחזור והרווחיות על רקע משבר האספקה העולמי

אירועים משמעותיים צפויים לתקופה הקרובה[95]

- הפעלה מסחרית מלאה של מתחם אדמירליטי בחיפה
- הפעלת פעילות האחסנה הקפואה במרלו"ג טרמינל אשדוד
- תחילת עבודות ההקמה של מרלו"ג חומ"ס במתחם 126 באשדוד
- פעילויות פיתוח עסקי להתרחבות נוספת

92 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

93 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הכנסות (הוצאות) חד פעמיות ואחרות (ככל שישנן). לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-38,453 אלפי ש"ח.

94 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

95 המידע אודות האירועים המשמעותיים הצפויים לתקופה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד שעיקרו האסטרטגיה שגיבשה פרידנזון-ג'נריישן, ותוכניותיה והערכותיה של הקרן לעניין אפיקי ההשבחה של ההשקעה. אין באמור משום התחייבות בדבר האופן בו תיושם האסטרטגיה בפועל.

חברות חלוקת הגז, נגב גז וגז דרום, הינן מונופול אזורי בתחומן ומובילות בתחום חלוקת הגז הטבעי בארץ. פעילות חלוקת הגז הינה פעילות צומחת עם אפשרויות התפתחות למגוון מגזרים. חברות החלוקה נמצאות בשלב הקמה אשר ממומן ממקורותיהן העצמיים. הפעילות נהנית מסיכונים מגודרים הודות להסדרה התעריפית ומנגנון הבטחת ערך הגרט בתום תקופת ההפעלה

נגב גז טבעי | גז טבעי דרום

06

חלוקת הגז הטבעי (חברות חלוקת גז טבעי – 33.33%) תמצית פרטים עיקריים

להלן תמצית פרטים עיקריים אודות ההשקעה בתחום חלוקת הגז הטבעי. לתיאור פעילות הקרן בתחום חלוקת הגז הטבעי ראו גם **נספח ו'** לפרק ב' לדוח. תמצית זו אינה תחליף לקריאת התיאור המפורט שבנספח:

תיאור תמציתי

פעילות הקרן בסגמנט חלוקת הגז הטבעי מתבצעת באמצעות חברות חלוקת הגז. חברות חלוקת הגז מחזיקות ברישיונות בלעדיים להקמה והפעלה של רשת חלוקת הגז הטבעי בלחץ נמוך (Downstream) באזור הנגב והדרום. הרשיון הינו לתקופה של 25 שנים החל משנת 2009 לחברת נגב גז, והחל משנת 2012 לחברת גז טבעי דרום, אשר בסיומן יועברו נכסי רשת החלוקה למדינה, תמורת שווי השוק שלהם כפי שיהיה באותו מועד. בנוסף, לקרן החזקה בחברת אי.פי.סי אשר פעילותה העיקרית הינה הענקת שירותי הקמה של תשתיות לחלוקת גז לחברות החלוקה.

מבנה ההכנסות של חברות החלוקה מבוסס על גביית דמי חיבור חד פעמיים מלקוחות וגביית דמי חלוקה בגין הזרמת הגז לפי צריכתם בפועל. דמי החיבור והחלוקה ללקוחות תעשייתיים הינם קבועים וצמודים לאורך תקופת הרישיון. בנוסף, קיימת תמיכה ממשלתית מהותית בתחום, הכוללת מגוון הסדרות ותשלומים לצורך עידוד פרישת הרשת, חיבור לקוחות מרוחקים וחיבור שכונות מגורים. בהתאם, התכנית העסקית של חברות החלוקה כוללת חיבור לקוחות ממגוון מגזרים – לקוחות תעשייתיים, לקוחות ביתיים, תחנות קוגנרציה, תחנות כח בלחץ נמוך, תחנות תדלוק CNG, מרכזים מסחריים וחקלאות.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי ש"ח)

חברות חלוקת הגז (100%)

בשנת 2025 ניתן לראות שיפור משמעותי בשיעורי הרווחיות בחברה, כשנצפתה עלייה גם ב-EBITDA וגם ב-FFO. הירידה הקלה בהכנסות בהשוואה לשנה הקודמת מקורה בירידה בהכנסות ה-EPC בשל סיום פרויקט ערד שלב ב' במהלך 2024. מנגד, ישנו גידול בהכנסות מדמי חלוקה ובהפשרת דמי חיבור הנובעים מחיבורים חדשים ומגידול בהיקף הצריכה, כך שסה"כ הקיטון בהכנסות היה מינורי ונתמך במהלכים לעיל שהובילו לשיפור הרווחיות. התחזית לשנת 2026 צופה גידול בהכנסות והמשך גידול ברווחיות. הגידול צפוי לנבוע ממספר גורמים, ביניהם גידול משמעותי בהכנסות מחלוקה (בעיקר מתקן ההתפלה באשדוד אך גם צריכת גז טבעי של כ-15 לקוחות חדשים), גידול בהכנסות ה-EPC מביצוע עבודות וגידול בהכנסות מדמי חיבור. אלו ישפיעו גם על היקף ההכנסות וגם יובילו לשיפור ברווחיות.

	2026E[96]	2025	2024
הכנסות	119,290	105,065	107,240
רווח תפעולי	29,126	24,813	21,928
EBITDA[97]	53,038	44,680	38,699
FFO[98]	42,389	37,715	28,696
תזרים מפעילות שוטפת	———	22,154	16,211

	31.12.2025	31.12.2024
סך נכסים	505,878	478,641
חוב פיננסי, נטו	117,125	99,785
סך הון עצמי (בתוספת הלוואות בעלים)	73,913	63,757

התפתחויות מרכזיות במהלך 2025

המשך פריסת צנרת החלוקה בהתאם לתוכנית העבודה, כולל השלמת החיבור של הצרכן התעשייתי ה- 100. בנוסף, 10 צרכנים תעשייתיים חתמו על הסכם חלוקה או על הרחבת הסכם קיים

השלמת פרויקט "עד הלום" אשר מחבר את הקו הקיים לאזור התעשייה הדרומי בעיר אשדוד ומאפשר גישה לצרכנים נוספים באזור התעשייה

מתחילת השנה, החלה צריכה פעילה וסדירה של שני צרכנים גדולים מאוד באזור הדרום - מתקן ההתפלה באשדוד ותחנת הכוח אתגל

המשך השיח מול רשות הגז הטבעי ומשרד האוצר לקידום מתווה הגרט ושינויים במבנה התעריפים

אירועים משמעותיים צפויים לתקופה הקרובה[99]

פריסת צנרת בהיקפים משמעותיים לחיבור לקוחות חתומים, ובניהם השלמת פרויקט ים המלח לחיבור 5 מלונות והנחת צנרת באורך כולל של מעל 20 ק"מ

השלמת הסיכום מול רשות מקרקעי ישראל ואופקים על חיבור שכונה נוספת לנגב גז טבעי (כ-6,000 יח"ד)

השלמת הליך מימון מחדש אשר יאפשר את המשך פיתוח רשת החלוקה לשנים הקרובות וטיוב מחירי המימון של החברה

המשך הליכי פיתוח עסקי ממוקד לקוחות תעשייתיים. החברה צופה כי קצב החתימות על הסכמים חדשים או הרחבת הסכמים קיימים יימשך בדומה לשנת 2025

המשך קיום הדיונים מול רשות הגז הטבעי ומשרד האוצר לקביעת אופן תחשיב הגרט, ובהתאם לאמור ברישיון החברות

96 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

97 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות. לחשיבות הנתון ראה הערת שוליים 44.

98 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

99 המידע אודות האירועים המשמעותיים הצפויים לתקופה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד שעיקרו האסטרטגיה שגיבשו חברות חלוקת הגז, ותוכניותיה והערכותיה של הקרן לעניין אפיקי ההשבחה של ההשקעה. אין באמור משום התחייבות בדבר האופן בו תיושם האסטרטגיה בפועל.

greenway

07

טעינה מהירה של רכבים חשמליים במזרח אירופה (Greenway –13.2%) | תמצית פרטים עיקריים

להלן תמצית פרטים עיקריים אודות ההשקעה בתחום טעינה מהירה של רכבים חשמליים במזרח אירופה. לתיאור פעילות הקרן בתחום טעינה מהירה של רכבים חשמליים במזרח אירופה ראו גם **נספח ז'** לפרק ב' לדוח תמצית זו אינה תחליף לקריאת התיאור המפורט שבנספח:

תיאור תמציתי

Greenway עוסקת בפיתוח, הפעלה וניהול רשתות לטעינת רכבים חשמליים בפולין, סלובקיה וקרואטיה. החברה מתמקדת בטעינה מהירה צמודת דרכים. ל-Greenway שני מקורות הכנסה מרכזיים – מכירת חשמל ושירותי טעינה, ומכירת עמדות טעינה ושירות עבורן. כיום, למעלה ממחצית מהכנסותיה של Greenway נובעות ממכירת חשמל ושירותי טעינה, שיעור הצפוי לגדול בעתיד, ככל שנצילות העמדות תעלה.

נכון למועד הדוח, Greenway היא השחקנית המובילה בשוק עמדות הטעינה הציבוריות המהירות במזרח-מרכז אירופה (CEE), בדגש על פולין וסלובקיה. במצטבר, Greenway מנהלת כ-2,500 עמדות טעינה מהירה (DC), מתוכן כ-2,000 עמדות בבעלותה. ל-Greenway נוכחות משמעותית בשווקים, כאשר היא מחזיקה בכ-35% מהעמדות המהירות בפולין וכ-33 אלף מבעלי המכוניות החשמליות בפולין וסלובקיה מבצעים טעינה אחת לפחות באפליקציה שלה בחודש. ל-Greenway יתרונות לגודל ומגוון יכולות פנים ארגוניות לתמיכה בקבלת החלטות, פיתוח וניהול רשת הטעינה ונוכחות משמעותית בשוק המאפשרים לה שמירה על אטרקטיביות ונתח שוק מהותי.

Greenway נהנית מקשרים מסחריים חזקים עם שותפים אסטרטגים מובילים בפולין וסלובקיה, ביניהם TESCO, ALDI ו-GDDKIA. קשרים אלו מאפשרים ל-Greenway להתקשר בהסכמי שכירות ובלעדיות בתנאים אטרקטיביים ובמקומות מרכזיים התואמים את האסטרטגיה שלה.

ל- Greenway יתרון תחרותי במדינות הפעילות בשל פריסתה הרחבה, נתח השוק הגדול, איכות השירות והשותפויות האסטרטגיות. לצד מגמת ההתרחבות המשמעותית של רכבים חשמליים במדינות הפעילות בשנה האחרונה, Greenway נמצאת בנקודת מוצא מצוינת להמשך צמיחה והתרחבות וממוצבת להצפת ערך מהותית כבר בשנים הקרובות[100]

100 המידע בדבר הצפת הערך העתידית ב- Greenway הינו מידע צופה פני עתיד, המבוסס על הערכת הקרן המבוססת על פעילות Greenway, וכן על תנאי השוק ונתוני חדירת הרכבים החשמליים ותחזיות לעתיד. אין ודאות כי המידע האמור יתממש, וזאת בין היתר במקרים של שינויים רגולטוריים או כלכליים במדינות CEE, או שינוי בהעדפות הצרכנים.

נתונים כלכליים מרכזיים (באלפי אירו)

GreenWay (100%)

בשנת 2025, חל גידול של כ-13% בהכנסות בהשוואה לאשתקד. הגידול נבע משיפור בכל הפרמטרים המהותיים: הכנסות מטעינה, כמות האנרגיה שנמכרה וכמות הטעינות. לצד צמיחת הפעילות, החברה המשיכה להתמקד בשיפור היעילות ושולי הרווח, כשהיעד לשנת 2026 הוא לעבור לתזרים תפעולי חיובי. במחצית השנייה של השנה, חל היפוך מגמה בשווקי הפעילות ונרשמו מכירות גבוהות מאוד לכלי רכב חשמליים במדינות בהן פועלת החברה. מגמה זו, אם תמשך, צפויה לתמוך בצמיחה שנצפתה מתחילת השנה ולהוביל להמשך גידול בהכנסות וברווחיות.

	2026E[101]	2025[102]	2024
הכנסות	35,049	23,103	19,633
רווח תפעולי	(7,484)	(6,742)	(11,310)
EBITDA Adjusted[103]	2,494	1,753	(8,963)
FFO Adjusted[104]	(855)	475	(8,963)

	31.12.2025	31.12.2024
סך נכסים	69,330	40,879
סך הון עצמי (בתוספת הלוואות בעלים)	17,230	15,164

התפתחויות מרכזיות במהלך 2025

כניסת הקרן הצרפתית MIROVA להשקעה בחברה במרץ 2025, בהיקף השקעה של כ-55 מיליון אירו עבור 38% מהחברה

המשך צמיחה בהכנסות מטעינה, בכמות הטעינות ובהיקף עמדות הטעינה המהירות בבעלות Greenway

השלמת תהליך חיזוק המטה הכולל הטמעת תוכנה לניהול לקוחות וגבייה, הטמעת תוכנה לחיזוי היקפי תנועה עתידיים ואומדן הכנסות מעמדות טעינה

המשך הבטחת קבלת מענקים, אשר מגיע במצטבר ממועד הקמת Greenway לסך של כ-100 מיליון אירו מהאיחוד האירופי וממשלת פולין

אירועים משמעותיים צפויים לתקופה הקרובה[105]

המשך צמיחה בהכנסות הנובע מהמשך גידול רשתות הטעינה, כמות הטעינות והחשמל הנצרך

התייעלות ארגונית בהתאם לאסטרטגיית החברה, וטיוב אסטרטגיית פריסת הרשת במדינות השונות

גיוס חוב לצורך פיתוח הפעילות מבנקים מסחריים ומהבנק האירופאי להבטחת הצמיחה של החברה בחמש השנים הקרובות

תחילת פריסת עמדות במסגרת תכנית המענקים CEF6 של האיחוד האירופי, והגדלת החשיפה למגזר המשאיות החשמליות

101 ראו הערת שוליים 38 לעיל.

102 הדוחות הכספיים של Greenway לשנת 2023 טרם נחתמו נכון למועד זה.

103 רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות, בתוספת הוצאות אחרות ובנטרול הוצאות/(הכנסות) חד פעמיות. לחשיבות הנתון ראו הערת שוליים 44 לעיל. הרווח התפעולי בתוספת פחת והפחתות (ללא התאמות נוספות) עמד בשנת 2025 על כ-(2,842) אלפי אירו.

104 ראו הערת שוליים 45 לעיל.

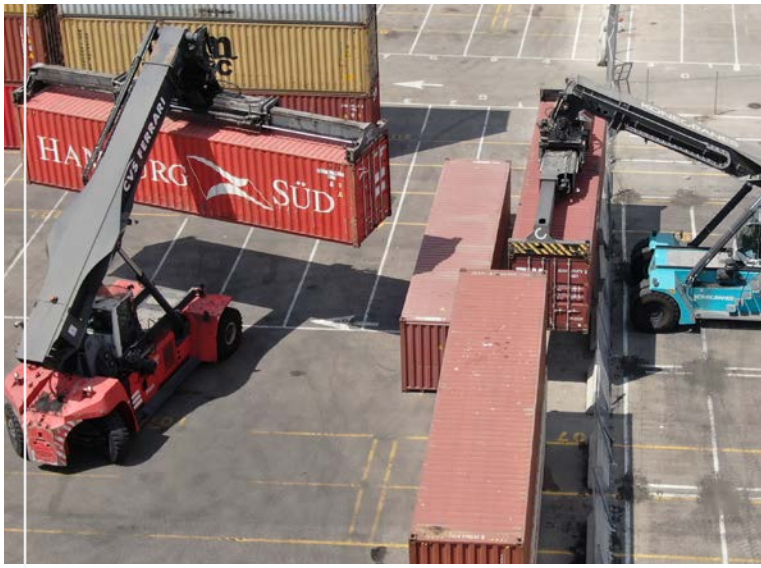
105 המידע אודות האירועים המשמעותיים הצפויים לתקופה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד שעיקרו האסטרטגיה שגיבשה Greenway, ותוכניותיה והערכותיה של הקרן לעניין אפיקי ההשבחה של ההשקעה. אין באמור משום התחייבות בדבר האופן בו תיושם האסטרטגיה בפועל.

1.12 ניהול סיכונים

הקרן פועלת במרחב עסקי רב־ממדי, המשלב בין פרויקטי תשתית לאומית ארוכי טווח ובהסדרות מדינה (PPP), רגולציה מקיפה, ותנודתיות מאקרו כלכלית. פעילותה של ג'נריישן משתרעת על פני סגמנטים שונים: אנרגיה, מים, פסולת, תחבורה ולוגיסטיקה, כשלכל אחד מהם סט ייחודי של סיכונים. על אף הפיזור הרחב, המהווה נדבך מרכזי בהפחתת הסיכון הכולל, הקרן חשופה למכלול גורמים אשר עשויים להשפיע על תוצאות פעילותה, על פרויקטים בהקמה ועל יציבות התזרימים. לשם כך, הקרן מיישמת מודל ניהול סיכונים רוחבי הכולל מפות סיכונים עדכניות, ועדות פיקוח תפעוליות, מדיניות דיווחים ומעקבים בכל הרמות, וסקירות תקופתיות ברמת הדירקטוריון, לצד פיזור ענפי וגיאוגרפי שנועד להקטין חשיפה לסיכון נקודתי בענף יחיד. והכל על בסיס הגנות מובנות המאפיינות את שוק התשתיות – הסכמים לטווח ארוך, הגנות ביקוש, הגנות מאקרו וריבית, והגנות על אירועי כח עליון.

בסביבת המאקרו, הקרן מתמודדת עם השפעות של ריבית גבוהה, אינפלציה, וסביבה גיאו־פוליטית מאתגרת, במיוחד נוכח המצב הביטחוני בישראל מאוקטובר 2023, אשר גרם לחשיפה מוגברת לאיום של מתקני התשתית המרכזיים, לעיכובים מהותיים בפרויקטי הקמה, לעלייה בעלויות מימון ולחשיפה לתנודתיות בשערי המטבע. במקביל, שינויים בסדרי העדיפויות הלאומיים, היקפי השקעה ממשלתיים בתשתיות, ורגולציה חדשה בתחומי האנרגיה והסביבה מהווים גורם דינמי אשר עשוי להשפיע על תזרימי הפרויקטים, על לוחות הזמנים ועל המודלים העסקיים של הקרן והחברות. כחלק מניהול הסיכונים, הקרן פועלת על בסיס תחזיות מאקרו שמרניות, מיישמת עדכונים תכופים לשיעורי היוון ולמודלים כלכליים, ומחזיקה עתודות להשלמות הון בפרויקטים. הקרן פועלת לקבלת תמיכות ממשלתיות, הארכות זיכיון ופיצויים במקרים הרלוונטיים ועל בסיס זכויות מוקנות מכוח הסכמי הזיכיון ובהסדרות מדינה.

במישור הרגולטורי, תחומי פעילות הקרן, בפרט תחומי האנרגיה, פסולת ותחבורה ציבורית, מאופיינים בתלות גבוהה ברגולציה. עדכוני תעריפי חשמל, תנאים לשמירת הסמכת קוגנרציה, תקנות סביבתיות מחמירות, העדפת אנרגיות מתחדשות ועיכובים בקבלת היתרים סטטוטוריים עשויים ליצור פערים בין תחזיות לביצוע בפועל. בתחום התחבורה הציבורית בישראל, קיימת תלות גבוהה בהחלטות משרד התחבורה ובהסדרות ענפיות אשר הינן בעלות פוטנציאל משמעותי להשפעה על הביצועים.. לצורך ניהול סיכונים אלה, הקרן מקיימת דיאלוג שוטף עם הרגולטורים, בוחנת מבעוד מועד השלכות של שינויים רגולטוריים על תשואת ההשקעות, ומעדכנת מבני חוזים, תחזיות ונהלי תפעול בהתאם, ומסתייעת בליווי משפטי שוטף תוך עדכון מבני חוזים, תחזיות ונהלי תפעול ועמידה מלאה בדרישות הדין.



הקרן חשופה לסיכונים ניהוליים ותפעוליים האופייניים לפעילות בתחומי התשתית, ובכלל זאת כשלים טכניים במתקני ייצור ואגירה, תקלות במערכות טיפול במים ובפסולת, עיכובים בפרויקטי הקמה, נזקים הנובעים מאירועי מזג אוויר קיצוניים וחסמים לוגיסטיים המשפיעים על שרשרת האספקה. בנוסף, פעילות הקרן בתחום התחבורה הציבורית כרוכה בסיכונים תפעוליים ייחודיים, לרבות מחסור חמור בכוח אדם ובפרט נהגים, קנסות מוגברים בגין מדדי שירות מחמירים ותלות בגורמים חיצוניים כגון בעיות תשתית, עומסי תנועה ושיבושים ביטחוניים. מטיגציה משמעותית לכך היא הגנות בהסכמי הזיכיון ובהסדרות מדינה, ביטוחים, מערך תחזוקה איכותי ומחמיר תוך אחזקת חלקי חילוף קריטיים.

כמו כן, הקרן חשופה לסיכוני סייבר, הנובעים מהתלות הגוברת במערכות בקרה, מידע ותקשורת בפרויקטי תשתית קריטיים, כאשר כשל מהותי בתחום זה עלול להביא לשיבוש בפעילות ולחשיפה תפעולית, משפטית ורגולטורית. לצורך ניהול סיכונים אלה, הקרן מפעילה מערך בקרה ותחזוקה מחמיר, מקיימת גיבוי למערכות קריטיות ותוכניות התאוששות מאסון (DRP), מחזקת את מערכי הגנת הסייבר ומיישמת סטנדרטים תפעוליים וסביבתיים הולמים במתקנים הרגישים.

במישור הפיננסי, הקרן מתמודדת עם סיכוני מינוף, ריבית, מטבע ונזילות, שינויים בשיעורי ההיוון, עלויות המימון, או בתנאי שוק ההון עשויים להשפיע על הערכות השווי ועל היכולת לגייס מקורות נוספים לצורך הרחבת הפעילות. בפעילותה, הקרן עשויה להיות חשופה להשפעות עלויות ההון, במיוחד בפרויקטים המצויים בשלבי ייזום והקמה.

לשם כך, התחייבה הקרן לשמירה על רמות מינוף שמרניות והיא פועלת עם מסגרות אשראי פנויות בהיקפים נרחבים של מאות מיליוני שקלים, מנהלת לוחות סילוקין באופן פרואקטיבי, מבצעת בדיקות רגישות תקופתיות לכל נכס מהותי, ומשתמשת בשיעורי היוון שמרניים לצורך מדידה ומעקב וזאת לשם מניעת התנודתיות בשווי. בפרויקטי תשתית ישנה הגנה מובנית על הריבית לטווח ארוך.

בתחום הסביבה והאקלים, המעבר של המשק הישראלי והעולמי לכלכלה דלת פחמן מחדד את חשיפת הקרן לציות לסטנדרטים סביבתיים מחמירים, לעלויות תפעוליות הנובעות משינויי אקלים ולצורך בהטמעת טכנולוגיות מתקדמות במערכות ייצור, טיפול ומחזור. רגולציה סביבתית, לרבות חקיקה חדשה, עשויה להשפיע על רישיונות, על הוצאות תפעוליות ועל זמני הקמה. הקרן מפעילה מדיניות ESG סדורה, מבצעת ניטור סביבתי שוטף, מקיימת דיווחי ESG תקופתיים ומבצעת בחינה מקיפה של השפעות סביבתיות עוד בשלב הייזום.

לסיכום, תחום התשתיות נחשב כתחום סולידי עם מיטיגציות מובנות של סיכונים, כמו כן הפיזור הרחב, איכות הנכסים, חוזי הזיכיון ארוכי הטווח, ההסדרות השונות והזכויות המוקנות מכוחן, והניהול האקטיבי של ההשקעות השונות, תורמים לאיזון בין הסיכונים לבין פוטנציאל הצמיחה. הקרן ממשיכה לפעול בגישה זהירה ושמרנית, הכוללת מנגנוני בקרה הדוקים, התאמת אסטרטגיה לתנאי שוק משתנים מח"מים ארוכים של חוזים ושמירה על גמישות פיננסית ותפעולית, במטרה להבטיח יציבות ארוכת טווח ועמידה ביעדיה העסקיים.

generation

02

ניתוח הדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025

for generations to come

2.1. המצב הכספי ליום 31 בדצמבר 2025

סעיף	ליום 31 בדצמבר 2025 (אלפי ש"ח)	ליום 31 בדצמבר 2024 (אלפי ש"ח)	הסברי הדירקטוריון
נכסים שוטפים	533,922	583,691	בשנת 2024 סווגה ההשקעה בפורטרברוק לנכס מוחזק למכירה ולסוף השנה יתרה ההשקעה כלולה בנכסים השוטפים. בנוסף השינויים בנכסים השוטפים נובעים משינויים ביתרת המזומנים של הקרן, יתרה זו משתנה בעיקרה כתוצאה מגיוסים (הון וחוב) ומכירת השקעות מחד ומהשקעות והלוואות לזמן קצר לנכסי הפורטפוליו מאידך.
נכסים שאינם שוטפים	4,556,855	3,656,522	העלייה נובעת מהשקעות חדשות שביצעה הקרן וכן מעליית ערך ההשקעות.
סה"כ נכסים	**5,090,777**	**4,240,213**	
התחייבויות שוטפות	228,809	183,184	העלייה נובעת בעיקר מגידול בחלויות שוטפות של אגרות החוב (סדרות ב' וג').
התחייבויות שאינן שוטפות	1,896,675	1,858,643	העלייה נובעת בעיקר מגידול בהתחייבות מיסים נדחים שמקורו בעלייה בערך ההשקעות בקיזוז השפעת נכס מס נדחה בגין הפסדים להעברה וגידול חלק ממסגרת האשראי. מנגד חל קיטון שמקורו מסיווג חלויות שוטפות של אגרות החוב.
סה"כ התחייבויות	**2,125,484**	**2,041,827**	
הון מניות ופרמיה	1,426,486	1,143,834	גידול בשל הנפקת מניות חסומות בגין שנת 2024 והנפקה פרטית באוקטובר 2025.
קרן הון תשלום מבוסס למניות	38,479	32,025	מחד, גידול של צבירת הזכאות למניות החסומות למייסדי ועובדי חברת הניהול ומענק שנתי באופציות לחברת הניהול בגין שנת 2025, מנגד קיטון ביחס לשנת 2024 בשל מהנפקת מניות חסומות למייסדי ועובדי חברת הניהול בגין שנת 2024.
תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב	21,423	21,701	הקיטון ביחס לתקופה המקבילה נובע מהמרת רכיב ההמרה של אג"ח ד' למניות בתקופה.
עודפים	1,478,905	1,000,826	הגידול תואם את השינוי ברווח הנקי בניכוי דיבידנדים שהוכרזו.
סה"כ הון	**2,965,293**	**2,198,386**	
סה"כ התחייבויות והון	**5,090,777**	**4,240,213**	

2.2. תוצאות הפעילות בשנת 2025

סעיף	2025 (אלפי ש"ח)	2024 (אלפי ש"ח)	2023 (אלפי ש"ח)	הסברי הדירקטוריון
הכנסות	823,900	244,287	482,217	השינויים בהכנסות נובעים בעיקרם משינויים בשווי ההוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו ומהיקף ההכנסות מנכסי הפורטפוליו.
דמי ניהול	(27,074)	(23,094)	(41,724)	עליית דמי הניהול נובעת מעליית שווי מניית הקרן והצמדה למדד.
הוצאות בגין מענקים	(3,433)	(128)	-	הוצאות אלה מתייחסות לשווי הכולל של המענק השנתי והמענק ארוך הטווח לחברת הניהול. הקיטון בשנת 2023 נובע מויתורה של חברת הניהול על המענק בגין ביצועי הקרן בשנת 2023, בשנים 2024-2025 ההוצאות בהתאם לשווי מענק ארוך הטווח כמפורט בפירוט אודות תקנה 21 בפרק ד' לדוח זה להלן. הגידול בשנת 2025 נובע מזכאות לראשונה למענק השנתי בשנת 2025.
הוצאות בגין עסקאות	(1,692)	(3,924)	(1,173)	העלייה נובעת מפעולות הקרן לצורך מימוש ההשקעה בפורטברוק.
הוצאות תפעוליות אחרות	(13,935)	(11,930)	(8,929)	
הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו	(3,582)	(2,367)	(5,150)	השינוי תואם את השינוי בהיקף ההוצאות.
סה"כ הוצאות	(49,716)	(41,443)	(56,976)	
הוצאות מימון	(88,982)	(101,041)	(82,262)	הקיטון ביחס לתקופה המקבילה ב-2024 נובע מאינפלציה גבוהה יותר בתקופה המקבילה אשתקד
הכנסות מימון	1,167	1,582	2,196	
רווח לפני מסים על הכנסה	**686,369**	**103,385**	**345,175**	
מסים על הכנסה	**(143,290)**	**(13,273)**	**(67,973)**	השינויים בסעיף זה הינם בהתאמה לשינויים בסעיף התחייבויות מיסים נדחים.
רווח כולל	**543,079**	**90,112**	**277,202**	

2.3. נזילות

סעיף	2025 (אלפי ש"ח)	2024 (אלפי ש"ח)	2023 (אלפי ש"ח)	הסברי הדירקטוריון
מזומנים יתרת פתיחה	50,297	95,999	253,239	
מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת של החברה	**149,534**	**31,901**	**24,279**	השינויים במזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת נובעים מתקבולים מנכסי הפורטפוליו בקיזוז העלויות התפעוליות ותשלומי ריבית.
מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה	**(269,135)**	**(98,044)**	**(358,683)**	הגידול במזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה נובע מעלייה בהיקף ההשקעות בנכסי הפורטפוליו.
מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון	**102,026**	**20,441**	**177,164**	השינויים במזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון נובעים בעיקר מהיקף גיוסי החוב (הון, אגרות חוב ומסגרת אשראי) שביצעה הקרן בכל תקופה, בניכוי פירעונות קרנות הלוואות ואגרות חוב.
מזומנים יתרת סגירה	32,722	50,297	95,999	

generation

03
ממשל תאגידי

for generations to come

3.1. דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית

דירקטוריון הקרן קבע, בהתאם לסעיף 92(א)(12) לחוק החברות, התשנ"ט-1999 ("**חוק החברות**"), כי המספר המזערי הנדרש של דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, בהתחשב בגודל החברה, סוג פעילותה, במספר חברי הדירקטוריון ובהרכב דירקטוריון הקרן הכולל אנשים בעלי ניסיון וכישורים ניהוליים ומקצועיים, הינו ארבעה.

נכון למועד פרסום הדוח, כל הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון הקרן הינם בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית. לפרטים אודות הדירקטורים, ראו פירוט ביחס לתקנה 26 בפרק ד' לדוח זה.

3.2. דירקטורים חיצוניים

תקנון הקרן כולל הוראה כי הדירקטוריון יורכב מארבעה דירקטורים חיצוניים אשר יכהנו בדירקטוריון הקרן. בהתאם, מכהנים בדירקטוריון הקרן ארבעה דירקטורים חיצוניים: ה"ה אשר גרינבאום, דוד ברוך, יובל ברונשטיין וצופית הראל.

יצוין, כי ביום 13 במאי 2025, התקיימה אסיפה כללית של בעלי מניות הקרן, במסגרתה, בין היתר, אושרה הארכת כהונתם של כל הדירקטורים החיצוניים אשר כיהנו כדירקטורים חיצוניים בקרן באותה עת, ה"ה דוד ברוך, יובל ברונשטיין, אשר גרינבאום וענת קינן ז"ל (אשר החלו את כהונתם כדירקטורים חיצוניים בקרן ביום 7 במאי 2019), לתקופת כהונה שלישית בת שלוש שנים, שתחילתה ביום 7 במאי 2025.

ביום 29 ביוני 2025 הודיעה גב' ענת קינן ז"ל על סיום כהונתה כדירקטורית חיצונית בקרן החל מיום 29 ביוני 2025 עקב נסיבות אישיות. ביום 15 בספטמבר 2025 התכנסה אסיפה כללית מיוחדת, במסגרתה הוחלט על מינויה של הגב' צופית הראל כדירקטורית חיצונית בקרן, לתקופת כהונה ראשונה בת שלוש שנים, שתחילתה ביום 15 בספטמבר 2025.

לפרטים אודות הדירקטורים החיצוניים, ראו פירוט ביחס לתקנה 26 בפרק ד' לדוח זה.

3.3. מבקר פנימי

להלן פרטים אודות המבקר הפנימי של הקרן:

1. שם המבקר: אלון עמית, ממשרד רווה רביד שירותי ביקורת פנימית בע"מ ("**המבקר הפנימי**").

2. תאריך תחילת כהונה: 26 באוגוסט 2019.

3. מועד אישור המינוי ותמצית נימוקי ועדת הביקורת והדירקטוריון: ביום 26 באוגוסט 2019 החליט דירקטוריון הקרן, לאחר קבלת המלצת ועדת הביקורת, לאשר את מינויו של מר עמית כמבקר הפנימי של הקרן, לאחר בחינת השכלתו וניסיונו המקצועי, לרבות ניסיונו בביקורת פנים של חברות ציבוריות נוספות, ובשים לב להצהרותיו בדבר היעדר ניגוד עניינים והיעדר קשרים עסקיים עם הקרן.

4. השכלה: בוגר מדעי המדינה ותקשורת ומוסמך במנהל ציבורי (התמחות בביקורת פנימית) באוניברסיטת בר אילן. מבקר פנימי מוסמך CIA (IIA), מבקר מערכות מידע מוסמך (ISACA), מבקר סייבר (CSX-A) ומומחה בהגנת הפרטיות (CDPSE).

5. ניסיון מקצועי: מנכ"ל רווה רביד שירותי ביקורת פנימית בע"מ, מנהל את פעילות הביקורת הפנימית, ביקורת מערכות מידע וניהול סיכונים בפירמה. מכהן כמבקר הפנימי של מספר חברות. בעל ניסיון של למעלה מ-20 שנים בתחום הביקורת הפנימית ביותר מ-100 חברות ציבוריות ופרטיות, גופים ציבוריים ועמותות בתחומי פעילות שונים. עד לתום שנת 2022 כיהן כנשיא ISACA (האיגוד הישראלי לביקורת ואבטחת מערכות מידע) והחל משנת 2023 משמש כנשיא שקדם וחבר הנהלת האיגוד, משמש כמרצה בקורס ההכנה למבחני ההסמכה CISA (מבקר מערכות מידע מוסמך) מטעם ISACA ישראל ובלימודי תואר שני לביקורת פנימית, באוניברסיטת חיפה ובקורסי דירקטורים של המי"ל.

6. פרטים נוספים: המבקר הפנימי עומד בהוראות סעיף 146(ב) לחוק החברות, סעיף 8 לחוק הביקורת הפנימית התשנ"ב-1992 ("**חוק הביקורת הפנימית**") ותקנות הדוחות. המבקר הפנימי אינו מחזיק בניירות ערך של הקרן או של גוף קשור אליה, ואין לו קשרים עסקיים או אחרים עם הקרן או גוף קשור אליה.

7. זהות הממונה על המבקר הפנימי: הממונה הארגוני על המבקר הפנימי הינו יו"ר הדירקטוריון.

8. תוכנית העבודה: תכנית העבודה של הביקורת הפנימית הינה שנתית ונקבעת על ידי דירקטוריון הקרן לאחר קבלת המלצת ועדת הביקורת. ועדת הביקורת מעורבת בקביעת תכנית העבודה, ומסתמכת בהמלצתה לדירקטוריון על סקר הערכת סיכונים שערך המבקר הפנימי, הנושאים המוצעים על ידו לביקורת באותה שנה והמלצת ההנהלה. סטיה מתוכנית העבודה כפופה לאישור ועדת הביקורת. בשנת הדוח המבקר הפנימי לא בחן עסקאות מהותיות שביצעה הקרן.

9. ביקורת בנכסי הפורטפוליו: הקרן, כמדיניות, פועלת למינוי מבקר פנימי בחברות הפורטפוליו העיקריות שלה, ביצוע סקר הערכת סיכונים וקיום תכנית ביקורת פנימית שנתית בהן. כיום, מכהן מבקר פנימי ומתקיימת תכנית ביקורת פנימית ב-BlueGen, PowerGen, בון תור, מטרופולין, פרידנזון-ג'נריישן וחברות חלוקת הגז. מלבד האמור, במהלך שנת 2025 הגיש המבקר הפנימי של הקרן, במסגרת תכנית הביקורת הפנימית של הקרן, דוחות ביקורת ביחס לחברות הפורטפוליו העיקריות בנושאים הבאים: (א) מעקב אחר הטיפול בתחום איכות הסביבה בחברות הפורטפוליו; ו-(ב) מוכנות לאירוע סייבר בחברות הפורטפוליו. כמו כן, כחלק מהביקורת הפנימית של הקרן, בוחן המבקר הפנימי של הקרן אחת לתקופה את עבודת הביקורת הפנימית בחברות הפורטפוליו.

10. היקף העסקה: בגין תוכנית הביקורת הפנימית של הקרן לשנת 2025 ביצע המבקר הפנימי שלה כ-360 שעות עבודה.

11. עריכת הביקורת: הביקורת נערכת בהתאם להנחיית חוק הביקורת הפנימית וחוק החברות וכן בהתאם למקובל תוך התאמת יישום ההנחיות והתקנים המקצועיים של הלשכה הבינלאומית של המבקרים הפנימיים (I.I.A), זאת בנוסף להנחיות ולהוראות ספציפיות מעת לעת. הדירקטוריון באמצעות ועדת הביקורת שלו מפקח על הליכי עבודת המבקר הפנימי, תקני עבודתו ותוצאותיה. לדעת הדירקטוריון תקני עבודת המבקר נאותים וראויים להרכב והיקף הפעילות של הקרן.

12. גישה למידע: למבקר הפנימי גישה מלאה, בלתי אמצעית, שוטפת, ובלתי מוגבלת למערכת המידע ולנתונים כספיים ככל שנדרש לביצוע עבודת הביקורת בהתאם לסעיף 9 לחוק הביקורת הפנימית.

13. דין וחשבון המבקר הפנימי: ועדת הביקורת של הקרן התכנסה לדיון בדוחות ביקורת פנימית בימים 19 במרץ 2025 ו-19 במרץ 2026, כאשר המבקר הפנימי הגיש דוחות ביקורת פנימית בנושאים הבאים: (1) מעקב אחר הטיפול בתחום איכות הסביבה בחברות הפורטפוליו; (2) מוכנות לאירוע סייבר בחברות הפורטפוליו; (3) שימור ידע ארגוני וניהול מידע ארגוני; ו-(4) יישום חלוקת הוצאות בין הקרן ובין חברת הניהול בשנת 2025.

14. תגמול: תגמול המבקר הפנימי הינו על בסיס שכר לשעת עבודה. בגין שנת 2025, התגמול של המבקר הפנימי במסגרת עבודת הביקורת הפנימית של הקרן הסתכם לסך של כ-97 אלפי ש"ח. לדעת הדירקטוריון, להיקף התגמול של המבקר הפנימי לא הייתה השפעה על שיקול דעתו המקצועי.

15. הערכת הדירקטוריון את פעילות המבקר הפנימי: להערכת חברי הדירקטוריון היקף, אופי ורציפות פעילות המבקר הפנימי ותוכנית עבודתו סבירים בנסיבות העניין, ויש בהם כדי להגשים את מטרות הביקורת הפנימית בקרן.

3.4. פרטים בדבר רואה החשבון המבקר

1. משרד KPMG סומך חייקין, רואי חשבון משמש כרואה החשבון המבקר של הקרן.

2. הוצאות שכר טרחת רואה החשבון המבקר בגין שירותי ביקורת ומס ושירותים נלווים (מס ונאותות) בשנים 2024-2025:

	שכ"ט (לא כולל מע"מ) (באלפי ש"ח)	
	2025	2024
שירותי ביקורת ומס	580	550
שירותים נלווים (מס ונאותות)	115	197

3. שכר טרחת רואה החשבון המבקר נקבע לאחר משא ומתן בין הנהלת הקרן לרואה החשבון, בהתאם להיקף עבודתו ולתעריף השעתי, והוא אושר על ידי דירקטוריון הקרן לאחר קבלת המלצת ועדת הביקורת, אשר בחנה את היקף עבודתו של רואה החשבון המבקר ושכרו, והניחה את דעתה כי היקף עבודתו של רואה החשבון המבקר ושכר טרחתו ביחס לדוחות הכספיים בשנת הדיווח, היו נאותים לשם ביצוע עבודת ביקורת וסקירה ראויים.

3.5. גילוי בדבר מורשי חתימה בתאגיד

נכון למועד דוח זה, בקרן אין גורם יחיד אשר יכול לחייב בחתימתו את הקרן מבלי להידרש לאישורו של גורם נוסף.

3.6. תרומות

במהלך שנת הדוח תרמה הקרן לטובת הקהילה סך של כ-210 אלפי ש"ח. נכון למועד דוח זה אין לקרן מדיניות חלוקת תרומות.

generation

04

הוראות גילוי נוספות בקשר עם הדיווח הפיננסי של התאגיד

for generations to come

4.1. נזילות

סך יתרות נזילות[106] של הקרן ליום 22 במרץ 2026 מוערך בכ-287 מיליון ש"ח.

4.2. אומדנים חשבונאיים קריטיים

נכון למועד זה, לקרן לא קיימים אומדנים חשבונאיים קריטיים, למעט אמידת השווי ההוגן של ההשקעות בנכסי הפורטפוליו וייחוס נכסי מסים נדחים בגין הפרשי זמנים. לפרטים, ראו ביאור 2ה' לדוחות הכספיים.

4.3. חוות דעת של רואה החשבון המבקר בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי

דוח של רואה החשבון המבקר הכולל את חוות דעתו בדבר האפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי, מצורף לדוח השנתי על הבקרה הפנימית בפרק ה' בדוח זה להלן. לדוח השנתי בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי ראו פרק ה' בדוח זה להלן.

4.4. אירועים לאחר תאריך המאזן

לפרטים בדבר אירועים לאחר תאריך הדוח על המצב הכספי ראו ביאור 17 לדוחות הכספיים.

4.5. פרטים אודות הערכת שווי מהותיות ומהותית מאוד

זיהוי נושא ההערכה	PowerGen	BlueGen	בון תור	פורטברוק
עיתוי הערכה	31 בדצמבר 2025			
הערכה מהותית/ מהותית מאוד	מהותית מאוד	מהותית מאוד	מהותית מאוד	מהותית מאוד
שווי נושא ההערכה סמוך לפני מועד ההערכה (באלפי ש"ח)	1,353,630	1,170,582	975,161	505,908
שווי נושא ההערכה שנקבע בהתאם לערכה (באלפי ש"ח)	2,040,392	1,110,725	1,004,643	495,445
זיהוי המעריך ואפיוניו	זיו האפט, BDO	איתי פלד, סמנכ"ל כספים		
מודל ההערכה שמעריך השווי פעל לפיו	שיטת היוון תזרים מזומנים (Discounted cash flow).	קידום ערך הנכס בתקופת החתך לפי התשואה הרבעונית הצפויה לבעלים על ערך הנכס, בניכוי הכנסות שהתקבלו, ככל שהתקבלו, ובתוספת השקעות נוספות שביצעה הקרן בנכס, ככל שביצעה.		קביעת שווי הנכס בהתאם להסכם מחייב למכירת הנכס ובתוספת שינויים בשווי הוגן עסקאות הגנה

106 כולל יתרת מסגרת אשראי מובטחת ושאינה מנוצלת.

זיהוי נושא ההערכה	PowerGen	BlueGen	בון תור	פורטרברוק
ההנחות שלפיהן ביצע מעריך השווי את ההערכה, בהתאם למודל ההערכות	תחזית אינפלציה ארוכת טווח - 2.23%; תקופת התזרים - (א) עבור נכסים פרויקטאלים עם אורך חיים מוגבל - תקופת הפרויקט; (ב) עבור נכסים בבעלות - אורך החיים הכלכלי; התחזיות אשר הוטמעו במודלים הפיננסים בקשר לתעריפי החשמל העתידיים (SMP/MCP), תעו"ז, רכיב ייצור, רכיב מערכתיות ועוד (מבוססות על יועץ שוק חיצוני. הרכיב המשלים בגין תחנות כוח המוכרות חשמל למנהל מערכת מותאם לתוצאות החלטת רשות החשמל מחודש פברואר 2025; שיעור תשואה משוקלל לבעלים (Ke) כ-10.9%~.	פוטנציאל השפעת כלל השינויים בהנחות העיקריות על שווי הנכס אינה מהותית. זכאות החברה לתשואה לבעלים הצפויה על השקעתם, למעט נכסי זרוע הפסולת אשר שווים נקבע לפי המחיר שנקבע במזכר ההבנות שנחתם עם לאומי פרטנרס כאמור לעיל. שיעור תשואה משוקלל לבעלים (Ke) - כ-12.2%~.	פוטנציאל השפעת כלל השינויים בהנחות העיקריות על שווי הנכס אינה מהותית. זכאות החברה לתשואה לבעלים הצפויה על השקעתם. שיעור תשואה משוקלל לבעלים (Ke) כ-12.5%~.	שווי הנכס שנקבע בעסקה מחייבת שנחתמה בין מוכר מרצון וקונה מרצון, שאינם קשורים זה בזה, אשר משקף את השווי ההוגן של הנכס.

נספח	ג'	א'	ב'	ד'

generation

05

גילוי ייעודי למחזיקי אגרות החוב של הקרן

for generations to come

להלן יובא תיאור סדרת אגרות החוב של הקרן שהינן במחזור נכון למועד הדוח ("**אגרות החוב**").

לתנאים המלאים של אגרות החוב, ולפרטים נוספים בדבר התחייבויות הקרן, ראו בשטרי הנאמנות הנאמנות לאגרות החוב, כמפורט להלן, אשר כלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

		אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
שטר נאמנות		פורסם ביום 21 ביוני 2021 מס' אסמכתה: 2021-01-041815	פורסם ביום 20 בפברואר 2022 מס' אסמכתה: 2022-01-020344	פורסם ביום 17 בדצמבר 2024 מס' אסמכתה: 2024-01-625088
סדרה מהותית		כן	כן	כן
מועד ההנפקה הראשונה		20 ביוני 2021	20 בפברואר 2022	18 בדצמבר 2024
מועד הרחבת הסדרה		21 ביולי 2022	הרחבה ראשונה: 21 ביולי 2022 הרחבה שניה: 26 ביולי 2023	-
ערך נקוב (בש"ח)	**במועד ההנפקה**	הנפקה ראשונה: 441,609,000 הרחבת סדרה: 83,945,000	הנפקה ראשונה: 513,956,000 הרחבת סדרה ראשונה: 353,803,000 הרחבת סדרה שניה: 180,000,000	220,000,000
	למועד הדוח	415,187,660	838,207,200	217,164,654
	יתרה משוערכת לפי תנאי הצמדה	482,942,014	960,767,424	-
סכום הריבית שנצברה וטרם שולמה למועד הדוח		-	1,817 אלפי ש"ח	-
שווי פנקסני כפי שנכלל בדוחות הכספיים		479,699 אלפי ש"ח	896,449 אלפי ש"ח	196,214 אלפי ש"ח - כולל רכיב ההמרה
שווי הוגן (שווי בורסאי) ליום 31.12.2025		457,454 אלפי ש"ח	888,248 אלפי ש"ח	352,458 אלפי ש"ח
סוג הריבית ושיעורה		ריבית שנתית קבועה וצמודת מדד בשיעור של 0.75%, כפופה להתאמות במקרה של אי עמידה באמות מידה פיננסיות, כמפורט להלן.	ריבית שנתית קבועה בשיעור של 0.75%, כפופה להתאמות במקרה של אי עמידה באמות מידה פיננסיות, כמפורט להלן.	ריבית שנתית קבועה בשיעור של 4%, כפופה להתאמות במקרה של אי עמידה באמות מידה פיננסיות, כמפורט להלן.

	אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
מועדי תשלום הקרן	קרן אגרות החוב תפרע בתשעה תשלומים שנתיים, כאשר שלושת התשלומים הראשונים ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2023 עד 2025, באופן שכל אחד מבין שלושת התשלומים יהווה 7% מהערך הנקוב של אגרות החוב, ארבעה תשלומים נוספים ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2026 עד 2029, באופן שכל אחד מבין ארבעת התשלומים יהווה 13% מהערך הנקוב של אגרות החוב, ושני תשלומים נוספים ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2030 ו-2031, באופן שכל אחד מבין שני התשלומים כאמור יהווה 13.5% מהערך הנקוב של אגרות החוב.	קרן אגרות החוב תיפרע בעשרה תשלומים שנתיים, אשר ישולמו ביום 30 בספטמבר של כל אחת מהשנים 2024 עד 2033 (כולל), באופן שכל אחד מבין התשלומים כאמור יהווה 10% מהערך הנקוב של אגרות החוב.	קרן אגרות החוב תיפרע בשני תשלומים שווים, אשר ישולמו ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2028 ו-2029 עד 2033 (כולל), באופן שכל אחד מבין התשלומים כאמור יהווה 50% מהערך הנקוב של אגרות החוב.
מועדי תשלום הריבית	הריבית תשולם פעמיים בשנה בימים 30 ביוני ו-31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2022 עד 2031 (כולל), למעט התשלום הראשון של הריבית אשר ישולם ביום 31 בדצמבר 2021, והתשלום האחרון של הריבית, אשר ישולם ביחד עם הפירעון האחרון של הקרן ביום 30 ביוני 2031.	הריבית תשולם פעמיים בשנה בימים 31 במרץ ו-30 בספטמבר של כל אחת מהשנים 2023 עד 2033 (כולל), למעט התשלום הראשון של הריבית אשר שולם ביום 30 בספטמבר 2022, והתשלום האחרון של הריבית, אשר ישולם ביחד עם הפירעון האחרון של הקרן ביום 30 בספטמבר 2033.	הריבית תשולם פעם בשנה ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2025 עד 2029 (כולל).
סוג הצמדה	אגרות החוב צמודות, קרן וריבית, למדד המחירים לצרכן שפורסם ביום 15 ביוני 2021 בגין חודש מאי 2021 ("**המדד היסודי**"). אם יתברר, במועד הפירעון של תשלום כלשהו על חשבון הקרן ו/או הריבית, כי המדד הידוע במועד התשלום ("**מדד התשלום**") עלה לעומת המדד היסודי, תשלם החברה את אותו תשלום של קרן ו/או ריבית, כשהוא מוגדל באופן יחסי לשיעור העלייה של מדד התשלום לעומת המדד היסודי. אם יתברר, במועד ביצוע תשלום כלשהו על חשבון הקרן ו/או הריבית, כי מדד התשלום זהה למדד היסודי או נמוך ממנו, אזי מדד התשלום יהיה המדד היסודי.	אגרות החוב צמודות, קרן וריבית, למדד המחירים לצרכן שפורסם ביום 15 בפברואר 2022 בגין חודש ינואר 2022 ("**המדד היסודי**"). אם יתברר, במועד הפירעון של תשלום כלשהו על חשבון הקרן ו/או הריבית, כי המדד הידוע במועד התשלום ("**מדד התשלום**") עלה לעומת המדד היסודי, תשלם החברה את אותו תשלום של קרן ו/או ריבית, כשהוא מוגדל באופן יחסי לשיעור העלייה של מדד התשלום לעומת המדד היסודי. אם יתברר, במועד ביצוע תשלום כלשהו על חשבון הקרן ו/או הריבית, כי מדד התשלום זהה למדד היסודי או נמוך ממנו, אזי מדד התשלום יהיה המדד היסודי.	אגרות החוב אינן צמודות (קרן וריבית) למדד או למטבע כלשהו.
המרה	אין	אין	כן, כמפורט בטבלה זו להלן ובסעיף 11 לתנאים הרשומים מעבר לדף לשטר הנאמנות.
זכות לבצע פדיון מוקדם	החברה תהא רשאית להעמיד ביוזמתה את אגרות החוב לפדיון מוקדם בתנאים המפורטים בסעיף 13.2 לתנאים שמעבר לדף בשטר הנאמנות.		אין
ערבות לתשלום התחייבות	אין		

	אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')	אגרות חוב (סדרה ד') להמרה
פרטי הנאמן	משמרת - חברה לשירותי נאמנות בע"מ, דרך בגין 48 תל אביב. איש קשר: שלומי אילני, טלפון: 03-6374826, פקס: 03-6374344, דוא"ל: Shlomyi@mtrust.co.il ("**הנאמן**").		
דירוג	שם החברה המדרגת: מעלות S&P בע"מ הדירוג שנקבע למועד הנפקת הסדרה ולמועד הדוח: ilA+ תאריך הדירוג: 16 ביוני 2021, כפי שאושרר ביום 19 ביולי 2022 לדוח דירוג אגרות החוב (סדרה ב'), ראו דיווח מיידי של החברה מימים 16 ביוני 2021 ו- 19 ביולי 2022 (מס' אסמכתה: 2021-01-039397 ו- 2022-01-09993, בהתאמה).	שם החברה המדרגת: מעלות S&P בע"מ הדירוג שנקבע למועד הנפקת הסדרה ולמועד הדוח: ilA+ תאריך הדירוג: 17 בפברואר 2022, כפי שאושרר ביום 19 ביולי 2022 וביום 23 ביולי 2023 לדוח דירוג אגרות החוב (סדרה ג'), ראו דיווחים מיידיים של הקרן מימים 17 בפברואר ו-19 ביולי 2022 וכן מיום 23 ביולי 2023 (מס' אסמכתה: 2022-01-019483, 2022-01-091993 ו-2023-01-083718, בהתאמה).	שם החברה המדרגת: מעלות S&P בע"מ הדירוג שנקבע למועד הנפקת הסדרה ולמועד הדוח: ilA+ תאריך הדירוג: 20 בנובמבר 2024 לדוח דירוג אגרות החוב (סדרה ד'), ראו דיווח מיידי של החברה מיום 20 בנובמבר 2024 (מס' אסמכתה: 2024-01-617385).
ביום 7 בינואר 2026 אישררה S&P מעלות את דירוג אגרות החוב (סדרות ב', ג' ו-ד') של הקרן, שהינו ilA +. לפרטים ראו דוח מיידי מיום 7 בינואר 2026 (מס' אסמכתה: 2026-15-003058).			
אמות מידה פיננסיות ושיעור העמידה בהן	**אמת מידה לסדרה ב'** **התניית הון עצמי** **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** סך ההון העצמי[107] של החברה לא יפחת מ-700 מיליון ש"ח. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** סך ההון העצמי של החברה לא יפחת מ- 775 מיליון ש"ח.	**אמת מידה לסדרה ג'** **התניית הון עצמי** **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** סך ההון העצמי[107] של הקרן לא יפחת מ-840 מיליון ש"ח. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** סך ההון העצמי של הקרן לא יפחת מ- 900 מיליון ש"ח.	**אמת מידה לסדרה ד'** **התניית הון עצמי** **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** סך ההון העצמי[107] של הקרן לא יפחת מ-1,100 מיליון ש"ח. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** סך ההון העצמי של הקרן לא יפחת מ- 1,350 מיליון ש"ח.
עמידה ליום 31.12.2025: ההון העצמי של הקרן עומד על כ-2,965.3 מיליון ש"ח.			
	התניית יחס חוב לסך הנכסים **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** היחס בין החוב הפיננסי נטו[108] לבין סך הנכסים[109] לא יעלה על 45%. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים עלה על 42%.	**התניית יחס חוב לסך הנכסים** **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** היחס בין החוב הפיננסי נטו[108] לבין סך הנכסים[109] לא יעלה על 48%. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים עלה על 46%.	**התניית יחס חוב לסך הנכסים** **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** היחס בין החוב הפיננסי נטו[108] לבין סך הנכסים[109] לא יעלה על 55%. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים עלה על 52.5%.

107 "**הון עצמי**", משמעו: הון עצמי כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה (מבוקרים או סקורים, לפי העניין), לא כולל זכויות מיעוט.

108 "**החוב הפיננסי נטו**"- חוב פיננסי של החברה, בניכוי מזומן ושווי מזומן, פקדונות והשקעות לזמן קצר (אך ללא ניכוי מזומן מוגבל (כהגדרתו להלן)), והכל על בסיס הדוחות הכספיים האחרונים של החברה. לעניין זה "**חוב פיננסי**" משמעו - אשראי מתאגידים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים (וביחס לסדרות ב' ו-ג' בצירוף חלויות שוטפות של אשראי זה, הלוואות מתאגידים בנקאיים או ממוסדות פיננסיים בצירוף חלויות שוטפות של הלוואות אלה), אשראי שהועמד על ידי מוכר נכס הנכלל בחישוב "סך הנכסים" כהלוואת מוכר בקשר עם רכישת הנכס ("הלוואת מוכר") ואגרות חוב (וביחס לסדרות ב' ו-ג' בצירוף חלויות שוטפות של אגרות החוב), וכן כל הלוואה שהיא מכל גורם מממן שהוא. למען הסר ספק, חובות פיננסיים של נכסי הפורטפוליו של החברה לא יחשבו כחלק מהחוב הפיננסי של החברה וכן לא יובאו בחשבון מזומנים ושווי מזומנים המוחזקים על ידה.

109 "**סך הנכסים**" - סך הנכסים בדוחות הכספיים של החברה, בניכוי מזומן ושווי מזומן, פקדונות והשקעות לזמן קצר אך ללא ניכוי מזומן מוגבל אשר לא נוכה מחישוב החוב הפיננסי נטו, והכל על בסיס הדוחות הכספיים האחרונים של החברה. "**מזומן מוגבל**" - פקדונות, מזומנים ושווי מזומנים משועבדים לטובת צד ג' או אשר ניתנה התחייבות כלפי צד ג' כאמור לאי-משיכתם.

	אגרות חוב (סדרה ב׳)	אגרות חוב (סדרה ג׳)	אגרות חוב (סדרה ד׳) להמרה
	עמידה ליום 31.12.2025 יחס חוב לסך נכסים עומד על כ-33%.		
	התניית NAV **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** השווי ההוגן של נכסי החברה[110], בניכוי התחייבויות החברה לפי ערכן הפנקסני כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה, לא יפחת מ-700 מיליון ש״ח. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** השווי ההוגן של נכסי החברה בניכוי התחייבויות החברה כאמור לא יפחת מ-775 מיליון ש״ח.	**התניית NAV** **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** השווי ההוגן של נכסי החברה[110], בניכוי התחייבויות החברה לפי ערכן הפנקסני כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה, לא יפחת מ-840 מיליון ש״ח. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** השווי ההוגן של נכסי החברה בניכוי התחייבויות החברה כאמור לא יפחת מ-900 מיליון ש״ח.	**התניית NAV** **אמת מידה פיננסית לצורך עמידה בהתחייבויות לפי שטר הנאמנות:** השווי ההוגן של נכסי החברה[110], בניכוי התחייבויות החברה לפי ערכן הפנקסני כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה, לא יפחת מ-1,100 מיליון ש״ח. **אמת מידה פיננסית לצורך מנגנון התאמת שיעור הריבית:** השווי ההוגן של נכסי החברה בניכוי התחייבויות החברה כאמור לא יפחת מ-1,350 מיליון ש״ח.
	עמידה ליום 31.12.2025: ההון העצמי של הקרן עומד על כ-2,965.3 מיליון ש״ח.		
עמידה בכל תנאי שטר הנאמנות והתקיימות תנאים המקימים עילה להעמדת הסדרה לפירעון מיידי/מימוש בטוחות	החברה עמדה בכל התנאים וההתחייבויות על פי שטר הנאמנות, ולא התקיימו תנאים המקימים עילה להעמדה לפירעון מיידי או למימוש בטוחות.		
נכסים משועבדים	אין		
הנפקת אגרות חוב נוספות	לחברה סמכות להנפיק אגרות חוב (סדרה ב׳, סדרה ג׳ או סדרה ד׳, לפי העניין) נוספות בהתאם לתנאים המפורטים בסעיף 2.4 לשטר הנאמנות הרלוונטי, וכן להנפיק סדרות נוספות של אגרות חוב או ניירות ערך אחרים בהתאם לתנאים המפורטים בסעיף 2.7 לשטר הנאמנות הרלוונטי.		

פרטים בדבר רכיב ההמרה באגרות חוב (סדרה ד׳)

	אגרות חוב (סדרה ד׳) להמרה
פרטי נייר ערך אליו ניתן להמיר את אגרות החוב	אגרות החוב (סדרה ד׳) ניתנות להמרה למניות רגילות רשומות על שם של הקרן ללא ערך נקוב.
יחס המרה	בתקופה שעד ליום 30 ביוני 2026 (כולל) כל 0.85722 ש״ח (שער מתואם עקב חלוקות דיבידנדים, החל מיום 1 בינואר 2026) ערך נקוב של אגרות חוב (סדרה ד׳) ניתן להמרה למניה רגילה אחת, ובתקופה שהחל מיום 1 ביולי 2026 ועד ליום 21 בדצמבר 2029 (כולל) כל 1.14296 ש״ח (שער מתואם כאמור) ערך נקוב של אגרות חוב (סדרה ד׳) יהיה ניתן להמרה למניה רגילה אחת.
עיקרי תנאי ההמרה	יתרת הקרן הבלתי מסולקת של אגרות החוב ניתנת להמרה למניות רגילות של הקרן בכל יום מסחר, עד ליום 21 בדצמבר 2029, למעט המועדים המפורטים בסעיף 11.1.2 לתנאים הרשומים מעבר לדף לשטר הנאמנות, ועל פי יחס ההמרה המפורט לעיל; לתנאי המרה נוספים, ראו סעיף 11.1 לתנאים הרשומים מעבר לדף לשטר הנאמנות.
התאמות לחלוקה	התאמות עקב חלוקת מניות הטבה, השתתפות בהנפקות זכויות וחלוקת דיבידנד, הכל כמפורט בסעיף 11.2 לתנאים הרשומים מעבר לדף לשטר הנאמנות.
זכות המנפיק לבצע המרה כפויה	אין.

יוסף זינגר
יו״ר הדירקטוריון

ארז בלשה
מנכ״ל ודירקטור

תאריך החתימה: 22 במרץ 2025

110 לעניין חישוב השווי ההוגן של נכסי החברה – השקעות בנכסי הפורטפוליו יילקחו על פי שוויין ההוגן ונכסים אחרים יילקחו בהתאם לערכם הפנקסני בדוחות הכספיים כאמור. יובהר כי ככל שהשקעות בנכסי הפורטפוליו מוצגות בדוחות הכספיים של החברה לפי שווי הוגן, יילקח השווי ההוגן כקבוע בדוחות הכספיים.

ג׳נריישן קפיטל בע״מ

דוח תקופתי לשנת 2025

פרק ב׳

תיאור עסקי התאגיד

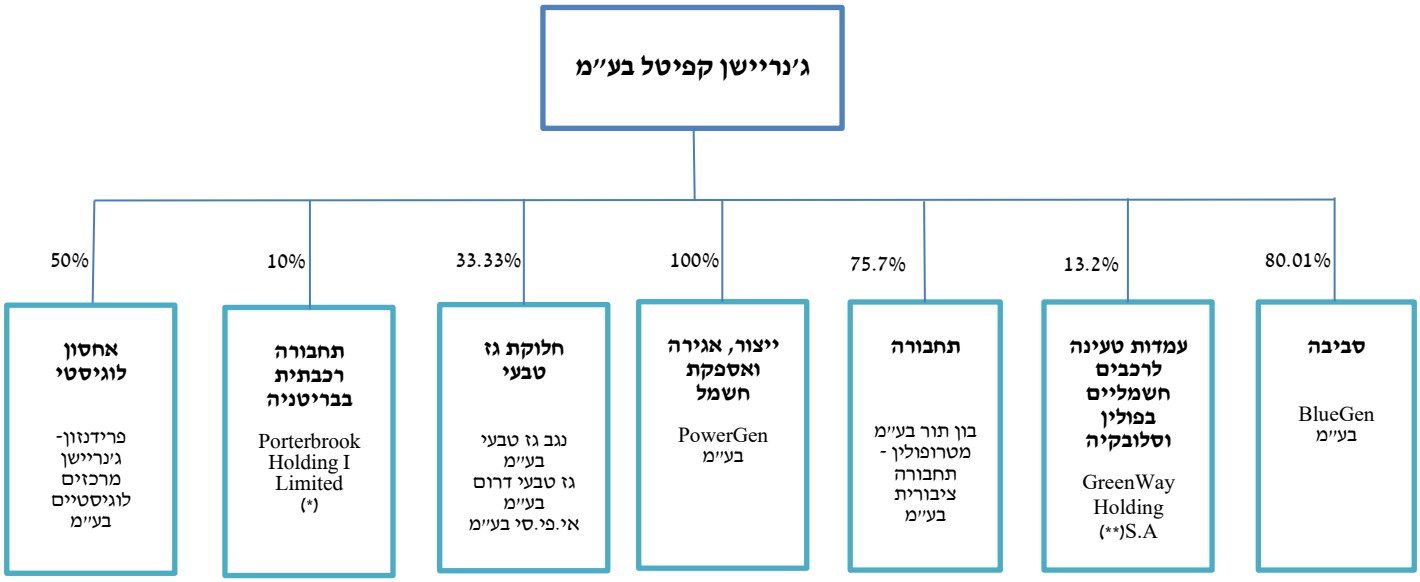
for generations to come

חלק ראשון – פרטים אודות פעילות הקרן ומדיניותה כקרן סחירה להשקעה בתשתיות ואנרגיה

1. התאגדות ומבנה

ג'נריישן קפיטל בע"מ ("**הקרן**") התאגדה בישראל ביום 15 במאי 2018 כחברה פרטית, במטרה לשמש כקרן סחירה להשקעה בתשתיות ואנרגיה. ביום 20 בפברואר 2019 פרסמה הקרן תשקיף הנפקה ראשונה לציבור וירישום למסחר (אסמכתה: 2019-01-016209), וביום 3 במרץ 2019 נרשמו מניות הקרן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ("**הבורסה**"), והקרן הפכה לחברה ציבורית.

להלן תרשים מבנה ההחזקות בנכסי תשתיות בהם השקיעה הקרן ("**נכסי הפורטפוליו**") נכון למועד פרסום הדוח:



(*) באמצעות תאגיד אנגלי בו מחזיקה הקרן ב-33.33%.
(**) באמצעות תאגיד פולני בו מחזיקה הקרן ב-50%.

לפרטים נוספים אודות פורטפוליו ההשקעות של הקרן, ראו בחלק השני לפרק זה ובפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

בהתאם לאופי פעילות הקרן, הקרן עומדת בהגדרה של יישות השקעה כהגדרתה בתקן חשבונאות IFRS 10. בהתאם לכך הקרן מודדת את השקעותיה בנכסי הפורטפוליו בשווי הוגן, חלף איחוד או מדידה לפי שיטת השווי המאזני. לפרטים ראו באור 2ב לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025, המצורפים בפרק ג' לדוח ("הדוחות הכספיים").

2. מטרות ומדיניות הקרן

2.1. מטרות הקרן

א. השאת היתרונות הייחודיים של עולם התשתיות עבור השוק הסחיר באמצעות קרן ציבורית המאפשרת חשיפה להשקעות בתחום התשתיות.

ב. ייצור הכנסה יציבה למשקיעים לטווח הארוך, שתתקבל כדיבידנד תקופתי שוטף.

ג. חשיפה משוכללת וגמישה של המשקיעים בקרן להשקעות בנכסים בתחום התשתיות, באמצעות סיכון מדוד ופיזור ראוי.

ד. התמקדות בנכסי צמיחה ונכסים מניבים בעלי ביקוש יציב, המבוססים על התקשרויות ארוכות טווח והגנות או הסדרות מטעם המדינה, בעלי פוטנציאל השבחה ליצירת ערך משמעותי לאורך זמן.

ה. שילוב פעילויות ייזום והשבחה תפעולית באופן המאפשר תשואה עודפת.

2.2. יעדי תשואה

בכפוף להחלטות ולמדיניות שיקבעו על-ידי דירקטוריון הקרן מעת לעת, הקרן תשאף שהתשואה השנתית על ההון[1] תעמוד על כ-14%, ותשואת הדיבידנד על בסיס שנתי של הקרן תעמוד על כ-4% (לעניין זה ראו גם בסעיף 6.1 להלן).

האמור בסעיף זה הינו מידע צופה פני עתיד כמשמעו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך" ו-"מידע צופה פני עתיד", בהתאמה). מידע זה מבוסס על שאיפות, יעדים והערכות של הקרן, אשר אין ודאות כי יתקיימו בפועל ומשכך אין ביכולתה של הקרן להבטיח כי שיעור התשואה על ההון המושקע ו/או תשואת הדיבידנד יהיו כמתואר לעיל או כי תעמוד באילו מהיעדים כאמור. מבלי לגרוע מכלליות האמור, שינויים עתידיים אפשריים באילו מהגורמים עליהם מבוססים היעדים כאמור, או שינויים במדיניות ההשקעות של הקרן או באסטרטגיה העסקית שלה, עשויים להשפיע באופן מהותי על עמידת הקרן ביעדים אלו. לאור האמור, אין ביעדים אלו משום התחייבות כלשהי של הקרן לעמידה בהם או מצג של הקרן.

3. מדיניות ההשקעות של הקרן

להלן יפורטו עיקרי מדיניות ההשקעות של הקרן. יצוין, כי מדיניות ההשקעות של הקרן תיבחן מעת לעת בידי הדירקטוריון על פי שיקול דעתו, והיא עשויה להתעדכן בהתאם להחלטותיו:

3.1. עקרונות על

א. השקעה בעוגן של נכסים בעלי תזרימי מזומנים יציבים, צפויים,[2] ארוכי טווח, הצמודים חלקית או באופן מלא למדד.

ב. השקעה בנכסים בעלי אפשרויות השבחה תפעוליות, מסחריות, אסטרטגיות, ניהוליות ו/או פיננסיות.

ג. השקעה בנכסי ייזום והקמה במסגרת חברות הליבה של הקרן.

ד. הליך השקעה סדור ומחושב בנכסים איכותיים.

ה. פיזור סיכונים ספציפיים וענפיים.

ו. יצירת ערך ואקטיביות ניהולית על ידי גיבוש העקרונות האסטרטגיים, במטרה להשיג מעורבות בהשקעה כהון אסטרטגי ולהביא ליצירת ערך שהינו מעבר להשקעה פיננסית גרידא. הקרן תפעל להשגת שליטה ובקרה באמצעות מעורבות הדירקטוריון, לצורך השאת הערך לקראת מימוש עתידי. במידה והשקעה מסוימת תהיה בהחזקת מיעוט, תפעל הקרן להשגת זכויות הסכמיות הולמות.

3.2. השקעה בנכסי תשתית

הקרן תשקיע בנכסים בתחום התשתיות (כהגדרתם בתקנון הבורסה)[3], דהיינו – החזקה, רישיון, זיכיון, הקמה ו/או תפעול של פרויקטים בתחום התשתיות ו/או מתן שירותי עזר לרבות הקמה ותפעול של מערכות משנה ומערכות נלוות לפרויקטים בתחום התשתיות, במישרין ו/או באמצעות תאגידים מוחזקים.

"**תחום התשתיות**" מוגדר אף הוא בתקנון הבורסה,[4] והוא כולל כל אחד מהבאים:

1 לעניין זה, "**תשואה שנתית על ההון**" – היחס בין הרווח השנתי לפני מענקים ומניות חסומות ולפני מס לבין היתרה המשוקללת של ההון העצמי, כאשר "היתרה המשוקללת של ההון העצמי" משמעה יתרת הפתיחה של ההון העצמי בדוחות השנתיים, בתוספת/בניכוי גידול/קיטון בהון העצמי במהלך השנה אשר ישוקללו ממועד השינוי ועד לתום השנה בהתאם לעקרונות הבאים: (1) גידול/קיטון בהון העצמי הנובעים מאירועים הוניים (כגון: הנפקת הון או חלוקת דיבידנד) ישוקללו ממועד האירוע (השלמת ההנפקה, ביצוע החלוקה וכו') ועד תום השנה; ו-(2) גידול/קיטון בהון העצמי הנובעים מרווח/הפסד נקי רבעוני ישוקללו תחת הנחה שהרווח/ההפסד נוצר במחצית הרבעון בו הכירה הקרן ברווח/ההפסד.

2 יצוין כי תחום התשתיות מתאפיין במינוף ברמת הפרויקט, ובהתאם, הסכמי המימון בתחום זה עשויים לכלול מגבלות על חלוקה. לפיכך, זמינותם של תזרימי המזומנים מהפרויקטים תלויה במבנה ההון והתחייבויות המימון של כל פרויקט.

3 סעיף 1.ב3 לפרק ו' להנחיות על פי החלק השני לתקנון הבורסה.

4 לעניין זה, כל תחום נוסף שייקבע בעתיד בתקנון הבורסה כתחום השקעה מותר לקרן העוסקת בהשקעה בתשתיות ייחשב אף הוא כ"נכס תשתית".

סקטור[5]	תחומי תשתית
חשמל ואנרגיה	ייצור חשמל, תשתיות הולכה וחלוקה של מוצרי אנרגיה, הפקת מוצרי אנרגיה, זיקוק ומתקני אחסון של מוצרי אנרגיה.
תחבורה	כבישים וחניונים, הסעת המונים והיסעים, נמלי ים ונמלי תעופה.
סביבה ומים	פעילות הפקה, טיהור וטיוב מים, התפלת מים, טיהור שפכים, איסוף פסולת, מיונה והטיפול בה.
בינוי ולוגיסטיקה	1. תחום הבינוי הזכייני (Public-Private Partnership), הכולל מבנים המוקמים בשיתוף פעולה בין המגזר הפרטי והציבורי. 2. תחום הלוגיסטיקה, הכולל מרכזים לוגיסטיים המשרתים פעילויות באילו מתחומי התשתית המצוינים לעיל וכן זכיינות ותפעול של מרכזים לוגיסטיים עבור המגזר הציבורי.

יצוין, כי השקעה בתאגיד אשר למעלה מ-75% מנכסיו הינם נכסים בתחום התשתיות, תיחשב כהשקעה בנכס בתחום התשתיות.

3.3. מדיניות פיזור השקעות הקרן

על פי מדיניות ההשקעות של הקרן, תפעל הקרן לכך שהשקעות בנכסים תבוצענה תוך עמידה ביעדי הפיזור שלהלן:

עיקרי המדיניות לעניין פיזור ההשקעות	
פיזור סגמנטים	השקעה בנכסים במגוון תחומי התשתיות המפורטים לעיל.
פיזור שלבי ההבשלה העסקית של הנכסים	▪ **נכסים ועסקים פעילים** – יהוו לפחות 65% משווי סך ההשקעות, מתוכם עד שליש בשלבי פעילות חלקית או קרובים לשלב ההנבה בטווח הקצר. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, כ-70% משווי סך השקעות הקרן הינם נכסים ועסקים פעילים. ▪ **פרויקטים בהקמה** (ככלל, פרויקטים לאחר סגירה פיננסית/תחילת עבודות קבלן ההקמה ועד לתחילת ההפעלה) – יהוו עד 25% משווי סך ההשקעות. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, כ-20% משווי סך השקעות הקרן הינם פרויקטים בהקמה. ▪ **פרויקטים בפיתוח** – יהוו עד 10% משווי סך ההשקעות. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, כ-10% משווי סך השקעות הקרן הינם פרויקטים בפיתוח.
פיזור סוגי הנכסים	השקעות הקרן יתמקדו בשלושה אפיקי השקעה מרכזיים מבחינת סוגי הנכסים: ▪ "**חברות פרויקט**" – תאגידי פרויקט מבוססי רישיון או זיכיון (כגון: תחנות כוח, מתקני התפלה וכיו"ב). ▪ "**חברות פורטפוליו**" – תאגידים המאגדים מספר חברות פרויקט. ▪ "**חברות תפעול ותחזוקה (O&M) ותאגידים אחרים בעולם התשתיות**". חברות פרויקט וחברות פורטפוליו יהוו לפחות 66% משווי סך ההשקעות. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, כ-71% משווי סך השקעות הקרן הינו חברות פרויקט וחברות פורטפוליו.
פיזור מידת הסיכון של הנכסים	▪ לפחות 70% מנכסי הקרן יתבססו על התקשרויות ארוכות טווח בעלות מאפיינים יציבים (הסכמי זכיינות, הסכמי זמינות, הסדרה רגולטורית, Off-Takers) עם לקוחות איכותיים (כגון רשויות או ממשלות). נכסים אלו נהנים ממזעור חשיפות וסיכונים ובכך מבטיחים שיעורי חדלות פירעון נמוכים באופן יחסי. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, כ-79% מנכסי הקרן מתבססים על התקשרויות ארוכות טווח כאמור.

5 כותרות הסקטור ניתנו כאן למען הנוחות ואינן מצוינות בתקנון הבורסה.

עיקרי המדיניות לעניין פיזור ההשקעות	
	▪ עד 30% מנכסי הקרן יהיו עסקים תלויי ביקוש (Demand Based) בתחום האנרגיה והתשתיות בישראל, המאגדים פורטפוליו לקוחות מגוון. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, כ-21% מנכסי הקרן הינם עסקים תלויי ביקוש.
הגבלת החשיפה לפרויקט ולתת-סקטור	▪ החשיפה המקסימלית לנכס תשתית בודד לא תעלה על 20% מנכסי הקרן. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, החשיפה המקסימלית לנכס תשתית יחיד הינה ל- Porterbrook Holding I Limited, והיא עומדת על כ-10% מנכסי הקרן. לפרטים ראו בסעיף 11.4 להלן. ▪ נכסי הקרן יכילו לא יותר מ-25% חשיפה לתת-סקטור אחד. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, החשיפה המקסימלית לתת סקטור אחד הינה לתחום ייצור החשמל בתחנות כוח, והיא עומדת על כ-19%.

3.4. מדיניות לעניין מינוף

על פי הוראות מדיניות ההשקעות של הקרן, יחס החוב הפיננסי נטו[6] ברמת הקרן (סולו) לסך נכסיה המירבי יעמוד על 45%. למען הסר ספק מובהר, כי לא יחולו מגבלות מכוח הוראה זו על נטילת אשראי בתאגידים מוחזקים.

נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עמד יחס החוב הפיננסי נטו ברמת הקרן (סולו) לסך נכסיה על כ-33%.

3.5. התמקדות בהשקעות במדינת ישראל

על פי מדיניות ההשקעות של הקרן, הקרן לא תשקיע יותר מ-25% מנכסיה בחו"ל, בכפוף למדיניות ההשקעות.

נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שווי השקעות הקרן בדוחותיה הכספיים עומד על כ-5.05 מיליארד ש"ח, ולקרן השקעות בחו"ל בשיעור של כ-11% משווי נכסיה.

4. אסטרטגיית מימוש (Exit Strategy)

על מנת לממש את שאיפת הקרן לתשואה שנתית על ההון של כ-14% כמפורט בסעיף 2.2 לעיל, תוך השבחת נכסיה וצמצום הסיכון הגלום בהם, הקרן תפעל לעדכון עיתי של תיק הנכסים על מנת לוודא עמידה ביעדי התשואה ומקסום יצירת הערך עבור המשקיעים. לצורך כך, תפעל הקרן למימוש נכסים בנסיבות הבאות:

- **השתנות פרופיל הסיכוי/סיכון** – הקרן תבחן מימוש נכסים אשר אינם צפויים להמשיך ולהשיא את תשואת היעד וזאת כתוצאה ממיצוי פוטנציאל יצירת הערך (וירידה תואמת ברמת הסיכון) או השתנות סביבת השוק של הנכס;
- **מכירה הזדמנותית** – הקרן תבחן באופן תדיר את תאבון השוק למגוון הנכסים הכלולים בתיק, וזאת על מנת לזהות פוטנציאל למכירה הזדמנותית של נכס באופן המאיץ ומעצים את התשואה מהנכס;
- **מבנה תיק הנכסים** – הקרן מחויבת לביזור השקעותיה ותפעל למימוש נכסים אשר מייצרים ריכוזיות עודפת בתיק או מגבילים את המשך פיתוחם של פרויקטים בתשואה גבוהה (לאור מגבלות תחרות);
- **מוטת שליטה** – הקרן תבחן מימוש נכסים בהם שיעורי האחזקה אינם מאפשרים לקרן לנהל אקטיבית את ההשקעה באופן המאפשר לה להשיא תשואות Value-add באמצעות פעולות השבחה.

במסגרת תהליכי מימוש, הקרן תפעל למקסום התמורה מהמכירה באמצעות בחינת אופני מימוש שונים וביניהם הנפקות הון, מכירה ישירה למשקיע אסטרטגי ומכירה למשקיעים פיננסיים ומוסדיים. כמו כן, תתאים הקרן את היקף המימוש (שיעור הבעלות) לתנאי השוק, תאבון המשקיעים והעלות/תועלת מהחזקה שיורית בנכס (לרבות דמי ניהול). ככלל, מימושים יבוצעו תוך הקפדה יתרה על מימוש הפוטנציאל המלא הטמון בנכס, הכרת תנאי השוק, ותהליכי תמחור בין מגוון מציעים.

6 חוב פיננסי בניכוי מזומנים ושווי מזומנים ופיקדונות לזמן קצר.

5. השקעות בהון הקרן ועסקאות במניותיה

5.1. ביום 23 באוקטובר 2025, הוקצו במסגרת הקצאה פרטית למשקיעים הנמנים על המשקיעים המפורטים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, 233,918,129 מניות רגילות של הקרן, ו-155,945,418 כתבי אופציה לא רשומים למסחר, הניתנים למימוש ל-155,945,418 מניות הקרן במחיר מימוש של 140 אגורות למניה, וזאת בתמורה לסך של 280 מיליון ש"ח. לפרטים נוספים ראו דוח הצעה פרטית מיום 22 באוקטובר 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-078714), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

5.2. מלבד האמור, בשנתיים האחרונות, לא בוצעו השקעות בהון הקרן או עסקאות במניותיה (למעט הקצאת אופציות למניות הקרן לג'נריישן ניהול בע"מ, חברת הניהול של הקרן ("**חברת הניהול**"), והקצאת מניות חסומות של הקרן לנושאי משרה ועובדים, הכל בהתאם להוראות הסכם הניהול של הקרן עם חברת הניהול, כמפורט במסגרת תקנה 21 בפרק ד' לדוח.

6. דיבידנדים

6.1. מדיניות חלוקת דיבידנדים

לקרן מדיניות חלוקת דיבידנדים, לפיה, בכפוף לכללי החלוקה הקבועים בחוק החברות, התשנ"ט-1999 ("**חוק החברות**") ולמדיניות ההשקעות של הקרן והחלטות דירקטוריון הקרן בדבר צרכי השקעותיה, תחלק הקרן, אחת לחצי שנה, 50% מהרווח הנקי שלה, אך לא יותר מתזרים המזומנים מהנכסים המוחזקים על ידה באותה תקופה, בניכוי הוצאותיה.

בימים אלו, שוקדת הנהלת הקרן על בחינת מדיניות חלוקת הדיבידנדים והתאמתה למבנה הפורטפוליו, תוך מתן דגש על יצירת נראות למשקיעים הן לגבי היקף הדיבידנדים והן לגבי תדירות החלוקה. לפרטים אודות חלוקות שביצעה הקרן בשנת 2025 וחלוקות אותן בכוונתה לבצע במהלך שנת 2026, ראו בסעיף 6.3 להלן.

מובהר כי אין במדיניות חלוקת דיבידנדים כאמור או בכוונתה העקרונית של הקרן לחלק דיבידנד כאמור, כל התחייבות של הקרן לחלוקת דיבידנד, לרבות לעניין מועדי התשלום ו/או שיעורו מהרווח הנקי ו/או סכומו. דירקטוריון הקרן רשאי בכל עת, לפי שיקול דעתו הבלעדי ובהתחשב בשיקולים עסקיים שונים ובכפוף לעמידה במבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות, ככל שרלוונטי, לשנות את מדיניות חלוקת הדיבידנדים האמורה או את כוונות הקרן כאמור, לשנות את המועדים ו/או השיעורים ו/או הסכומים שיחולקו או להחליט שלא לחלקם כלל, כפי שימצא לנכון מעת לעת.

6.2. מגבלות על חלוקה

לפרטים אודות מגבלות החלות על הקרן העלולות להשפיע על יכולתה לחלק דיבידנדים ראו באור 9 לדוחות הכספיים.

6.3. חלוקת דיבידנדים

6.3.1. ביום 26 במרץ 2025 החליט דירקטוריון הקרן על כוונה עקרונית לחלק במהלך שנת 2025 דיבידנד בסכום מצטבר של 60 מיליון ש"ח, כשבפועל, אישר דירקטוריון הקרן חלוקות בסך מצטבר של 65 מיליון ש"ח, כמפורט בסעיף 6.3.3 להלן.

6.3.2. לאחר מועד הדוח, ביום 22 במרץ 2026 אישר דירקטוריון הקרן חלוקה של 25 מיליון ש"ח, כחלק מכוונה עקרונית לחלק במהלך שנת 2026 דיבידנד בסך מצטבר של כ-100 מיליון ש"ח (25 מיליון ש"ח בכל רבעון). לפרטים נוספים ראו בסעיף 6.3.3 להלן. בנוסף, מימוש של נכס או חלק מנכס בהיקף כספי משמעותי במהלך השנה, עשוי להוביל לחלוקה של דיבידנד נוסף מעבר לסכום כאמור.

מובהר, כי אין בכוונותיה העקרוניות של הקרן לחלק דיבידנדים כאמור כל התחייבות לבצע חלוקה עתידית (מעבר לחלוקה שאושרה ביום 22 במרץ 2026), וכל חלוקה, לרבות עיתויה וסכומה תאושר ותבוצע רק בכפוף ובהתאם להחלטות נוספות של דירקטוריון הקרן שתתקבלנה בעתיד בהתאם להוראות הדין, ובכלל זה, מבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות.

6.3.3. להלן פירוט החלוקות שבוצעו בשנת הדוח ולאחר מועד הדוח:

מועד ההחלטה	סך הדיבידנד שחולק (במיליוני ש"ח)	דיבידנד למניה (באג')	פרטים נוספים
26.03.2025	15	1.18114	דוח מיידי (מתקן) מיום 01.04.2025 (אסמכתה: 2025-01-023811)

מועד ההחלטה	סך הדיבידנד שחולק (במיליוני ש"ח)	דיבידנד למניה (באג')	פרטים נוספים
25.05.2025	15	1.18114	דוח מיידי מיום 26.05.2025 (אסמכתה: 2025-01-036960)
24.08.2025	15	1.18106	דוח מיידי מיום 25.08.2025 (אסמכתה: 2025-01-063156)
23.11.2025	20	1.32723	דוח מיידי (משלים) מיום 30.12.2025 (אסמכתה: 2025-01-105375).
22.03.2026	25	1.26835	דוח מיידי מיום 23.03.2026 המפורסם בסמוך לדוח זה.

6.3.4. יתרת הרווחים הניתנים לחלוקה ליום 31 בדצמבר 2025 הינה 1,478,902 אלפי ש"ח.

7. כפיפות המדיניות לשינויים והתאמות ומידע צופה פני עתיד

המידע המובא בסעיפים 1 עד 6 לעיל, לרבות תיאורים בנוגע ליעדים, מדיניות השקעות, מדיניות פיזור השקעות, מדיניות מימוש ומדיניות דיבידנד הינו, מטבעו, מידע הכפוף לשינויים, התאמות וסטיות מעת לעת, בהתאם להחלטות שיתקבלו באורגנים המוסמכים של הקרן. משכך, אין לראות בו משום התחייבות של הקרן שלא לשנות את המדיניות האמורות או להתאימן או לסטות מהן, מעת לעת. בנוסף, אין ודאות כי הקרן תעמוד ביעדים אשר נקבעו במסגרת מדיניותה (לרבות ביחס ליעדי תשואה כאמור בסעיף 2.2 לעיל), והדבר תלוי, בין היתר, בתנאי השווקים הרלוונטיים בהם פועלת הקרן והתפתחויות שונות בהם, זמינות הנכסים העומדים להשקעה, בשינויים בשוויי ישויות מושקעות לאחר מועד ההשקעה, תוצאות פעילותם של נכסי הפורטפוליו, תנאי שוק ההון בישראל וכיוצא באלו גורמים וכן התממשות כל אחד מגורמי הסיכון המפורטים 18 בסעיף להלן.

8. היזמים ותלות באנשי מפתח

מייסדי הקרן הינם מר יוסף זינגר ומר ארז בלשה, אשר הינם בעלי ניסיון משותף בפיתוח, מימון, הקמה והפעלה של פרויקטים ובתהליכי השבחה ומימוש, וכן בעלי מומחיות במימון פרויקטים במגוון סגמנטים בעולם האנרגיה והתשתיות.

מר זינגר ומר בלשה הוגדרו על ידי הקרן כאנשי מפתח בה, וזאת בשל כישוריהם העסקיים והניהוליים, הבנתם וניסיונם בתחום התשתיות והאנרגיה, תרומתם לקרן בפיתוח עסקיה וכן בשל היכרותם המעמיקה עם גורמים אסטרטגיים בתעשייה. לפרטים ביחס לניסיונם של מר זינגר ומר בלשה ראו פירוט ביחס לתקנה 26 בפרק ד' לדוח. להערכת הקרן, אם יחדלו מי מבין מר זינגר או מר בלשה מלכהן כנושאי משרה בקרן, עשויה להיות לכך השפעה על עסקיה של הקרן.

9. סביבה כללית והשפעת גורמים חיצוניים על פעילות הקרן

להלן יתוארו המגמות, האירועים וההתפתחויות בסביבה המקרו-כלכלית בה פועלת הקרן, אשר להערכת הקרן צפויה להיות להם השפעה מהותית על תוצאותיה העסקיות של הקרן או על התפתחות עסקיה.

9.1. מלחמת חרבות ברזל

בחודש אוקטובר 2025, לאחר כשנתיים של לחימה במספר חזיתות במסגרת מלחמת חרבות ברזל, הוכרזה הפסקת אש בעזה. מתחילת המלחמה בסוף שנת 2023 ובמהלך שנת 2024 ניכרו במשק הישראלי האטה כלכלית, אי ודאות ואי יציבות, שהתבטאו, בין היתר, בצמיחה נמוכה וגירעון תקציבי גבוה, והורדת דירוג האשראי של מדינת ישראל. בשנת 2025 החל המשק הישראלי להתאושש: שיעור הצמיחה (התוצר המקומי הגולמי) עמד בשנת 2025 על 3.1% (לעומת 1% בשנת 2024), בנובמבר החלה מגמה של ירידת ריבית, וכן נרשמה עליה באינדיקטורים כלכליים נוספים כמפורט בסעיף 9.3 להלן.

נכסי הקרן הינם בתחומי התשתיות והאנרגיה, כאשר מרביתם מהווים תשתיות חיוניות, להם חשיבות קריטית לתפקודן של המערכות השונות במשק, ובהתאם נדרשים להמשיך להעמיד את שירותיהם גם בעתות חירום ומלחמה. בפועל, מרבית נכסי הקרן הפעילים הפגינו במהלך מלחמת חרבות ברזל יציבות בפעילותם. עם זאת, נכון למועד פרסום הדוח, קיימת השפעה מסוימת כתוצאה ממלחמת חרבות ברזל על פעילות הקרן, בדגש על עיכובים בהקמות של כמה מנכסי הפורטפוליו המצויים בהליך הקמה.

למיטב ידיעת הקרן ועל סמך ניסיון העבר, במקרים של אירועים ביטחוניים משמעותיים נוהגת המדינה לתמוך בפרויקטים לאומיים בתחומי התשתיות, באמצעות הקלות שונות, לרבות הקלות בלוחות הזמנים להקמת הפרויקטים ו/או במתן פיצויים שונים, בהתאם להסכמים ולרגולציה הרלוונטית לכל פרויקט. בפרויקטים המעוכבים כאמור, מתקיימים דיונים מתקדמים עם המדינה על הקלות שונות ו/או פיצויים בגין נזקי המלחמה, דיונים המושפעים מצד המדינה גם מהגירעון התקציבי שנוצר בשל המלחמה וצרכי הבטחון הגבוהים. בהתאם, במסגרת דיונים זו, ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון במתקן ההתפלה באשדוד, לפיו תקופת הזיכיון הוארכה בשש שנים נוספות, עד שנת 2044.

9.2. מלחמת שאגת הארי

לאחר מועד הדוח, ביום 28 בפברואר 2026, פתחו מדינת ישראל וארצות הברית במתקפה משולבת על יעדים צבאיים באיראן, לרבות פגיעה במערכי הטילים של איראן ובתשתיות נוספות של המשטר האיראני. בתגובה, יורה איראן על ישראל ומדינות המפרץ טילים וכן חסמה את מצר הורמוז. במקביל, מתנהלת זירה נוספת מול ארגון הטרור חיזבאללה בלבנון. בעקבות הלחימה הושבתו מוסדות לימוד בישראל, גויסו עשרות אלפי חיילי מילואים והוטלו מגבלות שונות על העורף. נכון למועד פרסום הדוח, אין ודאות באשר להימשכות הלחימה מול איראן ומול חיזבאללה ולהיקפה, ובהתאם אין ודאות באשר להשפעת מבצע שאגת הארי והלחימה הנוכחית על המצב המקרו כלכלי בישראל.

כאמור לעיל, הקרן משקיעה ומפעילה נכסי תשתית ואנרגיה הנחשבים חיוניים להבטחת רציפות תפקודית של המשק בישראל. בהתאם לכך, מרבית פעילות נכסי הפורטפוליו הוגדרה כחיונית, והמשיכו לפעול גם בתקופה זו, בכפוף להתאמות תפעוליות נדרשות. בשלב זה, אין בידי הקרן להעריך באופן מהימן את מלוא השפעת המבצע על מצבה הכספי, תוצאות פעילותה ותזרימי המזומנים שלה, ככל שישנה. עם זאת, מאחר שמדובר באירוע שאינו בשליטת הקרן או נכסי הפורטפוליו, משתנים כגון משך המבצע, התרחבותו לגזרות נוספות, מגבלות תפעוליות, גיוסי מילואים והפרות אספקה במקטעים שונים של שרשרת הערך עשויים להשפיע על פעילות נכסי הפורטפוליו.

יחד עם זאת, כאמור בסעיף 9.1, מדינת ישראל מפעילה מנגנוני הגנה, פיצוי והסדרה לפרויקטים חיוניים, לרבות במקרים של פגיעה או הפרעה לפעילות כתוצאה מאירועים ביטחוניים. מנגנונים אלה עשויים למתן את ההשפעה הפוטנציאלית על פעילויות נכסי הפורטפוליו, ככל שתהיה. הקרן והנהלות נכסי הפורטפוליו עוקבים אחר ההתפתחויות הביטחוניות והתפעוליות, לרבות הנחיות גורמי הממשלה הרלוונטיים, על מנת להעריך את השפעתן על פעילותן ולנקוט פעולות נדרשות לשמירה על רציפות תפקודית.

הערכות הקרן כאמור לעיל בסעיפים 9.1 ו-9.2, ביחס להקלות עתידיות בלוחות הזמנים להקמת הפרויקטים ו/או מתן פיצויים שונים לפרויקטים כאמור, מהוות מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית. מידע זה מתבסס, בין היתר, על הערכות ואומדנים של הקרן וחברות הפורטפוליו, בין היתר בדבר הישנות הלחימה בגזרות השונות והשלכותיה על המשק. לאור האמור ובשל, בין היתר, תלות בגורמים חיצוניים אשר אינם בשליטת הקרן, אין ודאות כי מידע זה יתממש בחלקו ו/או במלואו.

9.3. אירועים והתפתחויות בסביבה המקרו כלכלית – חשיפה לשינויים באינפלציה וריבית:

בעולם, האינפלציה שאפיינה את שנת 2022 התמתנה במהלך השנים האחרונות: בארה"ב, לאחר שהאינפלציה השנתית הגיעה לשיא של כ-8% בשנת 2022, היא ירדה ל-2.9% בשנת 2024 ול-2.6% בשנת 2025. גם בגוש האירו נרשמה מגמה דומה, כאשר האינפלציה שעמדה על כ-8.4% בשנת 2022, ירדה לשיעור של 2.4% בסוף שנת 2024 ול-2% בסוף שנת 2025. במקביל, בארה"ב ובגוש האירו נמשכת מגמת הירידה בריבית - בארה"ב, היו במהלך 2025 מספר הורדות ריבית שהביאו את הריבית לרמה של 3.75%, ובגוש האירו, הותיר הבנק המרכזי האירופי את הריבית בשיעור של 3%.

בישראל, האינפלציה חזרה לאחרונה לטווח היעד, אך רמת אי הוודאות נותרה גבוהה. בשנים 2020 עד 2025 נרשמה עלייה מצטברת של 18.1% במדד המחירים לצרכן בישראל, כאשר בשנים 2024 ו-2025 עלה מדד המחירים לצרכן בשיעור של 3.2% ו-2.7%, בהתאמה.[7] לפי תחזית מחלקת המחקר של בנק ישראל[8] ("**תחזית בנק ישראל**"), שיעור האינפלציה במהלך שנת 2027 צפוי לעמוד על 2.0%. במקביל, לאחר כשנתיים בהם עמדה ריבית בנק ישראל על 4.5%, בחודש נובמבר 2025

7 הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, הודעה לתקשורת: מדד המחירים לצרכן בחודש דצמבר 2025 וסיכום שנת 2025, מיום 15 בינואר 2026.

8 התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, ינואר 2026.

ובחודש ינואר 2026, הוריד בנק ישראל את הריבית בשיעור של 0.25% לרמה של 4%. לפי תחזית בנק ישראל (אשר ניתנה לפני פתיחת מבצע "שאגת הארי"), צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על 3.5% ברבעון הרביעי של שנת 2026.

לשינויים בשיעור האינפלציה והריבית, השפעה מועטה על הקרן שכן, ככלל, לתחומי התשתיות והאנרגיה קורלציה נמוכה יחסית למחזור המקרו כלכלי - כ-75% מהכנסות חברות הפורטפוליו נובעות מהתקשרויות ארוכות טווח, וכ-68% מהתקשרויות חברות הפורטפוליו הן לתקופה העולה על 5 שנים,[9] והינן בעלות הגנות שונות הכוללות, בין היתר, הצמדה למדד המחירים לצרכן ו/או לסלי מדדים רלוונטיים אחרים, במסגרת הסדרות מדינה ופרויקטי PPP. כך, לעלייה במדד המחירים לצרכן יש השפעה חיובית נטו על חלקה של הקרן בתזרימי המזומנים של חברות הפורטפוליו. בנוסף, כ-70% מנכסי הפורטפוליו הינם נכסים פעילים, כך שהחשיפה של הקרן לעלויות הקמה וריבית הינה יחסית נמוכה. גורם נוסף המקטין את חשיפת הקרן למגמות אלה הינו העובדה כי פורטפוליו ההשקעות של הקרן מאופיין בפיזור רחב מאוד בין תחומי התשתיות והאנרגיה השונים.

9.3.1. <u>השפעות האינפלציה על הקרן</u>

נכון ליום 31 בדצמבר 2025, לקרן חוב פיננסי במח"מ ארוך[10] הצמוד למדד המחירים לצרכן בסך כולל של כ-1,253.4 מיליון ש"ח ע.נ. בהתאם, ככל שהאינפלציה עולה בשיעור גבוה יותר כך עולות עלויות המימון של הקרן.

מנגד, וכאמור לעיל, בחלק ניכר מנכסי הפורטפוליו קיימת הצמדה של ההכנסות למדד המחירים לצרכן או לסלי מדדים אחרים הרלוונטיים לתחומי הפעילות, בעלי קורלציה גבוהה למדד המחירים לצרכן. לאור זאת, עלייה בשיעורי האינפלציה, הגם שקטנה באופן יחסי לשנים קודמות, צפויה להגדיל את תזרימי המזומנים של נכסי הפורטפוליו ובהתאם את תקבולי הדיבידנד והחזרי הלוואות הבעלים העתידיים של הקרן. עובדה זו מקנה לקרן גידור מפני החשיפה לאינפלציה הנובעת מקיומו של חוב פיננסי צמוד מדד בקרן.

9.3.2. <u>השפעות השינויים בריבית על הקרן</u>

עיקר החוב הפיננסי ברמת הקרן הינו חוב בריבית קבועה, כך שלא קיימת ברמת הקרן חשיפה לתנודות בשיעור הריבית ביחס לחוב הקיים. הדבר נכון גם ביחס למרבית החוב הקיים בנכסי הפורטפוליו, אשר בעיקרו בריבית קבועה או בעל הגנות מפני שינויים בשיעורי הריבית.

9.3.3. נכון למועד פרסום הדוח, ברשות הקרן יתרת מזומנים בסך של כ-15 מיליון ש"ח וכן מסגרות אשראי מובטחות ולא מנוצלות של כ-273 מיליון ש"ח.

9.3.4. יצוין כי כבר ממועד היווסדה זיהתה הקרן את הסיכון הנובע מכך שתקופת הריבית והאינפלציה שהיתה נמוכה ברמה היסטורית, תסתיים. לאור זאת, הקפידה הקרן לשקף עמדה זו בפני מעריכי השווי של השקעותיה, כך שבאופן רוחבי נכללו בהערכות השווי החיצוניות פרמיות סיכון ספציפיות לסיכוני שוק אלה, אשר הובילו לעלייה במחירי ההון בהערכות השווי. התממשות סיכוני השוק כאמור אפשרה את התאמת פרמיות הסיכון הספציפיות וסיפקה הגנה מפני עלייה מהותית במחירי ההון בהערכות השווי.

9.4. <u>תחום האנרגיה והתשתיות בעולם</u>

תחום האנרגיה והתשתיות בעולם חווה תנודות עמוקות המונעות על ידי שינויים טכנולוגיים ורגולטורים, סוגיות גיאופוליטיות ודגש הולך וגובר בנושאי קיימות ועצמאות אנרגטית.

המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, שהחלה בפברואר 2022, היוותה נקודת מפנה משמעותית שהאיצה את השינויים בתחום האנרגיה והתשתיות והדגישה את הצורך בעצמאות אנרגטית. משבר האנרגיה שנוצר כתוצאה מהפסקת אספקת הגז מרוסיה, אילץ את מדינות אירופה להאיץ את המעבר לשימוש באנרגיות מתחדשות כדי להבטיח את עצמאותן האנרגטית. בנוסף, למבצע שאגת הארי השלכות מהותיות על שוק האנרגיה בעולם, הכוללות זינוק חד במחירי הנפט והגז הטבעי ושיבושים באספקת הנפט, וזאת כתוצאה, בין היתר, מתקיפות הדדיות על תשתיות אנרגיה באיראן ובארצות המפרץ, השבתת אסדות הגז בישראל וסגירת מצר הורמוז. גורם משמעותי נוסף שמאיץ את ההשקעה בתחום האנרגיה והתשתיות

9 ראו בסעיף 1.1 לדוח הדירקטוריון, חלק א' לדוח שנתי זה.
10 אגרות החוב (סדרה ב') ואגרות החוב (סדרה ג') שהנפיקה הקרן, לפרטים ראו סעיף 5 לדוח הדירקטוריון, חלק א' לדוח שנתי זה.

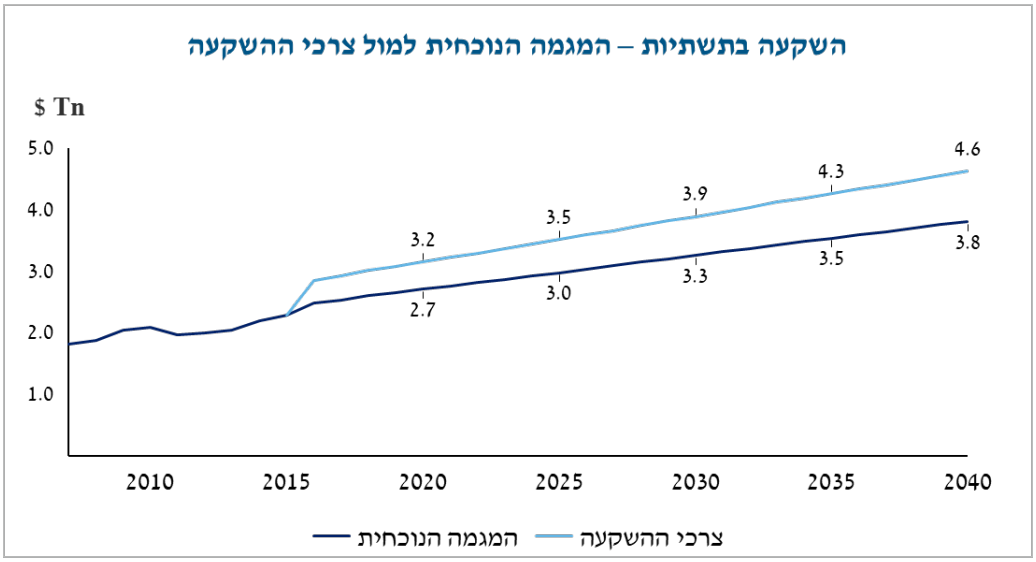
בעולם הינו הצמיחה המואצת של שוק חוות השרתים, שכן, מגמות כמו המעבר המואץ לענן, צמיחת ה-IoT (Internet of Things), ביחד עם הצמיחה המואצת בתחום הבינה המלאכותית דורשות יכולות מחשוב גבוהות ותשתית אנרגטית נרחבת לתמיכה באחסון, עיבוד וניתוח נתונים. להמחשה, הביקוש לחשמל מצד חוות השרתים בלבד בארה"ב צפוי לצמוח עד 2030 בקצב שנתי ממוצע של 15%-17%, ולהגיע ל-515-720 טרה וואט שעה, בהשוואה ל-180-290 טרה וואט שעה כיום.

כמו כן, התחרות ההולכת וגוברת בנושא פיתוח הבינה המלאכותית בתוך ובין מדינות צפויה לתמוך גם היא בעליית הביקושים בתחום האנרגיה והתשתיות בעשור הקרוב.[11] כך למשל, בינואר 2025 פורסמה תכנית Stargate – תוכנית השקעות בהיקף של כ-500 מיליארד דולר לפיתוח ושדרוג תשתיות פיזיות וטכנולוגיות ב AI. תכנית זו מתבצעת בשיתוף פעולה בין הממשל האמריקאי לבין מספר חברות טכנולוגיות, ומטרתה להבטיח תמיכה בהיקפי צריכת האנרגיה הנדרשת לצורך הרחבת היקפי השימוש ופריצות דרך בטכנולוגיות בינה מלאכותית.[12]

לצד זאת, כניסת ממשלת טראמפ לשלטון היוותה גם היא נקודת מפנה לשוק האנרגיה. גישתו של הנשיא טראמפ מתאפיינת בדה-רגולציה אגרסיבית ותמיכה בדלקים מאובנים, במטרה להגביר את הייצור המקומי ולהשיג "דומיננטיות אנרגטית". בין הפעולות המרכזיות שנקט טראמפ נכללו ביטול תכניות אנרגיה ירוקה, העלאת מכסים על מוצרים תוצרת סין לרבות פאנלים סולאריים, הפשרת שטחים פדרליים ואזורים ימיים לקידוחי נפט וגז, וניסיון להחיות את תעשיית הפחם. מהלכים אלו נועדו להאיץ את קצב הצמיחה של כלכלת ארה"ב על ידי העלאה משמעותית של היקפי ייצוא האנרגיה תוך יצירת משרות והבטחת ביטחון אנרגטי.

על פי תחזית לטווח קצר של מנהל המידע לאנרגיה בארה"ב (EIA),[13] נוכח הגידול בביקוש לחשמל כמפורט לעיל, צפויה עלייה של 17% בייצור סולארי בשנת 2026 ועלייה נוספת של 23% בשנת 2027, לעומת ירידה בשיעור של כ-7% בצריכת הפחם על ידי מגזר החשמל בשנת 2026.

מן האמור לעיל עולה כי תחום האנרגיה והתשתיות עובר תנודות מהותיות ומהווה מנוע מרכזי לצמיחה כלכלית עולמית ומקומית, העלאת איכות החיים, יצירת מקומות עבודה רבים והגדלת הפריון. במטרה להאיץ ולקדם את ההשקעה בתחום, מדינות רבות פועלות ליצירת תשתית רגולטורית תומכת, לרבות באמצעות מתן תמריצים ממשלתיים. לפי נתוני פורום ה-G20, סך ההשקעה העולמית בתשתיות (תחבורה, אנרגיה, מים ותקשורת) בשנת 2025 מוערכת בהיקף של כ-3 טריליון דולר.[14] יחד עם זאת, סכום זה נמוך משמעותית מההשקעה הנדרשת, כך שקיים פער משמעותי בין סכום ההשקעה הנדרש לטובת עמידה בביקושים לבין סכום ההשקעה בפועל. הפער המוערך בין ההיצע לביקוש עומד על כ-15 טריליון דולר, כאשר רוב הפער נובע מהשקעות חסר בתחומי תשתיות הכבישים והאנרגיה.



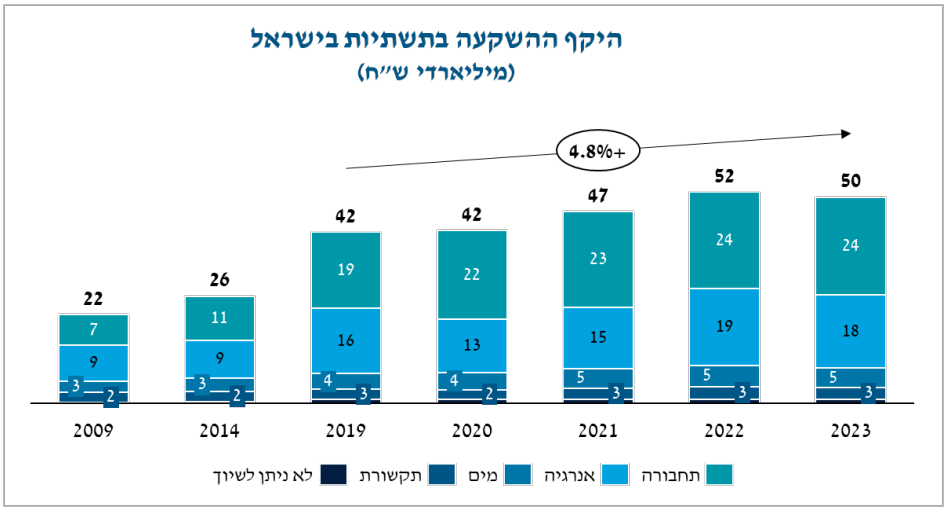
11 2026 Power and Utilities Industry Outlook, Deloitte; The New Infrastructure Blueprint, BlackRock Overview 2024.
12 https://openai.com/index/announcing-the-stargate-project.
13 https://www.eia.gov/outlooks/steo.
14 Global Infrastructure Outlook - A G20 INITIATIVE.

9.5. תחום האנרגיה והתשתיות בישראל

חוסנה של מדינה מותנה, בין היתר, בקיומה של תשתית פיזית המשמשת כבסיס למתן שירותים משמעותיים וחיוניים לאזרחי המדינה. לאורך השנים, מדינת ישראל השקיעה משאבים משמעותיים בפיתוח תשתיות בתחומי התחבורה, האנרגיה, המים והתקשורת, תוך הכרה בחשיבותן לצמיחה הכלכלית ולשיפור איכות החיים. בשנים האחרונות, ניכרת מגמה של גידול בפרויקטים המתבצעים בשיטת Public-Private Partnership (PPP) המשלבת מימון ציבורי ופרטי (ראו פירוט בסעיף 9.7.1).

עם זאת, קצב גידול האוכלוסייה בישראל יוצר עומס גובר על מערכות התשתית הקיימות, כאשר תשתיות התחבורה בפרט מתקשות לעמוד בביקוש ההולך וגדל. על פי ניתוח של חברת הייעוץ McKinsey,[15] ישראל מאבדת בין 2% ל-3% מהתמ"ג שלה בשל הגודש בכבישים, זאת לעומת אובדן של בין 0.6% ל-1% במדינות מערביות אחרות. כמו כן, ישראל סובלת מפער משמעותי ומתמשך בהשקעות בתשתיות, גורם המעיב על צמיחת הפריון. לצורך ההשוואה, מלאי התשתיות הציבוריות[16] בישראל מוערך בכ-45% מהתמ"ג, בעוד שבמדינות מערביות דומות, כגון אוסטריה, בלגיה, דנמרק והולנד, מלאי התשתיות הציבוריות עומד על כ-66% מהתמ"ג. על מנת להדביק את הפער בתשתיות הציבוריות מול מדינות דומות נדרשת השקעה של 4%-5% מהתמ"ג של ישראל בתשתיות ציבוריות מדי שנה עד שנת 2035, היקף הגבוה באופן ניכר מההשקעה המוערכת היום, אשר מסתכמת בכ-2.5%-3% מהתמ"ג.[17]

על אף שהמדינה ממשיכה להשקיע בפרויקטי תשתית חדשים, קצב צמיחת ההשקעות בתשתיות בין השנים 2021-2023 רשם בממוצע צמיחה שנתית של כ-7.9%, 3.8% ו-5.1%, בהתאמה. עיקר הצמיחה נבע מגידול בהיקפי ההשקעה בתשתיות תחבורה ואנרגיה, בעוד שבשאר תחומי התשתיות קיימת סטגנציה. ההשקעה בתחומי התחבורה והאנרגיה בשנת 2023 עמדה על כ-42 מיליארד ש"ח, אשר היוו כ-85% מסך ההשקעה בתשתיות בשנה זו.[18]



כמענה לפערים והאתגרים ולצורך הגובר בהשקעה בתשתיות, הממשלה פרסמה תכנית רב שנתית תחת הכותרת "תשתית לצמיחה" לשנים 2026-2030. תכנית זו, כוללת 232 פרויקטי תשתית בהיקף תקציבי כולל של כ-200 מיליארד ש"ח בתחומי התחבורה, האנרגיה, המים וענפי התשתיות הנוספים. 30 פרויקטים מתוכם כוללים רכיב PPP.[19]

ביום 25 במרץ 2025 אישרה הכנסת את תקציב המדינה לשנת 2025. לפי הצעת תקציב משרד האנרגיה והתשתיות לשנת 2025, תקציב המשרד לשנה זו יעמוד על כ-541 מיליון ש"ח,[20] ותוכניות העבודה העיקריות של המשרד הן כדלקמן: (1) הבטחת הרציפות התפקודית במשק האנרגיה בשגרה ובחירום, ובכלל זאת: קידום והסרת חסמים בפני הקמת מתקני יצור חשמל, וזאת בשים לב ליעדי הממשלה להגעה ל-30% אנרגיה מתחדשת בשנת 2030 והפחתת השימוש בפחם; קידום

15 כלכלת ישראל: נתיבים לשגשוג ולהאצת הצמיחה, McKinsey & Company ("**ניתוח מקינזי**").
16 קרי, כלל הנכסים הפיזיים המשרתים את הציבור וכולל מלאי הון התשתית של ענפי החשמל, מפעלי המים, התחבורה והתקשורת, ללא כלי תחבורה, וכולל פרויקטים בתהליך הקמה שתוקצבו ומנוהלים ע"י המדינה (על פי הגדרת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה).
17 ניתוח מקינזי, ראו ה"ש 15 לעיל.
18 לוח 2 – השקעה מקומית גולמית בתשתיות, במונחי מחירים שוטפים, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
19 תשתית לצמיחה 2026.
20 הצעת חוק התקציב לשנת הכספים 2025, התשפ"ה-2025; הצעת תקציב משרד האנרגיה לשנת הכספים 2025, הצעת תקציב לשנת הכספים 2025, חוברת כא'.

חיבוריות ופרויקטים משותפים עם מדינות שכנות ומדינות אירופה; קידום תשתיות לאבטחת אספקת גז טבעי בצורה שוטפת למשק המקומי; (2) היערכות לשינויי אקלים וקידום אנרגיה מקיימת: הסרת חסמים לקידום אנרגיה מתחדשת על מנת לעמוד ביעדי הממשלה; קידום צעדים אשר יאפשרו הפחתת זיהום האוויר ופליטות גזי החממה המשויכים לתחבורה באמצעות יצירת תשתית לקליטת רכב חשמלי וקידום הקמת תשתית מימן לתחבורה כבדה; (3) קידום משק אנרגיה יעיל בסטנדרט עולמי: קידום תחרות במשק הגז הטבעי; בחינת מתווים להפנמת עלויות מלאי חירום בשוק האנרגיה; טיוב וייעול הרגולציה במשק האנרגיה. בהתאם להודעת משרד האנרגיה והתשתיות, תקציב המשרד כולל תוספת תקציבית של כ-230 מיליון ש"ח שיוקצו לקידום מטרות משק האנרגיה, לרבות קידום אנרגיות מתחדשות, קידום אנרגיה ירוקה, קידום פרויקטים בתחום המימן ועוד.[21]

מקור נוסף למימון השקעות בתחום הסביבה הוא הקרן לשמירת הניקיון תחת המשרד להגנת הסביבה. כספי הקרן מופנים לסיוע במימון הקמת תשתיות, מיון, טיפול והשבת אנרגיה מפסולת. הקרן לאזרחי ישראל (המכונה גם קרן העושר) מהווה אף היא מקור תקציבי פוטנציאלי להשקעה בפרויקטי תשתיות. מטרתה של הקרן לאזרחי ישראל לנהל את הכנסות המדינה שמקורן ברווחים המופקים ממשאבי טבע, בהם גז טבעי. החל משנת 2023, הקרן מקצה סכומים מהכספים המנוהלים תחתיה לתקציב המדינה. סכום זה עמד בשנים 2023-2024 על 33 מיליון דולר והוקצב לפרויקטי בנייה ציבורית.[22]

ביום 10 במרץ 2026 אישרה הממשלה עדכון תקציב המדינה לשנת 2026, כפי שאושר על ידי הכנסת בקריאה ראשונה ביום 28 בינואר 2026. במקור, נועד התקציב להחזיר את הכלכלה הישראלית למסלול של צמיחה, לאחר שלוש שנים של תקציבי מלחמה בהן הכלכלה הישראלית תמכה את המערכה הביטחונית. על פי העדכון, אשר נדרש למימון מבצע "שאגת הארי" והמערכה הרחבה מול איראן וחיזבאללה, יעמוד תקציב המדינה על כ-699 מיליארד ש"ח (זאת לעומת תקציב של כ-593 מיליון ש"ח ברוטו במקור), מתוכם יתווספו 32 מיליארד ש"ח לתקציב הבטחון, וכן יחול קיצוץ רוחבי בתקציב כל משרדי הממשלה בשיעור של 3%.[23] על פי הצעת התקציב המקרית, יעדיו העיקריים של משרד האנרגיה הם, בין היתר, כדלקמן: (1) הבטחת האמינות, הבטיחות והרציפות התפקודית של אספקת האנרגיה, ובכלל זאת: קידום והסרת חסמים בפני הקמת מתקני יצור חשמל, קידום חיבוריות ופרויקטים משותפים עם המדינות השכנות ואירופה, קידום תשתיות לאבטחת אספקת גז טבעי בצורה רציפה ואמינה; (2) קידום משק אנרגיה מגוון תחרותי ובר השגה; (3) היערכות לשינויי אקלים וקידום אנרגיה ומקיימת, לרבות הסרת חסמים לקידום אנרגיה מתחדשת וקידום תוכניות סטטוטוריות; (3) הבטחת זמינות משאבי הטבע וניהולם המיטבי, כולל קידום חיפושי גז טבעי ומתן זיכיונות; (4) יצירת שיתופי פעולה אזוריים ועולמיים; ו-(5) עידוד יזמות וחדשנות במשק האנרגיה ומשאבי הטבע.[24]

בנוסף, במסגרת אישור תקציב המדינה, התקבלה על ידי הממשלה החלטה בדבר האצת מיזמי תשתית לאומיים,[25] שמטרתה הסרת חסמים בפני קידומם של מיזמי תשתית לאומית, והיא כוללת, בין היתר, הסדרים ביחס להסרת חסמים רגולטוריים ולהסרת חסמים והקלות בהליכי התכנון והבנייה.

מלחמת חרבות ברזל והשלכותיה הביאו אף הן לקידום חקיקה בתחומי התשתיות. כך, בין היתר, בחודש אוקטובר 2025 פורסם עדכון לתכנית האסטרטגית לשיקום, חידוש ופיתוח חבל תקומה, עליה החליטה הממשלה באפריל 2024.[26] במסגרת העדכון לתכנית, שתקציבה עמד על 3.6 מיליארד ש"ח ונועד לשיקום התשתיות שנפגעו באירועי 7 באוקטובר ובמלחמת חרבות ברזל באזור עוטף עזה בלבד, נקבעו, בין היתר, תקציבי תשתיות הכוללים שיקום, שדרוג ופיתוח תשתיות ביישובים שנפגעו, לרבות תחבורה ותשתיות מים וביוב וסטטוטוריקה בסך כולל של 1.6 מיליארד ש"ח. לצורך שיקום אזור הצפון שנפגע כתוצאה מהמלחמה החליטה הממשלה על מסגרת תקציבית בהיקף של 15 מיליארד ש"ח.

בנוסף, מלחמת חרבות ברזל הדגישה את הצורך הקריטי ברציפות ועצמאות אנרגטית בישראל, הן לאור הפסקות חשמל ממושכות ביישובים והן לאור האיום המתמשך על פגיעה בתשתיות חיוניות כמו מאגרי גז ותחנות כוח. ביום 31 באוקטובר 2024 ניתנה החלטת ממשלה מספר 2822, המצטרפת לשורה של החלטות ממשלה המשקפות מחויבות עמוקה לקידום

21 הודעת משרד האנרגיה והתשתיות מיום 3 בנובמבר 2024: משרד האנרגיה והתשתיות חתם על תקציב משרד לשנת 2025.
22 חוק קרן לאזרחי ישראל, תשע"ד-2014; דוחות כספיים לשנת 2023 וליום 30 ביוני 2024.
23 הודעת דוברות אגף התקציבים במשרד האוצר מיום 12 במרץ 2026: הממשלה אישרה את עדכון תקציב המדינה לשנת 2026.
24 הצעת תקציב משרד האנרגיה לשנת 2026:
25 החלטה מספר 3581 של הממשלה מיום 04.12.2025: האצת מיזמי תשתית לאומיים.
26 החלטה מספר 1699 של הממשלה מיום 17 באפריל 2024 ועדכון התוכנית האסטרטגית לשיקום, לחידוש ולפיתוח חבל "התקומה" ואוכלוסייתו מאוקטובר 2025.

ביטחון אנרגטי ולהקמה של מיקרו גרידים תוך צמצום זיהום אוויר ופליטות גזי חממה. להערכת הקרן, השילוב בין צורך לאומי דחוף, תמיכה ממשלתית והתפתחות טכנולוגית צפוי למצב את תחום האנרגיה כמוקד משמעותי להשקעות בשנים הקרובות.

על אף מגמת ההשקעה הגוברת, ישראל ממשיכה להתמודד עם אתגרי תשתית משמעותיים הנובעים בעיקר מהיעדר תכנון אסטרטגי ארוך טווח, רגולציה מורכבת ואתגרים במימון פרויקטים עתירי תקציב. אתגרים אלו החריפו והתחדדו בעקבות מלחמת חרבות ברזל שהובילה לצורך דחוף בהקצאת תקציבים לטובת המלחמה. כתוצאה מכך, ניתן לצפות לגידול במכרזים ובפרויקטים שיבוצעו בשיטת PPP, שכן שילוב של המגזר הפרטי מאפשר גמישות כלכלית לטובת התמודדות עם האתגרים התקציביים של המדינה.

9.6. סוגי הפרויקטים המרכזיים בתחום התשתיות ומאפייניהם

תחום התשתיות מתאפיין במנעד רחב של סוגי הפרויקטים, כאשר לעניין זה מובהר, כי במונח "פרויקטים" הכוונה היא לפעילות עסקית בתחום התשתיות, ולכל הנכסים המשרתים את הפעילות בתחום התשתיות (כגון חברות פרויקט או פעילות עסקית במסגרת חברות תפעול או הקמה). כמו כן, מתאפיין התחום בשונות גדולה בהיקפי הפרויקטים. כך למשל, בעוד פרויקט להקמת מתקנים פוטו-וולטאיים מצריך השקעה של עשרות מיליוני שקלים, פרויקטים אחרים בתחום האנרגיה (כגון תחנות כוח) מחייבים לרוב השקעה של מיליארדי שקלים בודדים ו"מגה פרויקטים" בתחום התחבורה (בדגש על מערכות להסעת המונים ותחבורה מסילתית) עשויים לדרוש השקעה ראשונית של עשרות מיליארדי שקלים לפרויקט בודד. לצד עלויות ההקמה, מרבית הפרויקטים מתאפיינים בעלויות תחזוקה ותפעול משמעותיות.

9.7. סוגי הפרויקטים העיקריים בישראל

9.7.1. Public-Private Partnership (PPP)

אחת השיטות הנפוצות בעולם לשיתוף המגזר הפרטי בהקמה ותפעול של פרויקטים בתחום התשתיות הינה שיטת ה-PPP המיושמת לרוב על בסיס זיכיונות. שיטה זו מחלקת את הסיכונים הכרוכים בפרויקטי תשתית בין המגזר הציבורי לפרטי, כאשר המגזר הציבורי אחראי בדרך כלל לאספקת קרקעות ולגידור סיכוני ביקוש, סיכונים פיננסיים וסיכוני כוח עליון של היזם הפרטי, שאחראי להקמת הפרויקטים, למימונם ולתפעולם. בעוד שבעבר התמקדה שיטת ה-PPP בפרויקטים בתחום תשתיות ליבה, בעשור האחרון ניכרת מגמה לעשות בה שימוש בפרויקטים בכלל תתי תחום התשתיות (סגמנטים). פרויקטים אלו מבוצעים בדרך כלל בישראל באחד משני מודלים עיקריים:

- **Build Operate Transfer (BOT)** – בפרויקטים אלו המגזר הפרטי מקים, ממן ומתפעל את הפרויקט, ובסיום תקופת הזיכיון מעביר את הפרויקט לבעלות המדינה, כשישנם גם פרויקטים מסוג BOO (Build, Operate, Own), בהם לאחר תום תקופת הזיכיון נשאר הפרויקט בבעלות הזכיין. הכנסות הזכיין תחת מודל זה נובעות בראש ובראשונה ממשתמשי קצה, לרוב בצירוף רשת בטחון מהמדינה.
- **Private Finance Initiative (PFI)** – בעוד שבפרויקטים במודל זה הזכיין מקים, מפעיל ומעביר את הפרויקט למדינה בדומה למודל ה-BOT, הכנסותיו מבוססות על תשלום תקופתי ומוסכם מראש מהמדינה, ותלויות בעמידתו במדדי ביצוע, ולא בהכנסות ממשתמשי קצה.

9.7.2. רישיונות וסוגי פרויקטים נוספים

- לצד פרויקטים הממומנים באמצעות תקציבים ציבוריים ופרויקטים המבוצעים בשיטת PPP ישנם פרויקטים בתחום התשתיות המבוצעים באמצעות חברות פרטיות (לרוב פרויקטים הפועלים תחת רישיונות, בישראל – לרוב תחת משרד האנרגיה, רשות החשמל ורשות המים). לאור המאפיינים הכלכליים של פרויקטים אלו רבים מהם ימומנו בשיטת ה-Project Finance, בדומה לנעשה בשיטת ה-PPP. חלק מענפי האנרגיה מתאפיינים בהשקעות משמעותיות בתשתיות המבוצעות במימון עצמי ללא התערבות גורמים ממשלתיים.
- סוג נוסף של פרויקטים הם פרויקטים תקציביים (Design Build DB) – בהם המגזר הציבורי מבצע תכנון ראשוני ומעביר את התכנון המפורט והביצוע אל המגזר הפרטי.

- סוגים נוספים של פרויקטים כוללים שירותי תפעול בסגמנטים שונים בתחום התשתיות והאנרגיה, כגון העמדת שירותים בהתקשרויות ארוכות טווח (לדוגמה, בתחום ההיסעים).

9.7.3. מאפיינים מרכזיים

חלק גדול מהפרויקטים מבוצעים עבור מזמין הפרויקט באמצעות תאגידים עסקיים ייעודיים ("**SPC**"). ה-SPC מבצע את הפרויקט באמצעות קבלני הקמה ותפעול וממנו אותו באמצעות הלוואה בנקאית לטווח ארוך, כאשר הנכס משמש כבטוחה, ולממן אין זכות חזרה לבעלי המניות ב-SPC (Non-recourse). במרבית המקרים מתבצע סינון מוקדם של הגורמים שיכולים להתמודד בהליך המכרזי שמנהל המזמין על בסיס תנאי סף מקצועיים ופיננסיים.

בסוגים מסוימים של פרויקטים קיימות חברות פרויקט ייעודיות (SPC) המבצעות את התפעול של הפרויקט (O&M) ו/או את ההקמה (EPC), ובנוסף קיימות חברות סגמנטליות (שאינן חברות SPC) אשר מבצעות פעילות של תפעול במגוון פרויקטים או מקימות צבר פרויקטים וחברות המעמידות שירותים נוספים לפרויקטים.

ככלל, רמת הסיכון בהשקעה בפרויקט תושפע, בין היתר, מהשלב בו נמצא הפרויקט – פיתוח, הקמה או הפעלה, וממאפייני ההתקשרות. בפרויקטים מסוג PFI זכאי הזכיין להכנסות קבועות מהמזמין, באופן שהזכיין אינו נושא כלל בסיכון ביקוש. בפרויקטים מסוג BOT, חשופים הזכיינים לסיכון ביקוש מסוים, לאור העובדה שככלל, מבנה ההכנסות משלב תשלומים קבועים בגין זמינות ותשלומים משתנים בגין הספקה.

9.8. שוק הקרנות הנסחרות להשקעה באנרגיה ותשתיות

9.8.1. המגמה העולמית

המגמות הגלובליות אשר דוחפות מעלה את הביקושים להשקעה בתשתיות, לצד הקושי של ממשלות וחברות התשתיות להתמודד עם ביקושים אלו, מייצרות פער משמעותי בין ההשקעה הנדרשת לבין ההשקעה בפועל (להרחבה ראו סעיף 9.4 לעיל). אתגר זה מחזק את הצורך במעורבותן של קרנות השקעה בתחומי התשתיות.

בשנים האחרונות, מעבר למעורבותן של קרנות ההשקעה הנסחרות בחו"ל בפרויקטי תשתיות לאומיים ולהיותן נכס פיננסי המציג ככלל יציבות גבוהה, הן מהוות ככלל נכס המציג תשואות יתר בתקופות של אינפלציה גבוהה. להמחשה, התשואה השנתית הממוצעת של נכסי תשתיות בתקופות של אינפלציה גבוהה וצמיחה נמוכה עומדת על 23.2%, בעוד שהתשואות הממוצעות בתקופות אלו בנדל"ן, Global Equities ו-Global Fixed Income הינן 8.1%, 2.2% ו-7.6%, בהתאמה. המגמה דומה גם בתקופות המתאפיינות באינפלציה גבוהה וצמיחה נמוכה.[27]

9.8.2. השחקנים בשוק ההשקעה בתשתיות הישראלי

בישראל קיימים מספר שחקנים בשוק ההשקעה בתשתיות, הכוללים חברות תשתיות ציבוריות ופרטיות, קרנות השקעה וגופים מוסדיים. שוק זה מתאפיין בעיקר בפעילות בתחומי התחבורה, אנרגיה, מים, ותקשורת. האסטרטגיה של חברות אלו מתמקדת בפיתוח פרויקטים ארוכי טווח על ידי הרחבת פעילותן בפרויקטים מסוג BOT ו-PPP. בשוק הישראלי פועלות גם חברות תשתיות וקרנות השקעה זרות, המביאות איתן ידע, ניסיון והון משמעותי, ולעיתים אף יוצרות שיתופי פעולה עם גופים ישראליים כדי להתמודד על מכרזים בקנה מידה גדול, דוגמת פרויקט הרכבת הקלה.

נכון למועד הדוח, מלבד הקרן, פועלות בישראל שתי קרנות נסחרות נוספות להשקעה בתשתיות. בנוסף לקרנות אלו פועלות גם קרנות השקעה פרטיות וקרנות השקעה זרות המבצעות השקעות בתחום זה בישראל. קרנות אלו פועלות בעיקר על בסיס גיוס הון מגופים מוסדיים ומשקיעים פרטיים. לאחרונה ניכרת מגמת השקעה ישירה של גופים מוסדיים בפרויקטי תשתית, כגון פרויקטי אנרגיה מתחדשת, מרכזי דאטה, תחבורה ועוד.

27 ראו ה"ש 11 לעיל; Private Infrastructure: An Asset Class for All Economic Conditions, KKR, December 2024

9.8.3. <u>המלצות הוועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות</u>

על רקע מגמת הצמיחה בהיקף הפרויקטים בתחום התשתיות והאנרגיה בתחילת שנות האלפיים, ומספר השחקנים המצומצם המאפיין את השוק, כמו גם היעדר מעורבות הציבור במימון ישיר של הפרויקטים מאידך, הוקמה בחודש מאי 2014 ועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, שהורכבה מנציגי רשויות ממשלתיות שונות. הוועדה הוקמה על מנת לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים שיש בהם כדי לעודד הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות ("**קרנות השקעה בתשתיות**"), במטרה להגדיל את מקורות המימון העומדים לטובת פרויקטים בתחום התשתיות בישראל, להפחית את עלויות האשראי וההון שלהם, לתרום ליכולת המדינה להוציא פרויקטים בעלי חשיבות לאומית, וכן לפתוח בפני הציבור אפיק השקעה חדש המאפשר לו להיות שותף ישיר בהשקעות בפרויקטים אלו.

בחודש יוני 2019 פרסמה הוועדה את המלצותיה הסופיות,[28] שעיקרן המלצה על החלת משטר מס מיוחד על קרנות ההשקעה בתשתיות, המבוסס על מיסוי הכנסות הקרן באופן ישיר בידי בעלי מניות הקרן בצירוף הטבות מס אחרות, תוך הגדרת תנאים לזכאות להחלת משטר המס האמור, הנוגעים לנכסים בהם היא משקיעה, פיזור המשקיעים בקרן, מגבלות מינוף וחובת חלוקת דיבידנד.

בהתאם להמלצות הוועדה, מיסוי הכנסות הקרן באופן ישיר בידי בעלי המניות יחול ביחס להכנסות שחולקו לבעלי המניות כדיבידנד תוך תקופה שנקבעה בהמלצות הוועדה, ובתנאי שלא חל אירוע מס על הכנסות אלה בתאגידים המוחזקים על ידי הקרן. המיסוי הישיר של בעלי המניות יהיה בהתאם למקור ההכנסה שחולקה ולזהות בעל המניות. כך לדוגמה, בעל מניות יחיד יהיה חייב ככלל בשיעור מס שולי על הכנסות שוטפות מנכסי תשתיות ובשיעור מס רווח הון על הכנסות ממכירת נכסי תשתיות שהוחזקו על ידי הקרן לתקופה של לפחות 4 שנים, חברה שהינה בעלת מניות בקרן תחויב ככלל בשיעור מס חברות על הכנסות שוטפות ובשיעור מס רווח הון על הכנסות ממכירת נכסי תשתיות כאמור לעיל ואילו קופות גמל לגיל פרישה כהגדרתן בהמלצות הוועדה יהיו פטורות ממס מהכנסות שוטפות ומהכנסות ממכירת נכסי תשתיות. הכנסות שלא חולקו כדיבידנד תוך תקופה שנקבעה בהמלצות הוועדה יהיו חייבות במס בהתאם למודל המיסוי הדו שלבי הרגיל. כמו כן, סכומים שחולקו לבעלי המניות ואשר מקורם בהכנסה חייבת של תאגידים מוחזקים שחולקה לקרן, יסווגו כהכנסה מדיבידנד בידי בעלי המניות בקרן. בנוסף, נקבע שיעור מס חריג של 70% על הכנסות שמקורן במכירת מלאי עסקי, או הכנסות ששיעורן עולה על 5% מכלל הכנסות הקרן, למעט הכנסות ישירות מנכסי תשתיות, או מניירות ערך הנסחרים בבורסה, מלוות מדינה ומפיקדון, או הכנסות עקיפות מנכסי תשתיות כהגדרתן בהמלצות הוועדה.

להערכת הקרן, נכון למועד הדוח היא עומדת בתנאים הבסיסיים אשר נקבעו בהמלצות הסופיות של הוועדה לעניין קרנות השקעה בתשתיות. בהתחשב באמור, בכוונת הקרן לפעול לכך שהמלצות הוועדה תוחלנה ביחס אליה לאחר אימוצן בחקיקה (ככל שיאומצו), וזאת ככל שלא יחולו שינויים מהותיים מנוסח ההמלצות הסופיות.

הערכות הקרן ותחזיותיה באשר להשפעת משתנים שונים על פעילותה כמפורט לעיל הינן מידע צופה פני עתיד, המתבסס על הערכות ואומדנים סובייקטיביים המצויים בידי הקרן נכון למועד פרסום הדוח ואינו בשליטת הקרן בלבד. מידע זה מבוסס בין היתר על הערכותיה של הקרן ביחס להתפתחויות בתחום התשתיות, וכן ביחס למצב הכלכלי בישראל. השפעת גורמים אלו על פעילות הקרן עשויה להיות שונה מהותית מהאופן בו נחזתה על ידי הקרן, וזאת בין היתר כתוצאה משינויים במצב הכלכלי בישראל, במגמות במשק ובפרט בענף האנרגיה והתשתיות, שינויי חקיקה, שינויים רגולטוריים אחרים שישפיעו על השווקים בהם פועלת הקרן וכן התממשות אילו מגורמי הסיכון כמפורט בסעיף 18 להלן.

10. <u>מידע כללי נוסף על תחום הפעילות</u>

10.1. <u>גורמי הצלחה קריטיים בתחום הפעילות</u>

הקרן מעריכה כי הגורמים העיקריים אשר יתרמו להצלחתה בתחום השקעה בתשתיות, הינם: (א) שמירה על אפיק השקעה סחיר ושקוף בתחומי התשתיות והאנרגיה, ההולם את טעמי המשקיעים בשוק ההון הישראלי וכפוף לסטנדרט

28 דוח הועדה לקידום הקמת קרנות נסחרות להשקעה בתשתיות, יוני 2019.

גילוי של חברה ציבורית; (ב) שימור הקרן כמכשיר השקעה אטרקטיבי בקרב המשקיעים, שיאפשר לה להמשיך ולגייס את האמצעים הכספיים הדרושים להמשך הגדלת הפורטפוליו שלה; (ג) יצירת פורטפוליו נכסים מאוזן הכולל הן השקעות בנכסים מתחומי תשתית מגוונים, והן השקעות בנכסים בשלבים שונים של מחזור החיים שלהם (ייזום, הקמה, הנבה); (ד) השבחה עקבית של השקעות בפורטפוליו מחד, ויצירת תזרימי מזומנים יציבים למשקיעים מאידך; (ה) מיצוב הקרן כשותף אסטרטגי בקרב גורמים פעילים בתעשייה והפיכתה לגורם אטרקטיבי להפניית עסקאות; ו-(ו) הנהלה איכותית בעלת ניסיון בפעילות בתחומי תשתית מגוונים.

10.2. חסמי הכניסה והיציאה העיקריים של תחום הפעילות

הקרן מעריכה כי חסמי הכניסה והיציאה העיקריים של תחום הפעילות הינם כדלקמן –

חסמי כניסה: (א) נגישות למקורות מימון, הון וחוב ויכולת פיננסית, בהתחשב, בין היתר, בסכומי ההשקעה הנדרשים בתחום; (ב) ידע, ניסיון ומוניטין חיובי; (ג) יכולת ניהולית של פעילות השקעה בהיקף גדול והתמחות בייזום; (ד) עמידה בתנאים שייקבעו בהסדרה עתידית (ככל שתקבע) של תחום קרנות ההשקעה הנסחרות בתשתיות בהתאם להמלצות הוועדה לקידום הקמתן כמפורט לעיל.

חסמי יציאה: מגבלות חוזיות ורגולטוריות שונות על מכירה ומימוש של נכסי השקעה, לרבות זכויות שותפים (תקופת חסימה, זכויות סירוב וכיו"ב), מגבלות על עבירות הקבועות בתנאי מכרזים או בהסכמים שונים במסגרתם נרכשו הזכויות בנכס ההשקעה, צורך בהיתרים רגולטוריים והיתרי גופים מממנים וגורמים נוספים.

10.3. מבנה התחרות בתחום ההשקעה בתשתיות ושינויים החלים בו

לפרטים אודות הגורמים העיקריים הפועלים כיום בשוק ההשקעה בתשתיות, ראו סעיף 9.8.2 לעיל. הקרן מתמודדת עם התחרות בתחום באמצעים הבאים:

א. ניהול מקצועי וניצול ניסיונה הרב של הנהלת הקרן בתחום, הן במישור איתור ההשקעות והמשא ומתן עליהן והן במישור התפעולי.

ב. הקרן מאוגדת כחברה בע"מ, ללא "תאריך תפוגה" וללא דוחק למימוש נכסים בתום תקופת המנדט שלה (בניגוד לקרנות השקעה פרטיות, להן תקופת חיים מוגבלת).

ג. יכולת לייצר ערך שהינו מעבר להשקעה פיננסית גרידא, על ידי מעורבות בהשקעה כהון אסטרטגי.

ד. ביצוע השקעות משותפות (Co-investment) עם משקיעים וגיוס משקיעים אסטרטגיים נוספים אשר ביכולתם לספק לקרן הזדמנויות להשקעה בתחומי הפעילות.

חלק שני – פרטים אודות פורטפוליו ההשקעות של הקרן

11. השקעות הקרן

נכון למועד הדוח, פועלת הקרן בתחומים הבאים:

11.1. תחום הסביבה

פעילות הקרן בתחום הסביבה מתבצעת באמצעות החזקתה ב-80.01% מהון מניותיה של בלוגין בע"מ ("**BlueGen**"). לתיאור עסקיה של BlueGen ראו **נספח א'** לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה ב- BlueGen ראו סעיף 15.3 להלן וכן בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

11.2. תחבורה

פעילות הקרן בתחום התחבורה מתבצעת באמצעות החזקתה בכ-75.7% מהון המניות של בון תור בע"מ ("**בון תור**"). לתיאור עסקיה של בון תור ראו **נספח ב'** לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה בבון תור ראו סעיף 15.4 להלן וכן בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

11.3. ייצור, אגירה ואספקת חשמל

פעילות הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל מבוצעת באמצעות החזקתה במלוא (100%) הון המניות של פאוורג'ן בע"מ ("**PowerGen**"). לתיאור עסקיה של הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל ראו **נספח ג'** לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה ב- PowerGen ראו סעיפים 15.2 ו- 15.3 להלן וכן בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

11.4. תחום התחבורה הרכבתית בבריטניה

פעילות הקרן בתחום התחבורה הרכבתית בבריטניה מתבצעת באמצעות החזקתה בכ-33.33% מהון מניותיו של תאגיד אנגלי המחזיק ב-30% מהון מניותיה של Porterbrook Holding I Limited ("**פורטרברוק**"). לתיאור עסקיה של פורטרברוק ראו **נספח ד'** לפרק זה. לפרטים נוספים אודות השקעת הקרן בפורטרברוק ראו סעיף 15.6 להלן וכן בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

ביום 18 במרץ 2026, התקשרה הקרן (באמצעות התאגיד האנגלי) עם CBRE Investment Management ("**CBRE**"), חברה גלובלית לניהול השקעות המתמקדת בתחומי הנדל"ן והתשתיות, בהסכם מחייב למכירת מלוא החזקותיה בפורטרברוק, בתמורה לסך כולל של כ-115 מיליון לישי"ט[29] ("**התמורה**"). השלמת העסקה כפופה להתקיימותם של תנאים מתלים, שעיקרם, קבלת אישור רשות התחרות האירופאית. לפרטים נוספים ראו דוח מיידי של הקרן מיום 19 במרץ 2026 (אסמכתה: 2026-01-024394), הנכלל בדוח זה על דרך ההפניה.

יצוין, כי במסגרת הדוחות הכספיים מסווגת ההשקעה בפורטרברוק כנכס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים. לפרטים נוספים ראו באור 4 לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025.

11.5. תחום האחסון הלוגיסטי

פעילות הקרן בתחום האחסון הלוגיסטי מתבצעת באמצעות החזקתה ב-50% מהון מניותיה של פרידנזון-ג'ניריישן מרכזים לוגיסטיים בע"מ ("**פרידנזון-ג'ניריישן**"). לתיאור עסקיה של פרידנזון-ג'ניריישן ראו **נספח ה'** לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה בפרידנזון-ג'ניריישן ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

11.6. חלוקת גז טבעי

פעילות הקרן בתחום חלוקת הגז טבעי מתבצעת באמצעות החזקה ב-33.33% בקבוצת חברות חלוקת הגז - שתי חברות בעלות רישיון חלוקת גז טבעי (נגב גז טבעי בע"מ ("**נגב גז**") וגז טבעי דרום בע"מ ("**גז טבעי דרום**"), וכן בחברה המעניקה להן שירותי הקמה, תפעול ותחזוקה – נגב החברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ ("**אי.פי.סי**", ויחד עם נגב גז וגז טבעי דרום: "**חברות הגז הטבעי**"). לתיאור עסקיהן של חברות הגז הטבעי ראו **נספח ו'** לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה בחברות הגז הטבעי ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

11.7. עמדות טעינה לרכבים חשמליים במזרח אירופה

פעילות הקרן בתחום עמדות טעינה לרכבים חשמליים במזרח אירופה, בדגש על פולין וסלובקיה, מתבצעת באמצעות החזקתה, באמצעות תאגיד פולני בו היא מחזיקה ב-50% מהון מניותיו ("**התאגיד המשותף**"), בכ-13.2% מהון מניותיה של GreenWay Holding S.A ("**Greenway**"). לתיאור עסקיה של Greenway ראו **נספח ז'** לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה ב-Greenway, ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

29 תאריך החתך לביצוע העסקה הינו 31 בדצמבר 2024, ללא התאמות בגין חלוקות דיבידנד עד לאחר הרבעון השני של שנת 2025. התמורה כוללת תמורת בסיס בסך של 114 מיליון לישי"ט וכן תמורה נוספת צפויה בסך של כ-1 מיליון לישי"ט כתלות במועד השלמת העסקה.

חלק שלישי – עניינים הנוגעים לפעילות הקרן בכללותה

12. הון אנושי

על פי הסכם הניהול בין הקרן לחברת הניהול, שירותי הניהול מועמדים לקרן על ידי חברת הניהול באמצעות עובדיה של חברת הניהול. נכון למועד הדוח, בקרן לא מועסקים עובדים למעט עובד אחד בתחום קשרי המשקיעים. לפרטים בדבר תנאי הסכם הניהול ואודות דירקטורים ונושאי משרה בקרן ראו פירוט ביחס לתקנות 21, 26 ו-26א לפרק ד' לדוח.

לפרטים בדבר תלות באנשי מפתח ראו סעיף 8 לעיל.

13. מימון

13.1. מימון פעילות הקרן

למועד הדוח, פעילות הקרן ממומנת ממקורותיה העצמיים (הכוללים הנפקת מניות לציבור, תקבולי דיבידנדים, החזרי הלוואות בעלים ודמי ניהול מהחברות המוחזקות), מסגרות אשראי מתאגידים בנקאיים ומגופים מוסדיים וגיוס חוב בדרך של הנפקת אגרות חוב לציבור והלוואת מוכר. לפרטים אודות ההלוואות שהועמדו לקרן (שלא למטרת רכישת נכס ספציפי) ראו באורים 6, 9 ו-13 לדוחות הכספיים.

13.2. מימון רכישת נכסים

במסגרת השלמת עסקת רכישת מלוא ההחזקה בפאוורג'ין פאוור פלנטס ביום 19 במרץ 2024 ("**עסקת פאוורג'ין פאוור פלנטס**"), העמידה המוכרת, רפק תקשורת ותשתיות בע"מ ("**רפק תקשורת**"), הלוואת מוכר בסך של 127 מיליון ש"ח ל-PowerGen ("**הלוואת מוכר**"). הלוואת המוכר נושאת ריבית בשיעור השווה לתשואת אג"ח ממשלתי שקלי למח"מ זהה לתקופת ההלוואה בתוספת מרווח שנתי משתנה הנע בין 0% ל-3.58%, אשר יקבע כתלות בביצועי פאוורג'ין פאוור פלנטס. 90 מיליון ש"ח מקרן ההלוואה ייפרעו לאחר שנתיים ממועד העמדת ההלוואה ו-37 מיליון ש"ח מקרן ההלוואה ייפרעו לאחר שלוש שנים ממועד העמדת ההלוואה. להבטחת ההלוואה שיעבדה הקרן לטובת רפק תקשורת כ-25% ממניות PowerGen. לפרטים אודות עסקת פאוורג'ין פאוור פלנטס, ראו סעיף 15.3 להלן. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עומדת יתרת ההלוואה, על כ-37 מיליון ש"ח.

13.3. דירוג

ביום 30 בדצמבר 2020 פרסמה מעלות S&P דוח דירוג ראשוני של הקרן, אשר קבע לה דירוג של ilA, בתחזית יציבה, ובימים 9 בינואר 2022, 4 בינואר 2023, 7 בינואר 2024, 12 בינואר 2025 ו-7 בינואר 2026 אשררה דירוג זה. לפרטים ראו דיווחים מיידיים מימים 31 בדצמבר 2020, 9 בינואר 2022, 4 בינואר 2023,8 בינואר 2024 ו-12 בינואר 2025 (אסמכתאות: 2020-01-135568, 2022-01-004777, 2023-01-002733, 2024-01-003825, 2025-01-003625 ו-2026-15-003058, בהתאמה) הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

14. מיסוי

לפרטים אודות היבטי מיסוי הנוגעים לפעילות הקרן ראו באור 11 לדוחות הכספיים.

15. הסכמים מהותיים והסכמי בעלי מניות

15.1. הסכם הניהול

לפרטים אודות הסכם הניהול בין הקרן לבין חברת הניהול, כפי שתוקן ביום 28 בינואר 2024, ראו פירוט ביחס לתקנה 21 בפרק ד' לדוח.

15.2. הסכם השקעה והסכם בעלי מניות בפאוורג'ין

ביום 18 במרץ 2024 (בסעיף זה: "**מועד ההשלמה**") הושלמה עסקה של הקרן, על פי הסכם מיום 24 בינואר 2024 ("**מועד החתימה**" ו-"**הסכם ההשקעה**"), עם גופים מקבוצת הפניקס חברה לביטוח בע"מ ("**הפניקס**"), במסגרתה השקיעה הפניקס ב-PowerGen סך של 260 מיליון ש"ח, בתמורה להקצאת מניות בכורה של PowerGen (שתנאיהן מפורטים להלן), וכן ניתנה ל-PowerGen אופציה להגדיל את השקעת הפניקס במניות הבכורה לפי שיקול דעתה הבלעדי בהיקף של

עד 90 מיליון ש"ח נוספים, לא יאוחר מ-36 חודשים ממועד החתימה. במסגרת הסכם ההשקעה, הקרן ו-PowerGen התחייבו לשפות את הפניקס בגין נזקים שונים שיגרמו לה בשל הפרת המצגים הקבועים בהסכם ההשקעה בתנאים כמקובל בעסקאות מסוג זה.

במועד ההשלמה נכנס לתוקפו הסכם בעלי מניות בין הפניקס ו-PowerGen, שעיקריו: (א) מניות הבכורה לא יקנו להפניקס זכויות הצבעה כלשהן או זכות למינוי דירקטור, למעט זכויות מיעוט כמקובל בעסקאות מסוג זה; (ב) מניות הבכורה תשאנה ריבית בשיעור של 8.25%, צמוד לעלייה במדד המחירים לצרכן; (ג) בהסכם ההשקעה נכללו מנגנוני פיצוי בריבית במקרים בהם PowerGen לא תשלם את הריבית השנתית החל מתום השנה השלישית ממועד ההשקעה, כמו כן, ל-PowerGen האפשרות לפדות את מניות הבכורה החל מתום השנה הרביעית ממועד ההשקעה בתנאים שנקבעו בהסכם; (ד) במהלך 3 השנים הראשונות שממועד העמדת סכום ההשקעה, הקרן תהיה רשאית למשוך מ-PowerGen מדי שנה 20 מיליון ש"ח (כהחזר הלוואות בעלים) טרם תשלום הריבית לבעלי מניות הבכורה. בהמשך, כל סכום שיחולק ישמש קודם כל לתשלום הריבית שטרם שולם לבעלי מניות הבכורה, והיתרה תשמש לחלוקה לבעלי המניות הרגילים של החברה (כהחזר הלוואות בעלים או כדיבידנד); (ה) הקרן ו-PowerGen התחייבו, בין היתר, לעמוד ביחס חוב לשווי של PowerGen כפי שנקבע בהסכם, וכן כי כל פעילותה והשקעותיה של הקרן בתחום הפעילות בישראל יבוצעו באמצעות PowerGen; ו-(ו) הקרן התחייבה כי תמשיך להיות בעלת השליטה היחידה ב-PowerGen ולהחזיק בשיעור בעלות כפי שנקבע בהסכם בעלי המניות.

בנוסף, במועד ההשלמה נחתם בין הצדדים הסכם אופציה, במסגרתו העניקו הקרן ו-PowerGen להפניקס אופציה לרכוש מניות רגילות של PowerGen בסכום של עד 150 מיליון ש"ח, על פי שווי PowerGen בספרי הקרן ביום 31 במרץ 2024, צמוד לעלייה במדד המחירים לצרכן, בתוספת ריבית שנתית בגובה 8.25% ולאחר התאמות של חלוקות והשקעות בעלים. האופציה תעמוד בתוקף לתקופה של 36 חודשים ממועד החתימה. כמו כן נחתם במועד ההשלמה כתב הסכמה והתחייבות בלתי חוזרת, במסגרתו התחייבה הקרן כי בכפוף להוראות הסכם בעלי המניות, זכויותיה מכוח הלוואות הבעלים שהעמידה ל-PowerGen תהיינה נדחות לזכויות הפניקס בקשר עם מניות הבכורה, וכי פירעון הלוואות הבעלים יעשה רק בהתאם להוראות הסכם בעלי המניות.

לתיאור עסקיה של PowerGen ראו נספח ג' לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה ב-PowerGen ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

15.3. רכישת מלוא ההחזקות בפאוורג'ין פאוור פלנטס (לשעבר רפק אנרגיה)

ביום 19 במרץ 2024 ("**מועד ההשלמה**"), הושלמה עסקה, במסגרתה רכשה הקרן, באמצעות PowerGen, את מלוא החזקותיה של רפק תקשורת ותשתיות בע"מ ("**רפק תקשורת**") בפאוורג'ין פאוור פלנטס בע"מ (50%), ללא החזקותיה של פאוורג'ין פאוור פלנטס באם. אר. סי. אלון תבור פאואר בע"מ[30] ("**MRC**"), בתמורה לסך של כ-324 מיליון ש"ח, ללא ריבית והצמדה, ובתוספת סך של כ-13 מיליון ש"ח לפירעון חלקה העודף של רפק תקשורת בהלוואת הבעלים לפאוורג'ין פאוור פלנטס ("**התמורה**"), הכל על פי הסכם מיום 17 בנובמבר 2022 (כפי שתוקן בימים 16 במרץ 2023 ו-11 בינואר 2024) ("**הסכם הרכישה**" ו-"**העסקה**" בהתאמה). כך, החל ממועד ההשלמה, מחזיקה הקרן, באמצעות PowerGen, במלוא הונה המונפק והנפרע של פאוורג'ין פאוור פלנטס, וכן מחזיקה, בחלקים שווים עם רפק תקשורת, בתאגיד אשר מחזיק ב-33.33% ממניות MRC ("**תאגיד MRC**"). מתוך התמורה, סך של 127 מיליון ש"ח הועמד כהלוואת מוכר, כמפורט בסעיף 13.2 לעיל.

במסגרת הסכם הרכישה הוסכם כי במהלך שלוש שנים ממועד השלמת העסקה, רפק תקשורת עשויה להיות זכאית לתשלום תמורות נוספות בסך כולל של עד 12 מיליון ש"ח כתלות בביצועי פאוורג'ין פאוור פלנטס.

לפרטים נוספים אודות הסכם הרכישה, ראו דיווחים מיידיים מהימים 20 בנובמבר 2022, 30 באוקטובר 2023 ו-14 בינואר 2024 (מס' אסמכתה: 2022-01-111060, 2023-01-119799 ו-2024-01-004948, בהתאמה), הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

30 אשר עמדו, עובר להשלמת העסקה, על 33.33%. לפרטים אודות אם. אר. סי. אלון תבור פאואר בע"מ ראו נספח ג' לפרק זה.

להסדרת יחסיהם כבעלי מניות בתאגיד MRC, חתמו רפק תקשורת והקרן על הסכם בעלי מניות בתאגיד, שנכנס לתוקף עם השלמת העסקה ("**הסכם בעלי מניות**"). במסגרת הסכם בעלי המניות הוסכם כי נציגות רפק תקשורת והקרן בתאגיד MRC תהיה שווה, ללא זכויות עודפות למי מהצדדים, וקבלת ההחלטות תתבצע בהסכמה פה אחד. ברמת ההחזקות ב-MRC, ככל שהדבר יתאפשר, יהיה כל צד זכאי למנות דירקטור אחד.

לתיאור עסקיה של הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל ראו נספח ג' לפרק זה וכן בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

15.4. הסכם הכנסת משקיעים והסכם בעלי מניות בבון תור

בימים 29 בספטמבר ו-18 באוקטובר 2022 הושלם, בשתי פעימות, הסכם של הקרן עם לאומי פרטנרס בע"מ ושני משקיעים נוספים ("**לאומי פרטנרס**" ו"**המשקיעים הנוספים**", בהתאמה, וביחד, "**המשקיעים**"), לרכישת 27% מהון מניותיה של בון תור (לאומי פרטנרס 20% מהון בון תור, והמשקיעים הנוספים, יחד – 7% מהון המניות של בון תור), בתמורה לסך כולל (אשר חלקו היה כפוף לעמידה ביעדים ושולם ברבעון הרביעי לשנת 2024) של 184.5 מיליון ש"ח. בימים 31 במרץ 2025 ו-24 באפריל 2025 ("**מועדי הרכישה**") השלימה הקרן רכישה של כ-2.5% מהון מניותיה של בון תור מידי המשקיעים, בתמורה כוללת של כ-26.4 מיליון ש"ח, מתוכם כ-17.8 מיליון ש"ח שולמו במועדי הרכישה והיתרה תשולם, בתוספת ריבית, לא יאוחר מיום 31 במרץ 2027.

במסגרת העסקה, הוסכם כי במקרה של אירוע מימוש (קרי הנפקה לציבור או מכירה של לפחות 51% מהון בון תור לצד שלישי), שיתרחש במהלך 7 שנים ממועד השלמת העסקה, ובכפוף ליעדי תשואה מינימאליים, תהא הקרן זכאית לתשלום נוסף של כ-17.5 מיליון ש"ח. יצוין, כי במסגרת ההסכם ניתנו מצגים כמקובל בעסקאות מסוג זה ונקבעו הסדרי שיפוי בגין הפרתם.

להסדרת יחסיהם כבעלי מניות בבון תור, התקשרו המשקיעים והקרן בהסכם בעלי מניות, הכולל הוראות מקובלות בעסקאות מסוג זה, ובין היתר, הוראות בדבר הרכב הדירקטוריון, מתן זכויות וטו יסודיות לבעלי מניות המיעוט, מגבלות על העברת מניות בון תור, הגנה מפני דילול והתחייבות לאי-תחרות.

לתיאור עסקיה של בון תור ראו נספח ב' לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה בבון תור ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

15.5. הסכם השקעה והסכם בעלי מניות ב-BlueGen

ביום 14 ביוני 2022 הושלמה עסקה של הקרן, אשר החזיקה עד אותו מועד במלוא (100%) מניותיה של BlueGen, עם מגדל חברה לביטוח בע"מ וגופים המוחזקים על ידה ("**קבוצת מגדל**"), במסגרתה השקיעה קבוצת מגדל סך כולל של 194.5 מיליון ש"ח ב-BlueGen תמורת הקצאת מניות של BlueGen בשיעור של 19.99%, על פי הסכם מיום 12 במאי 2022 ("**הסכם ההשקעה**"). סכום ההשקעה האמור עשוי לגדול בסכום של 17 עד 20 מיליון ש"ח נוספים בהתקיים מקרים מסוימים הקבועים בהסכם ההשקעה כגון הנפקה ראשונה לציבור של מניות BlueGen או חברה בת שלה, ומכירה או מיזוג משמעותיים (כמוגדר בהסכם ההשקעה). כן נקבע מנגנון לפיו, ככל ש-BlueGen לא תונפק לציבור בתוך שמונה שנים ממועד השלמת העסקה, תהיה קבוצת מגדל זכאית להמיר את החזקותיה ב-BlueGen להחזקות בקרן (בכפוף לאישורים הנדרשים על פי דין והתנאים בהסכם), כאשר הקרן תהיה רשאית לשלם את ההמרה כאמור במזומן חלף הקצאת מניות, לשיקול דעתה הבלעדי. בנוסף, במסגרת הסכם ההשקעה נתנה הקרן לקבוצת מגדל מצגים מצומצמים, בגינם נקבעו הסדרי שיפוי.

להסדרת יחסיהם כבעלי מניות ב-BlueGen, התקשרו הקרן וקבוצת מגדל בהסכם בעלי מניות, במסגרתו הוסכם כי הקרן תמנה את כלל הדירקטורים ב-BlueGen, וקבוצת מגדל רשאית למנות משקיף אחד. בנוסף, כולל הסכם בעלי המניות הוראות מקובלות, ובין היתר מתן זכויות וטו יסודיות לבעלי מניות המיעוט, מגבלות על העברת מניות BlueGen, הגנה מפני דילול והתחייבות לאי תחרות. כמו כן התחייבו קבוצת מגדל והקרן לבצע השקעות נוספות עתידיות, ככל שתידרשנה, בהיקף משמעותי.

לתיאור עסקיה של BlueGen ראו נספח א' לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה ב-BlueGen ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

15.6. הסכם בעלי מניות בפורטרברוק ובתאגיד המשותף

החזקתה של הקרן בפורטרברוק הינה באמצעות תאגיד אנגלי המוחזק על ידי הקרן ו- Dalmore Capital ("**דלמור**"), בשיעור של 33.33% ו-66.67%, בהתאמה ("**התאגיד המשותף**"), המחזיק 30% מהון מניותיה של פורטרברוק. במסגרת עסקת ההשקעה בפורטרברוק, נכנס התאגיד המשותף להסכם בעלי המניות בפורטרברוק, לפיו לתאגיד המשותף זכויות וטו מקובלות באישור נושאים מהותיים בדירקטוריון פורטרברוק.

כמו כן, הקרן ודלמור התקשרו בהסכם בעלי מניות בתאגיד המשותף, במסגרתו הוגדרה מערכת יחסים, שעיקרה, קבלת החלטות בהסכמה לעניין שימוש בזכויות הוטו בפורטרברוק ומינוי שני דירקטורים מדלמור ואחד מהקרן לדירקטוריון פורטרברוק והתאגיד המשותף.

ביום 18 במרץ 2026 נחתם הסכם למכירת מלוא החזקות הקרן בתאגיד המשותף, כמפורט בסעיף 11.4 לעיל. לתיאור עסקיה של פורטרברוק ראו נספח ד' לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה בפורטרברוק ואודות פעילות הקרן למימוש ההשקעה בפורטרברוק, ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

15.7. הסכם בעלי מניות בפרידנזון-ג'נריישן

במסגרת הסכם בעלי המניות בין הקרן לבין פרידנזון שירותים לוגיסטיים בע"מ ("**פרידנזון שירותים**") בפרידנזון-ג'נריישן, נקבעו הוראות המגנות על פרידנזון-ג'נריישן ועל הקרן בכל הקשור להסכמים הבין-חברתיים, כמתואר בסעיף 9 לתיאור עסקיה של פרידנזון-ג'נריישן בנספח ה' לפרק זה (לרבות כך, שההסכמים חייבים להיות בכל עת בתנאי שוק או בתנאים עדיפים עליהם), וככלל, ניתנה לקרן זכות וטו לביטול, אי חידוש או שינוי תנאיו של איזה מההסכמים הבין-חברתיים בין פרידנזון-ג'נריישן לבין חברות קבוצת פרידנזון שירותים.

לתיאור עסקיה של פרידנזון-ג'נריישן ראו נספח ה' לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה בפרידנזון-ג'נריישן ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

15.8. הסכם בעלי מניות בחברת עמדות טעינה לרכבים חשמליים במזרח אירופה

במסגרת הסכם בעלי מניות ב-Greenway, נקבעו, בין היתר, הוראות בקשר לעבירות מניות, הוראות בדבר אופן ניהול Greenway, לרבות זכויות וטו בקשר לנושאים מסוימים. בנוסף, נחתם הסכם בעלי מניות בין הקרן והשותף בתאגיד הפולני, הכולל, בין היתר, הוראות בדבר הזרמות כספים עתידיות, אופן ניהול התאגיד הפולני והוראות בדבר עבירות מניות. לפרטים נוספים אודות תחום הפעילות ראו נספח ז' לפרק זה. לפרטים נוספים אודות ההשקעה ב-Greenway ראו סעיף 1.5, 1.6 ו-1.12.7 לפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

16. הליכים משפטיים

16.1. ביום 1 בינואר 2024, הומצאה לקרן בקשה שהוגשה למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו, לאישור תביעה כתביעה נגזרת לפי סעיף 198 לחוק החברות, כנגד הקרן, חברת הניהול וכלל הדירקטורים בקרן. במסגרת הבקשה מעלה המבקש טענות בנוגע להליך אישורן ולתקפותן של עסקאות ההשקעה שביצעה הקרן בפאוורג'ן סולאר איי (סולגרין לשעבר) ("**ההשקעות בפאוורג'ן סולאר איי**"), אשר לטענתו יש לראות בהן "עסקאות עם בעל ענין" כמשמען בפרק החמישי לחלק השישי בחוק החברות, וכן טענות בקשר להפרת חובות שחלות על נושאי המשרה בקרן. עוד צוין בבקשה כי מתנהלים במקביל עוד שני הליכים נגזרים מול חברות אחרות, שבהם מתעוררת שאלה משפטית דומה בעיקרה לשאלה המשפטית אשר עולה בבקשה. במסגרת הבקשה המבקש מבקש סעדים שונים, שעיקרם פיצוי בגין הנזקים שנגרמו לכאורה לקרן בגין ירידת ערך ההשקעות בפאוורג'ן סולאר איי בסך נטען של כ-298 מיליוני ש"ח וכן השבת דמי הניהול בסך כ-17 מיליוני ש"ח בגינן. נכון למועד דוח זה, להערכת הנהלת הקרן על בסיס הערכת יועציה המשפטיים, ובשים לב לשלב המקדמי של ההליך, סיכויי הבקשה לאישור להתקבל מוערכים בפחות מ-50%.

16.2. לפרטים נוספים אודות הליכים משפטיים, ראו באור 12 לדוחות הכספיים.

17. סיכונים סביבתיים ודרכי ניהולם

17.1. תיאור הסיכונים הסביבתיים להם חשופה הקרן

לקרן קיימים סיכונים סביבתיים הנובעים מפעילות חברות הפורטפוליו שלה, אשר התממשותם עשויה להשפיע על הקרן, בין היתר במקרה של ירידה בשווי ההשקעה, או בהיבטי המוניטין שלה. לפרטים אודות הסיכונים הסביבתיים בפעילות חברות הפורטפוליו ראו סעיף 8 לנספח א' לפרק זה (ביחס ל-BlueGen), סעיף 9 לנספח ב' לפרק זה (ביחס לבון תור ומטרופולין), סעיף 10 לנספח ג' לפרק זה (ביחס ל-PowerGen), סעיף 12.2 לנספח ד' לפרק זה (ביחס לפורטרברוק) וכן סעיף 8 לנספח ו' לפרק זה (ביחס לחברות חלוקת הגז).

כחלק ממחויבותה של הקרן לעקרונות סביבה ואקלים, אימצה הקרן מדיניות השקעות אחראית, במסגרתה פועלת הקרן, בין היתר, לצמצום ההשפעה הסביבתית של פעילותה. כך, לצד ניטור ומעקב אחר טביעת הרגל הפחמנית של פעילותה, הקרן מקפידה על מדיניות "משרד ירוק" בפעילות השוטפת במשרדי המטה של הקרן, שכוללת בין היתר הימנעות משימוש בכלים חד-פעמיים בשגרת העבודה במשרד ; העברת 100% מפסולת הנייר המשרדית למחזור ; התקנת חסכמים ומערכות לצמצום וייעול צריכת המים ; הטמעת מערכת כיבוי חשמל מרכזית במשרדי הקרן המאפשרת לצמצם את צריכת החשמל ועוד.

כמו כן, פועלת הקרן לצמצום השפעות שליליות על איכות הסביבה, כגון זיהום אוויר, פסולת ושפכים מזהמים, וכן לקידום יעילות אנרגטית בחברות הפורטפוליו, והיא בוחנת את מוכנות נכסיה בפני שינויי אקלים ופיתוח עמידות וחסינות לנזקיהם האפשריים. לפרטים אודות מדיניות ההשקעות האחראית של הקרן ראו סעיף 17.2 להלן.

17.2. אסטרטגיית הקיימות של הקרן (ESG)

במהלך שנת 2022 אימץ דירקטוריון הקרן מדיניות השקעה אחראית, המשתלבת באופן סינרגטי באסטרטגיית הקרן ויעדיה העסקיים, לקידום מחויבותה לעקרונות סביבה ואקלים, חברה וממשל תאגידי, בהתאם לסטנדרטים הבינלאומיים בתחום, באופן שישקף את מחויבותה המתמשכת של הקרן לכלל מחזיקי העניין, בפרט עובדים, משקיעים, שותפים והקהילות בהן הקבוצה פועלת.

דירקטוריון הקרן והנהלתה מלווים את תהליך הטמעת ערכי ה-ESG במכלול תחומי הפעילות ובכלל נכסי הפורטפוליו. בכלל זאת, הקרן, יחד עם יועצי ה-ESG החיצוניים שלה, הדריכה את כלל חברות הפורטפוליו בעיקרי המדיניות של הקרן והמחויבות הנגזרת עליהם. הקרן בנתה מודלים מתאימים למדידה ודירוג של ניהול סיכוני ה-ESG בהשקעותיה, ובכלל זה, מילאו כלל חברות הפורטפוליו שאלונים רלוונטיים לצורך מעקב ומדידה בהתאם. מודל המדידה מאפשר לקרן למדוד על פי פרמטרים כמותיים ואיכותיים וברי השוואה את היבטי ה-ESG הרלוונטיים, הן בעת בחינת השקעות חדשות והן למען מדידה ושיפור לאורך זמן של פרמטרים אלו בחברות הפורטפוליו.

בחודש אוקטובר 2025 פרסמה הקרן את דוח ה-ESG השנתי שלה לשנת 2024, אשר נערך בהתאם לסטנדרטיים בינלאומיים מובילים ומקובלים. מתוצאות מודל המדידה לביצועי חברות הפורטפוליו לשנת 2024, עולה כי כל החברות שיפרו או שמרו על ציונן הכללי בהשוואה לשנת 2023.

כמו כן, בשנת 2022 נכנסה הקרן למדדי ESG מקומיים ובינלאומיים, שיתפה פעולה באופן מלא מול סוכנויות הדירוג ומדורגת מאז על בסיס שנתי על ידי GreenEye המקומית ו-S&P העולמית.

18. דיון בגורמי הסיכון

להערכת הנהלת הקרן, פעילות הקרן חשופה לגורמי הסיכון העיקריים הבאים:

18.1. גורמי סיכון מקרו-כלכליים

18.1.1. **מצב המשק בישראל** – ככלל, לתחומי התשתיות והאנרגיה קורלציה נמוכה יחסית למחזור המקרו כלכלי – הואיל ומרבית נכסי הקרן פעילים (ומגובים ברובם בהתקשרויות יציבות לטווח ארוך), קיימת חשיפה נמוכה באופן יחסי, להערכת הקרן, לתנודות במחזורי העסקים במשק. יחד עם זאת, לתקופות שפל ממושכות בפעילות המשק הישראלי עלולות להיות השפעה מהותית לרעה על פעילותה של הקרן.

כמו כן, פעילות הקרן עשויה להיות מושפעת משינויים בתקציב המדינה ומרמת הגירעון התקציבי. קיטון בתקציב

המדינה, או גידול בגירעון, עלולים להשפיע לרעה על הקצאת המשאבים לפרויקטים בתחומי התשתיות בכלל ובפרויקטי תשתית בהיקפים גדולים בפרט.

18.1.2. **שינויי אינפלציה, מדד, שערי חליפין וריבית** – פרויקטים בתחומי התשתיות הינם לרוב ארוכי טווח, ובהתאם, גם משך החשיפה לתנודות במדדים, בשערי חליפין ובשיעור הריבית במשק. המוטיבציה של המדינה ליצירת סביבה תומכת השקעה בתחום התשתיות הובילה ליצירת גדורים של סיכונים אלו באמצעות המנגנונים הבאים: (א) בפרויקטים רבים בתחום התשתיות מתאפשרת הצמדה לסל מדדים ומט"ח המשקף את הרכב ההוצאות לאורך חיי הפרויקט; (ב) המדינה נותנת ליזמים הגנה מפני שינויי ריבית הבסיס החל ממועד הגשת הצעת המחיר; (ג) ככלל, במקרים בהם לא מתקיימים מנגנוני ההגנה האמורים, חברות הפרויקט מרבות לבצע עסקאות גידור של שערי חליפין וריביות בסיס, וזאת לרוב כתנאי לסגירה פיננסית.

18.1.3. **מצב מדיני, פוליטי ובטחוני** – למצב הביטחוני והמדיני השפעה ישירה על המשק הישראלי, לרבות על ענף התשתיות. לפרטים אודות מלחמת חרבות ברזל ומבצע שאגת הארי והשפעתם על פעילות הקרן, ראו סעיף 9.1 לעיל.

ממשלת ישראל פועלת בשנים האחרונות לקידום שינויים מהותיים במערכת המשפט בישראל, הנתפסים אצל חלק מהציבור הישראלי כבעלי השפעה על היציבות הדמוקרטית והמשפטית של המדינה. הקרן סבורה כי השפעות אלו נוגעות גם לפעילותם התקינה של מוסדות וגופי הממשל בישראל ולסביבה הכלכלית הרחבה שבה פועלת הקרן. בתוך כך, חברות הדירוג הבינלאומיות המובילות, אשר הורידו את דירוג האשראי של מדינת ישראל בשנים 2023-2024, קבעו כי אחת מהסיבות לפגיעה בתחזית היא הערכות לסיכונים הנוגעים לחוסן המוסדי ולניהול הכלכלי במדינה.[31] המורכבות בזירה הפוליטית במדינת ישראל, על רקע המחלוקות כאמור, יוצרת חוסר ודאות ואי יציבות משפטית וכלכלית שעשויות להשפיע על פעילויות הקרן ולהקשות על פיתוח וביצוע פעילות התשתיות של הקרן.

כמו כן, מערכת היחסים של מדינת ישראל עם מדינות האזור עשויה להשפיע באופן משמעותי על ענף התשתיות. כינון יחסי שלום מאפשרים קידומם של פרויקטי תשתית בהיקפים משמעותיים, בעוד היעדר יציבות דיפלומטית עם המדינות השכנות, עלול למנוע פיתוח פרויקטים אזוריים בתחום התשתיות.

18.1.4. **שינויים במחירי ההון במשק** – שווי ההשקעות של הקרן נקבע בדרך כלל על ידי היוון תזרימי מזומנים לטווחים ארוכים בשיעור היוון ההולם את סיכון התזרים. עליות במחירי ההון, אשר נובעות הן מעליית ריבית הבסיס והן משינויים בפרמיית הסיכון המשקית והספציפית לענפים בהם פועלת הקרן, עלולות להשפיע על כדאיות עסקאות השקעה חדשות וכן לפגוע בערכן של ההשקעות בדוחות הכספיים.

18.1.5. **סיכוני סייבר** – הקרן נסמכת על שרתים ומערכות מידע בפעילותה. תקלות במערכות מידע וכשלים באבטחת המידע, לרבות על ידי פריצה למערכות המחשוב של הקרן, עלולים לגרום לשיבוש, פגיעה ואף אובדן של המידע ולפגוע בתפעול השוטף של המערכות התומכות בפעילות העסקית. לכך עלולות להיות עלויות בגין שיקום מערכות המידע. בנוסף, פגיעה מכוונת במערכות המידע של הקרן עלולה לגרום לזליגת מידע לגורמים לא מורשים, לפגיעה בשלמות המידע ואף לפגיעה בפעילותה העסקית של הקרן. הקרן פועלת למניעת כשלים במערכות המידע שלה, בין היתר, באמצעות הטמעת מנגנוני גיבוי ואבטחה, מנגנונים למניעת כשלים במערך המחשוב, בקרות פנימיות (לרבות ביקורת פנים, מבדקי חדירה וכיו"ב), ביקורת ותמיכה של נותני שירותים בתחום ולהעלאת רמת אבטחת לרבות ברמת העובד.

18.2. גורמי סיכון ענפיים

18.2.1. **שינוי בסדרי עדיפות לאומית** – מדיניות ממשלת ישראל הינה הגדלת ההשקעות בתחומי פעילות הקרן כבעלות עדיפות גבוהה ברמה הלאומית, והודות לכך מתאפשר מימוש מדיניות זו על ידה ביתר שאת. לשינויים בסדרי

31 Moody's Rating Action: https://ratings.moodys.com/ratings-news.

העדיפות הלאומית, אשר עשויים להיגרם ממספר סיבות, לרבות כתוצאה מאילוצים בטחוניים או פוליטיים עשויה להיות השפעה מהותית על השקעות חדשות בתחומי האנרגיה והתשתיות.

18.2.2. **חשיפה לרגולציה ולשינויים רגולטוריים** – תחום התשתיות הוא תחום עתיר רגולציה, והפעילות בו כרוכה בקבלת היתרים, אישורים, מכסות והסדרות מרגולטורים שונים. שינויים עתידיים ברגולציה עשויים להשפיע מהותית לרעה על פעילות ההשקעות של הקרן ועל פעילותם של נכסי הפורטפוליו.

18.2.3. **העדר סחירות הנכסים** – השקעותיה של הקרן הינן בחברות ובנכסים לא סחירים. קיים סיכון כי השקעות אלה לא תהיינה ניתנות למימוש בטווח הקצר בשל נסיבות שאינן תלויות בקרן, דבר העלול להשפיע על נזילות הקרן ועל יכולתה של הקרן לבצע מהלכי השקעה או חלוקה. הקרן פועלת כדי להבטיח, ככל הניתן, את מידת הנזילות המספקת לעמידה בהתחייבויותיה במועד בתנאים רגילים ובתנאי לחץ מבלי שייגרמו לה הפסדים בלתי רצויים או פגיעה במוניטין.

18.3. סיכונים ייחודיים לקרן

18.3.1. **גורמי הסיכון הפרטניים של נכסי הפורטפוליו, לרבות סיכונים סביבתיים** – נכסי הפורטפוליו של הקבוצה חשופים לסיכונים כמפורט בסעיפי גורמי הסיכונים בכל אחד מהנספחים לפרק זה, אשר התממשותם תשליך גם על תוצאותיה של הקרן. בכדי להתמודד עם הסיכון האמור, פועלת הקרן ליצור פורטפוליו השקעות מגוון, כמפורט בסעיף 3 לעיל.

18.3.2. **גיוסי הון וחוב בשוק ההון** – הקרן מממנת ועשויה לממן את פעילותה באמצעות גיוסי הון וחוב משוק ההון. הפעילות בשוק ההון נתונה לתנודתיות עקב השפעת גורמים פוליטיים, ביטחוניים, פסיכולוגיים וכלכליים, בארץ ובעולם, אשר לקרן אין שליטה ו/או השפעה עליהם. תנודות אלו משפיעות על שערי ניירות הערך הנסחרים בבורסה, וכן על היקף הפעילות של הציבור בשוק ההון. תנודות אלו עשויות להשפיע גם על הקרן ועל האפשרויות שיעמדו לרשותה לגיוס מימון נוסף במסגרת שוק ההון ולייקר את העלויות הכרוכות בגיוסי הון וחוב, ובעקיפין על רכישת נכסים נוספים, תוצאותיה העסקיות, יכולתה לעמוד ביעדיה העסקיים ובצפי התפתחותה.

18.3.3. **השפעה מוגבלת על ניהול נכסי הפורטפוליו וחשיפה לשותפים** – ביחס להחזקות הקרן בנכסי הפורטפוליו אשר אינן עולות כדי שליטה, יכולתה לנהל את אותם נכסים מוגדרת בהסכמי ההשקעה ובעלי המניות, כמפורט בסעיף 15 לעיל. כמו כן, לקרן חשיפה מסוימת לשותפיה בנכסים, ובנסיבות מסוימות אירועים שונים בשותף (כגון חדלות פרעון, הפרת דין וכיו"ב) עשויים להשפיע לרעה גם על נכס הבסיס וגם על הקרן עצמה.

18.3.4. **השקעה בנכסים** – השקעה בנכסים או בפרויקטים חדשים טומנת בחובה סיכונים הכרוכים, בין היתר, בכניסה לתחומי פעילות חדשים או משיקים לתחומים בהן פועלת הקרן וחברות הפורטפוליו שלה, העשויים לחשוף את הקרן לסיכונים חדשים שטרם התמודדה עמם. בתוך כך, בעת ביצוע השקעות בנכסים בתחום התשתיות חשופה הקרן גם לסיכונים מובנים בתחום, כמפורט בסעיף 18 זה ובגורמי הסיכון הפרטניים של נכסי הפורטפוליו בהתאם לסקטור בו הן פועלות. ההשקעות כאמור מבוססות על תשואות מוערכות מהנכסים או מהפרויקטים הרלוונטיים. במידה ויתממשו סיכונים מסוימים או שההערכות בקשר עם ההשקעות הללו לא תתממשנה במלואן, עלולה תשואת ההשקעה להיפגע.

בנוסף, השקעות אלה, כפופות, בין היתר, לתנאים מתלים, לאישורים רגולטוריים שונים ולאישורי מממנים. אי קבלת אישורים אלה עשויה לפגוע בהשלמת ההשקעה, לפגיעה בתשואות כאמור לעיל ולהאטה בקצב צמיחת פורטפוליו הקרן.

18.3.5. **תלות באנשי מפתח** – להערכת הקרן, קיימת לה תלות במייסדי הקרן – מר יוסף זינגר, יו"ר הדירקטוריון הפעיל, ובמר ארז בלשה, מנכ"ל הקרן ודירקטור. להערכת הקרן, אם יחדול מי מביניהם מכהונתו כנושא משרה בקרן, עשויה להיות לכך השפעה לרעה על עסקיה של הקרן. לפרטים ראו סעיף 8 לעיל.

18.3.6. **סיכוני הקמה ברמת נכסי הפורטפוליו** – חלק מנכסי הפורטפוליו עוסקות בהקמת מתקנים גדולים ומורכבים, כגון תחנות כוח, מתקני טיפול במים, מתקני פסולת, מרלו"גים וכיו"ב. הקמת מתקנים אלה טומנת בחובה סיכונים אשר מקורם, בין היתר, בעיכובים רגולטורים שונים (כגון עיכוב בקבלת היתר בניה או בקבלת צו

לתחילת עבודות) או עיכובים הנגרמים בשל תנאי שטח או בעיות שמתגלות אגב עבודת ההקמה. אי עמידה בלוחות הזמנים להקמת מתקן עלולה להוביל לחריגה מתקציב ההקמה של המתקן, הטלת קנסות בגין העיכובים, חילוט ערבויות במקרים מסוימים וקיצור תקופת ההנבה מהמתקן כפי שהוגדרה במסגרת המכרז להקמת המתקן. בנוסף, אי עמידת המתקן שהוקם בביצועים התפעוליים שהוגדרו בתוכנית להקמתו עלול להטיל על הקבלן פיצויים מוסכמים שהוגדרו במסגרת המכרז.

הערכת הנהלת הקרן לגבי מידת ההשפעה של גורמי הסיכון עליה:

	מידת ההשפעה של גורם הסיכון על הקרן		
	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון מקרו-כלכליים			
מצב המשק בישראל		X	
שינויי אינפלציה, מדד, שערי חליפין וריבית		X	
מצב מדיני, פוליטי ובטחוני			X
שינויים במחירי ההון במשק		X	
סיכוני סייבר			X
גורמי סיכון ענפיים			
שינוי בסדרי עדיפות לאומית		X	
חשיפה לרגולציה ולשינויים רגולטוריים	X		
העדר סחירות הנכסים			X
סיכונים ייחודיים לקרן			
גורמי הסיכון הפרטניים של נכסי הפורטפוליו		X	
גיוסי הון וחוב בשוק ההון	X		
השפעה מוגבלת על ניהול נכסי הפורטפוליו וחשיפה לשותפים			X
השקעה בנכסים		X	
תלות באנשי מפתח	X		
סיכוני הקמה ברמת נכסי הפורטפוליו	X		

הערכת הקרן בדבר גורמי הסיכון לעיל ובכלל זה מידת ההשפעה של גורמי הסיכון על הקרן כוללת מידע צופה פני עתיד, המבוסס על אינפורמציה הקיימת בקרן נכון למועד זה אשר כוללת הערכות וכוונות של הקרן. מידע זה נסמך, בין היתר, על הערכות המבוססות על מגמות השינוי הקיימות בשוק ההון בישראל, על המצב המקרו-כלכלי בישראל ועל מגמות השינוי הקיימות בענף התשתיות בישראל בשנים האחרונות ועל ההתפתחויות הצפויות בו הכוללות, בין היתר, שינויי חקיקה מהותיים ושינויים בעלויות הקמה. לפיכך, השפעת הגורמים האמורים עשויה להיות שונה באופן מהותי מזה שנחזה כאמור, אם הערכות הקרן לא תתממשנה וזאת כתוצאה ממספר רב של גורמים, לרבות חשיפה בעתיד לגורמי סיכון נוספים אשר, אם יתממשו, עשויים להשפיע על הקרן.

נספח א' – תיאור עסקי הקרן בתחום הסביבה

פעילות הקרן בתחום הסביבה מתבצעת באמצעות החזקתה ב-80.01% מהון מניותיה של בלוג'ן בע"מ ("**BlueGen**"), כאשר יתרת הון מניות BlueGen (19.99%) מוחזקות על ידי חברות מקבוצת מגדל חברה לביטוח בע"מ ("**קבוצת מגדל**").

שווי החזקות הקרן ב- BlueGen ליום 31 בדצמבר 2025 הינו 1,110,725 אלפי ש"ח. לפרטים נוספים אודות השקעת הקרן ב-BlueGen ושוויה, ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון).

1. פעילות BlueGen ותיאור התפתחות עסקיה

1.1. פעילות BlueGen כוללת את זרוע הפסולת וזרוע המים, וכן פעילות הכימיקלים, כמפורט להלן:

1.1.1. זרוע הפסולת – BlueGen פועלת בתחום הפסולת לאורך כל שרשרת הערך: איסוף, טיפול, מיון, מחזור, הטמנה והשבה. נכסים אלה כוללים פרויקטי טיפול בפסולת בזכיינות הנמצאים בשלבי הקמה, וכן מתקנים פעילים ובהקמה לטיפול ומחזור פסולת. במסגרת זו, מחזיקה BlueGen ב-50% בפרויקט במתחם השפד"ן למיון ומחזור פסולת עירונית במסגרת הסכם BOT[1] ("**סמארט וויסט**"), אשר צפוי להתחיל לפעול ברבעון הרביעי של שנת 2026, ב-50% בזכויות לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול בפסולת אורגנית באתר דיה במסגרת הסכם DBOT ("**דיה**"), אשר הקמתו צפויה להסתיים ברבעון השלישי של שנת 2027, וכן ב-45.5%[2] בפרויקט להקמה, הפעלה ותחזוקה של מתקן השבת אנרגיה מפסולת (Waste To Energy) ("**WTE**"), בנאות חובב בו זכתה לאחרונה. כמו כן, פעילות BlueGen מתבצעת גם במתקני קצה, באמצעות החזקתה[3] ב-50% ממתקן פעיל למיון פסולת עירונית בעטרות, המטפל בכל הפסולת של העיר ירושלים וסביבתה ("**מתקן גרין נט**"), בזכויות לתכנון, הקמה והפעלה של מתקן מיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בשטח תחנת המעבר בחירייה וכן בשבעה מתקנים נוספים למיון, טיפול ומחזור פסולת (אחד מתוכם בתכנון ולקראת הקמה).[4] בנוסף פועלת BlueGen בתחום טיפול ביולוגי בקרקעות מזוהמות ובוצות תעשייתיות. במסגרת תחום זה, פועלת זרוע הפסולת של BlueGen להשתתפות גם במכרזי זכיינות צפויים לפרויקטי PPP בתחום הטיפול בפסולת.

יצוין, כי פעילות זרוע הפסולת של BlueGen צפויה לעבור ל-BlueGen Waste Management Ltd ("**BlueGen Waste**"), חברה אשר תהיה בשליטת BlueGen עם שיעור החזקה של 70%, וזאת עם השלמת עסקה להקמת זרוע הפסולת יחד עם קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ ("**YSB**"), כאשר בסמוך להשלמת הקמת זרוע הפסולת כאמור, צפויה להיות מושלמת עסקת השקעה של לאומי פרטנרס בע"מ ("**לאומי פרטנרס**") בזרוע הפסולת. לפרטים נוספים אודות פעילות זרוע הפסולת ראו סעיף 3 להלן.

1.1.2. זרוע המים וחטיבת ה-EPC – נכסי BlueGen בזרוע המים כוללים את מתקן ההתפלה בפלמחים, בו היא מחזיקה ב-51% מהזכויות במסגרת הסכם BOO, ואשר מנוהל על ידה בהיותה השותף הכללי ("**מתקן ההתפלה בפלמחים**"), את מתקן ההתפלה באשדוד, אשר החל לפעול באופן מלא במהלך שנת 2025 לאחר השלמת עבודות שיפוץ ושדרוג, בו היא מחזיקה ב-50% מהזכויות במסגרת הסכם BOT ("**מתקן ההתפלה באשדוד**"), לרבות תחנת כוח המוקמת בחצרו, אשר להערכת BlueGen הפעלתה צפויה במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2026, וכן פועלת להקמת מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים באזור תעש רמת השרון. במסגרת פעילות חטיבת ה-EPC, הנדסה ותשתיות, פועלת BlueGen לתכנון והקמה של מתקן להתפלת מי ים סבחה ד' בעיר אילת, וכן פועלת לתכנון, הקמה, תפעול ובעלות במתקני טיפול במים וטיהור שפכים, רובם בבעלות צדדים שלישיים, ומבצעת פרויקטים בסגמנטים שונים בתחום התשתיות, המים והשפכים במגוון רחב של תחומים ופעילויות ולמגוון רחב של לקוחות.

במסגרת תחום זה, פועלת BlueGen להשתתפות במכרזי זכיינות צפויים לפרויקטי PPP בתחום המים והשפכים וכן מקימה ומתפעלת פרויקטים מורכבים בתחומי המים, השפכים והפסולת. לפרטים אודות תחום פעילות זה ראו סעיף 4 להלן.

---

1 לתיאור סוגי הפרויקטים העיקריים בישראל בתחום התשתיות ומאפייניהם, ראו סעיף 9.6 לפרק ב' (תיאור עסקי הקרן) לעיל.
2 במישרין 36.5% ובעקיפין באמצעות החזקתה בדקל תשתיות (2001) בע"מ ("**דקל תשתיות**") 9%.
3 באמצעות דקל תשתיות.
4 באמצעות ק.מ.מ מפעלי מיחזור בע"מ ("**קממ**").

1.1.3. כמו כן, ל-BlueGen פעילות נוספת בתחום הכימקלים לתעשיה, כמפורט בסעיף 5 להלן.

1.2. BlueGen היא חברה מובילה בתחומי פעילותה, הן מבחינת היקפי פעילות והן מבחינת מקצועיות.

בתחום הטיפול בפסולת, צפוי נתח השוק של המתקנים בהם מחזיקה זרוע הפסולת (לרבות סמארט וויסט (עם השלמת הקמתו), מתקן גרין נט, חירייה והמתקנים הנוספים למיון, טיפול ומחזור פסולת), לעמוד על כ-20% מתוך כלל שוק הפסולת העירונית המוצקה, כאשר בתחום איסוף ומחזור נייר וקרטון באופן פרטני, עומד נתח השוק של BlueGen על כ-30%.

בשוק התפלת המים, מוערך נתח השוק של BluGen בכ-12%, כאשר תפוקת הייצור של מתקני ההתפלה בהם BlueGen מחזיקה, מתוך כלל תפוקת מתקני התפלת מי הים בישראל, נכון למועד פרסום הדוח, עומד על כ-23%.[5] בשוק הטיפול במים והשפכים, BlueGen היא שחקן One Stop Shop הפועלת בארץ ובחו"ל, למתן פתרונות לתחומי הזרמים לתעשייה, לרבות טיפול במי גלם והפיכתם למי מוצר (באמצעות סינון והתפלה) וטיפול נוסף בזרם החוזר של השפכים התעשייתיים לשימוש נוסף, בין היתר, בתחנות כוח, מפעלים פטרוכימיים, מפעלי מזון ומשקאות ופארמה. למיטב ידיעת BlueGen, בישראל פועלים מספר מצומצם יחסית של גורמים בעלי ידע ויכולות מקצועיות בתחומי המים והשפכים, דבר המקנה לה יתרון, ופוטנציאל לתפוס נתח משמעותי בצמיחה המקומית הקיימת בתחומים אלו. בנוסף, מפעילה BlueGen מערכי מכירות באירופה ובאמריקה הלטינית, במטרה להגדיל את פעילותה בתחום הטיפול במים ובשפכים לתעשייה.

2. <u>מידע כספי</u>

לתמצית נתונים כספיים של BlueGen לפי תחומי פעילות, וכן נתונים נוספים ברמת BlueGen בכללותה, ראו בדוח הדירקטוריון, בפרק א' לדוח זה.

3. <u>תחום פעילות זרוע הפסולת</u>

3.1. <u>הקמת זרוע הפסולת והשקעה בזרוע הפסולת</u>

ביום 18 בדצמבר 2025 התקשרו BlueGen ו-YSB[6] במערך הסכמים מחייב להקמת זרוע הפסולת ("**עסקת הקמת זרוע הפסולת**"), וזאת בהתאם לחזונה של הקרן לארגן מחדש את פעילות הפסולת שלה בזרוע ייעודית, אינטגרטיבית ואחודה, אשר תייצר יתרון לגודל, תהיה בעלת נוכחות שוק חזקה, תאפשר סינרגיות תפעוליות ובכך תשמש פלטפורמה להתפתחות וצמיחה בתחום הטיפול בפסולת, אשר להערכת BlueGen, בשל תהליכים והתפתחויות בתחום בישראל, צפוי לצמוח באופן משמעותי בשנים הקרובות. במסגרת זו, ביום 26 בפברואר 2026 התקשרה BlueGen עם לאומי פרטנרס בהסכם מחייב להשקעה בזרוע הפסולת, לפיו תרכוש לאומי פרטנרס 15% מהון מניותיה של BlueGen Waste ("**עסקת לאומי פרטנרס**" וביחד עם עסקת הקמת זרוע הפסולת: "**העסקאות**"). עם השלמת העסקאות (אשר צפויות להיות מושלמות שתיהן בסמיכות), תהיה BlueGen בעלת השליטה ב-BlueGen Waste עם שיעור החזקה של 70%.

עם השלמת העסקאות, BlueGen Waste תרכז תחתיה את כלל נכסי BlueGen ו-YSB בזרוע הפסולת, כמפורט בסעיף 1.1.13.2.6[7] ("**נכסי הזרוע**"), ויכנס לתוקפו הסכם בעלי מניות בין BlueGen, YSB ולאומי פרטנרס, אשר כולל הוראות מקובלות בעסקאות מסוג זה. על פי תנאי עסקת הקמת זרוע הפסולת, תעביר BlueGen ל-YSB סך במזומן של 70 מיליון ש"ח, כפוף להתאמות. בנוסף, תינתן ל-BlueGen אופציית Call לרכישת יתרת החזקות YSB בזרוע הפסולת במחיר של 227 מיליון ש"ח, ול-YSB תינתן אופציית Put למכירת החזקותיה בזרוע הפסולת ל-BlueGen במחיר של 207 מיליון ש"ח ("**האופציות**"), כשהמחירים האמורים כפופים להתאמות בגין חלוקת דיבידנד. האופציות תהיינה ניתנות למימוש בתקופות שנקבעו במהלך השנים 2027 ו-2028.

לפרטים נוספים אודות עסקת הקמת זרוע הפסולת, ראו דוח מיידי מיום 21 בדצמבר 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-101333), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

---

5 על בסיס 100% תפוקת מתקני ההתפלה פלמחים ואשדוד, ולא כולל מתקן ההתפלה גליל מערבי המצוי בהקמה.

6 אשר נכון למועד דוח זה ובטרם השלמת עסקת הקמת זרוע הפסולת, מחזיקים, בחלקים שווים עם BlueGen, בדקל תשתיות, המחזיקה בנכסים בתחום הפסולת, כפי שיפורט בנספח זה להלן.

7 כאשר העברת הזכויות ב-WTE ל- BlueGen Waste כפופה לקבלת אישורים בהתאם לתנאי מכרז WTE.

על פי תנאי עסקת לאומי פרטנרס, תרכוש לאומי פרטנרס 15% מהונה המונפק והנפרע של BlueGen Waste, בתמורה להשקעה בהיקף כולל של כ-168 מיליון ש"ח, מתוכם כ-63 מיליון ש"ח "כסף פנימה". השלמת עסקת לאומי פרטנרס כפופה לתנאים מתלים, שעיקרם, קבלת רולינג מרשות המסים, אישורי צדדים שלישיים והשלמת העסקה להקמת זרוע הפסולת.[8] השלמת העסקאות צפויה להתקיים בשבועות הקרובים.

לפרטים נוספים אודות עסקת לאומי פרטנרס, לרבות פרטים אודות התאמות לסכום התמורה, ומנגנון אפסייד במקרה של אירוע הוני בשנתיים שלאחר השלמת הסכם ההשקעה, ראו דיווחים מיידיים מימים 29 באוקטובר 2025 ו-26 בפברואר 2026 (מס' אסמכתאות: 2025-01-081168 ו- 2026-01-018089, בהתאמה), הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

המידע האמור לעיל בנוגע לזרוע הפסולת, לרבות אודות הערכת הקרן בדבר הצמיחה הצפויה בשוק הפסולת בישראל בשנים הקרובות, וכן המידע ביחס להשלמת העסקאות, לרבות מועד השלמתן, ובדבר הערכותיה של הקרן בנוגע לפוטנציאל הקיים בזרוע הפסולת להצפת ערך, הינו מידע צופה פני עתיד כהגדרת מונח זה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("מידע צופה פני עתיד"), אשר עשוי שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהותית מהאמור לעיל, וזאת בין היתר, בכפוף להשלמת העסקאות, וכן בשל גורמים שאינם בשליטת BlueGen או הקרן. נכון למועד דוח זה, אין כל ודאות כי יתקיימו התנאים המתלים להשלמת העסקאות, וזאת בין היתר, בשל גורמים שאינם בשליטת הקרן ו/או אינם ידועים לה או ל-BlueGen.

3.2. מידע כללי על תחום הפעילות

3.2.1. כללי

תחום הפסולת בישראל הינו תחום בעל פוטנציאל משמעותי להתרחבות, שכן מדינת ישראל נמצאת בו בפער משמעותי ביחס למדינות רבות בעולם המערבי, כאשר תשתיות הטיפול בפסולת בישראל יחד עם הרגולציה בנושא אינן מספקות. מזה שנים רבות מדינות אלה ממחזרות למעלה מ-50% מכלל הפסולת, מעורבת ומופרדת במקור (וחלקן אף חצו את ה-80%), בעוד ישראל עמדה בשנת 2024 על שיעור מחזור של כ-24.4% (ירידה גם לעומת שנת 2023, בה עמד שיעור המחזור על 25.6%).[9] כמו כן, ביחס להטמנה, כ-35% מהפסולת במדינות ה-OECD באירופה נשלחת להטמנה[10] לעומת כ-75% בשנת 2024[11] בישראל מכלל הפסולת המעורבת, זאת בעוד כמות הפסולת לנפש גדלה משנה לשנה. משכך, הנהיג המשרד להגנת הסביבה בשנים האחרונות אסטרטגיה לטיפול בפסולת, שעקרונותיה הם הגדלת ההפרדה במקור, הפחתת כמות הפסולת המיוצרת, טיפול ב-100% מהפסולת הנאספת, והגדלת שיעור הפסולת הממוחזרת (על חשבון הפסולת המוטמנת).

בחודש מרץ 2024 התקבלה החלטת המועצה הארצית לתכנון ובנייה, לפיה בהתאם לצרכי המשק נדרשים כ-36 מתקני קצה (קרי מתקני השבה, הטמנה, מיון וטיפול).[12]

במסגרת החלטות ממשלה מיום 31 באוקטובר 2024 ומיום 4 בדצמבר 2025 בעניין אסדרת משק הפסולת כמשק מתקדם ומיגור הפשיעה וההון השחור בתחום[13], הוקם צוות בין משרדי שיגבש עקרונות לחקיקה לאסדרת משק הפסולת, במטרה להביא לייעול ניהול משק הפסולת לצורך שיפור רציפות ואמינות מתן שירותי הטיפול או סילוק פסולת, הפחתת כמות הפסולת המוטמנת ושיפור אופן הטיפול בה בהתאם למקובל במדינות מתקדמות וכן על מנת לצמצם את הפשיעה בתחום ולשפר את התחרותיות באמצעות אסדרת משק הפסולת כמשק סגור, מפוקח ומנוהל ברמה הארצית.

8 אישור רשות התחרות בגין העסקה להקמת זרוע הפסולת התקבל ביום 4 בפברואר 2026.

9 המשרד להגנת הסביבה – נתוני הפסולת בישראל, מחזור בישראל, עודכן לאחרונה ביום 15 בדצמבר 2025.

10 משרד האוצר - התכנית הכלכלית לשנת 2025 – התכנית הכלכלית לשנת 2025 - שינויים מבניים, מחודש אוקטובר 2024 ("**טיוטת התכנית הכלכלית 2025**").

11 הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה - פסולת שנאספה ברשויות המקומיות 2014-2024 ("**פרסום למ"ס בענין פסולת שנאספה**"), ומסמך עיקרי תוכניות העבודה לשנת 2024 – משרדי הממשלה ויחידות הסמך שפורסם ביום 14 באפריל 2024 ("**מסמך עיקרי תוכניות העבודה**").

12 הודעת המשרד להגנת הסביבה – "המשרד להגנת הסביבה הציג היום במועצה הארצית לתכנון ולבנייה את התקדמות האסטרטגיה לטיפול בפסולת" שפורסמה ביום 5 במרץ 2024.

13 החלטת ממשלה מס' 2284 מיום 31 באוקטובר 2024 - אסדרת משק הפסולת כמשק מתקדם ומיגור הפשיעה וההון השחור בתחום ותיקון החלטות ממשלה, וכן החלטת ממשלה מס' 3588 מיום 4 בדצמבר 2025 - אסדרת משק הפסולת בישראל ותיקון החלטת ממשלה.

3.2.2. בחודש דצמבר 2020 הציג המשרד להגנת הסביבה תכנית אסטרטגית[14] ("**התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה**" או "**התכנית האסטרטגית**"), הקובעת יעדים, אשר עודכנו במהלך שנת 2024, למיון 100% מהפסולת, להורדת שיעור ההטמנה ל-65%, למחזור 51% מהפסולת ולעלייה בשיעור הפסולת המעורבת שתעבור מחזור והשבה לאנרגיה (מכלל הפסולת המיוצרת) ל-35% וכל זאת, עד לשנת 2030. התכנית האסטרטגית מגדירה כיעד את הפיכת כלכלת מדינת ישראל לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולת עד שנת 2050, וזאת, בתמצית, באמצעות טיפול במקטע הפנים-עירוני (הכולל הפרדה במקור לפסולת אורגנית, חומרים מתמחזרים יבשים ופסולת שיורית) והחוץ-עירוני (הכולל העברת סוגי הפסולת השונים למתקן הטיפול המתאים), כפי שיפורט להלן.

לצורך קידום היעדים האמורים, בשנים האחרונות, מקדם המשרד להגנת הסביבה מדיניות ברורה בנוגע לפסולת שאינה ניתנת למחזור, מהטמנה למעבר מלא לפתרון של שריפת פסולת וייצור אנרגיה. במסגרת זו, פרסם המשרד מכרז להקמה, הפעלה ותחזוקה של מתקן השבת אנרגיה מפסולת (WTE, Waste To Energy), הראשון מסוגו בישראל, בנאות חובב, אשר כולל מתקן למיון פסולת עירונית שאינה ניתנת למִחזור, בו זכתה בחודש פברואר 2026 BlueGen, יחד עם שפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ ("**שפיר**") ודקל תשתיות, כמפורט בסעיף 3.2.6א(3) להלן. כמו כן, למיטב ידיעת BlueGen, מתכנן המשרד להגנת הסביבה לפרסם מספר מכרזי WTE נוספים, לרבות בירושלים ובמועצה אזורית תמר.

3.2.3. <u>מבנה תחום הפעילות ושינויים שחלו בו</u>

(1) בשנת 2024, נאספו ברשויות המקומיות בישראל כ-6.383 מיליון טונות[15] פסולת מוצקה (פסולת ביתית, מסחרית וגזם), אשר הועברה למחזור והשבה. בשנים האחרונות חלה עליה קבועה בכמות הפסולת הנאספת (בעשר השנים האחרונות עלתה כמות הפסולת בכ-28.8%[16]), הנובעת מגידול האוכלוסייה ומגידול בכמות הפסולת לנפש ליום (שעלתה בעשור האחרון בכ-6.6%). על פי הערכות המשרד להגנת הסביבה, כמות הפסולת העירונית תעלה ותגיע בשנת 2030 לכ-7.5 מיליון טונות.[17]

(2) נכון למועד זה, הטיפול בפסולת מוצקה כולל 5 רמות אפשריות:

1) <u>הפחתה במקור</u> – הפחתת כמות הפסולת לפני כניסתה לזרם הפסולת.

2) <u>שימוש חוזר</u> – לצורך אותה מטרה שלשמה נוצרו (לדוגמה: בקבוקים ומוצרי יד שניה).

3) <u>מיון, טיפול ומחזור</u> – שלב זה כולל מספר אפשרויות, כדלקמן:

- **תחנות מעבר** –אתרים אליהן מופנית פסולת באופן זמני, וממנה מועברת לתחנתה הסופית. בישראל קיימים מספר סוגים של תחנות מעבר עבור פסולת עירונית מעורבת, פסולת יבשה, פסולת בניין ופסולת גושית וגזם. ברובן המוחלט של תחנות מעבר אלה הפסולת ממוינת ברמה בסיסית ביותר (לדוגמה, חילוץ מתכות בלבד) ומרביתה מועברת להטמנה (כמפורט להלן). יצוין, כי תחנות המעבר אינן עומדות בקנה אחד עם התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה, כמפורט להלן. BlueGen מפעילה תחנות מעבר לפסולת מעורבת, בראשון לציון, ובחירייה[18]. לפרטים ראו סעיפים 3.2.6ב(2) ו-(3), בהתאמה.
- **מתקני מיון** – מתקנים מתקדמים אלה קולטים פסולת מעורבת וכן פסולת שנאספה בדרגות שונות של הפרדה ומבצעים תהליכי מיון לתוצרים שונים, המיועדים למחזור ו/או להשבה. נכון למועד דוח זה, מתקנים אלו בישראל הינם ספורים, אולם התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה, המפורטת להלן, תומכת במעבר למתקנים אלה לצד סגירת תחנות המעבר. במסגרת חוליה זו, מחזיקה BlueGen, בין היתר, במתקן סמארט וויסט שנמצא

14 המשרד להגנת הסביבה – אסטרטגיה למשק פסולת בר קיימא 2021-2030 מחודש דצמבר 2020.
15 פרסום למ"ס בענין פסולת שנאספה, ראו הערת שוליים 11.
16 פרסום למ"ס בענין פסולת שנאספה, ראו הערת שוליים 11.
17 התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה, ראו לעיל ה"ש 14.
18 באמצעות קמם ודקל תשתיות בהתאמה.

בשלבי הקמה, ובמתקן גרין נט, לפרטים נוספים ראו סעיפים 3.2.6(א)(1) ו-3.2.6(ב)(1) להלן, בהתאמה. בנוסף, בחודש אוגוסט 2024, זכתה BlueGen[19], במכרז להקמת מתקן מיון פסולת מעורבת בחירייה, אשר צפוי לטפל בכ-380 אלף טון פסולת בשנה, לפרטים נוספים ראו סעיף 3.2.6(ב)(2) להלן. במתחם תחנת המעבר בראשון לציון, BlueGen[20] מפעילה קו למיון אריזות עבור תאגיד תמיר, וכן מקימה מתקן מיון בחירייה למיון פסולת אריזות, לפרטים נוספים ראו סעיף 3.2.6(ב)(3) להלן.

- **קליטה וטיפול בפסולת הממוינת במפעלי המחזור** – זרמי הפסולת הממוינת (בין אם מוינו על ידי משקי הבית במקור ובין אם במתקני המיון), מועברים לטיפול מקדים במפעלי מחזור שונים המטפלים בזרמי הפסולת ומייצרים מהם חומרי גלם שונים לשימוש חוזר במוצרים אחרים. קיימים מפעלים למחזור נייר, קרטון, פסולת אלקטרונית, זכוכית, פלסטיק, צמיגים ופסולת בנין. יצוין, כי המשרד להגנת הסביבה תומך בהקמת מפעלי מחזור, בהגברת הביקושים למוצרים מחומרי גלם ממוחזרים ובמפעלים התומכים בתעשייה זו. BlueGen מחזיקה במתקני קליטה וטיפול בפסולת הממוינת בתחומים הבאים: נייר וקרטון במפעלים בראשון לציון וניצני שלום; מיכלי משקה מפלסטיק בשני מפעלים;[21] וצמיגים במפעל בבאר שבע[22] (לפרטים נוספים ראו סעיף 3.2.6(ג)(3)) להלן.

- **מתקני טיפול בפסולת אורגנית** – מתקני קצה לטיפול בפסולת אורגנית, שנועדו לטפל בחומר הפריק ביולוגית המגיע ממתקני מעבר ומיון פסולת. במסגרת חוליה זו, מקימה BlueGen[23] מתקן לטיפול בפסולת אורגנית באתר דיה שבמועצה האזורית אשכול, בגין זכייתה במכרז כמפורט בסעיף 3.2.6(א)(2) להלן.

  למיטב ידיעת BlueGen, המשרד להגנת הסביבה הקצה כ-1.8 מיליארד ש"ח לשם הקמת מתקנים אזוריים לטיפול בפסולת אורגנית, ובחודש דצמבר 2023, הגיעו המשרד להגנת הסביבה ומשרד האוצר לסיכום תקציבי לפיו המשרד להגנת הסביבה יתוקצב בהרשאה להתחייב לפי קצב ביצוע בפועל ב-2 מיליארד ש"ח (כלומר, כספים בסכום זה שיאפשרו למשרד אשראי ובטוחות מדינה להתחייב על ביצוע מיזמים ולשלם כפוף לביצוע) על בסיס הכנסות עתידיות בין השנים 2024-2030. סיכום זה, ככל שייצא לפועל, יהווה חלק מתוכנית להקמת מתקנים מתקדמים לטיפול בפסולת, כאשר המשרד להגנת הסביבה, מקדם ומלווה תכנון והקמה של לפחות 50 מתקנים למיון וטיפול בפסולת: 16 מתקני מיון, 19 מתקני טיפול בפסולת אורגנית ו-15 מתקני השבה לאנרגיה.[24]

4) <u>השבה</u> – שאריות פסולת שאינן בנות מחזור משמשות להפקת אנרגיה בטכנולוגיות שונות. מתקני הפקת אנרגיה מנצלים את האנרגיה שבפסולת לייצור חשמל, קיטור ולשילוב ביניהם. בישראל פועל מתקן אחד מרכזי להפקת דלק מעובד מפסולת מעורבת (RDF). במסגרת התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה נקבע כי יש לצמצם את ההשבה עד כמה שאפשר, ולקדם הקמת תשתית להשבת אנרגיה מפסולת שאריתית בלבד, תוך קביעת היטל שריפה. בהמשך לכך, פורסם מכרז WTE, בו זכתה BlueGen ביחד עם דקל תשתיות ושפיר, כמפורט בסעיף 3.2.6(א)(3).

5) <u>הטמנה</u> – הטמנת הפסולת נמצאת בעדיפות אחרונה בהיררכיית הטיפול בפסולת בשל עלותה הסביבתית הגבוהה. נוכח הערכת BlueGen, לפיה היקף הפסולת המיועדת להטמנה מדי שנה

19 באמצעות גרין דקל טי.אל.וי. בע"מ המוחזקת על ידי דקל תשתיות.
20 באמצעות חברה בת של קממ.
21 באמצעות חברה נכדה של קממ, סייקל כלכלה מעגלית למכלי משקה בע"מ ("**סייקל**").
22 באמצעות חברה בת של קממ.
23 באמצעות דקל דיה בע"מ המוחזקת על ידי דקל תשתיות.
24 כאשר על פי עמדת מבקר המדינה, רק חלק מיוזמות המשרד יבוצעו בפועל, בין השאר עקב קשיים בתהליך התכנון. ראו מרכז המחקר והמידע של הכנסת, פתרונות קצה לפסולת עירונית בישראל – רקע ושאלות לדיון – עדכון מיום 3 בפברואר 2026.

הינו כ-5 מיליון טון,[25] ולאור זאת שיתרת הנפח המיועד להטמנה במרכז הארץ מספיק לכשנתיים בלבד (תחת הערכת BlueGen כאמור), הטמנה עתידית תהא כרוכה בהובלת הפסולת למרחקים ארוכים, שכן עתודת נפח ההטמנה נמצאת בעיקר באתר אפעה שבמישור רותם בנגב.

(3) החזון העומד בבסיס התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה הינו הפיכת כלכלת מדינת ישראל עד שנת 2050 מכלכלה לינארית לכלכלה מעגלית השואפת לאפס פסולות, בהתבסס על שלוש מטרות מרכזיות:

1) מניעת ייצור פסולת במקור והפחתת ייצור הפסולת לנפש;
2) הפיכת פסולת למשאב תוך ייעול השימוש במשאבים ומיצוי פוטנציאל השימוש בפסולת;
3) הפחתת ההשפעות הסביבתיות השליליות של שרשרת הטיפול בפסולת.

השגת המטרות האמורות, ובפרט בכל הקשור להפיכת הפסולת למשאב, תתאפשר, בין היתר, באמצעות חובת הפרדה במקור של זרמי הפסולת, וקידום מחזור של זרמי חומרים כגון פלסטיק, מתכת, נייר, זכוכית ופסולת אלקטרונית, הן באמצעות קביעת יעדי מחזור והן באמצעות שיפור תשתית ההפרדה של הפסולת ברשויות המקומיות, לדוגמה ברמת נגישות של התושבים לכלי אצירה לאיסוף זרמי פסולת שונים. בנוסף, על פי התכנית האסטרטגית, יש לפעול להקמת תשתית מלאה של מתקני מיון בפריסה ארצית, להטיל מגבלות על הטמנה, לעדכן ולהרחיב את הרגולציה בענין אחריות יצרן לזרמי פסולת ולתמוך בפיתוח תעשיית המחזור באמצעות תמיכה בהשקעות הון להקמת מפעלי מחזור ופיתוחם, תמיכה במו"פ יישומי ועידוד השימוש בחומר ממוחזר.

בתכנית האסטרטגית נקבעה סכמת טיפול מטרופוליני במקטעים הפנים עירוני והחוץ עירוני, כאשר במקטע הפנים עירוני יוצבו שלושה סוגי פחים בפתח הבית או הבנין (פח חום לפסולת אורגנית, פח כתום למגוון חומרים מתמחזרים ופח ירוק לפסולת שיורית), ובנוסף יוצבו פחי מחזור ייעודיים נוספים (למשל נייר וקרטון, זכוכית, טקסטיל וכו') במרחקים שונים מבתי המגורים. לאחר איסוף הפחים השונים, הפסולת תשונע ליעדים שונים בהתאם לתכולת פחי המחזור, כאשר החומרים המתמחזרים ישונעו למתקני מיון, שם הם יופרדו לזרמים שונים: החומרים המתמחזרים יועברו למפעלי מחזור בישראל ובחו"ל, והחומרים הנחותים (שאינם מתמחזרים) יחולצו ויועברו להשבה (בעדיפות) או להטמנה.

למיטב ידיעת BlueGen, יישום התכנית האסטרטגית נתקל בקשיים, וזאת בין היתר כל עוד לא נקבעו ופורסמו תכנית סדורה וקביעת סדרי עדיפויות ליישומה, אופן השימוש בכספי הקרן לשמירת הניקיון (ראו ס"ק (4) להלן), ובעיקר – מערך פעולה וחלוקת האחריות והאמצעים ליישום התכנית בין השלטון המרכזי לשלטון המקומי.

(4) מכוח חוק שמירת הניקיון, התשמ"ד-1984 הוקמה הקרן לשמירת הניקיון, אשר נועדה לרכז אמצעים כספיים לשמירה על איכות הסביבה ולצמצום ההטמנה של פסולת ובכלל זה שמירה על הניקיון, מניעת השלכת פסולת וטיפול בפסולת, מחזור ומניעת מפגעים. עיקר הכנסות הקרן לשמירת הניקיון, כ-500 מיליון ש"ח בשנה, מקורן בהיטל ההטמנה, והן אמורות לשמש, בין היתר, לפיתוח, הקמה וייעול של אמצעים חלופיים להטמנת פסולת שפגיעתם בסביבה פחותה מזו של ההטמנה. הקרן לשמירת הניקיון מוציאה לפועל את מטרותיה על ידי קולות קוראים ומכרזים, כדוגמת קול קורא רב שנתי שפרסמה הקרן לשמירת הניקיון בשנת 2021, לתמיכה בהקמה, בשדרוג ובהפעלה של מתקני טיפול בחומר אורגני מפסולת עירונית, בתקציב של עד 600 מיליון ש"ח. על פי טיוטת התכנית הכלכלית 2025 (ראו הערת שוליים 10), מוצע כי כספי קרן הניקיון יתמכו במתקני פסולת לייצור אנרגיה ביוזמת השוק הפרטי, או ביוזמת רשויות מקומיות, אשר מתכוונות להקים את המתקן

25 בהתאם לדוח מבקר המדינה בענין פינוי פסולת ברשויות המקומיות והטמנתה - ביקורת מעקב, מחודש יולי 2025, וניתוח של BlueGen, נכון למועד הדוח.

בעצמן, כאשר מושא המכרז הינו מחיר הפסולת לרשויות, וכן יתמכו ברשויות מקומיות אשר יחתמו ויממשו הסכם ארוך טווח עם מתקן השבה הקרוב לתחום שיפוטן. למיטב ידיעת BlueGen, נכון לתום שנת 2025, צבורות בקרן לשמירת הניקיון יתרות בסך של כ- 3 מיליארד ש"ח.[26]

(5) יוער כי בהתאם להחלטות ממשלה[27] בעניין שימוש בכספי הקרן לשמירת ניקיון לצורך תגמול חיילי מילואים ששירתו במלחמת "חרבות ברזל", הוחלט להקצות סך של 400 מיליון ש"ח מכספי קרן הניקיון לצורך הייעוד האמור, ובמסגרת תקציב שנת 2024 הוחלט לייעד 420 מיליון ש"ח נוספים מכספי הקרן כהלוואה לשימוש משרדי הממשלה. בחודש ינואר 2024 הוגשה לבג"ץ עתירה בה נתקף השימוש בכספי הקרן,[28] כאשר נכון למועד זה, טרם התקבלה החלטה בנושא.

3.2.4. <u>גורמי הצלחה קריטיים</u>

גורמי ההצלחה הקריטיים בתחום פעילות זה הינם: (א) ידע, ניסיון ומומחיות ייחודית בתחום הפסולת; (ב) איתנות פיננסית ויכולת מימון פרויקטים עתירי תקציב; (ג) אפשרות העסקת אנשי מפתח בתחום הפסולת בעלי ידע וניסיון בתחום וכן יכולת להתמודד עם רגולציה מוגברת וריבוי התנגדויות לפרויקטים; (ד) שיתופי פעולה עם צדדים שלישיים בעלי ידע, טכנולוגיות ו/או משאבים פרויקטאלים; ו-(ה) יתרון לגודל וליכולת לבצע סינרגיה בין פעילויות שונות לאורך שרשרת הערך.

3.2.5. <u>מבנה התחרות בתחום הפעילות</u>

כאמור לעיל, נכון למועד דוח זה, מרבית הפסולת בישראל מועברת לתחנות מעבר ולהטמנה. התחרות בתחום הפעילות נסובה על הקמת מתקנים חדשים למיון וטיפול בפסולת ועל איסוף פסולת מופרדת במקור (בין היתר, באמצעות זכייה במכרזים מול הרשויות המקומיות), מחזורה והשבתה. כמו כן, עשויה להיווצר תחרות על הקמת מתקני המשך, העושים שימוש בתוצרי המיון והמחזור של מתקני המיון, ובאזורים מסוימים עלולה להתקיים פעילות של אתרים לא חוקיים אשר עלולים להשפיע על התחרות בתחום. בנוסף, מתקני המיון ככלל, הינם אזוריים ומטפלים בפסולת המגיעה מרשויות מקומיות הסמוכות למתקן המיון הרלוונטי, לפיכך קיים יתרון למיקומו הגיאוגרפי של המתקן ולסמיכותו לרשויות מקומיות שונות.

ככלל, BlueGen סבורה כי התחרות הקיימת לנכסי זרוע הפסולת הינה זניחה, וזאת בין היתר מהסיבות הבאות: (א) בדרך כלל, מתקנים לטיפול בפסולת מוקמים מכוח קולות קוראים או בתמיכה ממשלתית או תמיכה של הקרן לשמירת הניקיון. לאור עלות הקמת המתקן ומורכבותו, סביר כי המדינה תתמוך במתקן נוסף באותו אזור, רק אם יהיה לו ביקוש, ולא רק מטעמים תחרותיים, ובהתאם, הוא לא יהווה תחרות למתקן קיים; (ב) נכון למועד זה, הביקוש למתקנים בתחום הטיפול בפסולת עולה על ההיצע, ובהתאם לכל מתקן שיוקם צפויה להיות הכנסה קבועה; (ג) לחלק מהמתקנים הקיימים יש הסכמי בלעדיות עם לקוחותיהם למספר שנים.

יצוין, כי שוק הטיפול בפסולת בישראל נמצא בראשית דרכו, ונכון למועד דוח זה, להערכת BlueGen אין בו שחקנים גדולים ומובילי שוק ברורים, למעט ורידיס אינווירונמנט בע"מ. בהקשר זה יצוין, כי לאור הצורך ההולך וגדל בהשקעות מרובות בתחום ויכולת מימון פרויקטים עתירי תקציב, ניכרת לאחרונה מגמת קונסולידציה בשוק זה, המקבלת ביטוי ברכישת שחקנים קטנים על ידי תאגידים גדולים בעלי איתנות פיננסית (לדוגמה: רכישות נגב אקולוגיה בע"מ על ידי אלייד תשתיות בע"מ, חן המקום טכנולוגיות סביבה בע"מ על ידי אלומה קרן תשתיות (2020) בע"מ, קמם על ידי BlueGen, מפעת 1965 (1987) בע"מ על ידי להב אנרגיה ירוקה בע"מ ויוסף מוריס ובניו שירותי תברואה בע"מ על ידי ר.ג.א שרותים ונקיון (ישראל) 1987 בע"מ).

BlueGen מעריכה כי החזקותיה המגוונות בתחום הטיפול בפסולת, אשר מתפרשות על מספר סוגי פסולות ועל פני רוב שרשרת הערך, מעניקות לה יתרון משמעותי בתחום זה, ובזכותן BlueGen הינה, להערכתה,

26 הקרן לשמירת הניקיון, דוח שנתי 2024, פורסם בחודש יוני 2025.
27 החלטת ממשלה מס' 1226 - הוקרה, סיוע ותגמול לחיילי מילואים המשרתים במלחמת "חרבות ברזל" ותיקון החלטת ממשלה, מיום 7 בינואר 2024, והחלטת ממשלה מס' 1292 – הקרן לשמירת הניקיון, מיום 14 בינואר 2024.
28 בג"צ 139/24 מרכז השלטון המקומי בישראל נ' השרה להגנת הסביבה ואח'.

מהשחקנים המובילים בארץ בתחום הטיפול בפסולת.

המידע האמור לעיל, בנוגע לתחרות הצפויה לנכסי זרוע הפסולת, לרבות הגידול בכמויות הפסולת ואי הפגיעה המהותית ברווחיות הנכסים, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על היכרות BlueGen עם שוק הפסולת ועל ההסכמים הקיימים בהם קשורים נכסי הזרוע. אין ודאות כי מאפייני התחרות בשוק הפסולת יהיה כמתואר לעיל, וזאת בין היתר, בשל תלות בגורמים חיצוניים אשר אינם בשליטת BlueGen.

3.2.6. <u>תיאור פעילות זרוע הפסולת</u>

על רקע התכנית האסטרטגית של המשרד להגנת הסביבה, המתוארת בסעיף 3.2.2, שוק הפסולת, שהינו שוק בעל חסמי כניסה פיננסיים ומקצועיים גבוהים, מהווה מוקד לצמיחה משמעותית בפעילותה של BlueGen, אשר נכון למועד דוח זה מקימה, מחזיקה ומפעילה, באמצעות זרוע הפסולת, מתקנים ואופרציות העונים על כל שלבי הטיפול בפסולת על פי התכנית האסטרטגית, הן במתווה זכיינות, והן באמצעות מתקני קצה, כמפורט להלן:

א. <u>מתקני הטיפול בפסולת במתווה זכיינות</u>:

	(1) מתקן סמארט וויסט למיון ומחזור פסולת עירונית בשפד"ן	(2) מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול	(3) מתקן WTE להשבת אנרגיה מפסולת בנאות חובב
תיאור כללי של המתקן	מתקן במתחם השפד"ן למיון ומחזור פסולת עירונית, שהינו הראשון מסוגו ובהיקפו בישראל ומהמתקדמים בתחומו בעולם, המבוסס על שלושה שלבים עיקריים: (1) קליטה ומיון פסולת באמצעות מערך הפרדה אופטי ובליסטי, לצורך הפקת תוצרי מחזור באיכות גבוהה ובהתאם לביקוש בשוק; (2) הליך עיכול אנאירובי והפקת אנרגיה מתחדשת מביו-גז - הפקת גז מתאן והפעלת גנרטורים לצורך ייצור חשמל ומכירתו לרשת; ו-(3) קומפוסטציה - מערך סגור להבשלת קומפוסט, כהשלמה לטיפול בזרם האורגני (בסעיף זה, "**המתקן**" או "**הפרויקט**"). המתקן מתוכנן לפעול באופן המיועד לצמצם פליטות של ריח ומזהמים, ולהציע יתרונות סביבתיים ביחס לחלופות טיפול מסורתיות. להערכת BlueGen המתקן צפוי למחזר כ-60% מהפסולת שתגיע אליו ויסייע להקטין את היקפי הטמנת הפסולת בישראל.	מתקן באתר דיה באזור חבל אשכול לטיפול בפסולת אורגנית, המבוסס על שני שלבים: (1) הליך עיכול אנאירובי והפקת אנרגיה מתחדשת מביו-גז ו-(2) קומפוסטציה (בסעיף זה, "**המתקן**" או "**הפרויקט**").[29] חלק מהפסולת האורגנית הצפויה להתקבל לטיפול במתקן, בכמות של כ-140 אלפי טון בשנה, צפויה להגיע ממתקן גרין נט (המתואר בסעיף 3.2.6ב)(1) להלן), כאשר יתרת הכמות תגיע ממקורות נוספים, לרבות ממתקן חירייה (המתואר בסעיף 3.2.6ב)(2) להלן). המתקן צפוי להשלים את הטיפול בזרם האורגני של מתקן גרין נט, חירייה ו/או אחרים, תוך יצירת סינרגיה בין מתקני זרוע הפסולת לאור יכולותיה של זרוע הפסולת לאורך שרשרת הערך.	מתקן בנאות חובב לטיפול בהשבת אנרגיה מפסולת (בסעיף זה, "**המתקן**" או "**הפרויקט**"). מתקן זה הינו המתקן הראשון מסוגו בישראל, וצפוי להיות הגדול ביותר בארץ. המתקן כולל מתקן למיון והפרדה של פסולת לרכיבים ברי מחזור ורכיבים שיועברו לשריפה, ממנה תופעל טורבינה שתפיק אנרגיה בהספק של כ-50 מגה-וואט מותקן. המתקן צפוי לייצר אנרגיה באופן רציף לאורך מרבית שעות השנה ויספק חשמל רציף ונקי לרשת החשמל.
הזכויות במתקן	הסכם זיכיון BOT משנת 2018, שתוקן בחודש מאי 2020, לתכנון, הקמה ותפעול המתקן לתקופה של כ-25 שנים (לאחר כ-3.5 שנות הקמה). בתום תקופת הזיכיון יחזיר הזכיין את המתקן למדינה ללא תמורה.	הסכם זיכיון DBOT מחודש פברואר 2022, לתכנון, הקמה ותפעול המתקן לתקופה של כ-24 שנים ו-11 חודשים (כולל כ-3 שנות הקמה).[30] בתום תקופת הזיכיון יחזיר הזכיין את המתקן למועצה האזורית, ללא תמורה.	הסכם זיכיון BOT לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של המתקן לתקופת הפעלה של כ-24 שנים ו- 11 חודשים, לאחר ותקופת פיתוח (תכנון וסגירה פיננסית) של 15 חודשים ותקופת הקמה של 39 חודשים. בתום תקופת הזיכיון יחזיר הזכיין את המתקן למדינה ללא תמורה.
הזכיין	סמארט וויסט אקו בע"מ	דקל דיה בע"מ	דאבליו.טי.אי נגב בע"מ
סטטוס הקמה וצפי השלמה	בהקמה, החל מפברואר 2023 צפי השלמה – רבעון שלישי 2026	בהקמה, החל מינואר 2025 צפי השלמה – רבעון שלישי 2027	הסכם הזיכיון עם המדינה נחתם ביום 8 במרץ 2026

29 לפירוט אודות שלבים אלה, ראו תיאור מתקן סמארט וויסט בסעיף זה לעיל.

30 במסגרת הסכם מחודש ינואר 2023, בין BlueGen, דקל דיה בע"מ (הזכיין) והמועצה האזורית אשכול.

	(1) מתקן סמארט וויסט למיון ומחזור פסולת עירונית בשפד"ן	(2) מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול	(3) מתקן WTE להשבת אנרגיה מפסולת בנאות חובב
שיעור החזקה	50%.[31] כמו כן, BlueGen והשותף, מחזיקים בחלקים שווים בקבלן ההקמה ובקבלן התפעול והתחזוקה של הפרויקט[32] ("**קבלן ההקמה**" ו"**המפעיל**", בהתאמה). מובהר כי עם תחילת פעילות BlueGen Waste, לאחר השלמת העסקאות (כהגדרתן בסעיף 3.1 לעיל), האחזקה המפורטת לעיל תהיה תחת BlueGen Waste.	50%.[33] כמו כן, BlueGen והשותף מחזיקים בקבלן ההקמה של הפרויקט ובקבלן התפעול והתחזוקה של הפרויקט ("**קבלן ההקמה**" ו"**קבלן התפעול והתחזוקה**", בהתאמה). *מובהר כי עם תחילת פעילות BlueGen Waste, לאחר השלמת העסקאות, BlueGen Waste תחזיק במלוא הזכויות של הזכיין וקבלן התפעול והתחזוקה.	36.5% במישרין, וכן באמצעות החזקתה ב-50% מדקל תשתיות, המחזיקה ב-18% מ-WTE. כמו כן, מחזיקה BlueGen ב-45% בקבלן ההקמה של הפרויקט וכן מחזיקה בקבלן התפעול ב-35% במישרין וכן באמצעות דקל תשתיות המחזיקה ב-20%. * מובהר כי עם תחילת פעילות BlueGen Waste, לאחר השלמת העסקאות, BlueGen Waste צפויה להחזיק ב- 55% בזכיין.
מחזיקים נוספים	שיכון ובינוי בע"מ (50%)	YSB (50%)	זכיין – שפיר (45.5%), דקל תשתיות (18%). קבלן הקמה – שפיר (45%) ו-YSB (10%). קבלן תפעול – שפיר (45%) ודקל תשתיות (20%).
קיבולת מקסימלית	כ-365 אלפי טון פסולת מעורבת בשנה ו-72 אלף טון בשנה של פסולת אורגנית אחרי מיון. לזכיין ישנה אופציה להגדלת קיבולת המתקן בכ-70 אלף טון נוספים של פסולת מעורבת	כ-200 אלפי טון פסולת אורגנית בשנה	כ-300 אלפי טון פסולת עירונית בשנה והפקת אנרגיה בהספק של כ-50 מגה וואט מותקן
לקוחות עיקריים	רשויות מקומיות במחוז המרכז (המאכלסות כ-3.5 מיליון תושבים) וקבלני איסוף	מתקני מיון שונים, ובעיקר ממתקן גרין נט וממתקן מיום הפסולת בחירייה. כן, צפוי להתקבל חומר אורגני ממתקני מיון נוספים דוגמת מתקן מיון פתח תקווה וחן המקום לוד	
מבנה הכנסות	• דמי שער בגין הפסולת הנכנסת למתקן • מכירת חשמל בתעריף ביו-גז (הספק של כ-5 מגה וואט) • מכירת תוצרי תהליך הטיפול בפסולת • מענקי תפעול מקרן הניקיון • סכומים שישולמו על ידי המזמין עבור הקמת המתקן • רשת ביטחון לתקופת הזיכיון שתשולם ככל שרמת ההכנסות תפחת מהרף שנקבע על ידי המזמין • הכנסות מקולות קוראים לתקופת התפעול	• דמי שער בגין הפסולת הנכנסת למתקן • מכירת חשמל בתעריף ביו-גז (הספק של כ-5 מגה וואט) • מכירת תוצרי תהליך הטיפול בפסולת • מענק הקמה ותפעול מקרן הניקיון • רשת ביטחון לתקופה של 15 שנים שתשולם ככל ודמי השער יפחתו מהרף שנקבע על ידי המזמין	• מענק הקמה בסך של כ- 110 מיליון ש"ח • תשלום קבוע תפעולי בסך מצטבר של 12 מיליון ש"ח • דמי שער בגין הפסולת הנכנסת למתקן • מכירת תוצרי מחזור • תשלומי זמינות ומכירת האנרגיה המיוצרת במודל שוק יצויין כי המדינה העניקה לזכיין הגנות שונות שעיקרן מנגנוני התאמות ריבית המאפשרים הצמדת תעריפים למדדי מחירים שונים וכן הגנות לסיכוני שוק (אנרגיה ופסולת)
הסכמים נוספים	הסכם עם קבלן ההקמה לביצוע עבודות התכנון וההקמה של הפרויקט, בהתאם להסכם הזיכיון, בתוך תקופה של 3.5 שנים ("**הסכם ההקמה**"). בעלות המניות בקבלן ההקמה העמידו לטובת הזכיין ערבות בנקאית להתחייבויות קבלן ההקמה	בחודש נובמבר 2024 התקשר הזכיין בהסכמים למימון הפרויקט, בתנאים המקובלים למימון פרויקט DBOT. היקף המימון עומד על כ-475 מיליון ש"ח, אשר ייפרע במהלך תקופת התפעול, כ-25 שנה.	הסכם עם עירית באר שבע לאספקת פסולת ביתית לא ממוינת לכל תקופת הזיכיון, במחיר קבוע, אשר צפויה להוות חלק משמעותי מהפסולת שתטופל במתקן.

31 יתרת הזכויות בסמארט וויסט מוחזקות על ידי שיכון ובינוי בע"מ ("**השותף**").
32 קבלן התפעול והתחזוקה הינו שותפות מוגבלת, המנוהלת באמצעות חברה ייעודית בבעלות זרוע הפסולת והשותף בחלקים שווים, סמארט וויסט אקו המפעיל בע"מ, המשמשת כשותף הכללי ומחזיקה בשותפות ב- 0.01%.
33 באמצעות החזקתה ב-50% מדקל תשתיות, המחזיקה (100%) בדקל דיה. יתרת הזכויות בדקל תשתיות (50%) מוחזקת על ידי YSB ("**השותף**").

	(1) מתקן סמארט וויסט למיון ומחזור פסולת עירונית בשפד"ן	(2) מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית באזור אשכול	(3) מתקן WTE להשבת אנרגיה מפסולת בנאות חובב
	על פי הסכם ההקמה, בסך של כ-78 מיליון ש"ח. הסכם עם המפעיל, למתן שירותי תפעול ואחזקה למתקן, בהתאם להסכם הזיכיון, לתקופה של כ-25 שנים ("**הסכם התפעול**"). בהסכם התפעול נקבע כי המפעיל יעמיד לטובת הזכיין ערבות בנקאית בגובה של כ-30 מיליון ש"ח. הסכמי ההקמה והתפעול הינם במתכונת "back-to-back" להסכם הזיכיון. בהתאם לדרישות המכרז, התקשר הזכיין עם חברת תשתיות מהגדולות באירופה, שהינה מובילת שוק עולמית בתחום פתרונות הטיפול בפסולת והקמת מתקנים לטיפול בפסולת, שתהיה אמונה על ניהול הפרויקט הן בשלב ההקמה והן בשלב התפעול. במסגרת הסגירה הפיננסית של הפרויקט, התקשר הזכיין בהסכמי מימון כמפורט בסעיף 9 להלן.	נכון למועד זה, קבלן ההקמה התקשר בהסכם עם חברה גרמנית לתכנון והקמת חלק מהמתקן ובחודש דצמבר 2024 בוצעה סגירה פיננסית בהיקף של כ-450 מיליון ש"ח. בוצעו כל הסכמי הרכש של כל הציוד המכני של הפרויקט.	
עלות הקמה משוערת (Capex)	כ- 1.1 מיליארד ש"ח, מתוכם כ-171 מיליון ש"ח הוענקו כמענק הקמה מהקרן לניקיון. בנוסף, בימים אלה מציוה BlueGen במשא ומתן מתקדם מול המדינה לקבלת פיצוי עבור הנזקים (עיכובים, חריגות מהתקציב ועלויות נוספות) שנגרמו לה עקב מלחמת חרבות ברזל. להערכת BlueGen הסכם מפורט לשיפוי צפוי להיחתם במהלך הרבעון השני של 2026.	כ-400 מיליוני ש"ח, מתוכם עד כ-150 מיליון ש"ח יוענקו כמענק הקמה מהקרן לניקיון (בכפוף לעמידה ביעדים).	כ-1.5 מיליארד ש"ח, מתוכם 110 מיליון ש"ח יוענקו כמענק הקמה מהמדינה בכפוף לעמידה באבני דרך.

המידע האמור לעיל, בנוגע לפרויקט סמארט וויסט, לפרויקט דיה ולפרויקט WTE הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על תנאי המכרזים וההסכמים הרלוונטיים שנחתמו, על תנאי הסגירות הפיננסיות וכן על התקדמות ההקמה ונסיון BlueGen בקשר עם הקמות פרויקטים ותפעולם. נכון למועד דוח זה, לא ניתן להעריך מתי תושלם הקמת כל אחד מהמתקנים סמארט וויסט, דיה ו-WTE ("המתקנים") ויחל תפעולם, וכן אין ודאות כי עלות ההקמה של פרויקט דיה ופרויקט WTE, וקבלת מענקי מדינה בגינם וסכומי המענק (ככל שיתקבלו), וכן הקיבולת של המתקנים, כמות הפסולת שתכנס אליהם, שיעור מחזור הפסולת שתתקבל במתקן סמארט וויסט, הספק החשמל שייוצר ב-WTE, לקוחות המתקנים ומבנה ההכנסות שלהם, לרבות קבלת הכנסות מקולות קוראים, יהיה כמתואר לעיל, וזאת בין היתר, בשל תלות בגורמים חיצוניים אשר אינן בשליטת BlueGen וזרוע הפסולת, ולפיכך אין כל ודאות כי מידע זה יתממש בחלקו ו/או במלואו.

ב. <u>מתקני קצה לטיפול בפסולת</u>:

	(1) מתקן גרין נט למיון פסולת בירושלים	(2) מתקן מיון פסולת בחירייה	(3) מתקן למיון אריזות בחירייה
תיאור המתקן	מתקן לקליטה, טיפול, מיון, הפרדה ופינוי פסולת עירונית בעטרות שבירושלים, המשרת אוכלוסייה של מעל מיליון אזרחים, וקולט כ-500 אלפי טונות פסולת בשנה (כ-7.8% מסך הפסולת המיוצרת בישראל) (בסעיף זה, "**המתקן**"). הפסולת הנקלטת במתקן ממוינת ומופרדת למגוון חומרים, שחלקם	מתקן טכנולוגי מתקדם למיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת הכולל טכנולוגיות, הפרדה מכנית והפרדה בליסטית בתוך תחנת מעבר הקיימת באתר חירייה (בסעיף זה, "**המתקן**" או "**הפרויקט**"). במקביל להקמת המתקן ועד להפעלתו, תפעול תחנת המעבר הקיימת והובלת שאריות מיון ממפעל RDF (הממוקם	מתקן טיפול ייעודי באריזות הנאספות מהפחים הכתומים מחדרה ועד אילת.

	(1) מתקן גרין נט למיון פסולת בירושלים	(2) מתקן מיון פסולת בחירייה	(3) מתקן למיון אריזות בחירייה
	מועברים אל תעשיות המחזור לשימוש חוזר (פסולת אורגנית מועברת לטיפול באתרי קומפוסט וחומרים לתעשיית המחזור כגון קרטון ונייר, מתכות, פלסטיק וזכוכית, נמכרים כחומרי גלם לתעשיות השונות), והיתרה מפונה להטמנה.	בתחנת המעבר הקיימת) עבור צד שלישי, להטמנה.	
הזכויות במתקן	בעלות במתקן, כאשר הזכויות בקרקע הינן בהסכם שכירות מול צד שלישי בתוקף עד לשנת 2028.	הסכם מאוגוסט 2024 לתכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של המתקן, עבור איגוד ערים דן, לתקופה של 10 שנים (כולל תקופת הקמה של עד 24 חודשים), עם אופציה לשנתיים נוספות. בתום תקופה זו הבעלות במתקן תועבר לאיגוד ערים דן.	הסכם עם תמיר – תאגיד מחזור האריזות בישראל (חל"צ) ("**תמיר**"), בהתאם להוראות החוק להסדרת הטיפול באריזות, התשע"א-2011, מאפריל 2024 להקמת קו מיון פסולת אריזות חדש בחירייה עד שנת 2029. בעלת זכויות החכירה בקרקע היא עיריית תל-אביב – יפו. לאיגוד ערים אזור דן זכות חזקה ושימוש בקרקע על פי הסכם בינו לבין העירייה. תמיר התקשרה עם איגוד ערים דן בהסכם לשימוש בקרקע לצורך הקמת תחנת מיון באמצעות המפעיל
המפעיל	גרין נט מחזור וטיפול בפסולת בע"מ	גרין דקל טי.אל.וי. בע"מ	קמם - מחזור אריזות בע"מ
סטטוס הקמה וצפי השלמה	מניב, הוקם בשנת 2015	תחילת הקמה – רבעון שלישי 2025 צפי השלמה – רבעון ראשון 2027	צפי תחילת הקמה – חציון ראשון 2026 צפי השלמה – רבעון שלישי 2027
שיעור החזקת BlueGen	50% (באמצעות החזקתה בדקל תשתיות, המחזיקה ומפעילה באמצעות המפעיל)	50% (באמצעות החזקתה בדקל תשתיות, המחזיקה במפעיל)	100% (באמצעות החזקתה בקמם המחזיקה במפעיל)
מחזיקים נוספים	YSB (50%) *מובהר כי עם תחילת פעילות BlueGen Waste, לאחר השלמת העסקאות, BlueGen Waste תחזיק במפעיל.	YSB (50%) *מובהר כי עם תחילת פעילות BlueGen Waste, לאחר השלמת העסקאות, BlueGen Waste תחזיק במפעיל	-
קיבולת מקסימלית	כ-500 אלפי טון לשנה	כ-380 אלפי טון לשנה, מתוכם כ-150 אלף טון יופנו לאחר מיון למחזור והשאר יועבר להטמנה.	כ-36 אלפי טון בשנה
לקוחות עיקריים	עיריית ירושלים – הסכם עד לחודש מרץ 2030, כאשר עיריית ירושלים רשאית לסיים את ההסכם ללא עילה בהתראה מוקדמת של 6 חודשים	איגוד ערים דן	תמיר
מבנה הכנסות	• דמי קליטה בגין פסולת הנקלטת במתקן • מכירת תוצרי מחזור למפעלים בארץ ובחו"ל • מענקי מחזור בהם גרין נט זוכה מכוח קולות קוראים של המשרד להגנת הסביבה	• דמי קליטה בגין פסולת הנקלטת בתחנת המעבר הקיימת • תשלום עבור הובלת שאריות RDF עבור צד ג' (תשלום לטון) • דמי קליטה עבור כניסת פסולת למתקן המיון • הכנסות תוצרי מחזור • קול קורא • הכנסה מפקדונות מיכלי משקה	• דמי קליטה בגין פסולת הנקלטת במתקן
הסכמים נוספים	-	קבלן ההקמה התקשר בהסכם עם ספק חיצוני לתכנון המתקן ואספקת חלק מהציוד.	-

	(1) מתקן גרין נט למיון פסולת בירושלים	(2) מתקן מיון פסולת בחירייה	(3) מתקן למיון אריזות בחירייה
		קבלן ההקמה התקשר בהסכם עם ספקים בארץ ובחו"ל לאספקת רכיבי ציוד ייעודיים.	

המידע האמור לעיל, בנוגע למתקן מיון חירייה ולמתקן למיון אריזות בחירייה הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על תנאי ההסכמים שנחתמו וכן על נסיון BlueGen בקשר עם הקמות פרויקטים ותפעולם. נכון למועד דוח זה, לא ניתן להעריך האם ומתי יתקבלו ההיתרים והאישורים הנדרשים להקמת מתקני המיון בחירייה, או מתי יושלמו הקמותיהם של מתקני המיון חירייה, ומתי יחל תפעולם המלא, וכן אין ודאות בקשר לכמות הפסולת שתיקלט בהם ומה יהיה שיעור מחזור הפסולת שתתקבל במתקן או שיעור הטמנת הפסולת או מבנה ההכנסות של מתקני המיון, לרבות קבלת הכנסות מקולות קוראים, וזאת בין היתר, בשל תלות בגורמים חיצוניים אשר אינן בשליטת BlueGen או המפעילים, ולפיכך אין כל ודאות כי מידע זה יתממש בחלקו ו/או במלואו.

ג. <u>פעילות בתחום הטיפול בפסולת יבשה</u>

זרוע הפסולת פועלת בתחום המחזור ואיכות הסביבה, מטפלת במגוון רחב של סוגי פסולת, ומובילת שוק בפסולת מופרדת במקור של כל סוגי הפסולת היבשה, לרבות פסולת נייר וקרטון, פלסטיק, צמיגים, אריזות, טקסטיל, חומרים ייחודיים ומסוגים שונים, וכן עוסקת במיון פסולת עירונית. במסגרת פעילותה עוסקת זרוע הפסולת, בין היתר, באיסוף, מיון, גריסה, טיפול ועיבוד של חומרי הגלם כאמור הנאספים בכל הארץ ממגוון רשויות מקומיות ומגופים מוסדיים ופרטיים, וכן מוכרת את תוצרי המחזור בארץ ומייצאת אותם לחו"ל.

זרוע הפסולת מבצעת את פעילות הטיפול, העיבוד והמחזור בשבעה מתקנים מרכזיים – שני מפעלי מחזור למיון ואריזת פסולת נייר וקרטון בראשון לציון ובניצני שלום, מתקן למיון פסולת אריזות ומתקן למיון פסולת עירונית בראשון לציון, מפעל לטיפול ומחזור פסולת צמיגים בבאר שבע, באמצעות החזקתה בסייקל (המוחזקת בעקיפין בשיעור של 24.75%) ועוסקת באיסוף ומחזור של מכלי שתיה וכן מתקן למיון אריזות בחירייה, המצוי נכון למועד זה בשלב התכנון. תחומי הפעילות העיקריים בהם פועלת זרוע הפסולת (באמצעות חברת בת) הינם כמפורט להלן:

(1) **נייר וקרטון** – פעילות זרוע הפסולת בתחום הטיפול והמחזור של נייר וקרטון מתבצעת באמצעות איסוף נייר וקרטונים מהפחים הכחולים וממכלי אצירה עירוניים ופרטיים. בנוסף, במסגרת פעילות זו מעניקה זרוע הפסולת גם שירותים בתחום אבטחת המידע בארץ באמצעות גריסה, עיבוד ומחזור של חומרים מסווגים.

(2) **פלסטיק** – פעילות זרוע הפסולת בתחום הפלסטיק מתבצעת באמצעות שאיבה מכלובים ייעודיים לכך ואיסוף של מיכלי פלסטיק ממתקני אצירה, מיונם, הפרדתם, עיבודם וייצור חומרי גלם ממוחזרים לתעשיית הפלסטיק בארץ ובעולם, וכן בטיפול במחזור מכלי משקה מפלסטיק, אלומיניום וזכוכית. פעילות זו מתבצעת, בין היתר, באמצעות סייקל, בהתאם לחוק הפיקדון על מכלי משקה, התשנ"ט-1999, החל משלב איסוף המכלים מהיצרן או מבית העסק ועד לקבלת דמי הפיקדון עבורם, לרבות באמצעות מכונות מחזור אוטומטיות) וכן ישירות באמצעות זרוע הפסולת, בין היתר על ידי מתן שירותים לסייקל.

(3) **צמיגים** – פעילות זרוע הפסולת בתחום הצמיגים מתבצעת באמצעות איסוף צמיגים מיצרני ויבואני צמיגים ורכבים (כחלק מחובתם לעמוד בהוראות החוק לסילוק ולמחזור צמיגים, התשס"ז-2007), טיפול בצמיגים הנאספים, עיבודם וייצור תוצרי מחזור המתקבלים מהצמיגים הנמכרים כחומר בעירה לאנרגיה וכחומר גלם המשמש, בין היתר, לבנייה ירוקה וגינות ציבוריות.

(4) **אריזות ותחנת מיון** – פעילות זרוע הפסולת בתחום האריזות מתבצעת באמצעות מתקן ייעודי לטיפול באריזות, כמפורט בסעיף 3.2.6(ב)(3) לעיל ובנוסף, מפעילה זרוע הפסולת מתקן למיון פסולת עירונית בראשון לציון.

ד. טיפול בקרקעות מזוהמות

זרוע הפסולת[34] פועלת בתחום טיפול ביולוגי בקרקעות מזוהמות ובוצות תעשייתיות, והינה בעלת זכויות לשכירות שטח ומתקנים לטיהור קרקעות המצויים במתחם מפעל החברה לשירותי איכות הסביבה בנאות חובב בע"מ, במסגרתם היא מפעילה מתקן טיפול בקרקע ובוצות תעשייתיות, וזאת לתקופה של עשר שנים (החל מינואר 2020) עם אופציות הארכה לתקופה כוללת של עד 24 שנים ו-11 חודשים. בנוסף, בשנת 2025 לאחר זכייה במכרז החלה לתפעל אתר שני ברמת חובב.

4. תחום פעילות זרוע המים וחטיבת ה-EPC

4.1. כללי

פעילות זרוע המים של BlueGen מתבצעת בשלושה מקטעים כמפורט להלן:

(א) מקטע פעילות זכיינות מים: פרויקטי התפלת מי ים וטיפול במי תהום, אשר הקמתם ותפעולם נעשים במתווה זכיינות, במסגרתו BlueGen מקימה, מממנת ומתפעלת את הפרויקט במהלך תקופת הזיכיון, כאשר בתום התקופה הפרויקט חוזר לבעלות המדינה (בפרויקטי BOT או DBOT) או נשאר בבעלות BlueGen, אשר רשאית להמשיך ולתפעלו באופן פרטי (בפרויקטי BOO).

(ב) מקטע פעילות תפעול מתקני מים ושפכים (BOT): מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, אשר ייזומם, הקמתם, תפעולם והבעלות עליהם, הינם מכוח זיכיונות BOT, וכן מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, בבעלות צדדים שלישיים, אשר תפעולם נעשה על ידי BlueGen, מכוח הסכמי תפעול והן באמצעות פרויקטים שונים של תכנון והקמת מתקנים, בעיקר בישראל.

(ג) מקטע פעילות חטיבת ה-EPC, הנדסה ותשתיות: הקמות פרויקטים מורכבים בתחומי המים, השפכים והפסולת, הקמה של פרויקטי הזכיינות של BlueGen ושל חברות הבנות שלה, לרבות תמיכה בפרויקטים, והקמת פרויקטים עבור צדדים שלישיים.

4.2. מידע כללי על תחום הפעילות

4.2.1. כללי – מקטע פעילות זכיינות מים

מקורות המים במשק הישראלי נחלקים למקורות טבעיים (מים עליים בעיקר מימת הכנרת, ומי תהום מאקוויפר החוף ואקוויפר ההר), המספקים כ-40% מצריכת המים בישראל, ומקורות מלאכותיים, שהינם בעיקר התפלת מי ים וטיהור שפכים ("**השבת קולחים**").[35] יצוין, כי מפיקת המים העיקרית בישראל הינה מקורות חברת המים בע"מ ("**מקורות**"), אשר נכון לתום שנת 2024 הפיקה כ-47% מסך כל כמות המים המופקים, המטוהרים והמותפלים בישראל.[36]

התפלת מים היא הפרדה בין המים למלחים המומסים בהם כדי לקבל מים ראויים לשימוש. למיטב ידיעת BlueGen, כ-50% ממי השתיה בישראל מקורם במים מותפלים וכ-90% מהמים המותפלים בישראל מופקים בשישה מתקנים להתפלת מי ים:[37] פלמחים ואשדוד (המוחזקים שניהם על ידי BlueGen, כמפורט בסעיף 4.3.2 להלן), אשקלון, חדרה ושורק, כאשר כל אחד מהם יכול להפיק בין 90 ל-150 מלמ"ק לשנה, ושורק 2, בעל כושר ייצור של 200 מלמ"ק לשנה, אשר החל לפעול באופן מלא בראשית שנת 2026 (לאחר שמהרבעון השני של שנת 2025 פעל במחצית מכושר הייצור שלו)[38] והינם יחד בעלי כושר התפלה של כ-795 מלמ"ק לשנה, כאשר יתרת

34 באמצעות חברה בת של דקל תשתיות.

35 יתרת הצריכה מקורה בשטפונות (2%) ובמליחים ומלוחים (10%). לפרטים ראו, "משק המים בישראל – סוגיות מרכזיות", מרכז המחקר והמידע של הכנסת, מיום 25 בפברואר 2018 ("**מסמך הכנסת**"). אלא אם נאמר אחרת, הנתונים בסעיף זה הינם מתוך מסמך הכנסת.

36 הדוח התקופתי והשנתי של מקורות לשנת 2024, כפי שדווח ביום 23 במרץ 2025 (אסמכתה: 2025-01-019468) ("**דוח מקורות 2024**").

37 אתר רשות המים, התפלה: https://www.gov.il/he/pages/desalination-main.

38 נוסף על מתקני התפלת מי הים, פועלים ברחבי ישראל עוד כמה מתקני התפלת מים מליחים, שמפיקים כמה עשרות מלמ"ק נוספים בשנה.

המים המותפלים מופקת במתקנים להתפלת מי תהום מליחים.[39] בישראל הותפלו בשנים 2022-2024 כ-533.5, כ-589.1 וכ-540 מלמ"ק, בהתאמה.[40]

כאמור, לאחרונה הושלמה הקמת מתקן ההתפלה שורק 2, לאחר עיכוב של כשנתיים וחצי, והוא החל לפעול בתפוקה מלאה, ובנוסף, מוקם בימים אלו מתקן גליל מערבי, אשר צפוי להיות בעל יכולת ייצור של כ-100 מלמ"ק לשנה והפעלתו צפויה במהלך שנת 2027. עם השלמת הקמתו והפעלתו הצפויה במלואה, תעמוד יכולת הייצור של מתקני ההתפלה בישראל על כ-900 מלמ"ק לשנה.

כמו כן, באוקטובר 2025 פורסם מכרז BOT לשיפוץ והרחבה של מתקן ההתפלה באשקלון בהיקף של 220 מלמ"ק לשנה והפעלתו ל-25 שנים. יצוין, כי BlueGen ושפיר (המחזיקה יחד עם BlueGen, בחלקים שווים, במתקן ההתפלה באשדוד) יתמודדו יחדיו במכרז, זאת לאחר שנמצאו כמשתתף כשיר (Eligible Participant) במסגרת הליך מיון מוקדם.

על פי החלטת ממשלה משנת 2018 ועל פי תכנית אב למשק המים, הביוב והקולחים,[41] יעד ההתפלה לשנת 2031 הינו 1,400 מלמ"ק לשנה, ויעד ההתפלה לשנת 2050 עומד על 1,750 מלמ"ק לשנה.

4.2.2. <u>כללי – מקטע פעילות טיפול במים ושפכים (BOT)</u>

כאמור, מקורות משק המים הישראלי נחלקים למקורות טבעיים ומקורות מלאכותיים, שהינם בעיקר התפלת מי ים וטיהור שפכים. שוק הטיפול במים ובשפכים בישראל נדרש להתפתח בקצב התואם את צרכי משק המים, הביוב והקולחים תוך שמירת יעילות מיטבית של המשק באמצעות התפתחויות טכנולוגיות בתחומים אלה, ותוך שמירה על יציבות תעריפי המים. שוק זה כולל, בין היתר, התפלת מי ים, טיהור שפכים מוניציפליים ותעשייתיים, טיוב מי בארות, מים לתעשייה וטיפול בקולחים לשימוש כמי מוצר לתעשייה. בהתאם, מקדמת המדינה הקמת מתקני התפלה וטיפול במי ים ומים מליחים ומתקני טיהור שפכים ("**מט"שים**"), וכן פועלת לשדרוג מתקנים קיימים.

שוק הטיפול במים ובשפכים מושפע, בין היתר, מהרגולציה החלה על טיהור שפכים, הן מוניציפליים והן תעשייתיים, וזאת במקביל להגברת האכיפה בתחומים אלה.

להלן פירוט בדבר טיהור שפכים, טיוב מי בארות ומים לתעשייה:

א. <u>טיהור שפכים מוניציפליים ותעשייתיים</u> – במדינת ישראל נוצרים מדי שנה שפכים בכמות הנגזרת מכמות המים הנצרכת. למיטב ידיעת BlueGen, בשנת 2024 טופלו במט"שים כ-640 מלמ"ק שפכים, שהם 95% מסך השפכים הגולמיים שנוצרו בישראל.[42] רובם המוחלט של השפכים עוברים טיהור ברמות שונות של השבה (טיפול ראשוני, שניוני, שלישוני ועוד) במט"שים (הממוקמים, בדרך כלל, בסמוך לכל יישוב או לכמה יישובים יחד), באופן שברוב השפכים המטופלים נעשה שימוש חוזר, בעיקר לצורך השקיה חקלאית (קולחים). כמו כן, יצוין, כי מט"שים קיימים צפויים לעבור שדרוגים לשיפור רמות ההשבה כאמור. בנוסף, על פי תכנית האב למשק המים (ראו הערת שוליים 41), לצורך פריסה מיטבית של מטש"ים ברחבי הארץ, יצומצם מספר המט"שים, באמצעות ביטול חלק מהמט"שים והקמת מטש"ים אזוריים, ובנוסף יורחבו מטש"ים מסוימים לצורך טיפול בביוב המגיע לישראל משטחי הרש"פ.[43] שיעור השבת הקולחים בישראל הוא מהגבוהים בעולם. בשנת 2025 טיפלה BlueGen במתקניה השונים בסך של כ-44.67 מלמ"ק, ירידה של כ-8.1% לעומת שנת 2024, בה טיפלה BlueGen בכ-48.6 מלמ"ק.

ב. <u>טיוב מי בארות</u> – רשות המים[44] מעודדת הפקה ממקורות מים שאיכות המים המופקים מהם אינה עומדת בתקנות מי שתייה, במטרה לצמצם את היקף הזיהום במקורות המים, לשמר את יכולת ההפקה ממקורות

39 יצוין, כי המדינה מנצלת את יכולת הייצור של המתקנים השונים להפקת כמויות נוספות של מים מותפלים.
40 דוח מקורות 2024.
41 החלטת ממשלה מס' 3866 - תוכנית אסטרטגית להתמודדות עם תקופות בצורת במשק המים בשנים 2018 - 2030, מיום 10 ביוני 2018 ותכנית אב למשק המים, הביוב והקולחים של רשות המים מיום 26 בפברואר 2025 ("**תכנית האב למשק המים**").
42 המשרד להגנת הסביבה - תמונת מצב מתקני טיפול בשפכים לשנת 2024, פורסם ביום 25 בדצמבר 2025.
43 טיוטת תכנית אב למשק המים, הביוב והקולחים של רשות המים מחודש נובמבר 2024.
44 המידע להלן מאתר רשות המים: https://www.gov.il/he/departments/policies/tube_wells.

המים, לשפר אמינות אספקה ויכולת מתן מענה במצבי חרום, להשיא את התועלת מהמים המופקים ולאפשר המשך אספקת מים בעלות נמוכה. לצורך כך, רשות המים מפעילה מנגנון המבטיח תמריץ כלכלי למפיק המים, מהמשך ההפקה מהקידוחים שרצוי לשמר. במסגרת פעילות זו, הקימה BlueGen ומחזיקה בשותפות (50%-50%) במתקן התפלה בכפר מסריק, המטפל בכ-6 מלמ"ק מים לשנה (ראו סעיף 4.3.3א להלן), וכן הקימה ומפעילה מתקן לטיפול במי בארות עבור עיריית רמת גן, המטפל למעלה מ-1 מלמ"ק מים לשנה.

ג. <u>מים לתעשייה</u> – תהליכי ייצור רבים בתעשייה (כגון: תחנות כוח, מפעלי מזון, פארמה ופטרוכימיה) דורשים מים באיכויות הגבוהות באופן משמעותי מאיכויות מי שתייה (הנקראים "מי תהליך" או "מים לתעשייה"). בתחום זה המים מטופלים על ידי מספר מערכות טיוב בהתאם לדרישת התעשייה הרלוונטית. יצוין, כי בתחום המים לתעשייה ישנה מגמת קיטון לאור צמצום מפעלי התעשייה בישראל, עם זאת, להערכת BlueGen, היא מובילת שוק בתחום הקמה ושדרוג מתקנים לטיפול במים בתחנות כוח, כאשר בשנים האחרונות השלימה הקמת מתקני טיפול במים בתחנות הכוח אורות רבין, חגית, צומת אנרגיה, פאוורג'ן רמת גבריאל, פאוורג'ן אלון תבור ו-MRC.

4.2.3. <u>שינויים בהיקף הפעילות בצריכת מים</u>

לאחר עשור שבו חל גידול של כ-18.5% בצריכת המים הכוללת בישראל (לא כולל מים המסופקים לרשות הפלסטינאית ולירדן), חלה בשנת 2024 ירידה בצריכת המים הכוללת לעומת השנה שקדמה לה, בעיקר בחקלאות. כך, בעוד סה"כ הצריכה הכוללת עמדה בסוף שנת 2023, על 2,624 מלמ"ק (מתוכם כ-1,041 מלמ"ק צריכה ביתית ותעשייתית, ו-1,261 לחקלאות), בשנת 2024 עמדה הצריכה הכוללת על 2,737 מלמ"ק בלבד.[45]. בנוסף לצריכה כאמור, מספקת המדינה מים לרשות הפלסטינאית ולירדן - 211.5 ו-215.3 מלמ"ק בשנים 2023 ו-2024, בהתאמה.[46]

במקביל, מתמודדת ישראל שנים רבות עם משבר מים הנובע ממיעוט משקעים (וזאת על אף עליות אנקדוטליות בכמויות המשקעים, לדוגמה בשנים 2019-2020), הידלדלות מקורות המים הטבעיים שבה (מי תהום, מקורות מים עיליים וימת הכנרת) וזיהומם. בנוסף, ניצול יתר של משאבי מים טבעיים גורם להמלחת מי התהום, להפחתת זרימות המים בנחלים ולייבוש מעיינות. לשם התמודדות עם המחסור הגובר במים, ננקטים מספר מהלכים, אשר עיקרם הגדלת היצע המים המותפלים, כאמור לעיל, והגברת השבת הקולחים (בעיקר לחקלאות). בנוסף, פועלת רשות המים לגיוון מקורות המים על ידי המשך פיתוח של מקורות המים הטבעיים לצד המשך פיתוח מתקני התפלה כאמור לעיל.

בחודש נובמבר 2021 התקשרו ישראל, ירדן ואיחוד האמירויות במזכר הבנות, לפיו תייצא ירדן לישראל חשמל סולארי בהיקף של 600 מגה-וואט בתוספת אגירה בשלב הראשון, וישראל תבחן יצוא מים מותפלים לירדן בהיקף של עד 200 מלמ"ק. בשנים 2022-2024 ייצאה ישראל לירדן כ-106 מלמ"ק מים מותפלים בכל שנה.

4.2.4. <u>גורמי הצלחה קריטיים</u>

גורמי הצלחה מרכזיים בזכייה במכרזים בתחום המים הינם ידע וניסיון רבי שנים בתחום זה, יכולת תכנון וביצוע הכוללת מגוון דיסציפלינות, ובכלל זה, יכולות הנדסיות, ניהול פרויקטים ורכש, שליטה בתהליכי אינטגרציה ויישום עדכני של טכנולוגיות ושיטות מתקדמות המובילים להתייעלות אנרגטית ותפעולית, דבר המשפיע על עלויות הייצור.

4.2.5. <u>מבנה התחרות</u>

א. <u>מקטע פעילות זכיינות מים</u>

התחרות מתמקדת בזכיה במכרזים להקמת מתקני התפלה חדשים, זכיה במכרזים לשדרוג ותפעול מתקנים שסיימו את תקופת הזיכיון, רכישת מתקנים קיימים במהלך תקופת הזיכיון, וכן בהפחתת עלות

45 רשות המים, צריכת המים הכללית בשנת 2024 לפי מטרות צריכה, שפורסמה ביום 25 בדצמבר 2025.
46 רשות המים, מחודש אוגוסט 2024, וכן רשות המים – צריכת המים השפירים לשנת 2024 מחודש דצמבר 2025.

הייצור למ"ק מים והגדלת התפוקה. למיטב ידיעת BlueGen, בהתבסס על נתונים המפורסמים על ידי רשות המים, כמות המים המותפלת במתקני ההתפלה שבהחזקתה (פלמחים ואשדוד), הוותה בשנת 2023, כ-30% מכמות המים של כלל מתקני ההתפלה בישראל (לפני תחילת הפעלת מתקן שורק 2)[47]. לפרטים נוספים בדבר פעולות שמבצעת המדינה להגדלת כמות המים המותפלים בישראל, ראו סעיף 4.2.1 לעיל.

ב. <u>מקטע פעילות טיפול במים ושפכים (BOT)</u>

במקטע פעילות זה, ישנו מיעוט שחקנים מהמגזר הפרטי, כאשר בנוסף לכך, בשנים האחרונות, עקב מגמה של הקשחת תנאי סף במכרזים (מקצועיים ופיננסיים), רק שחקנים איתנים פיננסית ובעלי ניסיון מסוים בתחום יכולים להציע הצעות במכרזים.

בתחום תפעול המט"שים המוניציפאליים, מרביתם מבוצעים על ידי גופים ציבוריים (תאגידי מים). להערכת BlueGen, נתח השוק שלה בתחום זה עומד על פחות מ-10%. שחקנים פרטיים בולטים בתחום זה הינם אלקטרה גרינטק בע"מ, פלגי מים בע"מ ושטאנג בניה והנדסה בע"מ.

בתחום מט"שים לתעשייה, לא ניתן להעריך את נתח השוק של BlueGen, אולם להערכתה, היא בין החברות המובילות בהקמת מתקנים מורכבים וגדולים במתכונת BOT (כדוגמת המתקן להשבת מי קולחים תעשייתיים שהקימה עבור מפעלי קבוצת בזן, אשר הינו הגדול מסוגו בישראל).

בתחום המים לתעשייה ובתחום טיוב הבארות, קיימת תחרות מחירים משמעותית במרבית הפרויקטים. BlueGen הקימה בשנים האחרונות עשרות מתקני טיפול בישראל, כאשר למיטב ידיעתה היא הקימה בשנים האחרונות את מתקני הטיפול במים ברוב תחנות הכוח הפרטיות בגז טבעי בישראל, לאור קיומו של ידע ייחודי, יכולות וניסיון בפרויקטים בישראל ב-BlueGen, בדגש על פתרונות ייחודיים לתעשייה ולתחנות כוח, ובנוסף מקימה BlueGen, באמצעות חברות בנות בחו"ל, מתקני טיפול במים ללקוחות שונים ברחבי העולם.

שחקנים בולטים מקומיים נוספים בתחום זה הינם, בין היתר, IDE טכנולוגיות בע"מ, רימון בע"מ ועוד.

מלבד האמור יצוין, כי להערכת BlueGen, על רקע צמיחת התעשייה, המחסור הגדול במים שפירים, תקינה הדורשת מחזור וצמצום שימוש במי שתייה, זיהום מקורות מים וההתחממות הגלובלית, קיים בשוק הבינלאומי ביקוש לטכנולוגיות מים והזדמנויות רבות בעקבות תקציבים בינלאומיים משמעותיים המופנים לתחומים אלה.

הערכת BlueGen בנוגע להזדמנויות בשוק הבינלאומי בקשר עם טכנולוגיות מים הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על המגמות בתחום הגנת הסביבה בשוק הבינלאומי, וכן על התקציבים שיוקצו בכל אחת מהמדינות הרלוונטיות לטיפול בנושא. נכון למועד דוח זה, אין ודאות כי הביקוש לטכנולוגיות מים בשוק הבינלאומי יימשך, או כי יוקצו תקציבים לטיפול במים, ולפיכך אין כל ודאות כי הערכה זו תתממש בחלקה ו/או במלואה.

4.2.6. <u>צבר הזמנות</u>

נכון למועד הדוח עומד צבר ההזמנות החתום של חטיבת ה-EPC, הנדסה ותשתיות על כ-1.7 מיליארד ש"ח וזאת בהשוואה לכ-1.5 מיליארד ש"ח בתחילת שנת 2025. צבר זה כולל בין היתר את הצפי מפרויקט ההקמה של מתקן WTE, את פרויקט סבחה ד' לתכנון והקמה של מתקן להתפלת מי ים בעיר אילת ואת יתרת הפרויקטים העיקריים בהקמה בימים אלו (סמארט וויסט, דיה ותחנת הכוח באשדוד).

47 רשות המים, כמויות התפלה לפי שנים: https://www.gov.il/reports/desalination-stractures.

4.3. תיאור BlueGen במקטע פעילות זכיינות מים

4.3.1. כאמור לעיל, הקמתם (לרבות שיפוצם ושדרוגם) ותפעולם של מתקני התפלת מי הים ומתקן לטיפול במי תהום נעשים במתווה זכיינות (פרויקטי BOT ו-BOO). פעילות הזכיינות של BlueGen במקטע פעילות זה מרוכזת על ידי BlueGen עצמה, כאשר ככלל, לצורך כל פרויקט מוקמת ישות ייעודית המתקשרת בהסכם הזיכיון ("**הזכיין**") מול המזמין (על פי רוב המדינה ובמיעוט המקרים, רשות או מועצה) ובהסכמי מימון מול הגורמים הממנים, כאשר החזר החוב הבכיר מתבצע לאורך תקופת התפעול של הפרויקט מהתקבולים המופקים מהפעילות. ככלל, כוללים הסכמי המימון שעבוד של כלל זכויות הזכיין מכוח הסכם הזיכיון, והמימון הינו בדרך כלל בתנאי Non-Recourse (ללא זכות חזרה לבעלים). בנוסף, במרבית המקרים חותם הזכיין על הסכם EPC (Engineering, Procurement & Construction) להקמת הפרויקט, במסגרתו מועברים סיכוני הקמת הפרויקט גב אל גב ("Back To Back") לקבלן, ועל הסכם O&M (Operation & Maintenance) לתפעול ותחזוקת הפרויקט בתקופת התפעול, במסגרתו מועברים סיכוני התפעול גב אל גב לקבלן התפעול והתחזוקה.

ככלל, פרופיל ההכנסות של הזכיין הינו יציב, שכן במסגרת הסכם הזיכיון המזמין מתחייב, בין היתר, לתשלום קבוע לתקופת הפעלה ארוכה (בדרך כלל כ-25 שנים) גם בנסיבות בהן תוצר הפרויקט אינו מבוקש במלואו או בחלקו (לדוגמה: כמויות מים מותפלים או פסולת מטופלת) מסיבות חריגות, כך שחלק משמעותי מהכנסת הזכיין מובטח. כמו כן, במיעוט המקרים בהם אין הבטחה לרכישת התוצר, פרויקט הזכיינות מבוסס על פיזור לקוחות גדול וחוסר בהיצע כך שתזרים הזכיין הינו יציב. כן יצוין, כי במרבית המקרים, הכנסות הזכיין מוצמדות בהתאם למבוקש בהצעתו ובאופן שמספק הגנה מפני שינויים בעלויות ההקמה וההפעלה השונות ובעלויות המימון.

4.3.2. להלן פרטים אודות מתקני התפלת מי ים ומתקן לטיפול במי תהום, בהם מחזיקה BlueGen בזכיינות:

א. <u>מתקן ההתפלה בפלמחים</u>

BlueGen מחזיקה ב-51% (באמצעות שותפות, "**שותפות פלמחים**")[48] מהזכויות במתקן ההתפלה בפלמחים, אשר הוקם במתכונת BOO (לפיו המתקן נשאר בבעלות הזכיין ואינו חוזר למדינה) ובעל קיבולת ייצור מקסימלית של 105 מלמ"ק וייצור בפועל, לפי תנאי הזיכיון, של כ-90 מלמ"ק בשנה. מועד תום הזיכיון הינו 28 באפריל 2029.

מאחר ומדובר בנכס תשתית לאומית חיוני, להערכת BlueGen צפוי מתקן ההתפלה בפלמחים להמשיך לפעול ולמכור מים מותפלים גם בטווח הארוך ולאחר תום תקופת הזיכיון הנוכחית. זאת, בהתחשב בין היתר במצבו התפעולי והתחזוקתי התקין של המתקן, העובדה כי מרבית צריכת המים בישראל מבוססת על מים מותפלים, ולאור העלייה החזויה בביקושים למים מותפלים בישראל (כאמור לעיל, יעדי ההתפלה של מדינת ישראל לשנים 2031 ו-2050 עומדים על 1,400 ו-1,750 מלמ"ק בשנה, בהתאמה, זאת לעומת כושר ייצור של כ-800 מלמ"ק בשנה נכון למועד זה), כאשר שיעורי הגידול באוכלוסייה לבדם מצריכים הקמת מתקני התפלה חדשים כל מספר שנים. בהתאם, כמפורט בסעיף 4.2 לעיל, פועלת המדינה בימים אלה להגדלת היקף המים המותפלים באמצעות הקמתם או הרחבתם של מתקני התפלה, זאת עוד לפני ייצוא כמות המים המקסימלית בהתאם להסכם המים עם ירדן (כמפורט בסעיף 4.2.2 לעיל) אשר יצריך גידול נוסף בהיקף המים המותפלים בישראל. כמו כן, מתקן ההתפלה בפלמחים ממוקם על קרקע ייעודית עם תמ"א להתפלה, אשר הינה אחת מתוך יתרת קרקעות מצומצמות ייעודיות להתפלה.

לאור האמור, פעלה BlueGen לגיבוש הסכמות עם בעל זכויות החכירה בקרקע, איי.אי.אס החזקות בע"מ ("**IES**"), בקשר עם הקרקע ומתקן ההתפלה. ביום 2 ביולי 2025, התקשרו BlueGen ו-IES במזכר הבנות לא מחייב לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה, במסגרתו סוכם על פעילות משותפת מול המדינה להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלת מתקן ההתפלה לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת ולשדרוגו ("**תקופת הזיכיון הנוספת**" ו-"**פרויקט שדרוג המתקן**", בהתאמה). במסגרת מזכר ההבנות הוסכם, בין

48 שותפות מוגבלת שהקימה BlueGen ביחד עם גופים מוסדיים מקבוצת מגדל, בה מחזיקה BlueGen ב-50.999% מהזכויות כשותף מוגבל וב-0.001% באמצעות חברה ייעודית בבעלות מלאה של BlueGen, המשמשת כשותף כללי.

היתר, כי IES תרכוש 50% מהמתקן לפי שווי המתקן בספרי הקרן במועד העסקה (וביחס לערך השייר (הגרט) – על פי שוויו בספרי הקרן נכון ליום 31 בדצמבר 2024) בכפוף להתאמות מקובלות כמפורט במזכר ההבנות, ובתוספת פרמיה מוסכמת מראש העומדת על סך של 21 מיליון ש"ח, המשקפת כ-15% משווי המתקן בספרי הקרן נכון ליום 30 ביוני 2025. עוד הוסכם, כי עד לתום תקופת הזיכיון הקיימת (28 באפריל 2029), תמשיך BlueGen להיות בעלת השליטה במתקן לצורך איחוד דוחותיו הכספיים בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי IFRS 10. מלבד האמור, במזכר ההבנות הוסכם, בין היתר, כי בכפוף לסגירה פיננסית של פרויקט שדרוג המתקן (ככל שיאושר), יועלו דמי השכירות עבור הקרקע למפרע החל מראשית שנת 2025 עם עליה נוספת החל מתקופת הזיכיון הנוספת (ככל שתאושר), וכן ישולמו דמי ניהול לשותפות פלמחים החל משנת 2026. כן הוסכם, כי עבודות פרויקט שדרוג המתקן יבוצעו באמצעות BlueGen. העסקה כפופה לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 31 במרץ 2026, לחתימה על הסכם זיכיון חדש מול המדינה, להסמכת IES להגשת תכנית לות"ל עבור חטיבת קרקע ההתפלה בפלמחים, וכן לקבלת אישורים נדרשים מאורגני החברה ומצדדים שלישיים. לפרטים נוספים ראו דיווחים מיידיים מימים 3 ביולי 2025 ו-1 בינואר 2026 (מס' אסמכתה: 2025-01-048179 ו-2026-01-000012, בהתאמה), הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה. ביום 3 בספטמבר 2025 ניתן אישור רשות התחרות לעסקה, ועם קבלתו החלו שיחות משותפות בין IES, שותפות פלמחים והמדינה על תקופת הזיכיון הנוספת ופרויקט שדרוג המתקן.

לפרטים נוספים אודות מתקן ההתפלה בפלמחים, ראו בס"ק ד להלן.

המידע האמור לעיל, אודות הנחיצות בהמשך הפעלת מתקן ההתפלה בפלמחים לאחר תום תקופת הזיכיון, וכן אודות תקופת הזיכיון הנוספת ופרויקט שדרוג המתקן, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על היקף הביקוש למים מותפלים בישראל בכלל, וממתקן ההתפלה בפלמחים בפרט, לאחר תום תקופת הזיכיון, וצרכיו של משק המים בישראל. לאור האמור ובשל, בין היתר, תלות בגורמים חיצוניים שונים אשר אינם בשליטת הקרן ו/או BlueGen, לרבות אופן ניהול משק המים בישראל וכן חתימה על הסכם מפורט, התקיימות התנאים המתלים והשלמת העסקה עם IES כאמור לעיל, אין כל ודאות כי מידע זה יתממש בחלקו ו/או במלואו.

ב. <u>מתקן ההתפלה באשדוד ותחנת הכוח בחצרו</u>

מתקן ההתפלה -

BlueGen מחזיקה ב-50% (באמצעות שותפות מוגבלת, "**שותפות אשדוד**")[49] בחברות הזכיין ("**זכיין ההתפלה**") והמפעיל של מתקן ההתפלה באשדוד (בסעיף זה "**מתקן ההתפלה באשדוד**" או "**המתקן**"). מתקן ההתפלה באשדוד הינו בעל קיבולת ייצור מקסימלית של 140 מלמ"ק, וייצור בפועל של 100 מלמ"ק בשנה, על פי זיכיון, כפי שתוקן כמפורט להלן עד לשנת 2044, במסגרת הסכם BOT.

עם השלמת עבודות השיפוץ והשדרוג שביצעו BlueGen ושפיר במתקן ההתפלה באשדוד, במסגרתן הוחלפו מערך הטיפול המקדים במים הנשאבים מהים ומערכות הבקרה שלו וכן הותקנו שני מנועי הנעה ישירה שמספקים את מרבית האנרגיה הנדרשת להפעלת המתקן, ובכך מוזילים משמעותית את עלויות האנרגיה שלו, ולאחר תקופת הרצה, החל מתקן ההתפלה באשדוד לפעול באופן מלא במהלך הרבעון השלישי 2025, וקצב הייצור בו עומד על 100 מלמ"ק בשנה. השיפוץ והשדרוג במתקן ההתפלה באשדוד הובילו לשיפור ניכר ביעילותו, לרבות חיסכון של כ-40% בעלויות הכימיקלים וחיסכון צפוי של כ-30% בעלויות האנרגיה, ואפשרו ביצוע מימון מחדש, כמפורט בסעיף 0 להלן.

תחנת הכוח בחצר מתקן ההתפלה -

במסגרת הסכם ה-BOT כאמור, מקימות BlueGen ושפיר תחנת כוח בחצר המתקן (באמצעות חברה המוחזקת בחלקים שווים על ידי BlueGen ושפיר, "**זכיין תחנת הכוח**" או "**תחנת הכוח**", לפי העניין),

49 שותפות מוגבלת בבעלות BlueGen ושפיר, בה מחזיקה BlueGen ב- 50% מהזכויות כשותף מוגבל והמנוהלת באמצעות חברה ייעודית בבעלות משותפת של BlueGen ושפיר, המשמשת כשותף כללי.

שתספק את יתרת צרכי האנרגיה של מתקן ההתפלה (בנוסף למנועי ההנעה הישירה שכבר חוברו, כאמור לעיל) ותתרום להפחתה נוספת בעלויות האנרגיה של מתקן ההתפלה, כאשר עודפי ייצור האנרגיה של תחנת הכוח ישמשו כזמינות למנהל המערכת וימכרו לרשת החשמל,[50] הכל על פי תנאי המכרז לרכישת המתקן.

נכון למועד הדוח, תחנת הכוח בעיצומו של הליך ההקמה. במהלך חודש יוני 2025, ניתן פסק דין בעתירה מינהלית שהוגשה בבית המשפט המחוזי בירושלים על ידי עירית אשדוד ויבנה, איגודי ערים וכן מספר גופים ירוקים, כנגד המשרד להגנת הסביבה וכנגד זכיין תחנת הכוח וזכיין ההתפלה, לפיו היתר הפליטה שניתן לתחנת הכוח מבוטל בשל פגמים שנפלו בהליך מתן ההיתר, והדיון במתן היתר הפליטה יוחזר למשרד להגנת הסביבה לצורך בחינתו מחדש בהקשר זה ("**פסק דין המחוזי**").

בסמוך לאחר קבלת פסק דין המחוזי ובהתאם לבקשה שהוגשה לבית המשפט על ידי זכיין תחנת הכוח וזכיין ההתפלה, ניתן צו לעיכוב כניסתו לתוקף של ביטול היתר הפליטה ביחס לשני מנועים המשמשים להפעלת המשאבות במתקן ההתפלה עצמו (מתוך שישה מנועים, כאשר ארבעת המנועים הנוספים הינם חלק מתחנת הכוח המוקמת בחצר מתקן ההתפלה). בחודש אוקטובר 2025 הגישו זכיין תחנת הכוח וזכיין ההתפלה ערעור על פסק דין המחוזי לבית המשפט העליון, אשר קבע מועד לדיון בערעור, והורה על עיכוב ביצוע של פסק דין המחוזי עד להכרעה בערעור. במקביל להליך המשפטי, שותפות אשדוד בוחנת אפשרות קבלת היתר פליטה חדש מהמשרד להגנת הסביבה, בהתאם לפסק דין המחוזי.

להערכת BlueGen, הקמת תחנת הכוח והפעלתה צפויה להסתיים במהלך המחצית השניה של שנת 2026. הזיכיון להפעלת תחנת הכוח נקבע עד לתום שנת 2044.

הארכת תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה באשדוד עד לשנת 2044 -

בעקבות תהליך הסדרה שהתנהל מול המדינה לקבלת פיצוי בגין נזקי מלחמת חרבות ברזל (שהובילה, בין היתר, לעיכובים בלוחות הזמנים שתוכננו לשיפוץ ושדרוג מתקן ההתפלה והקמת תחנת הכוח, ולגידול בעלויות), ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון מול המדינה ("**התיקון להסכם**"), במסגרתו הוארכה תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה ב-6 שנים נוספות, עד לתום שנת 2044 (חלף שנת 2038 לפני התיקון להסכם, ובהפחתה זניחה בתעריף המים בתקופת ההארכה). בנוסף, במסגרת התיקון להסכם, הותאמה תקופת הזיכיון של תחנת הכוח כך שתסתיים בתום שנת 2044, באופן בו תקופות הזיכיון להפעלת מתקן ההתפלה ותחנת הכוח תסתיימנה יחדיו בתום שנת 2044. בנוסף, במסגרת התיקון להסכם הוסכם על ויתור תביעות הדדי חלקי.

ההשקעות הנוספות שבוצעו במתקן ההתפלה, בין היתר, כתוצאה מהעיכובים בלוחות הזמנים עקב מלחמת חרבות ברזל, השיפור הניכר ביעילות המתקן, בשילוב הארכת תקופת הזיכיון כאמור ל-19 שנים (חלף 13 שנים לפני התיקון להסכם) מבטיחה את המשך פעילותו של מתקן ההתפלה עבור משק המים הישראלי לשש שנים נוספות, ובשילוב עם המימון מחדש שבוצע במתקן ההתפלה (כמפורט בסעיף 0 להלן) מייצרת נראות תזרימים גבוהה עבור BlueGen לשנים הבאות. לאור כל האמור, התזרים התפעולי הממוצע (לפני מס) של מתקן ההתפלה בשנת הארכת זיכיון אחת, בניכוי התזרים שנובע מקיצור תקופת הזיכיון של תחנת הכוח, צפוי לעמוד על כ-220-240 מיליון ש"ח בשנה. לפרטים נוספים אודות מתקן ההתפלה באשדוד, ראו להלן, וכן דיווחים מיידיים של החברה מימים 21 באוקטובר 2021, 21 ו-28 באוגוסט 2022 ו-26 במרץ 2025 (אסמכתה: 2021-01-158418, 2022-01-108733, 2022-01-105739 ו-2025-01-020738 בהתאמה), הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

לפרטים נוספים אודות מתקן ההתפלה באשדוד ותחנת הכוח, ראו בס"ק ד להלן.

המידע האמור לעיל, אודות תוצאות הערעור שהוגש על פסק דין המחוזי, קבלת היתר פליטה חדש מהמשרד להגנת הסביבה, מועד השלמת הקמת תחנת הכוח, מועד תחילת הפעלתה ותרומתה להפחתת

50 רישוי תחנת הכוח שתוקם יהיה בהתאם להחלטת רשות החשמל בעניין "אסדרה ליצרנים המחוברים לרשת מתח עליון הקמים ללא הליך תחרותי" (ישיבה מס' 555 מיום 6 במרץ 2019), אשר קבעה, בין היתר, מכסה ייעודית בהספק של 250 מגה וואט להקמת מתקני ייצור חשמל בחצרי מתקני התפלה.

בעלויות האנרגיה של המתקן, וכן הנראות התזרימית שמייצר המתקן עבור BlueGen וכן התזרים התפעולי השנתי הממוצע של המתקן הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על שיקול דעת בית המשפט והמשרד להגנת הסביבה, השלמת הקמת תחנת הכוח, ועל כמות המים שהמתקן ייצר וימכור. לאור האמור ובשל, בין היתר, תלות בגורמים חיצוניים שונים אשר אינם בשליטת הקרן לרבות קבלנים ומומחים חיצוניים, וקבלת אישורים רגולטוריים מתאימים, אין כל ודאות כי מידע זה יתממש בחלקו ו/או במלואו.

ג. <u>מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים באזור תעש רמת השרון</u>:

בחודש ינואר 2024, זכתה BlueGen, באמצעות בלוג'ן טיפול ביולוגי רמת השרון בע"מ, במכרז BOT להקמה, תפעול ותחזוקה של מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים באזור תעש רמת השרון, לתקופת תפעול של כ-25 שנים (לאחר תקופת פיתוח של כשנה ותקופת הקמה בת כ-3.5 שנים), קרי במועד הזכיה היה צפי לתקופת הזיכיון עד שנת 2052. נכון למועד הדוח, הפרויקט עודנו בתקופת הפיתוח, לפני סגירה פיננסית והתחלת הקמה, וזאת עקב קשיים סטטוטורים בהוצאת ההיתרים. בהתאם, תקופת התפעול צפויה להידחות, להערכת BlueGen, לפחות בכשנתיים, קרי תקופת הזיכיון תסתיים בשנת 2054. BlueGen פועלת לקידום הוצאת ההיתרים אל מול עיריית רמת השרון ורשות המים וכן הגישה ערר לוועדת ערר מחוזית לקידום הליך קבלת ההיתרים.

פעילות תעש באזור רמת השרון גרמה במשך עשרות שנים לזיהום חמור של מי התהום, במגוון מזהמים אשר הינו ייחודי בעולם. זיהום זה הוביל לסגירתם של כל קידוחי הפקת מי התהום ברמת השרון ושל חלק מקידוחי ההפקה בצפון תל אביב. מטרת הפרויקט הינה לשקם את מי התהום באזור, לצמצם את המשך התפשטות הזיהום לקידוחי הפקה אחרים ולאפשר את המשך השימוש באקוויפר החוף.

הפרויקט כולל שאיבה של המים המזוהמים בשישה קידוחי הפקה במוקדי הזיהום בשטחן המוניציפאלי של רמת השרון, הרצליה והוד השרון[51]. המים שיישאבו יוזרמו למתקן טיפול שיוקם סמוך למחלף מורשה, שם יטופלו עד לרמה המאפשרת שימוש בלתי מוגבל בהם (מעל רמת טיפול שלישוני) באמצעות טכנולוגיות ביולוגיות ופיזיקו-כימיות מוכחות, אשר צפויות להביא לתהליך טיפול אמין ויעיל במזהמים הייחודיים כאמור. המים המטופלים יוזרמו בצינור תת קרקעי לנחל הירקון כחלק מפרויקט גאולת הירקון ויהוו כשליש מהמים שיוזרמו לקטע זה של הנחל.

פרויקט זה, המתמחה בזיהומים ייחודיים מפעילות התעשייה הביטחונית, הינו הראשון מסוגו בישראל ולמיטב ידיעת BlueGen הוא פרויקט הטיפול בזיהום מי תהום הגדול והמורכב ביותר שבוצע בישראל, כאשר המתקן צפוי לטפל בכ-5.5 מלמ"ק מי תהום בשנה (כושר טיפול מקסימלי בכ-6.44 מלמ"ק מי תהום בשנה). הסכם הזיכיון קובע תעריף למ"ק (צמוד לסל מדדים שנקבע בהסכם הזיכיון) המחולק לתשלום קבוע ומשתנה למ"ק שסופק בפועל למזמינה, רשות המים באמצעות מנהלת הפרויקט (WTI), בתוספת מענק חד פעמי בסך של 50 מיליון ש"ח, בתום 4 שנות התפעול הראשונות. נכון למועד הדוח, עלות הקמת הפרויקט מוערכת בכ-150 מיליון ש"ח.

לפרויקט חשיבות גדולה למשק המים, לרווחת תושבי האזור ולתושבי מדינת ישראל, הוא יתרום משמעותית לשיקום מקורות המים באזור והאקוויפר, יסייע לפיתוח אחת מעתודות הקרקע החשובות במרכז הארץ ולשיפור איכות הסביבה והאקולוגיה באזור. בנוסף, המתקן יתרום משמעותית לשיקום נחל הירקון.

BlueGen פועלת לקידום התכנון והסטטוטוריקה בהתאם ללוחות הזמנים הקבועים במכרז. אולם, במסגרת פסק דין של בית המשפט העליון[52] מחודש דצמבר 2024, השעה בית המשפט העליון את תוקפה של ההוראה שאפשרה הוצאת היתרי בניה למתקנים בתחום תכנית תעש רמת השרון, וקבע כי תידרש

51 צנרת וקידוחים בשטח תעש רמת השרון בבעלות נצר השרון בע"מ; המתקן ברביע הדרום מזרחי של צומת מורשה בבעלות רמ"י.

52 עע"מ 3602-22 עיריית רמת השרון נ' ועדת המשנה לעררים של המועצה הארצית לתכנון ובניה.

עמידה במספר תנאים לצורך הקמות מתקנים בתחום תכנית תעש רמת השרון. BlueGen בוחנת את השלכות פסק הדין כאמור על הקמת חלקי הפרויקט המצויים בשטח תעש, לרבות לוחות הזמנים לקידום ההליכים הסטטוטוריים הנדרשים. לאור האמור, נכון למועד פרסום דוח זה, אין ודאות באשר למשך העיכוב הצפוי בפרויקט לאור העיכוב בהליכי הסטטוטוריקה כאמור לעיל.

המידע האמור לעיל, אודות דחיית תקופת הפעלת המתקן בכשנתיים, כמויות המים השנתיות שיטופלו במתקן לטיפול מי תהום בתעש, עלויות הקמתו ומורכבותה, אודות תרומת הפרויקט למשק המים ולרווחת התושבים, וכן אודות עמידת הפרויקט בתנאים שנקבעו על ידי בית המשפט ומשך העיכוב בהקמה נוכח פסיקת בית המשפט, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על הצלחת הקמת המתקן לטיפול במים מזוהמים בתעש ותפעולו, וכן על מימוש התכניות הלאומיות של ישראל. לאור האמור ובשל, בין היתר, תלות בגורמים חיצוניים שונים אשר אינם בשליטת הקרן, אין כל ודאות כי מידע זה יתממש בחלקו ו/או במלואו.

ד. <u>להלן תיאור תמציתי של מתקני מקטע פעילות זכיינות מים</u>:

	מתקן התפלה בפלמחים	מתקן התפלה באשדוד	מתקן לטיפול במי תהום באזור תעש רמת השרון
זכויות במתקן	הסכם זיכיון מסוג BOO משנת 2002 עד שנת 2029 (כאשר לזכיין הסכם שכירות לקרקע המתקן עד לשנה זו)	הסכם זיכיון מסוג BOT משנת 2011 עד שנת 2044 (לאחר הארכה)	הסכם זיכיון מסוג BOT משנת 2024 עד שנת 2052, כאשר לאור עיכובים בקבלת ההיתרים שאינם תלויים ב-BlueGen, סיום הזיכיון צפוי להיות בשנת 2054
הזכיין	דרך הים התפלה בע"מ, בבעלות שותפות פלמחים	אשדוד התפלה בע"מ, בבעלות שותפות אשדוד	בלוגין טיפול ביולוגי רמת השרון בע"מ
שיעור החזקת BlueGen	51% (כמפורט בהערת שוליים 48 לעיל)	50% (כמפורט בהערת שוליים 49 לעיל)	100%
מחזיקים נוספים	גופים מוסדיים מקבוצת מגדל (49%)	שפיר (50%)	-
מיקום	פארק תעשיות פלמחים, בקרקע המושכרת מפארק פלמחים בע"מ	אזור התעשייה אשדוד, קרקע בחכירה מרשות מקרקעי ישראל ("**רמ"י**")	צנרת וקידוחים בשטח תעש רמת השרון בבעלות נצר השרון בע"מ; המתקן ברביע הדרום מזרחי של צומת מורשה בבעלות רמ"י
סטטוס	מניב	מתקן התפלה – מניב תחנת הכוח – בהקמה	עיכוב בהליך הפיתוח עקב בעיות סטטוטוריות כמפורט בסעיף 4.3.2ג). BlueGen פועלת להסרת החסמים.
קיבולת ייצור מקסימלית (מלמ"ק לשנה)	105	140	צפי לכ-6.44
ייצור לפי הסכם זיכיון (מלמ"ק לשנה)	90	100	צפי לכ-5.5
כמות מים מותפלת בשנת 2025 (מלמ"ק)	89.3	88.7	-
הסדרה	הסכם הזיכיון מגדיר הכנסה קבועה מינימלית למפעיל המתקן (Take or Pay), הנגזרת מתעריפים קבועים לכמות המיוצרת (כ-90 מלמ"ק בשנה), לצד הכנסות משתנות מייצור מים. כן, עשויות להיות הכנסות נוספות שמקורן בהסדרי צריכה בתחום החשמל	בהסכם הזיכיון נקבע מראש תעריף רכישה של 2.4 ש"ח למ"ק (צמוד לסל מדדים שנקבע בהסכם הזיכיון) המחולק לתשלום קבוע ומשתנה למ"ק שסופק בפועל למדינה.	הסכם הזיכיון קובע תעריף למ"ק (צמוד לסל מדדים שנקבע בהסכם הזיכיון) המחולק לתשלום קבוע ומשתנה למ"ק שסופק בפועל למזמינה, בתוספת מענק חד פעמי בסך של 50 מיליון ש"ח, בתום 4 שנות התפעול הראשונות.

	מתקן התפלה בפלמחים	מתקן התפלה באשדוד	מתקן לטיפול במי תהום באזור תעש רמת השרון
	(הסדר להשלת הספק בזמני ביקוש ע"פ בקשת מנהל המערכת, בתמורה להכנסה בתעריף מובטח) וכן ייצור כמויות נוספות.[53]		
לקוחות	מקורות באמצעות מנהלת ההתפלה	מקורות באמצעות מנהלת ההתפלה	רשות המים באמצעות מנהלת הפרויקט (WTI)

4.3.3. תיאור פעילות BlueGen במקטע טיפול במים ושפכים (BOT)

הפעילות במקטע זה נעשית הן באמצעות ייזום, הקמה, תפעול ובעלות על מתקני טיפול במים וטיהור שפכים, מכוח זיכיונות BOT, הן באמצעות תפעול מתקנים כאמור שבבעלות צדדים שלישיים מכוח הסכמי תפעול והן באמצעות פרויקטים שונים של תכנון והקמת מתקנים, בעיקר בישראל, הכל כמפורט להלן.

א. מתקני התפלה ומט"שים בהסכמי BOT:

	מט"ש עכו	מתקן התפלה כפר מסריק	מט"ש בזן	מט"ש בית שאן
שנת הקמה או שדרוג/רכישה	2004 – הקמה 2014-2020 – שדרוג והרחבה	2017 – הקמה	2017 – שדרוג	2009 – רכישה 2018-2022 – שדרוג[54]
שיעור החזקה	100%	50% (שותפות עם כפר מסריק)	100%	100%
סטטוס	מניב	מניב	מניב	מניב
תקופת הזכויות	החל משנת 2007 ועד 2036	החל משנת 2017 עד לשנת 2034[55]	החל משנת 2017 ועד 2027	החל משנת 2009 ועד 2033
קיבולת (מלמ"ק לשנה)	14	6	5	6.6
הכנסות לשנת 2025 (במש"ח)	12	12	6	7
לקוחות	תאגידי מים של רשויות	מקורות	בזן	תאגידי מים של רשויות

ב. תפעול מתקנים בבעלות צדדים שלישיים

ל-BlueGen מערך תפעול נרחב, פרוס בכל רחבי הארץ ובעל ניסיון רב שנים בתפעול מערכות מורכבות של טיפול במים ובשפכים, הן במגזר המוניציפאלי והן במגזר התעשייתי, הכולל מערכות טיפול במים מליחים ובמי-ים, מערכות לטיפול בשפכים (מוניציפליים ותעשייתיים), תחנות שאיבה, טיוב והשבחת בארות, וזאת באמצעות שיטות טיפול במים המבוססות על טכנולוגיות מגוונות. נכון למועד הדוח, מעניקה BlueGen שירותי תפעול לכ-174 מתקנים שונים כאמור לעיל (לא כולל מט"שים בבעלותה או בזיכיון של BlueGen).

ככלל, התקשרות למתן שירותי תפעול ואחזקה למתקנים כאמור כוללת את תקופת ההתקשרות (שהינה, בדרך כלל, בין שנה לחמש שנים עם אופציה לתקופה נוספת ועם זכות למזמין לסיים את ההסכם במקרים מסוימים),

53 המידע אודות הכנסות נוספות וייצור כמויות נוספות בעתיד הינו מידע צופה פני עתיד, ואין וודאות כי יתקיים.

54 יצוין, כי למט"ש בית שאן היתה החרגה במסגרת ועדת חריגים לתקני איכות מי קולחים עד לסוף שנת 2024 ביחס לאיכות המים, עד להשלמת תנאים להקמת מאגר. בשנת 2025 תאגיד מי שאן הגיש בקשה נוסף להחרגה נוספת שלא התקבלה. BlueGen פועלת לניטור מקורות השפכים.

55 השטח עליו עומד מתקן ההתפלה מוחכר על ידי קיבוץ כפר מסריק, אשר העניק לשותפות זכות הרשאה במקרקעין לצורך הקמת מתקן ההתפלה ותפעולו לתקופה של 24 שנים ו-11 חודשים או למשך תקופת פעילות המתקן, לפי המוקדם, תמורת דמי הרשאה שנתיים.

התמורה הנגזרת מתעריף קבוע ל-1 מ"ק או עלות חודשית קבועה, וכן אחריות כוללת של נותן השירות.

ג. <u>פתרונות טכנולוגיים</u>

BlueGen היא בין החברות המובילות בעולם ביישום הפתרונות בטכנולוגית MBBR (Moving Bed Biofilm Reactor) בעשורים האחרונים, הן בהיבט גודל המתקנים והן בהיבט כמות הפרויקטים. BlueGen מעניקה שירותים, מוצרים ופתרונות ללקוחות וביניהם תאגידים גלובליים מובילים באירופה, אמריקה הלטינית ואסיה, מהתחום המוניציפלי והתעשייתי במגוון מגזרים. כמו כן BlueGen, באמצעות חברת בת שלה בהולנד, פעילה בתחום הטיפול האנאירובי בשפכים תעשייתיים בעלי עומס גבוה באמצעות טכנולוגיית DACS (Downflow Anaerobic Carrier System). בנוסף, ל-BlueGen תיק פטנטים בינלאומי אשר פותחו על ידה, בין היתר, כמוצרים תומכים לפתרון הטכנולוגי MBBR.

בנוסף, ל-BlueGen ניסיון רב בטיפול ומחזור שפכים כמקור מים חליפי לייצור מים לתעשייה. תהליכים אלו מאפשרים ללקוחות התעשייתיים הפחתה של עלויות תפעול ועמידה ביעדי ESG.

BlueGen פועלת להרחיב את פעילותה הבינלאומית באמצעות הצעת סל פתרונות בתחום זה במדינות שונות ברחבי העולם, באמצעות, בין היתר, הצעת פתרונות טכנולוגיים מתקדמים ייחודיים ומוכחים בתחום טיפול במים עם מליחות גבוהה, הרחקת מיקרו מזהמים ומחזור מים ושפכים. **המידע אודות הרחבת הפעילות הבינלאומית של BlueGen הינו מידע צופה פני עתיד, ואין ודאות כי יתקיים.**

4.3.4. <u>הקמת מתקנים</u>

בשני העשורים האחרונים הקימה BlueGen מספר פרויקטים בישראל, ביניהם, הקמת מתקן לטיפול בבוצת השפד"ן, הקמת מט"ש בזן, הקמת מתקן התפלה כפר מסריק וכן הרחבה ושדרוג של מט"ש עכו. בנוסף, עוסקת BlueGen במסגרת פעילות זו, בין היתר, גם בטיוב בארות, תכנון והקמה של מט"שים סניטריים ומוניציפליים, ומתקני טיפול בשפכים תעשייתיים ובמים לתעשייה, לרבות מתקנים לייצור מים לתחנות כוח.

להלן פרויקטים מהותיים במקטע זה:

א. בחודש מרץ 2025, החלה BlueGen, באמצעות חברה בת, בהקמת מתקן טיפול במים ותפעול בפרויקט DBO לשיקום מי תהום באתר תעשיות אלקטרו-כימיות לשעבר, על פי הסכם מחודש אוקטובר 2023 עם חברה בישראל. על פי ההסכם, תקופת ההקמה היא כ-24 חודשים ותקופת התפעול כ-20 שנים, כאשר כבר ביולי 2025 הסתיימה ההקמה של הזרם הראשון במתקן והוא הועבר לתפעול רציף. להערכת BlueGen, בכפוף לקבלת האישורים הרגולטוריים הנדרשים למתקן והנחיות הלקוח בקשר עם השלמתו, צפויה הקמת המתקן להסתיים בסוף שנת 2026. **המידע אודות משך הקמת הפרויקט ומועדי השלמתו הינו מידע צופה פני עתיד, ואין ודאות כי יתקיים.**

ב. בחודש מרץ 2025, חתמה BlueGen, באמצעות חברה בת, עם קבלן ההקמה של פרויקט סמארט וויסט על הסכם להקמת מט"ש ביולוגי בשטח המתקן לטיפול בשפכי המתקן. להערכת BlueGen, הקמת המט"ש צפויה להסתיים במהלך הרבעון השני של שנת 2026. **המידע אודות מועד סיום הקמת המט"ש הינו מידע צופה פני עתיד, ואין ודאות כי יתקיים.**

ג. ביום 28 ביולי 2025 הודיעה ועדת המכרזים של מקורות חברת מים בע"מ ("**מקורות**") ל-BlueGen על זכייתה במכרז לתכנון וביצוע של מתקן להתפלת מי ים סבחה ד' בעיר אילת (בסעיף זה, "**המכרז**" ו"**המתקן**", בהתאמה). הצעתה של BlueGen במכרז עמדה על סך של כ-425 מיליון ש"ח (בתוספת מע"מ), אשר ישולמו ל-BlueGen על פני תקופה של 3.5 שנים ממועד החתימה על הסכם בעניין ועד למסירת המתקן, בהתאם לאבני דרך שנקבעו במכרז.

ביום 17 בנובמבר 2025 BlueGen חתמה על ההסכם עם מקורות לתכנון מפורט של המתקן (אשר אמור להימשך כשנה), לרבות קבלת היתר בניה, ביצוע רכש ואספקת ציוד והקמת מתקן ההתפלה ומתקן לטיפול בתשטיפים של כלל מתקני סבחה. כמו כן BlueGen אחראית לביצוע תקופת ההרצה ומסירת המתקן למקורות תוך כ-42 חודשים, וכן חלה תקופת בדק של 36 חודשים ממועד הפעלת המתקנים. מתקן

ההתפלה שייבנה יהיה בקיבולת של כ-20 מלמ"ק מים מותפלים לשנה (כך שביחד עם תפוקת המתקן הקיים, תגדל תפוקת המתקן מ-18 מלמ"ק בשנה ל-38 מלמ"ק לשנה). לפרטים נוספים ראו דוח מיידי מיום 29 ביולי 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-056159), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

ד. בחודש מרץ 2023 התקשרה BlueGen עם חברה מחו"ל, בהסכם לביצוע תכנון, רכש ופיקוח (ללא הקמה בפועל) של פרויקט הקמת מתקן טיפול במים ושפכים עבור מפעל לייצור אולפינים ממתנול (MTO) באוזבקיסטן, לתקופה של כ-22 חודשים. לאחר סיום שלב התכנון הבסיסי, הפרויקט הושהה על ידי BlueGen בשל אי עמידת הלקוח בתנאי ההסכם, ובחודש דצמבר 2025, לאחר עיכובים שונים מצד הלקוח, הודיעה לו BlueGen על סיום ההתקשרות עימו.

4.3.5. תיאור פעילות BlueGen במקטע הקמות פרויקטים

כאמור, מקטע זה כולל הקמות פרויקטים מורכבים בתחומי המים, השפכים והפסולת, המהווה תחום מומחיות של BlueGen, אשר צברה ניסיון מקצועי והנדסי רב בהקמות. פעילות זו כוללת תכנון מתקנים, ניהול פרויקטים, ניהול ביצוע, ניהול תכנון, ניהול סיכונים, הבטחת ובקרת איכות ויישום שיטות מתקדמות לבקרה פיננסית, כל אלו כאמצעי לעמידה באיכות, בתקציב ובלוחות הזמנים של פרויקטים.

כאמור בסעיף 4.2.6 לעיל, נכון למועד זה, BlueGen מתכננת, מנהלת ומבצעת את הפרויקטים המפורטים להלן בהיקף הקמות כולל של כ-1.7 מיליארד ש"ח:

שם המתקן	תיאור הפרויקט בנספח זה
סמארט וויסט, ראשון לציון	סעיף 3.2.6(א)(1)
דיה, חבל אשכול	סעיף 3.2.6(א)(2)
שדרוג מתקן ההתפלה באשדוד	סעיף 4.3.2ב ו-ד
תחנת הכוח שבחצר מתקן ההתפלה באשדוד	סעיף 4.3.2ב ו-ד
מתקן תעש, רמת השרון	סעיף 4.3.2ג ו-ד
קו מיון פסולת אריזות, חירייה	סעיף 3.2.6ב(3)
מתקן מיון פסולת ביתית, חירייה	סעיף 3.2.6ב(2)
מתקן WTE, נאות חובב	סעיף 3.2.6א(3)

5. כימיקלים – פעילות נוספת

תחום הכימיקלים בישראל כולל ייצור, ייבוא ושיווק של כימיקלים, מוצרים וחומרי גלם מגוונים לתעשייה בישראל, כאשר מוצרי הכימיקלים כוללים, בין היתר, מוצרי כימיקלים מיוחדים (Specialties), המאופיינים בהיקפי פעילות נמוכים ומרווחים גבוהים יחסית, ונדרש להם מגוון רחב של תחומי ידע והתמחות בייצור ובמכירה, ומוצרי כימיקלים בסיסיים (Commodities), המאופיינים בהיקפי פעילות גבוהים, מרווחים נמוכים יחסית ורמת תחרות גבוהה יחסית.

בתחום הכימיקלים, עוסקת BlueGen בתחום המוצרים המיוחדים לתעשייה (ייצור, ייבוא ושיווק) ומתמקדת בתחומי התמחות בעלי חסמי כניסה גבוהים. בין היתר, פעילות עם חומרים מסוכנים מעין אלה, מחייבת אמצעים וידע מקצועי בכל הקשור לייצור, ייבוא, שינוע ואחסון. ל-BlueGen מתקן ייצור באתר עכו דרום, הכולל מעבדות ומספר מרכזים לוגיסטיים הכוללים מחסנים המאפשרים אחסון מוצרים בתנאים שונים (בטמפ' הסביבה, קירור וקירור עמוק).

בחודש דצמבר 2025 חתמה BlueGen על הסכם שכירות להעברת פעילות הכימיקלים לאתר פעילות חדש בצפון אשר ייתן מענה לגידול הפעילות ולצמיחה עתידית.

BlueGen נותנת שירותים למעל 1,000 לקוחות בישראל, ומתמקדת במגזרי התעשיה הבאים: תעשיות ביטחוניות, תחנות כוח, מפעלי מזון ותרופות, תעשיות מתכת וציפויים. החטיבה מספקת ללקוחות פתרון כולל: ייבוא, ייצור, תמיכה טכנית,

שירותים לוגיסטים, בדיקות מעבדה, אחסון והפצה.

6. השלכות מלחמת חרבות ברזל על BlueGen

מלחמת חרבות ברזל ("**המלחמה**"), השפיעה בעיקר על פרויקטי הזכיינות של BlueGen ועל פעילות ההקמות. ביחס לפרויקטי הזכיינות הפעילים ההשפעה לא היתה מהותית, נוכח אופי הפעילות שכמעט אינו מושפע ממצב בטחוני (למעט פגיעה ישירה באתר התשתיות) או מירידה בביקוש; מאידך, קיימת השפעה על פרויקטים בהקמה, עקב השלכות מצב הלחימה (גיוס עובדים רבים למילואים, אי הגעת יועצים מחו"ל, אי הגעת פועלים מהרשות הפלסטינית), באופן שחלו עיכובים בהקמת פרויקט סמארט וויסט ובשיפוץ ושדרוג מתקן ההתפלה באשדוד, דבר שהסב נזקים כלכליים ל-BlueGen. לענין זה יצוין, כי ככלל, הסכמי זכיינות בנכסי תשתיות מול המדינה (כמו אלו בהם BlueGen התקשרה ביחס לפרויקטים שהתעכבו כאמור), כוללים סעיף כוח עליון, המאפשר, בהתקיים תנאים מסוימים, קבלת פיצוי מהמדינה במקרים של כוח עליון (דוגמת מלחמה). בהתאם, מנהלת BlueGen משא ומתן מול המדינה לקבלת פיצוי עבור הנזקים (עיכובים, חריגות מהתקציב ועלויות נוספות) שנגרמו לה עקב המלחמה. במסגרת זו, נחתם תיקון להסכם הזיכיון במתקן ההתפלה באשדוד, לפיו תקופת הזיכיון הוארכה בשש שנים נוספות, עד שנת 2044, כמפורט בסעיף 4.3.2ב), ובפרויקט סמארט וויסט, מתנהל משא ומתן מתקדם מול המדינה, ולהערכת BlueGen הסכם מפורט לשיפוי בגין נזקי המלחמה צפוי להיחתם במהלך הרבעון השני של 2026.

המלחמה השפיעה גם על תחום ההקמות, בעיקר לענין תקציב ולוחות הזמנים של ההקמות, הנפגעים ממחסור בכוח אדם קבלני ומקצועי, הן מקרב עובדי BlueGen והן מקרב הספקים השונים. במסגרת ניהול סיכון זה פועלת BlueGen להמשך ביצוע ההקמות תחת ההסכמים הקיימים, תחת הנחת יסוד שבפרויקטי הזכיינות המדינה תיתן את המענה והסעד הנדרש להשקעות הנוספות ולהתמשכות ביצוע ההקמות כתוצאה מהמלחמה, כמפורט לעיל.

7. הון אנושי

החל משנת 2022 מכהן מר ליהוא הכהן כמנכ"ל BlueGen, אשר מעסיקה, נכון למועד הדוח, יחד עם חברות המוחזקות על ידה, כ-910 עובדים, מתוכם 550 עובדים בזרוע הפסולת ו-360 עובדים בזרוע המים וחטיבת ה-EPC וכן במטה BlueGen.

8. סיכונים סביבתיים ודרכי ניהולם

BlueGen היא חברה מובילה בתחומי פעילותה, הן מבחינת היקפי פעילות והן מבחינת מקצועיות ולה תרומה חשובה להגנת הסביבה, בין היתר, באמצעות טיפול בשפכים, פסולת, זיהומים, הפחתת פליטות וכיו"ב.

8.1. התחומים בהם פועלת BlueGen כפופים להוראות הנוגעות לאיכות הסביבה הרלוונטיות לכל תחום פעילות, כמו גם להיבטי בריאות, עמידה בתקנים מחמירים ובטיחות. הפעילות נעשית בפיקוחם של משרדי הבריאות, הגנת הסביבה והעבודה, כמו גם רשויות ממשלתיות, כגון רשות המים, רשויות מקומיות, תאגידי מים וביוב ורשויות רישוי עסקים רלוונטיות.

במסגרת פעילותה העסקית בתחום הכימיקלים, BlueGen מייצרת, מייבאת, מטפלת, סוחרת ומשנעת חומרים מסוכנים, כאשר במסגרת תחזוקת מתקני התפלת מי הים ומתקנים לטיפול במים ובשפכים, BlueGen מאחסנת ומשתמשת בחומרים מסוכנים, לצרכים תפעוליים בלבד. בהתאם, ל-BlueGen היתרי רעלים בתוקף וכן רישיונות עסק הכוללים תנאים נלווים מהמשרד להגנת הסביבה ומשרד הבריאות.

בנוסף, באתר ייצור הכימיקלים של BlueGen בעכו דרום ישנו מתקן לטיפול בשפכים תעשייתיים, אשר מטפל בשפכי אתר הייצור ובשפכי לקוחות המובלים למתקן באישור המשרד להגנת הסביבה. כשלים בייצור, בתפעול, באחסון, בשימוש או בשינוע שפכים אלה עלולים להוביל לפגיעה סביבתית.

BlueGen מטפלת באופן מלא ובהתאם להוראות הדין ולדרישות המשרד להגנת הסביבה ותאגידי המים, בשפכי התעשייה הנוצרים ובפליטות לאוויר, בהתאם להיתר הפליטה שברשותה, באמצעות מערך ניטור ובדיקות מעבדה. כשל בטיפול בתוצרי לוואי הנוצרים במסגרת פעילותה של BlueGen (כגון בוצה ורכז ופליטות לאוויר), עלול לגרום לזיהום סביבתי כגון זיהום אוויר, זיהום מי תהום וזיהום קרקע.

כשלים בתפעול מתקנים לטיפול במים ושפכים עלול להוביל לקליטת שפכים חריגים ופגיעה בתהליך העיכול האנאירובי. BlueGen מטפלת באופן מלא ובהתאם להוראות הדין ולדרישות המשרד להגנת הסביבה, רשות המים ותאגידי המים.

8.2. מדיניות BlueGen בניהול סיכונים סביבתיים

BlueGen מעסיקה מנהל בטיחות ואיכות סביבה, אשר מונה בהתאם לדרישות המשרד להגנת הסביבה, ואחריותו כוללת, בין היתר, ניהול תחום הבטיחות ואיכות הסביבה ב-BlueGen, לרבות עמידה בדרישות רגולטוריות, פיקוח על מתקני BlueGen על פי תוכנית שנתית, הדרכה והקמת צוותי חירום לאירועים סביבתיים וכן תחקור אירועים ויישום פעולות מתקנות, על מנת לצמצם את החשיפה לסיכונים סביבתיים.

BlueGen מבצעת אחת לשנה בכל אתריה "סקר סיכונים סביבתי" (JSA) ובעלת תקן בתחום ניהול סביבתי ISO14001. BlueGen מפעילה תכנית אכיפה סביבתית פנימית במסגרתה מבוצעות בדיקות תקופתיות על מנת לוודא עמידה של פעילותה באתרים השונים בדרישות דיני איכות הסביבה השונים ורישיונות העסק החלים על המתקנים השונים המופעלים על-ידה.

BlueGen מקיימת פורומים חודשיים של איכות הסביבה בחטיבת הכימיקלים ובזרוע המים וכן פורום רבעוני בנושא של הנהלת BlueGen. פורומים אלה דנים בהיבטים וסיכונים סביבתיים, סוקרים אירועים בתחום זה ומפקחים על ניהולם. במסגרת הדוחות התקופתיים הנהלת BlueGen סוקרת בפני הדירקטוריון את אירועי הבטיחות, איכות הסביבה והרגולציה.

בנוסף, מבצעת BlueGen ניטור תעסוקתי רפואי וסביבתי מידי שנה לוודא שלא קיימות חריגות מהרמה המותרת על פי התקינה. כמו כן, היא מבצעת באופן שנתי בדיקות רפואיות תעסוקתיות ומעקב לעובדים החשופים לחומרים מסוכנים ולרעש במסגרת עבודתם על פי הוראות הדין.

הסכום הכולל של עלויות סביבתיות בהן נשאה BlueGen בתקופת הדוח, הן עבור מניעה או הפחתה של פגיעה בסביבה והן לצורך תיקון נזקים שנגרמו לסביבה ושיקומה, אינו מהותי ל-BlueGen.

9. מימון

למועד הדוח, BlueGen מממנת את פעילותה ממקורות עצמיים, מאשראי בנקאי, נייר ערך מסחרי (נע"מ) ומהלוואות בעלים.

9.1. שיעורי ריביות ליום 31 בדצמבר 2025 בהלוואותיה המהותיות של BlueGen (סולו):

	הלוואות לזמן קצר	הלוואות לזמן ארוך
סכום (באלפי ש"ח)	185,390	53,146
שיעור ריבית	P-1.25% - P+1.65%	P+1.2%

9.2. הסכמי מימון פרויקטאלים

ליום 31 בדצמבר 2025, חברות מוחזקות של BlueGen קשורות בהסכמי מימון: דרך הים, סמארט וויסט ומתקן ההתפלה באשדוד. להלן יובאו עיקר פרטי הסכמי המימון האמורים:[56]

הלווה	דרך הים	סמארט וויסט	שותפות אשדוד וזכיין תחנת הכוח
מועד נטילת ההלוואה / המסגרת	23 בפברואר 2005, כפי שתוקן מעת לעת ולאחרונה בחודש דצמבר 2021 כחלק מהליך השבחה פיננסית שבוצע.	משיכה ראשונה – ספטמבר 2023. נכון ליום 31 בדצמבר 2025 נוצלו מסגרות אשראי בהיקף של כ-618 מיליון ש"ח (כולל ריבית נצברת).	25 באוגוסט 2022, כפי שתוקן ביום 14 בדצמבר 2025 במסגרת הליך מימון מחדש.

56 מובהר כי הלוואות אלו אינן בגדר "הלוואה מהותית" כמשמעה בעמדה המשפטית של רשות ניירות ערך מס' 15-104: אירוע אשראי בר דיווח (מעודכנת מיום 14 בינואר 2024) – בהתאם לשו"ת 8 בעניין ישות השקעה. עם זאת, הקרן מבקשת להביא לידיעת המשקיעים פרטים מהותיים ביחס להלוואות כאמור, כמפורט בסעיף 0 זה.

הלווה	דרך הים	סמארט וויסט	שותפות אשדוד וזכיין תחנת הכוח
תקופת ההלוואה / המסגרת	ההלוואות מכוח הסכם המימון צפויות להפרע עד כשנה לפני תום תקופת הסכם הזיכיון (קרי עד ליוני 2028).	האשראי שיילקח מתוך המסגרות יפרע בתשלומים חצי שנתיים החל מינואר 2025 ביחס להלוואה לזמן קצר, אשר תומר להלוואה לזמן ארוך שנתיים מהפעלה מסחרית. מועד הפירעון הסופי של ההלוואה לזמן ארוך הינו המוקדם מבין: (א) 12 חודשים לפני תום תקופת הזיכיון; ו- (ב) 27 שנים ו-9 חודשים ממועד הסגירה הפיננסית.	מסגרת אשראי לשותפות התפלה היתה עד כ-30 חודשים ממועד המשיכה והוארכה ב- 21 חודשים נוספים במסגרת המימון מחדש. מסגרת אשראי וחוב בכיר לזכיין התפלה ולזכיין תחנת הכוח: האשראי לזכיין ההתפלה ייפרע לא יאוחר מ-3 חודשים לפני תום תקופת זיכיון ההתפלה המוארכת, והאשראי לזכיין תחנת הכוח יועמד לתקופה של עד 3 חודשים לפני תום תקופת הפעלת תחנת הכוח (כ-18 שנות הפעלה).
סכום ההלוואה / המסגרת המקורי (במש"ח)	<u>סה"כ הלוואות</u>: כ-835	<u>סה"כ מסגרות אשראי</u>: כ-875	<u>סה"כ חוב בכיר לזכיין ההתפלה</u>: 1,480 (ש"ח) ו-121 (באירו) <u>מסגרת אשראי לזכיין תחנת הכוח</u>: 82 (באירו)
יתרה בספרים ליום 31.12.2025 (במש"ח)	<u>יתרת הלוואה</u>: חוב בכיר- כ-179 חוב נחות- כ-41	<u>יתרת הלוואה</u>: כ-618 (כולל ריבית נצברת)	<u>סה"כ יתרת הלוואות התפלה</u>: 1,481 (ש"ח) ו-111 (אירו) <u>סה"כ יתרת הלוואה בזכיין תחנת הכוח</u>: 81 (אירו)
תנאי ריבית והצמדה	כלל הלוואות החוב הבכיר צמודות למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית בטווח של 2.5%-5.5%.	ההלוואות שתלקחנה מתוך מסגרות ההקמה תישאנה ריבית בשיעור ריבית בנק ישראל בתוספת מרווח של עד 1.5%-3.5%, כאשר 60% מהחוב ("**החלק המגודר**") מגודר כנדרש, בריבית בטווח של 6.8%-7.4%. יתרת ההלוואה בריבית משתנה תגודר עד למועד ההמרה בחודש מאי 2028, בהתאם לתנאי הסכמי המימון המתוקנים.	שותפות התפלה: סכום של 262 מיליון ש"ח – ריבית שנתית משתנה, על בסיס ריבית בנק ישראל בתוספת מרווח בטווח של 2.5%-3.5% וסכום של 110 מיליון ש"ח – ריבית שנתית משתנה, על בסיס ריבית בנק ישראל בתוספת מרווח בטווח של 0.5%-1.5%. חוב בכיר זכיין התפלה: (א) שקלי - אג"ח ממשלתי צמוד מדד בתוספת מרווח בטווח של 2%-3%. (ב) אירו - ריבית אירו על בסיס Euro SWAP Rate בתוספת מרווח בטווח של 2%-3%. במסגרת המימון מחדש, הריביות המצויינות לעיל עלו בטווח של 0.1%-0.6% כנגד הארכת מח"מ החוב. <u>חוב בכיר זכיין תחנת כוח</u>: אירו - ריבית אירו על בסיס Euro SWAP Rate בתוספת מרווח בטווח של 2%-3%. ביחס להלוואות שהועמדו במסגרת המימון מחדש: סכום של כ-330 מיליון ש"ח צמוד מדד – ריבית בטווח של 3.5% ל-4.5%. סכום של כ-28 מיליון אירו - ריבית בטווח של 4.5%-5.5%. המסגרות המפורטות מוצמדות בחלקן למדדים שונים.
אמות מידה פיננסיות	(1) Fixed Price to Fixed Cost Ratio לא יפחת מ-1; (2) Debt Service Cover Ratio לא יפחת מ-1.05; (3) Loan Life Cover Ratio לא יפחת מ-1.05. נכון ליום 31 בדצמבר 2024, עומדת דרך הים באמות המידה הפיננסיות.	(1) Annual Debt Services Cover Ratio ("**ADSCR**") היסטורי[57] לא יהיה נמוך מ- 1.05; (2) ADSCR חזוי[58] לא יהיה נמוך מ- 1.05; (3) Loan Life Coverage Ratio[59] לא יהיה נמוך מ- 1.05.	<u>זכיין התפלה</u> (1) יחס כיסוי היסטורי[60] לא יפחת מ-1.05; (2) יחס כיסוי חזוי מינימלי לא ירד מ- 1.05; (3) יחס בין תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב עד לתום הפרויקט כשהוא מהוון בריבית החוב הבכיר, לבין יתרת החוב הבכיר

57 ADSCR היסטורי יחושב לגבי תקופת החישוב האחרונה לפי מועד ביצוע החישוב, כיחס בין תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב בגין אותה תקופה, ותשלומי קרן וריבית באותה תקופה, הכל כמפורט בהסכמי המימון.

58 ADSCR חזוי יחושב באופן דומה לגבי 12 החודשים העוקבים למועד החישוב וכמפורט בהסכמי המימון.

59 LLCR יחושב כיחס שבין תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב עד למועד הפירעון הסופי המאוחר ביותר של ההלוואות (בתוספת סכומי רזרבה לשירות החוב) לבין יתרות החוב במועד החישוב, הכל כמפורט בהסכמי המימון.

60 היחס בין תזרים המזומנים הפנוי לשירות חוב במשך 12 החודשים הקודמים למועד החישוב לבין החזר החוב בתקופה זו.

הלווה	דרך הים	סמארט וויסט	שותפות אשדוד וזכיין תחנת הכוח
		נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עומדת סמארט וויסט באמות המידה הפיננסיות.	למועד החישוב (LLCR) שלא ירד מ-1.05. יצוין, כי בקרות תרחישים מסוימים ביחס לכמויות מים מופחתות, נקבעו יחסים שונים מהמתואר לעיל, לצורך בחינת היכולת להגדיל את יחס המינוף. <u>זכיין תחנת הכוח</u> יחס כיסוי ADSCR היסטורי ל-12 החודשים האחרונים נמוך מ-1.05; יחס כיסוי ADSCR חזוי ל-12 החודשים העוקבים נמוך מ-1.05; יחס כיסוי LLCR הנמוך מ-1.05 נכון ליום 31 בדצמבר 2025, זכיין ההתפלה וזכיין תחנת הכוח עומדים באמות המידה הפיננסיות.
קיומן של מגבלות על חלוקת דיבידנד	מגבלות שעיקרן עמידה ביחסי LLCR, DSCR ו-FC/ FP.	מגבלות שעיקרן חלוף פרקי זמן מינימאליים ממועד תחילת הפעלת המתקן, עמידה ביחסי כיסוי שנקבעו, וכן הוראות בדבר שמירת סכומים בחשבון רזרבה.	מגבלות על זכיין ההתפלה ועל זכיין תחנת הכוח, שעיקרן חלוף פרקי זמן מינימאליים ממועד תחילת הפעלת המתקן, פירעון חלק מתשלומי ההלוואה ועמידה ביחסי HDSCR, PDSCR ו- LLCR שנקבעו.

10. **<u>מיסוי</u>**

ביום 17 באפריל 2023, התקבלה אצל שותפות אשדוד שומה מטעם רמ"י בסכום של כ-162.5 מיליון ש"ח, לא כולל מע"מ ("**השומה**"), עקב שינוי ייעוד לקרקע בשטח מתקן ההתפלה, בשטח של כ-7.4 דונם (מתוך שטח כולל של כ-83 דונם), המיועדת להקמת תחנת הכוח לתמיכה במתקן ההתפלה. היקפה של השומה נובע, לגישת רמ"י, בעיקר, משינוי ייעוד הקרקע כאמור מייעוד של מתקן התפלה לייעוד של תחנת כוח.

לאחר שתי השגות שהגישה שותפות אשדוד, התקבלה שומה מעודכנת מרמ"י, בה הופחת סכום השומה לכ-46 מיליון ש"ח.

במקביל גובש הסדר מול רמ"י על-פיו תשלום השומה יידחה לתקופה של שנתיים, וככל שלא תתקבל שומה סופית עד תום השנתיים, ישולמו 15% מהשומה העדכנית מדי שנה עד למיצוי ההליכים. ההסדר אושר על-ידי הזכיין ועל-ידי מנהלת ההתפלה.

בנוסף לאמור, בחודש נובמבר 2024 התקבלה החלטה של רמ"י והחשכ"ל הקובעת שתחנות כוח אשר יוקמו בהליך מכרזי ישלמו היטלי השבחה בסכום של כ-300 אלף ש"ח למגה וואט, כך שלפי החלטה זו, השומה המקסימאלית למתקן נאמדת בסך שלא יעלה על כ-30 מיליון ש"ח.[61] בעקבות מגעים בין שותפות אשדוד ורמ"י ביחס לתיקון השומה, בחודש פברואר 2026 התקבלה החלטת יו"ר ועדת ההשגות כי רמ"י תבהיר לגבי תקופת ההפעלה שאליה מתייחסת השומה.

בטרם מיצוי ההליכים כאמור על ידי שותפות אשדוד, אין באפשרות BlueGen להעריך את הסיכוי שתתקבל עמדת רמ"י כאמור, או להעריך את ההשלכות של קבלת עמדת רמ"י על הקמת תחנת הכוח באשדוד.

11. **<u>יעדים ואסטרטגיה עסקית</u>**

הקרן פועלת למצב את BlueGen כגורם המוביל בישראל בתחום הסביבה: מים ושפכים וטיפול בפסולת, תוך מיקוד בפרויקטים תשתיתיים לאומיים גדולים, ובנכסים מניבים ויציבים בתחומים עתירי רגולציה וביקוש. בנוסף, לאור צרכי הטיפול במים ובשפכים בתעשיה ולאור צרכי מים מותפלים במדינות בעלות תנאי שוק המתאימים לפעילותה של BlueGen, פועלת הקרן לפתח את הזרוע הגלובלית של BlueGen.

11.1. **בזרוע הפסולת** – עם השלמת הקמת זרוע הפסולת, ממוצבת BlueGen כפלטפורמת פסולת מקומית מובילה, בעלת נוכחות במגוון סוגי פסולת ובמרבית שרשרת הערך. בהתאם, BlueGen פועלת לקידום הקמת מתקן סמארט וויסט למיון והשבת אנרגיה מפסולת בשפד"ן (המתואר בסעיף 3.2.6(א)(1) לעיל), להקמת מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית

61 החלטת הנהלה של רמ"י - מחיר אחיד להקצאת קרקע לתחנות כח מוסמכות שיקומו במסגרת אסדרת רשות החשמל, מיום 6 בנובמבר 2024.

באשכול (המתואר בסעיף 3.2.6(א)(2) לעיל), להיערכות להקמת מתקן WTE בנאות חובב (המתואר בסעיף 3.2.6(א)(3) לעיל) וכן לגשת למכרזי PPP בתחום זה.

במקביל, BlueGen תפעל להאצת יצירת סינרגיות בין כל פעילויותה בתחום זה, תוך העמקת שיתוף הפעולה בין הפעילויות, ויצירת הסתכלות אחודה באמצעות זרוע הפסולת. בנוסף, תפעל BlueGen לביצוע מיזוגים ורכישות בתחום, תוך התמודדות במכרזים נוספים לבניית מתקנים לטיפול בפסולת, המשך הרחבת פעילויות קיימות באמצעות עסקאות ייזום ופיתוח והגדלת רווחיות באיסוף ומחזור פסולת. BlueGen עוסקת באופן שוטף באיתור הזדמנויות להצמחת הפעילות הקיימת לאורך שרשראות הערך הקיימות ובהתרחבות אל תוך זרמי פסולת וטיפול נוספים.

11.2. **בזרוע המים** – BlueGen פועלת להרחבת פעילותה ולמיצוי הסינרגיות בין מתקני ההתפלה פלמחים ואשדוד שבהחזקתה (לרבות הקמת תחנת הכוח בחצר מתקן אשדוד), תוך ניצול היתרון לגודל, וכן לגשת למכרזי PPP בתחום זה, לרבות מכרז BOT לשדרוג והרחבת מתקן ההתפלה באשקלון, מכרז BOT לתכנון, הקמה, תפעול ותחזוקה של מתקן התפלה בעמק חפר וכן מכרז BOT לטיפול משלים בקולחי השפד"ן. כמו כן, פועלת BlueGen להארכת הסכם הזיכיון במתקן ההתפלה בפלמחים. BlueGen אף בוחנת מספר מכרזים להקמת מתקני התפלה בחו"ל.

בנוסף, על רקע אתגרי מחסור במים, BlueGen תפעל להרחבת תחומי הפעילות שלה בתחום המים והשפכים בישראל, כך שתוכל להנות מהמרחב המלא של שוק זה בישראל. במקביל, BlueGen תמשיך לפעול בפרויקטים בהם יש לה יתרונות טכנו-כלכליים תהליכיים וכן בתחומים בהם היא עתירת ניסיון – התפלת מים ים, ייצור מים בעלי איכות גבוהה לשימושים תעשייתיים, טיפול ומחזור שפכים כמקור מים חלופי וטיפול בשפכים תעשייתיים, כדי להביא להגדלת כמות המכירות, הפרויקטים ופתרונות הטיפול במים ושפכים, בישראל ובחו"ל. BlueGen מתכננת להמשיך ולטייב את פריסתה הגלובלית על מנת לאפשר יצירת יתרונות לגודל בשווקים וסוגי פעילות בהם יש לחברה יתרונות יחסיים.

<u>במקטע ההקמות</u> – היעדים המרכזיים של BlueGen הם עמידה ביעדי הלו"ז והתקציב של הפרויקטים, דבר שיאפשר עמידה של BlueGen ביעדיה הפיננסים לשנת 2026, וכן המשך קידום ופיתוח היכולות הקבלניות להרחבת הפעילות בתחומי המים והשפכים, באמצעות ניהול הסיווג הקבלני של BlueGen והרחבתו ו/או רכישה של חברה קבלנית מתאימה ובתכנון והיערכות להקמה של מתקן להתפלת מי ים סבחה ד' בעיר אילת.

לאחר פרסום תוכנית האב לטיפול במשק הביוב של רשות המים והרצון להקים מרכזים לטיפול בבוצה, BlueGen בוחנת כניסה והעמקה לתחום במסגרת הפעלה של מט"שים קיימים לצורך התמודדות עם היקפי הבוצה.

11.3. **כימיקלים** – הרחבת פעילות BlueGen בתחום זה, בין היתר, באמצעות הגדלה וגיוון תמהיל המכירות ללקוחות קיימים, פיתוח וגיוון סוגי המוצרים והשירותים המסופקים, גיוס לקוחות חדשים וכן רכישת פעילויות משלימות.

האמור בסעיף זה ביחס ליעדים והאסטרטגיה העסקית של BlueGen הינו מידע צופה פני עתיד, אשר מבוסס בין היתר, על שאיפות, יעדים והערכות של BlueGen, אשר אין ודאות כי יתממשו. מבלי לגרוע מכלליות האמור, שינויים עתידיים אפשריים באיזה מהגורמים עליהם מבוססים היעדים, ההערכות והשאיפות כאמור, או שינויים באסטרטגיה העסקית של BlueGen עשויים להשפיע באופן מהותי על ההערכות שלעיל. ההערכות האמורות לעיל עשויות להיות שונות מהותית במקרה של התממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 13 להלן.

12. <u>צפי להתפתחות בשנה הקרובה</u>

בשנת 2026 צפויה BlueGen להתמקד בפיתוח נכסיה הקיימים, בהגשת הצעות במכרזים בתחומי פעילותה, וכן בהתרחבות נוספת ליצירת פוזיציה משמעותית בשוק הפסולת, וביסוס מעמדה כשחקן מוביל בשוק זה, כמפורט להלן:

12.1. **<u>זרוע הפסולת</u>** – המשך הקמת מתקן סמארט וויסט ומתקן דיה, ותחילת היערכות להקמת מתקן WTE, וזאת לצד המשך ייזום, הקמה והפעלת מתקנים ופעילויות נוספות בתחום הפסולת וכן כניסה ליזמות מול רשויות בשלטון המקומי בנושאי הקמות מתקנים לטיפול טכנולוגי בפסולת. בהתאם, המשך הקמת המתקן למיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בחירייה (המתואר בסעיף 3.2.6ב(2) לעיל) וכן תכנון והקמת מתקן קו מיון פסולת אריזות חדש בחירייה (המתואר בסעיף 3.2.6ב(3) לעיל). במקביל, המשך צמיחה אורגנית והגדלת רווחיות בתחומי איסוף, טיפול

ומחזור פסולת יבשה, והגעה להסדר מול המדינה ביחס לפרויקט סמארט וויסט לקבלת פיצוי עבור הנזקים (עיכובים, חריגות מהתקציב ועלויות נוספות) שנגרמו לה עקב המלחמה.

12.2. **זרוע המים וחטיבת ה-EPC** – המשך הקמת תחנת הכוח בחצר מתקן ההתפלה באשדוד, המשך קידום הליכי קבלת ההיתרים, הליכי התכנון והסגירה הפיננסית של מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים באזור תעש רמת השרון, והיערכות לגשת למכרזי התפלה בחו"ל.

בנוסף, הרחבת תחומי הפעילות של BlueGen בתחום המים בישראל, כך שתוכל להנות מהמרחב המלא של שוק זה בישראל, המשך החדירה לשוק הטיפול במים הבינלאומי, ופעילות להרחבת הפריסה הגלובלית של BlueGen, באמצעות נציגים מקומיים ובאמצעות שיתופי פעולה עם שותפים אסטרטגיים וגורמים בינלאומיים רלוונטיים, כגון קבלני EPC או חברות הנדסה גלובליות, שיקרבו אותה לשווקים בהם היא מתכננת לפעול ויסייעו לה להרחיב את פעילותה.

BlueGen פועלת להארכת ההסכם להפעלת מתקן התפלה כפר מסריק לתקופה נוספת בת 25 שנים והרחבת הכמות המטופלת על ידו ל - 7.5 מלמ"ק בשנה. הארכת ההסכם כאמור כפופה לקבלת צו רכישה מרשות המים.

<u>במקטע ההקמות</u> – במסגרת היערכותה להתמודדות במכרזי החשכ"ל בתחום ההתפלה, הטיפול במים והפסולת, תפעל BlueGen להגשת הצעה במכרז לשדרוג והרחבת מתקן ההתפלה אשקלון ובניית הצעת מחיר לטיפול משלים בקולחי השפד"ן. כמו כן, יבוצע מיקוד בניהול הקמת מתקן למיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בחירייה ומתקן מיון פסולת אריזות חדש בחירייה.

12.3. **כימיקלים** – קידום המעבר לאתר פעילות חדש בצפון בסוף שנת 2026 אשר ייתן מענה לגידול בפעילות התחום ולצמיחה עתידית, הרחבת הפעילות בתחום באמצעות הגדלת היצע המוצרים והפתרונות ללקוחות והגדלת נתח השוק, וכל זאת תחת עמידה מחמירה בכלל הדרישות הרגולטוריות ודרישות האיכות של הלקוחות.

האמור בסעיף זה ביחס לצפי להתפתחות בשנה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד, אשר מבוסס בין היתר, על שאיפות, יעדים והערכות של BlueGen, אשר אין ודאות כי יתממשו. מבלי לגרוע מכלליות האמור, שינויים עתידיים אפשריים באיזה מהגורמים עליהם מבוססים היעדים, ההערכות והשאיפות כאמור, או שינויים באסטרטגיה העסקית של BlueGen עשויים להשפיע באופן מהותי על ההערכות שלעיל. ההערכות האמורות לעיל עשויות להיות שונות מהותית במקרה של התממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 13 להלן.

13. <u>דיון בגורמי סיכון</u>

13.1. <u>גורמי סיכון מקרו כלכליים</u>

13.1.1. **מצב בטחוני, מדיני ופוליטי** – הרעה במצב הבטחוני או המדיני בישראל, עלולה להשפיע על תחומים רבים במשק. עם זאת, בשל אופי הפעילות בתחומי הפסולת והמים נראה כי תפעול המתקנים הקיימים לא יושפע בצורה מהותית לאורך זמן, בעוד שהקמת פרויקטי תשתית עשויה להתעכב. לפרטים אודות השפעת המלחמה על תחומי הפעילות ראו סעיף 6 לעיל.

13.1.2. **שינויים מאקרו כלכליים** – שינויים אשר ישפיעו על פעילות המשק והביקוש לטיפול במים, שפכים ופסולת, כגון האטה כלכלית, מיתון או משבר פיננסי במשק. עם זאת, הביקוש לתחומים אלו דפנסיבי בעיקרו ואינו מושפע מהותית ממצב המאקרו. השפעה מהותית יותר וחיובית יכולה להיות על קידום פרויקטים לאומיים, כחלק ממאמץ המדינה לקדם את יציאת המשק ממשברי מאקרו ותמיכה בפרויקטי תשתיות.

13.1.3. **שינויי אינפלציה, מדד, שערי חליפין וריבית** – חלק מנכסיה של BlueGen, בעיקר נכסים הפועלים במתווה זכיינות, הינם ארוכי טווח, ובהתאם, גם משך חשיפתם לתנודות במדדים ובשיעור הריבית במשק. ככלל, בפרויקטים אשר המזמינה היא המדינה סיכונים אלו מגודרים באמצעות הצמדה לסל מדדים ומט"ח המשקף את הרכב ההוצאות לאורך חיי הפרויקט. עם זאת, ל-BlueGen מספר פרויקטים קצרי טווח אשר ההכנסות מהם מגודרות חלקית לשינויים בריבית, מט"ח ואינפלציה. כמו כן ל- BlueGen הלוואות בריבית משתנה החשופות לשינויים בשיעור הריבית במשק.

13.1.4. **סיכון סייבר** – ל-BlueGen ולנכסיה העיקריים, תשתיות מערכות מידע אשר תומכות בפעילותם, דבר המעלה את החשיפה לאיומים ולסיכונים באבטחת המידע ולסיכוני סייבר. תקיפת סייבר לצורך חדירה לאחת ממערכות המידע או לפגיעה בהן, בשימוש התקין בהן, או בחומר השמור בהן, עלולה לגרום לנזקים ישירים ועקיפים, ובהם שיבוש, הפרעה או השבתה של פעילות, מתקפות כופרה, דליפת מידע ואובדן מידע, פגיעה במוניטין והוצאות שיקום המערכות. BlueGen מתמודדת עם סיכון הסייבר באמצעות מערכות אבטחה מתקדמות, וביניהן, מערכות לזיהוי וניטור חדירות וניסיונות חדירה לרשת הארגון ומניעתן, בדיקות חדירה וסיכונים שנתיות, מרכז התראה חיצוני ועדכון כלל המוצרים והתשתיות בהתאם להנחיות היצרן.

13.2. גורמי סיכון ענפיים

13.2.1. **ירידה בביקוש למים מותפלים** – הכנסות מתקן ההתפלה בפלמחים ובאשדוד הינן בחלקן לפי כמויות מים מותפלים שנמכרות למדינה, ולכן ירידה בכמויות המים המותפלים הנמכרות יפגעו בהכנסות BlueGen. במסגרת הסכמי הזיכיון, המדינה רשאית בתחילת כל שנה להפחית את כמויות המים הנדרשות לשנה הבאה. להערכת BlueGen, גורם סיכון זה עשוי להתממש לאחר שנים גשומות במיוחד, או עם השלמת הקמת מתקני התפלה נוספים, אשר יפחיתו את כמות המים הנדרשת ממתקני ההתפלה שבבעלותה. עם זאת יצוין כי ירידה בביקוש בהיקף מסוים עשויה להביא להפחתת שעות ייצור בפסגה ולהפחתת הוצאות האנרגיה, באופן שעשוי אף להטיב עם תוצאות הפעילות.

13.2.2. **עליה בעלות ההטמנה של פסולת מוצקה ואורגנית** – עלות ההטמנה עבור BlueGen מורכבת ממחיר השער שגובה המטמנה, עלויות ההובלה למטמנה והיטל ההטמנה. עליה במחיר אחד מהרכיבים האמורים תגרום לעליה בהוצאות נכסי זרוע הפסולת, הקיימים והעתידיים. עם זאת, בחלק ממתקני BlueGen, בדגש על מתקן גרין נט, ישנו מנגנון הגנה בצד המחיר המשולם על ידי הרשות המקומית אשר מבצע מיטיגציה משמעותית לסיכון זה.

13.2.3. **ירידה בכמויות הנייר לאיסוף ובמחירי הקרטון** – האטה בביקוש העולמי למוצרי נייר לבן ועיתון כתוצאה מפעילות paperless עלול לפגוע בפעילות מכירת מוצרי מחזור נייר. בנוסף, קיימת תנודתיות במחירי מכירת הקרטון. עם זאת, התאמת מכרזי הרשויות ומחירי האיסוף באופן כללי לפינוי פסולת קרטון למחירים העולמיים מביאה למיטיגציה לסיכון זה.

13.2.4. **שינוי בתמיכות ותכולות** – בהמשך לאסטרטגיה החדשה לטיפול בפסולת של המשרד להגנת הסביבה, עשוי המשרד לשנות את הקולות הקוראים שפרסם ולהפחית מהמענקים אותם התחייב לתת על פיהם.

13.2.5. **ירידה במחירי חומרים ממוחזרים ובביקוש להם** – חלק מהכנסותיהם של מתקן גרין נט ושל מתקני קצה נוספים המפיקים מוצרים ממחזור הפסולת (ובעתיד, גם בהכנסתם של סמארט וויסט ומתקן חירייה) נובע ממכירת חומרים למפעלי מחזור. ירידה במחיר החומרים כאמור או בביקוש להם יפגעו בהכנסות המתקנים.

13.2.6. **עלייה במחירי כימיקלים למים** – חלק ניכר מפעילות BlueGen הינו בטיפול במים אשר לצורך ביצועה, נעשה שימוש, בין היתר, בכימיקלים למים. עליה במחירם תוביל לעליה בהוצאות הטיפול במים. גם סיכון זה מגודר בחלקו, בדגש במתקן ההתפלה בפלמחים, באמצעות הצמדה חלקית של המדד.

13.2.7. **דחיה בפרויקטי מים ושפכים תעשייתים ואזוריים** – דחיה בפרויקטים כאמור, אשר עשויה לנבוע מקשיים כלכליים, בעיות בקרקע או בעיות טכניות אחרות, תביא לדחיית הכנסות שמקורן בהקמת פרויקטים, ובמקרים מסוימים אף לביטולן.

13.2.8. **עלייה במחירי האנרגיה** – מתקני התפלת המים, הטיפול במים ובשפכים וטיפול בפסולת הינם צרכני אנרגיה כבדים. עליה במחיר האנרגיה עשויה להיות משמעותית מאוד עבור BlueGen נוכח כמות האנרגיה הנצרכת. עם זאת, בחלק ממתקני BlueGen, בדגש על מתקן ההתפלה בפלמחים, קיים מנגנון גידור חוזי במחיר המים, ובמתקן ההתפלה באשדוד, BlueGen התקינה מנועי הנעה ישירה המפחיתים משמעותית את תצרוכת האנרגיה מהרשת, ובנוסף פועלת להקמת תחנת כוח שתתרום להפחתה נוספת בעלויות האנרגיה של מתקן ההתפלה.

13.2.9. **פגיעה בסביבה** – התחומים בהם פועלת BlueGen כפופים להוראות רגולציה סביבתית ובפיקוחם של משרדי הבריאות, הגנת הסביבה והעבודה, כמו גם רשויות ממשלתיות, כגון רשות המים, רשויות מקומיות, תאגידי מים וביוב ורשויות רישוי עסקים רלוונטיות. כשלים בייצור, בתפעול, באחסון, בשימוש או בשינוע שפכים אלה עלולים להוביל לפגיעה סביבתית וכשלים בטיפול בתוצרי לוואי כמו גם בתפעול המתקנים, עלולים לגרום לזיהום סביבתי כגון זיהום אוויר, זיהום מי תהום וזיהום קרקע, ואלו יביאו להוצאות בגין טיפול במניעה ו/או שיקום הסביבה.

13.3. גורמי סיכון מיוחדים ל-BlueGen

13.3.1. **תקלות וסיכוני הפעלה במתקני BlueGen הספציפיים** – תקלות במתקני BlueGen עשויות להשבית את המתקנים או להפחית את הכמות שמיוצרת על ידם, דבר שעלול לפגוע בהכנסות BlueGen.

13.3.2. **סיכוני הקמה** – במסגרת פעילותה, BlueGen מקימה ומשפצת מתקנים שונים, בין היתר, באמצעות זכיה במכרזי BOT (נכון למועד דוח זה, סמארט וויסט, דיה, הקמת תחנת הכוח בחצר מתקן ההתפלה באשדוד, הקמת מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים במתחם תע"ש רמת השרון, הקמת מתקן למיון פסולת בחירייה, הקמת מתקן למיון אריזות בחירייה, תכנון והיערכות להקמה של מתקן להתפלת מי ים סבחה ד' בעיר אילת). הקמת מתקנים אלה טומנת בחובה סיכונים אשר מקורם, בין היתר, בעיכובים רגולטורים שונים, כגון במסגרת הליכי יידוע הציבור והגשת התנגדויות, עיכוב או אי קבלת היתר בניה בזמן ואי קבלת צו לתחילת עבודות עד למועד הסופי שהוסכם. כמו כן, אי עמידה בלוחות הזמנים להקמת המתקנים (לרבות קבלת אישורים נדרשים וכיו"ב) עלולה להוביל לחריגה מתקציב ההקמה, להטלת קנסות בגין עיכובים, לחילוט ערבויות במקרים מסוימים ולקיצור תקופת ההנבה מהמתקנים כפי שהוגדרו במסגרת המכרז, וכן לאי עמידה במועדים נדרשים במסגרת אסדרת החשמל (בכל הנוגע למתקנים אשר כוללים ייצור חשמל). בנוסף, אי עמידת המתקן שהוקם בביצועים התפעוליים שהוגדרו בתוכנית להקמתו עלול להטיל על הקבלן פיצויים מוסכמים שהוגדרו במסגרת המכרז. לפרטים אודות השפעת המלחמה על תחום ההקמה ראו סעיף 6 לעיל.

13.3.3. **אובדן ניסיון מקצועי בתכנון ו/או הקמה במסגרת מכרזי BOT למתקני התפלה, שפכים וטיפול במים** – במסגרת פעילותה, BlueGen מתמודדת במכרזי BOT למתקני התפלה, שפכים וטיפול במים. תנאי הסף במכרזי BOT כאמור עשויים לדרוש, בין היתר, ניסיון קודם בין 10 ל-15 שנים בתכנון ו/או הקמת מתקני התפלה, שפכים וטיפול במים. BlueGen השלימה את הרחבת מתקן ההתפלה בפלמחים בשנת 2013 וכן השלימה את שדרוגו של מתקן ההתפלה באשדוד בשלהי שנת 2024. אי תכנון והקמה של מתקן התפלה, שפכים ו/או טיפול במים בשנים הקרובות עלול להביא לאובדן ניסיון מקצועי עדכני בתחום התכנון וההקמה, העשוי להידרש כתנאי סף במכרזי BOT חדשים. זכייתה של BlueGen במכרז של מקורות לתכנון וביצוע של מתקן להתפלת מי ים סבחה ד' בעיר אילת יעניקו לחברה ניסיון מקצועי הנדרש במסגרת מכרזי BOT כאמור.

הערכת הנהלת הקרן לגבי מידת ההשפעה של גורמי הסיכון על BlueGen:

גורם הסיכון	מידת ההשפעה של גורם הסיכון		
	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון מקרו כלכליים			
מצב בטחוני, מדיני ופוליטי		X	
שינויים מאקרו כלכליים		X	
שינויי אינפלציה, מדד, שערי חליפין וריבית		X	
סיכון סייבר			X

גורם הסיכון	מידת ההשפעה של גורם הסיכון		
	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון ענפיים			
ירידה בביקוש למים מותפלים			X
עליה בעלות ההטמנה של פסולת מוצקה ואורגנית			X
ירידה במחירי הנייר והקרטון			X
שינוי בתמיכות ותכולות		X	
ירידה במחירי חומרים ממוחזרים ובביקוש להם			X
עלייה במחירי כימיקלים למים			X
דחיה בפרויקטי מים ושפכים תעשייתיים ואזוריים			X
עלייה במחירי האנרגיה			X
גורמי סיכון מיוחדים ל-BlueGen			
תקלות וסיכוני הפעלה במתקני BlueGen הספציפיים			X
סיכוני הקמה		X	
אובדן ניסיון מקצועי בתכנון ו/או הקמה במסגרת מכרזי BOT למתקני התפלה, שפכים וטיפול במים			X
גורמי סיכון סביבתיים			
פגיעה בסביבה			X

מובהר כי המידע בדבר גורמי הסיכון אליהם חשופה BlueGen הינו בבחינת מידע צופה פני עתיד. הערכות וציפיות הקרן בנושא זה מתבססות על ניסיון העבר, על היכרות הקרן עם השווקים בהם פועלת BlueGen ועל הערכותיה באשר להתפתחותה הכלכלית והעסקית של BlueGen. עם זאת, יתכן שציפיותיה ותחזיותיה של הקרן לא תתממשנה, וזאת בין היתר, בשל תלותן בגורמים חיצוניים שאינם בשליטת הקרן ו/או BlueGen (והמפורטים בסעיף זה).

נספח ב' – תיאור עסקי הקרן בתחום התחבורה

הקרן פועלת בתחום התחבורה בישראל, באמצעות החזקותיה בכ-75.66%[1] מהון מניותיה של בון תור בע"מ ("**בון תור**"), כאשר יתרת הון מניותיה של בון תור מוחזקת בידי לאומי פרטנרס בע"מ (18.96%) ושני משקיעים פרטיים נוספים (יחד כ-5.38%).

שווי החזקת הקרן בבון תור ליום 31 בדצמבר 2025 הינו 1,004,643 אלפי ש"ח. לפרטים נוספים אודות השקעת הקרן בבון תור ושוויה, ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון).

1. תחום התחבורה

1.1. נכון למועד דוח זה, הקרן פועלת בתחום התחבורה, באמצעות בון תור, בתחומים המפורטים להלן:

1.1.1. שירותי היסעים – הפעילות בתחום שירותי ההיסעים מתבצעת באמצעות בון תור וחברות פרטיות בבעלותה המלאה של בון תור (ביחד עם בון תור, "**בון תור**"), וכוללת בעיקר שירותי הסעות קבועות[2], אשר ההכנסות מהם מהוות את הרוב המוחלט של הכנסות תחום שירותי ההיסעים, וכן שירותי הסעות מזדמנות. לפרטים אודות פעילות בון תור בתחום ההיסעים, ראו סעיף 3 להלן.

1.1.2. תחבורה ציבורית – הפעילות בתחום התחבורה הציבורית מבוצעת באמצעות החזקתה של בון תור במלוא (100%) הון מניותיה של מטרופולין – תחבורה ציבורית בע"מ ("**מטרופולין**"), המפעילה קווי שירות בארבעה אשכולות תחבורה ציבורית: אשכול הנגב, אשכול השרון החדש, אשכול שרון-חולון מרחבי (שח"מ) ואשכול אונו-אלעד. לפרטים אודות פעילות מטרופולין בתחום התחבורה הציבורית, ראו סעיף 4 להלן.

1.2. בנוסף, עוסקת בון תור ביבוא מיניבוסים ואוטובוסים לתחום ההיסעים והתחבורה הציבורית, באמצעות ב.ג מוטורס (2017) בע"מ (המוחזקת על ידי בון תור בשיעור של 45% בדילול מלא) ("**ב.ג מוטורס**").

2. תמצית נתונים כספיים (באלפי ש"ח)

לתמצית נתונים כספיים לפי תחומי הפעילות העיקריים של בון תור, ראו בדוח הדירקטוריון של הקרן (פרק א' לדוח זה).

3. תחום ההיסעים

3.1. סביבה כללית והשפעת גורמים חיצוניים על פעילות תחום ההיסעים

תחום ההיסעים בישראל מתבסס על מתן שירותי הסעה פרטיים ללקוחות קבועים (ככלל, במסלולים קבועים, כגון הסעות עובדים למקום עבודתם, הסעות תלמידים למוסדות חינוך, ובעיקר חינוך מיוחד והסעות לגיל השלישי) וכן ללקוחות מזדמנים (בדרך כלל טיולים, פרויקטים, אירועים וכד').

תחום זה מתאפיין בביזור רב ובתחרות ערה, ופועלות בו מאות חברות, רובן בעלות ציי רכב בני עשרות רכבים ולחלקן הקטן ציי רכב בני מאות רכבים. בנוסף, במטרה להגדיל את ציי כלי הרכב ואת גמישות השימוש בהם, פועלות החברות בתחום גם באמצעות קבלני משנה, שהינם במרבית המקרים מפעילים קטנים בעלי רכבים בודדים, או תחנות מוניות וחברות שירותי הסעה אחרות. יש לציין, כי קיימת בתחום מגמה של גידול בהיקף ההתקשרויות עם קבלני משנה, זאת נוכח הגמישות הרבה המאפיינת התקשרות זו ביחס להעסקת עובדים שכירים.

בסך הכל, מעריכה בון תור כי בישראל פועלים כ-20 אלף נהגים ועובדים בתחום באמצעות כ-18 אלפי רכבי הסעה בגדלים שונים, בעלי קיבולת נוסעים הנעה בין 8 ל-60 נוסעים.

בשנים האחרונות ניכרת עליה הדרגתית בהיקף הפעילות בתחום ההיסעים, אשר נמשכה גם לאחר פרוץ מלחמת חרבות ברזל בחודש אוקטובר 2023 (על אף הפגיעה המהותית בפעילות שנרשמה בתקופת המלחמה בענפי תיירות הפנים והחוץ), בעיקר עקב עליה בפעילות מול גופי בטחון וגופים חיוניים, כפי שיפורט להלן. כך, להערכת בון תור, תחום הפעילות צמח בשנים האחרונות בשיעור של כ-4%, והיקף ההכנסות בתחום הפעילות בשנת 2025 עמד על כ-5.2 מיליארד ש"ח.

---

1 זאת לאחר שברבעון השני לשנת 2025 השלימה הקרן רכישת כ-2.5% מהון מניותיה של בון תור מידי השותפים, בתמורה ששיקפה את שווי בון תור בהתאם לספרי הקרן נכון ליום 31 בדצמבר 2024 בניכוי פרמיית שליטה.

2 נסיעות במסלולים קבועים, בשעות קבועות, ולקבוצות נוסעים קבועות.

3.2. השפעת המלחמה על פעילות ההיסעים

ככלל, למלחמת חרבות ברזל היתה עד כה השפעה מועטה על בון תור, בין היתר נוכח כך שבון תור התאימה את פעילותה באופן דינמי לצרכים המשתנים. כך, במקביל לחזרתה לפעילות מלאה עם לקוחותיה (בעיקר רשויות מקומיות, גופים מוסדיים וממשלתיים וחברות פרטיות גדולות), היא הגדילה משמעותית את היקף שירותי ההסעות שהעניקה לגופים ביטחוניים, תחום המהווה כיום נתח גדול מפעילותה של בון תור. בהתאם, בשנת 2025, היקף פעילות ההיסעים בבון תור רשם גידול משמעותי בהשוואה לשנת 2024, הנובע בעיקרו מהגדלת היקפי הפעילות מול לקוחות קיימים, זכייה במכרזים משמעותיים וגיוס לקוחות חדשים.

במהלך מבצע עם כלביא, בחודש יוני 2025, נרשמה בימי המבצע הראשונים ירידה זמנית בהיקפי הפעילות של בון תור, בעיקר בתחומי הסעת התלמידים, הפעלת סניפי נתב"ג והסעות עובדים לחברות פרטיות. יחד עם זאת, מאחר שבון תור מוגדרת כמפעל חיוני ומספקת שירותי היסעים למגוון רחב של גופי ביטחון, המשיכה בון תור במהלך המבצע לספק שירותים שוטפים לגופי ביטחון אלו ולגורמים נוספים והייתה ערוכה בכוננות מלאה למתן מענה לצרכים משתנים. במקביל נקטה בון תור בצעדים לצמצום הפגיעה בתוצאותיה העסקיות. לאור משך הזמן הקצר של המבצע וההתאמות שבוצעו, השפעות המבצע על תוצאות החברה אינן מהותית.

ביום 28 בפברואר 2026, פתחה מדינת ישראל בשיתוף עם ארצות הברית, במתקפה צבאית נגד איראן במסגרת מבצע שאגת הארי, אשר עודנו נמשך נכון למועד דוח זה. בעקבות המבצע, הוטלו מגבלות שונות על ידי פיקוד העורף, ובכלל זה, הושבתו כלל מערכות החינוך (לרבות החינוך המיוחד) ומקומות עבודה לא חיוניים וכן גויסו אלפי אנשי מילואים. ככל שהמבצע מתארך והמגבלות כאמור נותרות בתוקף (גם אם בשינויים מסוימים), עשויה להיות לכך השפעה לרעה על היקף פעילותה של בון תור ותוצאותיה הכספיות לשנת 2026. נכון למועד הדוח, אין ודאות באשר לאורך המבצע, לתוצאותיו, להתלקחות מחודשת בגזרות נוספות, ולכלל השפעותיו של המבצע על המשק הישראלי, ועל פעילות בון תור בפרט.

3.3. לקוחות

לבון תור התקשרויות עם חברות וגופים מגוונים ומבוזרים מהגדולים במשק, ובכללם, תעשיות ביטחוניות, מפעלים חיוניים, גורמים ממשלתיים, רשויות מקומיות ומעסיקים שונים, כאשר אין לה תלות בלקוח בודד.

מרבית ההתקשרויות עם לקוחות נעשות לאחר זכייה בהליך מכרזי או תחרותי אחר, לתקופות של 3 עד 5 שנים, כאשר חלקן כוללות אופציה להארכה לתקופות נוספות. בהתקשרויות עם ארגונים אחרים, כגון חברות ומעסיקים פרטיים, ההתקשרות עשויה להתבצע באמצעות הליך התמחרות מעין-מכרזי או כתוצאה ממשא ומתן ישיר בין קבוצת בון תור ללקוח. עיקר הכנסות בון תור בתחום ההיסעים נובע מהתקשרויות בעקבות זכיה בהליכים תחרותיים כאמור.

3.4. תחרות

שוק ההיסעים מתאפיין בריבוי שחקניות (כ-470 חברות), המספקות שירותי הסעה מגוונים, לצרכים שונים ולמגוון רחב של קהלי יעד. למיטב ידיעת בון תור, על מתן שירותי ההיסעים מתחרות מספר מצומצם של חברות גדולות בעלות למעלה מ-100 רכבי הסעה (כגון אגד היסעים, מאיה תור, יונייטד טורס ומסיעי שאשא), וכן עשרות חברות בהיקפי פעילות בינוניים ומאות חברות קטנות ומקומיות, כאשר מרבית השחקניות בשוק ממוקדות בפעילות באזור גאוגרפי מסוים. התחרות מתבטאת, בין היתר, בהיקף הכנסות שנתיות, בדרישות לצי רכב גדול, מגוון וחדיש, ברמת אבזור הרכבים ואיכות התחזוקה, מספר הנהגים והכשרתם, טיב ורמת השירות והמחירים המוצעים.

לצד הצמיחה האורגנית בפעילות בון תור, היא פועלת להרחבת פעילותה גם באמצעות רכישת חברות היסעים שונות הפועלות באזורים גיאוגרפים בהן היא איננה פועלת, וזאת במטרה לשפר את ההיצע ומגוון הלקוחות שלה, תוך ניצול הסינרגטיות הגלומה באותו האזור להשגת חיסכון בעלויות.

למיטב ידיעת בון תור, היא נמנית כיום על החברות הגדולות והמובילות בענף, כאשר להערכתה, נתח השוק שלה בשנת 2025 עומד על כ-10%.[3]

3 הערכת בון תור מתבססת על סקירה ענפית – הסעות פרטיות, שפורסמה בשנת 2022 ע"י Coface BDI, בהתאמה להיקף ההכנסות העדכני של בון תור חלקי הערכת היקף השוק נכון להיום.

3.5. עונתיות

ביחס להסעות הקבועות, בחודשי חגי תשרי, חג הפסח ובחודשי הקיץ חלה ירידה מסוימת בהיקף הפעילות בענף בשל צמצום מספר ימי העבודה ולימודים.

3.6. רכוש קבוע

נכון למועד הדוח, לבון תור כ-230 כלי רכב קטנים וכ-88 אוטובוסים. היא נוהגת להחליף את הרכבים הקטנים שברשותה בכל 5-6 שנים ואת האוטובוסים בכל 8 שנים. מרבית צי הרכבים משועבד לטובת תאגידים בנקאיים אשר העמידו מימון לרכישתו. רכישות בון תור של כלי הרכב בתחום ההיסעים מתבצעת בחלקה מב.ג מוטורס.

3.7. ספקים

למועד הדוח אין לבון תור תלות בספק מסוים.

3.8. סניפים

בון תור מציעה מגוון פתרונות הסעה במודל One-Stop-Shop, המאפשר ריכוז כלל שירותי ההסעה תחת קורת גג אחת. פעילות ההיסעים בבון תור מנוהלת באמצעות מטה מרכזי, המאפשר ניצול יתרונות לגודל בתחומי התפעול והרכש. לצד המטה המרכזי, בון תור מפעילה 8 סניפים מקומיים בפריסה ארצית, המעניקים שירות אישי וממוקד ללקוחותיה תוך התאמה לצורכיהם הייחודיים. הפריסה הארצית מאפשרת מתן שירותים באזורים נרחבים ברחבי הארץ, ובכלל זה מתן מענה לצרכי לקוחות גדולים, הנדרשים לשירותי הסעה מנקודות שונות ברחבי הארץ.

3.9. צמיחה עקבית בתחום ההיסעים

בשנים האחרונות מציגה פעילות ההיסעים מגמת צמיחה עקבית, הנובעת הן מצמיחה אורגנית – באמצעות גיוס לקוחות חדשים וזכייה במכרזים – והן מהרחבת הפעילות דרך רכישות ומיזוגים של חברות היסעים נוספות. במקביל להתרחבות הפעילות, פועלת בון תור לשיפור מתמשך של שיעורי הרווחיות הישירים, תוך שמירה על מבנה הנהלה ומטה מצומצם ויעיל. בהתאם לכך, המשיכה בון תור במגמת הצמיחה גם בשנת 2025. להערכת בון תור, לאור מעמדה המבוסס בענף ההיסעים בשילוב מהלכים אסטרטגיים המיושמים על ידי הנהלתה (כמפורט בסעיף 7.1 להלן), בון תור תמשיך ותשפר את ביצועיה.

הערכות הקרן ובון תור לעיל לעניין שיפור ביצועיה של בון תור, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר אין וודאות כי יתממש, וזאת בין היתר כתוצאה מגורמים שאינם תלויים בבון תור או כתוצאה מהתממשות אילו מגורמי הסיכון המפורטים להלן בסעיף 10 לנספח זה.

4. תחום התחבורה הציבורית

4.1. סביבה כללית

מערך התחבורה הציבורית בישראל מושתת ברובו המוחלט על אוטובוסים, וכן על רכבות (כבדות וקלות) ומוניות שירות. לאורך השנים, ההשקעה בפיתוח התחבורה הציבורית בישראל הייתה מעטה ובלתי מספקת, בפרט לעומת השקעה רבה בתשתיות כבישים, דבר אשר היווה את אחת הסיבות הבולטות לגידול בשימוש בכלי רכב פרטיים ולעומס בכבישים, שהובילו, בין היתר, לצורך ברפורמה בתחבורה הציבורית.

נכון למועד זה, התחבורה הציבורית באוטובוסים הינה אמצעי התחבורה הציבורית המרכזי במדינת ישראל, כאשר בשנה ממוצעת מבוצעות כ-800 מיליון נסיעות,[4] באמצעות 28 מפעילות (ובכלל זה, חברות קשורות של מפעילות),

4 הרשות הארצית לתחבורה ציבורית - דוח בקרה חצי שנתי על פעילות מפעילי התחבורה הציבורית, חציון 1, 2025, שפורסם ביום 9 באוקטובר 2025 (**"דוח בקרה חצי שנתי"**).

המפעילות קווי שירות בכ-59 אשכולות[5] קיימים, באמצעות כ-14 אלף אוטובוסים, הפועלים בסבסוד ממשלתי הנאמד בכ-13 מיליארד ש"ח.[6]

בחודש אוגוסט 2018 פרסמו משרד התחבורה והרשות הארצית לתחבורה ציבורית ("**רשות התחבורה הציבורית**" או "**הרשות**") את תכנית התחרות בענף התחבורה הציבורית באוטובוסים בשנים 2018-2030 ("**תכנית התחרות**"), ובחודש ינואר 2022 פורסם עדכון לתכנית התחרות ביחס למטרופולין תל אביב ("**תכנית מטרופולין תל אביב**")[7]. היעד העיקרי של תכנית התחרות היה כי עד שנת 2030 חלק משמעותי מפעילות התחבורה הציבורית באמצעות אוטובוסים, לרבות במטרופולין תל אביב, יעבור לתחרות מלאה, כאשר השתתפותן של אגד - חברה לתחבורה בע"מ ודן חברה לתחבורה ציבורית בע"מ ("**אגד**" ו"**דן**", בהתאמה) בחלק ממכרזים על אשכולות אותם הן מפעילות כיום תוגבל, דבר שאיפשר ויאפשר למפעילות אחרות (דוגמת מטרופולין) הזדמנות להרחבת פעילותן בכפוף לזכייה במכרזים.

בנוסף, ועל אף האמור בתכנית התחרות, בתכנית מטרופולין תל אביב נקבע כי עד לשנת 2030 יוצאו לתחרות רק שניים מבין תשעת האשכולות שדן מפעילה כיום במטרופולין תל אביב, כאשר ביחס לשבעת האשכולות הנותרים נקבע כי משרד התחבורה יהא רשאי להוציאם לתחרות במהלך שנת 2030.

יצוין, כי למיטב ידיעת מטרופולין, היקף פעילות התחבורה הציבורית הצפוי לצאת לתחרות עד שנת 2030 תלוי בהסדרה הענפית ובעדכון תכנית התחרות בהתאם; ובהתחשב, בין היתר, בצפי להארכת תקופות ההפעלה של האשכולות אצל מרבית מפעילות התחבורה הציבורית, ייתכן כי בפועל רק חלק לא מהותי מפעילות התחבורה הציבורית כאמור ייצא לתחרות עד שנת 2030.

המידע המובא לעיל בקשר עם תכניותיה העתידיות של רשות התחבורה הציבורית ביחס לתחרות ולמבנה הענף בעתיד, כמו גם המידע בקשר עם הערכות הקרן לעיל לעניין היקף פעילות התחבורה הציבורית שייצא לתחרות עד שנת 2030 הינו מידע צופה פני עתיד, המבוסס על היכרותה של מטרופולין עם ענף התחבורה הציבורית וגורמים בו, אשר אין ודאות כי יתממש, וזאת בין היתר כתוצאה משינויים בענף, לרבות שינויים רגולטוריים, וכן מגורמים שאינם תלויים בקרן ובמטרופולין או כתוצאה מהתממשות אילו מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 10 לנספח זה.

4.2. <u>תכניות הממשלה בתחום התחבורה הציבורית</u>

בחודש אפריל 2023 משרד התחבורה פרסם הודעה על פיה בין השנים 2023-2027 יושקעו כ-50 מיליארד ש"ח לקידום התחבורה בישראל, בדגש על תחבורה ציבורית ומערכות להסעת ההמונים, שיפור תשתיות הכבישים והבטיחות בדרכים, הפחתת יוקר המחיה, טיפול במחסור בנהגים, אבטחת התחבורה הציבורית והקמת סככות ושילוט אלקטרוני בתחנות[8] ("**תכנית החומש לשנים 2023-2027**"). בהתאם, במסגרת תקציב המדינה לשנים 2023-2024 גובשה רשימת פרויקטים לתקצוב במסגרת תכנית זו בהיקף של כ-23 מיליארד ש"ח ("**הפרויקטים לתקצוב**").

במסגרת הצעת תקציב משרד התחבורה לשנת 2025,[9] נקבע כי הפרויקטים לתקצוב יתוקצבו בהתאם לקצב ההתקדמות של התכנית לתכנון וכן לביצוע, כאשר בשנת 2025 רשם המשרד שיעור ביצוע תקציבי של 92%.[10]

בהצעת התקציב של משרד התחבורה לשנת 2026[11] נכתב כי יוקצו משאבים משמעותיים לפיתוח תשתית תחבורה ציבורית בדגש על הקמת מערכות הסעת המונים בשלושת המטרופולינים הגדולים. במסגרת הקמת רשת הרכבות הקלות ("**רק"ל**"), יתוקצבו מאות מיליוני ש"ח להגדלת תדירות קווי הרק"ל, להשקת קווים חדשים ותגבור קווים בעלי ביקושים גבוהים, וכן קידום פרויקטים של רכבת ישראל (לרבות המשך פרויקט חשמול המסילות, רכש קרונות וקטרים חשמליים, פרויקט האיתות, המסילה הרביעית באיילון, הכפלת מסילות החוף, מסילת 431 והמסילה

5 אשכולות תחבורה ציבורית הינם, במרבית המקרים, אוסף קווי שירות בעלי מכנה תחבורתי משותף המהווים יחידה תפעולית אחת. באשכולות השונים תמהילים שונים של קווים עירוניים, קווים בינעירוניים קצרים (בין ערי אזור מטרופוליני מסוים) וקוים בינעירוניים ארוכים (בין מטרופולין מסוים לאחרים). לפירוט נוסף אודות אשכולות תחבורה ציבורית, ראו סעיף 4.4.1 להלן.

6 דוח הבקרה החצי שנתי, ראו לעיל ה"ש 4.

7 הרשות הארצית לתחבורה ציבורית – תכנית תחרות, ענף התחבורה הציבורית באוטובוסים 2018-2030 מיום 29 באוגוסט 2018, ועדכון תכנית התחרות, ענף התחבורה הציבורית באוטובוסים, מטרופולין תל אביב בשנים 2022-2030, מיום 4 בינואר 2022.

8 הודעת דוברות הרשות הארצית לתחבורה ציבורית – "השרה רגב: 50 מיליארד שקלים לפיתוח התחבורה בישראל", מיום 18 באפריל 2023.

9 משרד התחבורה – הצעת תקציב לשנת 2025, משרד התחבורה, חוברת כד' מחודש דצמבר 2024.

10 משרד התחבורה והבטיחות בדרכים – הודעת דוברות "משרד התחבורה מסכם את שנת 2025", מיום 2 בינואר 2026.

11 משרד התחבורה – הצעת תקציב לשנת 2026, משרד התחבורה, חוברת כד' מחודש ינואר 2026.

המזרחית). תקציבים משמעותיים נוספים הוקצו לקידום פרויקט המטרונית במטרופולין חיפה, לפיתוחה של מערכת אוטובוסים מהירה (BRT) במטרופולין גוש דן וכן לביצוע פרויקט המטרו.

כמו כן, בהצעת התקציב לשנת 2026 כלולים פרויקטים מתוך תכנית החומש של חברת נתיבי ישראל – החברה הלאומית לתשתיות תחבורה בע"מ[12] ("**נתיבי ישראל**" ו-"**תכנית החומש**", בהתאמה), בהתאם לקצב ההתקדמות, התכנון והביצוע של התכנית. תכנית החומש כוללת, בין היתר, פרויקטים לפיתוח נתיבי תחבורה ציבורית בכבישים בעלי עומסי תנועה גבוהים, פרויקטי נתיבים מהירים נוספים לתל אביב, לרבות פרויקט נתיבים מהירים בכביש 5 וכן, תוכנית ליצירת רצף צירי העדפה במטרופולין ירושלים וציר תחבורה ציבורית מורחב בשדרת הקריה בתל אביב.

המידע המובא לעיל בקשר עם תכנית החומש 2023-2027 והצעות התקציב של משרד התחבורה, כמו גם בקשר עם תכנית החומש של חברת נתיבי ישראל כמפורט לעיל, הינו מידע צופה פני עתיד, המבוסס על פרסומי הגופים האמורים המצויים בידי מטרופולין נכון למועד פרסום הדוח. יישום התכניות האמורות עשוי להיות שונה מהותית מהתכניות, וזאת בין היתר כתוצאה משינויים במצב הכלכלי בישראל ושינויים רגולטוריים שישפיעו על ענף התחבורה.

4.3. תחרות

ככלל, התחרות בתחום התחבורה הציבורית מתרכזת בשלב הזכייה במכרזים להפעלת האשכולות, כאשר לאחר הזכייה להפעלת אשכול, הפעלת קווי התחבורה הציבורית באותו אשכול הינה בהתאם לתנאי הזיכיון.

מטרופולין מתמודדת עם התחרות בתחום הפעילות באמצעות ניצול הסמיכות הגיאוגרפית של האשכולות והסינרגיות הנוצרות ביניהם, המאפשרים ניצול מיטבי של משאבי מטרופולין המשפרים את יעילותה התפעולית. כמו כן, למטרופולין יתרון לגודל המאפשר חיסכון בעלויות והשקעה במערכות טכנולוגיות מתקדמות לניהול ובקרה.

כאמור לעיל, נכון למועד הדוח, פועלות בענף התחבורה הציבורית באוטובוסים 28 מפעילות (ובכלל זה, חברות קשורות של מפעילות), כאשר השחקניות העיקריות הינן אגד, קווים, דן, אלקטרה, אפיקים, מטרופולין, סופרבוס, נתיב אקספרס, אקסטרה ותנופה. למיטב ידיעת מטרופולין, מטרופולין היא המפעילה השנייה בגודלה בישראל במונחי ק"מ נסועה, עם כ-100 מיליון ק"מ בשנה.[13]

4.4. פעילות מטרופולין

4.4.1. זיכיונות להפעלת אשכולות תחבורה ציבורית

מכוח זכייתה במכרזים שפרסם משרד התחבורה, ובהתאם להסכמי ההפעלה בין מטרופולין למדינה, מטרופולין מספקת שירותי הסעת נוסעים בקווי תחבורה ציבורית באוטובוסים עירוניים ובינעירוניים בארבעה אשכולות. אשכול תחבורה ציבורית הינו פרויקט סגור הזהה במאפייניו לפרויקטי תשתית אחרים המבוצעים בשיתוף בין המדינה והמגזר הפרטי. הקמת אשכול נמשכת בדרך כלל בין שנה לשנתיים, כתלות בגודל האשכול, וכרוכה בהשקעות הוניות משמעותיות הממומנות בעיקרן בחוב המגובה בשעבוד על הפרויקט. לאחר השלמת ההקמה מתחילה תקופת זיכיון של 10 עד 12 שנים (10 שנים בתוספת שנת אופציה במכרזים שפורסמו החל משנת 2020), במהלכה נהנית המפעילה מתזרימי מזומנים מהמדינה, המבוססים בעיקרם על קילומטרים מבוצעים (ולכן אינם תלויי ביקוש בעיקרם). כמו כן, תנאי המכרזים מעניקים למפעילות הגנה מפני שינויים בעלויות ההפעלה. כך, למטרופולין הגנות מפני שינויים במחירי הדלק והביטוח, וכן הגנה חלקית מפני עלייה בשכר הנהגים. לפרטים נוספים אודות מודל התמחור, ראו סעיף 4.4.2 להלן. בתום חיי האשכול מוכרת המפעילה את האוטובוסים ששימשו להפעלתו, או מעבירה אותם לאשכולות אחרים ככל שנרכשו בשלבים מתקדמים יותר של הזיכיון.

12 נתיבי ישראל – תכנית רב שנתית לשנים 2017-2021.
13 נתח השוק של מטרופולין חושב על בסיס נתוני החציון הראשון של שנת 2025 שפורסמו בדוח בקרה חצי שנתי על פעילות מפעילי התחבורה הציבורית, דוח ארצי מסכם, חציון 1, 2025.

להלן פרטים אודות האשכולות המופעלים על ידי מטרופולין ומימונם:

האשכול	אשכול הנגב	אשכול שרון-חולון	אשכול שרון המחודש	אשכול בקעת אונו אלעד
פרטים אודות האשכולות				
קווי האשכול	קווי שירות הפועלים בין מטרופולין תל אביב, ראשון לציון ואשדוד למטרופולין באר שבע, הקווים האזוריים מבאר שבע ליישובי הדרום והפזורה, והשירות העירוני בערד.	קווי שירות במרחב הגיאוגרפי הכולל את הערים נתניה, הרצליה, כפר סבא, רעננה, הוד השרון, רמת השרון, תל-אביב, חולון וערי המשולש. השירות הינו בעל אופי בינעירוני קצר או שירות עירוני שכולל יותר מעיר אחת. השירות מקשר בין ערי השרון, נתניה וחולון לתל-אביב או לפתח תקווה.	קווי השירות העירוניים בערים כפר סבא, הוד השרון, רעננה, הרצליה ורמת השרון, קווי השירות בין ערים אלה למרחב הסובב אותן, והשירות הבינעירוני בין כפר סבא, רעננה והרצליה לעיר תל אביב. אשכול השרון המחודש החליף את אשכול השרון (שהופעל גם כן על ידי מטרופולין), לאחר תום הזיכיון שלו ביולי 2024. מפת הבסיס[14] של אשכול השרון המחודש משקפת תוספת של למעלה מ-40% ביחס לק"מ שירות לשנה במתכונת בה הופעל האשכול על ידי מטרופולין במסגרת אשכול השרון.	האשכול מורכב מתת-אשכול אונו, הכולל, בין היתר, שירות עירוני בתחומי הערים קריית אונו, אור יהודה, יהוד, גבעת שמואל, גני תקווה, סביון וקווים מקשרים לתל אביב, רמת גן, פתח תקווה ונתב"ג, ומתת-אשכול אלעד, הכולל, שירות עירוני ובין עירוני עבור העיר אלעד.
סטטוס הקמה	100%	100%	100%	100%
מועד זכייה, תקופת הזיכיון המקורית והארכת תקופת הזיכיון במסגרת ההסדרה הענפית המתגבשת	**זכייה** – שנת 2013. **תקופת הזיכיון המקורית** – בהתאם להסכם הזיכיון, ולאחר שתי הארכות, תקופת הזיכיון תסתיים בחודש דצמבר 2026. בסיום תקופת הזיכיון, על הארכותיה כאמור לעיל, למדינה אופציה להאריך את הזיכיון בשנה אחת נוספת, לשיקול דעתה הבלעדי.	**זכייה** – 2 ביולי 2017. **תקופת הזיכיון המקורית** – תקופת הפעלה של 8 שנים, עם אופציה למדינה להאריך את תקופת הזיכיון בשתי תקופות נוספות בנות 3 שנים כל אחת. בסיום תקופת הזיכיון, על הארכותיה כאמור לעיל, למדינה אופציה להאריך את הזיכיון בשנה אחת נוספת, לשיקול דעתה הבלעדי. נכון למועד הדוח, והגם שלא התקבלה מהמדינה הודעה רשמית על מימוש תקופת האופציה הראשונה להארכה ב-3 שנים נוספות, ממשיכה מטרופולין להפעיל את האשכול בהתאם לתנאי האופציה. הממשלה רשאית שלא להאריך את ההסכם, אם סברה כי הארכת תקופת ההפעלה נוגדת את מימוש מדיניותה בענף. במקרה כאמור זכאית מטרופולין לפיצוי חד פעמי מהממשלה.	**זכייה באשכול השרון המחודש** – 26 בדצמבר 2022. **תקופת הזיכיון המקורית** – הזיכיון המחודש הינו בתוקף למשך 10 שנים מתום זיכיון ההפעלה של אשכול השרון, קרי עד ליום 1 ביולי 2035. בסיום תקופת הזיכיון למדינה אופציה להאריך את הזיכיון בשנה אחת נוספת, לשיקול דעתה הבלעדי.	**זכייה** – 16 במרץ 2022. **תקופת הזיכיון המקורית** – תקופת הפעלה של 10 שנים בהתאם למועדי הפעימות, כאשר סיום הזיכיון הינו בינואר 2034. בסיום תקופת הזיכיון למדינה אופציה להאריך את הזיכיון בשנה אחת נוספת, לשיקול דעתה הבלעדי.

14 "**מפת הבסיס**" – מפת השירות שכל מכרז מניח, הקובעת את הנסועה והקווים באותו האשכול. ראו גם סעיף 4.4.2ב) להלן.

האשכול	אשכול הנגב	אשכול שרון-חולון	אשכול שרון המחודש	אשכול בקעת אונו אלעד
הארכת תקופת הזיכיון במסגרת ההסדרה	בנוסף לאמור לעיל, בכפוף לחתימה על מתווה ההסדרה הענפית כפי שמתגבש נכון למועד זה (ראו סעיף 4.7.3 להלן) **("מתווה ההסדרה" או "המתווה")**, תוארך תקופת הזיכיון בשנתיים נוספות ממועד סיום הזיכיון הסופי, וכן תינתן למדינה אופציה להאריך את תקופת הזיכיון בשנתיים נוספות מעבר לכך. לחילופין, ככל והזיכיון לא יוארך כלל או שיוארך באופן חלקי, תומר ההטבה כך שהמדינה תשלם למפעילה את השווי של כל שנת הארכה שלא הוארכה בפועל.[15]			
האופציות והתנאים למימושן	מימוש האופציה מותנה, בין היתר, בעמידת מטרופולין במדדי שירות הקבועים בהסכם ההפעלה ("**מדדי השירות**"), וכן בהסכמתה של מטרופולין להארכה (אם כי בחלק מהמכרזים, השנה האחרונה הינה אופציה בלעדית של המדינה והיא זכאית להפעילה גם בניגוד לרצון המפעילה). יצוין כי למיטב ידיעת מטרופולין, טרם ארע מקרה בו הודיעה הממשלה למפעילה כי היא בוחרת שלא לממש אופציית הארכת זיכיון שהייתה לה.			
סך התשלום לק"מ[16]	5.79 – 9.18 ש"ח	9.85 – 16.76 ש"ח	13.51 – 18.45 ש"ח	12.87 – 17.59 ש"ח
הצמדות	סל מדדים כולל בעיקרו את מדד המחירים לצרכן ומדד הדלקים.	סל מדדים כולל בעיקרו את מדד המחירים לצרכן ומרכיב השכר במדד זה ומדד הדלקים.	סל מדדים כולל בעיקרו את מדד המחירים לצרכן, מדד הדלקים ומדד אחזקה וחלקי חילוף (שהינו חלק ממדד תשומות האוטובוסים).	סל המדדים כולל בעיקרו את מדד המחירים לצרכן ומרכיב השכר במדד זה.
סך ק"מ נסיעות באשכול בשנים 2023 - 2025	2023: 31,873 אלפי ק"מ 2024: 32,445 אלפי ק"מ 2025: 33,026 אלפי ק"מ	2023: 21,760 אלפי ק"מ 2024: 22,901 אלפי ק"מ 2025: 22,892 אלפי ק"מ	2023: 12,572 אלפי ק"מ 2024: 15,355 אלפי ק"מ 2025: 17,989 אלפי ק"מ	2023: 5,571 אלפי ק"מ (יצוין, כי בשנה זו החלה מטרופולין בהפעלה חלקית של האשכול אשר הגיע להפעלה מלאה במרץ 2024) 2024: 19,758 אלפי ק"מ 2025: 20,920 אלפי ק"מ
תשלומים נוספים	במסגרת האשכולות השונים, זכאית מטרופולין לתשלומים נוספים אשר הוסדרו במסגרת הסכמי המכרז מעבר לתשלום בגין ק"מ נסועה, הכוללים ביניהם, תשלום נוסף בגין תיקוף נסיעות ע"י נוסעים, כתלות בכמות התיקופים, תשלומים נוספים בגין הסדרים שונים הנוגעים לשכר הנהגים והכשרתם ותמריצים בגין אימוץ מערכות טכנולוגיות מסוימות. התשלומים הנוספים שלהם זכאית מטרופולין במסגרת האשכולות הינם בסכומים שאינם מהותיים ביחס להכנסות מטרופולין.			
פיצוי מוסכם	בהתאם לתנאי המכרזים, אי עמידה ברמת ובתנאי השירות ואי עמידה בהוראות הסכם ההפעלה עשויים לחשוף את מטרופולין לתשלום פיצוי מוסכם למשרד התחבורה. פיצויים מוסכמים כוללים בין היתר, פיצוי בגין אי ביצוע של נסיעות, לרבות איחורים, אי עמידה בתדירות הקו ולוחות זמנים וכיו"ב וכן פיצוי בגין ליקויים שונים בשילוט, מערכות כרטוס, נסיעה לא זהירה, תחזוקה וכדומה.			
נושאים עיקריים נוספים	לאור הרחבות שירות שבוצעו, עודכנה מפת הבסיס באשכול זה במהלך שנת 2022.	ככל שהאופציה הראשונה לא תמומש במלואה, מטרופולין תהיה זכאית לפיצוי כספי בסך שדל עד 13 מיליון ש"ח ולהחזר חלק יחסי של התמלוגים בסך של כ-80 מיליון ש"ח ששילמה מטרופולין למדינה.	נכון למועד פרסום הדוח, טרם מומשו כ-1,700 אלפי ק"מ ממפת הבסיס (במונחים שנתיים).	נכון למועד פרסום הדוח, טרם מומשו כ-460 אלפי ק"מ ממפת הבסיס.

15 **המידע בדבר הארכת תקופת הזיכיון או תשלום חלף ההארכה מכוח ההסדרה ענפית, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר אין ודאות כי יתממש או כי יתממש באופן המפורט לעיל, וזאת בין היתר בהתאם לתוצאות המשא ומתן בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה או לתוצאות משא ומתן בין מטרופולין למשרד התחבורה. לפרטים נוספים ראו סעיף 4.7.3 להלן.**

16 לא כולל תמריצים וללא השפעת קנסות.

האשכול	אשכול הנגב	אשכול שרון-חולון	אשכול שרון המחודש	אשכול בקעת אונו אלעד
			ככל שייחתם המתווה (כהגדרתו לעיל), לא ימומשו הק"מ האמורים ויוסרו ממפת הבסיס. יצוין כי עד לחתימה על המתווה, מטרופולין זכאית לשיפוי על כל ק"מ שהיא לא מבצעת על פי מפת הבסיס, בגובה של 25% מהכנסות הנסיעות שלא מבוצעות.	ככל שייחתם המתווה (כהגדרתו לעיל), לא ימומשו הק"מ האמורים ויוסרו ממפת הבסיס. יצוין כי עד לחתימה על המתווה, מטרופולין זכאית לשיפוי על כל ק"מ שהיא לא מבצעת על פי מפת הבסיס, בגובה של 25% מהכנסות הנסיעות שלא מבוצעות.
מימון האשכולות[17]				
כללי	הקמת אשכולות תחבורה ציבורית דורשת מימון בהיקף משמעותי, הממומן לרוב באמצעות התקשרות בהסכמי אשראי ארוכי טווח ומהזרמת הון עצמי. עבור כל אחד מאשכולות התחבורה הציבורית של מטרופולין, התקשרה מטרופולין בהסכם מימון הכולל מסגרות אשראי שונות המשמשות, בין היתר, לצורך תשלום תמלוגים למדינה, הקמת האשכול, רכש אוטובוסים ומערכות תפעוליות ותפעולו. תקופות המימון לרוב תואמות את תקופת הזיכיון והאשראי נפרע לשיעורין לאורך חיי הזיכיון. לצורך העמדת ההון העצמי הנדרש להקמת האשכולות וערבויות למדינה, בון תור התקשרה עם מספר מוסדות בנקאיים בהסכמי מימון, אשר אינם מהותיים לכשעצמם, אשר שימשו אותה לצורך הזרמת הון למטרופולין. לפרטים נוספים אודות המימון של מטרופולין, ראו סעיף 6 להלן.			
סכום ההלוואה / המסגרת המקורי (באלפי מש"ח)	הלוואה: כ- 116 מסגרת אשראי: כ- 24 (מסגרת משותפת עם אשכול שרון-חולון)	הלוואה: כ- 405 מסגרת אשראי: כ- 24 (מסגרת משותפת עם אשכול הנגב)	הלוואה: כ- 864 מסגרת אשראי: כ- 15	הלוואה: כ- 850 מסגרת אשראי: כ- 15
יתרה בספרים (לרבות ריבית לשלם) ליום 31.12.2025 (במש"ח)	הלוואה: כ- 37 מסגרת אשראי: כ- 24 (מסגרת משותפת עם אשכול שרון-חולון)	הלוואה: כ- 184 מסגרת אשראי: כ- 24 (מסגרת משותפת עם אשכול הנגב)	הלוואה: כ- 601 מסגרת אשראי: כ- 15	הלוואה: כ- 706 מסגרת אשראי: כ- 15
תנאי ריבית והצמדה	שני מסלולים שקליים – בריביות בטווח של 0.18%-4% מרווח מעל ריבית הבסיס שתקבע במועד משיכת מסגרות האשראי, בהתאם לתשואת אג"ח ממשלתי במח"מ דומה (כשאחד מהם צמוד למדד).	מסלול פריים בריביות בטווח של פריים עד פריים+0.4%	מסלול פריים בריביות בטווח של פריים עד פריים+0.5%; ושני מסלולים שקליים – בריביות בטווח של 1.75%-2.50% מרווח מעל ריבית הבסיס שתקבע במועד משיכת מסגרות האשראי, בהתאם לתשואת אג"ח ממשלתי במח"מ דומה (כשאחד מהם צמוד למדד).	מסלול פריים בריביות בטווח של פריים עד פריים+0.3%; ושני מסלולים שקליים בריביות בטווח של 1.9%-2.1% מרווח מעל ריבית הבסיס שתקבע במועד משיכת מסגרות האשראי, בהתאם לתשואת אג"ח ממשלתי במח"מ דומה (כשאחד מהם צמוד למדד).

17 עבור כל אחד מאשכולות התחבורה הציבורית של מטרופולין, התקשרה היא בהסכם מימון הכולל הלוואות ומסגרות אשראי שונות כאמור לעיל. מובהר כי הלוואות אלו אינן בגדר "הלוואה מהותית" כמשמעה בעמדה המשפטית של רשות ניירות ערך מס' 15-104: אירוע אשראי בר דיווח (מעודכנת מיום 14 בינואר 2024) – בהתאם לשו"ת 8 בעניין ישות השקעה. עם זאת, הקרן מבקשת להביא לידיעת המשקיעים פרטים מהותיים ביחס להלוואות כאמור, כמפורט בסעיף זה.

האשכול	אשכול הנגב	אשכול שרון-חולון	אשכול שרון המחודש	אשכול בקעת אונו אלעד
אמות מידה פיננסיות להפרה	במסגרת הסכמי המימון של האשכולות, נקבעו אמות המידה הפיננסיות להפרה הבאות: (1) יחס Debt Service Cover Ratio ("**DSCR**") שלא יפחת מ-1.05; (2) יחס ההון עצמי ל-CAP שלא יפחת מ-9%. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, מטרופולין עומדת באמות המידה הפיננסיות כאמור. לפרטים בדבר הסיכון שבאי השלמת הסדרה ענפית כמפורט בסעיף 4.7.3 להלן, ראו סעיף 10.3.2 להלן.			
קיומן של מגבלות על חלוקת דיבידנד	במסגרת הסכמי המימון נקבעו מגבלות על חלוקת דיבידנד, שעיקרן אמות מידה פיננסיות לצורך חלוקה של יחס DSCR ויחס הון עצמי ל-CAP.			

4.4.2. מודל התמחור

א. **תמחור על פי "עלות הפעלה"** – נכון למועד הדוח, מודל התמחור הקיים בכל האשכולות שמפעילה מטרופולין מבוסס בעיקר על עלות הפעלה ברוטו של כל קו באשכול. הממשלה משלמת למטרופולין תשלום מוסכם בגין כל ק"מ נסיעה שביצעה בפועל בהתאם למפת הבסיס, בניכוי התקבולים שקיבלה מטרופולין מהנוסעים, בתוספת תמריץ שנתי המבוסס על כמות הנוסעים בתחבורה הציבורית.

יובהר, כי נוכח העובדה שמרבית הכנסותיה של מטרופולין אינן תלויות במספר הנוסעים, חשיפתה של מטרופולין לסיכוני ביקוש קיימת אך במידה נמוכה. על אף האמור, על פי מתווה ההסדרה הענפית כפי נוסחו נכון למועד דוח זה (כמפורט בסעיף 4.7.3 להלן), תמהיל הכנסות המפעילות ישתנה, באופן שמשקלו של רכיב החשיפה לכמות הנוסעים יגדל. ככל שהמתווה ייחתם בנוסחו הנוכחי, לכמות הנוסעים עשויה להיות משקל מהותי יותר בהכנסות מטרופולין, אך לצד זאת תינתן רשת ביטחון להגנה מפני ירידה בכמות הנוסעים.

ב. **מפת הבסיס** – מכוח המכרזים, המפקח על התעבורה במשרד התחבורה ("**המפקח**") מבקש ממטרופולין מעת לעת להוסיף קווי שירות באשכול, אשר לא נכללו במסגרת המכרז הרלוונטי ושאינם מופיעים במפת הבסיס הרלוונטית או לחילופין להגדיל או להפחית את תדירות הנסיעות בקווים קיימים ("**הקווים הנוספים**")[18]. בגין תוספות שירות אשר מטרופולין מפעילה בהוראת המפקח, היא מקבלת בשלב הראשון 65% (באשכולות אונו אלעד והשרון החדש – 75%) מהמחיר לק"מ שהיא מקבלת עבור קו המופיע במפת הבסיס, בתוספת לתשלום בגין הון האוטובוסים שנדרשים בגין ההרחבה. עם זאת, עליה מצטברת של 25% בהיקף של ק"מ הנסיעה אל מול מפת הבסיס שבכל מכרז מביאה לעדכון מפת הבסיס לסך החדש של הק"מ המבוצעים, כך שלאחר העדכון יתקבל תשלום מלא (ביחס למחיר לק"מ שהיא מקבלת עבור קו המופיע במפת הבסיס) בגין כל הקילומטרים הנוספים שמעבר למפת הבסיס החל ממועד עדכון מפת הבסיס (והתשלום עבור הון האוטובוסים מופסק). לפרטים אודות המתווה המוצע במסגרת ההסדרה הענפית כפי נוסחו נכון למועד דוח זה, ראו בסעיף 4.7.3 להלן.

מובהר כי המידע לעיל בדבר השינויים במודל התמחור בהתאם למתווה ההסדרה הענפית הינו מידע צופה פני עתיד, אשר אין ודאות כי יתממשו באופן המפורט לעיל או כי יתממשו כלל, או כי השינויים האמורים לעיל יחולו גם ביחס למטרופולין, וזאת בין היתר בהתאם לתוצאות משא ומתן בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה או לתוצאות משא ומתן בין מטרופולין למשרד התחבורה בקשר עם ההסדרה הענפית.

4.5. רכוש קבוע

נכון למועד הדוח, למטרופולין כ-1,850 אוטובוסים. בנוסף, מטרופולין שוכרת משרדים בשטח של כ-2,135 מ"ר בכפר סבא המשמשים למטה מטרופולין, וכן משרדים ברחבי הארץ, עמדות 'על הקו' וכן חניונים ומסופים המשמשים לחניית האוטובוסים ותפעול האשכולות השונים.

4.6. חומרי גלם וספקים

מטרופולין נוהגת לרכוש אוטובוסים בהתאם לדרישות המכרזים בהם זכתה, ובין היתר, בהתייחס למספר האוטובוסים הנדרש להפעלת קווי האשכול, גודלם, סוגם (עירוניים ובינעירוניים) וגילם. בעניין זה יצוין כי באשכולות הבינעירוניים, קיימת דרישה ליתירות גבוהה במקצת של כלי רכב לעומת האשכולות העירוניים (לא כולל מיניבוסים), בעיקר עקב שכיחות התקלות הגבוהה יחסית ברכבים המשמשים את האשכולות הללו והשימוש האינטנסיבי בהם. מנגד, באשכולות התחבורה העירוניים, גבר לאחרונה השימוש ברכבים חשמליים, דבר המהווה פוטנציאל לרמת יתירות נמוכה יותר בעתיד, כתוצאה מהגדלת טווחי הנסיעה בפועל ושיפור במיקום וזמינות התשתיות.

18 ככל שמטרופולין והמפקח לא יגיעו להסכמה על הפעלת הקווים הנוספים ועל התנאים והמועדים להפעלתם, רשאית הממשלה להתקשר עם מפעילים אחרים להפעלתם, גם ללא פרסום מכרז.

עיקר רכישות כלי הרכב בבון תור ובמטרופולין הינן משלושה ספקים עיקריים, כאשר כ-57% וכ-83% מסך רכישות כלי הרכב בשנים 2024 ו-2025, בהתאמה, התבצעו מב.ג. מוטורס. בנוסף, רוכשת מטרופולין דלק משלושה ספקים עיקריים, בשיעור של כ-34%, 42% ו-24%, בהתאמה, מסך התשלומים בגין דלק.

יצוין, כי למטרופולין אין תלות בספק מסוים.

4.7. התייעלות תפעולית, הסדרה ענפית והשפעת מלחמות חרבות ברזל ושאגת הארי על פעילות מטרופולין

4.7.1. השפעת המלחמה על פעילות מטרופולין

מאז תום מגפת הקורונה, אשר הובילה בשנת 2020 לירידה משמעותית בכמות הנוסעים, חלה בשנים האחרונות עלייה הדרגתית במספרם. עם זאת, בשל פרוץ מלחמת חרבות ברזל ובפרט במהלך מבצעי עם כלביא ושאגת הארי (כמפורט להלן) חל שוב קיטון משמעותי בכמות הנוסעים (יצוין, כי עם כניסתן לתוקף של הפסקות האש בצפון ובעזה, ולאחר הפסקת הלחימה בחודש אוקטובר 2025 ועד לפרוץ מבצע שאגת הארי, חזרה כמות הנוסעים לרמתה טרום מלחמת חרבות ברזל, אולם היא עדיין היתה נמוכה מכמות הנוסעים בתקופה שקדמה לתקופת הקורונה).

צמצום שירותי התחבורה הציבורית בעקבות המלחמות כאמור הוביל למעבר נוסעים לשימוש ברכב פרטי כחלופה לתחבורה ציבורית, מה שתרם גם לעלייה הגדולה בעומסי התנועה באזור מרכז הארץ. במהלך 2025 התמודדה מטרופולין, כמו יתר מפעילות התחבורה הציבורית באזור המרכז, עם עומסי התנועה המשמעותיים כאמור לעיל, וזאת בנוסף לביצוע עבודות תשתית רבות וסגירות של צירים מרכזיים, אי אכיפה על נסיעה בנתיבי תחבורה ציבורית וחסימות כבישים כתוצאה מהפגנות, גורמים שתרמו לירידה במהירות המסחרית של מטרופולין.

לאחר מועד הדוח, עם פרוץ מבצע שאגת הארי, שהחל ביום 28 בפברואר 2026, ובהתאם להנחיות פיקוד העורף ורשות התחבורה הציבורית, צומצמה פעילות מטרופולין בימי המלחמה הראשונים באופן משמעותי להיקף של כ-30%, ועם תחילת שחרור המשק הורחבה הפעילות להיקפים של עד 75% בהדרגה. נכון למועד הדוח, אין ודאות באשר לאורכו של מבצע שאגת הארי, לתוצאותיו, להתלקחות מחודשת בגזרות נוספות, ולכלל השפעותיו של המבצע על המשק הישראלי, ועל פעילות מטרופולין בפרט.

4.7.2. התייעלות תפעולית בתחום התחבורה הציבורית

לאחר השלמת הקמתם של שני אשכולות תחבורה ציבורית חדשים (אשכול אונו-אלעד ואשכול השרון החדש, כמפורט בסעיף 4.4.1 לעיל) ברבעון האחרון לשנת 2024, המיקוד המרכזי של מטרופולין עבר לשיפור היעילות התפעולית, וקידום הליכים פנימיים בחברה, מתוך מטרה, בין היתר, לשפר את רמת השירות, ולשפר את העמידה במדדים, יחד עם שיפור ציון המפעיל של מטרופולין. כתוצאה מהליכים אלו, נרשם שיפור משמעותי בדירוג של מטרופולין, עם התקרבות לממוצע הענפי בציון מפעיל.[19]

במסגרת זו, במהלך שנת 2025 הציגה מטרופולין מגמה של עלייה ברווח התפעולי, ב-EBITDA וב-FFO לאור הפעלה מלאה של שני האשכולות החדשים, כאמור לעיל, וכן המשך גידול בהכנסות בשל הפעלה מלאה של ארבעת האשכולות. לפרטים נוספים ראו בדוח הדירקטוריון של הקרן (פרק א' לדוח זה).

בהמשך לפניית הרשות בחודש נובמבר 2024, שהתריעה בדבר רמת השירות באשכולות המופעלים על ידי חברת מטרופולין, והודיעה כי לאי עמידת מטרופולין ברמת השירות המינימלית שקבועה בהליכים התחרותיים ובהסכמי ההפעלה עלולות להיות השלכות בנוגע לאפשרות הרשות להגיע עם מטרופולין לסיכום בקשר עם מתווה ההסדרה, וכי לרשות שמורה הזכות לפעול בכל דרך אחרת שעומדת לרשותה, לרבות הפסקת פעילות המפעילה באשכולות, ולאחר שמטרופולין אימצה ויישמה תכנית מפורטת להעלאת איכות ורמת השירות ("**התכנית**") – בשנת 2025 רשמו שיעורי אי הדיוק ואי הביצוע של מטרופולין שיפור משמעותי ביחס לשנת 2024, כאשר הציגה את השיפור המשמעותי ביותר מקרב המפעילות בהתאם לדוח הבקרה החצי שנתי האחרון

[19] דוח הבקרה החצי שנתי. ראו לעיל ה"ש 4.

שפורסם, עם התקרבות לממוצע הענפי בכל האשכולות בהם היא פועלת. מטרופולין מעריכה כי מגמת השיפור בביצועים תימשך גם במהלך שנת 2026.

במקביל לאמור, וכחלק מיישום התכנית, פעלה מטרופולין לחיזוק שדרת ההנהלה שלה, ובמסגרת זו גייסה מטרופולין את מר ינון בן ענת לכהונת מנכ"ל מטרופולין החל מחודש מרץ 2025, וכן מונו מספר סמנכ"לים וחוזק דרג הביניים במערך התפעול.

הערכות מטרופולין לעיל לעניין השיפור בביצועיה, הינן מידע צופה פני עתיד, אשר אין וודאות כי יתממשו, וזאת בין היתר כתוצאה מגורמים שאינם תלויים במטרופולין או כתוצאה מהתממשות אילו מגורמי הסיכון המפורטים להלן בסעיף 10 לנספח זה.

4.7.3. <u>הסדרה ענפית</u>

נכון למועד פרסום הדוח, מתקיים מו"מ בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה לעדכון ההסדרה הענפית והתאמתה לצורכי הענף. במסגרת הדיונים בקשר עם ההסדרה הענפית, פועל פורום מפעילות התחבורה הציבורית להגיע להסכמות, הן בדבר פתרונות וטיפול בנזקים שנוצרו למפעילות התחבורה הציבורית לאור בעיות רוחביות, כגון ירידה מתמשכת במהירות הנסיעה כתוצאה מעומסי תנועה, היצע נהגים נמוך, קשיים בגיוס הנהגים, התמתנות הצמיחה בהיקפי הנוסעים, היקף תיקופי נסיעה נמוך, אתגרים תפעוליים נוספים הנובעים מאי התאמת תנאי הסכמי ההפעלה לתנאי השוק ומצב התחבורה בפועל, והן בדבר עקרונות ודרכי פעולה לשיפור השירות ואיתנותם של המפעילות במבט צופה פני עתיד.

עיקרי מתווה ההסדרה הענפית העומדים על הפרק, למיטב ידיעת מטרופולין, הינם: (א) הארכת זיכיונות לאשכולות כאשר משך הארכה המקסימאלי יעמוד על ארבע שנים – הארכה של שנתיים ואופציה לשנתיים נוספות, בכפוף לעמידה ביעדי רידוד (10%) והסטה (5%) של חלק מהקווים במפות וברמת שירות מחייבת שתקבע על ידי הרשות. לחילופין, ככל והזיכיון לא הוארך כלל או הוארך באופן חלקי, תומר הטבת הארכת ההסכם לפי ערך הטבה כספי הנגזר מסך המקורות השנתי בבסיס; (ב) רידוד והסטה כאמור לעיל, לרבות שיפוי בגין רידוד; (ג) שינוי תמהיל הכנסות המפעילות והגדלת רכיב החשיפה לכמות הנוסעים; (ד) שינוי בתעריף השולי לנוסע; (ה) מתן רשת ביטחון למפעילות להגנה מפני ירידה בכמות הנוסעים. בנוסף, כולל המתווה נושאים נוספים אשר עדיין מצויים בדיון בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה. יצוין, כי תחולת ההסדרה הענפית ביחס לאשכולות שלא עומדים במדדי הביצוע של משרד התחבורה תיקבע באופן פרטני.

למיטב ידיעתה של מטרופולין, היא עומדת בכלל התנאים שהועמדו על ידי משרד התחבורה להכללה במתווה ההסדרה הענפית, וצפויה להיות זכאית להטבות הגלומות בה.

המידע לעיל בדבר הסכמה על הסדרה ענפית, לרבות בדבר מתווה ההסדרה המפורט לעיל, וכן הערכתה של מטרופולין כי היא עומדת בתנאים להכללה במתווה ההסדרה הענפית וצפויה להיות זכאית להטבות הגלומות בה, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר אין וודאות כי יתממש באופן המפורט לעיל או כי יתממש כלל, או כי המתווה האמור לעיל יחול גם ביחס למטרופולין, וזאת בין היתר בהתאם לתוצאות משא ומתן בין פורום מפעילות התחבורה הציבורית לבין משרד התחבורה או לתוצאות משא ומתן בין מטרופולין למשרד התחבורה.

פרטים אודות פעילות התחבורה בכללותה

5. הון אנושי

5.1. מצבת עובדים

כמנכ"ל בון תור מכהן מר שגיא כץ, וכמנכ"ל מטרופולין מכהן, החל מחודש מרץ 2025, מר ינון בן ענת. להלן מספר העובדים המועסקים בפעילות התחבורה נכון למועד פרסום הדוח:

	בון תור	מטרופולין
נהגים	כ-300	כ-2,330
עובדים נוספים	כ-135	כ-505
סה"כ	**כ-435**	**כ-2,835**

בענפי ההיסעים והתחבורה הציבורית קיים מחסור קבוע בנהגים ותחלופה גבוהה של עובדים בעיקר לאור תהליך הכשרה ממושך, עבודה בשעות ממושכות, תדירות המשמרות, השלכות הגודש בכבישים, תדמית המקצוע, בטחון אישי של הנהגים בתחבורה ציבורית ומחסור בתשתיות מספקות לרווחתם. בון תור, בדומה לחברות נוספות בענף, משקיעה משאבים רבים בגיוס ובשימור נהגים ובמסגרת זו, בתחום התחבורה הציבורית, רכשה מטרופולין החזקות בבית ספר ללימוד נהיגה עיונית על מנת לשפר את נגישותה לכוח אדם פוטנציאלי. לפרטים אודות גורם סיכון מחסור בנהגים ראו סעיף 10.2.1 להלן.

5.2. הטבות וטיבם של הסכמי העסקה

5.2.1. תחום ההיסעים

המעסיקים בענף ההיסעים הפרטיים החברים בארגון חברות ההסעה והנהגים המועסקים בחברות, כפופים להסכם הקיבוצי הענפי הכללי שנחתם בין ארגון חברות ההסעה ובין הסתדרות העובדים הכללית החדשה – איגוד עובדי התחבורה ("**הסכם ענפי**"). ההסכם הענפי נחתם בחודש ינואר 2018, עודכן והוארך בחודש פברואר 2022 עד ליום 31 בדצמבר 2023. נכון למועד זה, המעסיקים החברים בארגון כאמור פועלים על פי הוראות ההסכם הענפי, כאשר משא ומתן שהתנהל ביניהם ביחס לחידוש ההסכם הענפי טרם הושלם, בין היתר, עקב המלחמה. בהסכם הענפי נקבעו, בין היתר, הוראות בנוגע לשעות עבודה, שכר ותנאי רשת בטחון, תוספות שכר, כללי תשלום בנסיעה יומית/ רב יומית/ תיירות חוץ, פיצוי בגין זמני הנסיעה לעבודה וממנה, תנאים סוציאליים לרבות ימי חופשה, הבראה, חגים, מחלה, אש"ל, זכאות לקרן השתלמות וכיו"ב. נכון למועד פרסום הדוח, מתנהל משא ומתן לקראת חתימת הסכם קיבוצי חדש.

הסכמי ההעסקה של נהגי ההיסעים בבון תור כפופים בנוסף להסכמים קיבוציים בין בון תור להסתדרות החדשה ובין תור בוס להסתדרות הלאומית, לפיהם, בין היתר, השכר המינימלי של נהגי ההיסעים יהיה גבוה מהשכר שנקבע בהסכם הענפי, ולנהגים מובטח כי הפער בשכר יישמר גם במקרה שהשכר על פי ההסכם הענפי יעודכן כתוצאה מעליית שכר המינימום. ההסכמים הקיבוציים עומדים בתוקפם עד לתום חודש דצמבר 2026 וספטמבר 2026 בהתאמה, זאת לאחר שבמהלך חודש מאי 2025 נחתם עדכון להסכמים הקיבוציים האמורים, במסגרתם הועלה שכר הנהגים בחברה והוארך תוקפם של ההסכמים כמפורט לעיל. לענין זה יצוין, כאמור בסעיף 3.1 לעיל, כי חלק ניכר מפעילות ההיסעים מבוצע באמצעות קבלני משנה אשר אינם כפופים להסכמים הענפיים כאמור.

5.2.2. תחום התחבורה הציבורית

תנאי הנהגים ועובדי מנהלה נוספים כפופים להסכם קיבוצי שנחתם בשנת 2018 (ועודכן מספר פעמים), בין מטרופולין להסתדרות החדשה. במסגרת הסכם זה, נקבע השכר השעתי הבסיסי של הנהגים שהינו, למיטב ידיעת מטרופולין, הגבוה בענף, ועוגנו במסגרתו הוראות בדבר העלאת שכר לנהגי מטרופולין, קביעת מנגנוני

הצמדת שכר ותוספות בגין עבודה במשמרת מפוצלת, כאשר השכר המוענק לנהגים המרוחקים מחושב באופן המחזק את הקשר לשעות העבודה שלהם בפועל; עוד נקבע בהסכם כי נהגים שייקלטו במטרופולין יוכלו לשמור על הוותק שצברו מהמעסיק הקודם ולקבל בגינו שכר בסיס גבוה, וכן יוכלו לשמור על ימי החופשה וההבראה השנתיים שנובעים מהוותק שנצבר. בחודש פברואר 2025 נחתמו שתי תוספות להסכם הקיבוצי, אשר חלות רטרואקטיבית מיום 1 בינואר 2025: (1) התוספת הראשונה, אשר נחתמה עם עובדי המנהל, כוללת תוספות שכר ומתווה בונוסים והינה בתוקף עד לתום שנת 2027; (2) התוספת השנייה נחתמה עם נהגי מטרופולין וקובעת תוספת שכר משמעותית, הגדלת פרמיה עבור נסיעות בתפקיד, העלאת השתתפות בדמי אש"ל ומתן כרטיס נטען, והינה בתוקף עד לתום חודש מרץ 2026. בחודש ספטמבר 2025 נחתמה תוספת נוספת להסכם הקיבוצי, בתוקף החל מיום 1 באוגוסט 2025, המחילה אותו על המפקחים, וקובעת הוראות בדבר שכר, מענקים, רווחה והוראות נוספות, והינה בתוקף עד לתום חודש יולי 2028.

6. מימון

6.1. כללי

למועד הדוח, בון תור מממנת את פעילותה ממקורות עצמיים ומאשראי בנקאי. לפרטים אודות מימון האשכולות, נכון למועד הדוח, ראו בסעיף 4.4.1 לעיל.

6.2. יתרת החוב

נכון לימים 31 בדצמבר 2023, 2024, ו-2025 עמדה יתרת החוב של בון תור[20] לתאגידים בנקאיים וגופים נוספים על סך כולל של כ-194, כ-183, וכ-221 מיליון ש"ח, בהתאמה.

נכון לימים 31 בדצמבר 2023, 2024, ו-2025 עמדה יתרת החוב של מטרופולין לתאגידים בנקאיים על סך כולל של כ-1,408, כ-1,381 ו1,527 מיליון ש"ח, בהתאמה.

6.3. שיעורי ריביות בבון תור ומטרופולין ליום 31 בדצמבר 2025 (במיליוני ש"ח):

	לא צמוד		צמוד	
	הלוואות לזמן קצר	הלוואות לזמן ארוך	הלוואות לזמן קצר	הלוואות לזמן ארוך
	בון תור			
סכום	10	כ-214	-	כ-7.5
שיעור ריבית ממוצעת	6.55%	5.90%	-	0%
	מטרופולין			
סכום	184	289	-	1,054
שיעור ריבית ממוצעת	5.9%	5.91%	-	3.14%

20 הנתונים אינם כוללים את ההלוואות שניטלו על ידי ב.ג מוטורס בשל הפיכתה לחברה כלולה שאינה מאוחדת בדוחות בון תור החל משנת 2023.

7. יעדים ואסטרטגיה עסקית

היעד המרכזי של פעילות הקרן בתחום התחבורה הינו ביסוס מעמדה כאחת מהקבוצות הגדולות והמובילות בישראל, הפועלת בתחומי ההיסעים, התחבורה הציבורית (אוטובוסים) ותשתיות תחבורה, והכל, על רקע מגמת הקונסולידציה בענף התחבורה, ותוך ניצול הידע והיכולות שבידי בון תור, המהווים לעניין זה מכפיל כוח משמעותי.

על מנת לבסס יעד זה, בכוונת בון תור להמשיך ולהגדיל את פעילותה בשני תחומי הפעילות המרכזיים שלה, להיכנס לתחומים משלימים ומשיקים ולחזק את הפעילות הקיימת, לרבות ייבוא ומכירת רכבים לתחום התחבורה הציבורית והמשא, הכל כמפורט להלן:

7.1. תחום ההיסעים

7.1.1. **צמיחה אורגנית** – המקור המרכזי לצמיחה אורגנית הינו באמצעות גיוס לקוחות חדשים על ידי פעילות שיווק ומכירות מוגברת והשתתפות במכרזים, תוך הקפדה על שמירת המוניטין הגבוה של בון תור. צמיחה זו כוללת הרחבת הפעילות לסניפים גאוגרפיים חדשים והתמודדות מתמדת במכרזים ובהליכים תחרותיים אחרים באזורי פעילות בון תור, והכל – תוך שמירה על שיעורי הרווח. בשנים 2024 ו-2025, שיעור הגידול בהכנסות שמקורן בצמיחה אורגנית עמד על כ-9% וכ-14.5%, בהתאמה.

7.1.2. **מיזוגים ורכישות** – הגדלת נתח השוק של בון תור באמצעות פעילות של מיזוגים ורכישות, תוך ניצול הסינרגטיות הגלומה בפעילותן (בסניפים קיימים) ומינוף הרכישות להקמת סניפים חדשים והשקת פעילות באזורים גיאוגרפיים בהם לא פועלת בון תור.

7.2. תחום התחבורה הציבורית – מטרופולין תפעל לבסס את פעילותה כמפעילה של ארבעה אשכולות תוך השגת מצוינות בשירות ובתפעול. בנוסף, תפעל מטרופולין להרחבת הפעילות באשכולות הקיימים בהתאם להנחיות רשות התחבורה הציבורית, ולהתאמת הפעילות להסדרה הענפית המתגבשת (כמפורט בסעיף 4.7.3 לעיל).

7.3. תחום תשתיות תחבורה / פרויקטי PPP – בון תור, יחד עם מטרופולין, שואפת להרחיב את פעילותה ולפעול גם לכניסה לתחומי פעילות חדשים בתחום התחבורה הציבורית באמצעות פרויקטי PPP, הכוללים מרכיב תפעול מהותי, כגון רכבת קלה, מטרו ונתיבים מהירים, תוך ניצול יתרונותיה הניהוליים והתפעוליים בתחום התחבורה הציבורית והתשתיות העומדות לרשותה. בהתאם, בחודש פברואר 2026, הגישה בון תור, יחד עם קבוצת מנרב אחזקות, הצעה למכרז להקמה, מימון והפעלה של פרויקט הנתיבים המהירים בכביש 5.

האמור בסעיף זה הינו מידע צופה פני עתיד, המבוסס, בין היתר, על שאיפות, יעדים והערכות הקרן, בון תור ומטרופולין, אשר אין ודאות כי יתקיימו בפועל. מבלי לגרוע מכלליות האמור, שינויים עתידיים אפשריים באילו מהגורמים עליהם מבוססים היעדים, ההערכות והשאיפות כאמור לעיל, או שינויים במדיניות ההשקעות של הקרן, בון תור ומטרופולין או באסטרטגיה העסקית שלהן, עשויים להשפיע באופן מהותי על ההערכות המפורטות לעיל. בין היתר, עשויות ההערכות האמורות להיות מושפעות משינויים במצב הכלכלי בישראל ושינויים רגולטוריים שישפיעו על השווקים בהם הן פועלות. כמו כן, ההערכות האמורות בסעיף זה לעיל עשויות להיות שונות מהותית במקרה של התממשות אילו מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 10 לנספח זה להלן.

8. צפי להתפתחות עסקית בשנה הקרובה

8.1. בון תור – במהלך השנה הקרובה, בכוונת בון תור להמשיך ולהתמודד במכרזים על הסעות קבועות (לרבות זכייה מחדש במכרזים שמסתיימים), תוך המשך הגדלה ושיפור הביצועים של בון תור וכן לפעול לקידום הזדמנויות רכישה של חברות/פעילויות היסעים נוספות.

כמו כן, בון תור (יחד עם מטרופולין), פועלת לכניסה לתחומי פרויקטי PPP, ובמסגרת זו כאמור מתמודדת, יחד עם קבוצת מנרב אחזקות במכרז הנתיבים המהירים בכביש 5 (כמפורט בסעיף 7.3 לעיל).

8.2. מטרופולין –

8.2.1. יישום תוכנית ההסדרה הענפית במטרופולין, לרבות יישום מפות האסדרה החדשות, כמפורט בסעיף 4.7.3 לעיל.

8.2.2. שיפור משמעותי ביעילות התפעולית וברמת השירות של מטרופולין לאור תכנית התייעלות תפעולית חדשה.

האמור בסעיף זה ביחס לצפי להתפתחות בשנה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד, המבוסס, בין היתר, על הערכות ושאיפות הקרן, בון תור ומטרופולין לגבי התפתחותן הכלכלית והעסקית. השגת היעדים והאסטרטגיה של הקרן, בון תור ו/או מטרופולין, אינם ודאיים ואינם בשליטתן המוחלטת, ועשויים שלא להתממש, בין היתר, בשל תלותם בגורמים חיצוניים או בשל התממשותם של אילו מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 10 לנספח זה להלן. מובהר כי הקרן, בון תור ומטרופולין תהיינה רשאיות לסטות מהאמור לעיל על-פי החלטות הדירקטוריונים שלהן.

9. סיכונים סביבתיים ודרכי ניהולם

9.1. פעילות הקרן בתחום התחבורה ממוקדת בשירותי הסעות ההמונים – תחבורה ציבורית והיסעים, אשר מעצם טיבם חוסכים בכלי רכב פרטיים על הכבישים, ובכך תורמים רבות לצמצום זיהום האוויר וצמצום פליטות גזי חממה. בנוסף, כ-550 אוטובוסים מתוך צי האוטובוסים של מטרופולין הינם אוטובוסים חשמליים או מונעים בגז, דבר המגדיל אף יותר את התרומה לצמצום זיהום האויר.

להערכת הקרן, אין בפעילותן של בון תור ומטרופולין סיכונים סביבתיים אשר יש להם השפעה מהותית על איזו מהחברות. כמו כן, נכון למועד הדוח, למעט כמפורט להלן, לא קיימת חקיקה סביבתית בעלת השלכה מהותית על פעילותן.

9.2. להלן תיאור הסיכונים הסביבתיים להם חשופות בון תור ומטרופולין, והשפעתם עליהן

9.2.1. **איכות אוויר** – שימוש בתחבורה הינו אחד הגורמים המרכזיים לזיהום אוויר, וזאת בשל פליטה לאוויר של פחמן דו חמצני ותחמוצות חנקן, הנובעת בעיקר משימוש בדלקים פוסיליים לצורך הנעת האוטובוסים. סיכון זה עלול להוביל להחמרת רגולציה סביבתית שתדרוש השקעות משמעותיות במעבר לטכנולוגיות תחבורה ירוקות, העלאת עלויות התפעול בגין מיסוי או דרישות להפחתת פליטות, וכן לחשוף את בון תור או מטרופולין, לפי הענין לקנסות והליכים משפטיים. בון תור ומטרופולין כפופות להוראות המשרד להגנת הסביבה למניעה וצמצום של זיהום אוויר מציי הרכב שלה מכוח חוק אוויר נקי, התשס"ח-2008 ("**חוק אוויר נקי**"), אשר מקנה לממונה על איכות הסביבה ("**הממונה**") סמכות לקבוע הוראות ביצוע לחברות במשק שמחזיקות ציי רכב כבד.

בשנת 2014 קיבלה מטרופולין מהממונה הוראות מיוחדות, המתייחסות, בין היתר, לנושאים הבאים: יעדי פליטה ממוצעת לצי רכב, איסור שימוש בכלי רכב מזהם, שימוש באמצעים להפחתת פליטות, בדיקות זיהום אוויר, הכשרת נהגים לנהיגה חסכונית, איסור הפעלת מנוע של אוטובוס בזמן חניה, הפעלת מוקד לפניות ציבור וטיפול ברכב שהתקבלה בגינו תלונה, רישום פליטות גזי חממה, מינוי ממונה על הנושא מטעם החברה והעברת דיווח שנתי לממונה מטעם המשרד להגנת הסביבה. בשנת 2021 נוספה להוראות המיוחדות תוספת שעניינה שימוש בהנעה חלופית והצורך ברכש אוטובוסים מאופסי פליטות. בשנת 2024 התקבל עדכון נוסף, הקובע שיעור מינימלי לרכש אוטובוסים עירוניים חשמליים מאופסי פליטות מתוך כלל הרכש השנתי של אוטובוסים עירוניים חדשים החל משנת 2024, כך שבשנים 2026 ו-2027, 50% מהרכש השנתי של אוטובוסים כאמור יהיה אוטובוסים חשמליים, והחל משנת 2028, יעמוד השיעור על 100%.

ביחס לפעילות ההיסעים בבון תור, במסגרת מבחני הרישוי שהיא מבצעת בצי הרכבים שברשותה, נבדקת, בין היתר, רמת זיהום האוויר כתוצאה מהשימוש ברכבים, כאשר ככל שנמצא כי רמה זו גבוהה מהמותר על פי התקנות, מטופלים הרכבים על מנת להפחית את רמת זיהום האוויר הנפלט מהם לרמת המותרת. כמו כן, על גבי רכבי החברה, מוטבעים מספרי טלפון אשר מובילים את המתקשר למרכז המידע בו הוא יכול לדווח על רכב אשר פולט עשן. במקרה כזה, על פי נהלי משרד התחבורה אותו רכב יוצא מפעילות ועובר בדיקות פליטת עשן במכון הרישוי וככל שישנה פליטה בניגוד לדין, אזי אותו רכב נשלח לתיקון.

9.2.2. **אחסון ושימוש בדלקים ובחומרים מסוכנים** – למטרופולין תחנות תדלוק ניידות בחניונים שלה אשר מופעלות על ידי ספק אשר למיטב בדיקת מטרופולין מחזיק בכל ההיתרים הנדרשים.

נכון למועד הדוח, למעט קנסות בסכומים שאינם מהותיים למטרופולין בגין אי עמידה בהוראות חוק אוויר נקי, לא היו אירועים סביבתיים אשר דרשו הליכים משפטיים ו/או צעדים מנהלתיים מהותיים נגד החברה.

9.3. פירוט מדיניות ניהול סיכונים סביבתיים

מטרופולין מקיימת מנגנוני בקרה ביחס לעמידתה בהוראות החלות עליה מכוח חוק אוויר נקי כמפורט לעיל, הכוללים: (1) פעולות ניטור ואכיפה הכוללות מעקב אלקטרוני אחרי פעילות האוטובוסים; (2) טיפול בחריגות באמצעות פעולות הדרכה תקופתיות ואמצעים משמעתיים; (3) דיווח שנתי לממונה הכולל את נתוני צי הרכבים של מטרופולין, לרבות פרטי הרכבים, נתוני צריכת הדלק (סולר וגז טבעי), נתוני מערכות מיזוג וקירור, נתוני צריכת חשמל, פניות ציבור בנושא פליטת עשן והכשרות.

10. **דיון בגורמי הסיכון**

10.1. גורמי סיכון מקרו כלכליים

10.1.1. **מצב בטחוני** – שינויים ו/או החמרה במצב הבטחוני, מלחמות, עימותים ביטחוניים ואירועי טרור במדינת ישראל משפיעים באופן חלקי ולפרקי זמן משתנים על הביקושים לשירותי בון תור ומטרופולין בתחומי פעילותן, בין היתר, בשל מגבלות המוטלות על ידי פיקוד העורף, צמצום הפעילות הכלכלית במשק, מעבר לעבודה מהבית או מעבר לרכב פרטי וכן גיוסי מילואים שעשויים לגרום למחסור בנהגים ועובדים.

בנוסף לאמור, פעילות ההיסעים עלולה להיות מושפעת מקיטון בביקושים בשל ירידה בדרישה לשירותי הסעות ללקוחות קבועים (כגון הסעות עובדים למקום עבודתם, הסעות תלמידים למוסדות חינוך, ובעיקר חינוך מיוחד והסעות לגיל השלישי) וכן לקוחות מזדמנים (טיולים, פרויקטים, אירועים וכדי). עם זאת, בתחום פעילות ההיסעים בון תור מספקת שירותי הסעות למגוון גופים בטחוניים ומפעלים חיוניים אשר בתקופות של החמרה בטחונית מרחיבים את פעילותם. בנוסף, התבססותה של בון תור על לקוחות קבועים מספקת לה יציבות מסוימת גם בתקופות של החמרה במצב הבטחוני.

כמו כן, בנוסף לאמור לעיל, פעילות התחבורה הציבורית עשויה להיות מושפעת לרעה גם מקיטון בהיקף והרכב הקווים המבוצעים וכן ירידה בכמות הנוסעים, בשל הנחיות רשות התחבורה הציבורית, פיקוד העורף ומגבלות ביטחוניות המגבילות תנועה באזורים מסוימים. עם זאת, מודל התמחור הבסיסי של פעילות התחבורה הציבורית הינו תלוי ק"מ נסועה בעיקרו, מודל המספק למטרופולין הגנה מסוימת מפני קיטון בכמות הנוסעים. לפרטים אודות השפעות המלחמה ראו סעיפים 3.2 ו-4.7.1 לעיל.

10.1.2. **מצב המשק בישראל** – האטה כלכלית ומיתון בפעילות המשק הישראלי עלולים לגרום לפגיעה בפעילות המגזר הפרטי והציבורי ולעלייה בשיעורי האבטלה. האטה וצמצומי עובדים עלולים להשפיע על היקף הביקוש להסעות מצד המגזר הציבורי וחברות עסקיות ולהחריף את התחרות. כמו כן, הרעה במצב הכלכלי עשויה לגרום לצמצום מקורות המימון, קושי בקבלת מימון וגידול בהוצאות המימון, ובכך להשפיע לרעה על יכולתן של בון תור ומטרופולין להרחיב את פעילותן. לפיכך, להאטה כלכלית או שינויים לרעה במצב הכלכלי עלולה להיות השפעה מהותית לרעה על פעילותן.

10.1.3. **סיכוני סייבר** – לבון תור ולמטרופולין תשתיות מערכות מידע, אשר תומכות בפעילותן, דבר המעלה את החשיפה לאיומים ולסיכונים באבטחת המידע ולסיכוני סייבר. תקיפת סייבר לצורך חדירה למערכות המידע או לפגיעה בהן, בשימוש התקין בהן, או בחומר השמור בהן, עלולה לגרום לנזקים ישירים ועקיפים, ובהם שיבוש, הפרעה או השבתה של פעילות, מתקפות כופרה, דליפת מידע ואובדן מידע, פגיעה במוניטין בון תור ו/או מטרופולין והוצאות שיקום המערכות.

כל אחת מבין בון תור ומטרופולין מתמודדת עם סיכוני הסייבר על ידי ניהול תוכנית התאוששות מאסון, החזקת מערך גיבויים לרבות גיבויים באתר חיצוני, העסקת מנהלי מערכות מידע הממונים על תחום היבטי הסייבר, ביצוע ביקורת פנים בנושא ומבדקי חדירה מעת לעת.

10.1.4. **ריבית ואינפלציה** – לשינויים קיצוניים או בלתי צפויים במדד המחירים לצרכן ו/או מדד תשומות האוטובוסים וכן לעלייה ברמת הריבית, עלולים להיות השפעה על הכנסות בון תור ומטרופולין, מצבן הכספי, תוצאותיהן הכספיות והתחייבויותיהן הפיננסיות, בין היתר נוכח כך שקיימות להן הלוואות והתחייבויות אשר חלקן

נושאות ריביות משתנות בתוספת מרווח בנקאי וחלקן צמודות למדד המחירים לצרכן, ובמטרופולין – גם נוכח הצמדת שכר הנהגים למדד המחירים לצרכן (אשר ההצמדה בגינו מוגנת במסגרת הסכמי הזיכיון).

10.2. גורמי סיכון ענפיים

10.2.1. **מחסור בנהגים וביטחון אישי של נהגי האוטובוסים** – בענפים בהן פועלות בון תור ומטרופולין קיים מחסור משמעותי ומתמשך בנהגים ותחלופה גבוהה. זאת, בעיקר לאור תהליך הכשרה ממושך, עבודה בשעות ממושכות, תדירות המשמרות, השלכות הגודש בכבישים ותדמית המקצוע. כמו כן, בענף קיימת שחיקה גבוהה בשל חיכוך גבוה עם הלקוחות. המשך מגמת המחסור כאמור, עלול לגרום לגידול בעלויות השכר ולהוביל לאי-עמידה של בון תור ומטרופולין בהתחייבויותיהן. במסגרת התמודדותה עם המחסור בנהגים, פעלה מטרופולין לשיפור תנאי הנהגים המועסקים אצלה, כמפורט בסעיף 5.2.2 לעיל. בנוסף, בתחום התחבורה הציבורית רכשה מטרופולין החזקות בבית ספר ללימוד נהיגה עיונית ומעשית על מנת לשפר את נגישותה לכוח אדם פוטנציאלי ולשלוט ככל האפשר בתהליך ההכשרה מתחילתו ועד סופו.

10.2.2. **שינויי חקיקה ורגולציה** – תחום פעילות התחבורה עתיר רגולציה. פעילותה של מטרופולין בפרט מושפעת במידה רבה מן הרגולציה החלה עליה, לרבות הוראות הדין והנחיות רגולטוריות, ובכלל זה רגולציה הנוגעת להפעלת קווי שירות, לרישוי עסקים, לתכנון ובנייה, לצרכנות, להגנת הפרטיות, לאבטחת מידע, לנגישות ולהגנת הסביבה. אי עמידה בהוראות הרגולציה השונות (הנוכחיות והעתידיות), עלולה להביא לנקיטת סנקציות שונות כנגד מטרופולין ונושאי משרה בה, ובכלל זאת ביטול רישיונותיה או התנייתם, השתת קנסות, הוצאת צווים אישיים, הגשת כתבי אישום פליליים ופגיעה תדמיתית. להחמרה בדרישות הרגולטוריות החלות על מטרופולין עשויה להיות השפעה מהותית על הפעילות העסקית שלה ועל מצבה הכספי, במקרים בהם העלויות האמורות לא יכוסו באופן מלא ובמועדים הרלוונטיים במסגרת הסכם ההפעלה. לפרטים נוספים על תכניות הממשלה בתחום התחבורה הציבורית ראו סעיף 4.2 לעיל.

10.2.3. **עומס בכבישים** – העומס ההולך וגובר בכבישים בישראל מאט את מהירות הנסיעה ובהתאם פוגע ביעילות התפעולית, הן בשל הצורך בתוספת נהגים ורכבים והן בשל גידול בעלויות נלוות כתוצאה מהתארכות משך הנסיעה (כגון שכר, דלק ואחזקה). בתחום ההיסעים בון תור פועלת להתאמת ההתקשרויות עם לקוחותיה בהתאם לירידה במהירות הנסיעה והגודש בכבישים. בתחום התחבורה הציבורית, בחלק מהמכרזים נכלל פיצוי מובנה על ירידה במהירות המסחרית המפצה באופן חלקי את מטרופולין.

1.2.1. **עליה במחירי הדלק** – דלק הינו מחומרי הגלם העיקריים הנדרשים לתחומי פעילותן של בון תור ומטרופולין. לשינויים במחירי הדלק השפעה ישירה על עלויות מתן השירותים בתחומי הפעילות. בתחום ההיסעים, חלק מההסכמים לביצוע ההסעות הקבועות אינם צמודים לעליה במחירי הדלק. בון תור פועלת להצמדת הסכמי הלקוחות, ככל הניתן, לשינויים במדד תשומות האוטובוסים המושפע, בין היתר, ממחירי הדלקים. בתחום התחבורה הציבורית מוסדר מנגנון הפיצוי בגין עלייה במחירי הדלק בהתאם לתנאי הזיכיון. לאור האמור, לעליה במחיר הדלק עשויה להיות השפעה על תוצאותיהן הכספיות של בון תור ומטרופולין. בנוסף, המדינה פועלת לעידוד מעבר לכלי רכב המונעים באנרגיה חלופית, באמצעות הפחתת החזרי המס בגין בלו על סולר ומתן החזרי מס בלו על גז. כחלק מתנאי האשכולות בהם זכתה, החל משנת 2028 נדרשת מטרופולין כי 100% מצי האוטובוסים העירוניים החדשים שלה יהיו אוטובוסים חשמליים. לפיכך, מעבר לכלי רכב המונעים באנרגיה חלופית (חשמל או גז טבעי), עשוי לצמצם את השפעת העלייה במחירי הדלק כאמור.

10.2.4. **כפיפות למדיניות ממשלתית ולרגולטורים** – הפעילות בתחום התחבורה הציבורית תלויה בסדרי עדיפויות לאומיים, במדיניות ממשלתית וביישומה בידי גורמים רגולטוריים, לרבות פרסום מכרזים לאשכולות חדשים, הרחבת אשכולות קיימים והסדרות ענפיות של משרד התחבורה מול מפעילי התחבורה הציבורית הפרטיים. לפיכך, שינויים במדיניות הממשלתית עשויים להשפיע באופן מהותי על תחום הפעילות.

10.2.5. **תלות בהליכים מכרזיים** – כל אחת מבין בון תור או מטרופולין ניגשה ועתידה לגשת למכרזים שמפרסמים המדינה וגופים נוספים הכפופים לחוק חובת מכרזים, התשנ"ב-1992 בתחומי הפעילות. במכרזים אלו נכללות דרישות שונות לשם עמידה בהוראות המכרז, ביניהן העמדת הון עצמי, ערבויות ועמידה בתנאי כשירות שונים.

הפעילות בתחומי הפעילות של הקבוצה תלויה, בין היתר, ביכולתן של בון תור ומטרופולין לעמוד בתנאי המכרזים כאמור, לזכות במכרזים ולקיים את תנאיהם.

10.2.6. **אי עמידה במדדי ביצוע בפעילות התחבורה הציבורית** – לאי עמידת מטרופולין במדדי הביצוע הנדרשים ממנה על פי ההסדרה החלה עליה, עלולות להיות השלכות לרעה על מטרופולין, לרבות תשלום פיצויים מוסכמים או קנסות למדינה ובמקרים חריגים/מסוימים אף הפקעת הזיכיון או אי הארכתו, וכן פגיעה אפשרית במעמדה לקראת מכרזים חדשים.

10.2.7. **מינוף גבוה** – מבנה ההון במטרופולין, בדומה לחברות תשתיות אחרות, מורכב מרמת חוב גבוהה, דבר המגביר את החשיפה לסיכוני נזילות ולאי עמידה בהתחייבויות. לפרטים אודות מימון האשכולות המופעלים על ידי מטרופולין ראו סעיף 4.4.1 לעיל.

10.3. גורמי סיכון ייחודיים לבון תור ומטרופולין

10.3.1. **אי חידוש התקשרויות על פי מכרזים וחוזים ובהיקף נרחב בפעילות ההיסעים** – נוכח העובדה שעיקר הכנסות פעילות ההיסעים נובע מהתקשרויות על פי מכרזים והליכים תחרותיים אחרים לתקופות של 3 עד 5 שנים, אי חידוש התקשרויות כאמור בהיקף נרחב עלול לגרום לירידה בהיקף פעילות זו ובהתאם ירידה ברווחי בון תור.

10.3.2. **אי השלמת הסדרה ענפית במטרופולין** – סגירה והשלמה של ההסדרה הענפית במטרופולין, כמפורט בסעיף 4.7.3 לעיל, הינה בעלת השפעה מהותית על פעילותה ותוצאותיה של מטרופולין. לפרטים נוספים אודות ההסדרה הענפית ראו סעיף 4.7 לעיל.

הערכת הנהלת הקרן לגבי מידת ההשפעה של גורמי הסיכון על בון תור ומטרופולין:

	מידת ההשפעה של גורם הסיכון על תחום הפעילות		
	גדולה	**בינונית**	**מועטה**
גורמי סיכון מקרו-כלכליים			
מצב בטחוני, מדיני ופוליטי		X	
מצב המשק בישראל		X	
סיכוני סייבר		X	
ריבית ואינפלציה		X	
גורמי סיכון ענפיים			
מחסור בנהגים וביטחון אישי של נהגי האוטובוסים	X		
שינויי חקיקה ורגולציה			X
עומס בכבישים	X		
עליה במחירי הדלק			X
כפיפות למדיניות ממשלתית ולרגולטורים		X	
תלות בהליכים מכרזיים		X	
אי עמידה במדדי ביצוע בפעילות התחבורה הציבורית		X	
מינוף גבוה	X		

	מידת ההשפעה של גורם הסיכון על תחום הפעילות		
	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון ייחודיים לבון תור			
אי חידוש התקשרויות על פי מכרזים וחוזים ובהיקף נרחב בפעילות ההיסעים		X	
אי השלמת הסדרה ענפית במטרופולין	X		
גורמי סיכון סביבתיים			
איכות אוויר			X
אחסון ושימוש בדלקים ובחומרים מסוכנים			X

המידע האמור בסעיף זה לעיל בדבר גורמי הסיכון להם חשופות בון תור ומטרופולין הינו בבחינת מידע צופה פני עתיד. הערכות וציפיות הקרן, בון תור ומטרופולין בנושא זה מתבססות על ניסיון העבר, על היכרותן עם השווקים בהם פועלות בון תור ומטרופולין ועל הערכותיהן באשר להתפתחותן הכלכלית והעסקית. עם זאת, יתכן שציפיותיהן ותחזיותיהן של הקרן, בון תור ומטרופולין לא תתממשנה, וזאת בין היתר, בשל תלותן בגורמים חיצוניים שאינם בשליטת בון תור או מטרופולין (והמפורטים בסעיף זה), המצב הבטחוני והכלכלי של המשק הישראלי ושווקים נוספים בעולם, שינויים רגולטוריים ושינויים מאקרו-כלכליים.

נספח ג' – תיאור עסקי הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל

פעילות הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל[1] מתבצעת באמצעות החזקותיה במלוא הון מניותיה של פאוורג'ן בע"מ (פאוורג'ן בע"מ, יחד עם התאגידים המוחזקים על ידה, במישרין ובעקיפין, "**PowerGen**").

שווי החזקות הקרן ב-PowerGen ליום 31 בדצמבר 2025 הינו 2,040,392 אלפי ש"ח. לפרטים נוספים אודות השקעות הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל, ולהערכות שווי חיצונית להשקעת הקרן ב-PowerGen כאמור ליום 31 בדצמבר 2025, ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) ובנספח ג' שם, בהתאמה.

1. פעילות PowerGen ותיאור התפתחות עסקיה

1.1 כללי

במסגרת תחום פעילותה כאמור, PowerGen עוסקת בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של מתקנים לייצור ואגירת חשמל. בכלל זה, PowerGen מחזיקה ומפעילה תחנות כוח לייצור חשמל וקיטור באמצעות גז טבעי, מערכות סולאריות לייצור חשמל ("**PV**") ומתקני אגירת אנרגיה (לרבות אגירה שאובה), וכן פועלת בתחום אספקת חשמל לצרכנים, לרבות ביתיים ועסקיים קטנים, הכל כמפורט להלן.

1.1.1. ייצור ואגירת חשמל – במסגרת פעילותה במקטע הייצור ואגירת החשמל, נהנית PowerGen ממגוון אמצעים וטכנולוגיות שברשותה: ייצור חשמל וקיטור באמצעות גז טבעי בתחנות כוח קונבנציונליות, ייצור בטכנולוגיית PV מגוונת בתצורות שונות, ייצור באמצעות מתקן אגירה שאובה בגלבוע, ייצור בטכנולוגיית PV בשילוב אגירה, וייזום מתקני אגירה Stand Alone. לפרטים נוספים אודות פעילות PowerGen בתחום ייצור החשמל והאגירה ראו סעיף 4 להלן.

1.1.2. אספקת חשמל – במקטע האספקה, לצד פעילותה כמספק חשמל מרכזי ללקוחות גדולים, פועלת PowerGen, באמצעות בזק-ג'ן, מספק ללא אמצעי ייצור, לאספקת חשמל ללקוחות עסקיים קטנים וביתיים, כאשר להערכת הקרן, ולמרות קצב גדילה מבוקר, בזק-ג'ן מחזיקה בנתח שוק משמעותי בתחום אספקת החשמל ללקוחות הביתיים, ושואפת להמשיך ולהיות שחקן מרכזי בענף גם בראייה ארוכת טווח. לפרטים נוספים אודות פעילות PowerGen בתחום אספקת החשמל ראו סעיף 5 להלן.

משק החשמל בישראל מתקדם לעבר "מודל שוק" מלא, שבו ביכולתם של כלל אמצעי הייצור למכור חשמל ישירות למספקים פרטיים[2]. מהלך זה יצא לדרך בשנת 2024 עם פתיחת שוק האספקה לתחרות, יחד עם מתן האפשרות למתקני ייצור במתח גבוה ומתח עליון (בשלב זה באמצעות מתקנים המשלבים ייצור סולארי ואגירה, ובהמשך באמצעות כלל מתקני הייצור, לרבות תחנות כוח) למכור חשמל ישירות למספקים פרטיים. מגמה זו כאמור מעצימה את יתרונם התחרותי של שחקנים אינטגרטיביים כגון PowerGen אשר בחזקתם ובניהולם מגוון אמצעי ייצור, לשלב טכנולוגיות מתקדמות, לגדר סיכונים ולבצע אופטימיזציות, כך שיוכלו למקסם רווחיות בשוק תחרותי ודינמי.

פעילות הייצור המגוונת מחד גיסא ושימוש מיטבי בה מאידך גיסא, באמצעות אספקה ללקוחות קצה, מאפשרים ל-PowerGen לנצל סינרגיות, ליהנות מיתרונות לגודל ולפעול הלכה למעשה בכל שרשרת הערך בתחום זה.

1.2 הגדרות

"**MRC**" או "**MRC אלון תבור**"	אם.אר.סי. אלון תבור פאואר בע"מ, המחזיקה באתר תחנות הכוח MRC. MRC מוחזקת, בעקיפין, בשיעור של 16.67% על ידי PowerGen, באמצעות החזקתה בתאגיד MRC (50%), כהגדרתו להלן, כאשר יתרת המניות ב-MRC מוחזקות על ידי קבוצת שמיר אנרגיה (2023) בע"מ (33.33%) ו-China Harbour Engineering Company Limited (33.33%).

1 למען הסר ספק, למעט פעילות חלוקת הגז הטבעי הנעשית באמצעות נגב גז טבעי בע"מ, גז טבעי דרום בע"מ והחברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ.

2 דברי ההסבר להחלטת רשות החשמל מספר 72708: מנגנון זמני לרכישת תעודות זמינות על ידי מספקים וירטואליים ממנהל המערכת, מיום 27.11.2025, סעיף 25.

"**PSP**"	פי אס פי השקעות בע"מ, המחזיקה במתקן האגירה השאובה בגלבוע. PSP מוחזקת בעקיפין, 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%) ("**שו"ב אנרגיה**").
"**SMP**"	System Marginal Price, המחיר השולי החצי שעתי עבור האנרגיה המוזרמת לרשת החשמל, אשר מפורסם על ידי מנהל המערכת.
"**MCP**"	Marginal Clearing Price, העלות השולית המחושבת ברמה חצי שעתית על ידי מנהל המערכת.
"**אלון תבור**"	פאוורג'ן אלון תבור בע"מ, המוחזקת בשיעור של 86.2% מהמניות הרגילות ו-85.71% ממניות ההנהלה על ידי פאוורג'ן פאוור פלנטס. יתרת מניות אלון תבור מוחזקות על ידי גת אנרגיה בע"מ.
"**אנרג'יאן**"	Energean Israel Limited.
"**בזק-ג'ן**"	בזק-ג'ן בע"מ, המוחזקת על ידי PowerGen ובזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("**בזק**") בחלקים שווים.
"**זאן אנרגיה**"	זאן אנרגיה טעינה בע"מ, המוחזקת בשיעור של 50% על ידי PowerGen. יתרת מניות זאן אנרגיה מוחזקות על ידי זאן אנרגיה השקעות בע"מ.
"**חברת החשמל**" או "**חח"י**"	חברת החשמל לישראל בע"מ.
"**מונה בסיסי**"	מונה שאינו מונה חכם.
"**מונה חכם**"	מונה המאפשר קריאה מרחוק ו/או נותן מידע על התפלגות הצריכה לפי שעות.
"**מנהל מערכת**" או "**נגה**"	נגה – ניהול מערכת החשמל בע"מ.
"**מתקן אגירה שאובה**"	מתקן אגירה שאובה בגלבוע, המוחזק על ידי PSP.
"**מתקן התפלה אשקלון**"	מתקן התפלה אשקלון (וי.איי.די. חברה להתפלה בע"מ) באזור אשקלון.
"**מתקן התפלה שורק**"	מתקן התפלה שורק 1 (שורק התפלה בע"מ) באזור פלמחים.
"**פאוורג'ן סולאר איי**"	פאוורג'ן סולאר איי בע"מ (לשעבר סולגרין בע"מ), תאגיד מדווח, המוחזק בשיעור של 100% על ידי PowerGen.
"**פאוורג'ן פאוור פלנטס**"	פאוורג'ן פאוור פלנטס בע"מ (לשעבר רפק אנרגיה בע"מ), המוחזקת בשיעור של 100% על ידי PowerGen.
"**ריינדיר**"	ריינדיר אנרגיה בע"מ, המוחזקת (במישרין ובעקיפין באמצעות פאוורג'ן פאוור פלנטס) בשיעור של 27.51% על ידי PowerGen. יתרת מניות ריינדיר מוחזקות על ידי רפק תקשורת ותשתיות בע"מ ("**רפק תקשורת**", 24.99%), הפניקס (39.49%) ומחזיקים פרטיים (7.99%).
"**רמת גבריאל**"	פאוורג'ן רמת גבריאל בע"מ, המוחזקת בשיעור של 86.2% מהמניות הרגילות ו-85.71% ממניות ההנהלה על ידי פאוורג'ן פאוור פלנטס. יתרת מניות רמת גבריאל מוחזקות על ידי גת אנרגיה בע"מ.
"**שותפות אלון תבור**"	אמ.אר.סי א.ת. פיתוח אנרגיה שותפות מוגבלת, אשר השותפים המוגבלים בה הינם: MRC (99.9%) ו-אם.אר.סי אלון תבור אנרגיה 1 שותף כללי בע"מ (0.1%) המכהנת גם כשותף כללי בשותפות. שותפות אלון תבור מחזיקה בבעלות מלאה בתחנת הפיקר באלון תבור.

"**שותפות התחנות החופיות**"	יובלי רעם אנרגיה שותפות מוגבלת ("**יובלי רעם**"), המחזיקה בתחנת אשקלון ובתחנת שורק. השותף המוגבל ביובלי רעם הינו רעם אנרגיה חופית שותפות מוגבלת ("**רעם אנרגיה**"). השותף הכללי ביובלי רעם וברעם אנרגיה הינו פאוורג'ן ניהול בע"מ. השותף המוגבל ברעם אנרגיה הוא פאוורג'ן פאוור פלנטס בשיעור של 35%, כאשר יתרת זכויות השותפים המוגבלים מוחזקת על ידי גופים מוסדיים מקבוצת מגדל (45%) ועמיתים קרנות הפנסיה הוותיקות (20%).
"**תאגיד MRC**"	ג'נריישן רפק אחזקות אם.אר.סי שותפות כללית, המוחזקת בחלקים שווים על ידי PowerGen ורפק תקשורת, והמחזיקה ב-33.33% מהונה המונפק והנפרע של MRC.
"**התחנות החופיות**"	תחנת אשקלון ותחנת שורק.
"**התחנות הצפוניות**"	רמת גבריאל ואלון תבור.
"**תחנת אשקלון**"	פאוורג'ן אשקלון בע"מ, המוחזקת (100%) על ידי שותפות התחנות החופיות והפועלת בחצרי מתקן התפלה אשקלון.
"**תחנת שורק**"	פאוורג'ן שורק בע"מ, המוחזקת (100%) על ידי שותפות התחנות החופיות והפועלת בחצרי מתקן התפלה שורק.

1.3 רכישה והעברה של נכסים בהיקף מהותי והשקעות בהון PowerGen

1.3.1. במסגרת ריכוז פעילויות הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת החשמל לגוף אחד, PowerGen, ביצעה PowerGen הצעת רכש מלאה למניות PowerGen סולאר איי, תמורת כ-100 מיליון ש"ח, רכשה את מלוא החזקותיה של רפק תקשורת (50%) בפאוורג'ן פאוור פלנטס (ללא החזקותיה של פאוורג'ן פאוור פלנטס ב-MRC, אשר הועברו לתאגיד MRC החל מאותו מועד), והעבירה אליה את מלוא החזקות הקרן במניות PSP. לפרטים נוספים ביחס לעסקת פאוורג'ן פאוור פלנטס ראו סעיף 15.3 בפרק ב' לדוח, וביחס להעברת מניות PSP, ראו סעיף 4.8 להלן.

1.3.2. לפרטים אודות עסקת השקעה ב-PowerGen בסך 260 מיליון ש"ח תמורת מניות בכורה נושאות זכות לריבית, של הפניקס חברה לביטוח בע"מ והפניקס פנסיה וגמל בע"מ ("**הפניקס**"), ראו סעיף 15.2 בפרק ב' לדוח.

2. מידע כספי

לתמצית נתונים כספיים של PowerGen, ראו בדוח הדירקטוריון, בפרק א' לדוח זה.

3. סביבה כללית והשפעת גורמים חיצוניים על הפעילות

להלן יובא תיאור המגמות, האירועים וההתפתחויות העיקריות בסביבה המקרו-כלכלית של PowerGen, אשר למיטב ידיעתה ולהערכתה יש להם או צפויה להיות להם השפעה מהותית על התפתחויות עתידיות ב-PowerGen או בתחומי פעילותה:

3.1 שוק האנרגיה בישראל

משק החשמל בישראל מחולק לארבעה מקטעי פעילות – מקטע הייצור, מקטע ההולכה, מקטע החלוקה ומקטע האספקה. במשך עשרות שנים, שלטה חברת החשמל בכל ארבעת המקטעים, כאשר החל משנת 2018, ומתוך מטרה להגביר את התחרות בשוק, מתבצעים צעדים למימוש רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל[3] ("**הרפורמה**").

הרפורמה התמקדה בהקמת חברה ממשלתית ("**נגה**") לניהול, תכנון ופיתוח מערכת החשמל, פיקוח ובקרה של מערכת החשמל, ותהא אחראית על הבטחת אספקת חשמל סדירה לכלל הצרכנים במשק החשמל, וניהול הסחר

3 החלטת ממשלה מס' 3859 - רפורמה במשק החשמל ושינוי מבני בחברת החשמל ותיקון החלטת ממשלה מיום 3 ביוני 2018.

בחשמל בתנאים תחרותיים ושוויוניים; שמירה על מונופול חברת החשמל במקטע החלוקה לצד הפחתת חלקה במקטע הייצור באמצעות מכירת תחנות כוח לשוק הפרטי וקביעה כי כל פיתוח עתידי של מקטע הייצור יבוצע על ידי השוק הפרטי ופתיחת שוק אספקת החשמל לתחרות. במסגרת זו, נכון למועד הדוח, נמכרו ארבע תחנות כוח (מתוך חמש, לפי התכנון המקורי) שהיו בבעלותה של החברת החשמל.

עקב הצעדים שפורטו לעיל, בשנים האחרונות נתח השוק של חברת החשמל במקטע הייצור הצטמצם (לכ-46% ו-41% בסוף השנים 2023 ו-2024, בהתאמה).[4] לפי תחזית רשות החשמל נכון למועד פרסום הדוח, מגמה זו תימשך, ועד שנת 2030 חלקה של חברת החשמל יוסיף לרדת מתחת לשיעור של 23%.[5]

בתחום תחנות הכוח הקונבנציונליות, נכון למועד זה מאושרות תכניות להקמת חמש תחנות כוח חדשות בהספק של 900 מגה וואט כל אחת, לרבות ריינדיר, וכן מקודמות שתי תחנות כוח נוספות, אשר למיטב ידיעת PowerGen צפויות להתחיל לייצר חשמל בשנת 2029. תוספת קיבולת הייצור שתנבע מהתחנות האמורות הינה הכרחית למשק החשמל בישראל, אך אינה מספקת לעמידה בגידולים הצפויים בביקוש לחשמל. במסגרת החלטת ממשלה 2282 "קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל", שהתקבלה באוקטובר 2024,[6] צוין כי קיים צורך לאשר 19 תוכניות לתחנות כוח נוספות עד לשנת 2040, מתוכן 5 תחנות במרכז הארץ, ולפחות 13 תחנות כוח עד לשנת 2040. בהמשך, בחודש פברואר 2026, התקבלה החלטת ממשלה בדבר קידום הקמת חוות שרתים מתקדמות לשימושי בינה מלאכותית,[7] החלטה הצפויה לתרום לגידול בביקוש לחשמל.

בתחום האנרגיה המתחדשת, החליטה הממשלה על יעד של 30% ייצור חשמל בשנת 2030 ממקורות של אנרגיה מתחדשת, רשות החשמל קבעה יעד ביניים לשנת 2025 של 20%, ולאחרונה, הנחה שר האנרגיה והתשתיות את רשות החשמל לבחון יעדים עתידיים בטווח של 35%-45% עד שנת 2035.[8]

לפי נתוני רשות החשמל,[9] במהלך שנת 2024 סונכרנו בישראל לרשת החשמל מתקני ייצור מאנרגיה מתחדשת בהספק כולל של כ-911 מגה-וואט; ההספק המותקן הכולל של מתקני ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות נכון לסוף שנת 2024 עמד על כ-6.89 ג'יגה-וואט. שיעור הצריכה בפועל מאנרגיות מתחדשות בסוף שנת 2024 עמד על כ-14.6% (עם פוטנציאל צריכה של כ-16.2%). להערכת רשות החשמל, עד לשנת 2030, ההספק המותקן של המתקנים המייצרים באנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולגדול ולהוות כ-40% מההספק במשק.[10] עם זאת, לאור הארכות שניתנו להקמת מתקנים באנרגיה מתחדשת, בשל מגפת הקורונה ומלחמת חרבות ברזל, יעד הביניים לא צפוי להיות מושג במועדו וקיים ספק אף לגבי עמידה ביחס הקבוע לשנת 2030.

בהתאם למדיניות הממשלה להגדלת היקף ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות לכ-30% עד לשנת 2030, החליטה המועצה הארצית לתכנון ובנייה בשתי החלטות (נובמבר 2020 ויוני 2023) להגביל את היקף השטח למתקני PV קרקעיים ל-60,000 דונם עד לשנת 2030, על פי החלוקה שלהלן: (1) 25,000 דונם ייועדו לקידומן של תכניות במסלול ארצי; (2) 30,000 דונם ייועדו לתכניות שיקודמו בוועדות המחוזיות; ו-(3) 5,000 דונם יקודמו באישור המועצה הארצית בהתאם לדיון שיקבע בהמשך.

כמו כן, ביום 15 בפברואר, 2026 אושרה תכנית מתאר ארצית לקידום מתקנים אגרו-וולטאים (המשלבים גידול חקלאי עם פאנלים סולאריים שיותקנו מעל הגידול באופן שאלו ישתלבו יחדיו).[11]

עיקר ההתפתחות בתחום האנרגיה המתחדשת צפוי להיות על בסיס אסדרות השוק בחלוקה ובהולכה. במהלך שנת 2025 החליטה רשות החשמל על אסדרת שוק בילטרלית בהולכה, לפיה מתקני אנרגיה מתחדשת בשילוב אגירה

---

4 רשות החשמל - דוח מצב משק החשמל לשנת 2024 ("**דוח מצב משק החשמל לשנת 2024**").
5 ראו דוח מצב משק החשמל לשנת 2024.
6 ראו החלטת ממשלה מס' 2282 – קידום הביטחון האנרגטי של משק החשמל הישראלי, תיקון וביטול החלטות ממשלה מיום 31 באוקטובר, 2024.
7 בהקשר זה ראו, החלטת ממשלה מס' 3907 - קידום הקמת חוות שרתים מתקדמות לחיזוק ההובלה של ישראל בתחום הבינה המלאכותית מיום 22 בפברואר 2026.
8 ראו מצגת משרד האנרגיה והתשתיות – דיווח לוועדת כלכלה מיום 20 באוקטובר 2025: https://knesset.gov.il/25/Committees.pdf.
9 רשות החשמל – דוח מצב יעדי אנרגיה מתחדשת במשק החשמל שנת 2024("**דוח מצב יעדי אנרגיה מתחדשת 2024**").
10 דוח מצב משק החשמל לשנת 2024.
11 מינהל התכנון - תוכנית תמא/1/24 - תוספת לפרקי האנרגיה - פרק מתקנים אגרו וולטאיים, לפרטים ראו: https://mavat.iplan.gov.il/SV4/1/99005271514/310.

יהיו זכאים לקבל תעודת זמינות (Capacity Credit) אותה יוכלו לשייך למספק. תעודת הזמינות תאפשר למספק לרכוש אנרגיה ממנהל המערכת בעלות SMP בלבד ותיקבע לפי היחס שבין המתקן הסולארי למתקן האגירה על פי נוסחה שפרסמה רשות החשמל[12]. לפי החלטת הרשות, ערך תעודת הזמינות יישאר קבוע עד 2036 וצפוי להתעדכן לאחר מכן. לאסדרה זו נקבעה מכסה של 2,000 מגה-וואט למתקנים סולאריים בשילוב אגירה ו-300 מגה-וואט למתקני השבת פסולת לאנרגיה.[13]

אחד הגורמים לעיכוב מסיבי של פרויקטים לייצור חשמל הוא סטטוס תשתית ההולכה והחלוקה. לשם כך, המדינה משקיעה משאבים משמעותיים לחיזוק ושיפור רשת ההולכה, לרבות בפיתוח מקטע המסירה (הולכה והשנאה). עם הבשלתן, השקעות אלו צפויות לפתוח צווארי בקבוק ברשת ההולכה ולאפשר פיתוח של מתקני ייצור נוספים באנרגיה מתחדשת. בנוסף, לשם עמידה ביעדי האנרגיה המתחדשת ואיזון משק החשמל, נדרשת האצה משמעותית בכניסת פרויקטי אגירה לרשת, כך שיוכלו לקלוט חשמל בשעות עודף (שעות שפל) ולשחררו בעת מחסור (שעות הפסגה) (באמצעות טעינת סוללה מהרשת או ממתקני ה-PV, כאשר בשעות הפסגה, בהתאם לתוכנית ייצור הנקבעת בתיאום עם חברת החשמל, מתאפשרת הזרמה של חשמל שנאגר בסוללה לרשת וכן חשמל ממתקני ה-PV, בתקופת הקיץ בעיקר, ובכך לאזן את משק החשמל בצורה יעילה וברת קיימא. בהתאם, רשות החשמל שחררה מכסות ואישורים למגוון רחב של סוגים של מתקני אגירה – בהם מתקני אגירה שאובה, אגירה Stand alone בהולכה ובחלוקה, אגירה בשילוב מתקנים סולאריים ועוד. כך, בשנת 2024, כמחצית ההספק במתקני אגירה (העומד על 557 מגה וואט) נבע ממתקני אגירה שאובה,[14] והיתר ממתקני PV משולבי אגירה. לפי הערכת הרשות ההספק במתקני אגירה מכל סוגי הטכנולוגיות יגיע לכדי הספק אגירה מותקן של כ-9.25 ג'יגה-וואט עד שנת 2030.[15] בהתאם, בפברואר 2025 קיימה רשות החשמל הליך תחרותי ראשון לפרויקטי אגירה במתח עליון במסגרתו נבחרו זוכים בהספק כולל של 1,500 מגה-וואט.

לצורך קידום השוק כאמור, פעלו הרגולטורים להקצאת תקציבי עתק לפיתוח רשת החשמל. כך, בשלהי שנת 2023, אישר עקרונית שר האנרגיה והתשתיות תוכנית השקעות, בהיקף של למעלה מ-20 מיליארד ש"ח עד לשנת 2030, במעל 430 פרויקטי תשתית במערכת ההולכה.[16] כמו כן, בשנת 2025 אישרו שרי האנרגיה והאוצר תכנית השקעות בסך של כ-22 מיליארד ש"ח לפיתוח מערכת החלוקה לשנים 2024-2030.[17]

במקטע האספקה, עדיין ניכרת שליטת חח"י, אולם בשנת 2024 נפתח המקטע לתחרות באמצעות אסדרה שאפשרה כניסת שחקנים פרטיים וכן מכירה לצרכנים ביתיים בעלי מונה בסיסי. במסגרת זו הוענקו רישיונות אספקה ליצרנים פרטיים אשר מוכרים חשמל ממתקני ייצור לצרכנים (ככלל, לקוחות עסקיים גדולים כגון צה"ל, מפעלי תעשייה, קיבוצים וכד') ולמנהל המערכת, וכן רישיונות אספקה וירטואליים למספקים ללא אמצעי ייצור ("**מספקים וירטואליים**"). בשנת 2024 סיפקו מספקים וירטואליים כ-14% מצריכת צרכני המספקים הפרטיים. לפי נתוני רשות החשמל,[18] נכון לאוקטובר 2025, מעל 291,000 מונים ביתיים שויכו למספקים וירטואליים (ובכללם בזק-ג'ן, כמפורט בסעיף 5.1.2 להלן).

3.2 שוק האנרגיה באיטליה

שוק האנרגיה המתחדשת באיטליה, הנו מהגדולים בעולם. על-פי נתוני רשת ההולכה הארצית האיטלקית (TERNA), נכון לסוף שנת 2025 ההספק המותקן של פרויקטים בתחום הייצור מאנרגיה מתחדשת באיטליה עמד על היקף כולל של כ-83.5 ג'יגה-וואט, מתוכו כ-43.5 ג'יגה-וואט מיוחסים לפרויקטי PV, כאשר במהלך שנה זו, סיפקו האנרגיות המתחדשות כ-41% מכלל הביקוש הלאומי לחשמל, כאשר הייצור מאנרגיה סולארית מהווה כ-

12 החלטת רשות החשמל מס' 71101 - אסדרת שוק בילטרלית למתקני ייצור ואגירה המחוברים או המשולבים ברשת ההולכה, מיום 20 במאי 2025.
13 שם.
14 מלבד מתקן האגירה השאובה, החל בחודש פברואר 2025 לפעול מסחרית מתקן אגירה שאובה כוכב הירדן.
15 דוח מצב משק החשמל לשנת 2024.
16 הודעת משרד האנרגיה בדבר אישור שר האנרגיה והתשתיות של תוכנית הפיתוח לרשת ההולכה של משק החשמל מיום 14 בנובמבר 2023, ודוח סטטוס מרכז לרבעון שני 2025 של רשות החשמל - תכנית פיתוח מערכת ההולכה וההשנאה לשנים 2030-2023.
17 הודעת רשות החשמל - רשות החשמל מפרסמת לעיון הציבור תוכנית השקעות בהיקף של כ-22 מיליארד ש"ח לפיתוח מערכת החלוקה לשנים 2030-2024, מיום 16 ביוני 2024.
18 דוח מצב משק החשמל לשנת 2024.

14.5% מהצריכה הכוללת.[19]

ממשלת איטליה אימצה את תכנית ה-Green New Deal של האיחוד האירופי (אשר נועדה לעודד השגת אפס פליטות של גזי פחמן דו חמצני עד לשנת 2050) וכן היא מקדמת בעשור האחרון מדיניות תומכת למעבר לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת באמצעות השקעת משאבים מרובה בחקיקה וביצירת תמריצים כספיים. החל משנת 2017, קידמה ואימצה ממשלת איטליה תוכנית אסטרטגית של האיחוד האירופאי להגברת הביטחון האנרגטי עבור תושבי המדינה ולקידום יעילות אנרגטית וקיימות, וזאת עד לשנת 2030 (Integrated National Energy and Climate Plan -PNIEC). התוכנית נועדה לסייע למדינות האיחוד האירופאי לקבוע תוכנית שתבטיח צמיחה מיטבית של אנרגיה מתחדשת עד לשנת 2030.

על פי מסמך היעדים הסופי של ממשלת איטליה בתחום האנרגיות המתחדשות (PNIEC) מחודש יולי 2024, חלקה של האנרגיה המתחדשת בצריכת האנרגיה הכוללת יעמוד על שיעור של 40% עד לשנת 2030 (לעומת שיעור של 30% בהתאם ליעד הקודם), ובנוסף, היעד לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת יעלה לשיעור של 65%, זאת בהשוואה ליעד הקודם של 55%.[20]

לפרטים נוספים ראו סעיף 4.2.3 להלן.

4. תחום ייצור ואגירת חשמל

4.1 נכסי PowerGen בתחום ייצור ואגירת חשמל

פעילות PowerGen בתחום ייצור ואגירת חשמל כוללת החזקה והפעלה של תחנות כוח, מערכות PV ומתקני אגירת אנרגיה בשלבי הפעלה מסחרית, הקמה ולקראת הקמה, רישוי וייזום (כהגדרת מונחים אלה להלן), כמפורט להלן:

19 לפרטים נוספים ראו צריכת החשמל באיטליה בשנים 2024 ו-2025: https://www.terna.it/en/media/press-releases/detail/electricity-consumption-2024 ו-https://www.terna.it/en/media/press-releases/detail/electricity-consumption-2025.

20 ראו במסמך המצורף בכתובת: https://commission.europa.eu/publications/italy-final-updated-necp-2021-2030-submitted-2024_en.

4.1.1. נכסים בהפעלה מסחרית:

נכס	מיקום	אסדרות	טכנולוגיה[21]	מועד הפעלה מסחרית	הספק/קיבולת אגירה	סטטוס רישוי ותקופת הרישיון	הערות
תחנות כוח							
רמת גבריאל	א.ת. רמת גבריאל, מגדל העמק. השטח מוחכר בחכירת משנה מנילית בע"מ ("**נילית**").	אסדרה: מכירה למנהל מערכת (בהתאם להסדרה 394) ומכירה בילטראלית. לפרטים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.2 להלן.	קוגנרציה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.2 להלן.	חשמל - נובמבר 2019; קיטור - רבעון שני 2020	בכל אחת מהתחנות: הספק מותקן: 74 מגה-וואט הספק קיטור: 40 טון לשעה	רישיונות לייצור קבוע ולאספקת חשמל מיום 26 בנובמבר 2019, ועד ליום 25 בנובמבר 2039, כולל אופציה של רשות החשמל להאריך את רישיון הייצור ב-10 שנים נוספות בכפוף לתנאים.	זכות במתקן לאחר תום תקופת הרישיון הקיים.
אלון תבור	א.ת. אלון תבור. השטח מוחכר בחכירת משנה מ תעשיות מזון תנובה אגודה שיתופית חקלאית בע"מ ("**תנובה**").			חשמל - ספטמבר 2019; קיטור - רבעון שני 2020		רישיונות לייצור קבוע ולאספקת חשמל מיום 23 בספטמבר 2019, ועד ליום 22 בספטמבר 2039, כולל אופציה של רשות החשמל להאריך את רישיון הייצור ב-10 שנים נוספות בכפוף לתנאים.	
תחנת שורק	שטח מתקן התפלה שורק 1 באזור פלמחים. דמי שימוש משולמים למתקן ההתפלה שורק עבור שטח התחנה.	אסדרה: מכירה למנהל מערכת (בהתאם להסדרה 241 ו-914) ומכירה בילטראלית. לפרטים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.2 להלן.	קונבנציונלית. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	אוגוסט 2017	הספק מותקן: 140 מגה-וואט	רישיונות לייצור קבוע ולאספקת חשמל מיום 24 באוגוסט 2017 ועד ליום 19 במאי 2037.	זיכיון BOT עד תום תקופת הרישיון.
תחנת אשקלון	שטח מתקן התפלה אשקלון באזור אשקלון. דמי שימוש משולמים למתקן ההתפלה אשקלון עבור שטח התחנה.	אסדרה: מכירה למנהל מערכת (בהתאם להסדרה 211) ומכירה בילטראלית. לפרטים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.2 להלן.	קוגנרציה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.2 להלן.	פברואר 2009	הספק מותקן: 87 מגה-וואט הספק קיטור: 63 טון לשעה	רישיונות לייצור קבוע ולאספקת חשמל מיום 16 בפברואר 2009 ועד ליום 15 במאי 2027.	זיכיון BOT עד תום תקופת הרישיון.

21 לפרטים בדבר הטכנולוגיות השונות המצוינות בסעיף זה, ראו סעיף 4.3 להלן.

נכס	מיקום	אסדרות	טכנולוגיה[21]	מועד הפעלה מסחרית	הספק/קיבולת אגירה	סטטוס רישוי ותקופת הרישיון	הערות
MRC[22] (טורבינת גז)	אתר תחנת הכוח בבעלות MRC באזור התעשייה אלון תבור (**"אתר MRC אלון תבור"**).	מכירה למנהל המערכת. לפרטים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	קונבנציונלית (מחזור משולב - טורבינת גז עם אפשרות לסולר). לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	טורבינת גז - 2004 טורבינת קיטור - 2008	הספק מותקן: 363 מגה-וואט	רישיון ייצור קבוע מיום 2 בדצמבר 2019 ועד ליום 2 בדצמבר 2034.	זכות במתקן לאחר תום תקופת הרישיון הקיים.
MRC **(2 טורבינות סולר)**			קונבנציונלית (מחזור פתוח - שתי טורבינות סולר). לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	1992-1991	הספק מותקן: 220 מגה-וואט (110 כל אחת מהטורבינות)		
פיקר אלון תבור ב-MRC	אתר MRC אלון תבור	מכירה למנהל המערכת. לפרטים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	קונבנציונלית במחזור פתוח, על בסיס גז טבעי (עם יכולת עבודה בסולר) (פיקר)[23]. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	אוקטובר 2025	230 מגה-וואט	רישיון ייצור קבוע מיום 12 באוקטובר 2025 ועד ליום 12 באוקטובר 2045.	זכות במתקן לאחר תום תקופת הרישיון הקיים.
מערכות PV							
מערכות קרקעיות ודו שימוש במודל FIT	רחבי הארץ[24]	PV Feed In Tariff, אסדרה במסגרתה נרכש החשמל ישירות על ידי חברת החשמל בכובעה כבעלת רישיון חלוקה. לפרטים נוספים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	PV לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	2025-2010	הספק מותקן כולל: כ-79.3 מגה-וואט	ל"ר	זכויות במתקנים לאחר תום תקופת האסדרה הקיימת.

22 בהתאם לאופציה שניתנה ל-MRC במסגרת הסכם רכישת תחנת הכוח MRC אלון תבור להקים באתר MRC אלון תבור תחנת כוח חדשה במחזור פתוח (פיקר) בהספק של עד 230 מגה-וואט, ולאחר ששותפות אלון תבור השלימה את הקמת תחנת הפיקר, החלה את הפעלתה המסחרית ביום 16 באוקטובר 2025. לפרטים ראו סעיף 4.1.2 להלן. בנוסף, לצד האתר MRC אלון תבור קיים שטח להקמת מתקן אנרגיה נוסף שנמצא בתהליכים סטטוטוריים ראשונים – לפרטים ראו סעיף 4.1.3 להלן.

23 תחנת כוח המיועדת להפעלה לפי הצורך, בדרך כלל בשיא שעות הצריכה, בהן קיים מחסור במשק החשמל.

24 נכון למועד פרסום הדוח, שיעורי ההחזקה של PowerGen (באמצעות פאוורג'ן סולאר איי) ברובם המוחלט של הפרויקטים עומד על 100%. בפרויקטים המעטים בהם שיעור ההחזקה נמוך יותר, חלקה של פאוורג'ן סולאר איי בתזרים הנקי לרוב גבוה יותר משיעור ההחזקה המשפטי בשל הלוואות הבעלים שהועמדו לפרויקטים בגין חלקם של השותפים השונים.

נכס	מיקום	אסדרות	טכנולוגיה[21]	מועד הפעלה מסחרית	הספק/קיבולת אגירה	סטטוס רישוי ותקופת הרישיון	הערות
מערכות קרקעיות בשילוב אגירה במודל שוק	רחבי הארץ[25]	PV בשילוב אגירה לפרטים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	PV בשילוב אגירה לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	נובמבר 2023 עד 2025	הספק מותקן כולל: כ-111 מגה-וואט וכ-250 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה כוללת	ל"ר	הפרויקטים הוקמו תחת אסדרת הליך תחרותי אגירה מס' 2, והשתלבו תחת מודל השוק. לפרטים בדבר התקשרויות אפשריות עם מספקים וירטואליים ראו בסעיף 5.1.2 להלן. זכויות במתקנים לאחר תום תקופת האסדרה הקיימת.
מערכות באיטליה במודל FIT	רחבי איטליה	אסדרה הנקבעת על ידי חברה ממשלתית איטלקית, האחראית על פיתוח יצור חשמל מאנרגיות מתחדשות. לפרטים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	PV לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	2013-2011	הספק מותקן: כ-35 מגה-וואט	ל"ר	
אגירה[26]							
מתקן אגירה שאובה	מעלה גלבוע	מנהל המערכת. לפרטים אודות האסדרה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	אגירה שאובה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	אפריל 2020	קיבולת אגירה כוללת: כ-3,000 מגה-וואט שעה	רישיון ייצור קבוע מיום 27.4.2020 ועד ליום 26.4.2040	פועל במסגרת זיכיון BOO (*) ראו פירוט להלן.

PSP (*)

בחודש ספטמבר 2022 הושבת מתקן האגירה השאובה לטובת ביצוע תיקונים במסגרת תקופת האחריות של קבלן ההקמה, אשר התארכו מעבר לצפוי, באופן שהמתקן היה מושבת עד אמצע יולי 2023 ("**אירוע ההשבתה**"), אז חזר המתקן להפעלה מסחרית מלאה. בראשית שנת 2024 קיבלה PSP תגמולי ביטוח בסך של כ-55 מיליון ש"ח, בהתאם להסכם פשרה מול המבטחים בקשר עם נזקי ההשבתה כאמור. עם זאת, הקרן בוחנת את צעדיה מול אלקטרה, בין היתר בעניין תשלום השיפוי האמור והגדלתו, כאשר עד כה שולם שיפוי בסך של 14.4 מש"ח. לאחר החזרה להפעלה מסחרית ביולי 2023, התגלו במתקן ליקויים שלא טופלו כראוי כגון נזקים לציפויים שהותקנו, נזקי קוויטציה ונזקים במערכת ההגנה הקטודית, ובעקבות כך, בוצע בחודש יוני 2024 תיקון מיידי כדי לאפשר את המשך הפעלתו של המתקן, שהתמקד בנזקי הקוויטציה, במסגרתו המתקן הושבת לכשבועיים. על אף שמאז סיום התיקון האמור המתקן פעל באופן מלא, הוא נדרש לתיקון נוסף, אשר החל בחודש פברואר 2026 וצפוי להימשך לתקופה של כשבעה חודשים ("**התיקון**").

---

25 שם.

26 לאחר מועד הדוח, ביום 14 בינואר 2026, השלימה פאוורג'ין סולאר איי עסקה למכירת מלוא החזקותיה בצבר הנכסים בגרמניה, בתמורה לסך של כ-2.5 מיליון אירו.

על רקע הליקויים החוזרים במתקן, פתחו PSP וקבלן ההקמה בהליך בוררות הכולל תביעות הדדיות בסכומים של מאות מיליוני ש"ח, המתנהל ב-ICC, בעניין תשלומים שלא שולמו לקבל על ידי PSP מצד אחד והאחריות לליקויים האמורים ולנזקיהם מהצד השני. לעמדת PSP ויועציה, בהתאם להסכם ה-EPC, לקבלן אחריות מלאה לכל העלויות העודפות כתוצאה מהתיקונים וההשבתות. בהתבסס על דעתם של יועציה המשפטיים, פי אס פי כללה הפרשות מספקות בדוחותיה הכספיים בקשר להליכים המשפטיים האמורים. יוער, כי קיימת לטובת PSP ערבות בנקאית אוטונומית בסך של כ-140 מיליוני ש"ח מטעם הקבלן להבטחת עמידתו בהתחייבות. בחודש נובמבר 2025 התקשרה PSP בהסכם עם קבלן ההקמה, הממנים ובעלות המניות ב-PSP בהסדר לתיקון המתקן תוך השבתתו, ובתוך כך הסכימו על הקפאת הליך הבוררות הנזכר לתקופה של 10 חודשים וכן על התחייבות של בעלי המניות ב-PSP להעמיד לרשותה כספים בהתקיים תנאים מסוימים. כן סוכם בהסדר זה בין היתר, על תנאי התיקון, הנשיאה בעלויותיו (לרבות אובדן רווחים), מימון הנכס (ראו סעיף 4.9.3 להלן), תקופת האחריות לתיקון ואפשרות להעמדת ערבויות בעלים בסכום אשר אינו מהותי לקרן. בהתאם להסכמות אלה, התיקון החל כאמור בחודש פברואר 2026 וצפוי היה לכלול השבתה של המתקן לכ-6.5 חודשים, כאשר נכון למועד פרסום הדוח תיקון המתקן הופסק בשל מבצע "שאגת הארי" אשר בעקבותיו צוותי העבודה הזרים עזבו את הארץ ומועד חזרתם אינו ידוע בשלב זה. כן נחתם הסכם בין PSP לבין הממנים בנוגע לשימוש בכספי PSP, לרבות הפקדונות בחשבונות הרזרבה של PSP, ולקבלת הלוואת גישור על סך של עד 80 מיליוני ש"ח בריבית שנתית של פריים+2.75%. ההלוואה תיפרע על בסיס "מלוא הסכומים הפנויים" (Cash Sweep), והיתרה הבלתי מסולקת של ההלוואה תיפרע לאחר 5 שנים. PSP מעריכה כי היא תעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות בעתיד הנראה לעין, בהתבסס על ניתוח תזרים המזומנים אשר נערך על ידי פי אס פי תוך בחינת כמה תרחישים.

Powergen PSP העמידה ערבות חברה להזרמת חלקה היחסי של החברה (25.5%) מהסכומים שיידרשו ל-PSP לצורך שירות חוב והוצאות שוטפות במקרה של התארכות ההשבתה מעבר לתקופת ההשבתה שתוכננה ל-6.5 חודשים, עד לתקרה כוללת עבור כל בעלי המניות ב- PSP בגובה 50 מיליון ש"ח (חלקה של Powergen PSP 12.75 מיליון ש"ח) וכן להבטחת הלוואת הגישור שתועמד ל-PSP עד לסך (קרן) כולל של 80 מיליון ש"ח (חלקה של Powergen PSP – סך קרן כולל של 20.4 מיליון ש"ח). בחודש נובמבר 2025 העבירו בעלי המניות של PSP (ובכללם Powergen PSP) כתב התחייבות לפיו ככל שיידרש ל- PSP הון עצמי נוסף לצורך עמידתה בדרישות ההון העצמי בהתאם להוראות הרגולציה הרלוונטית, אז כל אחד מבעלי המניות, בהתאם לחלקו היחסי, ימיר חלק מהלוואות הבעלים שהעמיד ל- PSP להון, בהתאם לצורך כאמור.

בענין זה יצוין, כי בהתאם לסעיפי השיפוי (לרבות שיפוי ספציפי על חלק מנזקי אירוע ההשבתה) וההתחייבויות הנוספות בהסכם המכר ועל פי הדין, לקרן קיימות טענות משפטיות כנגד אלקטרה בע"מ ("**אלקטרה**") בקשר עם סכומים להם היא זכאית (ראו סעיף 4.8.1 להלן).

במקביל, בחודש נובמבר 2025 התקבל פסק בוררות של ה-ICC בתביעת המפעיל של PSP כנגד PSP, במסגרתו התקבלה תביעת המפעיל בחלקה, באופן שמשמעות הדבר עבור PSP היא תשלום סך של כ-74 מיליון ש"ח למפעיל. ביום 11 בדצמבר 2025 PSP הגישה בקשה לביטול פסק הבוררות לבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו. במקביל התנהל מו"מ בין PSP והמפעיל על מנת לעדכן את ההסכם ההפעלה ביחס לרכיבים החוזיים שנדונו במסגרת הבוררות. ביום 23 בינואר 2026 חתמו הצדדים על הסכם במסגרתו סוכמו רכיב התשלומים המשתנים ורכיב הבונוסים, ופריסת הסכומים שנפסקו לטובת המפעיל בבוררות. ההסכם האמור אושר גם על ידי המלווים הבכירים של PSP. בהתאם להוראות ההסכם, PSP והמפעיל הגישו בקשה משותפת להשהיית הדיון בבקשת הביטול עד לקיום התנאים המתלים שנקבעו בהסכם או עד ליום 1 לאפריל 2026, המוקדם מבין השניים. ביום 5 בפברואר 2026 נעתר בית המשפט לבקשה זו. נכון למועד אישור הדוחות הכספיים, PSP זקפה את כל ההשלכות מפסק הבוררות ומההסכם שנחתם עם המפעיל.

בנוסף, בחודש ספטמבר 2024 קיבלה PSP מנגה מכתב דרישת תשלום מקדמית חלקית בסך של כ-72 מיליון ש"ח, בגין אי עמידה בדרישת המינימום של זמינות אקוויוולנטית החלה על המתקן בתקופת אירוע ההשבתה. עוד צוין במכתב, כי להערכת נגה החישוב הכולל עבור כל תקופת ההשבתה מוערך בסך של כ-150 מיליון ש"ח, כפוף לביצוע תחשיב מלא ברמה החודשית. בהמשך לכך, ביום 25 בפברואר 2025 התקבלה אצל PSP טיוטת חשבון ראשונה להתייחסותה, בגין חריגה מזמינות אקוויוולנטית במתקן עבור חודשים ינואר ופברואר 2023. בהתאם לחוות דעת שהתקבלה ב-

PSP, יתכן והחישוב שביצעה נגה שגוי ושהיקף הקנס אמור להסתכם למיליוני ש"ח בודדים, אם בכלל, זאת בנוסף לעמדת היועצים המשפטיים של PSP, לפיה ישנן טענות משפטיות משמעותיות נגד הדרישה כאמור (לרבות טענת כוח עליון, שביחס אליה נטען במכתב מנגה כי למיטב ידיעת נגה רשות החשמל טרם החליטה באשר למידת השפעתה על דרישת התשלום), ובהתאם בוצעה הפרשה בספרי PSP בסכום שאינו מהותי. על אף מספר דיונים שהתקיימו מול רשות החשמל ונגה לטובת הגעה להסדר ובטרם התקבלה התייחסות נגה לפניותיה של PSP בנושא, לרבות התייחסות לטענותיה הכלכליות והמשפטיות של PSP, ביום 1 בפברואר 2026 התקבל אצל PSP חשבון מנגה בגין חודש דצמבר 2025 אשר במסגרתו, בנוסף לפירוט התשלומים להם זכאית PSP עבור חודש דצמבר 2025 (בין היתר, בגין זמינות וייצור אנרגיה), הודיע מנהל המערכת על קיזוז בסך של כ-45 מיליון ש"ח בגין חריגה מזמינות אקוויולנטית במתקן האגירה בגין חודשים ינואר עד מרץ 2023 בתוספת ריבית בגין החריגה האמורה. במכתב הנלווה לחשבון שנשלח על ידי מנהל המערכת, הציע מנהל המערכת לחלק את הסכום האמור לארבעה תשלומים החל מחודש מרץ 2026, כי הוא שומר על זכות הקיזוז וכי המכתב מהווה התראה מראש. בגין הודעת קיזוז זו הגישה PSP בקשה לסעד זמני במעמד צד אחד, בקשה שהתקבלה וניתן צו מניעה ארעי עד לקיומו של דיון בפני בית המשפט המחוזי בחיפה אשר נכון למועד זה נדחה בהסכמת הצדדים לחודש אפריל 2026, תוך שאיסור הקיזוז עומד בעינו. לחברה נמסר כי PSP ממשיכה לחלוק, בין היתר, על הדרישה המקדמית לתשלום הנ"ל, על טיוטות החשבון שנשלחו על ידי נגה ואופן חישובן וכן על החלטת נגה לקזז תשלומים המגיעים ל-PSP, וכי בכוונתה לפעול לביטול הדרישה כאמור בכל האמצעים המשפטיים העומדים לרשותה, לרבות ביטול הקיזוז שבוצע ותשלום מלוא הסכומים להם זכאית PSP. לדעת הנהלת PSP ויועציה המשפטיים, בשלב ראשוני זה לא ניתן להעריך את סיכויי ביטול הדרישה וביטול הקיזוז כאמור.

נכון למועד פרסום הדוח, אין ודאות באשר לתוצאות ההליכים האמורים, לרבות הליך הבוררות המתנהל ב-ICC מול קבלן ההקמה, וההליך המשפטי מול נגה.

4.1.2. <u>פרויקטים בהקמה[27] ולקראת הקמה[28]</u>

פרויקט	מיקום	טכנולוגיה	הספק מותקן צפוי/קיבולת אגירה	סטטוס	פרטים נוספים
מערכות PV					
מערכות דו שימוש במודל FIT	רחבי הארץ	מערכות PV. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	כ-9 מגה-וואט	**בהקמה**: 9 מגה-וואט מותקן	המערכות מוקמות במסגרת תאגיד המוחזק ב-67%[29] על ידי PowerGen (באמצעות פאוורג'ן סולאר איי) אשר עוסק בהקמת מתקני פוטו-וולטאיים על גבי גגות מסחריים.
מערכות קרקעיות משולב אגירה במודל שוק	רחבי הארץ	מערכות PV בשילוב אגירה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	כ-72 מגה-וואט מותקן וכ-308 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	**בהקמה**: כ-14 מגה-וואט וכ-31 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה. **לקראת הקמה**: כ-58 מגה-וואט ו-כ-277 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	כל המערכות צפויות להשתלב תחת מודל השוק (חלקן, חלף אסדרת הליך תחרותי אגירה מס' 2) ולתמוך בפעילות האספקה של בזק-ג'ן. לאחר מועד הדוח נרכשו זכויות השותפים בתאגידים המחזיקים בפרויקטים מושא המערכות הללו בסכום שאינו מהותי ל-PowerGen באופן שפאוורג'ן סולאר איי מחזיקה במועד פרסום הדוח במלוא הזכויות בתאגידים אלה.

27 "**פרויקט בהקמה**" - פרויקט אשר ליום האחרון לתקופת הדוח מתקיימים בו כל התנאים הבאים, ככל שרלוונטי לסוג הפרויקט: (א) התקבלה עבור הפרויקט תשובת מחלק חיובית (או חיובית מוגבלת); (ב) הפרויקט סווג בדוחות הכספיים לתום תקופת הדוח כפרויקט בהקמה; (ג) הקמתו החלה לפני תום תקופת הדוח ואין מניעה להמשיך ברציפות בהקמתו; ו-(ד) הקמתו לא הסתיימה עד היום האחרון של תקופת הדוח.

28 "**פרויקט לקראת הקמה**" - פרויקט אשר ליום האחרון לתקופת הדוח מתקיימים בו כל התנאים הבאים: (א) טרם החלה הקמת הפרויקט; (ב) לחברה תכנית סטטוטורית מאושרת לגבי הפרויקט המאפשרת הוצאת היתר בניה; (ג) התקבלה עבור הפרויקט תשובת מחלק חיובית (חיובית או מוגבלת); ו-(ד) החברה מעריכה כי הפרויקט יסווג כפרויקט בהקמה במהלך השנה העוקבת לשנת הדיווח.

29 לעניין שיעור ההחזקה של PowerGen, באמצעות פאוורג'ן סולאר איי, במערכות הללו, ראו ה"ש 24 לעיל.

פרויקט	מיקום	טכנולוגיה	הספק מותקן צפוי/קיבולת אגירה	סטטוס	פרטים נוספים
אגירה					
אגירה מתח גבוה	רחבי הארץ	אגירה מתח גבוה	כ-344 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה מותקנת תשובות מחלק חיוביות	לקראת הקמה	* הנתון בשורה זו כולל פרויקט אחד שנחתם לאחר מועד הדוח.

(**) יובהר, כי הנתונים בסעיף זה מוצגים נכון למועד הדוח וממועד זה ועד למועד פרסום הדוח חלו התפתחויות ביחס לצבר הפרויקטים המוצג לרבות הבשלה של משאים ומתנים על הסכמי אופציה, קבלת תשובות מחלק חיוביות נוספות והתקדמות בהליכים תכנוניים שונים.

4.1.3. <u>פרויקטים ברישוי[30] ובייזום[31]</u>

פרויקט	מיקום	טכנולוגיה	הספק מותקן צפוי/קיבולת אגירה	סטטוס	פרטים נוספים
תחנות כוח					
ריינדיר	מועצה אזורית דרום השרון	קונבנציונלית. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	עד 900 מגה-וואט (בכפוף לאישור הרשויות המוסמכות)	ייזום. ביום 7 באוגוסט 2025 התקבל אישור ממשלה לתכנית תשתית לאומית (תת"ל) 91, מכוחה ניתן להקים את התחנה.	ריינדיר פועלת לקבלת האישורים הנדרשים מול הגורמים הרלוונטיים לצורך קבלת היתר בנייה, ולביצוע סגירה פיננסית, וכן מנהלת מגעים עם ספקי ציוד וקבלנים פוטנציאלים.
MRC H	אתר MRC אלון תבור	קונבנציונלית. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	עד 900 מגה-וואט (בכפוף לאישור הרשויות המוסמכות)	ייזום	בהתאם להחלטת ממשלה מיום 31 באוקטובר 2024,[32] ניתנה עדיפות להקמת תחנות באתרים צמודי דופן, הצמודים בין היתר לתחנות כוח קונבנציונליות, באזור הצפון, כך שניתן לפעול לקדם את ההסמכה לתכנון. MRC פועלת לקבלת האישורים הנדרשים מול הגורמים הרלוונטיים, ובהם מוסדות התכנון ורמ"י, לצורך קידום הסמכה לתכנון והקמת המחז"מ.
פרויקטים נוספים	ברחבי הארץ.	קונבנציונלית. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.1 להלן.	עד 3.6 ג'יגה וואט (בכפוף לאישור הרשויות המוסמכות)	ייזום	

30 "**פרויקט ברישוי**" - פרויקט אשר ליום האחרון לתקופת הדוח מתקיימים בו כל התנאים הבאים: (א) טרם החלה הקמת הפרויקט; (ב) לחברה תכנית סטטוטורית מאושרת לגבי הפרויקט המאפשרת הוצאת היתר בנייה.

31 "**פרויקט בייזום**" - פרויקט אשר ליום האחרון לתקופת הדוח, מתקיימים בו כל התנאים הבאים: (א) טרם החלה הקמת הפרויקט ולחברה קיימת זיקה לקרקע עליה עתיד להיות מוקם הפרויקט; (ב) הפרויקט מצוי בשלבי ייזום שונים; (ג) להערכת החברה הפרויקט יבשיל לכדי פרויקט והחברה פועלת או צפויה לפעול לקבלת אישורים סטטוטוריים לגביו.

32 החלטת ממשלה מס' 2282, ראו הערת שוליים 6 לעיל.

פרויקט	מיקום	טכנולוגיה	הספק מותקן צפוי/קיבולת אגירה	סטטוס	פרטים נוספים
PV					
מערכות קרקעיות משולב אגירה במודל השוק	רחבי הארץ	PV בשילוב אגירה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	כ-16 מגה-וואט מותקן ו-כ-85 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	רישוי	המערכות נמצאות בהליכי תכנון ורישוי וצפויות להשתלב תחת מודל השוק ולתמוך בפעילות האספקה של בזק-ג'ן.
מערכות דו שימוש בשילוב אגירה במודל השוק	רחבי הארץ	PV בשילוב אגירה לרבות אגרו-PV.	כ-32 מגה-וואט מותקן וכ-117 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	רישוי	המערכות כאמור צפויות להשתלב תחת מודל השוק ולתמוך בפעילות האספקה של בזק-ג'ן.
מערכות קרקעיות משולב אגירה במודל השוק	רחבי הארץ	PV בשילוב אגירה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	כ-47 מגה-וואט מותקן וכ-216 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	ייזום	המערכות כאמור צפויות להשתלב תחת מודל השוק ולתמוך בפעילות האספקה של בזק-ג'ן.
מערכות דו שימוש בשילוב אגירה במודל השוק	רחבי הארץ	PV בשילוב אגירה לרבות אגרו-PV.	כ-127 מגה-וואט מותקן וכ-598 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	ייזום	המערכות כאמור צפויות להשתלב תחת מודל השוק ולתמוך בפעילות האספקה של בזק-ג'ן.
מערכות קרקעיות באיטליה	רחבי איטליה	PV. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	כ-127 מגה-וואט	ייזום	במהלך חודש דצמבר 2024, במסגרת הודעה שמסרה שותפות איטליה, באמצעות פאוורג'ין סולאר איי, על מימוש אופציות לקבלת זכויות בהתאם למערכת ההסכמים עם חברה העוסקת בפיתוח פרויקטים ("**החברה המפתחת**") בפרויקטים בהספק מותקן כולל בהיקף של כ-133 מגה-וואט, העלתה החברה המפתחת טענות בדבר פקיעת תוקפן של האופציות ביחס לפרויקטים האמורים. ביום 21 במאי 2025 התקשרה פאוורג'ין סולאר איי בהסכם פשרה עם החברה המפתחת במסגרתו ויתרה פאוורג'ין סולאר איי על זכויותיה בפרויקטים, כנגד זכאות לדמי הצלחה, בגין חלק מהפרויקטים, בסכום כולל של עד כ-3.6 מיליון אירו.[33]
אגירה[34]					
אגירה מתח גבוה	רחבי הארץ	אגירה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	כ-432 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	רישוי	-

33 לפרטים נוספים ראו דיווח מיידי של פאוורג'ין סולאר איי מיום 22 במאי 2025 (אסמכתה מס' 2025-01-036109), המובא בזאת על דרך ההפניה.
34 ביחס לפרויקט אגירה בגרמניה, ראו הערת שוליים 26 דלעיל.

פרויקט	מיקום	טכנולוגיה	הספק מותקן צפוי/קיבולת אגירה	סטטוס	פרטים נוספים
אגירה מתח עליון	רחבי הארץ	אגירה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	כ-903 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	רישוי	-
אגירה מתח עליון	רחבי הארץ	אגירה. לפרטים אודות הטכנולוגיה, ראו סעיף 4.3.3 להלן.	כ-903 מגה-וואט שעה קיבולת אגירה	ייזום	-

(**) יובהר, כי הנתונים בסעיף זה מוצגים נכון למועד הדוח וממועד זה ועד למועד פרסום הדוח חלו התפתחויות ביחס לצבר הפרויקטים המוצג לרבות הבשלה של משאים ומתנים על הסכמי אופציה, קבלת תשובות מחלק חיוביות נוספות והתקדמות בהליכים תכנוניים שונים.

המידע האמור בסעיף 4.1 לעיל, אודות הפרויקטים בהקמה ולקראת הקמה, וכן אודות הפרויקטים ברישוי ובייזום, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר התממשותו אינה ודאית ומתבססת, בין היתר, על תוכניותיה ויעדיה של PowerGen, החלטות רשות החשמל ורשויות החשמל בחו"ל, המגמות בשוק כיום, וכן על קבלת אישורי גורמים שונים, וקבלת המימון הנדרש להקמת הפרויקטים, אשר תלויים בין היתר בהחלטות ושיקולים של צדדים שלישיים. לאור האמור ובשל, בין היתר, תלות בגורמים חיצוניים שונים אשר אינם בשליטת PowerGen או הקרן, אין כל ודאות כי מידע זה יתממש בחלקו ו/או במלואו.

4.1.4. **<u>התקשרות בהסכם לרכישת יבולי שמש אנרגיה מתחדשת בע"מ</u>**

ביום 30 בדצמבר 2025 התקשרה PowerGen עם צדדים שלישיים בהסכם לרכישת מלוא החזקותיהם בהון מניותיה של יבולי שמש אנרגיה מתחדשת בע"מ ("**המוכרים**", "**ההסכם**" ו"**יבולי שמש**", בהתאמה). יבולי שמש הינה חברת יזמית המפתחת פרויקטים של אנרגיה מתחדשת, בכללם, פרויקטי PV ואגירה על גבי מאגרי מים, קרקעי, אגרו-סולארי וגגות בישראל, ופרויקטי רוח ו-PV בפולין. נכון למועד החתימה, החזיקה יבולי שמש בישראל בצבר פרויקטים מניבים בהספק כולל של 44 מגה-וואט, וכן בצבר 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 (מתוכם כ-150 מגה-וואט וכ-850 מגה-וואט שעה בייזום מתקדם עם תשובות מחלק חיוביות)[35]. בנוסף, מחזיקה יבולי שמש (ומהווה גם השותף הכללי) במערכות בפולין, הכוללות בפרויקט רוח מניב בהספק של 48 מגה-וואט[36], כאשר שילוב PV ורוח בהספק נוסף של כ-62 מגה-וואט נמצא בייזום מתקדם, ובפרויקט רוח נוסף בהספק של כ-66 מגה-וואט בייזום מתקדם[37], עם שילוב PV בהספק נוסף של כ-60 מגה-וואט אשר נמצא בייזום ("**פרויקט הייזום בפולין**").

PowerGen העמידה ליבולי שמש עד להשלמת העסקה הלוואת גישור בסך כולל של כ-140.5 מיליון ש"ח לצורך קידום פרויקטים ופירעון חובות של יבולי שמש בתקופת הביניים שעד להשלמת העסקה ("**הלוואת הגישור**"). הלוואת הגישור נושאת ריבית שנתית קבועה בשיעור של 12%, והיא תיפרע בתשלום אחד בתוך 60 ימים ממועד השלמת העסקה או ממועד ביטולה, כאשר להבטחת הלוואת הגישור נרשמו לטובת PowerGen שעבודים על נכסים של יבולי שמש.

בתמורה למניות המוכרים ביבולי שמש, הם יהיו זכאים לתמורה מותנית בלבד בסכום כולל של עד 20 מיליון ש"ח ("**התמורה המותנית**"), הכפופה לעמידה באבני דרך הקשורות להקמת הפרויקטים בייזום בישראל ובפולין. בנוסף, ובכפוף להתקיימותם של תנאים נוספים שנקבעו בהסכם, תרכוש PowerGen את מלוא הלוואות הבעלים בתמורה לסך כולל של עד 35 מיליון ש"ח (מתוכם סך של עד 20 מיליון ש"ח מותנים בתנאים שנקבעו בהסכם אשר מימושם מוטל על המוכרים, וסך של עד 15 מיליון ש"ח נוספים מותנים בקידום משמעותי של פרויקט הייזום בפולין במהלך שנת 2026). כמו כן, בכוונת PowerGen לפעול בסמוך לאחר השלמת העסקה לקידום מואץ של הנכסים בייזום, ולהקטנת החוב הפיננסי של יבולי שמש בדרך של הזרמת כסף פנימה. יצוין, כי אישור רשות התחרות לביצוע העסקה התקבל עובר למועד החתימה על ההסכם, כאשר השלמת העסקה מותנית בהתקיימותם של מספר תנאים מתלים נוספים, שעיקרם קבלת אישורי גופים מממנים, ולהערכת PowerGen ההשלמה צפויה להתקיים במהלך החודשים הקרובים.

נכסי הייזום בישראל, אשר עתידים לפעול תחת אסדרת מודל שוק, הינם בעלי פוטנציאל חיבור למספק בזק-גין[38].

למועד זה, אין ודאות כי יתקיימו התנאים המתלים ותושלם העסקה. מובהר, כי המידע ביחס לכוונת PowerGen לפעול לקידום מואץ של הנכסים בייזום ולהקטנת החוב, ובדבר הערכותיה שלPowerGen בנוגע פוטנציאל החיבור למספק בזק-ג'ן, הינם בבחינת מידע צופה פני עתיד אשר עשוי שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהותית מהמתואר לעיל, וזאת בכפוף להתקיימות התנאים המתלים, השלמת העסקה, ובנוסף, בין היתר, בשל תלות בגורמים שאינם בשליטת PowerGen או אינם ידועים לה.

4.2 **<u>מידע כללי על תחום פעילות ייצור ואגירת חשמל</u>**

4.2.1. <u>הסביבה הרגולטורית של משק החשמל</u>

במסגרת התכנית להגדלת יעדי ייצור החשמל באנרגיות מתחדשות, שפרסמה רשות החשמל באוגוסט 2020 נקבע, בין היתר, כי על מנת להבטיח עמידה ביעדי ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות כמפורט בתכנית

35 במועד השלמת העסקה צפויה יבולי שמש להחזיק בפרויקטים אלה בשיעור החזקה של כ-100%.
36 פרויקט זה מוחזק על ידי יבולי שמש בשיעור של 31% (בדילול מלא).
37 פרויקט זה מוחזק על ידי יבולי שמש בשיעור של 51% (בדילול מלא).
38 המוחזק על ידי PowerGen ובזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ בחלקים שווים.

(30% בשנת 2030 ויעד ביניים של 20% בשנת 2025[39]), נדרשים מספר צעדים משלימים חיוניים, ובהם, פיתוח מואץ של רשת החשמל, הסרת חסמים להאצת פריסת הרשת ולייעול ההליכים התכנוניים למתקניה, וכן הגדלה ומיצוי פוטנציאל השטחים למתקני PV. בין המהלכים שקידמה הרשות לטובת עמידה ביעדים האמורים הינו קידום מודל השוק, קידום של תחנות קונבנציונליות, קידום פרויקטי תשתית ברשת ההולכה כגון הקמת מתקני אגירה צמודי תחמ"שים (תחנות משנה),[40] קידום תמריצים תעריפיים לפרויקטי אגירה למתן מענה ברשת ההולכה כגון ייצוב תדר רשת החשמל והפרעות רשת, צווארי בקבוק ועוד.[41]

בהחלטתה מיום 27 ביולי 2022[42] קבעה רשות החשמל משטר תעריפי חדש (אשר נכנס לתוקף בחודש ינואר 2023), להגברת התמריץ להתאמת צריכת החשמל לשעות שיא הייצור ולשילוב מתקני אגירה ברשת: רשות החשמל קבעה חלוקת שעות למקבצי שעות ביקוש, כך שבכל עונה (קיץ, מעבר, חורף) מתבצעת חלוקה לשעות "שפל" ושעות "פסגה", כאשר שעות פסגה מאופיינות בשיאי ביקוש. לטובת מתן מענה מיטבי לביקוש בשעות הפסגה, הרשות קבעה תעריפים גבוהים במיוחד בשעות הפסגה, בייחוד בעונות הקיץ והחורף, ותעריפים נמוכים לשעות השפל. מצב זה מעודד את המשק להסיט ביקוש משעות הפסגה לשעות השפל, ובנוסף, מתמרץ את יצרני החשמל להקים פרויקטי אגירה אשר בעיקרם אוגרים חשמל בשעות השפל ופורקים כהגדלת היצע בשעות הפסגה.

באוגוסט 2022 החליטה רשות החשמל על פתיחת מודל השוק למתקני ייצור ואגירה ברשת החלוקה (החל משנת 2024), המסדיר, בין היתר, את האפשרות למכור חשמל ממתקני ייצור בעסקה בילטראלית למספק פרטי.[43] במסגרת אסדרה זו ניתן למכור חשמל סולארי ברשת החלוקה במחירי שוק ישירות למספקים וירטואליים או למספק ברירת מחדל.[44]

ביום 20 במאי 2025 פרסמה רשות החשמל החלטה בעניין אסדרת שוק בילטראלית (קרי מכירה ישירות למספקים וירטואליים) למתקני ייצור ואגירה המחוברים או המשולבים ברשת ההולכה.[45]ההחלטה, שנכנסה לתוקף ביום 1 בינואר 2026, מסדירה את פעילותם של מתקני ייצור ואגירה ברשת ההולכה בשוק האנרגיה, וכן את האפשרות של מתקנים אלו לבצע עסקאות בילטרליות עם מספקים ללא כושר ייצור. ההסדרה חלה על מתקני ייצור חשמל באנרגיה מתחדשת (לרבות משולבי אגירה), וכן חלה על מתקני אגירה עצמאיים (Stand Alone), ומתקני השבת אנרגיה מפסולת כמפורט בהחלטה, בכפוף לקבלת אישור תעריף ועמידה בתנאים הקבועים בהחלטה.

בחודש דצמבר 2025 פרסמה הרשות את החלטתה לעניין שינוי מבנה תעריף החשמל, לפיו רכיב הייצור יפוצל לשני מרכיבים: האחד, מרכיב עלות משתנה אשר מחושבת כיום על בסיס סל דלקים מפוקח ובעתיד לא תהיה מפוקחת עבור כלל המספקים אלא תקבע על סמך מחיר ה-SMP או ה-MCP, לפי המחיר שיהיה בתוקף והשני, מרכיב עלות קבועה, אשר תכלול עלויות הון ועלויות תפעול קבועות נורמטיביות הנדרשות לייצור החשמל בהתאם לעלויות הידועות בתעריף או בהתאם למודל צל שתערוך הרשות, כאשר רכיב הרשת יפסיק להיות מושפע משעת הצריכה. השינוי המרכזי במבנה היא ההחלטה לקדם את התעריף באופן אוטומטי. עבור כל רכיבי התעריף נקבעו הצמדות ולחלקם גם מתווי גידול/קיטון שיופעלו באופן אוטומטי כך שרכיבי התעריף יתעדכנו באופן חציוני ומתווי הגידול/קיטון יפעלו באופן שנתי. מבנה ההצמדות מתבסס על מדד המחירים ושער חליפין שקל-דולר ומתווי הגידול מתבססים על תכניות ההשקעות ברשת, מס הפחמן וצפי לקיטון בלקוחות חברת החשמל לעומת מספקי החשמל הפרטיים. כמו כן, במסגרת החלטתה לעניין תעריף החשמל, קבעה הרשות כי במהלך שנת 2026 בכוונתה לדון בבסיס תעריף הייצור ובבסיס

---

39 מנתונים שהציג משרד האנרגיה בוועדת הכלכלה של הכנסת ביום 20 באוקטובר 2025, עולה כי ישראל לא תעמוד ביעד לסוף שנת 2025, ותסיים את השנה עם ייצור של 17% מהחשמל באנרגיות מתחדשות (ראו הערת שוליים 8 לעיל).

40 ראו החלטה מס' 71101 בהערת שוליים 12 לעיל.

41 ראו מרכז המחקר והמידע של הכנסת - סקירת אנרגיה מתחדשת בישראל 2023, 10 ביולי 2023.

42 ראו החלטת רשות החשמל מס' 63609 - עדכון מקבצי שעות ביקוש, מיום 27 ביולי 2022.

43 ראו החלטת רשות החשמל מס' 64603 - תיקון החלטה מס' 63704 בנושא מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה מיום 28 בדצמבר 2022, וכן החלטת רשות החשמל מס' 68205 - תיקונים לאסדרת השוק ולאמות מידה למתקנים מנוהלים ברשת החלוקה מיום 25 בינואר 2024\.

44 מספק וירטואלי – כהגדרתו בסעיף 3.1 לעיל. מספק ברירת מחדל - ספק המספק חשמל לצרכנים שלא בחרו במספק פרטי או במקרים בהם המספק הפרטי הפסיק את שירותיו, שאז הצרכן מועבר אוטומטית למספק ברירת המחדל. נכון למועד זה, חברת החשמל הינה מספק ברירת המחדל.

45 ראו החלטה מס' 71101 בהערת שוליים 12 לעיל.

התעריף המערכתי.[46]

לפרטים אודות פעילות אספקת החשמל של PowerGen בהתאם למודל השוק, ראו פרטים על תחום פעילות אספקת חשמל, בסעיף 4.9.3 להלן.

4.2.2. <u>עדכון תעריפי החשמל</u>

תעריפי החשמל העיקריים הנקבעים על ידי רשות החשמל הינם תעריפים אחידים לקילו וואט-שעה מיועדים בעיקר לסקטור הביתי, הכללי ולמאור רחובות ציבוריים ותעריפים משתנים המכונים תעו"ז, המבוססים על עומס המערכת וזמן השימוש. רשות החשמל מעדכנת את התעריפים בדרך כלל אחת לשנה, במהלך חודש ינואר, אך בהתאם להחלטת הרשות מדצמבר 2025 כאמור, התעריפים יתעדכנו באופן אוטומטי וחציוני. מבנה תעו"ז, המתחשב בעומס ובעיתוי הצריכה ובמתחי האספקה השונים, יוצר 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, או קריאה מיוחדת לבקשת הלקוח). בקביעת התעריף הכולל, מתייחסת הרשות גם למרכיבים שאינם קשורים ישירות לייצור החשמל עצמו, כגון שירותים שמספקת חברת החשמל ללקוח, דוגמת קריאת מונים, טיפול בחשבונות 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 מארבעה גורמים עיקריים: רכיב ייצור (עלות קבועה ומשתנה) תעריף רשת (הולכה וחלוקה) תעריף אספקה, ותעריף ניהול המערכת ("**רכיב המערכתיות**").

ביום 11 בדצמבר 2025 התקבלה החלטת רשות החשמל בדבר עדכון שנתי לתעריף החשמל לצרכני חברת החשמל ובו עדכון לשנת 2026 ומתווה לעדכון התעריף באופן חציוני ושנתי, במסגרתה הוחלט להעלות את תעריף החשמל לצרכן הביתי בשיעור של כ-0.5% ל-54.51 אגורות לקוט"ש (לא כולל מע"מ), עם זאת, התעריף המפוקח הוא בעל חשיבות שולית ביחס לרכיבי התעריף המשפיעים על היצרנים הפרטיים ועל התחרות באספקה. במסגרת ההחלטה, החל מינואר 2026, רכיב הייצור יירד ביחס לתעריף 2025 ב-1.67% אך הרכיבים המועברים לחברת החשמל ונגה, רכיבי המערכתי והרשת, עלו בכמעט 20% ביחס לתעריף 2025. כמו כן, הרכיב הקבוע לאספקה, רכיב שקלי חודשי שאינו תלוי בהיקף הצריכה, עלה ב-11.7%.

רכיב הייצור המשוקלל בישראל משקף את תמהיל מקורות האנרגיה ואת העלויות הנלוות לייצור חשמל מכל סוג. עיקר הייצור נשען על גז טבעי, אשר מהווה את המרכיב המרכזי בעלות בשל חוזי הגז ארוכי הטווח וההצמדה למדדי מחירים שונים. במסגרת ההפרדה לרכיב ייצור משתנה וקבוע, הופרדו עלויות רכישת האנרגיה ותפעול היחידות מעלויות החזר ההון והזמינות עבוד היחידות. העלות המשתנה הוצמדה בעיקר לשער חליפין שקל-דולר, המשקף במידה רבה את מחיר הגז הטבעי; בעוד שהעלות הקבועה הוצמדה בעיקר למדד המחירים לצרכן ולריבית חסרת סיכון. במסגרת רכיב הייצור משוקפת גם עלות רכישת אנרגיה ממתקני אנרגיה מתחדשת, אך רק עד גובה העלות המשוקללת – כל עלות מעבר לה עוברת לרכיב המערכתי. תעריף רכיב הייצור המשוקלל הנזכר לעיל, החל מינואר 2026, עומד על סך של 28.9 אגורות לקוט"ש, לעומת תעריף בסך של 29.39 אגורות לקוט"ש בינואר 2025.

הרכיב המערכתי מוביל בשנים האחרונות את הגידול בתעריף המפוקח לצרכן בעיקר על רקע גידול בעלות סבסוד ייצור חשמל ממקורות מתחדשים (בעיקר PV), המגיעים לכדי 50% מהרכיב כולו. רכיב הרשת כולל השקעות בתשתיות הולכה וחלוקה, תוך הכרה בתכניות הפיתוח להולכה ולחלוקה עד שנת 2030 ובפחת על השקעות עבר ברשת החשמל. תעריפי הרכיב המערכתי ורכיב הרשת יחדיו, החל מינואר 2026, עומדים על סך של 22.32 אגורות לקוט"ש, לעומת סך של 21.39 אגורות לקוט"ש בינואר 2025.

כך, בעוד רכיב הייצור המשוקלל נשחק כאמור, העלויות המוכרות לתעריף המערכתיות, המושתות על המשק כתוצאה משיקולים סביבתיים, מעקרונות מדיניות או בשל עלויות אחרות, עלו בשנת 2026 בשיעור

46 החלטת רשות החשמל מס' 78206 - עדכון מבנה תעריף החשמל מיום 11 בדצמבר 2025.

של כ-20% ביחס לשנת 2025, כאמור לעיל. למותר לציין, כי שחיקה מתמשכת ברכיב הייצור המשוקלל לצד עלייה משמעותית ברכיב המערכתיות עלולה להיות בעלת השלכות שליליות על כלל יצרני ומספקי החשמל הפרטיים הפועלים במשק החשמל, וביחס ל- PowerGen, בתחנות הכוח החופיות והצפוניות, לאור פגיעה משמעותית במרווחים.

בכל הנוגע לתחנות החופיות, הרי שהשפעת השחיקה ברכיב הייצור לגביהן היא מהותית. שכן, תחנות אשקלון ושורק הוקמו מכוח הסכמי זיכיון בין מדינת ישראל לבין מתקני ההתפלה אשר נחתמו בשנים 2001 ו-2010 בהתאמה, ובהתאם, נחתמו בשנים 2003 ו-2011 הסכמים למכירת חשמל בין התחנות החופיות ומתקני ההתפלה. במסגרת ההסכמים למכירת חשמל עם מתקני ההתפלה סוכם כי המחיר על פיו ירכשו מתקני ההתפלה חשמל מהתחנות החופיות יורכב, בין היתר, מתשלום קבוע ומתשלום משתנה צמוד לתעו"ז ("**הסכמי ה-PPA**"). הסכמי ה-PPA נחתמו בטרם פורסם לראשונה רכיב המערכתיות בשנת 2014, ובהעדר הצמדה מלאה ואפקטיבית בהסכמי ה-PPA לרכיב המערכתיות, חשופות התחנות החופיות לשינויים המיוחסים לרכיב זה, וזאת בנוסף לחשיפה לשינויים ברכיב הייצור כאמור. יצוין, כי PowerGen פועלת בימים אלה אל מול הרגולטור לקבלת פיצוי בקשר עם העלייה ברכיב המערכתיות ולטיפול בעיוותים שנוצרו מהעלייה ברכיב זה.

לאור האמור, בהתבסס על צריכת החשמל הצפויה של מתקני ההתפלה, ומבלי לקחת בחשבון את תוצאתם של הליכים אותם מקדמת PowerGen מול הרגולטור כמפורט להלן, להחלטת רשות החשמל בדבר העליה ברכיב המערכתיות הייתה השפעה מהותית לרעה על ה-EBITDA של התחנות החופיות בשנת 2025 (ואף גם בשנים שלאחר מכן), ולהחלטה שמשמעה שחיקה ברכיב הייצור צפויה להיות השפעה לרעה הן על התחנות החופיות והן על התחנות הצפוניות.

בחודש אוגוסט 2024 פרסמה נגה הליך שיתוף ציבור[47] אשר הציג לראשונה שיטת חישוב חדשה למודל השוק, שמטרתה לתקן עיוותים בשיטת החישוב הקיימת כך שהמחיר הסיטונאי ישקף טוב יותר את עלויות הייצור האמיתיות במשק תוך התחשבות בגידול בייצור מאנרגיות מתחדשות ובמתקני אגירה. בהמשך, פרסמה נגה בחודש דצמבר 2025 מסמך עקרונות להחלת שיטת ה-MCP החדשה, לקראת החלטה בנושא של רשות החשמל שצפויה להתקבל במהלך שנת 2026.[48]

לפרטים נוספים אודות תעריף ה-SMP ושינויים בו, ראו בסעיף 4.3.1 להלן.

4.2.3. <u>שוק האנרגיה המתחדשת באיטליה</u>

לצורך השגת היעדים ועמידה במדדים שהוגדרו בתכנית PNIEC בתחום האנרגיות המתחדשות (כמפורט בסעיף 3.2 לעיל), 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.

4.3 <u>אסדרה וטכנולוגיה</u>

נכסי PowerGen פועלים במגוון טכנולוגיות, והחשמל המיוצר בהן נמכר תחת אסדרות שונות, כמפורט להלן:

החשמל המיוצר בתחנות הכוח הקונבנציונליות (תחנת הכוח של MRC) ובמתקן האגירה השאובה בגלבוע נמכר ישירות לנגה במודל העמסה מרכזית – קרי SMP וזמינות, והחשמל המיוצר בתחנות הצפוניות ובתחנות החופיות נמכר במודל של העמסה עצמית, קרי אסדרה בילטרלית עם זכאות מכירה למנהל מערכת.

מערכות ה-PV, PV משולב אגירה ומתקני האגירה העצמאיים, אשר הוקמו מכוח הליך שונה, פועלים תחת שתי אסדרות: Feed In Taarif – מכירה לחברת חשמל, ומכירה במודל שוק ישירות למספקים וירטואליים.

47 לפרטים נוספים ראו מכתב נגה מיום 27 באוגוסט 2024 - הליך שיתוף ציבור - עדכון שיטת חישוב מחיר השוק בשיטת SMP - מכתב נלווה.

48 לפרטים נוספים ראו נגה - עדכון שיטת חישוב מחיר השוק MCP מחודש דצמבר 2025.

להלן יפורטו טכנולוגיות ייצור החשמל וההסדרים הרגולטוריים כאמור:

4.3.1. <u>העמסה מרכזית - מודל SMP וזמינות – MRC (טורבינת הגז, טורבינות הסולר והפיקר), ריינדיר (בייזום) ומתקן האגירה השאובה של PSP</u>

טכנולוגיה:

בתחנות כוח קונבנציונליות, דוגמת תחנות MRC ובעתיד – תחנת ריינדיר, החשמל מיוצר בתחנות כוח אלקטרו-מכניות המופעלות על ידי דלק פוסילי (נפט, פחם או גז טבעי), באחת מהדרכים הבאות: (א) מחזור משולב – טכנולוגיה המנצלת את החום השיורי הנפלט מטורבינות הדלק (גז) לייצור קיטור וחשמל נוסף; (ב) מחזור פתוח – טכנולוגיה זו אינה מנצלת את החום השיורי הנפלט מטורבינות הדלק, ומופעלת בתחנות פיקר, ככלל בזמני צריכת שיא בהם קיים מחסור במשק החשמל; ו-(ג) מנועי גז – תחנות כוח מבוססי מנועי גז טבעי קטנים, בהספק של עד 16 מגה וואט.

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.

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 קוגנרציה או באמצעות מקור אנרגיה מתחדשת. בין היתר, מסדירות התקנות את מנגנון העסקאות של יצרן פרטי קונבנציונלי עם מנהל המערכת (אישור תעריפי), וקובעות שתי שיטות מרכזיות – מכירת אנרגיה ומכירת יכולת זמינות ואנרגיה. מנהל המערכת מחויב לשלם עבור זמינות (בהתאם לאסדרה הרלוונטית), וכן רשאי לרכוש את האנרגיה אשר הועמדה לזמינות. כמו כן, קיימת אפשרות לביצוע עסקה בילטרלית בין יצרן פרטי כאמור לצרכני חשמל שונים.

כאמור, הרגולטור מחיל על יצרני חשמל מודל של תשלומי זמינות ומכירת אנרגיה למנהל המערכת על בסיס הצעות מחיר יומיות במסגרת מודל השוק, חלף מכירה ישירה ללקוחות פרטיים. במסגרת מודל השוק, המחיר עבור האנרגיה השולית המוזרמת לרשת החשמל (SMP), 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. כיום לא ניתן למכור בקטגוריה זו חשמל במודל השוק, אך ישנן התפתחויות רגולטוריות אשר עשויות להבשיל ולאפשר זאת בהמשך.[49] **הערכת PowerGen כי בעתיד הרגולציה על התחנות בקטגוריה זו תאפשר מכירת חשמל במודל השוק הינה בגדר מידע צופה פני עתיד, אשר אין ודאות כי יתממש**.

בחודש פברואר 2025 פרסמה רשות החשמל את החלטתה בעניין הגבלת תעריף החשמל שמקבלים יצרני חשמל פרטיים בשוק הסיטונאי, וזאת באמצעות קביעת תקרה ל"מחירים משלימים" שונים, ולא הגבלת תעריף ייצור החשמל עצמו.[50] יצוין, כי ההשפעה הצפויה על MRC אינה מהותית ברמת PowerGen, בין היתר בשל המתודולוגיה שיושמה להגשת הצעות ותעריף זמינות גבוה יותר. בין היתר, ההחלטה מאפשרת ליצרן להחליט האם התקרה שתחול עליו תעמוד על 40% מעל תעריף הגז הממוצע או 60% מעל תעריף הגז הממוצע ובתנאי של התחשבנות בדיעבד על כל התקופה.

בחודש דצמבר 2025 פרסמה נגה מתווה להחלפת ה-SMP ב-MCP. לפי הצעת נגה, מודל ה-MCP יכלול בבסיסו מגוון אילוצים ובכך יובילו לגידול במחיר זמן אמת ביחס למודל ה-SMP. החלת המתווה תלויה בהחלטת רשות החשמל שתיתן תוקף להצעת נגה כאמור ותכריע במספר מקרי קצה הנוגעים לאופן חישוב

49 לדוגמה, החלטת רשות החשמל מס' 72708 - מנגנון זמני לרכישת תעודות זמינות על ידי מספקים וירטואליים ממנהל המערכת מיום 26 בנובמבר 2025

50 ראו שימוע רשות החשמל - קביעת תעריף עבור התעריפים המשלימים ליצרנים המחוברים או המשולבים ברשת ההולכה הפועלים לפי סימן ג1 וה1 באמות המידה מיום 4 בספטמבר 2024.

ה-MCP.[51] בהקשר זה, בהחלטתה לעניין עדכון תעריף החשמל, ציינה רשות החשמל כי בכוונתה לבחון במהלך שנת 2026 את אופן הפנמת מחיר ה-MCP כחלק מהתעריף המפוקח.

ככלל, האסדרה התעריפית החלה על נכסי PowerGen הפועלים תחת מודל SMP וזמינות הינה בהתאם לקבוע ברישיון ובאישור התעריפי שהוענק להן. על תחנות הכוח של MRC חל מודל השוק. ביחס לתחנת ריינדיר, לפי החלטת רשות החשמל מיום 24 במרץ 2025, היא תהא זכאית לתעריף זמינות שינוע בין 3.05 אגורות ל-3.31 אגורות לקילוואט זמין, כתלות במועד קבלת אישור התעריף שבסמוך למועד סגירה פיננסית.[52] מכירת חשמל ממתקן האגירה השאובה, ושירותים נלווים (הנדרשים לניהול מערכת החשמל, שאינם ייצור חשמל או שירותי הולכה, כגון ייצוב מתח, ייצוב תדר ועתודות 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.

4.3.2. <u>אסדרה בילטרלית עם זכאות מכירה למנהל מערכת – התחנות הצפוניות והתחנות החופיות</u>

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 בטכנולוגית קוגנרציה, במחיר הנמוך מעלות הדלק בשריפה ישירה.[53] כלומר, טכנולוגית הקוגנרציה מאפשרת ניצול אנרגטי אופטימלי על ידי ייצור של חשמל ומוצרים תרמיים במקביל, ואספקתם ללקוחות.

תחנת שורק הינה תחנת כוח קונבנציונלית (כמפורט לעיל) המונעת בגז טבעי.

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, בין היתר, 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 (כמפורט בסעיף 4.4 להלן (תחת "מנהל מערכת").

האסדרה התעריפית החלה על תחנות PowerGen הפועלות בטכנולוגיית קוגנרציה הינה בהתאם להחלטות רשות החשמל מיום 1 במאי, 2008 ומיום 27 בינואר, 2013 בעניין תעריפים לרכישת אנרגיה ממתקני קוגנרציה.[54]

החל משנת 2021 תחנת אשקלון עומדת בתנאי הקוגנרציה ובהתאם, בשנים העוקבות מאז וכן בשנת 2026, היא זכאית להנות מהאסדרה התעריפית החלה על מתקני קוגנרציה.

החל משנת 2023 רמת גבריאל עומדת בתנאי הנצילות האנרגטית הנדרשת הקבועה בתקנות הקוגנרציה, והחל משנת 2024 גם אלון תבור, כך שהחל משנת 2025 (רמת גבריאל החל משנת 2024) זכאיות התחנות הצפוניות למנגנונים הקבועים באסדרת הקוגנרציה. יובהר, כי העמידה בתנאי הקוגנרציה נבחנת אחת לשנה ובנפרד לכל תחנה ואין כל בטוחה לכך שהתחנות הצפוניות ותחנת אשקלון יעמדו בתנאי הקוגנרציה גם

---

51 ראו הערת שוליים 48 לעיל.

52 ראו החלטת רשות החשמל מס' 70804 – עדכון להחלטה מס' 69407 מיום 12 באוגוסט 2024 בענין אסדרה ליחידות ייצור קונבנציונליות, מיום 26 במרץ 2025.

53 אתר משרד האנרגיה והתשתיות, בכתובת: https://www.gov.il/he/pages/ind_comm_sector.

54 ראו החלטת ממשלה מס' 211 - אספקת חשמל לגוש דן מיום 1 באוגוסט 2021 והחלטת רשות החשמל מס' 1 מישיבת הרשות מס' 394 מיום 21 בינואר, 2013.

בעתיד.[55] למיטב ידיעת PowerGen, בשנת 2026, באופן חד פעמי, אלון תבור צפויה לא לעמוד בתנאי הקוגנרציה (ראו סעיף 9.2.3 להלן). תחנות הפועלות בקטגוריה זו רשאיות למכור את עודפי החשמל בשוק הפתוח.

4.3.3. <u>מערכות PV, PV משולבות אגירה ומתקני אגירה Stand Alone</u>

טכנולוגיה:

ייצור חשמל בטכנולוגיית PV מתבצע באמצעות המרת האנרגיה הטמונה בקרינת השמש לאנרגיה חשמלית באמצעות לוחות סולאריים (פאנלים) העשויים מחומרים מוליכים למחצה, הקולטים קרינה מאור השמש ומייצרים חשמל בזרם ישר (DC) ("**הספק מותקן**"), אשר באמצעות ממירים מומר לזרם חילופין (AC) אותו ניתן לחבר ולהזרים לרשת החשמל הארצית.

PowerGen הקימה, מפעילה, מקימה ומפתחת מערכות PV קרקעיות (פאנלים המותקנים על שטחי קרקע), מערכות דו שימוש (פאנלים המותקנים על מאגרי מים, גדרות, מחלפים, חממות, חניונים ועוד, המאפשרים שימוש במערכת הסולארית במקביל לשימוש הייעודי של המתקן עליו מותקנת המערכת הסולארית) ומערכות משולבות אגירה, בהן ניתן להזרים את החשמל המיוצר במערכת ונאגר במערכת האגירה, גם בשעות בהן המערכת אינה מייצרת חשמל.

במתקני PV משולבי אגירה ובמתקני אגירה Stand Alone (מתקני אגירה עצמאיים), אגירת אנרגיה נעשית באמצעות סוללות ליתיום, והטעינה של מתקן האגירה מתבצעת ישירות ממתקן ה-PV ו/או מרשת החשמל, ותהליך הפריקה מתבצע ישירות אל רשת החשמל.

פעילות PowerGen בתחום ה-PV והאגירה 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:

האסדרות התעריפיות החלות על מערכות ה-PV בישראל נגזרות ממועד הקמת המערכות וההליך מכוחו הן הוקמו: (א) <u>אסדרות מבוססות מכסות עם תעריף קבוע עד לשנת 2016</u> – עד לשנת 2016, חלה בישראל אסדרה לפיה נקבעו תעריף קבוע, צמוד למדד המחירים לצרכן לתקופה של 20 שנים ממועד תחילת ההפעלה המסחרית. נכון למועד הדוח, ל-PowerGen 319 מערכות הפועלות תחת אסדרה זו, בעלות הספק מותקן כולל של כ-15.5 מגה-וואט; (ב) <u>אסדרות מבוססות מכסות עם תעריף קבוע החל משנת 2018</u> – בחודש מרץ 2018 הודיעה רשות החשמל על קביעת מכסה למתקנים לייצור חשמל בטכנולוגית PV על גבי גגות, מאגרי מים ובריכות דגים, בתעריף של 45 אגורות לקוט"ש, ובשנים שלאחר מכן פורסמו הרחבות ותוספות להודעה זו שבין היתר הגדילו את מדרגת התעריף הראשונה ל-48 אגורות עד 15 קילו-וואט אך הפחיתו אותה לאורך המדרגות הבאות. נכון למועד הדוח, ל-PowerGen מערכות הפועלות תחת אסדרה זו בעלות הספק מותקן כולל של כ-20 מגה-וואט; (ג) <u>אסדרות המבוססות על הליכים תחרותיים</u> – בחודש דצמבר 2016, פרסמה רשות החשמל החלטה לפיה החל משנת 2017, תפרסם רשות החשמל מכסות חדשות להקמת מתקני PV במתח גבוה ונמוך, במסגרת הליכים תחרותיים בהם מתחרים המציעים על הצעת התעריף הנמוך ביותר עבור קוט"ש ("**ההליכים התחרותיים**"). עד למועד הדוח פורסמו תשעה הליכים תחרותיים (מתוכם שניים בשילוב אגירה). נכון למועד פרסום הדוח, תחת אסדרות אלה ל-PowerGen כ-39.3 מגה-וואט מערכות קרקעיות אשר אינן משולבות אגירה (המערכות משולבות האגירה אשר נכללו תחת הליך תחרותי אגירה מס' 2 הוסבו למודל השוק ולכן נכון למועד הדוח אינן נכללות תחת הליך תחרותי אגירה מס' 2[56]); ו-(ד) <u>מודל השוק</u> – ביום 1 במאי 2024 נכנסה לתוקפה החלטת רשות החשמל בנושא מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה, המסדירה בין היתר, את היכולת לשייך מתקני ייצור ברשת

55 בהתאם לתקנות הקוגנרציה, יצרן שחדל לעמוד בתנאי הקוגנרציה יהיה זכאי לתעריפי ברירת מחדל לפי תקנות היח"פ.
56 הליך תחרותי מס' 2 לקביעת תעריף לייצור חשמל בטכנולוגיה פוטו-וולטאית בשילוב קיבולת אגירה, למתקנים המחוברים לרשת החלוקה (הליך תחרותי אגירה מס' 2).

החלוקה למספק וירטואלי ובאמצעות כך למכור חשמל באופן בילטראלי לצדדים שלישיים, וכן את האפשרות להקים מתקני אגירה, חיבורם לרשת החשמל ושיוכם למספק חשמל וירטואלי.[57] החשמל המיוצר (ואשר ייוצר בעתיד) ב- PowerGen במסגרת מודל השוק, ובכלל זאת מכלל מערכות הליך תחרותי אגירה מס' 2, בהיקף כולל של כ-176 מגה-וואט מותקן וכ-501 מגה-וואט שעה אגירה, בהפעלה מסחרית ובשלבי הקמה ורישוי שונים, נמכר או צפוי להימכר לבזק-ג'ן לטובת פעילות האספקה שלה. מתקנים סולאריים (לרבות בשילוב אגירה ומתקני אגירה Stand Alone במתח גבוה) רשאים למכור חשמל בשוק הפתוח. בנוסף, כאמור לעיל, ביום 1 בינואר 2026, נכנסה לתוקף אסדרת שוק המאפשרת למתקני אגירה עצמאיים במתח עליון, בהיקף של 600 מגה-וואט, להשתלב בשוק החשמל. מתקנים אלה יוכלו למכור חשמל ישירות למספקי חשמל וירטואליים.[58]

המידע בדבר מכירת חשמל אשר ייוצר בעתיד ב- PowerGen במסגרת מודל השוק, ובכלל זאת מכלל מערכות הליך תחרותי אגירה מס' 2, לפעילות האספקה של PowerGen, הינו בגדר מידע צופה פני עתיד, המבוסס על תכניותיה של PowerGen כמפורט בסעיף 5.1.2 להלן. אין ודאות כי המערכות האמורות ימכרו חשמל כאמור לפעילות האספקה של PowerGen, או כי תושלם הקמתן של כלל המערכות כאמור, או כי יתאפשר למערכות כאמור למכור חשמל בשוק הפתוח, וזאת מסיבות שאינן תלויות ב-PowerGen.

ביחס למערכות ה-PV באיטליה, רוב המתקנים המניבים של PowerGen באיטליה נמצאים תחת אסדרות Conto Energia, במסגרתן ניתן סבסוד של ממשלת איטליה, בנוסף לתקבולים המתקבלים בגין מכירת החשמל המיוצר במתקן ה-PV בחוזי PPA ללקוחות קצה (בהם מחירי רכישת החשמל במהלך תקופת ההסכם נקבעים בהסכמה בין הצדדים), כאשר הסובסידיה (שהינה רכיב קבוע) מהווה את מרבית ההכנסה (כתלות במחירי החשמל והוראות השעה) מכלל ההכנסות של הנכסים בפורטפוליו.

4.4 לקוחות

לקוחות הנכסים הפעילים של PowerGen (למעט תחנות הכוח של MRC ומתקן האגירה השאובה, אשר מוכרים את כל ההספק המיוצר על ידם למנהל המערכת) הינם:

	התחנות הצפוניות	התחנות החופיות	מערכות PV (לרבות בשילוב אגירה)
לקוחות עוגן	הסכמים לאספקת חשמל וקיטור (PPA) עם החברות שהחכירו לתחנות הצפוניות את המקרקעין להקמת תחנות הכוח – תנובה באלון תבור ונילית ברמת גבריאל.	מתקני ההתפלה, שבחצריהם ממוקמות תחנות הכוח – מתקן התפלה שורק ומתקן התפלה אשקלון.	חח"י ופעילות האספקה של PowerGen
מנהל המערכת	תחנות בטכנולוגיית קוגנרציה (צפוניות ואשקלון) שעומדות בתנאי הקוגנרציה, רשאיות למכור עודפי ייצור, אשר אינם נמכרים לצרכנים פרטיים, למנהל מערכת. תחנה שאינה עומדת בתנאי הקוגנרציה מוחל עליה הסדר תעריפי נחות יותר, לפיו אין באפשרותה למכור את עודפי הייצור למנהל המערכת כאמור, אלא על בסיס רכישה מרצון של מנהל המערכת לפי הצעת מחיר חצי שעתית שמגיש היצרן, הכפופה לתקרה.		מתקנים לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת שישתלבו ברשת ההולכה הארצית יוכלו למכור חשמל למנהל המערכת במחיר חצי שעתי משתנה, בהתאם למודל השוק. מתקנים לייצור חשמל מאנרגיה מתחדשת שמוכרים למספק וירטואלי לא יהיו רשאים למכור חשמל ישירות למנהל המערכת והזכות למכור למנהל המערכת תהיה של המספק.
לקוחות נוספים	הסכמים לאספקת חשמל (ובחלק מההסכמים גם אספקת קיטור[59]) עם לקוחות בילטרליים נוספים, חלקם באזורי התעשייה בהם ממוקמות התחנות וחלקם מחוצה להם. בנוסף, החל מחודש ינואר 2025 לפאוורג'ן אלון תבור הסכם למכירת חשמל לבזק-ג'ן.	מתקני מקורות הממוקמים בחצרות מתקני ההתפלה. בנוסף, התחנות רשאיות למכור את עודפי ייצור החשמל ללקוחות פרטיים בהסכמים בילטרליים, למספקי חשמל פרטיים וללקוחות מזדמנים. בעניין זה יצוין כי התחנות החופיות ישמשו גיבוי לתחנות הצפוניות לצרכי פעילות האספקה של PowerGen.	לקוחות המספקים הוירטואליים (חלף מכירה למנהל המערכת).

57 ראו הערת שוליים 13 לעיל.
58 ראו החלטה מס' 71101 בהערת שוליים 12 לעיל.
59 לחילופין, מוצרים אחרים המיוצרים תוך שימוש באנרגיה תרמית.

	התחנות הצפוניות	התחנות החופיות	מערכות PV (לרבות בשילוב אגירה)
אופן תמחור ותעריפים	לקוחות עוגן וצרכני חשמל פרטיים: התעריף מבוסס על שיעור הנחה (על בסיס הנחה מרכיב הייצור) או מהתעו"ז (ראו סעיף 4.2.2 לעיל). מנהל המערכת: רשות החשמל קובעת מעת לעת אסדרות תעריפיות אשר קובעות את התנאים והתעריפים ("אישור תעריף") במסגרתם ימכרו יצרני חשמל פרטיים את שירותיהם (זמינות, אנרגיה או שירותים נוספים) למנהל המערכת, המבוססים על העלויות הנורמטיביות של כל מתקן. הסדרות אלה מותנות בלוחות זמנים, במכסות ובסוג הטכנולוגיה בה פועל יצרן החשמל הפרטי.		
	חשמל: מבוססים על תעריף התעו"ז, בהנחה מסוימת על תעריף זה או על רכיבים ממנו, בפרט רכיב הייצור. בהתאם, לשינויים בתעריפי החשמל עשויה להיות השפעה על ההכנסות והרווחיות של התחנות הצפוניות. קיטור: ככלל, תעריפים קבועים לטון קיטור ולמוצרים נוספים, הצמודים בין היתר, מחיר תזקיקי דלקים ולתעריף התעו"ז. מים קרים: תעריפים קבועים לטון מים קרים, צמודים לתעריף התעו"ז.	לקוחות עוגן: התמורה מורכבת מרכיב קבוע בסכום שהוסכם ורכיב משתנה בהתאם לצריכת האנרגיה של לקוח העוגן, המוצמד לסל ההצמדות הקבוע בהסכם. לפרטים אודות השפעת העלייה ברכיב המערכתיות ראו סעיף 4.2.2 לעיל. לקוחות נוספים: התמורה מבוססת על הנחות מסוימות על תעריף התעו"ז או על רכיב הייצור. מנהל מערכת: בתחנת שורק – לפי הצעת מחיר חצי שעתית (Bid לייצור חצי שעתי), ובתחנת אשקלון – לפי האישור התעריפי של התחנה, בהתאם למגבלות הקיימות בתקנות הקוגנרציה.	ישראל: כמפורט בסעיף 4.3.3 לעיל. איטליה: מכירה באסדרת FIT ובשוק החופשי בהתאם ל-PPA.
תקופות הסכמים	לקוחות עוגן: 17 עד 20 שנים עם נקודת יציאה כעבור 7 שנים כמפורט להלן. לקוחות בילטראליים: עד 14 שנים עם נקודות יציאה שונות במרבית ההסכמים.	לקוחות עוגן: עד לתום תקופת הרישיון ללא נקודות יציאה (תחנת שורק – שנת 2037, תחנת אשקלון – שנת 2027), למעט בשל הפרות יסודיות של ההסכמים עמם. לקוחות בילטראליים: התקופה משתנה בכל הסכם ונעה בין עד לתום תקופת הרישיון/הסכם ה-BOT לבין הסכם מתחדש על בסיס שנתי עם נקודות יציאה שונות במרבית ההסכמים.	הסכמים ארוכי טווח בהתאם לתנאי האסדרות הרלוונטיות.
תנאים נוספים	ללקוחות העוגן, זכות לרכוש חשמל או קיטור מיצרנים אחרים, בכל עת לאחר תום 7 שנים ממועד ההפעלה המסחרית, במקרה של הצעה לרכישת חשמל או קיטור במחיר נמוך מיצרן/ספק אחר (אלא אם התחנות ישוו את התעריף). לקוחות העוגן אינם מחויבים לרכישות בכמות מינימלית כלשהי. יחד עם זאת, להערכת PowerGen, כיוון שתחנות הכוח נמצאות בחצרי הלקוחות, אין סבירות כי לקוחות העוגן ירכשו חשמל מיצרנים אחרים לאור יתרונות מובנים.	ללקוחות העוגן זכות לשנות את כמויות החשמל המבוקשות מתחנות הכוח, כתלות בדרישת המדינה לאספקת כמויות מים ממתקני ההתפלה, לאחר שנתנו התראה לתחנות הכוח על מנת שיתאפשר להן להתאים ככל הניתן את מצבת הלקוחות שלהן לביקוש המעודכן של לקוחות העוגן שלהן, והכל כמפורט בהסכמים. בכל מצב בו תחנת הכוח לא תעמוד בהתחייבותה לאספקת חשמל, היא תישא בהפרש שבין מחיר החשמל אותו ירכוש מתקן ההתפלה מצד שלישי ובין המחיר שנקבע בהסכם.	-

4.5 תחרות

4.5.1. התחנות הצפוניות והתחנות החופיות

כמפורט לעיל, לתחנות הצפוניות ולתחנות החופיות (בסעיף זה: "**התחנות**") לקוחות עוגן (תנובה, נילית ומתקני ההתפלה), אשר ההסכמים עמם הינם לטווח ארוך ומכסים את מרבית תפוקת החשמל והקיטור של התחנות בשעות הפסגה, ואשר לגביהם (כמו גם ביחס למתקני מקורות הממוקמים בחצרות מתקני ההתפלה), לא קיימת בפועל תחרות. תחנות הכוח נמצאות בחצרי הלקוחות, ואין סבירות כי מי מבין לקוחות העוגן או מתקני מקורות ירכשו חשמל מיצרנים אחרים לאור יתרונות מובנים.

ביחס לחשמל המופנה ללקוחות בילטרליים שלא נמכר תחת אסדרות הקוגנרציה, קיימת תחרות בעיקר מול יצרני חשמל פרטיים אחרים וכן מול מספקים וירטואליים.

יתרונן של התחנות הפועלות תחת אסדרה למתקני קוגנרציה (התחנות הצפוניות[60] ותחנת אשקלון), נעוץ באסדרה התעריפית של התחנות המאפשרת להן לספק את מלוא עודפי הייצור הצפויים בתרחישים סבירים

60 לפרטים בדבר זכאותן של התחנות הצפוניות לתעריפי קוגנרציה, ראו סעיף 4.3.2 לעיל.

למנהל המערכת, תוך מימוש משטר ההפעלה האופטימאלי הממצה את מלוא הפוטנציאל העסקי מתחנות הכוח.

4.5.2. MRC

התחרות המרכזית של MRC במכירת החשמל המיוצר על ידי תחנת הכוח המשולבת הוא במכירת החשמל לרשת החשמל (SMP) המבוססת על מכרז יומי 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.

למיטב ידיעת PowerGen, החברות המרכזיות בתחום תחנות הכוח אשר מוכרות חשמל למנהל המערכת במסגרת ה-SMP הינן: חח"י, שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ, אדלטק בע"מ[61] ודליה חברות אנרגיה בע"מ. לפרטים אודות תחנות כוח נוספות המצויות בשלבי התקדמות שונים ראו סעיף 3.1 לעיל.

4.5.3. מערכות PV

שוק האנרגיות המתחדשות, ובפרט סגמנט מערכות ה-PV, הינו תחרותי מאוד, שכן היקף הפעילות העיקרי בתחום מושפע ממדיניות הממשלה לקידום אנרגיות מתחדשות בהיקפים משמעותיים אשר יוצרת ביקוש להקמה של פרויקטים, וכן ממגבלות רגולציה, יכולת הזרמה לרשת של החשמל המיוצר במתקנים ועתודות קרקע המאפשרות הקמת פרויקטי PV קרקעיים. להערכת PowerGen, כניסת מודל השוק לתוקף והמעבר ממשק ריכוזי של ייצור חשמל על ידי חח"י באופן בלעדי למשק תחרותי ופתוח למגוון יצרנים, והירידה בתלות בזכיה במכסות המספק, הגבירו את התחרות בשוק.

למיטב ידיעת PowerGen, מתחרות מרכזיות בתחום ה-PV שבו פועלת PowerGen הן אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ, אי. די. אף אנרגיות מתחדשות ישראל בע"מ, אנרג'יקס – אנרגיות מתחדשות בע"מ, שו"ב אנרגיה, קבוצת דוראל משאבי אנרגיה מתחדשת בע"מ, ע.י. נופר אנרג'י בע"מ ומשק אנרגיה – אנרגיות מתחדשות בע"מ. PowerGen מתמודדת עם התחרות באמצעות קשרים עסקיים ענפים, שיתופי פעולה אסטרטגיים עם שותפים, ניסיון ומקצועיות, יכולת קבלת החלטות איכותית ומהירה, מיקוד תחום הפעילות, וצבירת מומחיות בפיתוח, תכנון וביצוע של פרויקטים.

התחרות באיטליה – שוק ייצור האנרגיה המתחדשת באיטליה, ובפרט השוק ה-PV, הינו שוק מפותח ומשוכלל שבו פועלים שחקנים רבים ומגוונים. התחרות בשוק מושפעת ממגבלות רגולציה, יכולת הזרמה לרשת החשמל המקומית, ועתודות קרקע המאפשרות הקמת פרויקטי PV. למיטב ידיעת PowerGen, פועלים בשוק שחקנים מקומיים ובינלאומיים רבים, לרבות קרנות רבות. באיטליה קיים גם שוק מפותח של נכסים מניבים, הפעילים מזה כעשר שנים לצד שוק של פיתוח והקמת מתקנים חדשים אשר מוקמים תחת רגולציה עדכנית. PowerGen פעילה בשני השווקים האמורים ואינה מהווה שחקן מהותי באיזה מהם.

4.5.4. אגירה שאובה

בתחום האגירה השאובה, אין ל-PSP תחרות, שכן לצד מתקן האגירה השאובה בגלבוע , שני מתקני האגירה השאובה הנוספים שקודמו (כולל מתקן אגירה שאובה כוכב הירדן, שהחל לפעול מסחרית בחודש פברואר 2025), במצטבר מיצו את המכסה הכוללת של 800 מגה-וואט שהוקצתה למתקנים מסוג זה (בהתאם לאסדרה). יצוין, כי הרווח העיקרי של PSP מבוסס על תשלומי זמינות מכוח האסדרה, ולכן אין בכניסה של מתקנים חדשים כדי לשנות מכך.

האמור לעיל בדבר התחרות הצפויה ל-PowerGen עם כניסתן של תחנות כוח נוספות יעילות יותר (ביחס ל-MRC), וכן עם כניסת מודל השוק לתוקף (ביחס למערכות PV), מהווה מידע צופה פני עתיד, המבוסס, בין

61 למיטב ידיעתה של PowerGen, אדלטק בע"מ הינה יצרנית החשמל הפרטית הגדולה בישראל, ולאחר זכייתה במכרז לתחנת הכוח גן שורק והסרת החסם להרחבת תחנת הכוח דוראד בה היא שותפה (דוראד 2), היא מתקרבת לנתח המקסימלי המותר לשחקן פרטי להחזיק בשוק ייצור החשמל הפרטי – 20%. בהתאם, יתכן כי תוגבל השתתפותה במכרזים עתידיים לתחנות כוח.

היתר, על היכרות הקרן ו-PowerGen עם השוק והשחקנים בו. הערכות אלה בדבר התחרות הצפויה עשויות שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהותית מכפי שנצפה מסיבות שאינן תלויות בקרן או ב-PowerGen, ובכללן שינויים רגולטוריים בתחום ייצור החשמל.

4.6 עונתיות

4.6.1. ייצור חשמל

יכולתם של מתקני PV לייצר חשמל תלויה במידה רבה ברמת קרינת השמש ובתנאי הטמפרטורה, הרוח, והלחץ האטמוספרי בהם נמצאים לוחות ה-PV. כתוצאה משינויים בגורמים האמורים לאורך השנה, ישנה שונות בתפוקת המתקנים בין חודשי השנה. כך למשל, בישראל החודשים נובמבר עד פברואר מאופיינים בתפוקה נמוכה יותר ביחס ליתר חודשי השנה, ואילו בחודשים יוני ויולי תפוקת המתקנים גבוהה יותר. בנסיבות אלה, לצרכי התייעלות וכדי למתן את השפעת העונתיות, פועלתPowerGen לקידום והקמה של פרויקטי אגירה בצמוד לפרויקטי PV, וזאת כחלק מתהליך השבחה של הנכס הקיים.

בתחנות כוח קונבנציונליות וכן באגירה שאובה, אין משמעות רבה לעונתיות.

4.6.2. הכנסות ממכירת חשמל

ביחס לתחנות הכוח הקונבנציונליות ו-MRC, בהתאם למבנה התעריפים הקיים (ראו סעיף 4.2.2 לעיל) והיקף הביקושים בשוק, ברבעון השלישי (החל בעונת הקיץ) נרשמות ההכנסות הגבוהות ביותר בשנה, וברבעון השני (החל בעונת מעבר) נרשמות ההכנסות הנמוכות ביותר בשנה.

ככלל, כפי שמפורט בסעיף 4.2.2 לעיל, תעריפי החשמל בישראל בקיץ ובחורף גבוהים יותר מאלה של עונת המעבר. עלות רכישת הגז, המהווה את העלות העיקרית של תחנות הכוח, אינה מושפעת מעונתיות התעו"ז (או המשב"ים). לפיכך, רווחיות תחנות הכוח גבוהה יותר בחודשי הקיץ והחורף בהשוואה ליתר חודשי השנה.

4.7 חומרי גלם וספקים

4.7.1. תחנות כוח – ספק גז

התחנות הצפוניות והתחנות החופיות התקשרו בהסכמים נפרדים לרכישת גז טבעי מאנרג'יאן ("**הסכמי אנרג'יאן**"). בנוסף, התקשרה פאוורג'ן פאוור פלנטס בהסכם לרכישת גז טבעי לצרכי גיבוי, שיווק ותמיכה בגידול עתידי בייצור החשמל בתחנות הצפוניות והחופיות ("**הסכם המרקטינג**"). הסכמי אנרג'יאן והסכם המרקטינג נכנסו לתוקף עם הפעלתו המסחרית של שדה כריש ביום 26 במרץ 2023 ויעמדו בתוקפם לפרק זמן שבין 2 עד 14 שנים, לפי העניין. בהסכמי אנרג'יאן ובהסכם המרקטינג, כפי שתוקנו מעת לעת, נקבעו מנגנונים מקובלים בהסכמים מסוג זה, בין היתר, מנגנוני Take Or Pay, carry forward ו-make up וכן אפשרות למכירת הגז הטבעי לצדדים שלישיים. מחירי הגז הטבעי הקבועים בהסכמי אנרג'יאן ובהסכם המרקטינג צמודים לשינוי ברכיב הייצור.

לעניין זה יצוין, כי בהתאם לצו הבלו,[62] אשר מכונן את מס הפחמן בישראל, באמצעות העלאת מס הבלו על דלקים שונים, לרבות פחם, מזוט, גפ"מ וגז טבעי, אשר נכנס לתוקף ביום 1 בינואר 2025, שיעורי המס כאמור צפויים לעלות בהדרגה החל מכניסת הצו לתוקף ועד לשנת 2030 בשיעור של מאות אחוזים. כך, בשנת 2025 המס על גז טבעי יעמוד על 33 ש"ח לטון, ויגיע ל-192 ש"ח לטון בשנת 2030 (עלייה של קרוב ל-500%). ההשפעה הצפויה של המס כוללת עלייה בעלויות הייצור וכן עלייה בתעריפי החשמל. בשל ההשלכות הכלכליות הצפויות בגין המיסוי, משרד האוצר פרסם מתווה סיוע שמטרתו לסייע למפעלי תעשייה

62 בהתאם לצו הבלו על הדלק (הטלת בלו) (תיקון מס' 2 והוראת שעה מס' 2) וצו תעריף המכס והפטורים ומס קנייה על טובין (תיקון מס' 8 והוראה שעה מספר 10), התשפ"ד-2024 (יחד, לעיל ולהלן: "**צו הבלו**"), החל משנת 2025 מוטל מס פחמן הדרגתי על דלקים שונים, ובהם פחם, מזוט, גפ"מ וגז טבעי, עד לשנת 2030.

הצורכים דלקים להסתגל למס הפחמן.[63] PowerGen בוחנת את השפעות צו הבלו על פעילותה וכן את מתווה הסיוע המוצע.

4.7.2. <u>חומרי גלם עבור מערכות PV</u>

מתקני ה-PV מבוססים, בין היתר, על רכש רכיבים, שהעיקריים שבהם הינם פאנלים סולאריים, ממירי זרם ושנאים. במהלך שנת 2025, המשיכה מגמת הירידה בעלות הפאנלים הסולאריים, בעיקר בשל עודף הייצור בשוק הסיני. עם זאת, לקראת תום שנת 2025 שוק הפאנלים הסולאריים הגיע לנקודת מפנה, המחירים התייצבו, ועל פי ההערכות, החלה מגמת עלייה במחירים, אשר מונעת בעיקרה מצמצום החזרי המע"מ של הממשלה הסינית על יצוא החל מאפריל 2026 וביטולו החל מינואר 2027, על ייצוא רכיבים המשמשים להקמת מתקנים פוטו-וולטאיים,[64] עלייה במחירי חומרי גלם עיקריים כמו כסף ונחושת וצמצום מכוון של כושר הייצור בסין שנועד לייצב את השוק לאחר עודף ההיצע.[65]

4.7.3. <u>חומרי גלם עבור מערכות אגירת אנרגיה</u>

פתרון האגירה השכיח ביותר במערכות PV משולבות אגירה ו/או מתקני אגירה עצמאיים (Stand Alone), מבוסס על סוללות ליתיום, כאשר בשנתיים האחרונות נרשמה ירידה משמעותית במחיריהן, בעיקר כתוצאה מירידה במחיר הליתיום ושיפור בטכנולוגיית יצורן. עם זאת, ההערכות הן כי בשנת 2026 מגמת הירידה תתמתן, זאת בעיקר בעקבות ביטול החזרי המע"מ בסין כאמור לעיל , לצד התאוששות במחיר הליתיום הגולמי. שינויים בעלויות הרכש, משפיעים במישרין על פעילותה של PowerGen, על כדאיות הקמת מערכות ועל הרווחיות מייצור חשמל.

יצויין כי נוכח כך ש-PowerGen רוכשת את הציוד הדרוש להקמת הפרויקטים מספקים בחו"ל, היא מושפעת משינויים במחירי השינוע והתובלה הימית, וכן משיבושים בזמינות נתיבי השילוח ועיכובים בשרשרת האספקה, אשר עשויים לעכב הקמה של פרויקטים.

4.7.4. <u>תפעול ותחזוקה (O&M)</u>

התפעול והתחזוקה של תחנות הכוח ב-MRC מבוצעים על ידי אם.אר.סי. תפעול בע"מ (אשר מוחזקת, בחלקים שווים, על ידי בעלות המניות ב-MRC), וההתקשרות עמה בתוקף עד תום תקופת הרישיון של MRC.

בתחנת אשקלון, שירותי התפעול והתחזוקה ניתנים על ידי פאוורג'ן ניהול בע"מ, חברה בבעלות מלאה (בעקיפין) של PowerGen.

בתחנות הצפוניות ניתנו שירותי התפעול והתחזוקה עד ליום 31 באוגוסט 2025 על ידי צדדים שלישיים, והחל ממועד זה, ניתנים שירותים אלו על ידי PowerGen באופן עצמאי.

שירותי התפעול והתחזוקה בתחנת שורק ובמתקן האגירה השאובה ניתנים על ידי צד שלישי. לפרטים בדבר פסק בוררות בתביעת נותן שירותי התפעול והתחזוקה ב-PSP כנגד PSP, ראו סעיף 4.1.1 לעיל.

4.7.5. <u>הקמת מערכות PV ותפעולן (הסכמי EPC והסכמי O&M)</u>

לשם הקמת פרויקטי ה-PV (לרבות PV משולב אגירה), PowerGen (באמצעות תאגיד הפרויקט הייעודי שהוקם לכך), מתקשרת בהסכם עם קבלן הקמה (EPC), אשר אחראי באופן מלא ובלעדי לתכנון, לביצוע הרכש (למעט רכש ציוד עיקרי ככל שזה הוצא מתכולת עבודתו) ולהקמה של הפרויקט. חוזי ההקמה ש-PowerGen הינה צד להם, כוללים, בין היתר, התחייבויות של קבלני ההקמה לביצוע והשלמת הפרויקט בהתאם לאבני דרך, עמידה במבחני קבלה שונים ועמידה בביצועי הפרויקט, אשר אי עמידה בהם גוררת

63 משרד התעשייה והכלכלה = הוראת מנכ"ל 4.79 – סיוע לתעשייה להסתגלות העלייה במס הבלו – "מס פחמן" מיום 9 בדצמבר 2024.

64 ראו - http://english.scio.gov.cn/pressroom/2026-01/12/content_118274454.html.

65 ראו – IRENA - RENEWABLE POWER GENERATION COSTS IN 2024 בכתובת: https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2025/Jul/IRENA_TEC_RPGC_in_2024_2025.pdf.

קנסות. כמו כן, חוזי ההקמה מגדירים את תקופת האחריות של קבלן ההקמה ואת הערבויות שיועמדו על ידי קבלן ההקמה לטובת הבטחת התחייבויותיו בקשר עם הקמת המתקן ותפוקות ביצועיו.

הסכם התפעול והתחזוקה (O&M) בגין הפרויקטים האמורים נחתם בדרך כלל עם קבלן ההקמה של אותו פרויקט, לרוב לתקופה קצובה עם אפשרות להארכה. הסכם התפעול מסדיר את התחייבויותיו של קבלן התפעול, הכוללות, בין היתר, את התפעול השוטף של המתקן, עמידה בביצועי המתקן המובטחים, טיפול בתקלות, טיפולי תחזוקה וטיפולים מונעים, אספקת חלקי חילוף והחלפת חלקים, לימוד בעיות ופתרונן וזאת לצד העברת דוחות ודיווחים שוטפים לחברה.

הערכות PowerGen לעיל בדבר עצירת מגמת הירידה במחירי הפאנלים הסולאריים והתמתנותה במערכות האגירה, הינו בגדר מידע צופה פני עתיד, אשר אין ודאות כי יתממש.

4.8 הסכמים מהותיים

עם השלמת העברת מניות PSP מהקרן ל-PowerGen בחודש נובמבר 2024, נכנסה PowerGen בנעליה של הקרן בכל הקשור לזכויות והתחייבויות מכוח הסכם רכישת מניות PSP והסכם בעלי המניות בה, כמפורט להלן:

4.8.1. הסכם רכישת מניות PSP

במסגרת ההסכם התחייבה אלקטרה לשפות את הקרן בגין חלקה בנזקי אירוע השבתת מתקן האגירה (כמתואר בסעיף 4.1.1 לעיל), עד לתקרה בגובה 45 מיליון ש"ח (בהתאמות לפי הוראות הסכם המכר, להלן: "**תקרת השיפוי**") ולתקופה של עד שנתיים ממועד אישור היועץ הטכני של PSP על השלמת תיקון נזקי אירוע ההשבתה. לפרטים אודות תשלום חלק מהשיפוי ומערכת היחסים מול אלקטרה, ראו סעיף 4.1.1 לעיל.

4.8.2. הסכם בעלי מניות ב-PSP

עם השלמת רכישת מניות PSP, הצטרפה הקרן להסכם בעלי המניות הקיים ב-PSP, לפיו, בין היתר, החלטות בדירקטוריון PSP ובאסיפה הכללית יתקבלו ברוב, ובלבד שההחלטה נתמכת על ידי בעל מניות מקורי ב-PSP (המוכרת או שו"ב אנרגיה), או דירקטור שמונה מטעם בעל מניות מקורי אשר מחזיק בלפחות 25% ממניות PSP. החלטות בדבר עניינים מיוחדים תתקבלנה ברוב של 80%.

4.9 מימון

למועד הדוח, PowerGen מממנת את פעילותה ממקורות עצמיים, הלוואות מתאגידים בנקאיים, הלוואות מוכר, הלוואות בעלים, אגרות חוב וניירות ערך מסחריים.

4.9.1. הלוואות Corporate

(א) נכון ליום 31 בדצמבר 2025, לפאוורג'ן סולאר איי שתי סדרות אגרות חוב (סדרה ב' וסדרה ג') הרשומות למסחר (בסעיף זה: "**אגרות החוב**"). להלן תובא תמצית פרטי אגרות החוב:

	אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')
שווי נקוב (אלפי ש"ח) ליום 31.12.2025	198,030	189,000
שווי בבורסה ליום 31.12.2025 (אלפי ש"ח)	222,130	188,376
מועד הנפקה ראשונה והרחבות	מאי 2022 הרחבות: 05.03.2024 - 52,600,000 ש"ח ע.נ. 22.12.2024 - 63,946,266 ש"ח ע.נ.	נובמבר 2025 הרחבה (לאחר מועד הדוח): 17.02.2026 - 82,000,000 ש"ח ע.נ.

	אגרות חוב (סדרה ב')	אגרות חוב (סדרה ג')
הצמדה	צמודות למדד חודש מרץ 2022, בתנאים שנקבעו.	צמודות למדד חודש ספטמבר 2025, בתנאים שנקבעו.
סוג הריבית ושיעורה	ריבית שנתית בשיעור של 2.95% (עם מנגנון עדכון שיעור ריבית בהתרחש אירועים מסוימים) אשר תשולם בתשלומים חצי שנתיים.	ריבית שנתית בשיעור של 3.42% (עם מנגנון עדכון שיעור ריבית בהתרחש אירועים מסוימים) אשר תשולם בתשלומים חצי שנתיים.
מועדי תשלום הקרן	בחמישה תשלומים שנתיים בשיעורים של 5%, 15%, 15%, 25% ו-40% מהערך הנקוב של קרן אגרות החוב (סדרה ב'), ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2023 עד 2027, בהתאמה.	בשלושה תשלומים שנתיים בשיעורים של 15%, 15% ו-70% מהערך הנקוב של קרן אגרות החוב (סדרה ג'), ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2028 עד 2030, בהתאמה.
אמות מידה פיננסיות		
הון עצמי של פאוורג'ן סולאר איי	לא יפחת מ-300 מיליון ש"ח	לא יפחת מ-170 מיליון ש"ח במשך שני רבעונים רצופים
יחס בין הון עצמי סולו לסך המאזן נטו סולו של פאוורג'ן סולאר איי	לא יפחת מ-30%	לא יפחת מ-25%
היחס בין החוב הפיננסי נטו המאוחד ל-EBITDA המתואם של פאוורג'ן סולאר איי	לא יעלה על 15%	לא יעלה על 15%
	נכון ליום 31 בדצמבר 2025 עומדת פאוורג'ן סולאר איי באמות המידה.	

(ב) לפרטים אודות הלוואת מוכר בסך של 127 מיליון ש"ח שהעמידה רפק תקשורת ל-PowerGen במסגרת השלמת עסקת רכישת חלקה של רפק תקשורת בפאוורג'ן פאוור פלנטס, ראו סעיף 13.2.1 לפרק ב' בדוח זה.

(ג) לפרטים אודות עסקת ההשקעה בין הפניקס לקרן, במסגרתה השקיעה הפניקס סך של 260 מיליון ש"ח ב-PowerGen בתמורה להקצאת מניות בכורה בה, ראו סעיף 15.2 בפרק ב' לדוח.

(ד) ל-PowerGen הלוואה מגוף מוסדי בסך של 120 מיליון ש"ח, אשר הועמדה לתקופה של 7 שנים ממועד נטילתה בחודש מרץ 2024 ("**ההלוואה**" ו"**תקופת ההלוואה**", בהתאמה), ונושאת ריבית בשיעור של פריים בתוספת מרווח שבין 1%-1.5%. קרן ההלוואה תפרע החל מתום 27 חודשים ממועד נטילת ההלוואה, כאשר 45% מהקרן יפרעו בתשלומים חצי שנתיים ו-55% מהקרן יפרעו בתום תקופת ההלוואה ("בולט"). במסגרת ההלוואה ניתנו בטחונות מקובלים בהלוואות מסוג זה, ובין היתר, שעבוד מלוא החזקות PowerGen בפאוורג'ן פאוור פלנטס והחזקותיה בזאן אנרגיה, וכן שעבוד על זכויות PowerGen לקבלת התקבולים מבזק-ג'ן. כן נקבעו אמות מידה פיננסיות, מגבלות על חלוקת דיבידנד ועילות העמדה לפירעון מיידי, כמקובל בהלוואות מסוג זה. ביום 29 בדצמבר 2024 נחתם כתב תיקון מס' 1 להסכם האמור לפיו הועמדה בנוסף להלוואה מסגרת אשראי בסך כולל של 40 מיליון ש"ח אשר ההלוואות שיועמדו מכוחה ישמשו את PowerGen לצורך מימון פעילותה השוטפת ואשר עליהן יחולו כל הוראות ההסכם האמור. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עומדת יתרת ההלוואה הכוללת (קרן וריבית) על כ-160 מיליון ש"ח.

(ה) בחודש מאי 2022, התקשרה פאוורג'ן פי.אס.פי. בע"מ בהסכם לנטילת חוב נחות (בתנאי non-recourse) בסך של 115 מיליון ש"ח, למימון עסקת רכישת מניות PSP ("**ההלוואה**"). ההלוואה

הועמדה לתקופה של 7 שנים, נושאת ריבית שנתית בטווח של 3.45%-3.75%, צמודה (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן, והחלה להיפרע בחודש דצמבר 2023. לפרטים נוספים ראו דוח מיידי מיום 23 במאי 2022 (אסמכתא: 2022-01-062218), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עומדת יתרת ההלוואה (קרן וריבית) על כ-134.5 מיליון ש"ח.

ביום 12 ביוני 2025 הנפיקה PowerGen ניירות ערך מסחריים (סדרה 1) בסך של 60 מיליון ש"ח ערך נקוב, אשר נושאות ריבית שנתית בשיעור ריבית בנק ישראל בתוספת מרווח של 0.3% ("**הנע"מ**"). קרן הנע"מ תיפרע בתשלום אחד ביום 30 ביוני 2026 אלא אם תחודש לעוד 4 תקופות נוספות עד ליום 30 ביוני 2030. לאחר מועד הדוח, ביום 27 בינואר 2026 ביצעה PowerGen הרחבה לנע"מ בסך נוסף של 50 מיליון ש"ח ערב נקוב, וכן אושרה הפחתה לשיעור תוספת המרווח כאמור ל-0.25% (חלף 0.3%) החל מיום 29 בינואר 2026.

4.9.2. <u>הסכמי מימון פרויקטים</u>

ליום 31 בדצמבר 2025, לקבוצת PowerGen הלוואות חוב בכיר וחוב נחות במתווה מימון פרויקטאלי והסכמי אשראי, עם קונסורציום של תאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים, בתנאי Limited Recourse. להלן פרטים אודות הלוואות החוב הבכיר והחוב הנחות של חברות קבוצת PowerGen:[66]

66 מובהר כי הלוואות אלו אינן בגדר "הלוואה מהותית" כמשמעה בעמדה המשפטית של רשות ניירות ערך מס' 15-104: אירוע אשראי בר דיווח (מעודכנת מיום 14 בינואר 2024) – בהתאם לשו"ת 8 בעניין ישות השקעה. עם זאת, הקרן מבקשת להביא לידיעת המשקיעים פרטים מהותיים ביחס להלוואות כאמור, כמפורט בסעיף זה.

	התחנות הצפוניות	MRC		תחנת שורק	אגירה שאובה	PV – הליך תחרותי אגירה מס' 2 והסבה להסדרת מודל שוק	איטליה
מועד נטילת ההלוואה / העמדת המסגרת	דצמבר 2020, תיקון מנובמבר 2024 ותיקון מדצמבר 2025[67]	אתר MRC – נובמבר 2019[68]	תחנת הפיקר – אוגוסט 2022[69]	אפריל 2014 ותיקון מאוגוסט 2025	ינואר 2014	אוקטובר 2023 ותיקון מנובמבר 2024[70] המאפשר את שילוב הפרויקטים במודל השוק והתקשרות פאוורג'ן סולאר איי בהסכמים למכירת חשמל לפעילות האספקה של PowerGen.	דצמבר 2022
תקופת ההלוואה / המסגרת	20 שנים ממועד קבלת רישיון הייצור (רמת גבריאל – נובמבר 2019, אלון תבור – ספטמבר 2019).	מועד תשלום אחרון בחלוף כ-14.25 שנים ממועד העברת החזקה באתר אלון תבור ל-MRC, ולא יאוחר מ-9 חודשים קודם למועד פקיעת רישיון הייצור באתר אלון תבור, שניתן לתקופה של 15 שנים.	19.5 שנים ממועד קבלת רישיון הייצור.	17 שנים מתחילת ההפעלה המסחרית (ספטמבר 2017).	19 שנים מתחילת ההפעלה המסחרית (אפריל 2020).	31 בדצמבר 2034. החל ממועד הסבת הפרויקט תחת מודל השוק, החוב הבכיר יוחזר עם רכיב "בולט" של 60%-70% מהחוב, אשר צפוי להיות ממוחזר במועד הפירעון הסופי.	31 באוגוסט 2031[71]
סכום ההלוואה / המסגרת המקורי (במש"ח)	הלוואה: 1,315 מסגרת אשראי: 229	הלוואה: 1,650 מסגרת האשראי: 200	הלוואה: 950 מסגרת אשראי: 165	הלוואה: 498 מסגרת אשראי: 172	הלוואה: 1,600 מסגרת אשראי: 123	מסגרת חוב בכיר: 648 מסגרות נוספות: 316	הלוואה: 139 (באירו)
יתרה בספרים (לרבות ריבית לשלם) ליום	הלוואה: 967 מסגרת אשראי: 254	הלוואה: 1,015 מסגרת אשראי: -	הלוואה: 944 מסגרת אשראי: -	הלוואה: 354 מסגרת אשראי: 205	הלוואה: 1,037 מסגרת אשראי: -	חוב בכיר: 359 מסגרות נוספות: -	הלוואה: 56 (באירו)

67 בנוסף למפורט להלן, קבע הסכם המימון מגבלות על התחנות הצפוניות בקשר עם ביצוע חלוקות, כמקובל בהסכמי מימון פרויקטאלים דומים, ובין היתר: ביצוע עד ארבע חלוקות בשנה, עמידה ביחסי כיסוי (LLCR ו- ADSCR) שנקבעו בהסכם המימון, מילוי קרנות רזרבה ושמירה על סכומי כסף מסוימים בחשבונות התחנות הצפוניות וכן היעדר הפרות של הסכמי ההלוואה; כמו כן נקבע כי קבלת אשראי חדש ללא פירעון האשראי הקיים כפופה לאישור מלווי החוב הבכיר בקונסורציום, וכן נקבעו אירועי הפרה כמקובל בהסכמי מימון מסוג זה. בנוסף, נקבע כי בקרות מקרים המפורטים בהסכמי המימון, ובין היתר, מכירה משמעותית של אחזקות בתחנות החופיות ואי עמידה ביחסי כיסוי מסוימים, בעלי המניות ב-פאוורג'ן פאוור פלנטס יידרשו להעמיד לתחנות הצפוניות את הסכומים שנקבעו בהסכמי המימון.

68 בנוסף למפורט להלן, קבע הסכם המימון מגבלות על MRC בקשר עם ביצוע חלוקות, כמקובל בהסכמי מימון פרויקטאלים דומים, ובין היתר: ביצוע עד שתי חלוקות בשנה ובפער זמנים מסוים בין אחת לשניה, עמידה ביחסי כיסוי (LLCR ו- ADSCR) שנקבעו בהסכם המימון, מילוי קרנות רזרבה ושמירה על סכומי כסף מסוימים בחשבונותיה; כמו כן נקבע כי קבלת אשראי חדש (ללא פירעון האשראי הקיים) כפופה לאישור מלווי החוב הבכיר בקונסורציום, וכן נקבעו אירועי הפרה כמקובל בהסכמי מימון מסוג זה.

69 לפרטים נוספים אודות הסכם המימון עבור תחנת כוח פיקר באתר MRC, ראו דיווח מיידי של הקרן מיום 17 באוגוסט, 2022 (אסמכתא: 2022-01-104272), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

70 לפרטים נוספים אודות הסכם המימון עבור הליך תחרותי אגירה מס' 2, ראו דיווח מיידי של הקרן מיום 27 באוגוסט, 2023 (אסמכתא: 2023-01-098439), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

71 מועד הפירעון הינו ביחס להיקף נכסים של עד 30 מגה-וואט. להיקף נכסים כולל של עד 70 מגה-וואט מותקן (נוספים) מועד הפירעון האחרון יהיה ביום 31 באוגוסט 2031 או במועד האחרון לזכאות הנכסים המניבים (על בסיס משוקלל) למחירי הזנה תחת האסדרה הרלבנטית, לפי המוקדם.

	התחנות הצפוניות	MRC		תחנת שורק	אגירה שאובה	PV – הליך תחרותי אגירה מס' 2 והסבה להסדרת מודל שוק	איטליה
31.12.2025 (במש"ח)							
תנאי ריבית והצמדה	ריבית קבועה בשיעור של 3.07%, צמודה למדד.	ריבית שנתית בשיעור בטווח של 2%-3% + Swap (Euro). נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שיעור הריבית האפקטיבית הינו 2.9%.	ריבית שנתית בשיעור של 2.25%-2.55% מעל התשואה על אג"ח ממשלתי במח"מ דומה. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שיעור הריבית האפקטיבית הינו 4%.	מרבית ההלוואה נושאת ריבית שנתית קבועה בשיעור 4.87% והיתרה נושאת ריבית בשיעור של פריים בתוספת מרווח בשיעור של 1.3%; נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שיעור הריבית האפקטיבית הינו 4.96%.	ההלוואה נושאת ריבית שנתית קבועה בשיעור של 4.5%, צמודה למדד. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שיעור הריבית האפקטיבית הינו ללא מידוד 4.58%.	החוב הבכיר יישא ריבית בשיעור תשואת אג"ח ממשלתי צמוד מדד, בתוספת מרווח בטווח של 2.4% - 2.7%. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שיעור הריבית האפקטיבית הינו בטווח שבין 4.4% ל-4.8%.	ריבית EURIBOR 6 חודשים, בתוספת מרווח של 2.3%. שיעור הריבית קובע בעסקאות גידור לאורך תקופת ההלוואה כך ששיעור הריבית הכולל הינו בטווח של 5.1%-5.4%.
אמות מידה פיננסיות להפרה ועמידה בהן	(1) Loan Life Coverage Ratio (LLCR) לא יפחת בכל עת מ-1.05; (2) Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR), היסטורי וצפוי, לא יפחת בכל עת מ- 1.05. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עומדות התחנות הצפוניות באמות המידה.	(1) Loan Life Coverage Ratio (LLCR) לא יפחת בכל עת מ-1.05; (2) Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR), היסטורי וצפוי, לא יפחת בכל עת מ- 1.05. נכון ליום 31 בדצמבר 2025 עומדת MRC באמות המידה.	(1) Loan Life Coverage Ratio (LLCR) לא יפחת בכל עת מ-1.05; (2) Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR), היסטורי וצפוי, לא יפחת בכל עת מ-1.05. נכון ליום 31 בדצמבר 2025 טרם נדרשת MRC (פיקר) לעמוד באמות המידה.	(1) Loan Life Coverage Ratio (LLCR) לא יפחת בכל עת מ-1.1; (2) Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR), היסטורי וצפוי, לא יפחת בכל עת מ-1.05. נכון ליום 31 בדצמבר, 2025 ועל אף תקלה שחלה במהלך השנה, תחנת שורק עמדה בכל אמות המידה, לאור הסכמת המלווים לאפשר תמיכה כספית של תחנת אשקלון בתחנת שורק.	(1) Loan Life Coverage Ratio (LLCR) לא יפחת בכל עת מ-1.12; (2) Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR), היסטורי וצפוי, לא יפחת בכל עת מ-1.1. נכון ליום 31 בדצמבר, 2025, המתקן אינו עומד ביחס הכיסוי החזוי כתוצאה מהשבתת מתקן האגירה השאובה לטובת תיקונים שצפויים להתרחש במהלך 2026. לפרטים בדבר אי עמידה בהתניות המלווים ראו סעיף 4.9.3 להלן.	(1) Loan Life Coverage Ratio (LLCR) לא יפחת בכל עת מ- 1.05; (2) Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR), היסטורי וצפוי, לא יפחת בכל עת מ- 1.05. נכון ליום 31 בדצמבר 2025 ישנה עמידה באמות המידה.	ADSCR היסטורי וחזוי לא יפחת מ-1.05. נכון ליום 31 בדצמבר 2025 הלווה (חברה בשליטתה המלאה של פאוורג'ן סולאר איי) לא עומדת באמות המידה (ביחס ל-ADSCR) אך קיימת זכות ריפוי מוקנית באמצעות הזרמת הון שתבוצע ובהתאם לא יראו בלווה כמי שלא עמדה באמות המידה כאמור.
קיומן של מגבלות על חלוקת דיבידנד	מגבלות שעיקרן יחס LLCR ויחס ADSCR היסטורי וצפוי.	מגבלות שעיקרן יחס LLCR ויחס DSCR.	מגבלה ביחס לתקופת הפעלה מינימלית.	מגבלות שעיקרן יחס LLCR ויחס ADSCR היסטורי וצפוי.	מגבלות שעיקרן יחס ADSCR היסטורי וצפוי.	מגבלות שעיקרן יחס LLCR ויחס ADSCR היסטורי וצפוי, וכן פירעון חלק מהקרן.	מגבלות שעיקרן יחס ADSCR היסטורי וצפוי.

4.9.3. <u>הסכם מימון PSP</u>

במסגרת הסדר שנחתם בחודש נובמבר 2025 בין PSP לקבלן ההקמה, הממנים של מתקן האגירה השאובה בגלבוע (בסעיף זה: "**המתקן**") ובעלות המניות ב- PSP, להסדרת תיקון המתקן תוך השבתתו ("**תיקון ההמשך**") והסדרת המימון בגינו (כמפורט בסעיף 4.1.1 לעיל), אישרו הממנים ל-PSP שימוש בקרנות הרזרבה לטובת תיקון ההמשך וכן העמידו ל-PSP, בנוסף למסגרת החוב הבכיר כמפורט לעיל, מסגרת נוספת בסך של כ-80 מיליון ש"ח לטובת גישור הפער התזרימי, ככל שייווצר, בקשר לתיקון ההמשך ("**מסגרת הגישור**"). מסגרת הגישור מובטחת בערבות של בעלי המניות ב-PSP כך ש-PowerGen PSP ערבה לחלק בשיעור של 25.5% ממנה. כמו כן, התחייבו בעלי מניותיה של PSP להזרים עד 50 מיליון ש"ח במקרה של עיכוב בהשלמת תיקון ההמשך. יצוין, כי במסגרת ההסדר אישרו הממנים פטור בגין אי עמידה ביחסי הכיסוי כתוצאה מתיקון ההמשך ובהתאם נקבעו לוחות זמנים חדשים למילוי מחדש של קרנות הרזרבה.

לפרטים אודות התחייבות אלקטרה (אשר מכרה לקרן את מתקן האגירה השאובה בשנת 2022) לשפות את הקרן בגין חלקה בנזקי ההשבתות, עד לתקרה בגובה 45 מיליון ש"ח, ראו סעיף 4.1.1 לעיל.

5. <u>תחום אספקת חשמל</u>

5.1.1. <u>כללי</u>

במסגרת הרפורמה (ראו סעיף 3.1 לעיל), נקבע כי מקטע האספקה יפתח 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 בשנים האחרונות שורה של החלטות המאפשרות את ביצוע הרפורמה, ומובילות את משק החשמל לעבר תחרות במקטע האספקה, הכוללות החלטות בדבר הרחבת האפשרות לרכישת אנרגיה ממנהל המערכת גם למספקים וירטואליים (מספקים ללא אמצעי ייצור);[72] קביעת כללים להתקנת מונים חכמים[73] ; הטמעת מודל שוק המאפשר שיוך של מתקני ייצור ברשת החלוקה למספק וירטואלי ומכירת החשמל באופן בילטראלי לצדדים שלישיים, וכן מאפשר הקמת מתקני אגירה, חיבורם לרשת החשמל ושיוכם למספק חשמל וירטואלי;[74] ומתן רישיון אספקה וירטואלי לצד קביעת מנגנונים תחרותיים לרכישת אנרגיה ממנהל המערכת עבור מספקים פרטיים.[75]

במקביל פרסמה רשות החשמל החלטות בנושא המנייה וניהול המידע, שבמרכזן קביעת עקרונות לניהול ולזרימת מידע בין הצרכנים, המספקים, בעלי רישיונות הרשת ומנהל המערכת, וכן הסדרת אופן שיתוף נתוני הצריכה עם צדדים שלישיים.[76] בנוסף, התקבלה החלטה על האצת פרויקט פריסת המונים החכמים והחלפת כלל המונים הבסיסיים במשק במונים חכמים עד שנת 2028[77]; וכן נקבע מנגנון אסדרתי לתקופת הביניים, עד להשלמת חלוקת המונים החכמים כאמור, המאפשר שילוב צרכנים ביתיים בעלי מונה בסיסי בתחרות באספקה.[78] בהמשך, פרסמה רשות החשמל החלטה שלפיה החל מיולי 2024 תינתן לצרכנים ביתיים האפשרות להשתייך למספקים פרטיים בלא תלות בהתקנת מונה חכם.[79]

ביום 30 בנובמבר 2025 פרסמה רשות החשמל החלטה בנושא קיום הליכים תחרותיים למספקים לרכישת הספק ממנהל המערכת בהיקף כולל של עד 1,000 מגה וואט, בשתי פעימות.[80] ההחלטה, אשר הגיעה על רקע בעיית

72 החלטת רשות החשמל מס' 60105 - קביעת אסדרה למספקים שאין ברשותם אמצעי ייצור ותיקון אמות המידה למספקים קיימים, מיום 22 בפברואר 2021.
73 החלטת רשות החשמל מס' 62404 - כללי התקנת מונים חכמים, מיום 14 בפברואר 2022.
74 החלטת רשות החשמל מס' 63704 - מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה, מיום 30 באוגוסט 2022.
75 החלטת רשות החשמל מס' 65001 - מתן רישיונות אספקה ללא אמצעי ייצור, מיום 1 במרץ 2023.
76 החלטת רשות החשמל מס' 61610 – עקרונות לניהול מידע במשק החשמל מיום 13 באוקטובר 2021.
77 החלטת רשות החשמל מס' 65701 – הרחבת תכנית הפריסה של מונים חכמים מיום 4 ביוני 2023.
78 שימוע רשות החשמל - תיקונים עדכונים ושינויים אמות מידה – שילוב מונים בסיסיים בתחרות באספקה מיום 21 בפברואר 2024.
79 החלטת רשות החשמל מס' 68807 – תיקונים עדכונים ושינויים אמות מידה – שילוב מונים בסיסיים בתחרות באספקה, מיום 10 באפריל 2024.
80 החלטת רשות החשמל מס' 72708 - מנגנון זמני לרכישת תעודות זמינות על ידי מספקים וירטואליים ממנהל המערכת, מיום 26 בנובמבר 2025.

המחסור בהספק בשוק הביליטרלי, קובעת מנגנון זמני שיאפשר למספקים וירטואליים לרכוש הספק ישירות ממנהל המערכת עד יום 31 בדצמבר 2029 במחיר SMP בלבד, וזאת כחלף לרכיב ההון בתעריף המספקים , באמצעות הליך תחרותי לרכישת תעודות זמינות ממנהל המערכת. פתרון זה, אשר הוגדר על ידי הרשות כפתרון זמני , מאפשר למספקים פרטיים לרכוש בתוך זמן קצר הספק ובכך מייצר פוטנציאל לשיפור כלכלי בפעילותם. בחודש פברואר 2026 הסתיים ההליך התחרותי הראשון למכסה של עד 500 מגה וואט, במסגרתו זכו בזק-ג'ן ופאוורג'ן פאוור פלנטס ב-140 מגה וואט ו-40 מגה-וואט של תעודות זמינות, בהתאמה. הרשות ציינה כי היא תקיים הליך נוסף במהלך יולי 2026 ותשקול לערוך הליכים תחרותיים נוספים על פני השנתיים הקרובות.

רפורמת מתקני הייצור והאגירה ופתיחת שוק האספקה, כמתואר לעיל, הובילה לכניסת מספר שחקנים לתחום ולהיווצרותו של סגמנט שוק חדש ומשמעותי בשוק האנרגיה.

5.1.2. <u>בזק-ג'ן</u>

בזק-ג'ן, אשר החלה את פעילותה בחודש יוני 2024, נוסדה כשיתוף פעולה בחלקים שווים בין PowerGen לבזק, במטרה להרחיב את פעילות אספקת החשמל ללקוחות קטנים ובעיקר לשוק הצרכנים הביתיים והעסקים הקטנים (זאת בנוסף לפעילות האספקה של PowerGen ללקוחות עוגן וללקוחות בילטראליים, כמפורט בסעיף 4.4 לעיל).

במסגרת זו, ביום 12 במאי 2024 התקשרו PowerGen ובזק בהסכם בעלי מניות להקמת בזק-ג'ן (בסעיף זה, "**הסכם בזק-ג'ן**"), המסדיר את עקרונות שיתוף הפעולה ביניהן. במסגרת פעילותה של בזק-ג'ן, אחראית בזק על השיווק, ההרכשה והשימור של לקוחות וכן על מתן שירותי תפעול מערך החשבונות ללקוחות, לרבות שירותי גביה, כאשר PowerGen אחראית על אספקת החשמל לבזק-ג'ן ממתקני ייצור חשמל קיימים ועתידיים אשר נמצאים כיום בשלבי הפעלה מסחרית, הקמה, לקראת הקמה ורישוי. PowerGen מציעה לבזק-ג'ן את החשמל שהיא מייצרת, במישרין ובעקיפין, ובזק-ג'ן רוכשת ותרכוש ממנה את החשמל (בתנאים מסוימים), כל עוד היא נדרשת לו, במסגרת התקשרויות ארוכות טווח עם התחייבויות קשיחות לרכישת החשמל במנגנונים שונים לעניין קביעת המחיר. עוד הוסכם, כי PowerGen תהא אחראית לספק לבזק-ג'ן שירותי סחר אנרגיה, משפטיים ומשרד.

נכון למועד זה, ל-PowerGen מספר מתקנים, מניבים ובשלבי הקמה שונים, באמצעי ייצור מגוונים ובטכנולוגיות שונות, אשר האסדרה התעריפית החלה עליהם מאפשרת מכירת חשמל ללקוחות קצה, לרבות ביתיים. בהתאם, פאוורג'ן סולאר איי שייכה לבזק-ג'ן פרויקטים קרקעיים משולבי אגירה בהפעלה מסחרית, אשר מוכרים וימכרו את החשמל המיוצר על ידם לבזק-ג'ן החל ממועד שיוכם למודל השוק, לתקופות שבין 18 עד 20 שנים ובתמורה למנגנון תשואה קבועה, עם אפשרות לסיום מוקדם בקרות אירועים מסוימים. לצורך עמידה ברמות הביקוש הגבוהות של לקוחות בזק-ג'ן (קיימים ועתידיים) להספקי חשמל, נכון למועד פרסום הדוח התקשרה בזק-ג'ן בהסכמי PPA גם עם יצרני חשמל פרטיים אחרים בקיבולת של כ-648 מגה וואט שעה ממתקני אגירה בשלבי ייזום ופיתוח שונים. כמו כן התקשרה בהסכם לשיוך 10,000 לקוחות עם צד ג'.

כמו כן, כאמור לעיל, בזק-ג'ן זכתה בהליכים התחרותיים לרכישת תעודות זמינות אשר פורסמו על ידי רשות החשמל.

הסכם בזק-ג'ן כולל אף הוראות בקשר עם אופן ניהול בזק-ג'ן, לפיהן כל צד מבין PowerGen ובזק ימנה מחצית מחברי הדירקטוריון, ויו"ר הדירקטוריון יהיה מנכ"ל בזק. כל ההחלטות יתקבלו במשותף, אך לבזק יהיה קול עודף בדירקטוריון בנושאים שעיקרם החלטות הנוגעות לעסקאות עם קבוצת PowerGen, אסטרטגיית השיווק ואופן יישומה. כן כולל הסכם בעלי המניות עילות מוסכמות לסיום המיזם המשותף ומנגנונים לקביעת שווי בזק-ג'ן בנסיבות אלו.

הסכם בזק-ג'ן כולל גם תכנית עסקית של בזק-ג'ן, שעניינה נתח השוק של לקוחות החשמל הביתיים והעסקיים הקטנים אליהם שואפת בזק-ג'ן להגיע עד שנת 2030, זאת בין היתר בהתאם לקצב הרכשת הלקוחות הביתיים הנוכחי.

5.1.3. <u>טעינת רכבים</u>

PowerGen פועלת בתחום זה גם באמצעות זאן אנרגיה (50%), העוסקת במתן שירותי התקנה, תחזוקה והפעלה של עמדות טעינה לרכבים חשמליים.

זאן אנרגיה מתמקדת בשלושה סגמנטים משלימים מבחינת צורכי הטעינה והמענה השלם ללקוחותיה –

(א) **טעינה אולטרה מהירה** – זאן אנרגיה הינה יזם הטעינה הבלעדי בתחנות של "דלק ישראל" ועד כה הקימה, מתפעלת ומנהלת כ-135 נקודות טעינה אולטרה מהירות, וכן צפויה לפרוס בשנים הקרובות עוד מספר רב של עמדות אולטרה מהירות בהתאם להסכמים שנחתמו עם "דלק ישראל" וגורמים עסקיים נוספים.

בספטמבר 2025 זכתה זאן אנרגיה במכרז פומבי מס' 74/25 לתכנון, הקמה, חיבור, הפעלה ותחזוקה של עמדות טעינת חשמל מהירות (DC) באתרים של נתיבי ישראל – החברה הלאומית לתשתיות תחבורה בע"מ. במסגרת זכיה זו, תקים זאן אנרגיה 19 מתחמי טעינה הכוללים כמות מינימלית של 53 עמדות טעינה כפולות אולטרה מהירות, לתקופת זיכיון בת 11 שנים ו-4 חודשים ממועד חתימת הצדדים על הסכם הזיכיון. במשך תקופת הזיכיון האמורה התחייבה זאן אנרגיה לשלם סכום קבוע בגין כל קוט"ש שיסופק בעמדות הטעינה, וכן תשלום בשיעור של 50% מהרווח בגין הכנסות ממיזמים נוספים שיוקמו ושאינם קשורים לפעילות הטעינה (ככל שיוקמו).

(ב) **ניהול טעינה ואנרגיה במתחמים אורבניים** – במהלך תקופת הדוח, זאן אנרגיה סיפקה פתרונות טעינה ואנרגיה בבנייני מגורים ומשרדים, ובכלל זה ברבי קומות הדורשים ניהול אנרגיה וניהול טעינה. כיום מנהלת זאן אנרגיה פתרונות טעינה כאמור בכ-130 מגדלי מגורים ומשרדים.

(ג) **ציי רכב וחברות** – זאן אנרגיה מנהלת עשרות ציי רכב ומספקת פתרון שלם של טעינה ציבורית, הקמת מתחמי טעינה במתקני הצרכנים וניהול טעינה בבתי העובדים תוך ניהול של כל ממשק הטעינה לרבות התחשבנות וזיכוי של העובדים בגין עלויות החשמל.

נוסף לאמור לעיל, זאן אנרגיה מנהלת פתרונות טעינה בחניונים, מרכזים מסחריים, בתי מלון, קיבוצים וכיו"ב. בנוסף, הינה ספק טעינה של מספר יבואני רכב והינה ספק מורשה של מטעני טסלה.

5.1.4. <u>התפתחויות בשווקים של תחום הפעילות ותחרות</u>

נכון למועד זה, מתבצעת רוב הפעילות במקטע האספקה (65%) על ידי חברת החשמל, כאשר מספקים פרטיים מוכרים חשמל בעיקר ללקוחות גדולים – צרכני מתח עליון ומתח גבוה (מכירות חשמל מיח"פים). נכון ליום 30 ביוני, 2025, התפלגות הצרכנים הרוכשים חשמל ממספקים פרטיים במתח נמוך, מתח גבוה ומתח עליון היא 9%, 48% ו-63%, בהתאמה.[81]

על פי נתוני רשות החשמל נכון לחודש פברואר 2026, 50 גופים מחזיקים ברישיון אספקה וירטואלי (ללא אמצעי ייצור)[82], כאשר נכון לחודש ספטמבר 2025 מספר המספקים הוירטואליים הפעילים עמד על כ-21. בסך הכל, נכון ליוני 2025, יש מעל 270,000 צרכנים שעברו למספק חשמל וירטואלי.

החל משנת 2024 החלו לפעול בתחום אספקת החשמל לצרכנים ביתיים ועסקיים, חברות אנרגיה (לרוב באמצעות שיתוף פעולה עם חברות מוטת לקוחות – בעיקר חברות תקשורת וספקיות גז ביתי) מכוח רישיון לאספקת חשמל ללא אמצעי ייצור.

למיטב ידיעת PowerGen, החברות הפעילות בתחום נכון למועד זה הינן סלקום אנרג'י (שיתוף פעולה של משק אנרגיה – אנרגיות מתחדשות בע"מ וסלקום ישראל בע"מ), סופר גז פאוור (סופרגז פאוור (2019) בע"מ ואנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ), פרטנר פאוור (או.פי.סי אנרגיה בע"מ ופרטנר תקשורת בע"מ), הוט אנרג'י (דליה חברות אנרגיה בע"מ והוט אנרג'י שירותי חשמל), פזגז חשמל (פזגז בע"מ ו-דוראד אנרגיה בע"מ) ו-אמישראגז חשמל

81 ראו דוח מצב משק החשמל לשנת 2024.
82 ראו רשימת רישיונות הספקה למספקים ללא אמצעי ייצור, מעודכן לחודש פברואר, 2026 באתר רשות החשמל.

(החברה האמריקאית ישראלית לגז בע"מ). למיטב ידיעתה של PowerGen, חלקה של בזק-גין בשוק האספקה הפרטי עומד, נכון למועד פרסום הדוח, על כ-33% מכלל הצרכנים הביתיים שהתניידו מחח"י למספקים וירטואליים.

שיעור ההנחה האחיד של בזק-גין ללקוחות ביתיים עמד במקור על 7%, וירד בתחילת שנת 2025 ל-6% ללקוחות חדשים שהצטרפו ממועד זה ואילך. על פי פרסומים בכלי התקשורת ולמיטב ידיעתה של PowerGen, ספקים נוספים ממתחריה של בזק-גין בחרו לעדכן את שיעור ההנחה האחיד שהם מציעים לרבות שילוב הנחות לצרכנים של אותם מספקים המנויים גם בשירותים נוספים כדוגמת צרכני גז, שירותי טלוויזיה, אינטרנט וטלפוניה וכיו"ב.

5.2 עונתיות

לפרטים אודות עונתיות בתחום אספקת חשמל, ראו סעיף 4.6.2 לעיל.

6. הון אנושי

החל מחודש ספטמבר 2025, מכהן מר דן קלינברגר כמנכ"ל PowerGen,[83] אשר מעסיקה, נכון למועד הדוח, יחד עם חברות בנות שלה, כ-154 עובדים (לעומת כ-129 עובדים בתום שנת 2024).

7. השפעת מלחמות חרבות ברזל ושאגת הארי על פעילות PowerGen

ככלל, למלחמת חרבות ברזל (ראו סעיף 9.1 לפרק ב', תיאור עסקי הקרן) היתה השפעה מועטה על פעילות PowerGen, שכן ככלל, נכסיה הפעילים המשיכו לפעול כסדרם ולמלחמה לא הייתה השפעה מהותית לרעה על תפוקות המתקנים ו/או ההכנסות מהם מחד, ומאידך לא חלה ירידה בצריכת החשמל (למעט צרכנים בודדים באזורי העימות) או בביקוש לזמינות. כמו כן, פעילות PowerGen בחו"ל בתחום ה-PV לא הושפעה מהמלחמה. ביחס לפרויקטים המצויים בשלבי בהקמה ולקראת הקמה במהלך תקופת הדוח לא נרשמו עיכובים מהותיים ביחס לפרויקטים אלו בעקבות הלחימה.

יצוין, כי מאז זכיית פאוורגין סולאר איי במכסה תחת מכרז אגירה מס' 2, ניתנו על ידי רשות החשמל מספר הארכות למועדים המחייבים, לרבות המועדים המירביים להקמת המתקנים בעקבות האירועים הביטחוניים בארץ, כאשר ביום 28 לספטמבר 2025, בעקבות מבצע "עם כלביא", החליטה רשות החשמל להאריך את זמני ההקמה של כלל המתקנים בחודש וחצי נוספים (סה"כ עשרה חודשים וחצי ו-17 חודשים וחצי בגבול הצפון ובעוטף ישראל שבנגב המערבי).

ביום 28 במרץ 2026, פתחה מדינת ישראל, בשיתוף פעולה עם ארצות הברית, במתקפה צבאית נגד איראן (ראו סעיף 9.1 לפרק ב', תיאור עסקי הקרן). יצוין, כי עקב מבצע שאגת הארי עזבו את הארץ הצוותים הזרים שעסקו בעבודות תיקון ותחזוקה במתקן האגירה השאובה ובתחנת שורק, ובשל כך אין ודאות באשר להתארכות שיפוץ מתקן האגירה השאובה ועבודות התחזוקה בתחנת שורק. נכון למועד הדוח, אין ודאות באשר לאורכו של המבצע, להתלקחות מחודשת בגזרות אחרות, לתוצאותיו ולכלל השפעותיו על המשק הישראלי, ועל פעילות PowerGen בפרט.

8. יעדים ואסטרטגיה עסקית

PowerGen מרכזת את פעילות הקרן בתחום האנרגיה בכלל המקטעים – ייצור בטכנולוגיות שונות, אגירה ואספקת חשמל ללקוחות קצה, במטרה לפעול לאורך כל שרשרת הערך, מה שמאפשר ל-PowerGen להפחית סיכונים וליהנות מיתרון הגודל.

במקטע הייצור פועלת PowerGen במגוון טכנולוגיות, החל מייצור קונבציונלי, PV, מתקני אגירה ועד לטורבינות רוח, החל משלב הייזום ועד לשלב ההקמה ותפעול הנכסים.

במקטע האספקה בזק-גין הינה המספק הוירטואלי הגדול בשוק האספקה הביתית עם החזקה בנתח שוק של כשליש מכלל הצרכנים הביתיים שהתניידו מחח"י למספקים וירטואליים.

---

83 עד אותו מועד, כיהן כמנכ"ל PowerGen מר יואב הר אבן.

לצורך מימוש החזון, תפעל PowerGen בתחומים הבאים:

7.1. **פיתוח עסקי בתחום הייצור והאגירה ואסטרטגיית מעבר מלא למודל השוק** – כחלק מראיה צופה פני עתיד למעבר מלא למודל השוק, PowerGen איחדה את כלל פעילות האנרגיה בפלטפורמה ייחודית, המאפשרת לה לפעול לכל אורך שרשרת הערך – מייזום והקמה, דרך ייצור ואגירה, ועד לאספקה ישירה ללקוחות עסקיים ופרטיים. בהתאם לכך, PowerGen ממשיכה במעבר אסטרטגי למודל שוק והרחבת פעילות האספקה, מהלך המתבסס על מספר עוגנים מרכזיים כמפורט להלן:

8.1.1. **איחוד פעילות האנרגיה** – ריכוז תחום הפעילות באמצעות PowerGen מאפשר ניהול הוליסטי של שרשרת הערך האנרגטית, עם שילוב תחנות כוח, מתקני PV ואגירה, ופרויקטי ייזום, תוך אופטימיזציה של ההיצע ומקסום התשואה מהפורטפוליו.

8.1.2. **מעבר למודל שוק** – מתקני ייצור שנכללו באסדרה רגולטורית של FIT עוברים בהדרגה למכירה בתנאי מודל שוק:

(א) פרויקטי PV משולבים אגירה 2, שהיו צפויים למכור חשמל במודל FIT הוסבו והחלו למכור חשמל במודל שוק דרך מיזם האספקה של בזק-ג'ן לצד שילוב חשמל מתחנות הכוח הצפוניות.

(ב) פוטנציאל הספק עתידי של כ-250 מגה-וואט מתחנות הכוח הגזיות של PowerGen שכתלות בכלכליות האסדרה עתידית יוכל לפעול תחת מודל שוק ולמכור חשמל דרך מספק בזק-ג'ן.

8.1.3. **יתרון לשחקן אינטגרטיבי ומתקדם** – המעבר למודל שוק מאפשר גמישות מסחרית ושיפור רווחיות לעומת אסדרת FIT המסורתית:

(א) הגדלת המרווח – המכירה למספק מתבצעת במרווח גבוה יותר מאשר המכירה ישירות לחברת החשמל.

(ב) שימוש חכם באמצעי ייצור מגוונים – שילוב PV, אגירה ותחנות כוח עם תכנון אופטימלי.

(ג) אופטימיזציה של היצע וביקוש – התאמה חצי-שעתית של מכירת החשמל לתנאי השוק.

(ד) ניצול הזדמנויות מסחר חדשות – ראייה עתידית לשילוב שירותי רשת ושיפור שולי הרווח.

8.1.4. **שיתוף הפעולה עם בזק-ג'ן** – פעילות האספקה המשותפת עם בזק מאפשרת מכירה ישירה ללקוחות ביתיים, קהל לקוחות שלא היה נגיש עד כה ליצרני החשמל, ובכך מצמצמת את התלות בשוק הסיטונאי ומבססת מנגנון הכנסות יציב יותר.

8.1.5. **ראייה קדימה – פיתוח יכולות ייצור ואגירה נוספות**:

(א) ייזום משמעותי של PV ו-PV משולב אגירה.

(ב) תחנת MRC – כתלות באסדרה העתידית תיבחן אפשרות המכירה במודל שוק.

(ג) הרחבת פורטפוליו האגירה – שילוב נוסף של פרויקטים בהיקף של מאות מגה-וואטים.

(ד) הקמת תחנות מחזור משולב חדשות (ריינדיר, הרחבת MRC ואחרות).

(ה) תפעול נכסים באופן עצמאי תוך ניצול יתרונות לגודל ושילוב אמצעים שונים במטרה למקסם את ההכנסות בגין כל קוט"ש מיוצר.

(ו) גמישות עסקית גבוהה יותר – מינוף הזדמנויות חדשות בשוק מתפתח.

בהינתן המעבר ההדרגתי למודל שוק, PowerGen ממקמת את עצמה כשחקן מוביל במשק החשמל העתידי, תוך מיצוי היתרונות הגלומים בשוק תחרותי, וכן פועלת להרחבת מגוון אמצעי הייצור שלה, מה שמאפשר מיקסום של מרווחים, ביצוע אופטימיזציה של תמהיל הייצור וגידור סיכונים באופן יעיל יותר. באמצעות שליטה גבוהה יותר על מקורות האנרגיה, חיזוק יכולות הניהול והסחר, ושילוב טכנולוגיות מתקדמות, PowerGen משפרת את יכולת התגובה שלה לתנאי השוק המשתנים. אסטרטגיה זו מאפשרת ל-PowerGen גמישות בהקצאת המשאבים, תוך מינוף הפוטנציאל הגלום במעבר לשוק פתוח וצמצום החשיפה הרגולטורית.

7.2. **פיתוח עסקי בתחום האספקה**: הפיכת בזק-גין לשחקן מוביל בשוק האספקה ללקוחות ביתיים, המשך פעילות האספקה והאספקה הוירטואלית ללקוחות עסקיים גדולים.

7.3. **התחום הפיננסי**: בחינה מתמדת ושיפור של תנאי המימון לנכסי PowerGen וכן בניית אסטרטגיה פיננסית שתתמוך בהמשך הצמיחה ופיתוח עסקי.

7.4. **התחום המסחרי**: ביצוע אופטימיזציה בניהול הייצור, האספקה והצריכה של המערכות החוזיות מול לקוחות וספקים קיימים, וכן טיוב פרופיל הצריכה המצרפי של לקוחות PowerGen באמצעות בחינת התקשרויות חדשות.

7.5. **התחום התפעולי**: PowerGen פועלת לטיוב הפעילות התפעולית בכלל מתקני הייצור, ולביצוע שיפורים תפעוליים שונים (כגון השבחת הנכסים ואופטימיזציה של ניהול המלאי) על מנת לשפר את נצילות המתקנים ולשמר את יכולת הייצור שלהם. במסגרת זאת, PowerGen חותרת להגדלת פעילות תפעול תחנות הכוח ולהעצמת הידע התפעולי הנצבר אצלה לצורך המשך התייעלות תפעולית בתחנות שבבעלותה, ובתוך כך גם ליצירת מקורות הכנסה ורווח נוספים ב-PowerGen. בהתאם, לאחר שתפעול תחנת אשקלון מתבצע כיום ביעילות ובמקצועיות על ידי PowerGen (באמצעות פאוורג'ן ניהול בע"מ) באופן בלעדי, ביום 1 בספטמבר 2025 החלה PowerGen לתפעל גם את התחנות הצפוניות (כמפורט בסעיף 4.7.4 לעיל) ונכון למועד הדוח פעילות התפעול של מתקני PowerGen (למעט תחנת שורק) מבוצעת באמצעות תאגיד ייעודי המוחזק באופן מלא על ידי PowerGen.

יובהר כי היעדים והאסטרטגיה של PowerGen המפורטים לעיל, הינם מידע צופה פני עתיד, המתייחס לשאיפות, כוונות ויעדים של הקרן בתחום ייצור החשמל, אגירת אנרגיה ואספקת חשמל ללקוח, אשר הוצאתם לפועל עשויה להיות תלויה במגוון גורמים ואין ודאות כי יהיה באפשרות PowerGen להוציאן אל הפועל. האסטרטגיה המצוינת לעיל עשויה להיות כרוכה, בין היתר, בביצוע השקעות ופעולות נוספות בידי הקרן או PowerGen אשר אין כל ודאות כי תבוצענה.

9. <u>צפי להתפתחות בשנה הקרובה</u>

במהלך השנה הקרובה, תתמקד PowerGen בהמשך ביסוס הפלטפורמה ובהמשך פיתוח הנכסים לצורך הגדלת צבר נכסי ייצור ואגירת החשמל שבחזקתה. כמו כן, תתמקד PowerGen בהשלמת עסקת יבולי שמש ולאחר ההשלמה בביצוע אינטגרציה בין שתי החברות, קידום צבר הפרויקטים בייזום ובהקמה של יבולי שמש בישראל ובפולין ושיפור תנאי המימון של הנכסים הללו. בפרט תתמקד PowerGen בנושאים שיפורטו להלן.

9.1 <u>מתקני PV משולב אגירה, אגירה Stand Alone, מתקני אגרו-וולטאי, מתקנים על גבי מאגרים ומתקני רוח</u> –

9.1.1. ייזום, רישוי, פיתוח והקמת פרויקטים מסוגים אלה לצורך הגדלת כושר ייצור ואגירת החשמל.

9.1.2. הפעלה מסחרית של פרויקטים קרקעיים PV משולבי האגירה של PowerGen המצויים בשלבי הקמה, לקראת הקמה ורישוי.

9.2 <u>תחנות כוח</u> –

9.2.1. ייזום תחנות כוח חדשות.

9.2.2. קידום תחנת הכוח ריינדיר לאחר קבלת אישור ממשלה לתכניות תשתיות לאומיות (תת"ל) 91, ובכלל זאת קבלת האישורים הנדרשים מול הגורמים הרלוונטיים לצורך קבלת היתר בנייה, וביצוע סגירה פיננסית.

9.2.3. המשך עמידה בתנאי מתקן קוגנרציה (למעט באלון תבור באופן חד פעמי בשנת 2026 בשל התייעלות), בהתאם לתקנות הקוגנרציה. לפרטים נוספים אודות עמידתן של התחנות הצפוניות ותחנת אשקלון בתנאי הקוגנרציה ראו סעיף 4.3.2 לעיל.

9.2.4. הקמת תחנת כוח חדשה במחזור משולב בשטח האופציה באתר MRC באלון תבור – קבלת הסמכה לתכנון המחז"מ החדש בות"ל.

9.2.5. מתקן אגירה שאובה – השלמת כלל התיקונים הנדרשים במסגרת תקופת האחריות של קבלן ההקמה בצורה מיטבית ויעילה תוך מזעור אובדן ההכנסות כתוצאה מהשבתת המתקן. בנוסף, קידום הגעה להסדר כולל מול רשות

החשמל ונגה בהקשר לקנס, וכן לפעול לטובת מיצוי זכויות PSP מול קבלן ההקמה והמפעיל של המתקן וכן זכויותיהן של הקרן ו-PowerGen מול אלקטרה.

9.3 **ביסוס מעמדה של בזק-ג'ן כחברה מובילת השוק לאספקת חשמל ללקוחות ביתיים** – ובכלל זה המשך השלמת הקמת מתקנים סולאריים ואגירה שיספקו חשמל לבזק-ג'ן לצד תחנות הכוח של PowerGen ; התקשרות עם יצרני חשמל לצורך רכישת חשמל נוסף לתמיכה בפעילות בזק-ג'ן ; השתתפות בהליכים תחרותיים של רשות החשמל לרכישת תעודות זמינות.

9.4 **השתתפות במכרזים ומיזמים נוספים בתחום האנרגיה** – בין היתר במטרה לנצל את יתרון הגודל ולפעול לאופטימיזציה בין מתקני הייצור השונים של PowerGen, לרבות בתחום מתקני ה-Data Center.

תכניות הקרן ביחס להמשך ביסוס PowerGen כפלטפורמה, כמו גם תכניותיה של PowerGen בדבר פיתוח נכסיה בשנה הקרובה כמפורט בסעיף זה לעיל, הן בבחינת מידע צופה פני עתיד, אשר אינו ודאי. ייתכן שתכניותיהן של הקרן ושל PowerGen כאמור לא תתממשנה או תתממשנה באופן שונה מהמצופה בשל גורמים שונים, ובין היתר יריידה בביקוש לשירותי PowerGen באופן כללי או באזורים מסוימים, חסמי שוק שיוטלו על פעילותה, או התממשותו של גורם סיכון אחד או יותר מבין גורמי הסיכון הכרוכים בפעילותה של PowerGen, כמפורט בסעיף 11 להלן.

10. <u>סיכונים סביבתיים ודרכי ניהולם</u>

פעילות בתחום משק החשמל כרוכה מטבעה בסיכונים סביבתיים שעשויים להתרחש, בין היתר, עקב ייצור חשמל, תקלות או אירועים בלתי צפויים. בין החוקים בתחום איכות הסביבה החלים על פעילות PowerGen ניתן למנות את תקנות מפגעים (שמן משומש), התשנ"ג-1993 ; חוק התכנון והבניה, התשכ"ה-1965 ; חוקי רישוי עסקים, התשכ"ח-1968 ; תקנות המים (מניעת זיהום מים) (תחנות דלק), התשנ"ז-1997 ; חוק החומרים המסוכנים, התשנ"ג-1993 ; חוק אוויר נקי, התשס"ח-2008 ; חוק הקרינה הבלתי מייננת, התשס"ו-2006 ; חוק הגנת הסביבה (פליטות והעברות לסביבה - חובות דיווח ומרשם), התשע"ב-2012 ; חוק איסוף ופינוי פסולת למיחזור, התשנ"ג-1993 ; תקנות רישוי עסקים (מפעלים מסוכנים), התשנ"ג-1993 ; תקנות שירותי הובלה, התשס"א-2001 ; תקנות למניעת מפגעים (רעש בלתי סביר), התש"ן-1990 ; החוק לטיפול סביבתי בציוד חשמלי ואלקטרוני ובסוללות, התשע"ב-2012 וכן חוקי עזר ונהלים שונים.

PowerGen פועלת על פי הדינים השונים המסדירים היבטים סביבתיים כאמור כאשר על רקע קידום מגמת ה-ESG בעולם סביר כי הרגולציה בתחום בארץ ובעולם תמשיך להתפתח. עמידה ברגולציה נוקשה עשויה לגרור עלויות משמעותיות הנובעות מהשקעות נדרשות להתאמה של מתקני הייצור של PowerGen.

כחלק ממדיניות ניהול הסיכונים הסביבתיים של PowerGen אומצו נהלים לעמידה בהוראות הדין הרלוונטיות ובתנאי ההיתרים והרישיונות השונים, ובכלל זאת, ביצוע ניטור מתמשך של הפעילות השוטפת באמצעות ביקורות פנימיות. ביקורות פנימיות אלו בוחנות גורמים שונים, בין היתר, פליטות מזהמים, טיפול ואחסון של חומרים מסוכנים, זיהום קרקע ומים, מפגעי רעש וכיו"ב. עם קבלת הממצאים כאמור מדווחים אלו, בין היתר, למנהלי האתרים ולנושאי המשרה הרלוונטיים ובהתאם לחומרתם ננקטות הפעולות הדרושות.

למען הסר ספק, אי עמידה בהוראות החוק הסביבתיות ובתנאי ההיתרים והרישיונות הניתנים ל-PowerGen או אי קבלתם מכוחן עלולה לחשוף את PowerGen ו/או מנהליה לסנקציות פליליות ומינהליות לרבות הטלה של קנסות ועיצומים ואף להוביל לעיכוב בהשלמה של פרויקטים, הוצאת צווי סגירה למתקני הייצור וחשיפה להוצאות ניקוי ושיקום נזקים סביבתיים ובכך להשפעה לרעה על תוצאותיה של PowerGen. יובהר, כי נכון למועד זה לא נפתחו כנגד PowerGen הליכים פליליים, מנהליים או אזרחיים בטענות להפרת דיני הסביבה.

- **שפכים** – במהלך ייצור החשמל נדרש לפנות את השפכים הנוצרים בתהליך הייצור כאשר כלל מתקני PowerGen פועלים לפינוי השפכים על פי דין הן באמצעות לקוחות החצר בחצרותיהם ממוקמות התחנות והן באמצעות פינוי ישיר למרכז טיהור השפכים העירוני.
- **קרקע ומים** – בתחנות הכוח של PowerGen קיימים ומאוחסנים חומרים מסוכנים וכן תשתיות ומתקנים המכילים דלקים וחומרים מסוכנים נוספים. PowerGen שוקדת על מניעה של זיהום קרקע ומים מחומרים, תשתיות ומתקנים אלו.

- **חומרים מסוכנים** – PowerGen משתמשת ומאחסנת חומרים מסוכנים בתחנות הכוח שלה לצורך פעילות שוטפת. כלל תחנות הכוח של PowerGen מחזיקות בהיתרי רעלים תקפים המתחדשים מעת לעת.
- **חוק אוויר נקי** – כלל תחנות הכוח של PowerGen מחזיקות בהיתרי פליטה עבור מתקנים טעוני היתר על פי הדין.
- **תכנון ובניה** – במסגרת פעילותה כפופה PowerGen בהיבטים סביבתיים של פעילות, בין היתר, להוראות דיני התכנון והבניה. כחלק מתחולתן של הוראות התכנון והבניה, תחנות הכוח של PowerGen כפופות להוראות סביבתיות שונות הקבועות בתוכניות מתאר ובהיתרי בנייה.
- **רישוי עסקים** – מתקני הייצור של PowerGen פועלים מכוח רישיונות עסק שתוקפם נקבע בהתאם לצו רישוי עסקים (עסקים טעונים רישוי, התשע"ג-2013, ולתנאים הנלווים לרישיונות אשר מתחדשים מעת לעת. רשיונות אלו כאמור נועדו להסדיר את פעילות מתקני הייתור, בין היתר, במטרה להקטין ולמנוע סיכונים ומפגעים סביבתיים.
- **אסדרה סביבתית משולבת** – בספטמבר 2024 נכנס לתוקפו חוק הגנת הסביבה (ייעול הליכי רישוי סביבתי) (תיקוני חקיקה), התשפ"ד-2024 ("**חוק ייעול הליכי רישוי**") במסגרתו הוכנסו תיקונים עקיפים בחוק אויר נקי כאמור, חוק החומרים המסוכנים כאמור, בחוק להגנת הסביבה סמכויות פיקוח ואכיפה), התשע"א-2011, בחוק בתי משפט לעניינים מנהליים, התש"ס-2000 ובחוק המרכז לגביית קנסות, אגרות והוצאות, התשנ"ה-1995. חוק ייעול הליכי רישוי קובע הסדר לקבלת היתר סביבתי אחוד שמחליף את הצורך בקבלת כמה סוגי היתרים לפעילות של מפעלים ועסקים שהם בעלי פוטנציאל לגרימת מפגעים וסיכונים לבריאות הציבור והסביבה, וכולל תנאים המסדירים את כלל ההשפעות של העיסוק טעון ההיתר על הציבור והסביבה (זיהום אוויר, שפכים, מטרד ומפגשים וכיו"ב).
- **סיכוני אקלים** – שינויי האקלים הגלובליים מחייבים את מתקני PowerGen להתמודד עם ההשלכות של שינויי האקלים ועם פוטנציאל לאירועי אקלים קיצוניים. התעצמות של אירועי אקלים קיצוניים והתגברות תכיפותם עשויים לפגוע בשרשרת האספקה ולהשית על PowerGen עלויות תפעול מוגברות, ומכאן שבכל פרויקט נלקחים בחשבון סיכוני האקלים החל משלב הפיתוח הראשוני של הפרויקט ולאורך כל חייו.
- **ציוד חשמלי** – בנוסף, החוק לטיפול סביבתי בציוד חשמלי ואלקטרוני ובסוללות כאמור מטיל חובות שונות על בעלי ציוד אלקטרוני, לרבות חובת התקשרות עם גוף מורשה לפינוי וטיפול בפסולת אלקטרונית. במסגרת התקשרות PowerGen עם קבלני ההקמה והתפעול שלה, מתחייבים אלו לטפל בפסולת האלקטרונית בהתאם להוראות הדין. להערכת PowerGen, למועד הדוח אין לחוק זה כאמור השפעה מהותית על פעילותה כיום, אך ייתכן כי בעתיד תהיה לו השפעה מסוימת, ככל שהציוד והמערכות שברשותה, על חלקיהם, יוגדרו כ-"פסולת אלקטרונית" כמובנה בחוק כאמור.
- **אירועים או עניינים מהותיים בקשר עם איכות הסביבה נכון למועד הדוח** – PowerGen מטפלת באירועים סביבתיים המתרחשים באתריה בהתאם למדיניות ונהלי העבודה. למיטב ידיעת PowerGen, נכון למועד אישר הדוח, לא התקיים אירוע או עניינים מהותיים בקשר עם איכות הסביבה הקשורים לפעילותה PowerGen וכן לא נפסקו סכומים או הוכרו הפרשות בקשר לכך.

11. <u>דיון בגורמי סיכון</u>

11.1 <u>גורמי סיכון מאקרו-כלכליים</u>[84]

11.1.1. **מצב בטחוני, מדיני ופוליטי** – למצב הביטחוני, המדיני והפוליטי עלולה להיות השפעה ישירה על תחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל. החמרה משמעותית של המצב המדיני-ביטחוני בישראל עלולה לגרום לפגיעה בפעילות הכלכלית בתחומי הפעילות. לפרטים אודות השפעת מלחמת חרבות ברזל על PowerGen, ראו סעיף 6 לעיל וכן סעיף 18.1.3 לפרק ב' לדוח זה.

11.1.2. **מצב המשק בישראל** – לפרטים ראו סעיף 18.1.1 לפרק ב' לדוח זה.

84 לפרטים אודות סיכון האטה כלכלית, מיתון או משבר פיננסי במשק, ראו סעיף 18 לפרק ב' לדוח (תיאור גורמי סיכון הנוגעים לקרן).

11.1.3. **שינויי אינפלציה, מדד וריבית** – לפרטים ראו סעיף 18.1.2 לפרק ב' לדוח זה.

11.1.4. **עליית מחירי תשומות ודחיית מועדי אספקה** – מחירים של חומרי הגלם המשמשים לצורך הקמת מערכות PV ומערכות אגירה מושפע ממחירי התשומות. עלייה במחירי התשומות כאמור (ראו סעיף 4.7 לעיל), כמו גם הגידול המשמעותי בזמני האספקה, עלולים להשפיע על הכדאיות בהקמת מתקני PV ומתקני אגירה.

11.1.5. **שינויים חדים בשערי חליפין** – לאור פעילות האנרגיה המתחדשת של PowerGen באיטליה, היא חשופה לשינויים בשערי החליפין של מטבע האירו ביחס לשקל (שהינו מטבע הפעילות של PowerGen).

לצד זה, בפעילות ההקמה ולקראת ההקמה של PowerGen בישראל, חשופה PowerGen לשינויים בשערי החליפין, בדגש על מטבע הדולר, הואיל וחלק עיקרי של רכש ציוד מספקיה מתבצע במטבע זה. על מנת לצמצם חלק מהחשיפה, מבצעת PowerGen גידור שוטף באמצעות עסקאות הקדמה.

בנוסף, בפעילותה בישראל, חשופה PowerGen לשינוי בשער הדולר, במישרין ובעקיפין, בשל, מחד, הצמדת חלק משמעותי מהכנסותיה לתעריף הייצור (המושפע בחלקו משינוי בשער הדולר), ומנגד, רכישות הגז הטבעי, שבחלקן צמודות לשער הדולר ו/או נקובות בשער דולר וכן צמודות לתעריף הייצור, וכוללות מחירי רצפה בדולר. כך, מבנה ההכנסות וההוצאות כולל הגנה טבעית חלקית המצמצמת את החשיפה האמורה, בשים לב לפערי עיתוי שעשויים להיווצר עקב עדכון רכיב הייצור אחת לחציון, אשר עלולים להשפיע לרעה על רווחיות ותזרים המזומנים השוטף של PowerGen בטווח הקצר. בטווח הארוך עלייה בשער הדולר תביא לעלייה בתעריף הייצור ובהתאם לעלייה במרווח הגולמי של PowerGen, כך שבמכלול ההשפעות, רווחיות PowerGen עלולה להיות מושפעת לרעה.

11.1.6. **סיכוני מידע וסייבר** – לחברות קבוצת PowerGen, תשתיות מערכות מידע, אשר תומכות בכל תחומי פעילותן, דבר המעלה את החשיפה לאיומים ולסיכונים באבטחת המידע ולסיכוני סייבר. תקיפת סייבר לצורך חדירה למערכות המידע או לפגיעה בהן, בשימוש התקין בהן, או בחומר השמור בהן, עלולה לגרום לנזקים ישירים ועקיפים, ובהם שיבוש, הפרעה או השבתה של פעילות, מתקפות כופרה, דליפת מידע ואובדן מידע, פגיעה במוניטין הקרן ו/או החברות המוחזקות והוצאות שיקום המערכות.

11.1.7. **ביטוח** – כחלק מניהול הסיכונים השוטף שלה, מתקשרת PowerGen בהסדרי ביטוח מקיפים ביחס לפעילותה בכלל הטריטוריות בהן היא פועלת, וזאת בהתאם לפרקטיקה הנהוגה בענף ולדרישות הדין המקומי בכל מדינה רלוונטית. פעילות PowerGen בתחום ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת מתבצעת, במקרים רבים, במבנה מימוני מסוג Non-Recourse. במתכונת זו, גורמי המימון דורשים, כתנאי להעמדת מימון, קיומו של מערך ביטוחי בהיקף ובתנאים שנקבעים על ידם, במטרה להבטיח הגנה ביטוחית נאותה לפרויקט ולתזרים הנובע ממנו. במסגרת מערך זה עשויים הכיסויים הביטוחיים לכלול, בין היתר, ביטוח עבודות קבלניות, ביטוח רכוש, ביטוח בגין אובדן רווחים וכן כיסויים בגין נזקי טבע, לרבות רעידות אדמה ושיטפונות. לצד האמור, קיימים סיכונים וחשיפות שאינם מכוסים, או שאינם ניתנים לכיסוי, וכן פוליסות הכוללות מגבלות, חריגים והשתתפויות עצמיות. לפיכך, ייתכן כי במקרה של אירוע ביטוחי, תגמולי הביטוח לא יספיקו לכיסוי מלוא הנזק שייגרם. קביעת מבנה והיקף הביטוחים נעשית על בסיס שיקולים שונים, ובכללם עלות הכיסוי, תנאי השוק, דרישות רגולטוריות והתחייבויות חוזיות. כמו כן, אין ביטחון כי PowerGen תוכל להאריך את תוקפן של פוליסות קיימות או לרכוש בעתיד כיסויים חלופיים בהיקף ובתנאים דומים לאלו הקיימים כיום.

11.2 גורמי סיכון ענפיים

11.2.1. **חשיפה לרגולציה ולשינויים רגולטורים** – פעילות משק החשמל, ובכלל זאת פעילות הייצור, המכירה והאספקה של החשמל, מוסדרת בחוק משק החשמל, בתקנות שהותקנו מכוחו ובאמות המידה שרשות החשמל מפרסמת מעת לעת. הוראות חוקיות אלה עוסקות במגוון נושאים, לרבות מכסות לייצור חשמל, תעריפי החשמל, כמו גם מקבצי שעות הביקוש שעל בסיסם נקבעים התעריפים התנאים הנדרשים לצורך הקמת מתקנים לייצור חשמל וחיבורם, ואסדרות שונות. פעילות PowerGen בתחום אספקת החשמל כפופה למודל השוק ולאמות המידה שנקבעו במסגרתו.

11.2.2. **תעריפי החשמל** – בהתאם להוראות חוק משק החשמל, תעריפי החשמל הנגבים על ידי חברת החשמל, נקבעים ומעודכנים באופן בלעדי על ידי רשות החשמל כמפורט בסעיף 4.2.2. שינויים בתעריפי החשמל (ובפרט, שינויים בתעריפי רכיב הייצור, המערכתיות ותעריף התעו"ז) משפיעים על תוצאות הפעילות של נכסי PowerGen (כמפורט בסעיף 4.2.2 לעיל), הואיל והתעריפים אשר ייגבו על ידי נכסי PowerGen נגזרים, בין היתר, מתעריפי החשמל האמורים, באופן ששינוי בהם עלול לגרום לפגיעה בתוצאות הכספיות של נכסי PowerGen, ובעקבות זאת, להשפיע על שוויים. לאור החלטת רשות החשמל על עדכון מבנה התעריף לצרכן ויצירת מבנה הצמדות אוטומטי עבורו, הסיכון בהיבט זה יפחת באופן יחסי. עם זאת, הרשות הודיעה כי תבחן מחדש את בסיסי התעריף לייצור החשמל ואת התעריף המערכתי במהלך שנת 2026.

11.2.3. **תנאי מזג האוויר ותנאי אקלים** – לתנאי מזג אוויר קשיים, אסונות טבע ותופעות טבע קיצוניות השפעה ישירה על תפוקות אמצעי הייצור של PowerGen, ובכלל זאת מערכות ה-PV (המושפעות מחשיפה לשמש וטמפרטורה), וכן מערכות אגירת האנרגיה (המושפעות מתנאי חום קיצוני). תנאים אלו עלולים גם להשפיע על ספקים ועל אספקת הגז הטבעי למתקני PowerGen המונעים בגז טבעי. כתוצאה מכך, במקרים של נזקים שאינם מכוסים בביטוחים השוטפים, רווחיות הפרויקטים עלולה להיפגע. כמו כן, אירועים בלתי צפויים כגון סערות, שיטפונות, שריפות ורעידות אדמה, עלולים להביא להשבתה, זמנית או קבועה, של המערכות ולפגוע ברצף פעילותה של PowerGen וברווחיותה. לפרטים בדבר עונתיות ראו סעיף 4.6 לעיל.

11.2.4. **כשל באספקת גז טבעי** – חלק מנכסי PowerGen תלויים באספקת גז טבעי אשר הינו הכרחי לייצור החשמל על ידי תחנות כוח. למחסור בגז טבעי עשויה להיות השפעה שלילית על תוצאותיהן העסקיות.

11.2.5. **עלות גז טבעי** – גז טבעי הינו חומר הגלם העיקרי לפעילות ייצור החשמל בתחנות כוח ומחיריו נקבעים בהסכמים ארוכי טווח. בהתאם לצו הבלו, החל מה-1 בינואר 2025 הוטל מס פחמן על דלקים, בהם גז טבעי, אשר יעלה בהדרגה עד לשנת 2030 בשיעור של מאות אחוזים. יישום צו הבלו צפוי להביא להתייקרות בעלויות הגז הטבעי, וככל שהעלייה האמורה לא תשוקף בעלייה תואמת ברכיב הייצור, מס זה עשויה להשפיע על התוצאות העסקיות בתחום הפעילות לטווח ארוך. לפרטים נוספים אודות צו הבלו והשפעותיו ראו סעיף 4.7.1 לעיל.

11.2.6. **סיכוני איכות סביבה** – הפעילות בתחום זה כפופה לרגולציה בתחום איכות הסביבה, אשר אי עמידה בה עלולה לחשוף את PowerGen ומנהליה לסנקציות פליליות ומנהליות וכן להוצאות ניקיון ושיקום העלולות להשפיע לרעה על תוצאותיה. PowerGen מבצעת פעולות בכדי למזער ולמנוע את הסיכונים הסביבתיים בפעילותה. לפרטים נוספים ראו סעיף 10 לעיל.

11.2.7. **תלות בקבלת היתרים ואישורים** – פעילותה של PowerGen מושפעת ותלויה בקבלתם של כל ההיתרים והאישורים הרלוונטים מהרשויות והגופים השונים, בפרט מוסדות תכנון ורמ"י, וזאת בהתאם להתחייבויותיה ובהתאם ללוחות הזמנים המתוכננים לכל פרויקט בהקמה. אי קבלתם של היתרים או התניית קבלת אישורים כאמור בתנאים שונים עלולה לגרור דחייה ו/או אי עמידה בלוחות זמנים וכן לייקר הליכים הקשורים בפרויקטים מסוימים ולפגוע בכדאיותם הכלכלית עבור PowerGen.

11.2.8. **תלות בחח"י, במנהל המערכת או בספק שירות חיוני** – אי עמידה של חח"י או של נגה בתכניות הפיתוח או בפעולות הנדרשות בהטמעת רגולציה חדשה, עלולה לגרום לעיכוב בהשלמת הפרויקטים או בחיבורם לרשת או לאי עמידה של PowerGen בהתחייבויותיה המסחריות.

בנוסף, מכירת החשמל המיוצר על ידי PowerGen תלויה בהזרמת החשמל המיוצר במתקניה ובזמינות רשת החשמל לקלוט את החשמל האמור. הפרות מצד מנהל רשת החשמל או ספק השירות החיוני האחראי על תפעול הרשת וקליטת החשמל המיוצר במערכות PowerGen, עשוי לגרום לה לחשיפה בגין חשמל אשר לא ייקלט ברשת ולא תתקבל בגינו תמורה.

11.2.9. **מגבלות ברשת החשמל** – בישראל, קיימת כיום מגבלות על "הוצאת" חשמל ממתקנים המחוברים לרשת החלוקה וההולכה, אשר משפיעות הלכה למעשה על היכולת להקים פרויקטים באזורים מסוימים בארץ,

ועלולות להביא לעיכוב בלוחות הזמנים להקמת פרויקטים בשל אילוצי רשת. מגבלות אלו צפויות להשתחרר רק לאחר ביצוע עבודות שדרוג תשתית על ידי חברת החשמל. לפרטים ראו סעיף 3.1 לעיל.

11.2.10. **אי עמידה בלוחות זמנים להקמת הפרויקטים** – ככל ש-PowerGen לא תעמוד בלוחות הזמנים (לרבות עקב אי עמידה של הקבלנים המהותיים איתם תתקשר PowerGen (במישרין ו/או בעקיפין)), PowerGen עשויה להיות חשופה, בין היתר, לחילוט חלקי או מלא של ערבויות שהעמידה לטובת הבטחת הקמת פרויקטים בהתאם ללוחות הזמנים או לקבלת תעריפים מובטחים להם היא זכאית מכוח האסדרות הרלוונטיות. בנוסף, עיכובים כאמור עלולים להשפיע לרעה על כדאיות הפרויקט.

11.2.11. **ירידה בתעריפי והיקפי המכירה לרשת על ידי MRC** – MRC מוכרת חשמל למנהל המערכת בתעריפי SMP. ירידה בתעריפי ה-SMP צפויה לפגוע ברווחיותה של MRC. לפרטים בדבר הצעת החלטה של רשות החשמל לשימוע שתכליתה הגבלת תעריף החשמל שמקבלים יצרני חשמל פרטיים בשוק האנרגיה הסיטונאי, ראו סעיף 4.3.1 לעיל.

11.2.12. **סיכוני הקמה** – שלבי הקמת הפרויקט כוללים סיכוני הקמה שונים, בהם סיכונים הנוגעים לאיתנותו הפיננסית של קבלן ההקמה (לרבות קבלני ביצוע וקבלני משנה), לאספקת הציוד העיקרי ותקינותו, לתקינות המתקנים ומערכותיהם, לביצוע העבודות בטיב ובמועד הנדרש, לרגולציה החלה ולהשגת האישורים וההיתרים הנדרשים לביצוע עבודות ההקמה ועמידה בתנאיהם. בנוסף, קיים סיכון כי במקרה של סיום מוקדם של התקשרויות אלו במהלך תקופת ההקמה, הדבר עלול לגרור עיכוב בהקמת המערכות ו/או השפעה לרעה על רווחיות הפרויקט. יצוין, כי לאור בדיקות שמבצעת PowerGen קודם להתקשרותה בהסכמים עם קבלנים כאמור, כמו גם היכרותה את תחום האנרגיה המתחדשת, PowerGen מעריכה כי כלל, במקרה של ביטול הסכם כאמור היא תצליח לאתר קבלנים חלופיים באופן שיצמצם את היקף הפגיעה הפוטנציאלי בה.

11.2.13. **עלות וזמינות חומרי גלם** – לפרטים ראו סעיף 4.7 לעיל.

11.2.14. **חשיפה בנושאי מקרקעין** – הקמת מתקנים מצריכה יצירת זיקה לקרקע עליה מוקמים המתקנים וקבלת היתרים ואישורים שונים לצורך העברת תשתיות והצבת ציוד הנדרש למערכות PowerGen. לעלויות הנלוות לצורך יצירת הזיקה כאמור, עשויה להיות השפעה מהותית על רמת הכדאיות והרווחיות בפרויקטים ש-PowerGen מקדמת, והיא פועלת על מנת לצמצם השפעת חשיפות אלה על הפרויקטים שהיא מפתחת או לגדרן מראש.

11.2.15. **תקינות המתקנים** – הכנסות PowerGen תלויות בתקינות המתקנים שבבעלותה ותפוקותיהם. אלו מושפעים, בין היתר, מהיתכנותם של כשלים שונים, ובהם חבלות, גניבות, פגעי טבע וכיו"ב. כשלים כאמור עלולים לפגוע בהכנסות PowerGen, ליצור עלויות נוספות לטיפול או סילוק במפגעים אלו או לייצר עיכוב בלוחות זמנים מתוכננים בפרויקטים של PowerGen, ככל שאינם מבוטחים כנדרש.

11.2.16. **אי-יציבות של יצרני ציוד עיקרי** – PowerGen חשופה לאי-יציבות יצרני ציוד עיקרי (חלקי חילוף של תחנות כוח ומתקני אגירה שאובה, פאנלים, ממירים ומערכות אגירה) של מתקנים פוטו-וולטאיים (לרבות בשילוב אגירה) ומתקני אגירת אנרגיה. מקום שבו יצרן מהותי של ציוד עיקרי כאמור יחדל מלפעול, המתקנים בבעלותה של PowerGen עלולים להיוותר ללא אחריות במקרה של כשל או תקלה ברכיב כאמור, ו-PowerGen תידרש לשאת בעלויות התיקון. PowerGen מתמודדת עם גורם סיכון זה באמצעות עריכת פוליסות ביטוח למתקניה וכן באמצעות רכישת חלקי חילוף לפרויקטים הזמינים לשימוש באופן מידי.

11.2.17. **תחרות** – תחום פעילותה של PowerGen רווי תחרות. ריבוי המתחרים בתחום זה, עלול להשפיע בעיקר על יכולתה של PowerGen לחבר את כלל המתקנים שבבעלותה לרשת החלוקה, ולממש את כלל הפרויקטים שלה. לפרטים נוספים אודות התחרות בתחום ראו סעיף 4.5 לעיל.

11.2.18. **מימון** – פעילות PowerGen נשענת במידה מסוימת על יכולתה לגייס את ההון הדרוש לצרכי פעילותה השוטפת. שינויים בהיקף המימון שמועמד ל-PowerGen או היעדר יכולתה לגייס את ההון העצמי הדרוש לה, לרבות על

דרך של גיוס חוב בשוק, עלולים להשפיע באופן מהותי על יכולתה להשלים את הקמת הפרויקטים שהיא מקדמת וכן להמשיך בתפעול מתקניה הקיימים.

11.2.19. **בטיחות** – פעילויות התחזוקה וההקמה של PowerGen כרוכות בסיכוני בטיחות הנובעים מביצוע עבודות קבלניות, עבודות חשמל וכדומה. למרות ש-PowerGen נוקטת באמצעי בטיחות ראויים ומתקשרת בפוליסות ביטוח המכסות תביעות בגין נזקי גוף ורכוש, התרחשותם של אירועי בטיחות עשויה לחשוף את PowerGen, עובדיה וקבלניה לפגיעות בגוף, בנפש, וכלכליות ואף לפגוע במוניטין של PowerGen ובמצבה הפיננסי. פוליסת הביטוח אינה מבטיחה כיסוי מלא כך ש-PowerGen עלולה להידרש לשלם סכומים מהותיים לנפגעים.

11.3 גורמי סיכון מיוחדים

11.3.1. **תלות בספקי תחזוקה** – לתחנות הכוח השונות חוזים ארוכי טווח להפעלה ולתחזוקה וכן הסכמים ארוכי טווח עם ספקי הציוד לתחזוקה של תחנות הכוח. אי עמידה של הספקים השונים בהסכמים עלולה לגרום לפגיעה בפעילות התחנות ובייצור החשמל ובכך להשפעה שלילית על התוצאות העסקיות.

11.3.2. **אי-עמידה בקריטריון הקוגנרציה** – נכון למועד הדוח, תחנות הכוח של PowerGen עומדות בקריטריון הקוגנרציה, ומשכך, זכאיות לתעריף קוגנרציה, כמפורט בסעיף 4.3.2 לעיל. עם זאת, במקרה של אי עמידת תחנות הכוח בקריטריון הקוגנרציה, עלולה להוביל לאי קבלת תעריף הקוגנרציה, לתקופה של השנה העוקבת לשנה בה התרחשה אי העמידה כאמור. למיטב ידיעת החברה, תחנת אלון תבור צפויה לא לעמוד בשנת 2026, באופן חד פעמי, בקריטריון הקוגנרציה, כמפורט בסעיף 9.2.3 לעיל, אך סיכון זה מגודר תקציבית ורגולטורית.

11.3.3. **כשל בציוד קריטי** – שיבושים ותקלות טכניות בציוד קריטי של אמצעי הייצור והאגירה של PowerGen, ובכלל זאת של מתקן האגירה השאובה בגלבוע (ראו פירוט בסעיף 4.1.1 לעיל), עלולים לגרום, בין היתר, לעיכובים באספקת חשמל, לקושי בעמידה בהתחייבויות חוזיות, לאובדן הכנסות ולהוצאות עודפות. יצוין, כי הסיכונים בשל כשלים טכניים מבוטחים בעיקרם בביטוחי רכוש ואובדן רווחים.

11.3.4. **אי-עמידה בפרמטרים תפעוליים** – אי עמידה בפרמטרים תפעוליים שונים, ובפרט ביעדי הזמינות של אמצעי הייצור והאגירה של PowerGen, עלולים לפגוע בתוצאות העסקיות של PowerGen, ובמקרים מסוימים אף להביא לאי עמידה בתנאי רישיונות הייצור ולגרום להשעייתם או לביטולם.

11.3.5. **הפסקת התקשרות עם קבלני ביצוע וקבלני משנה** – פעילות ההקמות של PowerGen כרוכה בהתקשרויות עם קבלני הקמה שונים. סיום מוקדם של התקשרויות אלו במהלך תקופת ההקמה, עלול לגרור עיכובים בהקמת הפרויקטים ו/או פגיעה ברווחיותם. להערכת PowerGen, לאור בדיקות שמבצעת PowerGen קודם להתקשרותה בהסכמים והיכרותה את התחום, במקרה של ביטול הסכם כאמור, תצליח החברה לאתר קבלנים חלופיים באופן שיצמצם את היקף הפגיעה הפוטנציאלי.

11.3.6. **הפסקת שיתופי פעולה** – פעילות PowerGen מתבצעת במקרים מסוימים באמצעות שיתופי פעולה עם שותפים באמצעותם רוכשת PowerGen פרויקטים קיימים ומפתחת פרויקטים בשלבי ייזום שונים. סיום אחד מהסכמי שיתוף הפעולה או צמצום פעילותו, עשויים להשפיע על תוצאותיה העסקיות של PowerGen.

11.3.7. **לקוחות עוגן ולקוחות בילטרליים** – הכנסות PowerGen נשענות, בין היתר, על התקשרויות למכירת חשמל ללקוחות עוגן ולקוחות בילטרליים. לפיכך, כל שינוי מהותי ביחסים עם לקוח כאמור, העלול להשפיע על יכולתו או על נכונותו לצרוך חשמל, עשוי להשפיע לרעה על התוצאות העסקיות של PowerGen. בנוסף, חשופה PowerGen לסיכוני אשראי וגבייה אשר עשויים להתממש במקרה של הידרדרות במצב הפיננסי של לקוחותיה. לפרטים בדבר לקוחות PowerGen ראו סעיף 4.4 לעיל.

11.3.8. **מהלכי צמיחה באמצעות כניסה לשווקים חדשים ורכישת פעילויות** – הרחבת פעילות PowerGen לטריטוריות ושווקים חדשים טומנת בחובה חשיפה למגוון סיכונים, לרבות סיכונים רגולטוריים, מאקרו-כלכליים, פוליטיים ותחרותיים. מימוש מוצלח של מהלכי התרחבות כאמור מותנה, בין היתר, ביכולת לזהות הזדמנויות השקעה מתאימות, לבצע בדיקות נאותות מקיפות, להעמיד מערך ניהולי ותפעולי מיומן, ולהבטיח מקורות מימון הולמים. אי-עמידה בתנאים אלו עלול להביא לעיכובים, לחריגות תקציביות או לפגיעה ברווחיות

הפרויקטים. כמו כן, שילוב פעילויות או פרויקטים נרכשים במערך הארגוני והתפעולי של PowerGen מציב אתגרי אינטגרציה; ככל שתהליכים אלו לא יושלמו באופן יעיל ומוצלח, עלולה להיפגע יכולת PowerGen להפיק את התועלות הצפויות מההשקעה ולממש את יעדיה האסטרטגיים והעסקיים.

להלן הערכת הנהלת PowerGen לגבי מידת ההשפעה של גורמי הסיכון על תחום ייצור, אגירה ואספקת החשמל:

	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון מאקרו-כלכליים			
מצב בטחוני, מדיני ופוליטי		X	
מצב המשק בישראל	X		
שינויי אינפלציה, מדד וריבית	X		
עליית מחירי תשומות ודחיית מועדי אספקה		X	
שינויים חדים בשערי חליפין		X	
סיכוני מידע וסייבר		X	
ביטוח			X
גורמי סיכון ענפיים			
חשיפה לרגולציה ולשינויים רגולטוריים	X		
תעריפי החשמל	X		
תנאי מזג האוויר ותנאי אקלים		X	
כשל באספקת גז טבעי	X		
עלות גז טבעי		X	
סיכוני איכות סביבה		X	
תלות בקבלת היתרים ואישורים		X	
תלות בחח"י, במנהל המערכת או בספק שירות חיוני		X	
מגבלות ברשת החשמל		X	
אי עמידה בלוחות זמנים להקמת פרויקטים		X	
ירידה בתעריפי מכירה והיקף מכירה לרשת על ידי MRC		X	
סיכוני הקמה		X	
עלות וזמינות חומרי גלם		X	
חשיפה בנושאי מקרקעין			X
תקינות המתקנים		X	

	גדולה	בינונית	מועטה
אי-יציבות של יצרני ציוד עיקרי			X
תחרות		X	
מימון	X		
בטיחות		X	
גורמי סיכון יחודיים			
תלות בספקי תחזוקה			X
אי-עמידה בקריטריון הקוגנרציה		X	
כשל בציוד קריטי	X		
אי-עמידה בפרמטרים תפעוליים		X	
הפסקת התקשרות עם קבלני ביצוע וקבלני משנה			X
הפסקת שיתופי פעולה		X	
לקוחות מהותיים		X	
מהלכי צמיחה באמצעות כניסה לשווקים חדשים ורכישת פעילויות		X	

יובהר, כי המידע בדבר גורמי הסיכון להם חשופה PowerGen הינו בבחינת מידע צופה פני עתיד. הערכות וציפיות PowerGen בנושא זה מתבססות על ניסיון העבר, על היכרותה עם השווקים בהם היא פועלת ועל הערכותיה באשר להתפתחויותיה הכלכליות והעסקיות. עם זאת, יתכן שציפיותיה ותחזיותיה של PowerGen לא תתממשנה, וזאת בין היתר, בשל תלות בגורמים חיצוניים שאינם בשליטתה, המפורטים בסעיף זה, המצב הביטחוני והכלכלי של המשק הישראלי ושווקים נוספים בעולם ושינויים מאקרו-כלכליים.

נספח ד' – תיאור עסקי הקרן בתחום התחבורה הרכבתית בבריטניה

נכון למועד הדוח, לקרן פעילות בתחום התחבורה הרכבתית בבריטניה, אשר מתבצעת באמצעות החזקתה, על ידי תאגיד אנגלי בו היא מחזיקה ב-33.33% מהון מניותיו ("**התאגיד המשותף**"), ב-30% מהון מניותיה של חברת Porterbrook Holdings I Limited ("**פורטרברוק**"),[1] חברת החכרת רכבות נוסעים ומשא ("**ROSCO**", Rolling Stock Company)[2] מובילה בבריטניה.

יתרת מניותיו של התאגיד המשותף (כ-66.67%) מוחזקת על ידי קרנות המנוהלות על ידי Dalmore Capital Limited ("**דלמור**"), מנהלת קרן השקעות בריטית בעלת ניסיון ומוניטין בתחום התשתיות, כאשר יתרת מניותיה של פורטרברוק מוחזקת על ידי גופי השקעות מהגדולים בעולם (EDF Invest, Allianz ו-AIMCo).

לאחר מועד הדוח, ביום 18 במרץ 2026, התקשרה הקרן עם CBRE Investment Management, חברה גלובלית לניהול השקעות המתמקדת בתחומי הנדל"ן והתשתיות, בהסכם מחייב למכירת מלוא החזקותיה בפורטרברוק, בתמורה לסך כולל של כ-115 מיליון לישי"ט. נכון למועד פרסום הדוח, אין ודאות כי עסקת המכירה, אשר בין היתר כפופה להתקיימות תנאים מתלים שאינם בשליטת הקרן או פורטרברוק, תתממש, או כי תתממש בתנאיה הנוכחיים. לפרטים נוספים אודות עסקת המכירה והשקעת הקרן בפורטרברוק, ראו בסעיף 11.4 בפרק ב' לעיל ובפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

1. פעילות פורטרברוק ותיאור התפתחות עסקיה

פורטרברוק, אשר החלה בפעילותה בשנת 1994 בעקבות הפרטת חברת הרכבות הלאומית בבריטניה, עוסקת ברכישה, מימון, החכרה וניהול תחזוקה של ציי רכבות עבור מפעילות רכבות נוסעים (Train Operating Companies – "**TOCs**") ומפעילות רכבות משא (Freight Operating Companies – "**FOCs**") ברחבי בריטניה.

כ-ROSCO המחכירה את רכבותיה ל-TOCs ול-FOCs, פורטרברוק מהווה עוגן משמעותי במערכת הרכבות בבריטניה, שהינה מהגדולות בעולם מבחינת היקף השימוש (בשנת 2025 בוצעו בבריטניה כ-1.8 מיליארד נסיעות נוסעים,[3] גידול של כ-7% לעומת שנת 2024),[4] כאשר להערכת פורטרברוק מגמת הגידול צפויה להימשך גם בטווח הארוך. בהתאם, ממשלת בריטניה משקיעה משאבים רבים בפיתוח מערכת הרכבות. כך, בשנה האחרונה, סך התמיכה הממשלתית במערכת הרכבות עמד על כ-21.6 מיליארד לישי"ט,[5] אשר ייועדו בעיקרם לפיתוח תשתיות הרכבת ואספקת סיוע ל-TOCs (דבר שתרם להפחתת הסיכון המסחרי של ה-ROSCOs, דוגמת פורטרברוק), ובחודש יוני 2025 הכריזה הממשלה על השקעה בסך של כ-15 מיליארד לישי"ט בתחבורה ציבורית במהלך חמש השנים הקרובות, לרבות השקעה בתשתיות רכבתיות.[6]

נכון ליום 31 בדצמבר 2025, נמנית פורטרברוק על שלוש חברות ה-ROSCO הגדולות בבריטניה, לצד Angel Trains ו-Eversholt Rail, אשר מחזיקות במצטבר בכ-70% מהשוק, כאשר שאר חברות ה-ROSCO בשוק הינן בעיקר שחקניות שהחלו לפעול בעשור האחרון.

נכון למועד הדוח, מחכירה פורטרברוק כ-50 ציים הכוללים כ-4,100 קרונות, המהווים כ-26% מסך הקרונות המוחכרים ל-TOCs בבריטניה.[7] ממועד הקמתה השקיעה פורטרברוק בצי רכבותיה למעלה מ-4 מיליארד לישי"ט, מתוכם למעלה ממיליארד לישי"ט הושקעו מאז שנת 2020 בעבור שדרוג ציים קיימים, רכישת ציי קרונות חדשים ופיתוח נכסי תשתיות נלווים.

פעילות ההחכרה של פורטרברוק מתבצעת על בסיס חכירות מימוניות ותפעוליות. לאורך השנים, הוחכרו רכבות הנוסעים ל-TOCs לתקופות התואמות את משך הסכמי הזכיינות של ה-TOCs (ככלל, כ-7-10 שנים, וביחס לחלק מציי הרכבות החדשים, צפוי לעמוד על כ-8-15 שנים עם אופציות הארכה),[8] כאשר מודל הרכש של ה-ROSCOs מבוסס על ההנחה שאורך החיים הכלכלי של הרכבות נע בין 35-40 שנים. בהתאם לכך, עם תום תקופת החכירה נדרשות ה-ROSCOs להחכיר מחדש

1 מבטא החזקה עקיפה של הקרן ב-10% מהון מניות פורטרברוק.
2 יצוין, כי פורטרברוק הינה חברת האחזקות של Porterbrook Leasing Company Limited, החברה באמצעותה מתבצעת פעילות ה-Rosco.
3 לעומת כ-1.5 וכ-1.7 מיליארד נסיעות נוסעים בשנים 2023 ו-2024, בהתאמה. נתוני 2025 מבוססים על נתוני תשעת החודשים הראשונית של 2025 (1.42 מיליארד נסיעות), בצירוף ממוצע רב-שנתי מייצג של רבעון 4- 430 מיליון נסיעות.
4 רבעון 3, 2025 לעומת התקופה המקבילה.
5 מחודש אפריל 2024 עד לחודש מרץ 2025: https://www.gov.uk/government/statistics/rail-trends-2025/rail-trends-2025.
6 https://www.gov.uk/government/news
7 לפי משרד התחבורה הבריטי: Rail infrastructure and assets April 2024 to March 2025.
8 יצוין כי ביחס לחלק מציי הרכבות החדשים, צפוי לעמוד על כ-8-15 שנים כולל אופציות הארכה.

את הרכבות או לאתר חוכר חלופי (אשר עשוי להיות ה-TOC החדש בקו הקיים או TOC המפעיל קו רכבת אחר). יצוין, כי תפעול ותחזוקת הרכבות נדרשים לעמוד בסטנדרטים הנקבעים על ידי המדינה.

הודות לניסיונה המצטבר וליכולותיה בתחומים של אסטרטגיית רכש, קשרי לקוחות, ניהול נכסים, רמת שירות, תחזוקה ומימון, לפורטרברוק יכולת ניהול אפקטיבית של סיכון ההחכרה מחדש. כתוצאה מכך, שיעורי ניצול צי הרכבות שבבעלותה נותרו לאורך זמן גבוהים במיוחד, ועומדים על כ-97% בממוצע. נתון זה משקף, בין היתר, את איכות צי הרכבות המתקדם, את גיוון הטכנולוגיות הרכבתיות, את הפריסה הגיאוגרפית הרחבה ואת מגוון ה-TOCs מולן פועלת החברה. בנוסף, צברה פורטרברוק לאורך השנים ידע וניסיון ייחודיים ומשמעותיים בתחזוקה, בניהול נכסים ובהתאמת ציי הרכבות לצרכים המשתנים של החוכרים. בהקשר זה יצוין, כי מרבית ציי רכבות הנוסעים נהנים מהגנה ממשלתית, המאפשרת לממשלה לדרוש את חידוש הסכמי החכירה לתקופה קצובה ובתנאים זהים להסכם החכירה הקיים.

הכנסותיה של פורטרברוק נובעות ברובן מהסכמי חכירה והסדרי תחזוקה עם 12 TOCs ברחבי בריטניה, החוכרות ממנה כ-41 ציי רכבות נוסעים מרכזיים. ככלל, הסכמי החכירה נעשים במחיר חכירה קבוע לאורך כל תקופות החכירה, כאשר לרוב, מחיר החכירה בהסכם ההחכרה הראשון של צי חדש נקבע בהתאם להיקף ההשקעה ההונית (CAPEX) בתוספת שיעור תשואה; תעריפי ההחכרה מעבר לתקופת ההחכרה הראשונה, כפופים לתנאי השוק. הסכמי החכירה כוללים הוראות מסוג "hell or high water" לפיהן ה-TOCs מחויבות בתשלום דמי החכירה ללא תלות בשימוש ובביקוש לנסועה בפועל.

פורטרברוק נהנית מקשרים מסחריים הדוקים עם יצרניות רכבות מובילות, ביניהן, CAF, Alstom ו-Siemens, והיא בעלת יכולות משמעותיות בניהול הנדסי ונכסי של הציוד שברשותה. בנוסף, יתרון הגודל מאפשר לפורטרברוק לשמר את אטרקטיביות ציי הרכבות שבבעלותה ולהתאימם לטעמים המשתנים בשוק; בתוך כך, משקיעה פורטרברוק משאבים ניכרים בפיתוח פתרונות הנדסיים ובחדשנות.

בשנה החולפת, ביצעה פורטרברוק תהליכי פיתוח עסקי לצמצום פרופיל הסיכון שלה ולפיתוח מנועי צמיחה חדשים. בכלל זה, רכשה פורטרברוק את חברת Corelink, המחזיקה צי של כ-400 קרנות, בסכום כולל של כ-370 מיליון ליש"ט, והתקשרה בהסכמים להחכרת הקרונות לתקופה של לפחות 8 שנים; בנוסף, ביצעה פורטרברוק שלוש עסקאות בתחום רכבות המשא והשלימה את הקמת מתקן התחזוקה והניסויים ב-Long Marston בהשקעה של כ-70 מיליון ליש"ט, כמפורט בסעיף 4.2 להלן.

בשנים האחרונות מצוי שוק הרכבות בבריטניה בתהליך התחדשות ושיפור טכנולוגי, בדגש על אימוץ טכנולוגיות הנעה נקיות וסביבתיות. בהתאם, התמקדה פורטרברוק בשנים אלה בקידום נושאי ESG ופיתוח חדשנות, כאשר בשנת 2025 זכתה פורטרברוק, בפעם הרביעית ברציפות, לדירוג GRESB ESG של 5 כוכבים בציון של 100/100.[9] כמו כן, פורטרברוק מפקחת באופן שוטף על היקף פליטות גזי החממה הנובעות מפעילויותיה,[10] והציבה לעצמה יעד שאפתני, לפיו השקעות ב-Zero Tailpipe Emissions[11] ו-Bi-mode[12] יהוו 95% מסך השקעותיה בציי רכבות.

המידע בדבר המשך מגמת הגידול במספר הנוסעים במערכת הרכבות בבריטניה ותכנית ההשקעות הממשלתית וכן, בדבר חידוש הסכמי החכירה לצייה של פורטרברוק ויעדיה בענין הפחתת פרופיל הסיכון והפחתת פליטות גזי החממה הנובעות מפעילויותיה, הינו מידע צופה עתיד, אשר אינו ודאי, ומבוסס, בין היתר, על המידע, התחזית והנתונים הקיימים בידי הנהלת פורטרברוק ועל הערכותיה הסבירות נכון למועד הדוח. המידע האמור לעיל עשוי שלא להתממש כלל או לא להתממש בחלקו או להתממש באופן שונה מהותית מהאמור לעיל, וזאת, בין היתר, כתוצאה מגורמים אשר אינם בשליטת פורטרברוק, ובכללם, משתנים מאקרו-כלכליים ורגולטוריים, או התממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 12 להלן.

2. <u>מידע כספי</u>

לתמצית נתונים כספיים של פורטרברוק, ראו בדוח הדירקטוריון של הקרן, בפרק א' לדוח זה.

9 דירוג על ידי Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB).
10 פליטות גזי חממה Scope 1 ו-Scope 2.
11 כלי תחבורה אשר אינם מזהמים או פולטים פחמן דו חמצני .
12 כלי תחבורה רכבתיים היברידים.

3. תחום פעילות התחבורה הרכבתית בבריטניה

3.1. לתיאור פעילות פורטרברוק ותחום התחבורה הרכבתית בבריטניה, ראו סעיף 1 לעיל.

3.2. שינויים רגולטוריים בתחום הפעילות

בשנת 2024 אימצה ממשלת הלייבור חוק המעגן תכנית חדשה לשוק הרכבות (The Passenger Railway Services (Public Ownership) Act 2024), הכוללת הקמת חברה ממשלתית חדשה, Great British Railways ("**GBR**"), שתפקח על מרבית קווי הנוסעים בבריטניה (למעט באזור לונדון, ליברפול, רכבות קלות וחשמליות), כשהיעד הוא להעביר את כלל תפעול קווי רכבות הנוסעים לבעלות ציבורית עד לשלהי שנת 2027. בהתאם, בשנת 2025 החלה הלאמה הדרגתית של פעילות זכייניות שירותי הנוסעים, על ידי אי חידוש חוזים של TOCs בסיומם. החקיקה להקמת ה-GBR (Bill Railways) ותכניות הממשלה בהקשר זה צפויים להמשיך להתבצע בשנת 2026. להערכת הקרן, לתכנית כאמור לא צפויה להיות השפעה מהותית לרעה על פעילות פורטרברוק, שכן למיטב ידיעת הקרן הממשלה ממשיכה לקיים מדיניות עקבית של רכישת והשכרת ציי רכבות דרך חברות ROSCOs, תוך שמירה על תנאים מסחריים דומים לאלו שהיו נהוגים עד כה.

למיטב ידיעת הקרן, נכון למועד זה, אין ודאות כי כל סעיפי התכנית יוטמעו בחקיקה וייושמו, או אם יוטמעו, ייושמו באופן המתואר לעיל. הערכת פורטרברוק בדבר השפעות הלאמת ה-TOCs על פעילותה, הינה מידע צופה עתיד, אשר אינו ודאי, ומבוסס, בין היתר, על המידע, התחזית והנתונים הקיימים בידי הנהלת פורטרברוק והיכרותה עם השוק. הערכתה של פורטרברוק כאמור עשויה שלא להתממש כלל, וזאת, בין היתר, כתוצאה מגורמים אשר אינם בשליטת פורטרברוק, ובכללם, שינויים מאקרו-כלכליים ורגולטוריים, או התממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 12 להלן.

3.3. חסמי כניסה לתחום הפעילות וגורמי הצלחה קריטיים

גורמי ההצלחה המרכזיים לפעילות חברת ROSCO בשוק התחבורה הרכבתית בבריטניה הינם, להערכת הקרן: יתרון לגודל ופיזור במבנה הצי; יכולת העמדת הון בהיקפים משמעותיים לטובת רכישת רכבות; נגישות למגוון מקורות מימון בתנאים אטרקטיביים; יכולת ניהול צי, אחזקה ומתן פתרונות לשדרוגים והסבות נדרשים; יכולות חדשנות הבאות לידי ביטוי בשדרוג הציים ובמתן מענה מיטבי לתפעולם השוטף; קשרים אסטרטגיים עם יצרני ציי רכבות.

4. מוצרים ושירותים

4.1. מוצרים ושירותים

פורטרברוק מפיקה הכנסות מהחכרת קרונות וכן משירותי תחזוקה במסגרת חכירות אלו כמפורט להלן, כאשר בשנת 2025, כ-90% מתוך הכנסות פורטרברוק נבעו משירותים אלה.

4.1.1. **החכרת קרונות** – נכון למועד דוח זה, הצי של פורטרברוק כולל כ-4,400 קרונות רכבת (מתוכם, כ-62% מבוססי הנעה חשמלית, כ-30% מבוססי דיזל וכ-8% הינם קטרי דיזל וקרונות משא). אורך החיים הצפוי של צי הרכבות הקיים עומד על כ-35-40 שנים, כאשר הגיל הממוצע המשוקלל של רכבות הצי עומד על כ-17 שנים, בדומה לחברות המובילות בשוק. יצוין, כי בכוונת ממשלת בריטניה לחדול משימוש בקרונות מבוססי דיזל עד לשנת 2040, עם זאת כתוצאה מתכנון פיננסי שמרני והנחות בנוגע לאורך חיי הנכסים, לא צפויה לפורטרברוק חשיפה מהותית לנכסי דיזל מעבר לתאריך זה. כאמור לעיל, שיעור ניצולת הצי הממוצע של פורטרברוק עומד על למעלה מ-97% בממוצע לאורך 20 השנים האחרונות.

4.1.2. **שירותי תחזוקה** – שירותי התחזוקה שמעניקה פורטרברוק ל-TOCs מוגדרים בחוזי החכירה, כאשר צייה מוחכרים על פי שני סוגי הסכמים: (1) חכירה "יבשה", במסגרתה כל אחריות התחזוקה מוטלת על ה-TOCs; ו-(2) חכירה "Soggy", לפיה אלמנטים מוגדרים מהתחזוקה מצויים באחריות פורטרברוק, בתמורה לתשלום סכום קבוע על ידי ה-TOC המשקף את עלות האלמנטים המוגדרים מהתחזוקה בתוספת מרווח.

4.2. חדשנות ופיתוח

פורטרברוק רואה את עצמה כמחויבת לחדשנות ולפיתוח טכנולוגיות חדשות. לאחר שרכשה בשנת 2024 את מתחם הרכבת Long Marston הכולל את Rail Innovation Centre, השלימה פורטרברוק השנה את הקמת מתקן התחזוקה והניסויים במתחם בהשקעה של כ-70 מיליון לישי"ט. המתקן, אשר הינו יחיד מסוגו בבריטניה, מאפשר הרצות ניסוי הכרחיות להפעלת קרונות חדשים ואימוני כוחות ביטחון לצד מתקני תחזוקה מתקדמים, וצפוי להגביר את תחרותיות החברה במכרזים חדשים, לייצר חסכונות משמעותיים ולייצר הכנסות משירותים נוספים לצדדים שלישיים.

בנוסף, פורטרברוק משקיעה במגוון טכנולוגיות חדשניות במטרה להקטין את החתימה הסביבתית של רכבותיה. כך לדוגמה, השקיעה בפרויקטי FLEX, במסגרתם מפותחת טכנולוגיה להסבת רכבות לפעולה באופן היברידי (דיזל וסוללות). בנוסף, השקיעה פורטרברוק בפיתוח רכבות המונעות באמצעות מימן ובטכנולוגיות להפחתת פליטות של רכבות דיזל. השקעות אלו, לצד פעולות נוספות, תרמו לדירוג ה-ESG הגבוה של פורטרברוק לאורך השנים, כמפורט בסעיף 1 לעיל.

5. לקוחות

5.1. נכון למועד דוח זה, לפורטרברוק הסכמי חכירת רכבות ("יבשה" ו-"Soggy") עם 12 TOCs ו-7 FOCs המספקות שירותי נוסעים ותובלה, בהתאמה, בבריטניה. לפרטים אודות ההתקשרויות עם ה-TOCs, ראו סעיף 4.1.2 לעיל.

5.2. נכון למועד דוח זה, לפורטרברוק לקוח אחד בלבד שההכנסות ממנו בשנת 2025 היוו למעלה מ-20% מהכנסות פורטרברוק ושני לקוחות נוספים שההכנסות מהם הינן כ-10% או יותר מההכנסות.

6. תחרות

6.1. נכון למועד הדוח, שוק התחבורה הרכבתית בבריטניה כולל כ-15.2 אלפי קרונות רכבת.[13] ה-ROSCOs המרכזיות בבריטניה, פורטרברוק, Angel Trains ו-Eversholt Rail, החזיקו והחכירו, נכון לסוף 2025, כ-24%, 26% ו-19% מרכבות הנוסעים בבריטניה, בהתאמה. המתחרות, המחזיקות במצטבר בנתח שוק של כ-30% מסך רכבות הנוסעים בבריטניה, מחכירות ציים למספר מצומצם של TOCs.

6.2. פורטרברוק ממוצבת היטב בכדי לשמור על מעמדה בשוק, בין היתר הודות לגודל ומגוון הציים שברשותה, המאפשר מתן מענה מיטבי ללקוחות, איתנות פיננסית לרכש ושדרוג ציים, יכולות ניהול נכסים וקשרים אסטרטגיים עם יצרני הרכבות וה-TOCs, וכן השקעה ביכולות ליבה שיאפשרו לפורטרברוק לתת מענה מיטבי במסגרת מכרזים עתידיים. כל זאת לצד צוות הנהלה מנוסה, בעל מומחיות וקשרים משמעותיים מול בעלי העניין בענף, הפועל להתאמת אסטרטגיית פורטרברוק לתנאי השוק ולהתמודדות עם התחרות.

7. הון אנושי

נכון למועד הדוח, פורטרברוק מעסיקה כ-180 עובדים, בראשם יו"ר הדירקטוריון, אדריאן מונטגי (אשר הינו בעל ניסיון רחב במגזרי התחבורה, תשתיות, בניה, אנרגיה וביטוח) והמנכ"לית, מארי גראנט (אשר הינה בעלת ניסיון של מעל ל-25 שנים במגזר התחבורה בבריטניה ומחוצה לה).

8. מימון

8.1. פורטרברוק מממנת את פעילותה ממקורותיה העצמיים ומאשראי בנקאי וחוץ בנקאי (לרבות באמצעות גיוס חוב מהציבור), כמפורט להלן:

	שיעור ריבית אפקטיבית ממוצעת	יתרת הלוואה ליום 31 בדצמבר 2025 (במיליוני פאונד)[14]
הלוואות לטווח ארוך	3.8%	1,320

13 נתון זה כולל קרונות שנרכשו במסגרת הליכי רכש במודל PPP, אשר מוחרגות מסך הרכבות לטובת חישוב נתח השוק.
14 לא כולל התאמות שווי הוגן בסכום שאינו מהותי.

	שיעור ריבית אפקטיבית ממוצעת	יתרת הלוואה ליום 31 בדצמבר 2025 (במיליוני פאונד) [14]
הלוואות לטווח קצר	6.8%	330

לפורטרברוק אפשרות לממן את ה-CAPEX שיידרש לרכש ציים חדשים באמצעות מגוון שיטות, ביניהן מימון בחוב ארוך טווח, הלוואת הקמה או באמצעות מימון SPV. בשנה החולפת בוצע מימון מחדש בגובה של כ-300 מיליון לישי"ט, בתנאים המהווים שיפור של 0.2% נקודות בסיס ביחס לממוצע הקיים.

לפרטים אודות הלוואה שנלקחה על ידי התאגיד המשותף למימון ההשקעה בפורטרברוק ראו סעיף 13.2.2 בפרק ב' לעיל.

8.2. דירוג

החל מחודש יוני 2018, ולאחרונה באוקטובר 2025, החוב הבכיר של Porterbrook Rail Finance Limited (התאגיד באמצעותו מגויס החוב לפורטרברוק), מדורג בדירוג Baa2 עם אופק יציב, על ידי Moody's Investors Service ("**Moody's**").

בדוח דירוג האשראי האחרון שלה, מציינת Moody's כי תחזית הדירוג יציבה ומשקפת את הציפייה שלה ליצירת תזרים מזומנים חזק, הנתמך על ידי חידוש חכירות של ציי רכבות, במחירים שעולים, לכל הפחות, בקנה אחד עם תחזית הבסיס, וכי פורטרברוק תמשיך ליישם מדיניות פיננסית שמרנית, ולשמור על פרופיל נזילות מספק. כמו כן, התחזית היציבה משקפת גם כן את ציפייתה של Moody's להמשך תמיכה רגולטורית יציבה ותומכת במגזר רכבות הנוסעים בבריטניה.

9. **מיסוי**

שיעור מס החברות באנגליה הינו 25%.

10. **יעדים ואסטרטגיה עסקית**

- **חזון ומטרה** – החזון של פורטרברוק הינו להוביל את שוק הרכבות הבריטי כמחכירת רכבות המעניקה שירותי ניהול נכסים תומכים, במטרה לספק פתרונות רכבתיים באיכות גבוהה המסייעים באספקת מערכת רכבות אמינה, בטוחה וברת קיימא. בכדי לממש חזון זה, פורטרברוק תמשיך להתמקד במיצוי ערך הצי הקיים וזכייה בהזדמנויות חדשות, באמצעות התבססות על יכולות הליבה שלה.

- **החכרת ציי רכבות** – פורטרברוק תפעל למיצוי ומקסום הערך הגלום מהצי הקיים, בין היתר באמצעות שדרוג המפרט הטכני של הרכבות בהתאם לצורך, הארכת משך חייהן והעברתן ללקוחות חדשים בתום תקופות החכירה בהתאם לדינמיקות בשוק. בנוסף, פורטרברוק תתמקד בהזדמנויות חדשות בשוק למימון רכש ציי רכבות נוסעים ומשא בהיקפים של מאות מיליוני לישי"ט בשנים הקרובות.

- **הגדלת פעילות התחזוקה לציי הרכבות** – כחלק מתוכניתה האסטרטגית, פורטרברוק משקיעה בפיתוח יכולות משלימות לאורך שרשרת הערך, כגון מימון הקמת מתחם לתחזוקת רכבות ושירותי תחזוקה כבדה. יכולות אלו יאפשרו מיצוי ערך טוב יותר לציים הקיימים, הוזלת עלויות אופייניות בשוק ה-ROSCO, ויצירת יתרון תחרותי במכרזי רכש ציי הקרונות החדשים הצפויים בשנים הקרובות, זאת לצד יצירת תזרימי הכנסות מצדדים שלישיים.

- **יכולות הליבה של פורטרברוק** – פורטרברוק תתבסס על יכולותיה ונכסיה בכדי לבדל את עצמה, לשמור על הערך הקיים ולתמוך בצמיחה בטווח הארוך. בראיית פורטרברוק, הגורמים המרכזיים שיאפשרו את הצמיחה הינם שדרוג והרחבת הצעת הערך ללקוחותיה תוך המשך הפיתוח האסטרטגי של מתחם Long Marston, פיתוח החדשנות ופרויקט ה-FLEX שיתרום להפחתת הפליטות. כמו כן, פורטרברוק תמשיך לפתח את היבטי ה-ESG.

11. צפי להתפתחות בשנה הקרובה

במהלך שנת 2026, בכוונת פורטרברוק להתמקד בצמיחה, לרבות השתתפות בהליכים תחרותיים למימון רכבות נוסעים חדשות, לצד בחינת הזדמנויות לרכישת ציים מניבים והעמקת דריסת הרגל בתחום רכבות המשא. כמו כן, פורטרברוק תמשיך לשפר את הצעת הערך ללקוחותיה ולהעניק להם מגוון שירותי תחזוקה וערך מוסף, בדגש על חדשנות ושדרוגים.

12. דיון בגורמי סיכון

12.1. גורמי סיכון ענפיים

12.1.1. **ביקושים לחכירת ציי הרכבות מחדש בתום תקופות ההסכמים** – ציי ה-ROSCOs מוחכרים בהסכמים לתקופות מוגדרות מראש. קיים סיכון כי ציים אלו לא יוחכרו מחדש בתום מועדי ההסכמים הקיימים.

12.1.2. **מחירי ההחכרה** – בעת החכרה מחדש של ציי רכבות המוחזקים על ידי ROSCOs, קיים סיכון שהמחירים יהיו נמוכים מתחזיות המחירים עבור ציים אלו נכון להיום.

12.1.3. **ביקוש לנסיעות** – הביקוש לרכבות מושפע בעיקר מהיקפי הנסועה, בדגש על שעות השיא, החשופים להשפעות גורמים מאקרו כלכליים (כגון, היקף התעסוקה, הרגלי העבודה מהבית, תשתיות וכיו"ב). בטווח הקצר, לשינויים בהיקפי הנסועה לא צפויה להיות השפעה על כמות הרכבות המוחכרות במערכת הרכבות, אולם בטווח הארוך ירידה בביקושים עלולה להביא לקיטון בכמות הרכבות הנדרשות בשוק.

12.1.4. **גידול בעלויות התחזוקה** – ה-ROSCOs נושאים בעלויות התחזוקה בהתאם לסוג ההתקשרות מול ה-TOCs בנוגע לתחזוקה – יבשה, Soggy ורטובה (כמתואר בסעיף 4.1.2 לפרק זה). חוזי התחזוקה אל מול ה-TOCs מכילים מנגנוני הצמדה. גידול בעלויות התחזוקה, מעבר להערכות ה-ROSCOs וההצמדה בחוזה, בין היתר כתוצאה מעלייה במחירי התחזוקה אשר לא נלקחו בחשבון, עשוי לפגוע בתוצאותיה הכספיות.

12.1.5. **שינויים רגולטוריים** – שינויים רגולטוריים המתרחשים בענף הרכבות והתווית תכנית אסטרטגית לטווח הארוך, עלולים לשנות את הסיכונים המוטלים על השחקנים השונים בענף, לרבות ה-ROSCOs, אשר כיום אינם חשופים לסיכוני ההכנסות במשך תקופת הסכמי החכירה, וכן על תפקידם של ה-ROSCOs בתהליכי רכש הרכבות (כמתואר בסעיפים 1 ו-3.2 לפרק זה).

12.2. גורמי סיכון סביבתיים

12.2.1. **עמידה ביעדי פליטות** – החברה אחראית לפליטות הפחמן הישירות של נכסיה (Scope 1 Emission), של מקורות החשמל (Scope 2 Emission) ושל פליטות הפחמן העקיפות של שרשרת האספקה שלה, כולל של קרונותיה המושכרים (Scope 3 Emission). קיים סיכון שפורטרברוק תאלץ להפסיק את החכרת מלאי רכבות הדיזל שלה לאחר שנת 2040, שהוא המועד שבו בכוונת ממשלת בריטניה לעצור את השימוש ברכבות אלה. עם זאת, כתוצאה מתכנון פיננסי שמרני, הנחות בנוגע לאורך חיי הנכסים ופיתוח טכנולוגיות נקיות כמתואר בסעיף 4.2 לעיל, לא צפויה לפורטרברוק חשיפה מהותית לנכסי דיזל מעבר למועד זה.

12.2.2. **זיהום קרקע או מקורות מים** – גריטת קרונות בסוף חייהם או דליפה מקרונות הנמצאים באחסון בצורה לא זהירה עלולה להוביל לזיהום של מקורות המים או הקרקע ולהשפיע על מקורות המים והאתרים התפעוליים של פורטרברוק.

12.2.3. **רכישת חומרי גלם ממקורות ברי קיימה** – פורטרברוק מקיימת תהליכים סדורים במטרה לוודא שהיא רוכשת את חומרי הגלם שלה ממקורות אחראיים והומניים. מהציוד המשרדי, דרך חומרי התחזוקה ועד לקרונות החדשים.

הערכת הנהלת הקרן לגבי מידת ההשפעה של גורמי הסיכון על פורטרברוק:

גורם הסיכון	מידת ההשפעה של גורם הסיכון		
	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון ענפיים			
ביקושים לחכירת ציי רכבות			X
מחירי ההחכרה		X	
ביקוש לנסיעות			X
גידול בעלויות התחזוקה			X
שינויים רגולטוריים			X
גורמי סיכונים סביבתיים			
עמידה ביעדי פליטות			X
זיהום קרקע או מקורות מים			X
רכישת חומרי גלם ממקורות ברי קיימה			X

יובהר, כי המידע בדבר גורמי הסיכון להם חשופה פורטרברוק הינו בבחינת מידע צופה פני עתיד. הערכות וציפיות פורטרברוק והקרן בנושא זה מתבססות על ניסיון העבר, על היכרותה של פורטרברוק עם השוק בו היא פועלת ועל הערכותיה באשר להתפתחותה הכלכלית והעסקית. עם זאת, יתכן שהציפיות והתחזיות כאמור לא תתממשנה, וזאת בין היתר, בשל תלותן בגורמים חיצוניים שאינם בשליטת פורטרברוק (והמפורטים בסעיף זה), שינויים רגולטוריים או מאקרו-כלכליים וכן התממשות איזה מגורמי הסיכון המתוארים לעיל.

נספח ה' – תיאור עסקי הקרן בתחום האחסון הלוגיסטי

פעילות הקרן בתחום האחסון הלוגיסטי מתבצעת באמצעות החזקתה במחצית מהון מניותיה של פרידנזון-ג'נריישן מרכזים לוגיסטיים בע"מ ("**פרידנזון-ג'נריישן**"), כאשר יתרת הון מניותיה של פרידנזון-ג'נריישן מוחזקת על ידי פרידנזון שירותים לוגיסטיים בע"מ ("**פרידנזון שירותים**").

שווי החזקות הקרן בפרידנזון-ג'נריישן ליום 31 בדצמבר 2025 הינו 123,817 אלפי ש"ח. לפרטים נוספים אודות השקעת הקרן בפרידנזון-ג'נריישן ליום 31 בדצמבר 2025, ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לדוח התקופתי.

1. פעילות פרידנזון-ג'נריישן ותיאור התפתחות עסקיה

לפרידנזון-ג'נריישן פעילות בתחום האחסון הלוגיסטי, הכוללת ייזום, הקמה, ניהול, פיתוח, תפעול ואחזקה של שבעה מתחמים לוגיסטיים (מתוכם חמישה מתחמים פעילים ושניים יחלו לפעול ברבעון השני של שנת 2026). המתחמים ממוקמים בסמוך לנמלי הים באשדוד ובחיפה, ומעניקים שירותי אחסנה למטענים (לפני ואחרי שחרורם מהמכס), שירותי ניהול מלאי ושירותי ערך מוסף (כמפורט בסעיף 5 להלן). להלן פירוט בנוגע לשבעת המתחמים:

מיקום	מתחם		שטח (בדונם)	שנת סיום שכירות/ הרשאה	פעילות קיימת	תכנון עתידי
אשדוד	**מרכז לוגיסטי ("מרלו"ג")**		22	2036	מרלו"ג הכולל מבנה בשטח של כ-11,000 מ"ר לאחסנת מוצרים במידות ובנפחים שונים בגובה של עד 14 מטר.	-
	טרמינל	**אחסנה פתוחה**	67	2040	מסוף רכבת צמוד לנמל אשדוד המשמש, בין היתר, לאחסנת רכבים, מכולות, מטען כללי ומכולות קירור.	בעקבות סיכום עם חנ"י, פינוי והעברה לחנ"י של כ-10 דונם משטח הטרמינל והשכרת שטח חלופי בקרבת נמל אשדוד.
		מרלו"ג	12		מרלו"ג לאחסנה יבשה בשטח של כ-8 דונם. פעילות מרלו"ג לאחסנה בקירור ובהקפאה בשטח של כ-4 דונם תחל ברבעון השני של שנת 2026.	-
	בונדד רכבים		11.5	2029	אחסנה פתוחה של רכבים.	קיימת אופציה להארכת הסכם השכירות ב-3 שנים נוספות, עד לשנת 2032.
	מסוף חומרים מסוכנים		7	2027	מסוף מורשה לטיפול ואחסנת חומרים מסוכנים וכן מחסנים ומשרדים.	-
	"מתחם 126" (בהקמה)		18	2048	-	הקמת מרלו"ג חומרים מסוכנים, בשטח של כ-10 דונם, אשר צפוי לקלוט, בין היתר, את פעילות מסוף החומרים המסוכנים, עם סיום הסכם השכירות שלו בשנת 2027. עבודות ההקמה החלו ברבעון הראשון של שנת 2026, והפעלתו צפויה במהלך הרבעון השני של שנת 2028.
חיפה	**מתחם אדמירליטי**		29	2044	מרלו"ג בשטח כולל של 14,350 מ"ר, בחלוקה ל-10,677 מ"ר אחסון, 1,540 מ"ר מסחר, 900 מ"ר משרדים ו-1,237 מ"ר שטחי שירות.	החלה פעילות אחסנה ראשונית; פתיחה מסחרית מלאה צפויה ברבעון השני של שנת 2026.

האמור לעיל אודות התכנון העתידי ביחס למתחמים הינו מידע צופה פני עתיד, אשר אינו ודאי, ומבוסס, בין היתר, על שאיפות, יעדים והערכת פרידנזון-ג'נריישן לגבי התפתחותה הכלכלית והעסקית. השלמת התכנון העתידי כאמור אינה ודאית ואינה

בשליטתה המוחלטת של פרידנזון-ג'נריישן, ועשויה שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהמתואר לעיל, בין היתר, בשל תלות בגורמים חיצוניים ו/או התממשותם של אילו מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 12 לנספח זה.

2. מידע כספי

לתמצית נתונים כספיים לפי תחומי הפעילות העיקריים של פרידנזון-ג'נריישן ראו בדוח הדירקטוריון, בפרק א' לדוח זה.

3. השלכות המלחמה על פעילות תחום האחסון הלוגיסטי

ככלל, השפעת מלחמת חרבות ברזל בשנת 2025 על פרידנזון-ג'נריישן הייתה פחותה בהשוואה לשנת 2024, כאשר במהלך השנה ונכון למועד הדוח, חל גידול בפעילותה, בין היתר, כתוצאה מרמת פעילות גבוהה במרלו"ג האחסנה היבשה במתחם הטרמינל באשדוד, ביקושים גבוהים לשטחי אחסון המצויים בתפוסה מלאה ופעילות לווין ייעודית לטובת הלקוחות הגדולים. ביום 28 בפברואר 2026, פתחה מדינת ישראל, בשיתוף פעולה עם ארצות הברית, במתקפה צבאית נגד איראן אשר נמשכת נכון למועד פרסום הדוח. נכון למועד זה, אין ודאות באשר לאורכו של המבצע ולהשפעותיו על המשק הישראלי, ועל פעילות פרידנזון-ג'נריישן בפרט.

4. תחום האחסון הלוגיסטי

נכון למועד הדוח, בישראל כ-4 מיליון מ"ר שטחים לוגיסטיים[1], מרביתם ממוקמים באזורי מרכז הארץ, סובב נתב"ג ומודיעין. נכון לשנת 2024 כ-99% מהסחורות (במונחי משקל) המיובאות לישראל ומיוצאות ממנה עברו בנמלי הים[2].

ככלל, ולמיטב ידיעת פרידנזון-ג'נריישן, המרלו"גים בישראל נהנים משיעורי תפוסה גבוהים (העולים על 90%). בשנים האחרונות, המחסור בקרקעות לשטחים המיועדים למרלו"גים, הוביל לגידול בביקוש ולעלייה במחירי השטחים המיועדים לכך, עם זאת, בשנתיים האחרונות נבלמה עליית המחירים, וקצב עליית דמי השכירות עבור מבנים לוגיסטיים בנויים ושטחי אחסנה פתוחים האט אף הוא ונותר נמוך במחצית הראשונה של שנת 2025[3].

השיקולים העיקריים בתכנון והקמת מרלו"גים הינם – מידת הנגישות לנתיבי הפצה, מרכזי שינוע או לקוחות פוטנציאליים; אגרות והיטלים לרשות המוניציפלית בתחומה יוקם המרלו"ג; קרבה לישובים בעלי פוטנציאל לכוח אדם; ועלות הקרקע.

5. מוצרים ושירותים

פרידנזון-ג'נריישן מעניקה שירותי אחסון לוגיסטי בשלושה תחומים מרכזיים:

5.1. שירותי אחסנה למטענים

שירותי אחסנה לפני ואחרי שחרור ממכס, כמו גם אחסנת מטענים לייצוא (בגדלים ובמשקלים שונים), הכוללים, בין היתר, חומרים כימיים, מוצרי פלסטיק, טואלטיקה, טקסטיל, מזון יבש וכלי רכב. לצורך ביצוע אופטימלי, פרידנזון-ג'נריישן חוכרת ושוכרת שטחים בקרבת נמלי הים בחיפה ובאשדוד, חלקם פתוחים ומתאימים לאחסנת מכולות ומטענים גדולים וחלקם מקורים לאחסנת משטחים.

5.2. ניהול מלאי

שירות ניהול מלאי ממוחשב, המרכז את כל המידע הדרוש ללקוח על מנת לעקוב באופן מקוון אחר מיקום המטען והפעילות הנדרשת בקשר אליו, לצורך תזמון אופטימלי למשיכת הסחורה על ידי.

5.3. שירותי ערך מוסף

הסבת מוצרים מיובאים, כך שיתאימו לתקן הישראלי, לרבות, בין היתר, סימון מוצרים, צירוף אביזרים, הדבקת מק"טים, אריזה מחדש של המוצרים והתאמות נוספות, וכן אספקת שירותים נוספים אצל לקוחותיה, כגון, שירותי ריקון מכולות וסידור הסחורה עד לשלב הקליטה.

---

1 חברת הייעוץ CBRE, סקירת שוק הנדל"ן - חציון 2025, שפורסם ביום 26 בנובמבר 2025 ("**דוח CBRE**").
2 חברת נמלי ישראל-פיתוח ונכסים בע"מ, דוח תקופתי לשנת 2024, כפי שפורסם ביום 23 במרץ 2025 (אסמכתה: 2025-01-019414).
3 דוח CBRE.

6. לקוחות

לפרידנזון-ג'נריישן לקוחות ממגוון ענפי המסחר והתעשייה (פלסטיקה, מזון ושתייה, טואלטיקה, חומרים מסוכנים, מעליות, ציוד מכני כבד, כלי רכב, טקסטיל, ציוד לבניה ועוד), כאשר ככלל, על אף שההתקשרויות עמם אינן כוללות התחייבות לתקופת התקשרות, בפועל הן נמשכות תקופה ממושכת.

7. תחרות

בתחום האחסון הלוגיסטי בישראל פועלים מספר רב של שחקנים, לרבות חברות גדולות ובינוניות בעלות מרלו"גים בגדלים שונים וכן חברות קטנות בעלות מחסנים קטנים. למיטב ידיעתה של פרידנזון-ג'נריישן, הגופים המשמעותיים הפועלים בתחום הינם קונטרם, לוגיסטיקר, גלובוס, סלע לוגיסטיקה, אוברסיז, אורשר, קבוצת 207, אשדוד בונדד, EWAVE ומילניום. בנוסף, חלק מהפעילות בתחום מתבצעת באמצעות חברות וארגונים שעיקר עיסוקם אינו באחסנה, המספקים עבור עצמם את שירותי האחסנה והלוגיסטיקה להם הם נזקקים. להערכתה של פרידנזון-ג'נריישן, רמת התחרות בתחום הינה גבוהה ואין ביכולתה להעריך את נתח השוק שלה.

על מנת להתמודד עם התחרות, מבצעת פרידנזון-ג'נריישן פעולות שיווק, הן להגדלת נפח הפעילות עם לקוחותיה הקיימים והן להרחבת בסיס הלקוחות. במקביל, פועלת פרידנזון-ג'נריישן להרחבת תחומי עיסוקה, על ידי הפעלת מערכת בקרת איכות לשיפור תהליכים ארגוניים ותפעוליים. בנוסף, מתמקדת פרידנזון-ג'נריישן בהכנסת חידושים טכנולוגיים לשיפור וייעול פעילותה, לרבות שיפור טיב השירות הניתן ללקוחותיה, באמצעות שדרוג מערכות קיימות ורכישת מערכות חדישות שיסייעו לשמר את יתרונה האיכותי.

בין הגורמים המשפיעים או העשויים להשפיע לחיוב על מעמדה התחרותי של פרידנזון-ג'נריישן, נמנים: ניסיונה ארוך השנים, היכרותה העמוקה עם צרכי השוק ולקוחותיה, חדשנותה וחתירתה המתמדת לאיתור מוצרים חדשים ומשלימים, מיקומם האסטרטגי של נכסיה בקרבת נמלי הים ועלותם האטרקטיבית, וכן יכולות ביצוע פרויקטים מורכבים ורחבי היקף.

8. מימון

8.1. למועד הדוח, פרידנזון-ג'נריישן מממנת את פעילותה ממקורות עצמיים ומאשראי בנקאי.

8.2. נכון לימים 31 בדצמבר 2023, 2024 ו-2025, עמדה יתרת החוב, ברוטו (ללא ניכוי יתרת מזומנים) של פרידנזון-ג'נריישן לתאגידים בנקאיים על סך כולל של כ-49, כ-69 וכ-129 מיליון ש"ח, בהתאמה.

9. הסכמים בין חברתיים

לפרידנזון ג'נריישן מערכת הסכמים עם חברות פרידנזון שירותים, שעיקרם מתן שירותים הדדיים (כגון, שירותי אחסנה מפרידנזון-ג'נריישן ושירותי הובלה מפרידנזון שירותים), הסכמי עמלות בגין הפניית לקוחות, הסכמי חלוקת עלויות בגין שירותים חיצוניים ושירותי כוח אדם והסכמי שכירות.

10. יעדים ואסטרטגיה עסקית

תחום האחסון הלוגיסטי הינו תחום צומח, עתיר בהשקעות חדשות והזדמנויות פיתוח עסקי. לפרידנזון-ג'נריישן זכויות לטווח ארוך בנכסים אטרקטיביים, במיקומים אסטרטגיים בקרבת נמלי ים, בעלי גישה לתשתית רכבת, ובתפוסות גבוהות, בעלי פוטנציאל ייזום והקמה.

בנוסף, בכוונת פרידנזון-ג'נריישן להרחיב את השירותים הניתנים על ידה, בדגש על הפעלת מרלו"גים במיקור חוץ (עבור חברות המחזיקות במרלו"גים ובשטחי אחסנה) ומתן שירותי ערך מוסף, דוגמת מחלקות קבלה וניהול מלאי חכם ודינמי לטובת לקוחות.

כמו כן, פרידנזון-ג'נריישן בוחנת התרחבות מאזורי הנמלים האסטרטגיים למיקומים נוספים בארץ ובמדינות האזור, תוך מיקוד ביתרונות היחסיים שלה ובערך המוסף הניתן לספק ללקוחות בעתיד.

11. צפי להתפתחות עסקית בשנה הקרובה

לאור השלמת העבודות באדמירלטי חיפה ובמתחם הקפוא במרלו"ג אשדוד, פרידנזון-ג'נריישן נערכת להפעלת כלל המתחמים שבהחזקתה, ומתמקדת באיתור לקוחות משלימים לאכלוסם המלא וטיוב תמהיל השוכרים בכל מרלו"ג, תוך

שאיפה לשנת שיא בהכנסות וברווחים מהפעילות הקיימת. בנוסף, במהלך שנת 2026 צפויה פרידנזון-ג'נריישן להמשיך בתכנון מרלו"ג חומרים מסוכנים ב"מתחם 126".

במקביל, פועלת פרידנזון-ג'נריישן לאיתור עסקאות עם חברות ונכסים אסטרטגיים להרחבת פעילותה בתחום, ובמסגרת זו ניגשה למספר מכרזים אשר זכיה בהם צפויה להמשיך ולהגדיל את פעילותה העסקית.

האמור בסעיפים 10 ו-11 לעיל ביחס לאסטרטגיה העסקית ולצפי להתפתחות בשנה הקרובה הינו מידע צופה פני עתיד, אשר אינו ודאי, ומבוסס, בין היתר, על שאיפות, יעדים, פעולות והערכת פרידנזון-ג'נריישן לגבי התפתחותה הכלכלית והעסקית. השגת היעדים והאסטרטגיה כאמור אינם ודאית ואינה בשליטתה המוחלטת של פרידנזון-ג'נריישן, ועשויה שלא להתממש או להתממש באופן שונה מהמתואר לעיל, בין היתר, בשל תלותה בגורמים חיצוניים או בשל התממשותם של אילו מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 12 לנספח זה להלן.

12. הון אנושי

החל משנת 2022 מכהן מר אילן כהן כמנכ"ל פרידנזון-ג'נריישן, אשר מעסיקה, נכון למועד הדוח, כ-95 עובדים.

13. דיון בגורמי סיכון

13.1. סיכוני מאקרו

13.1.1 **מצב המשק בישראל** – פעילותה של פרידנזון-ג'נריישן מושפעת מהשוק הישראלי, היקף הפעילות ותנודות במחזורי העסקים במשק. מיתון או האטה כלכלית במשק צפויים להשפיע לרעה על היקף פעילותה של פרידנזון-ג'נריישן ורווחיותה.

13.1.2 **מצב בטחוני ומדיני** – למצב הבטחוני והמדיני השפעה ישירה על המשק הישראלי, ובתוך כך, על פעילותה של פרידנזון-ג'נריישן. הרעה במצב הבטחוני או המדיני, עלולה להשפיע באופן שלילי על תוצאות פעילותה של פרידנזון-ג'נריישן. לפרטים אודות השפעות מלחמת חרבות ברזל על פרידנזון-ג'נריישן, ראו סעיף 3 לעיל. לפרטים נוספים אודות סיכון זה, ראו בסעיף 18 לפרק ב' לדוח (תיאור גורמי סיכון הנוגעים לקרן).

13.2. סיכונים ענפיים

13.2.1 **שינוי בהיקף הסחר הבינלאומי** – שינויים בהיקף הסחר הבינלאומי בכלל ובהיקף סחר החוץ של מדינת ישראל בפרט, עשויים להשפיע על תוצאות פעילותה של פרידנזון-ג'נריישן, מאחר והיקף המוצרים המיובאים מחו"ל או המיוצאים לחו"ל על ידי לקוחותיה משפיע ישירות על היקף הפעילות של הלקוחות מול פרידנזון-ג'נריישן. קיטון בסחר החוץ עלול להשפיע באופן שלילי על תוצאות הפעילות.

13.2.2 **שביתות במכס ובנמלים** – חלק ניכר מפעילותה של פרידנזון-ג'נריישן קשור לפעילויות יצוא ויבוא של לקוחותיה. בהתאם, הפסקת העבודה בנמלי הים או האטה משמעותית בקצב העבודה עקב עיצומים הננקטים על ידי עובדי הנמלים ו/או עובדי המכס, צפויה להשפיע על פעילותה ורווחיותה של פרידנזון-ג'נריישן.

הערכת הנהלת הקרן לגבי מידת ההשפעה של גורמי הסיכון על פרידנזון-ג'נריישן:

גורם הסיכון	מידת ההשפעה של גורם הסיכון		
	גדולה	בינונית	מועטה
סיכוני מאקרו			
מצב המשק בישראל		X	
מצב בטחוני ומדיני			X
סיכונים ענפיים			
שינוי בהיקף הסחר הבינלאומי		X	

גורם הסיכון	מידת ההשפעה של גורם הסיכון		
	גדולה	בינונית	מועטה
שביתות במכס ובנמלים		X	

המידע האמור לעיל בדבר גורמי הסיכון להם חשופה פרידנזון-ג'נריישן הינו בבחינת מידע צופה פני עתיד. הערכות וציפיות הקרן בנושא זה מתבססות על ניסיון העבר, על היכרותה של פרידנזון-ג'נריישן עם השווקים בהם היא פועלת ועל הערכותיה באשר להתפתחותה הכלכלית והעסקית. עם זאת, יתכן שציפיותיה ותחזיותיה של פרידנזון-ג'נריישן לא תתממשנה, וזאת בין היתר, בשל תלות בגורמים חיצוניים שאינם בשליטתה, המפורטים בסעיף זה לעיל.

נספח ו' – תיאור עסקי הקרן בתחום חלוקת גז טבעי

פעילות הקרן בתחום חלוקת הגז הטבעי מתבצעת באמצעות החזקתה בכ-33.33% מהון מניותיהן של כל אחת מהחברות נגב גז טבעי בע"מ ("**נגב גז**"), גז טבעי דרום בע"מ ("**גז טבעי דרום**", ויחד עם נגב גז: "**חברות החלוקה**") והחברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ ("**אי.פי.סי**" ויחד עם חברות החלוקה "**חברות החלוקה וההקמה**"). יתרת הון מניות חברות החלוקה וההקמה מוחזקות בידי שני בעלי מניות נוספים, חמו אהרון בע"מ וראנד חברה למכשירי מטבח ובית בע"מ (מקבוצת אמישראגז), המחזיקים כל אחד בכ-33.33% ממניות כל אחת מהחברות.

שווי החזקות הקרן בחברות החלוקה ליום 31 בדצמבר 2025 הינו 203,720 אלפי ש"ח. לפרטים נוספים אודות השקעת הקרן בחברות החלוקה ולהערכת שווי ליום 31 בדצמבר 2025, ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון) לעיל.

1. פעילות חברות החלוקה וההקמה ותיאור התפתחות עסקיהן

חברות החלוקה עוסקות בחלוקת גז טבעי ללקוחות קצה בלחץ נמוך (Downstream) ממערכת ההולכה הארצית, המתופעלת על ידי חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ ("**נתג"ז**"), ופעילותה העיקרית של אי.פי.סי הינה הענקת שירותי תכנון, הקמה ותפעול של תשתיות לחלוקת גז טבעי לחברות החלוקה.

חברות החלוקה מחזיקות ברישיון בלעדי להקמה והפעלה של רשת חלוקת גז טבעי ("**רישיון חלוקה**" או "**הרישיון**") באזור פעילותן, קרי אזור הנגב והדרום, לתקופה של 25 שנים מיום מתן הרישיון, אשר בסיומה יוחזרו נכסי רשת החלוקה למדינה תמורת שווי השוק של הנכסים ("**ערך הגרט**")[1], בניכוי הלוואות שניתנו לחברות החלוקה על ידי המדינה, כמפורט בסעיף 4.4 להלן. במסגרת רישיונות החלוקה, נקבעו תעריפי חיבור לקוחות חדשים ותעריפי חלוקת גז, הנגבים על ידי חברות החלוקה, שהינם אחידים ביחס לכלל הצרכנים (בהתאם לסוג הצרכן והיקף צריכתו), וצמודים בנגב גז לסל מדדים[2] ובגז טבעי דרום למדד המחירים לצרכן. להלן פרטים עיקריים אודות חברות החלוקה וקווי החלוקה:

		נגב גז	גז טבעי דרום
שיעור החזקה		33.33%	
מועד הקמה		24 ביולי 2008	10 בפברואר 2010
מועד מתן רישיון ל-25 שנים		1 בנובמבר 2009	6 בפברואר 2012
אזור פעילות		האזור המשתרע מאופקים, נתיבות ובאר שבע ועד ים המלח, וכל המרחב שביניהן	האזור המשתרע מחוף אשקלון עד אשדוד, שדרות עד גדרה וכל המרחב שביניהן
אורך קווי צינורות הגז	**פעילים (בק"מ)**	451[3]	119
	בהקמה (בק"מ)	74	25
	בתכנון (בק"מ)[4]	19	7
	תכנון עתידי	בכוונת חברות החלוקה להמשיך בפיתוח העסקי ובהתאם להאריך את קווי צינורות הגז	
אורך קווי צינורות גז שהוקמו בשנת 2025 (בק"מ)		26.5	11.3
לקוחות תעשייתיים	**חתומים**[5]	61	56
	מתוכם מחוברים	46	47

1 בהתאם להוראות רישיון החלוקה, שלוש שנים לפני תום תקופת הרישיון תקבע המדינה את אופן חישוב ערך הגרט. לפרטים אודות מתווה מוצע ביחס לאופן חישוב ערך הגרט, ראו סעיף 4.3.2 להלן.
2 סל מדדים שהרכבו מדד המחירים לצרכן, מדד תשומות הבניה ושער הדולר.
3 כולל קווים בשכונות ותיקות בערד ושכונת הניצחון בדימונה אשר שודרגו ומתופעלים על ידי החברה.
4 על בסיס הסכמים חתומים מול צרכנים והסכמים מול המדינה לחיבור שכונות ולקוחות מרוחקים שהינם בתוקף נכון למועד דוח זה. בכוונת חברות החלוקה להמשיך ולהרחיב את פרישת רשת החלוקה בהתאם לתכניות פיתוח עסקי של כל אחת מהחברות.
5 לקוחות שחתמו על הסכם חלוקת גז טבעי עם מי מחברות החלוקה.

		נגב גז	גז טבעי דרום
פרויקטים במגזר ביתי	פרויקטים חתומים (שכונות)	7	1
	סך יחידות דיור (באלפים)	32	5
	צפי לחיבור (ב-%)	65% (בשכונות החדשות בלבד, ללא ערד ודימונה הוותיקות)	65%
כמות צריכת לקוחות לשנת 2025 (במיליוני מ"ק)		159	142
צריכה משוערת לשנה מייצגת (שנת 2029) [6] (במיליוני מ"ק)		204	177
סך ההשקעה ליום 31.12.2025 [7] (במיליוני ש"ח)		392	224

המידע האמור לעיל בדבר אורך קווי צינורות הגז בתכנון והצריכה המשוערת לשנה מייצגת, מהווה מידע צופה פני עתיד, ומבוסס בין היתר, על הסכמים חתומים מול צרכנים ומול המדינה, וכן על הנחות של חברות החלוקה בדבר שיעור הגידול השנתי בהיקף ובצריכת הלקוחות התעשייתיים, צפי לחיבור צרכני תעשייה חדשים, צפי חיבור יחידות דיור חדשות, צפי חיבור וצריכת לקוחות מסחריים וצריכה ממוצעת שנתית ליחידת דיור, אשר אין ודאות כי תתממשנה במלואן ו/או בחלקן.

2. נתונים כספיים של חברות החלוקה וההקמה

לתמצית נתונים כספיים מצרפיים של חברות החלוקה וההקמה, ראו בדוח הדירקטוריון של הקרן, בפרק א' לדוח זה.

3. סביבה כללית והשפעת גורמים חיצוניים – מלחמת חרבות ברזל ושאגת הארי

ככלל, מלחמת "חברות ברזל" (ובכללה מבצע "שאגת הארי" מול איראן) השפיעה על פעילות ההקמה של חברות החלוקה וההקמה לפרקי זמן מוגבלים (לרבות נכון למועד פרסום הדוח, עקב מגבלות הנובעות, בין היתר, מהצורך לבצע עבודות הקמה בסמוך למרחבים מוגנים), והשפעה מועטה על הפעילות השוטפת, שכן, קווי החלוקה נותרו פעילים וללא פגיעה לאורך כל תקופת הלחימה. במהלך שנת 2025 ונכון למועד פרסום דוח זה, היקפי צריכת הלקוחות חזרו לרמתם טרום פרוץ מלחמת חרבות ברזל ואף מעבר לכך, וחברות החלוקה וההקמה פעלו וממשיכות לפעול באופן שוטף (בכפוף למגבלות מסוימות כאמור) לטובת השלמת עבודות ההקמה וחיבור הלקוחות בהתאם ללוחות הזמנים שנקבעו.

4. מידע כללי על תחום הפעילות

הגז הטבעי הוא החלופה הנקייה ביותר מבין הדלקים הפוסיליים (נפט, פחם ומזוט) מבחינת פליטות מזהמים שונים וגזי חממה[8]. ישראל, כמו מדינות רבות בעולם, מעודדת מעבר לשימוש בגז טבעי כמקור אנרגיה עיקרי בשל יתרונותיו הרבים לצרכן, למשק ולסביבה, ביניהם, כאמור, הפחתת זיהום האוויר ופליטת גזי החממה, צמצום השימוש במשאבי קרקע, וכן הוזלת עלויות ייצור חשמל ומוצרי תעשייה, שיפור התחרות במשק, קידום הייצוא וחיזוק הכלכלה הישראלית.

הגז הטבעי, המופק במאגרים הימיים, מגיע לאחד מתוך שלושת מתקני הקבלה בחופי המדינה ומשם מוזרם בלחץ גבוה למערכת ההולכה הארצית, המשמשת כעורק ראשי בים וביבשה להזרמת הגז בישראל. הגז הטבעי הזורם במערכת ההולכה נקלט במתקני PRMS (Pressure Reducing & Metering Stations), המצויים בצמתים מרכזיים ברחבי הארץ, המפחיתים את לחץ הגז ומזרימים אותו ללקוחות רשת ההולכה (חברת החשמל, יצרני חשמל פרטיים, מפעלים גדולים וספקי CNG) [9]

6 על פי תכנית עבודה ארוכת טווח של חברות החלוקה.
7 עלות השקעה ברוטו בנכס בלתי מוחשי, לפני פחת ולקוחות שנסגרו.
8 לדוגמה, בהשוואה לפחם, גז טבעי פולט כ-51% מפליטות CO_2, כ-12% מפליטות NOx וכ-29% מפליטות חלקיקים.
9 "**CNG**" (Compressed Natural Gas) – משמעו, גז טבעי דחוס. גז זה משמש בעיקר לתדלוק כלי רכב המונעים בגז טבעי אשר מסופק במכליות ומשונע למרכזי פריקה ולתחנות תדלוק בגז טבעי.

וכן לרשת החלוקה, אשר מספקת גז טבעי בלחץ נמוך ונמוך מאוד[10] לצרכני קצה (מפעלים, קוגנרציה, מרכזיים מסחריים, חקלאים, תחנות דלק ושכונות מגורים, כמפורט להלן).

רשת החלוקה מתוכננת, מוקמת ומופעלת על ידי בעלי רישיונות חלוקה, והיא מצויה בבעלותם ובאחריותם. הרישיון ניתן לתקופה של 25 שנים, והוא מקנה בלעדיות לחיבור צרכנים לרשת החלוקה באזור בו ניתן. נכון למועד דוח זה, בישראל ששה אזורי חלוקה (חיפה והגליל, חדרה והעמקים, ירושלים, המרכז, נגב והדרום), ובכל אזור פועל בעל רישיון חלוקה אחד. חברות החלוקה, כאמור, הינן בעלות רישיון בלעדי לחלוקת גז באזורי הנגב והדרום.

4.1. מבנה תחום הפעילות והשינויים החלים בו

בשני העשורים האחרונים, עם גילוי מאגרי הגז הטבעי מול חופי מדינת ישראל, ניכרת מגמת עליה בצריכת הגז הטבעי, אשר הפך גם למקור האנרגיה העיקרי והמועדף לייצור חשמל בישראל (נכון לתום שנת 2024, כ-72% מהחשמל יוצר באמצעות גז טבעי)[11] ולשימוש בתעשיות הגדולות, נוכח עלותו הנמוכה (הנובעת מהגידול בהיצע ומתמריצים ממשלתיים) ויתרונותיו הסביבתיים. במובנים רבים הגיע משק הגז הטבעי בישראל לשלב בשלות, כאשר רוב רשת ההולכה כבר פרושה, והיקף השימוש בגז הטבעי גדל בהתמדה: במהלך שנת 2024 נצרכה בישראל כמות גז טבעי של 13.9 BCM (מתוך סה"כ 27.1 BCM שסופקו ממקורות הגז הטבעי בישראל), גידול של כ-5.6% בהשוואה לצריכה המקומית בשנת 2023, ובסה"כ גידול שנתי ממוצע של כ-4.7% בשנים 2019 עד 2024 (זאת לעומת גידול שנתי ממוצע של כ-10.2% בשנים 2013 עד 2018). האטת הצמיחה בשנים האחרונות מיוחסת להתקרבות השוק לבשלות, ולהטמעה המהירה של השימוש בגז טבעי בתחילת הדרך.[12]

בשנת 2024, בדומה לשנים שקדמו לה, 78% מהצריכה המקומית היתה לייצור חשמל, בעוד 11% מהגז הטבעי הנצרך יועד לצרכני הולכה וחלוקה בסקטור התעשייה והשאר, כ-11%, שימש את צרכני הקוגנרציה. ייצוא הגז הטבעי ב-2024 היווה 49% מסך אספקת הגז הטבעי (לעומת 47% בשנת 2023).[13]

על פי תחזית צריכת הגז הטבעי, בשנים 2024 עד 2048 צפוי הביקוש לגז טבעי בישראל (בתרחיש המניח צריכת גז מירבית) לעלות עד לכ-21.5 BCM בשנת 2034 (תום תקופת הרישיון של נגב גז), כ-23.3 BCM בשנת 2037 (תום תקופת הרישיון של גז טבעי דרום) וכ-29.6 BCM בשנת 2048 (תום תקופת התחזית) [14].

4.2. תמיכת המדינה במשק הגז

על מנת לאפשר את הגדלת השימוש בגז הטבעי ולעודד חיבור צרכנים נוספים, יזם משרד האנרגיה בשנים 2018-2020 תכניות סיוע הכוללות מכרזים וקולות קוראים להאצת פרישת רשת החלוקה ולחיבור צרכנים מרוחקים וחיבור בתי חולים, וכן להקמת תחנות תדלוק (ציבוריות או לצי רכבים) בגז טבעי דחוס (CNG). לפרטים אודות מכרזים בהם השתתפו חברות החלוקה, ראו סעיף 4.4.

לאחר שבשלוש השנים האחרונות הופחת תקציב משרד האנרגיה לצורך מימון עלויות המלחמה (במישרין ובעקיפין), במסגרת הצעת התקציב לשנת 2026,[15] הקצה משרד האנרגיה 195 מיליון ש"ח לטובת תמיכה בפרישת רשת החלוקה של הגז הטבעי, וזאת על בסיס תכנית מענקים אשר נועדה לקדם חיבור צרכנים לרשת החלוקה של משק הגז הטבעי, כמפורט להלן.

במטרה להאיץ את פרישת רשת החלוקה ולהביא לחיבור מהיר יותר של הצרכנים באזורים השונים בארץ לרשת הגז הטבעי, בחודש אוגוסט 2025 פורסמה לשימוע החלטת המועצה לענייני משק הגז הטבעי בעניין עקרונות המתווה למקטע חלוקת הגז הטבעי ("**המתווה**").[16] המתווה הינו וולונטרי, ומוצע לחברות החלוקה לפנים משורת הדין, אך ההצטרפות אליו מותנית בהתחייבות לקבל את תנאי המתווה בכללותו, על כל תנאיו וסייגיו. נכון למועד פרסום הדוח,

10 לחץ נמוך ונמוך מאוד מוגדר כלחץ הנמוך מ-16 Bar ומ-4 Bar, בהתאמה.
11 דוח מצב משק החשמל לשנת 2024, רשות החשמל, ספטמבר 2025.
12 סקירת התפתחויות במשק הגז הטבעי לשנת 2024, משרד האנרגיה והתשתיות, מאי 2025 ("**סקירת התפתחויות במשק הגז הטבעי**").
13 שם.
14 שם.
15 הצעת תקציב משרד האנרגיה לשנת 2026, ינואר 2026.
16 משרד האנרגיה והתשתיות, רשות הגז הטבעי, "עקרונות המתווה למקטע חלוקת הגז הטבעי – להערות הציבור", 26 באוגוסט 2025.

המתווה בכללותו הוקפא לאור אי הסכמות שעלו כתגובות לשימוע מגורמים רבים במשק, ובכללם חברות החלוקה. רכיבי המתווה הינם:

4.2.1. אסדרת אופן החישוב של שווי הנכסים בסוף תקופת הרישיון (ערך הגרט): מוצע להגדיר את ערך הגרט כבר כעת (ולא שלוש שנים לפני תום תקופה הרישיון), אשר יחושב לפי העלות המופחתת של הנכסים, אשר ככלל תחושב או לפי עלות בספרים או לפי מחירון נורמטיבי שפורסם, הנמוך מבין השניים, במטרה לגדר סיכוני ביקוש וליצור התאמה למנגנוני תמיכה, לרבות מענקי הגזה;[17]

4.2.2. מתן מענקי הגזה ומענקי חלוקה מכח קול קורא: הקצאת תקציב של 150 מיליון ש"ח שיינתן כמענק הגזה עבור כל מקטע שקיבל או יקבל אישור הגזה החל מיום 1 בינואר 2025 ועד לסיום התקציב, באופן המפורט בטיוטת ההחלטה;

4.2.3. עדכון תעריף חלוקה: הקצאת תקציב של 45 מיליון ש"ח, שיינתן לחברות חלוקה במקרה בו תעריף החלוקה לא ישקף את פער העלויות מול ההכנסות השוטפות, לפי מנגנון שפורסם במסגרתו חברת חלוקה תוכל לבקש מדי שנה כי התעריף יעודכן בכפוף למודל הקבוע בטיוטה;

4.2.4. עקרונות טיוטת החלטה בנושא תעריף צרכן מרוחק: על פי ההסדר המוצע, חברת חלוקה תגבה תוספת לתעריף החיבור ברישיונה עבור חיבור צרכן מרוחק, וכתלות במרחק ובגודל הצרכן. יצוין, כי מקטע שישולם עבורו תעריף צרכן מרוחק לא יהיה זכאי לקבל מענק הגזה, כך שמדובר בשני מנגנונים חלופיים.

4.3. מגבלות, חקיקה, תקינה ואילוצים מיוחדים החלים על תחום הפעילות

פעילות חברות החלוקה מוסדרת בחוק משק הגז הטבעי, הקובע, בין היתר, כללים לגבי חובת רישוי ביחס להקמה והפעלה של רשת הולכה וחלוקה, חובות וזכויות החלים על בעלי רישיונות, קביעת תעריפים וכינון רשות הגז הטבעי והמועצה לענייני משק הגז הטבעי ("**המועצה**"). בנוסף, פועלות חברות החלוקה בהתאם לרישיון החלוקה שהוענק להן, המפרט, בין היתר, את תעריפי החיבור וחלוקת הגז הטבעי ואת ההשקעות הנדרשות, לוחות הזמנים, אבני הדרך בהקמת רשת החלוקה, פרישתה וחיבור הצרכנים.

4.3.1. תעריפים

(א) **עדכון תעריפים** – אחת לחמש שנים רשאי מנהל רשות הגז הטבעי לעדכן את התעריפים השונים בעקבות שינויים בדין הרלוונטיים לבעלי רישיונות החלוקה או למשק הגז הטבעי. בנוסף, על פי תנאי רישיונות החלוקה, תעריפי החיבור והחלוקה יופחתו, ככל שכמות הגז השנתית המועברת לצרכנים עולה על הכמות שנקבעה ברישיון.

בחודש נובמבר 2021, בד בבד עם אישור תקציב המדינה לשנת 2021, אישרה מליאת הכנסת את חוק התכנית הכלכלית (תיקוני חקיקה ליישום המדיניות הכלכלית לשנות התקציב 2021 ו-2022) ("**חוק ההסדרים**"), הכולל שינויים במשק הגז, במטרה, בין היתר, להאיץ את הקמת רשת החלוקה ופיתוחה ולהסדיר את מבנה התעריפים וחלוקת הסיכונים. במסגרת שינויים אלה, ניתנה סמכות למועצה לשנות תעריף שנקבע ברישיון (למעט ביחס לתעריפים שמשלמים מפעלים מחוברים או חתומים שטרם חוברו, עד תום שנת 2023), לשם הגשמת מטרות חוק משק הגז הטבעי.

בחודש מרץ 2021 פנתה נגב גז לרשות, בבקשה לשינוי תעריף ("**הבקשה**"), ובחודשים שלאחר מכן הועברו השלמות לבקשת רשות הגז הטבעי. כעבור שנתיים ללא התקדמות בנושא, פנתה נגב גז בחודש מרץ 2024 לרשות הגז הטבעי בבקשה לחידוש הדיון בבקשה, כאשר נכון למועד דוח זה, הבקשה עדיין נידונה ברשות הגז הטבעי. יצוין, כי בכוונת גז טבעי דרום לפנות אף היא לרשות הגז הטבעי בעניין זה.

(ב) בנוסף, ביום 6 במרץ 2023 התקבלה במועצה החלטה[18] לפיה יעודכנו תעריפי החלוקה של "צרכן גדול מאד" (צרכן אשר צריכתו עולה על 12 מיליון מ"ק גז טבעי בשנה), אשר ערב אימוץ ההחלטה היו נמוכים

17 משרד האנרגיה והתשתיות, רשות הגז הטבעי: טיוטת החלטה בדבר הסדרת אופן חישוב ערך תמורת הנכסים בסוף תקופת רישיונות חברות החלוקה, 26 באוגוסט 2025.

18 החלטת מועצה מס' 1/2023, תעריפים לקטגוריית צרכן גדול מאוד, 6 במרץ 2023.

משמעותית מתעריף "צרכן גדול", וחלו החל מהמ"ק הראשון, דבר שיצר לצרכן גדול תמריץ להגדיל את כמות צריכת הגז שלו ללא צורך והגדיל את הכדאיות בחיבור צרכנים גדולים. במסגרת ההחלטה, הושווה, החל מיום 1 בינואר 2024, תעריף צרכן גדול מאוד לתעריף צרכן גדול, עבור צריכה של עד 12 מיליון מ"ק גז טבעי לשנה, והוא יקטן בהדרגה עבור כמות העולה על 12 מיליון מ"ק גז טבעי בשנה, ועבור כמות העולה על 25 מיליון מ"ק גז טבעי בשנה.

(ג) בחודש אפריל 2025 התקבלה במועצה החלטה בנושא קביעת תעריף צריכה מינימאלי לצרכני החלוקה,[19] לפיה על צרכנים שיחתמו על הסכם חלוקה החל מיום 1 ביולי 2025 תחול החובה לשלם בגין לפחות 4,380 שעות בשנה מתוך הקיבולת המקסימלית המוזמנת על ידם למשך תקופה שנעה בין 5 ל-10 שנות צריכה, בהתאם לגודל הצרכן. עוד נקבע כי צרכן גדול או גדול מאוד שמרחקו אינו עולה על 1 ק"מ מרשת החלוקה הקיימת או המתוכננת, יוכל להנות מכמות שעות צריכה מינימאלית מופחתת של 1,500 שעות בלבד לשנה, למשך 20 שנים (ובלבד שיתחייב לתקופת צריכה של 20 שנים). יצוין כי עבור חברות החלוקה, ישנה חשיבות רבה לקביעת תעריף צריכה מינימאלי הולם, המאפשר ביצוע עסקאות כדאיות כלכלית בחיבור צרכנים הצורכים מספר מועט של שעות במהלך השנה.

4.3.2. <u>ערך הגרט</u> – על פי תנאי רישיונות החלוקה, שלוש שנים לפני תום תקופת הרישיון, הרשות תקבע את אופן חישוב ערך הגרט על פי שווי השוק של ערך הנכסים של רשת החלוקה, אשר ישולם לחברות החלוקה בתום הרישיון. רשות הגז מצויה בשיח מתמשך עם החברות בנושא על אופן חישוב ערך הגרט של מערכת חלוקת הגז הטבעי (נכסי החברות), אשר צפוי להשפיע באופן ניכר על שווי ערך הגרט בתום תקופת הרישיון. אופן חישוב הגרט נכלל במסגרת המתווה המוצע (כמפורט בסעיף 4.2 לעיל), לפיו החישוב יתבסס על עלות מופחתת של הנכסים במטרה לגדר סיכוני ביקוש.[20] יצוין, כי לעמדת חברות החלוקה, חישוב ערך הגרט באופן זה סותר את הוראות הסעיף הרלוונטי ברישיון, וכן את מבנה הרישיון כולו אשר מבוסס על תזרים הכנסות בניגוד למבנה מבוסס עלויות. חברות החלוקה העבירו התייחסות מפורטת המגובה בחוות דעת כלכלית לעניין זה לרשות הגז.

4.3.3. <u>צו הבלו על הדלק (הטלת בלו)</u> –בחודש ינואר 2025 הוטל מס פחמן הדרגתי על דלקים מזהמים שונים (בהם מזוט, פחם, גפ"מ וגז טבעי), עד לשנת 2030. חברות החלוקה צופות כי שינוי המיסוי, עשוי להשפיע על הערך הכלכלי לבחינה של כל לקוח פוטנציאלי בשאלה האם להתחבר לרשת הגז הטבעי אל מול צריכת דלקים חליפיים.

האמור לעיל בדבר בקשתה של נגב גז לעדכון תעריפים ופניה עתידית של גז טבעי דרום לרשות הגז הטבעי באותו ענין, כמו גם הערכותיהן בדבר השפעת צו הבלו על הדלק (הטלת בלו) על שיקול דעתם של לקוחות פוטנציאליים, הינם מידע צופה פנה עתיד, המבוסס, בין היתר, על דיונים שקיימו חברות החלוקה מול רשות הגז הטבעי ועל היכרותן עם השוק ומידע שהתקבל מרשות הגז הטבעי. אין ודאות כי בקשת נגב גז לעדכון התעריף תתקבל, או כי גז טבעי דרום תפנה לרשות בענין זה, וככל שתפנה – שבקשתה תתקבל, או כי צו הבלו על הדלק (הטלת בלו) ישפיע על הלקוחות הפוטנציאליים, וזאת, בין היתר, עקב שינויים בעמדות הגורמים המוסמכים ובטעמי הלקוחות והלקוחות הפוטנציאליים.

4.4. <u>הסכמים מול המדינה</u>

כאמור לעיל, משרד האנרגיה פועל לקידום השימוש בגז טבעי ולחיבור צרכנים חדשים לרשת החלוקה. במסגרת זו, השתתפו חברות החלוקה בתכניות שונות של המדינה, כמפורט להלן:

19 החלטת מועצה מס' 2025-1, קביעת תעריף צריכה מינימאלי לצרכני חלוקה, 6 באפריל 2025.
20 ראו בהערה 17 לעיל.

	האצת פרישה		פרויקטים להאצת חיבור לקוחות מרוחקים		חיבור שכונות מגורים
סוג	קול קורא		מכרז		רמ"י, משרד האנרגיה
מועד פרסום	2019	2018	2018	2017	מועדים שונים
רקע	בעל רישיון חלוקה יקים ויפרוש קו צינור גז כמפורט בקול הקורא ויחבר למקטע רשת החלוקה את כל הצרכנים החתומים, באופן בו ניתן יהיה להזרים להם גז טבעי.		על פי תנאי רישיון החלוקה, בעבור חיבורו של צרכן מרוחק לרשת החלוקה, קיימת תוספת לתעריף החיבור. התשלומים הינם חלף ביצוע התשלום ע"י הצרכנים הסופיים. במסגרת המכרזים, התקשרו חברות החלוקה בהסכמים בנוסח אחיד עם רשות הגז הטבעי, לפיהם התחייבו לפרוש את קווי רשת החלוקה באזורים המפורטים בהסכם ולחבר אליה את הצרכנים המרוחקים וכן כל צרכן אחר שיבקש להתחבר וממוקם באותו אזור.		תשלומים שצפויים להתקבל בקשר עם חיבור שכונות באופקים, ערד, בני עייש ונתיבות, לרשת החלוקה מהמדינה ומהחברות הכלכליות של הרשויות המקומיות. בנוסף, חברות החלוקה קיבלו תשלומים שמכוחם ביצעו שיפוץ ושדרוג תשתיות הגז הטבעי בעיר ערד ושכונת הנצחון בדימונה, שלב ב'.
סה"כ סכומים להם זכאיות חברות החלוקה נגב ודרום (במיליוני ש"ח)	28	25	38	33	86
סה"כ התקבל ע"י חברות החלוקה (במיליוני ש"ח)	24	23	23	33	61
סה"כ תוספת צפויה להתקבל ע"י חברות החלוקה (במיליוני ש"ח)	4	2	16	-	25
האם הסכום שהתקבל ינוכה מערך הגרט	כן		כן	לא	לא

המידע בדבר הסכומים העתידיים אותם צפויות חברות החלוקה לקבל מהווה מידע צופה פני עתיד, אשר מבוסס בין היתר, על הסכמי חברות החלוקה עם משרד האנרגיה ועם רמ"י, על פרסומי משרד האנרגיה ועל היכרות חברות החלוקה עם שוק הגז הטבעי. אין ודאות כי יחולקו הסכומים כאמור, וזאת בין היתר נוכח שינויים במדיניות הממשלה ומשרד האנרגיה בפרט.

5. לקוחות

לקוחות הקצה של חברות החלוקה, הקיימים והאופציונליים, הרלוונטיים לחלוקת גז בלחץ נמוך, הינם כדלקמן:

5.1. לקוחות תעשייתיים

ככלל, הלקוחות התעשייתיים הינם מפעלים תעשייתיים, וחקלאים המשתמשים בגז טבעי להפקת אנרגיה תרמית לתהליכי הייצור שלהם, ואף כמקור לייצור חשמל באופן מקומי. התקשרות עם כלל הלקוחות נעשית באמצעות הסכם בנוסח אחיד שנקבע על ידי רשות הגז הטבעי[21], ומסדיר את התחייבויות הצדדים שעיקרן התחייבות חברות החלוקה להקים עבור הלקוח את צינורות הגז ומתקני החיבור לרשת החלוקה, בהתאם לכמויות גז טבעי מינימליות ומקסימליות.

5.2. מתקנים לייצור חשמל

אחד השימושים המשמעותיים בגז טבעי הינו לצורך תפעול מתקנים לייצור חשמל בטכנולוגיית גנרציה או קוגנרציה. במהלך שנות פעילות חברות החלוקה, חיברו חברות החלוקה 22 יצרני חשמל בטכנולוגיה כאמור, לרבות תחנת הכוח אתגל, אשר חוברה בשנת 2023 ומייצרת חשמל בהיקף של כ-186 מגה-וואט, ותחנת כוח של מתקן התפלה אשדוד אשר

21 ככל שנדרש, נחתמים גם מכתבי צד המסדירים היבטים טכניים של חיבור הלקוחות.

חוברה בשנת 2025 וצפויה להתחיל צריכה בשנת 2026. בהתאם להסכמי חלוקת גז חתומים, צפויות חברות החלוקה לחבר בשנה הקרובה יצרנית חשמל אחת נוספת.

לאור מבנה התעריפים הנוכחי במשק החשמל, חלה בשנים האחרונות ירידה בביקוש להקמת מתקני גנרציה קטנים בחצר לקוח שהינו מפעל תעשייתי. עם זאת, מחסור בהיצע חשמל עשוי להביא לעליית ביקושים מחודשת לגז טבעי מצד לקוחות מסוג זה. על אף האמור, לאור קבלת ההחלטה בדבר קביעת תעריף הצריכה המינימאלית כאמור בסעיף 4.3.1(ב) לעיל, לפיו כמות שעות הצריכה המינימאלית המופחתת עומדת על 1,500 שעות בלבד לשנה, הפכו לקוחות אלה לאטרקטיביים פחות עבור חברות החלוקה.

המידע בדבר מספר יצרני החשמל שחברות החלוקה צפויות לחבר בשנת 2026, מהווה מידע צופה פני עתיד, אשר מבוסס בין היתר, על הסכמים חתומים של חברות החלוקה עם לקוחות פוטנציאליים שהינם יצרני חשמל, וכן על הנחות של חברות החלוקה בדבר צפי חיבור וצריכת לקוחות כאמור, אשר אין ודאות כי תתממשנה במלואן ו/או בחלקן.

5.3. צרכנים ביתיים (דיור)

כחלק מעידוד צריכת הגז הטבעי והרחבתו לסקטורים נוספים, יצאה הממשלה בשנת 2019, באמצעות רשות מקרקעי ישראל ומשרד האנרגיה לפיילוט לחיבור שכונות מגורים חדשות לרשת החלוקה של הגז הטבעי. במסגרת הפיילוט, הוקצו מענקים בהיקף של כ-80 מיליוני ש"ח. במקביל בשנה זו, נקבעה באסדרה זמנית של רשות הגז הטבעי קטגוריה של צרכנים ביתיים הזכאים לתעריפים ייעודיים, אשר בחודש דצמבר 2024 הפכה לקבועה. נכון למועד דוח זה, ישנם כ-6,900 צרכנים פעילים בשכונות מגורים בערד, בדימונה, בבאר שבע ובאופקים, וכן מוקמת תשתית לחיבור בתי מגורים בארבע שכונות חדשות.

6. הון אנושי

החל מחודש יולי 2024 מכהן מר אמיר רשף כמנכ"ל חברות החלוקה וההקמה (מנכ"ל אחד לכולן). החברות כאמור מעסיקות במשותף כ-50 עובדים במחלקות הנדסה, הקמה, כספים ותפעול, בקרה ומנהל ביטחון.

7. מימון

7.1. נכון למועד הדוח, חברות החלוקה וההקמה ממנות את פעילותן ממקורות עצמיים (לרבות הלוואות בעלים), מסכומים המתקבלים מהמדינה והלוואות מתאגידים בנקאיים ושאינם בנקאיים.

7.2. נכון לימים 31 בדצמבר 2023, 2024 ו-2025 עמדו יתרות החוב (ללא הלוואות בעלים) של חברות החלוקה וההקמה על סך כולל של כ-91, כ-102 וכ-119 מיליון ש"ח, בהתאמה.

8. סיכונים סביבתיים

חיבור צרכנים תעשייתיים לגז טבעי כחלף לדלקים מזהמים כגון סולר ומזוט יוצר תועלת סביבתית משמעותית באמצעות מניעת פליטת מזהמים משריפת הדלקים החלופיים. רשת החלוקה הינה תשתית מוטמנת בעומק הקרקע ועל כן הסיכון של פגיעה כתוצאה מאירוע אקלימי הינו נמוך, וכך גם קיים סיכון נמוך לדליפות גז טבעי.

9. יעדים ואסטרטגיה עסקית

היעד המרכזי של חברות החלוקה הינו המשך פרישת רשת החלוקה וכן הרחבת שוק צרכני הגז הטבעי במגזרים קיימים ומגזרים נוספים, כמפורט להלן:

9.1. יחידות דיור – חברות החלוקה מקדמות תכנון הנדסי והקמת תשתית גז טבעי לחיבור שכונות חדשות, בין היתר, בערד, בנתיבות, בני עייש, אופקים ובאר שבע. חברות החלוקה צופות כי ניתן יהיה לחבר עד תום תקופות הרישיונות בחברות החלוקה כ-37 אלף יחידות דיור בפרויקטים באזור הנגב והדרום, הנמצאים בשלבים שונים של תכנון או הקמה או תפעול.

9.2. לקוחות תעשייתיים ומתקנים לייצור חשמל – המשך חיבור לקוחות תעשייתיים ומתקנים לייצור חשמל, כמפורט בסעיפים 5.1 ו-5.2 לעיל. כמו כן, חיבור לקוחות נוספים בקטגוריה זו, בדגש על חוות שרתים המתאפיינות בצריכת חשמל משמעותית.

9.3. פיננסי – יעדי חברות החלוקה הינם חתימה על הסכמים חדשים עם לקוחות תעשייתיים, עמידה באבני הדרך ובלוחות הזמנים לשם קבלת דמי חיבור ודמי חלוקה מהצרכנים וכן תשלומים מהמדינה בהתאם להסכמים כאמור בסעיף 4.4 לעיל, זכיה בפרויקטים ובקולות קוראים חדשים וכן שיפור תנאי החוב בחברות החלוקה והיקפו. כמו כן, פועלות חברות החלוקה מול מוסדות המדינה להגדלת התעריף בהתאם לסעיף 50 לרישיון החברות (שינויים בדין) וכן לקביעת אופן חישוב הגרט, על מנת לאפשר ודאות לפריסת התשתית בשנים העתידיות.

האמור בסעיף זה ביחס ליעדים והאסטרטגיה העסקית של חברות החלוקה הינו מידע צופה פני עתיד, אשר מבוסס בין היתר, על שאיפות, יעדים והערכות של חברות החלוקה, אשר אין ודאות כי יתממשו. מבלי לגרוע מכלליות האמור, שינויים עתידיים אפשריים באיזה מהגורמים עליהם מבוססים היעדים, ההערכות והשאיפות כאמור, או שינויים באסטרטגיה העסקית של חברות החלוקה עשויים להשפיע באופן מהותי על ההערכות שלעיל. ההערכות האמורות לעיל עשויות להיות שונות מהותית במקרה של התממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 11 להלן.

10. צפי להתפתחות בשנה הקרובה

במהלך שנת 2026, בכוונת חברות החלוקה להמשיך לפרוש את רשת החלוקה בהתאם לתנאי רשיונן ולתנאי ההסכמים עם המדינה (כמפורט בסעיף 4.4 לעיל) והסכמים עם לקוחות, לרבות פרישה מתוכננת של כ-60 ק"מ חדשים לרשת החלוקה, לעמוד באבני הדרך לקבלת המענקים מהמדינה וכן לזכות במענקים ובפרויקטים חדשים. חברות החלוקה יקבלו השנה, להערכתן, תשלומים מהמדינה בהיקף של כ-21 מיליוני ש"ח.

במקביל, חברות החלוקה ממשיכות להיערך לקראת תפעול רשת החלוקה בהיקף מהותי נוכח הגידול בלקוחות המחוברים הצפוי בשנה הקרובה. להערכתן, כ-17 לקוחות תעשייתיים חתומים יחוברו לרשת החלוקה בשנת 2026.

כמו כן, חברות החלוקה פועלות לקידום של פרויקטי עוגן לשנים הקרובות, הכוללים, בין היתר, הקמת פרויקט ים המלח במסגרתו יוקם קו באורך כ-20 ק"מ המחבר בין מתקן PRMS סדום (מתקן למנייה והפחתת לחץ) לאזור המלונות בים המלח ובשלב הראשוני צפוי לחבר חמישה מלונות. בנוסף, פועלות חברות החלוקה לחבר צרכנים גדולים וגדולים מאוד כגון חברת טכנולוגיה גדולה, מלונות נוספים באזור ים המלח, צרכנים תעשייתיים גדולים ומתקני ייצור חשמל ועוד.

בתחום המגזר הביתי חברות החלוקה מתכוונות לבצע, במהלך שנת 2026, עבודות הקמה ב-4 שכונות בנתיבות, ערד, אופקים ובני עייש, ובמקביל להמשיך בחיבור שכונות באופקים ובבאר שבע.

כמו כן, פועלות חברות החלוקה להשלמת ההליך מול רשות הגז ביחס לעדכון תעריף החלוקה על בסיס שינוי בדין, כמפורט בסעיף 4.3.1 לעיל.

האמור בסעיף זה ביחס לצפי להתפתחות בשנה הקרובה, הינו מידע צופה פני עתיד, אשר מבוסס בין היתר, על שאיפות, יעדים והערכות של חברות החלוקה, אשר אין ודאות כי יתממשו. מבלי לגרוע מכלליות האמור, שינויים עתידיים אפשריים באיזה מהגורמים עליהם מבוססים היעדים, ההערכות והשאיפות כאמור, או שינויים באסטרטגיה העסקית של חברות החלוקה עשויים להשפיע באופן מהותי על ההערכות שלעיל. ההערכות האמורות לעיל עשויות להיות שונות מהותית במקרה של התממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 11 להלן.

11. דיון בגורמי סיכון

11.1. גורמי סיכון מקרו כלכליים

10.1.1. **האטה כלכלית, מיתון או משבר פיננסי במשק** – שינויים מאקרו כלכליים אשר ישפיעו על פעילות המשק והביקוש לגז טבעי במגזרים מסוימים, כגון האטה כלכלית, מיתון או משבר פיננסי במשק.

10.1.2. **סיכון סייבר** – במסגרת פעילותן, עושות חברות החלוקה שימוש במערכות מחשוב, ובין היתר, במערכת בקרה וחיוב ("Billing") המפקחת בזמן אמת ובאופן רציף על מקטעי רשת החלוקה. תקיפת סייבר לצורך חדירה למערכות המחשוב או לפגיעה בחומר השמור בהן או בשימוש התקין בהן, עלולה לגרום לנזקים, ובהם שיבוש,

הפרעה או השבתה של פעילות חברות החלוקה, מתקפות כופרה, דליפת מידע ואובדן מידע, פגיעה במוניטין והוצאות שיקום המערכות.

11.2. גורמי סיכון ענפיים

10.2.1. **שינויים רגולטורים** – החלטות משרד האנרגיה ורשות הגז הטבעי, בקשר עם עידוד השימוש בגז טבעי ובפרט השתתפות בתשלומים, משפיעות באופן ישיר על רווחיות חברות החלוקה. בנוסף, השינוי החל במדיניות המשרד ורשות החשמל, לעידוד גובר של ייצור חשמל מבוזר באמצעות PV ואגירה, עלול להשפיע לרעה על תוצאות חברות החלוקה לאור הקטנת הכדאיות שבהקמת מתקני גנרציה מבוססי גז טבעי.

10.2.2. **תעריפי חיבור וחלוקה** – התעריפים מתעדכנים בהתאם לשינויים שחלו בסל מדדים, אחת לששה חודשים או אם סל המדדים השתנה ביותר מ-4% מיום העדכון הקודם, לפי העניין. ירידה במדדים הרלוונטיים (ובין היתר ירידה בשער הדולר, המהווה 50% מסל המדדים אליו צמוד התעריף בנגב גז (ראו הערת שוליים 2 לעיל)) תוביל לירידה (ואף משמעותית) בתעריפים.

10.2.3. **עליה במחירי הגז הטבעי** – עליה במחיר הגז הטבעי, אשר נכון למועד דוח זה אינו מפוקח על ידי המדינה, תפגע בכדאיות שלו מול החלופות ולכן עשויה להשפיע על קבלת ההחלטות של צרכנים פוטנציאליים.

10.2.4. **תקלות ועיכובים בהפקת הגז הטבעי ממאגרי הגז או הזרמתו ברשת ההולכה**.

10.2.5. **קשיים סטטוטוריים בפרישת הרשת** – לרבות קבלת היתרי בניה, זכויות מעבר בקרקע וכל היתר, רישיון או זכות אחרת הנדרשים לצורך פרישת הרשת.

10.2.6. **חוסר בכח אדם בעל מיומנות ומקצועיות בתחום הפעילות**.

11.3. גורמי סיכון מיוחדים לחברות החלוקה

10.3.1. **אי עמידה בלוחות הזמנים לקבלת התשלומים מהמדינה/רשויות**.

10.3.2. **חדירה חלקית בלבד למגזרי צרכנים חדשים, נוכח חוסר רצון מצד אותם מגזרים להסב פעילותם לשימוש בגז טבעי ואי עידוד מטעם המדינה**.

הערכת הנהלת הקרן לגבי מידת ההשפעה של גורמי הסיכון על חברות החלוקה וההקמה:

	מידת ההשפעה של גורם הסיכון		
	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון מקרו כלכליים			
האטה כלכלית, מיתון או משבר פיננסי במשק			X
סיכון סייבר			X
גורמי סיכון ענפיים			
שינויים רגולטורים	X		
תעריפי חיבור וחלוקה	X		
עליה במחירי הגז הטבעי			X
תקלות ועיכובים בהפקת הגז הטבעי או בהזרמתו			X
קשיים סטטוטוריים בפרישת הרשת			X
חוסר בכח אדם		X	

	מידת ההשפעה של גורם הסיכון		
	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון מיוחדים לחברות החלוקה			
אי עמידה בלוחות הזמנים לקבלת התשלומים מהמדינה/רשויות			X
חדירה חלקית למגזרי צרכנים חדשים		X	

מובהר כי המידע בדבר גורמי הסיכון אליהם חשופות חברות החלוקה וההקמה הינו בבחינת מידע צופה פני עתיד. הערכות וציפיות הקרן בנושא זה מתבססות על ניסיון העבר, על היכרות הקרן עם השווקים בהם פועלות חברות החלוקה וההקמה ועל הערכותיהן באשר להתפתחותן הכלכלית והעסקית. עם זאת, יתכן שציפיותיה ותחזיותיה של הקרן לא תתממשנה, וזאת בין היתר, בשל תלותן בגורמים חיצוניים שאינם בשליטת הקרן או חברות החלוקה וההקמה (והמפורטים בסעיף זה לעיל).

נספח ז' – תיאור עסקי הקרן בתחום הטענת רכבים חשמליים במזרח אירופה

פעילות הקרן בתחום הטענת רכבים חשמליים במזרח אירופה (Central Eastern Europe, "**CEE**") מתבצעת על ידי החזקתה, באמצעות תאגיד פולני בו היא מחזיקה ב-50% מהון מניותיו ("**התאגיד המשותף**"), בכ-13.2% מהון מניותיה של Greenway Holdings S.A. ("**Greenway**"), כאשר יתרת הון מניות התאגיד המשותף (50%) מוחזקת על ידי Helios Energy Investments.[1]

החל מחודש מרץ 2025, משקיעת העוגן ב-Greenway עם החזקה של כ-38.5% (לאחר שהשקיעה כ-55 מיליון אירו), הינה קרן התשתיות הצרפתית Mirova, המתמחה בתחום הטענת רכבים חשמליים במערב אירופה. יתרת הון מניות Greenway מוחזקת בידי מנהלי החברה ומשקיעי Seed.

שווי החזקות הקרן ב-Greenway (חלק הקרן, באמצעות התאגיד המשותף) ליום 31 בדצמבר 2025 הינו 73,558 אלפי ש"ח. לפרטים נוספים אודות השקעת הקרן ב-Greenway, ראו בפרק א' (דוח הדירקטוריון).

1. פעילות Greenway ותיאור התפתחות עסקיה

Greenway, אשר החלה את פעילותה בשנת 2011, עוסקת בפיתוח, הפעלה וניהול רשתות לטעינת רכבים חשמליים בפולין, סלובקיה וקרואטיה. נכון למועד הדוח, Greenway הינה השחקנית המובילה בשוק עמדות הטעינה הציבוריות DC[2] במדינות ה-CEE, בדגש על פולין וסלובקיה,[3] עם ניהול מצטבר של כ-2,460 עמדות טעינה מהירה (DC), מתוכן כ-2,000 עמדות בבעלותה. ל-Greenway נוכחות משמעותית בשווקים כאמור, כאשר כ-35% מהעמדות המהירות בפולין מוחזקות על ידה וכ-33 אלף מבעלי הרכבים החשמליים בפולין וסלובקיה טוענים את רכביהם באמצעותה לפחות פעם אחת בחודש. ממועד הקמתה, קיבלה Greenway מענקים מהאיחוד האירופי וממשלת פולין בסך כולל של כ-100 מיליון אירו, לסבסוד פיתוח רשת עמדות הטעינה בפולין וסלובקיה.

כיום, בפולין לבדה ישנם למעלה מ-150 אלף רכבים חשמליים,[4] זאת לעומת 80,000 רכבים חשמליים בשנת 2024, עלייה של כ-75%.[5] לפי הערכות שקיבלה Greenway, עד תום העשור מספר הרכבים החשמליים בפולין וסלובקיה צפוי לגדול בכ-1.4 מיליון רכבים.[6]

טעינת רכבים חשמליים נעשית באמצעות טעינה פרטית בבית הלקוח וטעינה במרחב הציבורי, אשר עשויה להתבצע בעמדות AC איטיות או בעמדות DC מהירות. נכון למועד זה, כ-75% מטעינות הרכבים בפולין מבוצעות בעמדות טעינה פרטיות, אולם בהתאם להערכות בשוק, בשנים הקרובות צפויה מגמה זו להתהפך, כך שעיקר הטעינה הציבורית תבוצע בעמדות DC.[7] החלטת האיחוד האירופי משנת 2022 בדבר איסור מכירת מכוניות בעלות מנועי בעירה החל משנת 2035,[8] יחד עם שיפורים טכנולוגיים המגדילים את טווח הנסיעה ומאפשרים טעינה מהירה יותר, צפויים להאיץ את קצב אימוץ הרכבים החשמליים באירופה בכלל, וב-CEE בפרט. השלמת הקמת פעילות ייצור רכבים אירופית למותגי רכבים חשמליים סיניים, לצד השקת דגמים חשמליים מוזלים על ידי יצרנים אירופיים מובילים (דוגמת VW, PSA, ועוד), צפויה אף היא להאיץ את קצב חדירת הרכבים החשמליים לשוק ביחס לשנים קודמות. להערכת Greenway, ככל שיגדל מספר הרכבים החשמליים בשוק, שיעור בעלי הרכבים שיחזיקו בעמדות טעינה ביתיות יפחת, והטעינה תתמקד במרחב הציבורי. על פי התחזיות, עד שנת 2030 כ-86% מסך הטעינה הציבורית צפויה להתבצע בעמדות DC.

ל-Greenway שני מקורות הכנסה מרכזיים – מכירת חשמל ושירותי טעינה, ומכירת עמדות טעינה ומתן שירותים נלווים עבורן. כיום, מעט למעלה ממחצית מהכנסותיה של Greenway נובעות ממכירת חשמל ושירותי טעינה, וההערכה היא כי

1 באמצעות קרן Helios V.
2 Direct Current – עמדת טעינה מהירה (בזרם ישר).
3 על פי ניתוח חברת בנקאות ההשקעות Rothschild & Co שנערך עבור Greenway.
4 European Alternative Fuels Observatory: https://alternative-fuels-observ-bevs.
5 European Alternative Fuels Observatory, Poland: https://alternative-fuels-observatory.ec.europa.eu/transport-mode/road/poland/vehicles-and-fleet.
6 ראו הערת שוליים 3 לעיל.
7 Charging up Europe through binding capacity targets for publicly accessible charging infrastructure and Member State action plans, Charge Up Europe (June 2021): https://www.chargeupeurope.eu/charging-up-europe.
8 Reducing car emissions: new CO2 targets for cars and vans explained – Topics, European Parliament (August 2023), https://www.europarl.europa.eu.

שיעור זה יגדל בעתיד, ככל שנצילות העמדות תעלה.

Greenway ממשיכה בתנופת פיתוח רשת הטעינה הציבורית המהירה, ומחזיקה צבר פרויקטים עתידי איכותי, בדגש על עשרות רבות של מיקומים אטרקטיביים לאורך כבישים מהירים בפולין, סלובקיה וקרואטיה, במימון האיחוד האירופי. בנוסף, Greenway נהנית מקשרים מסחריים חזקים עם שותפים אסטרטגיים מובילים בפולין ובסלובקיה, ובכללם TESCO (מעל ל-90 אתרים), ALDI (מעל ל-230 אתרים) ו-GDDKIA (מעל ל-40 אתרים), כשמרבית האתרים כבר בשלבי הקמה ותפעול. קשרים מסחריים אלו מאפשרים ל-Greenway להתקשר בהסכמי שכירות ובלעדיות בתנאים אטרקטיביים ובמיקומים מרכזיים התואמים את האסטרטגיה שלה.

ל-Greenway יתרונות לגודל, וכן מגוון יכולות פנים-ארגוניות (In-house), כגון תוכנות וכלים לתמיכה בקבלת החלטות, פיתוח וניהול רשת הטעינה, לצד נוכחות משמעותית בשוק והיכרות מעמיקה עמו, המאפשרים לה לשמור על אטרקטיביות ועל נתח שוק בתעשייה צומחת. בנוסף, Greenway משקיעה משאבים ניכרים בשיפור חוויית המשתמש, במצוינות תפעולית ובחדשנות עסקית.

במקביל לצמיחה בביקושים לרכבים חשמליים בשווקי הליבה של החברה, ניכרת עליה ברמת התחרות בקרב מפעילי תשתיות הטעינה, בדגש על השוק בפולין. בעוד שצי הרכבים החשמליים גדל כאמור בכ-75%, מספר עמדות הטעינה המותקנות צמח בשיעור גבוה כמעט כפליים, קרי בכ-140% ביחס לשנת 2024, עם למעלה מ-2,500 עמדות טעינה חדשות.

לצד חברות המתמחות בטעינה חשמלית כמו PowerDot, Ionity ו-Tesla, בולטים תאגידי הקמעונאות Lidl ו-Kaufland אשר התקינו בשנה החולפת כ-1,000 עמדות טעינה בחניוניהן בפולין (שחלק ניכר מהם מנוהל על ידי Greenway).

המידע בדבר הגידול במספר הרכבים החשמליים בפולין ובסלובקיה ובשימוש בעמדות הטעינה הציבוריות, כמו גם האצת קצב אימוץ הרכבים החשמליים באירופה, הגידול בהכנסות ממכירת חשמל ושירותי טעינה וכן תוכניותיה של Greenway להמשך פיתוח הרשת ולמימוש צבר הפרויקטים (לרבות במימון האיחוד האירופי), הינו מידע צופה עתיד, אשר אינו ודאי, ומבוסס, בין היתר, על המידע, התחזית והנתונים הקיימים בידי הנהלת Greenway ועל הערכותיה הסבירות נכון למועד הדוח. המידע האמור לעיל עשוי שלא להתממש כלל או להתממש באופן חלקי או שונה מהותית מהאמור לעיל, וזאת, בין היתר, כתוצאה מגורמים אשר אינם בשליטת Greenway, ובכללם, משתנים מאקרו-כלכליים ורגולטוריים, שינוי בהעדפות הצרכנים, או התממשות איזה מגורמי הסיכון המפורטים בסעיף 4 להלן.

2. מידע כספי

לתמצית נתונים כספיים לפי תחומי הפעילות העיקריים של Greenway, ראו בדירקטוריון של הקרן, בפרק א' לדוח זה.

3. מיסוי

שיעור מס החברות בפולין ובסלובקיה הינו 19% ו-21%, בהתאמה.

4. הון אנושי

החל משנת 2017 מכהן מר רפאל צ'יצווסקי כמנכ"ל Greenway, אשר מעסיקה, נכון למועד הדוח כ-190 עובדים.

5. גורמי סיכון

5.1. גורמי סיכון מקרו כלכליים

5.1.1. **מלחמות סחר** – התגברות מלחמות הסחר מול סין, אשר עלולה להוביל להגדלת המכס באירופה על רכבים סיניים, עשויה להאט את קצב האימוץ של רכבים חשמליים.

5.2. גורמי סיכון ענפיים

5.2.1. **קיטון בקצב אימוץ הרכבים החשמליים** – קיטון בקצב אימוץ רכבים חשמליים, לרבות כתוצאה מהאטה כלכלית באירופה, יאט את קצב הביקוש לעמדות טעינה, דבר שיפגע בצמיחת החברה ובהכנסותיה.

5.2.2. **שינויים רגולטוריים (מקומיים ובאיחוד האירופי)** – שינוי רגולטורי אשר יפגע בעידוד המעבר לרכבים חשמליים, עלול, מחד, לפגוע בהטבות על מחירי הרכבים החשמליים ומחירי החשמל לטעינה ובכך גם

בכדאיות רכישת רכבים חשמליים, ומאידך, לפגוע בזכאות אפשרית של Greenway למענקים עתידיים נוספים מהאיחוד האירופי או ממשלת פולין, ככל שיהיו.

5.2.3. **עליית מחירי החשמל** – תייקר את טעינת הרכבים ועלולה להקטין את הביקוש לטעינה.

5.2.4. **כניסת טכנולוגיות חלופיות** – כניסת טכנולוגיות זולות או נוחות יותר מרכב חשמלי, יקטינו את הביקוש לעמדות טעינה.

הערכת הנהלת הקרן לגבי מידת ההשפעה של גורמי הסיכון על Greenway:

גורם הסיכון	מידת ההשפעה של גורם הסיכון		
	גדולה	בינונית	מועטה
גורמי סיכון מקרו כלכליים			
מלחמות סחר		X	
גורמי סיכון ענפיים			
קיטון בקצב אימוץ הרכבים החשמליים	X		
שינויים רגולטוריים (מקומיים ובאיחוד האירופי)	X		
עליית מחירי החשמל		X	
כניסת טכנולוגיות חלופיות			X

יובהר, כי המידע בדבר גורמי הסיכון להם חשופה Greenway הינו בבחינת מידע צופה פני עתיד. הערכות וציפיות Greenway והקרן בנושא זה מתבססות על ניסיון העבר, על היכרותה של Greenway עם השוק בו היא פועלת ועל הערכותיה באשר להתפתחותה הכלכלית והעסקית. עם זאת, יתכן שהציפיות והתחזיות כאמור לא תתממשנה, וזאת בין היתר, בשל תלותן בגורמים חיצוניים שאינם בשליטת Greenway (המפורטים בסעיף זה), שינויים רגולטוריים או מאקרו-כלכליים וכן התממשות איזה מגורמי הסיכון המתוארים לעיל.

ג'נריישן קפיטל בע"מ

דוח תקופתי לשנת 2025

פרק ג'

דוחות כספיים

for generations to come

ג׳נריישן קפיטל בע״מ

דוחות כספיים

ליום 31 בדצמבר 2025

תוכן העניינים

	עמוד
דוח רואי החשבון המבקרים על רכיבי הבקרה הפנימית על דיווח הכספי	2
דוח רואי החשבון המבקרים על הדוחות הכספיים	3-5
דוח על המצב הכספי	6
דוח על הרווח הכולל	7
דוח על השינויים בהון	8
דוח על תזרימי המזומנים	9
באורים לדוחות הכספיים	10-45

KPMG סומך חייקין
רחוב נחום חת 7,
חיפה 3190500
04 861 4800

דוח רואי החשבון המבקרים לבעלי המניות של ג'נריישן קפיטל בע"מ
בדבר ביקורת של רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי
בהתאם לסעיף 9ב(ג) בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970

ביקרנו רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("החברה") ליום 31 בדצמבר 2025. רכיבי בקרה אלה נקבעו כמוסבר בפיסקה הבאה. הדירקטוריון וההנהלה של החברה אחראים לקיום בקרה פנימית אפקטיבית על דיווח כספי ולהערכתם את האפקטיביות של רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי המצורפת לדוח התקופתי לתאריך הנ"ל. אחריותנו היא לחוות דעה על רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי של החברה בהתבסס על ביקורתנו.

רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי שבוקרו נקבעו בהתאם לתקן ביקורת (ישראל) 911 של לשכת רואי חשבון בישראל "ביקורת של רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי" (להלן: "תקן ביקורת (ישראל) 911"). רכיבים אלה הינם: (1) בקרות ברמת הארגון, לרבות בקרות על תהליך העריכה והסגירה של דיווח כספי ובקרות כלליות של מערכות מידע; (2) בקרות על ניהול השקעות, על השקעות בנכסי הפורטפוליו ובקרות על הערכת שווי השקעות; (3) בקרות על גיוס הון וחוב (כל אלה יחד מכונים להלן: "רכיבי הבקרה המבוקרים").

ערכנו את ביקורתנו בהתאם לתקן ביקורת (ישראל) 911. על-פי תקן זה נדרש מאיתנו לתכנן את הביקורת ולבצעה במטרה לזהות את רכיבי הבקרה המבוקרים ולהשיג מידה סבירה של ביטחון אם רכיבי בקרה אלה קויימו באופן אפקטיבי מכל הבחינות המהותיות. ביקורתנו כללה השגת הבנה לגבי בקרה פנימית על דיווח כספי, זיהוי רכיבי הבקרה המבוקרים, הערכת הסיכון שקיימת חולשה מהותית ברכיבי הבקרה המבוקרים, וכן בחינה והערכה של אפקטיביות התכנון והתפעול של אותם רכיבי בקרה בהתבסס על הסיכון שהוערך. ביקורתנו, לגבי אותם רכיבי בקרה, כללה גם ביצוע נהלים אחרים כאלה שחשבנו כנחוצים בהתאם לנסיבות. ביקורתנו התייחסה רק לרכיבי הבקרה המבוקרים, להבדיל מבקרה פנימית על כלל התהליכים המהותיים בקשר עם הדיווח הכספי, ולפיכך חוות דעתנו מתייחסת לרכיבי הבקרה המבוקרים בלבד. כמו כן, ביקורתנו לא התייחסה להשפעות הדדיות בין רכיבי הבקרה המבוקרים לבין כאלה שאינם מבוקרים ולפיכך, חוות דעתנו אינה מביאה בחשבון השפעות אפשריות כאלה. אנו סבורים שביקורתנו מספקת בסיס נאות לחוות דעתנו בהקשר המתואר לעיל.

בשל מגבלות מובנות, בקרה פנימית על דיווח כספי בכלל, ורכיבים מתוכה בפרט, עשויים שלא למנוע או לגלות הצגה מוטעית. כמו כן, הסקת מסקנות לגבי העתיד על בסיס הערכת אפקטיביות נוכחית כלשהי חשופה לסיכון שבקרות תהפוכנה לבלתי מתאימות בגלל שינויים בנסיבות או שמידת הקיום של המדיניות או הנהלים תשתנה לרעה.

לדעתנו, החברה קיימה באופן אפקטיבי, מכל הבחינות המהותיות, את רכיבי הבקרה המבוקרים ליום 31 בדצמבר 2025.

ביקרנו גם, בהתאם לתקני ביקורת מקובלים בישראל, את הדוחות הכספיים של החברה לימים 31 בדצמבר 2025 ו- 2024 ולכל אחת משלוש השנים בתקופה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025 והדוח שלנו, מיום 22 במרץ 2026, כלל חוות דעת בלתי מסויגת על אותם דוחות כספיים.

סומך חייקין
רואי חשבון

חיפה, 22 במרץ 2026

KPMG סומך חייקין, שותפות רשומה בישראל ופירמה חברה בארגון הגלובלי של KPMG המורכב מפירמות חברות עצמאיות המסונפות ל-KPMG International Limited, חברה אנגלית פרטית מוגבלת באחריות.

KPMG סומך חייקין
רחוב נחום חת 7, תא דואר 15142
חיפה 3190500
04 861 4800

דוח רואי החשבון המבקרים הבלתי תלויים
לבעלי המניות של חברת ג'נריישן קפיטל בע"מ

חוות הדעת

ביקרנו את הדוחות הכספיים של ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "החברה") הכוללים את הדוח על המצב הכספי ליום 31 בדצמבר 2025, ואת הדוחות על הרווח הכולל, על השינויים בהון ועל תזרימי המזומנים לשנה שהסתיימה באותו תאריך ואת הביאורים לדוחות הכספיים, לרבות עיקרי המדיניות החשבונאית.

לדעתנו, הדוחות הכספיים המצורפים משקפים באופן נאות, מכל הבחינות המהותיות, את המצב הכספי של החברה ליום 31 בדצמבר 2025 ואת התוצאות הכספיות ותזרימי המזומנים שלה לשנה שהסתיימה באותו תאריך בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים חשבונאיים (IFRS Accounting Standards) ולהוראות תקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010.

בסיס לחוות הדעת

ערכנו את ביקורתנו בהתאם לתקני ביקורת מקובלים בישראל, לרבות תקנים שנקבעו בתקנות רואי חשבון (דרך פעולתו של רואה חשבון), התשל"ג-1973. חובותינו על פי תקנים אלו מתוארות בפיסקת חובות רואה החשבון המבקר לביקורת של הדוחות הכספיים בדוח זה. אנו בלתי תלויים בחברה בהתאם להוראות הדין החלות בישראל בעניין אי תלות ומניעת ניגוד עניינים של רואה החשבון המבקר בישראל. כמו כן, קיימנו את חובות האתיקה האחרות שלנו בהתאם לחוק רואי חשבון, תשט"ו-1955, ותקנות מכוחו. אנו סבורים שראיות הביקורת אשר הושגו הן נאותות ומספיקות על מנת להוות בסיס לחוות דעתנו.

עניני מפתח בביקורת

עניני מפתח בביקורת המפורטים להלן הם העניינים אשר תוקשרו, או שנדרש היה לתקשרם, לדירקטוריון החברה ואשר, לפי שיקול דעתנו המקצועי, היו משמעותיים ביותר בביקורת הדוחות הכספיים לתקופה השוטפת. עניינים אלה כוללים, בין היתר, כל עניין אשר: (1) מתייחס, או עשוי להתייחס, לסעיפים או לגילויים מהותיים בדוחות הכספיים וכן (2) שיקול דעתנו לגביו היה מאתגר, סובייקטיבי או מורכב במיוחד. לענייניים אלה ניתן מענה במסגרת ביקורתנו וגיבוש חוות דעתנו על הדוחות הכספיים בכללותם, התקשור של עניינים אלה להלן, אינו משנה את חוות דעתנו על הדוחות הכספיים בכללותם ואין אנו נותנים באמצעותו חוות דעת נפרדת על עניינים אלה או על הסעיפים או הגילויים שאליהם הם מתייחסים.

<u>שווי הוגן של השקעות שאין בגינן מחיר מצוטט</u>

מדוע העניין נקבע כעניין מפתח בביקורת

בהתאם למתואר בביאור 2 ב. לדוחות הכספיים, החברה הינה ישות השקעה ולפיכך מודדת החברה את השקעותיה בחברות מוחזקות בהתאם לשווין ההוגן כאשר שינויים בשווי ההוגן נזקפים לרווח או הפסד. נכון ליום 31 בדצמבר, 2025 השווי ההוגן הכולל של השקעות בשווי הוגן הינו כ-5,052 מיליוני ש"ח. והחברה הכירה בשנת 2025 ברווח משינוי בשווי הוגן בגין השקעות אלו בסך כ-594 מיליוני ש"ח.

KPMG סומך חייקין, שותפות רשומה בישראל ופירמה חברה בארגון הגלובלי של KPMG המורכב מפירמות עצמאיות המסונפות ל- KPMG International Limited, חברה אנגלית פרטית מוגבלת באחריות

כמפורט בביאור 2.ה. וביאור 6.א. לדוחות הכספיים, במסגרת מדידת השווי ההוגן של השקעותיה, החברה מפעילה שיקול דעת בבחירת ההנחות וטכניקות הערכה נאותות לרבות תדירותן. במדידת השווי ההוגן של השקעותיה נעזרת החברה ביועצים מקצועיים בלתי תלויים בעלי ניסיון. ההנחות בבסיס מודלי הערכת השווי ההוגן של ההשקעות כאמור הן סובייקטיביות ומבוססות בין היתר על שיקול דעת של ההנהלה ויועציה המקצועיים לגבי פרמטרים שאינם נצפים כמו הערכות וציפיות בדבר תזרימי מזומנים חזויים ועיתויים, שיעורי צמיחה, אומדן שיעורי היוון מתאימים, סטיית תקן כמו גם הנחות ענפיות ומקרו כלכליות.

שינויים בהנחות האמורות, עשויים לגרום לשינויים מהותיים בשווי הוגן של ההשקעות בחברות מוחזקות, ולפיכך להשפיע באופן מהותי גם על מצבה הכספי של החברה ועל תוצאות פעולותיה.

זיהינו את האומדנים ואת הנחות ההנהלה המשמשים למדידת השווי ההוגן של השקעות, כעניין מפתח בביקורת. עניין זה דרש מאיתנו הפעלת שיקול דעת על מנת לבחון כיצד ביססה ההנהלה את נאותות ההנחות, תדירותן, השיטות והאומדנים ששימשו במדידת השווי ההוגן של ההשקעות.

המענה שניתן לעניין המפתח בביקורת

להלן הנהלים העיקריים שבוצעו בקשר עם עניין מפתח זה במסגרת ביקורתנו:

- בחינת תכנון, יישום והאפקטיביות התפעולית של הבקרות הפנימיות המסויימות הקשורות באומדן השווי ההוגן של השקעות.
- בחינת סבירות ההנחות העיקריות בבסיס התחזיות המשמשות בהערכות השווי.
- בחינת נאותות המתודולוגיה במדידת השווי ההוגן של ההשקעות, סבירות שיעור ההיוון ובחינת תחשיב היוון התזרימים, של הערכות שווי מהותיות, תוך שימוש במומחה מטעמנו.
- הערכת כשירותם ואי תלותם של מעריכי השווי שהחברה העסיקה לצורך הערכות השווי.
- בחינת נאותות הגילויים הקשורים להערכות השווי בדוחות הכספיים.

חובות של הדירקטוריון וההנהלה לדוחות הכספיים

הדירקטוריון וההנהלה אחראים להכנה ולהצגה נאותה של הדוחות הכספיים בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים חשבונאיים (IFRS Accounting Standards) ולהוראות תקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010; וכן הם אחראים לבקרה הפנימית הנחוצה בהתאם לקביעת הדירקטוריון וההנהלה על מנת לאפשר הכנת דוחות כספיים ללא הצגה מוטעית מהותית, בין שמקורה בתרמית או בטעות.

בהכנת הדוחות הכספיים, הדירקטוריון וההנהלה אחראים להעריך את יכולת החברה להמשיך ולפעול כעסק חי, לתת גילוי, ככל שנדרש, לעניינים הקשורים לעסק חי וליישם בסיס חשבונאי של עסק חי, אלא אם הדירקטוריון וההנהלה מתכוונים לפרק או להפסיק את פעילות החברה, או שאין להם חלופה מציאותית אחרת מלבד זאת.

חובות רואה החשבון המבקר לביקורת של הדוחות הכספיים

המטרות שלנו הן להשיג מידה סבירה של ביטחון כי הדוחות הכספיים בכללותם אינם כוללים הצגה מוטעית מהותית, בין שמקורה בתרמית או בטעות, ולתת דוח רואה החשבון המבקר הכולל את חוות דעתנו. מידה סבירה של ביטחון היא רמה גבוהה של ביטחון, אך היא אינה מהווה ערובה לכך שביקורת הנערכת בהתאם לתקני ביקורת מקובלים בישראל תגלה תמיד הצגה מוטעית מהותית כאשר היא קיימת. הצגות מוטעות יכולות לנבוע מתרמית או מטעות והן נחשבות מהותיות אם, בנפרד או במצטבר, ניתן לצפות באופן סביר שהן ישפיעו על ההחלטות הכלכליות של משתמשים אשר התקבלו על בסיס דוחות כספיים אלו.

בביקורת המבוצעת בהתאם לתקני ביקורת מקובלים בישראל, אנו מפעילים שיקול דעת מקצועי ושומרים על ספקנות מקצועית במהלך הביקורת. בנוסף אנו:

- מזהים ומעריכים את הסיכונים להצגה מוטעית מהותית בדוחות הכספיים, בין שמקורה בתרמית או בטעות, מתכננים ומבצעים נוהלי ביקורת במענה לאותם סיכונים, ומשיגים ראיות ביקורת נאותות ומספיקות על מנת לבסס

חוות דעתנו. הסיכון של אי גילוי הצגה מוטעית מהותית הנובעת מתרמית גבוה יותר מהסיכון של אי גילוי הצגה מוטעית מהותית הנובעת מטעות, שכן תרמית עלולה להיות כרוכה בקנוניה, זיוף, השמטות מכוונות, מצג שווא בזדון או עקיפה של בקרה פנימית.

- משיגים הבנה של הבקרה הפנימית הרלוונטית לביקורת על מנת לתכנן נוהלי ביקורת מתאימים בנסיבות העניין.
- מעריכים את נאותות המדיניות החשבונאית שיושמה ואת סבירותם של האומדנים החשבונאיים והגילויים הקשורים אשר נעשו על ידי הדירקטוריון וההנהלה.
- מגיעים למסקנה בקשר לנאותות קביעת הדירקטוריון וההנהלה בדבר קיומה של הנחת העסק החי, וכן, בהתבסס על ראיות הביקורת אשר השגנו, האם קיימת אי ודאות מהותית הקשורה לאירועים או מצבים העלולים להטיל ספקות משמעותיים ביכולתה של החברה להמשיך כעסק חי. אם הגענו למסקנה כי קיימת אי ודאות מהותית, נדרש מאיתנו להפנות את תשומת הלב בדוח רואה החשבון המבקר שלנו לגילויים הקשורים בדוחות הכספיים או, אם גילויים אלו אינם מספקים, לכלול שינוי מהנוסח האחיד בחוות דעתנו. מסקנותינו מבוססות על ראיות ביקורת אשר הושגו עד למועד דוח רואה החשבון המבקר שלנו. יחד עם זאת, אירועים או מצבים עתידיים עלולים לגרום לחברה שלא להמשיך לפעול כעסק חי.
- מעריכים את ההצגה בכללותה, המבנה והתוכן של הדוחות הכספיים, לרבות הגילויים, והאם הדוחות הכספיים משקפים את העסקאות והאירועים העומדים בבסיסם באופן המשיג הצגה נאותה.

אנו מתקשרים עם הדירקטוריון וההנהלה, בין היתר, את ההיקף ועיתוי הביקורת המתוכננים וממצאי ביקורת משמעותיים, לרבות ליקויים משמעותיים בבקרה פנימית שרואה החשבון המבקר מזהה במהלך הביקורת.

כמו כן, אנו מספקים לדירקטוריון ולהנהלה הצהרה כי קיימנו את דרישות האתיקה הרלוונטיות בנוגע לאי תלותנו, וכן מתקשרים איתם את כל הקשרים ועניינים אחרים שעשויים להיחשב, באופן סביר, כמשפיעים על אי תלותנו, וכאשר רלוונטי, אמצעי הגנה שיושמו על מנת לבטל איומים מזוהים על אי תלותנו.

מתוך העניינים אשר תוקשרו, או שנדרש היה לתקשרם, עם הדירקטוריון וההנהלה, קבענו את העניינים המשמעותיים ביותר בביקורת הדוחות הכספיים לתקופה השוטפת ולכן הם ענייני המפתח בביקורת. אנו מתארים עניינים אלו בדוח רואה החשבון המבקר שלנו, אלא אם הוראות חוק או רגולציה מונעות גילוי לצדדים חיצוניים לגבי אותו עניין.

פיסקת קישור

ביקרנו גם, בהתאם לתקן ביקורת (ישראל) 911 של לשכת רואי חשבון בישראל בדבר "ביקורת של רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי", רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי של החברה ליום 31 בדצמבר 2025, והדוח שלנו מיום 22 במרץ 2026 כלל חוות דעת בלתי מסויגת על קיומם של אותם רכיבים באופן אפקטיבי.

שותף ההתקשרות של הביקורת נשוא דוח רואה החשבון המבקר הבלתי תלוי הוא גיא אהרוני.

סומך חייקין
רואי חשבון

חיפה

22 במרץ 2026

	באור	31 בדצמבר 2025 אלפי ש"ח	31 בדצמבר 2024 אלפי ש"ח
נכסים שוטפים			
מזומנים ושווי מזומנים	4	32,722	50,297
חייבים ויתרות חובה לזמן קצר	5	5,755	9,587
השקעה בנכס פורטפוליו מוחזק למכירה	6, 7	495,445	523,807
סה"כ נכסים שוטפים		**533,922**	583,691
נכסים שאינם שוטפים			
השקעות בנכסי הפורטפוליו	6	4,556,855	3,656,522
סה"כ נכסים שאינם שוטפים		**4,556,855**	3,656,522
סה"כ נכסים		**5,090,777**	4,240,213
התחייבויות שוטפות			
חלויות שוטפות של אגרות חוב		199,567	159,131
זכאים ויתרות זכות	8	29,242	24,053
התחייבויות שוטפות		**228,809**	183,184
התחייבויות שאינן שוטפות			
זכאים ויתרות זכות לזמן ארוך	1ג6	8,932	-
אשראי לזמן ארוך	9	120,000	80,000
אגרות חוב	9	1,370,979	1,519,360
התחייבויות מסים נדחים	11	396,764	259,283
סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות		**1,896,675**	1,858,643
סה"כ התחייבויות		**2,125,484**	2,041,827
הון			
הון מניות ופרמיה	13	1,426,486	1,143,834
קרן הון בגין תשלום מבוסס מניות	13	38,479	32,025
תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב	13	21,423	21,701
עודפים		1,478,905	1,000,826
סה"כ הון		**2,965,293**	2,198,386
סה"כ התחייבויות והון		**5,090,777**	4,240,213

יוסף זינגר יו"ר הדירקטוריון	ארז בלשה מנכ"ל ודירקטור	איתי פלד סמנכ"ל כספים

תאריך אישור הדוחות הכספיים: 22 במרץ 2026.

הבאורים המצורפים לדוחות הכספיים מהווים חלק בלתי נפרד מהם.

	באור	2025 אלפי ש״ח	2024 אלפי ש״ח	2023 אלפי ש״ח
הכנסות				
הכנסות מנכסי הפורטפוליו	6	**229,596**	106,973	121,807
שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	6	**594,304**	137,314	360,410
סה״כ הכנסות		**823,900**	244,287	482,217
הוצאות				
דמי ניהול	12	**(27,074)**	(23,094)	(41,724)
הוצאות בגין מענקים	12,13	**(3,433)**	(128)	-
הוצאות בגין עסקאות		**(1,692)**	(3,924)	(1,173)
הוצאות תפעוליות אחרות		**(13,935)**	(11,930)	(8,929)
הוצאות בגין תשומות מע״מ שלא נדרשו		**(3,582)**	(2,367)	(5,150)
סה״כ הוצאות		**(49,716)**	(41,443)	(56,976)
רווח מפעולות רגילות		**774,184**	202,844	425,241
הכנסות (הוצאות) מימון				
הוצאות מימון	14	**(88,982)**	(101,041)	(82,262)
הכנסות מימון		**1,167**	1,582	2,196
הוצאות מימון, נטו		**(87,815)**	(99,459)	(80,066)
רווח לפני מסים על הכנסה		**686,369**	103,385	345,175
מסים על הכנסה	11	**(143,290)**	(13,273)	(67,973)
סה״כ רווח כולל מיוחס לבעלי מניות החברה		**543,079**	90,112	277,202
רווח למניה בסיסי המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש״ח)	15	**0.412**	0.071	0.219
רווח למניה מדולל המיוחס לבעלי מניות בחברה (בש״ח)	15	**0.352**	0.071	0.219

הבאורים המצורפים לדוחות הכספיים מהווים חלק בלתי נפרד מהם.

דוח על השינויים בהון לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר

	הון מניות ופרמיה	תקבולים על חשבון רכיב המרה של אגרות חוב	קרן הון תשלום מבוסס מניות	עודפים	סך הכל הון
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
יתרה ליום 31 בדצמבר 2024	**1,143,834**	**21,701**	**32,025**	**1,000,826**	**2,198,386**
תשלום מבוסס מניות	-	-	10,301	-	10,301
הנפקת מניות חסומות	3,664	-	(3,664)	-	-
מימוש אופציות למניות	183	-	(183)	-	-
הנפקת מניות וכתבי אופציה	275,901	-	-	-	275,901
המרת אגרות חוב למניות	2,904	(278)	-	-	2,626
חלוקת דיבידנד	-	-	-	(65,000)	(65,000)
רווח כולל בשנה	-	-	-	543,079	543,079
יתרה ליום 31 בדצמבר 2025	**1,426,486**	**21,423**	**38,479**	**1,478,905**	**2,965,293**
יתרה ליום 31 בדצמבר 2023	**1,143,834**	**-**	**28,180**	**910,714**	**2,082,728**
הנפקת אגרות חוב להמרה	-	21,701	-	-	21,701
תשלום מבוסס מניות	-	-	3,845	-	3,845
רווח כולל בשנה	-	-	-	90,112	90,112
יתרה ליום 31 בדצמבר 2024	**1,143,834**	**21,701**	**32,025**	**1,000,826**	**2,198,386**
יתרה ליום 31 בדצמבר 2022	**1,143,834**	**-**	**28,180**	**633,512**	**1,805,526**
רווח כולל בשנה	-	-	-	277,202	277,202
יתרה ליום 31 בדצמבר 2023	**1,143,834**	**-**	**28,180**	**910,714**	**2,082,728**

הבאורים המצורפים לדוחות הכספיים מהווים חלק בלתי נפרד מהם.

	2025	2024	2023
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת			
רווח נקי	**543,079**	90,112	277,202
התאמות הדרושות להצגת תזרימי מזומנים לפעילות שוטפת:			
הוצאות מימון	**88,982**	101,041	82,262
הכנסות מימון	**(1,167)**	(1,582)	(2,196)
הכנסות מנכסי הפורטפוליו	**(219,557)**	(99,782)	(115,116)
עלייה בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	**(594,304)**	(137,314)	(360,410)
הוצאות בגין מענקים	**3,433**	128	-
הוצאות בגין מניות חסומות	**3,749**	3,845	-
הוצאות מסים על הכנסה	**143,290**	13,273	67,973
	(575,574)	(120,391)	(327,487)
שינוי בסעיפי נכסים והתחייבויות:			
בחייבים ויתרות חובה	**3,832**	2,280	(9,408)
בזכאים ויתרות זכות	**1,670**	(599) (*)	(10,281)
	5,502	1,681 (*)	(19,689)
ריבית שהתקבלה	**1,167**	1,582	2,196
ריבית ששולמה	**(44,197)**	(40,865)	(23,059)
הכנסות שהתקבלו מנכסי הפורטפוליו	**219,557**	99,782	115,116
	176,527	60,499	94,253
מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת של החברה	**149,534**	31,901 (*)	24,279
תזרימי מזומנים לפעילות השקעה			
השקעות בנכסי הפורטפוליו	**(275,935)**	(93,005)	(298,601)
מתן הלוואות לזמן קצר לנכסי הפורטפוליו	**-**	-	(150,000)
פירעון הלוואת לזמן קצר לנכסי הפורטפוליו	**-**	-	100,000
פירעון עסקת גידור	**6,800**	(5,039)	(10,082)
מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה	**(269,135)**	(98,044)	(358,683)
תזרימי מזומנים מפעילות מימון			
תמורה מהנפקת אגרות חוב, נטו מעלויות הנפקה (**)	**-**	215,039	160,310
פירעון של אגרות חוב	**(150,596)**	(146,512)	(129,511)
קבלת הלוואה לזמן קצר מנכס פורטפוליו	**-**	18,279 (*)	-
דיבידנד ששולם	**(45,000)**	-	-
פירעון הלוואה לזמן קצר מנכס פורטפוליו	**(18,279)**	-	-
תמורה מהנפקת הון מניות (***)	**280,000**	-	-
עלויות הנפקת הון (***)	**(4,099)**	-	-
משיכת אשראי מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך	**283,200**	380,000	370,000
פירעון אשראי מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך	**(243,200)**	(446,365)	(223,635)
מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון	**102,026**	20,441 (*)	177,164
שינוי במזומנים ושווי מזומנים	**(17,575)**	(45,702)	(157,240)
יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת התקופה	**50,297**	95,999	253,239
יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף התקופה	**32,722**	50,297	95,999
מידע נוסף בגין פעילות השקעה ומימון שאינה כרוכה בתזרים מזומנים			
השקעה בנכסי פורטפוליו מהסבת חייבים	**-**	(55,893)	(39,716)
השקעה בחברות מוחזקות בתמורה נדחית	**(8,532)**	-	-
דיבידנד שהוכרז	**(20,000)**	-	-
מימוש אופציות למניות Cashless	**183**	-	-
המרת אגרות חוב למניות	**2,626**	-	-

(*) התאמה לא מהותית של מספרי השוואה - לפרטים נוספים ראה באור 2ו'.
(**) לפרטים אודות עלויות ההנפקה ראו באור 9א' להלן.
(***) לפרטים אודות עלויות ההנפקה ראו באור 13ד' להלן.
הבאורים המצורפים לדוחות הכספיים מהווים חלק בלתי נפרד מהם.

באור 1 - כללי

א. תיאור כללי של הקרן

ג'נריישן קפיטל בע"מ ("הקרן") התאגדה בישראל והחלה את פעילותה העסקית ביום 15 במאי 2018. משרדי הקרן ממוקמים בנסים אלוני 10, תל אביב-יפו.

1. פעילות הקרן

מטרת פעילות הקרן הינה ביצוע השקעות עבור השאת תשואות מעליות ערך הוניות והכנסות אחרות מהשקעות (דיבידנדים וריבית).

הקרן פועלת להשקעה בתחום התשתיות. תחום התשתיות כהגדרתו בתקנון הבורסה הינו כדלקמן:

1. ייצור חשמל, תשתיות הולכה וחלוקה של מוצרי אנרגיה, הפקת מוצרי אנרגיה, זיקוק ומתקני אחסון של מוצרי אנרגיה.
2. כבישים וחניונים, הסעת המונים והסעים, נמלי ים ונמלי תעופה.
3. פעילות הפקה, טיהור וטיוב מים, התפלת מים, טיהור שפכים, איסוף, מיון וטיפול בפסולת.
4. תחום הבינוי הזכייני, הכולל מבנים המוקמים בשיתוף פעולה בין המגזר הפרטי והציבורי.
5. תחום הלוגיסטיקה, הכולל מרכזים לוגיסטיים המשרתים פעילויות באילו מתחומי התשתית המצוינים בסעיפים (1) עד (4) לעיל וכן זכיינות ותפעול של מרכזים לוגיסטיים עבור המגזר הציבורי.
6. כל תחום נוסף שייקבע בתקנון הבורסה כתחום השקעה מותר לחברה כקרן השקעה בתשתיות.

מבלי לגרוע מכלליות האמור, ובכפוף לסמכות דירקטוריון הקרן לקבוע מדיניות השקעה שונה, יעדי ההשקעה יעמדו בפרמטרים הבאים:

א. התמקדות בשלושה אפיקי השקעה כמפורט להלן:
- חברות פרויקט מבוססות רישיון או זיכיון ("חברות פרויקט").
- חברות פורטפוליו המאגדות מספר חברות פרויקט ("חברות פורטפוליו").
- חברות תפעול ותחזוקה (O&M) ותאגידים אחרים בתחום התשתיות.

ב. השקעה בנכסים בשלבים שונים - תפעול, הקמה ופיתוח, תוך התמקדות בנכסים מניבים.

כישות השקעה (ראה באור 2ב' להלן) פעילות הקרן מוכוונת להשבחת והעלאת שווי השקעותיה ומימושם וזאת במסגרת אסטרטגיית יציאה (EXIT) כגון מכירה (מלאה או חלקית), הנפקה לציבור, הצעת מכר לציבור, חלוקה למשקיעים בטווחי זמן בינוניים, פקיעת הזיכיון או הרישיון (החזויים בטווח זמן ארוכים יותר) ועוד.

2. רישום למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב

ביום 20 בפברואר 2019 פרסמה הקרן תשקיף הנפקה ראשונה לציבור, יחד עם תשקיף רישום למסחר ותשקיף מדף, וביום 3 במרץ 2019 נרשמו מניות הקרן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, והיא הפכה לחברה ציבורית. ביום 28 באוגוסט 2025 פרסמה הקרן תשקיף מדף שתוקפו עד ליום 27 באוגוסט 2027. לפרטים נוספים בדבר הנפקות הקרן בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ראה באור 13 להלן.

3. מדידת השקעות עפ"י שווי הוגן

הקרן קבעה כי הינה ישות השקעה כמוגדר ב-IFRS 10 (ראה באור 2ב' להלן) ולפיכך מודדת את השקעותיה בנכסי הפורטפוליו בשווי הוגן.

ב. הקרן התקשרה עם חברת הניהול בהסכם ניהול על פיו תשלם דמי ניהול שנתיים בתמורה לשירותי הניהול שתספק לה חברת הניהול (ראה גם באור 12א' להלן).

ג. הגדרות

בדוחות כספיים אלה:

1. הקרן - ג'נריישן קפיטל בע"מ.
2. צדדים קשורים - כהגדרתם ב- IAS 24.
3. בעל עניין – כמשמעותו בפסקה (1) להגדרת "בעל עניין" בתאגיד בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ה- 1968.
4. חברת הניהול - ג'נריישן ניהול בע"מ.
5. השקעות בנכסי הפורטפוליו - השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו נמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד בהתאם ל-IFRS 9.

באור 1 – כללי (המשך)

ד. בעקבות המצב הביטחוני השורר במדינת ישראל מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל" באוקטובר 2023, וכן בתקופת הדוח עם פעילות צה"ל ברצועת עזה במסגרת מבצעי "עוז וחרב" ובהמשך "מרכבות גדעון", ולאור פתיחת מבצע "עם כלביא" שמטרתו לנטרל איומים איראניים על מדינת ישראל ותושביה- חלה ירידה בהיקפי הפעילות הכלכלית והעסקית במדינה. ביום 10 באוקטובר 2025 נכנסה לתוקפה הפסקת אש בין ישראל לחמאס. ביום 28 בפברואר 2026 פרצה מלחמת "שאגת הארי" עם איראן. המצב הבטחוני גרם בין היתר לשיבוש בשרשרת האספקה והייצור, לירידה בהיקף התחבורה הארצית, למחסור בכוח אדם, לירידות בשווי של נכסים פיננסיים ולעליה בשער של מטבעות זרים ביחס לשקל. נכסי הקרן הינם בתחומי התשתיות והאנרגיה, כאשר מרביתם מהווים תשתיות חיוניות להן חשיבות קריטית לתפקודן של המערכות השונות במשק, ובהתאם נדרשות להמשיך להעמיד את שירותיהן גם בעת חירום. בהתאם, מרבית נכסי הפורטפוליו הפגינו יציבות בפעילותם במצב הלחימה הנוכחי. עם זאת, נכון למועד פרסום הדוח, קיימת השפעה מסוימת כתוצאה מהמלחמה על פעילות הקרן, בדגש על עיכובים בהקמות של כמה מנכסי הפורטפוליו המצויים בהליך הקמה. למיטב ידיעת הקרן ועל סמך ניסיון העבר, במקרים של אירועים ביטחוניים משמעותיים נוהגת המדינה לתמוך בפרויקטים לאומיים בתחומי התשתיות, באמצעות הקלות שונות, לרבות הקלות בלוחות הזמנים להקמת הפרויקטים ו/או במתן פיצויים שונים, בהתאם להסכמים ולרגולציה הרלוונטית לכל פרויקט. בפרויקטים המעוכבים כאמור, מתקיימים דיונים מתקדמים עם המדינה על הקלות שונות ו/או פיצויים בגין נזקי המלחמה, דיונים המושפעים מצד המדינה גם מהגירעון התקציבי שנוצר בשל המלחמה וצרכי הבטחון הגבוהים. בהתאם, במסגרת דיונים זו, ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון במתקן ההתפלה באשדוד, לפיו תקופת הזיכיון הוארכה בשש שנים נוספות, עד שנת 2044. נכון למועד פרסום הדוח, הקרן בוחנת את השפעת המלחמה על פעילות הקרן, בדגש על השפעתה על נכסי הפורטפוליו. לפירוט נוסף, ראה באור 17ז' להלן.

באור 2 - בסיס עריכת הדוחות הכספיים

א. מתכונת העריכה של הדוחות הכספיים

הדוחות הכספיים הוכנו על ידי הקרן בהתאם לתקני דיווח כספי בינלאומיים חשבונאיים IFRS Accounting Standards, להלן ("IFRS"). דוחות כספיים אלו נערכו גם בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע – 2010.

הדוחות הכספיים אושרו לפרסום על ידי דירקטוריון הקרן ביום 22 במרץ 2026.

בבאור 3 מובאת מדיניות חשבונאית מהותית אשר יושמה בעריכת הדוחות הכספיים.

ב. בסיס מדידת הדוחות הכספיים

הדוחות הכספיים של הקרן ערוכים על בסיס העלות, למעט הלוואות לנכסי הפורטפוליו, השקעות בנכסי הפורטפוליו, השקעה בנכס פורטפוליו מוחזק למכירה ונגזרים אשר נמדדים בהתאם לשווים ההוגן דרך רווח והפסד, וכן נכסי והתחייבויות מיסים נדחים.

<u>מתכונת ניתוח ההוצאות שהוכרו בדוח רווח והפסד</u>

הקרן בחרה להציג את הדוח על רווח או הפסד ורווח כולל אחר לפי שיטת מהות ההוצאות מכיוון ששיטה זו תשקף בצורה נאותה יותר את אופי פעילות הקרן וכן רלוונטית יותר להבנת תוצאות פעילות הקרן.

בהתאם לאופי פעילות הקרן, הקרן בדעה כי היא עונה להגדרה של ישות השקעה, כפי שיפורט להלן. בהתאם לכך, מודדת הקרן את השקעותיה בנכסי הפורטפוליו בשווי הוגן.

הקרן קבעה כי היא עומדת בהגדרה של ישות השקעה כמוגדר ב-IFRS 10 מכיוון שכל התנאים הבאים מתקיימים:

1. ממועד הקמתה הקרן החלה בגיוס כספים במטרה לספק למשקיעיה שירותי ניהול השקעות. עד למועד דוחות אלו גייסה הקרן הון בסך מצטבר של כ-1.46 מיליארד ש"ח;
2. המטרה העסקית של הקרן, כפי שמתוקשרת למשקיעים בה, היא ביצוע השקעות אך ורק עבור תשואות מעליית ערך הונית והכנסות אחרות מההשקעות (ריביות, דיבידנדים). עד למועד זה השקיעה הקרן באופן שתואם את האסטרטגיה כאמור במספר חברות ואסטרטגיית הקרן הינה להמשיך ולהשקיע עבור מטרות אלו;
3. הקרן מודדת ומעריכה את הביצועים של ההשקעות אותן ביצעה על בסיס שוויין ההוגן של ההשקעות;
4. לחברה כל המאפיינים הטיפוסיים של ישות השקעה: יש לה למעלה מהשקעה אחת, למעלה ממשקיע אחד, משקיעים בקרן הינם צדדים שאינם קשורים וכן לחברה זכויות בעלות בצורת זכויות הוניות או זכויות דומות;

באור 2 - בסיס עריכת הדוחות הכספיים (המשך)

ב. בסיס מדידת הדוחות הכספיים

5. לחברה אסטרטגיית יציאה סדורה (Exit Strategy). על מנת לממש את שאיפת הקרן לתשואה שנתית על ההון של כ-14%, תוך השבחת נכסיה וצמצום הסיכון הגלום בהם, הקרן תפעל לעדכון עיתי של תיק הנכסים על מנת לוודא עמידה ביעדי התשואה. על מנת לעמוד ביעד התשואה כאמור ולמקסם את יצירת הערך עבור המשקיעים, תפעל הקרן למימוש נכסים בנסיבות הבאות:
א. השתנות פרופיל הסיכוי/סיכון- הקרן תבחן מימוש נכסים אשר אינם צפויים להמשיך ולהשיא את תשואת היעד וזאת כתוצאה ממיצוי פוטנציאל יצירת הערך (וירידה תואמת ברמת הסיכון) או השתנות סביבת השוק של הנכס;
ב. מכירה הזדמנותית- הקרן תבחן באופן תדיר את תנאי השוק למגוון הנכסים הכלולים בתיק, וזאת על מנת לזהות פוטנציאל למכירה הזדמנותית של נכס באופן המאיץ ומעצים את התשואה מהנכס;
ג. מבנה תיק הנכסים- הקרן מחויבת לביזור השקעותיה ותפעל למימוש נכסים אשר מייצרים ריכוזיות עודפת בתיק או מגבילים את המשך פיתוחם של פרויקטים בתשואה גבוהה (לאור מגבלות תחרות);
ד. מוטת שליטה- הקרן תבחן מימוש נכסים בהם שיעורי האחזקה אינם מאפשרים לקרן לנהל אקטיבית את ההשקעה באופן המאפשר לה להשיא תשואות Value-add באמצעות פעולות השבחה.

במסגרת תהליכי מימוש הקרן תפעל למקסום התמורה מהמכירה באמצעות בחינת מגוון אופני מימוש שונים וביניהם הנפקות הון, מכירה ישירה למשקיע אסטרטגי ומכירה למשקיעים פיננסיים ומוסדיים. כמו כן, תתאים הקרן את היקף המימוש (שיעור הבעלות) לתנאי השוק, לדרישות המשקיעים והעלות/תועלת מהחזקה שיורית בנכס (לרבות דמי ניהול). ככלל, מימושים יבוצעו תוך הקפדה יתרה על מימוש הפוטנציאל המלא הטמון בנכס, הכרת תנאי השוק, ותהליכי תיחור בין מגוון מציעים.

ג. תקופת המחזור התפעולי
המחזור התפעולי של הקרן הוא שנה.

ד. מטבע הפעילות ומטבע ההצגה
מטבע הפעילות ומטבע ההצגה של הדוחות הכספיים הינו שקל חדש (ש"ח ו/או שקל).

ה. עיקרי האומדנים וההנחות בעריכת הדוחות הכספיים
בעריכת הדוחות הכספיים בהתאם ל- **IFRS**, נדרשת הנהלת הקרן להשתמש בשיקול דעת, בהערכות, אומדנים והנחות אשר משפיעים על יישום המדיניות החשבונאית ועל סכומים של נכסים והתחייבויות, הכנסות והוצאות. יובהר שהתוצאות בפועל עלולות להיות שונות מאומדנים אלה.

להלן ההנחות העיקריות שנעשו בדוחות הכספיים בקשר לאי הוודאות לתאריך הדיווח ואומדנים קריטיים שחושבו על ידי הקרן ואשר שינוי מהותי באומדנים ובהנחות עשוי לשנות את ערכם של נכסים והתחייבויות בדוחות הכספיים בשנה העוקבת:

- **השקעות בנכסי הפורטפוליו**
כמתואר לעיל, מתוקף מעמדה של הקרן כישות השקעה, השקעות הקרן בנכסי הפורטפוליו מוצגות לפי שווי הוגן לתאריך הדיווח כאשר שינויים בשווי ההוגן נזקפים לרווח או הפסד. השווי ההוגן נקבע על ידי הנהלת הקרן ו/או בעזרת מעריכי שווי חיצוניים בלתי תלויים בהתאם להערכות שווי כלכליות הכוללות שימוש בטכניקות מקובלות להערכה והנחות לגבי אומדנים שונים, לרבות של תזרימי המזומנים העתידיים המהוונים לפי שיעורי היוון שוטפים בגין פריטים בעלי תנאים ומאפייני סיכון דומים.
לעיתים נקבע השווי ההוגן בהתבסס על עסקאות שנעשות בנכס הנמדד.
שינויים באומדן תזרימי מזומנים עתידיים ובאומדן שיעורי היוון בהתחשב בהערכת סיכונים כגון סיכון נזילות, סיכון אשראי ותנודתיות, עשויים להשפיע על השווי ההוגן של נכסים אלו. ראה גם באור 6 להלן.

כאשר להערכת הנהלת הקרן לא השתנו עיקרי ההנחות ששימשו בסיס להערכת שווי קודמת באופן מהותי, מקודם השווי ההוגן של ההשקעה בשיעור התשואה לבעלים (**Ke**) שנלקחת מתחשיב הערכת השווי החיצונית הקודמת, בניכוי הכנסות שהתקבלו מהנכס ממועד הערכת השווי הקודמת.

- **קביעת שווי הוגן**
לצורך הכנת דוחות הכספיים, נדרשת הקרן לקבוע את השווי ההוגן של נכסים והתחייבויות מסוימים. מידע נוסף אודות ההנחות ששימשו בקביעת שווי הוגן נכלל בבאורים הבאים:

  - באור 6, בדבר השקעות בנכסי הפורטפוליו;
  - באור 7, בדבר השקעה בנכס פורטפוליו מוחזק למכירה;
  - באור 9, בדבר הלוואות ומסגרות אשראי; וכן
  - באור 10, בדבר מכשירים פיננסיים.

באור 2 - בסיס עריכת הדוחות הכספיים (המשך)

ו. התאמה לא מהותית של מספרי השוואה
למספרי השנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024 , בוצעה התאמה לא מהותית בדוח תזרימי המזומנים – מסיווג פעילות שוטפת לפעילות מימון – בעקבות הלוואה קצרה שהתקבלה מנכס פורטפוליו ברבעון הרביעי של 2024. להלוואה לא הייתה השפעה על הרווח הכולל, והיא נפרעה במהלך התקופה.

באור 3 - מדיניות חשבונאית מהותית

א. עסקאות, נכסים והתחייבויות במטבע חוץ
עסקאות הנקובות במטבע חוץ (מטבע השונה ממטבע הפעילות) נרשמות עם ההכרה הראשונית בהן לפי שער החליפין במועד העסקה. לאחר ההכרה הראשונית, נכסים והתחייבויות כספיים הנקובים במטבע חוץ מתורגמים בכל תאריך דיווח למטבע הפעילות לפי שער החליפין במועד זה. הפרשי שער נזקפים לרווח או הפסד. נכסים והתחייבויות לא כספיים הנקובים במטבע חוץ המוצגים לפי שווי הוגן מתורגמים למטבע הפעילות בהתאם לשער החליפין במועד שבו נקבע השווי ההוגן.

ב. שווי מזומנים
שווי מזומנים נחשבים השקעות שנזילותן גבוהה, הכוללות פקדונות בתאגידים בנקאיים לזמן קצר אשר אינם מוגבלים בשעבוד, שתקופתם המקורית אינה עולה על שלושה חודשים ממועד ההשקעה או שעולה על שלושה חודשים אך הם ניתנים למשיכה מיידית ללא קנס, ומהווים חלק מניהול המזומנים של הקרן.

ג. הכרה בהכנסה
הכנסות הקרן כוללות הכנסות משינוי בשווין ההוגן של השקעות בנכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח והפסד (הכוללים את השינויים בהפרשי השער בגין השקעות הנקובות במטבע חוץ) והכנסות מנכסי פורטפוליו (תקבולים בדמות דיבידנדים, החזרי הלוואות בעלים או דמי ניהול).
בפרויקטים בתחום התשתיות נהוג כי השקעות בעלי המניות מבוצעות הן על ידי השקעה בהון המניות ובשטרי ההון של נכסי הפורטפוליו והן על ידי השקעה בהלוואות בעלים, כאשר השקעות אלה נעשות על ידי כלל בעלי המניות בחברות המוחזקות פרו רטה. כל אחד מבעלי המניות מבצע השקעה זהה בהון והשקעה זהה בהלוואות בעלים. כפועל יוצא, אין לבעל מניות אחד קדימות על השני וכלל בעלי המניות ייהנו מהחזר הלוואת הבעלים או מדיבידנד שיחולק פרו רטה ללא העדפה לגבי האופן בו הקרן המוחזקת תשיב להם את השקעתם. לאור האמור, הקרן אינה רואה הבדל בין תקבולי דיבידנד ובין החזרי הלוואות בעלים.

ד. הוצאות בגין עסקאות
הוצאות בגין עסקאות כוללות את כלל העלויות שהתהוו לחברה בגין עסקאות למימוש נכסים וכן עסקאות השקעה שהושלמו ו/או שנחתמו, כדוגמת בדיקות נאותות, ליווי משפטי וכו'. הוצאות אלה מוכרות במלואן במועד התהוותן.

ה. הכנסות והוצאות מימון
הכנסות מימון כוללות הכנסות ריבית בגין סכומים שהושקעו, שינויים בשווי ההוגן של השקעות לזמן קצר מוחזקות למסחר הנמדדות בשווי הוגן דרך רווח או הפסד ורווחים מהפרשי שער, למעט אלו בקשר עם השקעות הנמדדות בשווי הוגן. הכנסות ריבית בגין נכסים פיננסיים בעלות מופחתת מוכרות עם צבירתן, באמצעות שיטת הריבית האפקטיבית. רווחים והפסדים מהפרשי שער מוצגים בנטו.
בדוחות על תזרימי מזומנים, ריבית שהתקבלה יחד עם שאר ההכנסות מנכסי הפורטפוליו מוצגים במסגרת תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת.

ו. מסים על הכנסה
תוצאות המס בגין מסים שוטפים או נדחים נזקפות לרווח או הפסד, למעט אם הן מתייחסות לפריטים הנזקפים לרווח כולל אחר או להון.

מסים נדחים
מסים נדחים מחושבים בגין הפרשים זמניים בין הסכומים הנכללים בדוחות הכספיים לבין הסכומים המובאים בחשבון לצרכי מס. בהעדר צפי לניצול ההפסדים לצרכי מס לא מכירה הקרן בנכסי מסים נדחים.

יתרות המסים הנדחים מחושבות לפי שיעור המס הצפוי לחול כאשר הנכס ימומש או ההתחייבות תסולק, בהתבסס על חוקי המס שחוקקו או אשר חקיקתם הושלמה למעשה עד לתאריך הדיווח.

בכל תאריך דיווח נכסי מסים נדחים נבחנים בהתאם לצפי ניצולם. הפסדים מועברים נבחנים בכל תאריך דיווח ומוכר בגינם נכס מס נדחה מתאים אם צפוי שינוצלו.

קיזוז נכסי והתחייבויות מסים נדחים
הקרן מקזזת נכסי וההתחייבות מסים נדחים במידה וקיימת זכות משפטית, הניתנת לאכיפה לקיזוז נכסי והתחייבויות מסים שוטפים, והם מיוחסים לאותה הכנסה חייבת במס הממוסה על ידי אותה רשות מס, אשר בכוונתה לסלק נכסי והתחייבות מסים שוטפים על בסיס נטו או שנכסי והתחייבויות המסים השוטפים, מיושבים בו זמנית.

באור 3 - מדיניות חשבונאית מהותית (המשך)

ז. מכשירים פיננסיים

1) נכסים פיננסיים שאינם נגזרים

הכרה ומדידה לראשונה

הקרן מכירה לראשונה בחייבים ומכשירי חוב שהונפקו במועד היווצרותם. יתר הנכסים הפיננסים מוכרים לראשונה במועד בו הקרן הופכת לצד לתנאים החוזיים של המכשיר.
נכסים פיננסיים מוכרים במועד ההכרה הראשונית בהם לפי שווי הוגן בתוספת עלויות עסקה שניתן לייחס במישרין לנכס הפיננסי, למעט נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח והפסד אשר עלויות העסקה בגינם נזקפות לרווח או הפסד.

סיווג ומדידה עוקבת

מכשירי חוב ימדדו בתקופות עוקבות בשיטת העלות המופחתת רק אם מתקיימים שני התנאים המצטברים הבאים:

- הנכס מוחזק במסגרת מודל עסקי שמטרתו היא להחזיק בנכסים על מנת לגבות את תזרימי המזומנים החוזיים הנובעים מהם.
- התנאים החוזיים של מכשיר החוב מספקים זכאות במועדים מוגדרים לתזרימי מזומנים שהם רק תשלומי קרן וריבית בגין סכום הקרן שטרם נפרעה.

לחברה יתרות חייבים אחרים ופיקדונות המוחזקים במסגרת מודל עסקי שמטרתו גביית תזרימי המזומנים החוזיים. תזרימי המזומנים החוזיים בגין נכסים פיננסיים אלו, כוללים אך ורק תשלומי קרן וריבית אשר משקפת תמורה עבור ערך הזמן של הכסף וסיכון האשראי. בהתאם לכך, נכסים פיננסיים אלו נמדדים בעלות מופחתת.
נכסים פיננסיים שהינם מכשירים הוניים נמדדים בתקופות עוקבות בשווי הוגן, וההפרשים ייזקפו לרווח והפסד. רווחים והפסדים נטו, לרבות הכנסות ריבית או דיבידנדים, מוכרים ברווח והפסד.
המדידה העוקבת של כל יתר מכשירי החוב והנכסים הפיננסיים האחרים בקרן תהיה על פי שווי הוגן.

2) התחייבויות פיננסיות

התחייבויות פיננסיות שאינן נגזרים כוללות: הלוואות ואשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים, מכשירי חוב סחירים, ספקים וזכאים אחרים.
התחייבויות פיננסיות (למעט התחייבויות פיננסיות אשר יועדו לשווי הוגן דרך רווח והפסד) מוכרות לראשונה בשווי הוגן בניכוי כל עלויות העסקה הניתנות לייחוס. לאחר ההכרה לראשונה, התחייבויות פיננסיות נמדדות בעלות מופחתת בהתאם לשיטת הריבית האפקטיבית. הוצאות ריבית ורווחים והפסדים מהפרשי שער מוכרים ברווח והפסד. רווח או הפסד כלשהו מגריעה, מוכר אף הוא ברווח והפסד.
ההתחייבויות הפיננסיות העיקריות של הקרן הן אגרות חוב סחירות ואשראי בנקאי אשר נמדדות בעלות מופחתת בשיטת הריבית האפקטיבית.

3) גריעת נכסים פיננסיים

נכס פיננסי נגרע כאשר הזכויות החוזיות של הקרן לתזרימי המזומנים הנובעים מהנכס הפיננסי פוקעות, או כאשר הקרן מעבירה את הזכויות לקבל את תזרימי המזומנים הנובעים מהנכס הפיננסי בעסקה בה כל הסיכונים וההטבות מהבעלות על הנכס הפיננסי הועברו באופן מהותי. כל זכות בנכסים פיננסיים שהועברו אשר נוצרה או נשמרה על ידי הקרן מוכרת בנפרד כנכס או התחייבות. מכירות פיננסיות הנעשות בדרך הרגילה (**regular way sale**), מוכרות במועד קשירת העסקה (**trade date**), משמע, במועד בו התחייבה הקרן למכור את הנכס.

4) גריעת התחייבויות פיננסיות

התחייבויות פיננסיות נגרעות כאשר המחויבות החוזית של הקרן פוקעת או כאשר היא סולקה או בוטלה.

5) מניות רגילות

מניות רגילות מסווגות כהון. עלויות תוספתיות המתייחסות ישירות להנפקת מניות רגילות וכתבי אופציה למניות בניכוי השפעת המס, מוצגות כהפחתה מההון.

6) מכשירים פיננסיים נגזרים, לרבות גידור כלכלי

עסקאות הגנה שלא יועדו או אינן כשירות לחשבונאות גידור אשר מטופלות כגידור כלכלי, ונמדדות בשווי הוגן דרך רווח או הפסד.

מדידה של מכשירים פיננסיים נגזרים

נגזרים מוכרים לראשונה בשווי הוגן. עלויות עסקה הניתנות לייחוס נזקפות לרווח והפסד עם התהוותן. לאחר ההכרה לראשונה, נמדדים הנגזרים בשווי הוגן, כשהשינויים בשווי ההוגן הנוגעים לגידור כלכלי מטופלים כמתואר להלן:
חשבונאות גידור אינה מיושמת לגבי מכשירים נגזרים המשמשים לגידור כלכלי של נכסים והתחייבויות פיננסיים הנקובים במטבע חוץ. השווי הוגן של הנגזרים המשמשים לגידור הכלכלי מוצגים כחלק בלתי נפרד מהשקעות בנכסי הפורטפוליו והשינויים בשווי ההוגן של נגזרים אלה נזקפים לרווח והפסד, כשינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו.

באור 3 - מדיניות חשבונאית מהותית (המשך)

ז. מכשירים פיננסיים (המשך)

7) מכשירים פיננסיים מורכבים

מכשירים פיננסיים מורכבים, המונפקים על ידי הקרן כוללים אגרות חוב הניתנות להמרה למניות לפי בחירת המחזיק בהם. מרכיב ההתחייבות במכשיר פיננסי מורכב מוכר לראשונה לפי השווי ההוגן של התחייבות דומה, שאינה ניתנת להמרה למניות. מרכיב ההון מוכר לראשונה לפי ההפרש שבין השווי ההוגן של המכשיר הפיננסי המורכב בכללותו לבין השווי ההוגן של מרכיב ההתחייבות. עלויות ישירות הניתנות לייחוס לעסקה מוקצות למרכיבי ההתחייבות וההון באופן יחסי לערכם במועד ההכרה לראשונה.
לאחר ההכרה לראשונה, נמדד מרכיב ההתחייבות של המכשיר הפיננסי המורכב לפי עלות מופחתת בהתאם לשיטת הריבית האפקטיבית. מרכיב ההון במכשיר הפיננסי המורכב אינו נמדד מחדש לאחר ההכרה לראשונה.
ריבית, רווחים והפסדים המיוחסים להתחייבויות פיננסיות נזקפים לרווח והפסד. בעת ההמרה, ההתחייבות הפיננסית מסווגת להון, ללא הכרה ברווח או הפסד.

ח. עסקאות תשלום מבוסס מניות

עלות העסקאות עם נותני השירותים נמדדת לפי השווי ההוגן של השירותים שהתקבלו, אלא אם כן, לא ניתן לאמוד באופן מהימן את שווים ההוגן. במקרים אלו עלות העסקאות נמדדת לפי השווי ההוגן של המכשירים ההוניים במועד ההענקה. ההוצאה תיזקף במקביל לגידול בהון על פני התקופה בה מושגת הזכאות למענקים.
למידע נוסף ראה באור 12א' להלן.
עסקאות תשלום מבוסס מניות של הקרן הן בעבור מענק מבוסס ביצועים שמקבלת חברת הניהול (לרבות המייסדים ועובדיה).

ט. מדידת שווי הוגן

שווי הוגן הוא המחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או המחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה. מדידת שווי הוגן מבוססת על ההנחה כי העסקה מתרחשת בשוק העיקרי של הנכס או ההתחייבות, או בהיעדר שוק עיקרי, בשוק הכדאי (**advantageous**) ביותר. השווי ההוגן של נכס או התחייבות נמדד תוך שימוש בהנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, בהנחה שמשתתפים בשוק פועלים לטובת האינטרסים הכלכליים שלהם. מדידת שווי הוגן לנכס לא פיננסי מביאה בחשבון את היכולת של משתתף בשוק להפיק הטבות כלכליות באמצעות הנכס בשימוש המיטבי שלו או על ידי מכירתו למשתתף אחר בשוק שישתמש בנכס בשימוש המיטבי שלו.
שינויים בשער חליפין של פריטים לא כספיים הנקובים במטבע חוץ נזקפים לרווח והפסד בניכוי השינויים בשווין ההוגן של עסקאות הגנה על אותם הפריטים. שינויים אלה מוצגים בדוח על הרווח הכולל עם השערוך של ההשקעה תחת שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו.
הקרן משתמשת בטכניקות הערכה שהן מתאימות לנסיבות ושקיימים עבורן מספיק נתונים שניתנים להשגה כדי למדוד שווי הוגן, תוך מקסום השימוש בנתונים רלוונטיים שניתנים לצפייה ומזעור השימוש בנתונים שאינם ניתנים לצפייה.
כל הנכסים וההתחייבויות הנמדדים בשווי הוגן או שניתן גילוי לשווי ההוגן שלהם מחולקים לקטגוריות בתוך מדרג השווי ההוגן, בהתבסס על רמת הנתונים הנמוכה ביותר, המשמעותית למדידת השווי ההוגן בכללותה:
רמה 1: מחירים מצוטטים (ללא התאמות) בשוק פעיל של נכסים והתחייבויות זהים.
רמה 2: נתונים שאינם מחירים מצוטטים שנכללו ברמה 1 אשר ניתנים לצפייה במישרין או בעקיפין.
רמה 3: נתונים שאינם מבוססים על מידע שוק ניתן לצפייה (טכניקות הערכה ללא שימוש בנתוני שוק ניתנים לצפייה).

י. השקעה בנכס פורטפוליו מוחזק למכירה

נכסים לא שוטפים מסווגים כנכסים המוחזקים למכירה אם צפוי ברמה גבוהה שהשבתם תהיה בעיקר באמצעות עסקת מכירה.
מיד לפני סיווג הנכסים כמוחזקים למכירה, הם נמדדים לפי שווי הוגן, בהתאם למדיניות החשבונאית של הקרן כישות השקעה. המדידה העוקבת תואמת את הוראות תקן דיווח כספי בינלאומי 9 (**IFRS 9**), קרי בשווי הוגן דרך רווח והפסד.

באור 3 - מדיניות חשבונאית מהותית (המשך)

יא. תקנים חדשים, תיקונים לתקנים ופרשנויות שטרם אומצו

תיקון	דרישות הפרסום	תחילה והוראות מעבר	השלכות
תקן דיווח כספי בינלאומי, IFRS 18 הצגה וגילוי בדוחות הכספיים	תקן זה מחליף את תקן חשבונאות בינלאומי IAS 1 – "הצגת דוחות כספיים". התקן מספק הנחיות למבנה ותוכן משופרים לדוחות הכספיים, בפרט בדוח רווח והפסד. התקן כולל דרישות גילוי והצגה חדשות וכן דרישות אשר הובאו מתקן חשבונאות בינלאומי IAS 1 הצגת דוחות כספיים. כחלק מדרישות הגילוי החדשות, נדרש להציג שני סיכומי ביניים בדוח על הרווח או ההפסד: רווח תפעולי ורווח לפני מימון ומס. בנוסף, התוצאות בדוח על הרווח או ההפסד יסווגו לשלוש קטגוריות חדשות: קטגוריה תפעולית, קטגורית השקעה וקטגורית מימון. בנוסף לשינויים במבנה הדוחות על הרווח והפסד, התקן כולל גם דרישה למתן גילוי נפרד בדוחות הכספיים בנוגע לשימוש במדדי ביצוע המוגדרים על ידי ההנהלה (מדדי MPM). כמו כן, במסגרת התקן, נוספו הנחיות ספציפיות לקיבוץ ופיצול של פריטים בדוחות הכספיים ובבאורים.	מועד היישום לראשונה של התקן הינו לתקופות שנתיות המתחילות ביום 1 בינואר 2027, עם אפשרות ליישום מוקדם.	הקרן בוחנת את השלכות יישום התקן על הדוחות הכספיים, ללא כוונה ליישום מוקדם.

באור 4 - מזומנים ושווי מזומנים

	ליום 31 בדצמבר 2025	ליום 31 בדצמבר 2024
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
יתרות בבנקים	**400**	5,873
פיקדונות לפי דרישה	**32,322**	44,424
	32,722	50,297

חשיפת הקרן לסיכון אשראי, שיעור ריבית, סיכון מטבע וניתוח רגישות לנכסים הפיננסיים מפורטת בבאור 10 להלן, בדבר מכשירים פיננסיים.

באור 5 - חייבים ויתרות חובה לזמן קצר

	ליום 31 בדצמבר 2025	ליום 31 בדצמבר 2024
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
חייבים נכסי הפורטפוליו	**4,160**	7,996
הוצאות מראש	**1,560**	1,567
מוסדות ממשלתיים	**35**	24
	5,755	9,587

באור 6 - השקעות בחברות

פירוט ההשקעות:

א. הרכב ההשקעה בחברות:

ליום 31 בדצמבר 2025

שם החברה	השקעה תמורת מניות, נטו (*)	עלות ההשקעה: השקעה בהלוואות	עלות ההשקעה: השקעה בשטרי הון	עלות ההשקעה: סה"כ	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (**)	שווי הוגן (5)	שיעור ההחזקה
בון תור (6)	248,771	-	-	**248,771**	107,569	**1,004,643**	76%
PowerGen (1), (7)	607,967	570,203	43,393	**1,221,563**	137,394	**2,040,392**	100%
חברות חלוקת הגז הטבעי (2), (8)	129,103	4,397	-	**133,500**	3,902	**203,720**	33%
BlueGen (9)	104,891	270,149	384,829	**759,869**	360,491	**1,110,725**	80%
פרידנזון-ג'נריישן מרכזים לוגיסטיים (10)	69,811	7,000	-	**76,811**	12,062	**123,817**	50%
Greenway Holdings S.A ("גרין-ווי") (4), (12)	-	-	67,157	**67,157**	-	**73,558**	13%
	1,160,543	**851,749**	**495,379**	**2,507,671**	**621,418**	**4,556,855**	
נכס מוחזק למכירה							
Porterbrook Holdings I Limited ("פורטרברוק") (3), (11)	-	219,250	267,485	**486,735**	90,807	**495,445**	10%
	1,160,543	**1,070,999**	**762,864**	**2,994,406**	**712,225**	**5,052,300**	

ליום 31 בדצמבר 2024

שם החברה	השקעה תמורת מניות, נטו (*)	עלות ההשקעה: השקעה בהלוואות	עלות ההשקעה: השקעה בשטרי הון	עלות ההשקעה: סה"כ	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (**)	שווי הוגן (5)	שיעור ההחזקה
בון תור	222,411	-	-	**222,411**	105,694	**890,276**	73%
PowerGen	607,967	355,203	43,393	**1,006,563**	117,394	**1,262,985**	100%
חברות חלוקת הגז הטבעי	129,103	4,397	-	**133,500**	3,778	**182,707**	33%
BlueGen	104,891	230,144	384,829	**719,864**	180,913	**1,104,879**	80%
פרידנזון-ג'נריישן מרכזים לוגיסטיים	69,811	7,000	-	**76,811**	7,062	**117,134**	50%
גרין-ווי	-	-	64,055	**64,055**	-	**98,541**	19%
	1,134,183	**596,744**	**492,277**	**2,223,204**	**414,841**	**3,656,522**	
נכס מוחזק למכירה							
פורטרברוק	-	219,250	267,485	**486,735**	67,789	**523,807**	10%
	1,134,183	**815,994**	**759,762**	**2,709,939**	**482,630**	**4,180,329**	

(*) השקעה ששולמה בעבור מניות, בניכוי תמורות שהתקבלו ממימוש השקעות.
(**) הכנסות מנכסי הפורטפוליו כוללות דיבידנדים, החזרי הלוואות בעלים ודמי ניהול.

באור 6 – השקעות בחברות (המשך)

א. הרכב ההשקעה בחברות (המשך)

(1) פעילות הקרן בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל נעשית באמצעות החזקתה בחברת פאוורג'ין בע"מ (פאוורג'ין בע"מ, יחד עם החברות המוחזקות על ידה, במישרין ובעקיפין: "PowerGen"), המרכזת את כלל פעילות הקרן בתחום האנרגיה – ייצור חשמל, אגירת אנרגיה ואספקת חשמל ללקוח.

(2) פעילות חלוקת הגז הטבעי מורכבת מחברות: נגב גז טבעי בע"מ, גז טבעי דרום בע"מ ונגב החברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ. חברות חלוקת הגז מחזיקות ברישיונות בלעדיים להקמה והפעלה של רשת חלוקת הגז הטבעי בלחץ נמוך (Downstream) באזור הנגב והדרום.

(3) הקרן מחזיקה ב-10% מהון מניותיה של חברת Porterbrook Holdings I Limited ("פורטרברוק") באמצעות ג'נריישן אינפרא בע"מ (חברה בבעלות מלאה (100%) הרשומה בבריטניה ומחזיקה בתאגיד אנגלי (33%) דרכו בוצעה ההשקעה בפורטרברוק בשותפות עם קרן דלמור הבריטית (67%)). פורטרברוק, אשר עוסקת ברכישה, מימון, החכרה ותחזוקה של ציי רכבות עבור מפעילות קווי הרכבת ברחבי בריטניה, נכללה בדוח על המצב הכספי ליום 31 בדצמבר 2025 כנכס מוחזק למכירה, ראה באור 6ג'6 ו-7 להלן.

(4) הקרן מחזיקה בכ-13% מהון מניותיה של חברת GREENWAY HOLDING S.A ("גרין-ווי") באמצעות חברת GCH E-Mobility, חברה הרשומה בפולין, דרכה בוצעה ההשקעה בגרין-ווי (26%) המוחזקת בשותפות עם קרן הליוס (50%). גרין-ווי עוסקת בפיתוח, הפעלה וניהול רשתות לטעינת רכבים חשמליים בפולין, סלובקיה וקרואטיה. במהלך הרבעון הראשון לשנת 2025 הצטרפה קרן ההשקעות הצרפתית MIROVA כמשקיעת עוגן בגרין-ווי, כמפורט בבאור 6ג'7 להלן.

(5) לפרטים אודות מדרג השווי ההוגן ראה באור 10ה' להלן.

(6) ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של בון תור בע"מ ("בון תור") נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025 במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 31 בדצמבר 2025. הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 בדצמבר 2025.
הערכת השווי ליום 30 ביוני 2025 במודל היוון תזרימי המזומנים נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת בון תור לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. שיעורי ההיוון ששימשו במדידת השווי ההוגן נאמדו ב-10.5% (WACC) לפעילות ההיסעים בבון תור ו-11.75% ו-13.75% (Ke) לפעילות מטרופולין לשנות התחזית, ולפעילות הטרמינלית, בהתאמה.
גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-63.3 מיליון ש"ח.
קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-72.4 מיליון ש"ח.
שיעור הצמיחה בטווח הארוך של פעילות ההיסעים ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-4.25%.
גידול של 0.5% בשיעור הצמיחה בהיסעים היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-48.1 מיליון ש"ח.
קיטון של 0.5% בשיעור הצמיחה בהיסעים היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-41.2 מיליון ש"ח.

(7) ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה ב-PowerGen נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2025, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) לחלק מהפעילויות וחלק נוסף מהפעילויות בשיטת ה- Free Cash Flow To Equity) FCFE). מחיר ההון העצמי (Ke) המשוקלל ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד בכ-11%.
הערכת השווי, המפרטת את שיעורי ההיוון ביחס לכלל פעילויות PowerGen, מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 בדצמבר 2025.
ביחס לפעילויותיה המהותיות של PowerGen מחירי ההון העצמי (Ke) המשוקללים ששימשו להערכת השווי נאמדו ב-14.6% לריינדיר, 8.5% ל-MRC אלון תבור, תחנות הכוח הצפוניות והחופיות כ-11%, בזק-ג'ן כ-17.3%, PV אגירה 2 כ-8.5%, נכסי מתחדשות בייזום מתקדם 11.3% ומתקן האגירה השאובה במעלה גלבוע (PSP) כ-11.2%.
הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת PowerGen לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות.
גידול של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-255 מיליון ש"ח.
קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-282 מיליון ש"ח.

(8) ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה בחברות חלוקת הגז הטבעי נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 31 בדצמבר 2024 בשיטת ה-DCF (Discounted Cash Flows), שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 31 בדצמבר 2025. הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת חברות חלוקת הגז הטבעי לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות.
מחיר ההון העצמי (Ke) ששימשו במדידת השווי ההוגן של חברות חלוקת הגז הטבעי נאמד בכ-11.5%.
גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-7.4 מיליון ש"ח.
קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-7.8 מיליון ש"ח.
שיעור הצמיחה בטווח הארוך של פעילות חלוקת הגז ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד ב-1.5%.
גידול של 0.5% בשיעור הצמיחה היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-6.1 מיליון ש"ח.
קיטון של 0.5% בשיעור הצמיחה היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-5.6 מיליון ש"ח.

באור 6 – השקעות בחברות (המשך)

א. הרכב ההשקעה בחברות (המשך)

(9) ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה ב-BlueGen, למעט פעילות הפסולת של BlueGen (נכסי חברת דקל תשתיות, ק.מ.מ ומתקן סמארט וויסט, ללא שווי קבלני ההקמה (EPC) של הפרויקטים בהקמה, להלן: "זרוע הפסולת"), נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 ביוני 2025, במודל היוון תזרימי מזומנים צפויים (DCF) ועל ידי קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 31 בדצמבר 2025. הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 בדצמבר 2025.
הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת BlueGen לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. שיעורי ההיוון המשוקללים (WACC) ששימשו במדידת השווי ההוגן נאמדו ב-11.25% (לפעילות חטיבת המים והשפכים), 11.25% (לפעילות חטיבת הכימיקלים), כ-14.5% לפרויקט אשדוד ו-10.25% ו-7% לפרויקט דרך הים – מפעיל וזכיין, בהתאמה.
גידול של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-37 מיליון ש"ח.
קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון (של כלל הנכסים) היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-41 מיליון ש"ח.
שוויה ההוגן של זרוע הפסולת נאמד בהתאם להתקשרות של בלוג'ן עם לאומי פרטנרס לרכישת 15% מההון המונפק והנפרע של זרוע הפסולת בתמורה להשקעה בהיקף כולל של כ-168 מיליון ש"ח. לאחר תאריך הדוח, ביום 26 בפברואר 2026 חתמו הצדדים על הסכם מחייב. לפרטים נוספים ראה באור 17ה'.

(10) ליום 31 בדצמבר 2025, שוויה ההוגן של ההשקעה בפרידנזון-ג'נריישן נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה ליום 30 בספטמבר 2025 בשיטת ה-DCF (Discounted Cash Flows), שיטת היוון תזרימי המזומנים לבעלי המניות ועל קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 31 בדצמבר 2025.
הערכת השווי נסמכה על תחזיות הנהלת הקרן והנהלת פרידנזון-ג'נריישן לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות. שיעור ההיוון (WACC) ששימש במדידת השווי ההוגן נאמד בכ-10%.
גידול של 0.5% בשיעור ההיוון היה מקטין את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-6.8 מיליון ש"ח.
קיטון של 0.5% בשיעור ההיוון היה מגדיל את שווי ההשקעה למועד הערכת השווי החיצונית בכ-7.2 מיליון ש"ח.

(11) החל מהרבעון השלישי לשנת 2024, השקעת הקרן בפורטרברוק סווגה כנכס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים. ליום 31 בדצמבר 2025, השקעת הקרן בפורטרברוק ממשיכה להיות מסווגת כנכס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים. שוויה ההוגן של ההשקעה בפורטרברוק הוערך על בסיס הסכם מחייב שנחתם למכירת ההשקעה לאחר תאריך הדוח, כמפורט בבאור 17ו'. שווי התמורה בליש"ט מתורגמת לשקל לפי שער חליפין שקל-ליש"ט ליום 31 בדצמבר 2025 ובתוספת שווי הוגן עסקאות הגנה שביצעה החברה על הלירה שטרלינג נכון ליום 31 בדצמבר 2025. הערכת השווי מצורפת לדוחות הכספיים של הקרן ליום 31 בדצמבר 2025.
לפרטים נוספים בדבר יתרת שווי רכיב עסקאות ההגנה לתאריך הדוח, ראה באורים 6ג'6 ו-7 להלן.

(12) ליום 31 בדצמבר 2025, שווי ההשקעה בגרין-ווי נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית שבוצעה לחברת GCH E-Mobility (חברה פולנית המוחזקת ע"י הקרן בשיעור של 50%, באמצעותה בוצעה ההשקעה בגרין-ווי) המבוססת מהשווי הנגזר מעסקה שבוצעה, במסגרתה נכנסה קרן MIROVA כמשקיע אסטרטגי לגרין-ווי ועל קידום בשיעור התשואה לבעלים ממועד הערכת שווי זו ועד ליום 31 בדצמבר 2025.
לפירוט נוסף ראה גם באור 6ג'7 להלן.

ב. הרכב הכנסות (הפסדים) מהשקעה בחברות:

	לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025		
שם החברה	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)	סה"כ
בון תור	88,007	1,875	89,882
PowerGen	562,407	20,000	582,407
חברות חלוקת הגז הטבעי	21,013	124	21,137
BlueGen	(34,159)	179,578	145,419
פרידנזון	6,683	5,000	11,683
פורטרברוק	(21,562) (****)	23,019	1,457
גרין-ווי	(28,085) (*****)	-	(28,085)
סה"כ	**594,304**	**229,596**	**823,900**

באור 6 – השקעות בחברות (המשך)

ב. הרכב הכנסות (הפסדים) מהשקעה בחברות (המשך)

	לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024		
שם החברה	**שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו**	**הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)**	**סה"כ**
בון תור בע"מ (**)	5,162	15,114	20,276
PowerGen בע"מ	131,287	20,000	151,287
חברות חלוקת הגז הטבעי	(15,922)	136	(15,786)
BlueGen	67,558	49,608	117,166
פרידנזון	13,409	-	13,409
פורטרברוק	(67,625) (****)	22,115	(45,510)
גרין-ווי	3,445 (*****)	-	3,445
סה"כ	**137,314**	**106,973**	**244,287**

	לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2023		
שם החברה	**שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו**	**הכנסות מנכסי הפורטפוליו (*)**	**סה"כ**
בון תור בע"מ	343,205	15,000	358,205
סולגרין בע"מ	(55,415)	133	(55,282)
רפק אנרגיה בע"מ	21,847	30,910	52,757
פי אס פי השקעות	(31,951)	11,533	(20,418)
זאן טעינה	2,412	-	2,412
חברות חלוקת הגז הטבעי	20,891	133	21,024
BlueGen	(2,608)	43,916 (***)	41,308
פרידנזון	22,895	-	22,895
פורטרברוק	12,795 (****)	20,182	32,977
גרין-ווי	26,339 (*****)	-	26,339
סה"כ	**360,410**	**121,807**	**482,217**

(*) הכנסות מנכסי הפורטפוליו כוללות דיבידנדים, החזרי הלוואות בעלים, פירעון שטרי הון, דמי ניהול וכו'. בפרויקטים בתחום התשתיות נהוג כי השקעות בעלי המניות מבוצעות הן על ידי השקעה בהון המניות ובשטרי ההון של החברות המוחזקות והן על ידי השקעה בהלוואות בעלים, כאשר השקעות אלה נעשות לרוב על ידי כלל בעלי המניות בחברות המוחזקות פרו רטה. השבת ההשקעה לבעלי המניות נעשית באמצעות החזר הלוואת בעלים, פירעון שטרי הון ותשלומי דיבידנד, ללא העדפה מצד בעלי המניות.

(**) ברבעון השלישי לשנת 2024 הוכרה הכנסה מבון תור בסכום של כ-18 מיליון ש"ח (התזרים התקבל בפועל ברבעון הרביעי לשנת 2024). במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2024 הוחלט כי התקבול מבון תור יושב במהלך הרבעון הראשון לשנת 2025, ולפיכך בדוח על הרווח הכולל לא נכללו הכנסות בגין שינוי נטו בשווי הוגן של ההשקעה בגין היתרה הנ"ל אשר נכללה בדוח על המצב הכספי ליום 31 בדצמבר 2024 ביתרת זכאים צדדים קשורים כמפורט בבאור 8.

(***) במהלך שנת 2023 הכירה הקרן בהכנסות שיפוי בהיקף של 7 מיליון ש"ח כחלק מהסדר מול המוכרת בעסקת רכישת BlueGen.

(****) שינוי נטו בשווי הוגן של ההשקעה בפורטרברוק בניכוי הכנסות מפורטרברוק בשנים שנסתיימו ביום 31 בדצמבר 2025, 2024 ו-2023 כוללים השפעה משינויים בשער החליפין לישי"ט בניכוי רכיב גידור עסקאות ההגנה על ההשקעה בפורטרברוק בסך כ-17,041 אלפי ש"ח (הפסד), כ-5,223 אלפי ש"ח (רווח) וכ-22,102 אלפי ש"ח (רווח), בהתאמה.

(*****) שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בגרין-ווי בניכוי הכנסות מגרין-ווי בשנים שנסתיימו ביום 31 בדצמבר 2025, 2024 ו-2023 כוללים השפעה משינויים בשער החליפין אירו בניכוי רכיב גידור עסקאות שער חליפין על ההשקעה בגרין-ווי כ-3,459 אלפי ש"ח (רווח), כ-515 אלפי ש"ח (רווח) וכ-21,324 אלפי ש"ח (רווח), בהתאמה.

באור 6 - השקעות בחברות (המשך)

ג. השקעות בחברות:

1) בון תור

בימים 31 במרץ 2025 ו-24 באפריל 2025 ("מועדי הרכישה") השלימה הקרן רכישת מניות בון תור (כ-2.5% סה"כ) מלאומי פרטנרס ומשקיעים נוספים בתמורה כוללת של כ-26.4 מיליון ש"ח מתוכם כ-17.8 מיליון ש"ח שולמו במועדי הרכישה והיתרה תשולם, בתוספת ריבית, לא יאוחר מיום 31 במרץ 2027.
נכון למועד הדוח מחזיקה הקרן בכ-76% ממניות בון תור.
חברת בון תור פועלת בתחום הסעות ההמונים ויש לה שתי פעילויות מרכזיות:

א. היסעים – מרבית שירותי ההסעות ניתנים על בסיס מסלולים יום יומיים קבועים, מחזוריים ומתוכננים בקפידה, הניתנים ללקוחות קבועים (בעיקר חברות, מפעלים, גופים ממשלתיים, רשויות מקומיות ובתי ספר), שהתקשרו מול בון תור בהסכמים לתקופות של 3 עד 5 שנים לאחר זכייה בהליך מכרזי.

ב. תחבורה ציבורית – פעילות המתבצעת באמצעות מטרופולין תחבורה ציבורית בע"מ ("מטרופולין") המוחזקת ב-100% על ידי בון תור. מטרופולין מפעילה קווי שירות בארבעה אשכולות תחבורה ציבורית: אשכול הנגב, אשכול השרון החדש, אשכול שרון-חולון מרחבי (שח"מ) ואשכול אונו-אלעד.

ג. כמו כן, לבון תור פעילות בתחום יבוא מיניבוסים ואוטובוסים לתחום ההיסעים והתחבורה הציבורית, באמצעות החזקה ב-45% מהון המניות של ב.ג מוטורס (2017) בע"מ.

ד. במהלך תקופת הדוח הכנסות שהתקבלו בקרן מבון תור הסתכמו לסך של כ-1.9 מיליון ש"ח. בכל אחת מהשנים 2023 ו-2024 התקבלו בקרן הכנסות מבון תור בהיקף של כ-15 מיליון ש"ח (מתוכם בשנת 2024 כ-13 מיליון נזקפו על חשבון תמורה מותנית, בהתאם לתנאי העסקה בין הקרן ללאומי פרטנרס ושני משקיעים נוספים מיום 29 באוגוסט 2022 בה מכרה הקרן כ-27% ממניות בון תור).

2) PowerGen

נכון למועד הדוח מחזיקה הקרן ב-100% ב-PowerGen הפועלת בתחום ייצור, אגירה ואספקת חשמל. במסגרת תחום פעילותה כאמור, PowerGen עוסקת בייזום, פיתוח, הקמה ותפעול של מתקנים לייצור ואגירת חשמל. בכלל זה, מחזיקה ומפעילה תחנות כוח לייצור חשמל וקיטור באמצעות גז טבעי, מערכות PV ומתקני אגירת אנרגיה (לרבות אגירה שאובה), וכן פועלת בתחום אספקת חשמל לצרכנים, לרבות צרכנים ביתיים ועסקיים קטנים, כמפורט להלן:

א. במקטע הייצור והאגירה, ל-PowerGen מגוון אמצעים וטכנולוגיות - ייצור חשמל בתחנות כוח קונבנציונליות, ייצור PV במגוון תצורות שונות, ייצור באמצעות מתקן אגירה שאובה בגלבוע, ייצור PV בשילוב אגירה וייזום מתקני אגירה Stand Alone.

ב. במקטע האספקה, לצד פעילותה כספק חשמל מרכזי ללקוחות גדולים, פועלת PowerGen, באמצעות מספק בזק-ג'ן, כמספקת חשמל ללקוחות עסקיים קטנים וביתיים.

ג. בתחום טעינת רכבים חשמליים PowerGen פועלת באמצעות זאן אנרגיה (50%), העוסקת במתן שירותי התקנה, תחזוקה והפעלה של עמדות טעינה לרכבים חשמליים.

שינויים משמעותיים במהלך תקופת הדוח:

א. 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" או "התחנה") המוחזקת על ידי PowerGen ב-27.51%. התחנה צפויה להיות בעלת הספק של עד 900 מגה וואט, ותופעל באמצעות גז טבעי.

ב. במהלך תקופת הדוח השקיעה הקרן סך של כ-215 מיליון ש"ח, וההכנסות שהתקבלו בקרן מ- PowerGen הסתכמו לסך של כ-20 מיליון ש"ח.

ג. ביום 12 באוקטובר 2025 חתם שר האנרגיה על רישיון הייצור הקבוע לתחנת הפיקר (תחנת כוח חדשה במחזור פתוח בהספק של 230 מגה-וואט) באתר אלון תבור, המוחזקת על ידי הקרן באמצעות PowerGen בשיעור של כ-16.67% באמצעות MRC.
התחנה החלה את פעילותה המסחרית החל מיום 16 באוקטובר 2025, והוענק לה רישיון לתקופה של 20 שנים ממועד תחילת ההפעלה.
במסגרת פעילותה תעמיד התחנה הספק זמין למנהל המערכת בתמורה לתעריף זמינות, וכן תפיק הכנסות נוספות ממכירת חשמל בהתאם להנחיות מנהל המערכת במסגרת מודל ה-SMP.

ד. ביום 30 בדצמבר 2025 התקשרה PowerGen עם צדדים שלישיים בהסכם לרכישת מלוא החזקותיהם בהון מניותיה של יבולי שמש אנרגיה מתחדשת בע"מ ("המוכרים", "ההסכם" ו-"יבולי שמש", בהתאמה), כמפורט להלן. יבולי שמש הינה חברת יזמית המפתחת פרויקטים של אנרגיה מתחדשת, בכללם, פרויקטים פוטו-וולטאיים ("PV") ואגירה על גבי מאגרי מים, קרקעי, אגרו-סולארי וגגות בישראל, ופרויקטי רוח ו-PV בפולין.
בכפוף להשלמת העסקה תרכוש PowerGen מהמוכרים את מלוא החזקותיהם בהון מניותיה של יבולי שמש. בתמורה למניות המוכרים יהיו זכאים לתמורה מותנית בלבד בסכום כולל של עד 20 מיליון ש"ח ("התמורה המותנית"), הכפופים לעמידה באבני דרך הקשורות להקמת הפרויקטים בייזום בישראל ובפולין. בנוסף, ובכפוף להתקיימותם של תנאים נוספים שנקבעו בהסכם, תרכוש PowerGen את מלוא הלוואות הבעלים בתמורה לסך כולל של עד 35 מיליון ש"ח (מתוכם סך של עד 20 מיליון ש"ח מותנים בתנאים שנקבעו בהסכם אשר מימושם מוטל על המוכרים, וסך של עד 15 מיליון ש"ח נוספים מותנים בקידום משמעותי של פרויקט הייזום בפולין במהלך שנת 2026).

באור 6 - השקעות בחברות (המשך)

ג. השקעות בחברות: (המשך)

2) PowerGen (המשך)

כמו כן, בכוונת PowerGen לפעול בסמוך לאחר השלמת העסקה לקידום מואץ של הנכסים בייזום, ולהקטנת החוב הפיננסי של יבולי שמש בדרך של הזרמת כסף פנימה.
אישור רשות התחרות לביצוע העסקה התקבל עובר למועד החתימה על ההסכם, כאשר השלמת העסקה מותנית בהתקיימותם של מספר תנאים מתלים נוספים, שעיקרם קבלת אישורי גופים מממנים אשר טרם התקבלו נכון למועד הדוח.

3) חברות חלוקת הגז הטבעי

למועד הדוח לחברה החזקה של 33.33% בחברות נגב גז טבעי בע"מ ("נגב גז"), גז טבעי דרום בע"מ ("גז טבעי דרום"), ונגב החברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ ("אי.פי.סי").
נגב גז (באזור הנגב) וגז טבעי דרום (באזור דרום הארץ) ("חברות החלוקה") הינן בעלות רישיון בלעדי להקמה והפעלה של תשתיות לחלוקת גז טבעי באזור פעילותן, ואי.פי.סי מעניקה שירותי הקמה, תפעול ותחזוקה של תשתיות לחלוקת גז לנגב גז ולגז טבעי דרום. בכל אחת מהחברות הנרכשות קיימים אותם שלושה בעלי מניות, באופן שכל בעל מניות מחזיק שליש (33.3%) מהמניות.

4) BlueGen

נכון למועד הדוח מחזיקה הקרן בכ-80.01% ממניות BlueGen.

להלן פירוט פעילות BlueGen בחלוקה לתחומי פעילות עיקריים:

1.1.1. BlueGen פועלת בתחום הפסולת לאורך כל שרשרת הערך: איסוף, טיפול, מיון, מחזור, הטמנה והשבה. נכסים אלה כוללים פרויקטי טיפול בפסולת בזכיינות הנמצאים בשלבי הקמה, וכן מתקנים פעילים ובהקמה לטיפול ומחזור פסולת. במסגרת זו, מחזיקה BlueGen ב-50% בפרויקט במתחם השפד"ן למיון ומחזור פסולת עירונית במסגרת הסכם BOT ("סמארט וויסט"), אשר צפוי להתחיל לפעול ברבעון הרביעי של שנת 2026, ב- 50% בזכויות לתכנון, הקמה ותפעול של מתקן לטיפול בפסולת אורגנית באתר דיה במסגרת הסכם DBOT ("דיה"), אשר הקמתו צפויה להסתיים ברבעון השלישי של שנת 2027, וכן ב-45.5% בפרויקט להקמה, הפעלה ותחזוקה של מתקן השבת אנרגיה מפסולת (Waste To Energy) ("WTE"), בנאות חובב בו זכתה לאחרונה. כמו כן, פעילות BlueGen מתבצעת גם במתקני קצה, באמצעות החזקתה ב-50% ממתקן פעיל למיון פסולת עירונית בעטרות, המטפל בכל הפסולת של העיר ירושלים וסביבתה ("מתקן גרין נט"), בזכויות לתכנון, הקמה והפעלה של מתקן מיון והפרדת פסולת עירונית מעורבת בשטח תחנת המעבר בחירייה וכן בשבעה מתקנים נוספים למיון, טיפול ומחזור פסולת (אחד מתוכם בתכנון לקראת הקמה). בנוסף פועלת BlueGen בתחום טיפול ביולוגי בקרקעות מזוהמות ובוצות תעשייתיות. במסגרת תחום זה, פועלת זרוע הפסולת של BlueGen להשתתפות גם במכרזי זכיינות צפויים לפרויקטי PPP בתחום הטיפול בפסולת. פעילות זרוע הפסולת של BlueGen צפויה לעבור ל- BlueGen Waste Management Ltd חברה אשר תהיה בשליטת BlueGen עם שיעור החזקה של 70%, וזאת עם השלמת עסקה להקמת זרוע הפסולת יחד עם קבוצת אחים יעקובי (וא.אס.בי) בע"מ ("YSB"), כאשר בסמוך להשלמת הקמת זרוע הפסולת כאמור, צפויה להיות מושלמת עסקת השקעה של לאומי פרטנרס בע"מ ("לאומי פרטנרס") בזרוע הפסולת כמפורט בסעיפים קטנים ז'-ח' להלן.

1.1.2. זרוע המים וחטיבת ההקמות והתפעול – נכסי BlueGen בזרוע המים כוללים את מתקן ההתפלה בפלמחים, בו היא מחזיקה ב-51% מהזכויות במסגרת הסכם BOO, ואשר מנוהל על ידה בהיותה השותף הכללי ("מתקן ההתפלה בפלמחים"), את מתקן ההתפלה באשדוד, אשר החל לפעול באופן מלא במהלך שנת 2025 לאחר השלמת עבודות שיפוץ ושדרוג, בו היא מחזיקה ב-50% מהזכויות במסגרת הסכם BOT ("מתקן ההתפלה באשדוד"), לרבות תחנת כוח המוקמת בחצרו, אשר להערכת BlueGen הפעלתה צפויה במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2026, וכן פועלת להקמת מתקן לטיפול במי תהום מזוהמים באזור תעש רמת השרון. במסגרת חטיבת ההקמות והתפעול, פועלת BlueGen לתכנון והקמה של מתקן להתפלת מי ים סבחה ד' בעיר אילת, וכן פועלת לתכנון, הקמה, תפעול ובעלות במתקני טיפול במים וטיהור שפכים, רובם בבעלות צדדים שלישיים, ומבצעת פרויקטים בסגמנטים שונים בתחום התשתיות, המים והשפכים במגוון רחב של תחומים ופעילויות ולמגוון רחב של לקוחות. במסגרת תחום זה, פועלת BlueGen להשתתפות במכרזי זכיינות צפויים לפרויקטי PPP בתחום המים והשפכים וכן מקימה ומתפעלת פרויקטים מורכבים בתחומי המים, השפכים והפסולת.

שינויים משמעותיים במהלך תקופת הדוח:

א. במהלך תקופת הדוח השקיעה הקרן סך של כ-40 מיליון ש"ח, וההכנסות שהתקבלו בקרן מ-BlueGen הסתכמו לסך של כ-180 מיליון ש"ח.

ב. יתרת ההלוואות והערבויות הפיננסיות של BlueGen בגינן העמידה הקרן ערבויות פיננסיות, בניכוי פיקדונות שהעמידה BlueGen לתאגידים הבנקאיים, הסתכמו למועד הדוח לסך כולל של כ-212 מיליון ש"ח.

באור 6 - השקעות בחברות (המשך)

ג. השקעות בחברות: (המשך)

4) BlueGen - המשך

ג. ביום 26 במרץ 2025 נחתם תיקון להסכם הזיכיון של מתקן ההתפלה אשדוד (בבעלות משותפת של BlueGen ושפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ) מול המדינה ("התיקון להסכם"). במסגרת התיקון להסכם הוארכה תקופת הזיכיון של מתקן ההתפלה ב-6 שנים נוספות, עד לתום שנת 2044 (חלף שנת 2038 לפני התיקון להסכם, ובהפחתה זניחה בתעריף המים בתקופת ההארכה). בנוסף, במסגרת התיקון להסכם, הותאמה תקופת הזיכיון של תחנת הכוח כך שתסתיים בתום שנת 2044 (חלף אפריל 2046 לפני התיקון להסכם), באופן בו תקופות הזיכיון להפעלת מתקן ההתפלה ותחנת הכוח תסתיימנה יחדיו בתום שנת 2044, וכן הוסכם על ויתור תביעות הדדי חלקי.
ביום 14 בדצמבר 2025 התקשרו חברות הפרויקט עם גופים בנקאיים ומוסדיים בעסקה למימון מחדש של מתקן ההתפלה, במטרה להתאים את מח"מ החוב למח"מ הפרויקט ולמצות את תזרימי המזומנים הנוספים הנגזרים מעליית ערך מתקן ההתפלה כתוצאה מהארכת תקופת הזיכיון.
המימון מחדש כולל העמדת הלוואות נוספות בסכום כולל של כ-420 מיליון ש"ח (מתוכם כ-28 מיליון באירו) אשר יוזרמו לחברות הפרויקט (כ- 302 מיליון ש"ח כמשיכה מיידית, כ-30 מיליון ש"ח לפירעון EBF (הלוואת גישור להון עצמי) והיתרה בפעימות לפי אבני דרך), וזאת לצד מסגרות קיימות להגדלת מינוף לאחר הפעלת תחנת הכוח בסך של כ-208 מיליון ש"ח, כאשר לוח הסילוקין ומועדי הפירעון הסופיים של ההלוואות הותאמו לתום תקופת ההארכה.
תנאי המימון מחדש כוללים ריבית בטווח של 4.2%-3.2% בגין הלוואות שקליות צמודות מדד ובטווח של 5.2%-4.2% בגין הלוואות באירו (קבוע) על ההלוואות החדשות, ותוספת ריבית בטווח של 0.5%-0.2% עבור ההלוואות הקיימות כנגד הארכת מח"מ החוב. מלבד האמור, לא חל שינוי ביחסי הכיסוי הנדרשים ובתרחישים מסוימים הם אף הופחתו לצורך הגדלת מינוף עתידית. בנוסף לאמור, כחלק מהמימון מחדש, בוצעו תיקונים גם להסכמי תחנת הכוח המוקמת בחצר מתקן ההתפלה, במסגרתם, בין היתר, קוצרה תקופת הפירעון של ההלוואות בגין תחנת הכוח בכ-3 חודשים. כמו כן, נקבעו התחייבויות למועדי השלמת מערך הקיטור, כאשר להערכת BlueGen הקמת תחנת הכוח צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2026.

ד. ביום 18 ביוני 2025 השלימה BlueGen מימוש אופציית רכש לרכישת יתרת 25% מהון המניות של קממ שנותרו בידי המוכרים, מהם רכשה 75% מהון המניות של קבוצת ק.מ.מ מפעלי מחזור בע"מ ("קממ") בשנת 2022. התמורה ששולמה בגין מימוש אופציית הרכש (לאחר התאמות) הינה בסך של כ-55 מיליון ש"ח. עם השלמת מימוש אופציית הרכש, מחזיקה BlueGen במלוא (100%) הון מניות של קממ.

ה. ביום 2 ביולי 2025 התקשרו איי.אי.אס החזקות בע"מ ("IES") (בעלת הקרקע בפלמחים) ו- BlueGen במזכר הבנות לא מחייב ("מזכר ההבנות") לשיתוף פעולה בקשר עם מתקן ההתפלה בפלמחים, המוחזק ב-51% על ידי BlueGen. במסגרת מזכר ההבנות סוכם על פעילות משותפת מול המדינה להתקשרות בהסכם זיכיון חדש להפעלת מתקן פלמחים לאחר תום תקופת הזיכיון הקיימת ולשדרוג מתקן ההתפלה. בכפוף לתנאים להלן, IES תרכוש 50% ממתקן פלמחים לפי שווי המתקן כפי שישתקף בספרי הקרן במועד העסקה (וביחס לערך השייר (הגרט) – על פי שוויו בספרי הקרן נכון ליום 31 בדצמבר 2024) בכפוף להתאמות מקובלות כמפורט במזכר ההבנות, ובתוספת פרמיה מוסכמת מראש העומדת על סך של 21 מיליון ש"ח, המשקפת כ-15% משווי מתקן פלמחים בספרי הקרן נכון ליום 31 במרץ 2025. עוד הוסכם, כי לאחר השלמת עסקת רכישת המניות של מתקן פלמחים ועד לתום תקופת הזיכיון הקיימת (קרי, 28 באפריל 2029), תמשיך BlueGen להיות בעלת השליטה מתקן פלמחים.
העסקה כפופה לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 31 במרס 2026, לחתימה על הסכם זיכיון חדש מול המדינה ולהסמכת IES להגשת תכנית לות"ל עבור חטיבת קרקע ההתפלה בפלמחים. ההסכם המפורט יכלול תנאים מתלים להשלמת העסקה, וביניהם, קבלת האישורים הנדרשים מהאורגנים המוסמכים, מקבוצת מגדל – שהינה בעלת מניות מיעוט ב- BlueGen ובמתקן ההתפלה בפלמחים, מצדדים שלישיים ומהרשויות הרלוונטיות.

ו. ביום 28 ביולי 2025, הודיעה ועדת המכרזים של מקורות חברת מים בע"מ ("מקורות") ל-BlueGen על זכייתה במכרז לתכנון וביצוע של מתקן ההתפלה סבחה ד' בעיר אילת. הצעתה של BlueGen במכרז עמדה על סך של כ-425 מיליון ש"ח (בתוספת מע"מ), אשר ישולמו ל-BlueGen על פני תקופה של 3.5 שנים ממועד החתימה על ההסכם ועד למסירת מתקן סבחה ד', בהתאם לאבני דרך שנקבעו במכרז. זכייתה של BlueGen במכרז כוללת עבודות תכנון, רכש, הקמה, הרצה ומסירה למקורות של מתקן סבחה ד' להתפלת מי ים בקיבולת של כ-20 מיליון מ"ק מים מותפלים לשנה ומתקן לטיפול בתשטיפים של כלל מתקני סבחה, וכן תקופת בדק של 36 חודשים ממועד הפעלת המתקנים. יצוין, כי במסגרת המכרז נקבעו מספר תנאים מתלים אשר אינם מהותיים טרם חתימה על הסכם התכנון והביצוע.

ז. ביום 18 בדצמבר 2025 התקשרו BlueGen ו-YSB במערך הסכמים מחייב להקמת זרוע הפסולת ("עסקת הקמת זרוע הפסולת"). במסגרת זו, ביום 26 בפברואר 2026 התקשרה BlueGen עם לאומי פרטנרס בהסכם מחייב להשקעה בזרוע הפסולת, לפיו תרכוש לאומי פרטנרס 15% מהון מניותיה של BlueGen Waste ("עסקת לאומי פרטנרס" וביחד עם עסקת הקמת זרוע הפסולת: "העסקאות"). עם השלמת העסקאות (אשר צפויות להיות מושלמות שתיהן בסמיכות), תהיה BlueGen בעלת השליטה ב-BlueGen Waste עם שיעור החזקה של 70%.

באור 6 - השקעות בחברות (המשך)

ג. השקעות בחברות: (המשך)

4) BlueGen- המשך

מיד לאחר השלמת העברת הנכסים המועברים לחברה החדשה תנתנה אופציית Call ל- BlueGen לרכישת יתרת החזקות YSB בחברה החדשה במחיר מימוש של כ-227 מיליון ש"ח, ואופציית Put ל-YSB למכירת החזקותיה הנותרות בחברה החדשה במחיר מימוש של כ-207 מיליון ש"ח (מחירי המימוש משקפים להערכת הקרן ערך נוכחי של כ-181 וכ-165 מיליון ש"ח, בהתאמה) ("האופציות"), כאשר מחירי המימוש של האופציות יהיו כפופים להתאמות בגין חלוקות דיבידנד. האופציות תהיינה ניתנות למימוש בתקופות שנקבעו במהלך השנים 2027 ו-2028, כמפורט בהסכם.
עם השלמת העסקה להקמת זרוע הפסולת ועסקת ההשקעה של לאומי פרטנרס, תרכוש לאומי פרטנרס 15% מהון מניותיה של BlueGen Waste בתמורה להשקעה בהיקף כולל של כ-168 מיליון ש"ח, מתוכם כ-63 מיליון ש"ח "כסף פנימה". בעלת השליטה ב-BlueGen Waste תהיה הקרן (באמצעות BlueGen) עם שיעור החזקה של 70%. לפרטים נוספות אודות ההסכם המחייב ראו באור 17ה'.

5) פרידנזון-ג'נריישן מרכזים לוגיסטיים בע"מ
למועד הדוח הקרן מחזיקה ב-50% מפרידנזון-ג'נריישן מרכזים לוגיסטיים.
פעילות פרידנזון-ג'נריישן כוללת פעילות אחסנה, ניהול, פיתוח, תפעול ואחזקה של מתחמים לוגיסטיים, הממוקמים בסמוך לנמלי ים בישראל (באשדוד ובחיפה) ומשרתים את פעילותם, לרבות מתחמים נוספים אשר נמצאים בהליכי תכנון ופיתוח.
במהלך תקופת הדוח ההכנסות שהתקבלו בקרן מפרידנזון-ג'נריישן הסתכמו לסך של כ-5 מיליון ש"ח.

6) פורטרברוק
למועד הדוח הקרן מחזיקה ב-10% מהון מניותיה של חברת פורטרברוק באמצעות ג'נריישן אינפרא בע"מ (חברה בבעלות מלאה (100%) הרשומה בבריטניה ומחזיקה בתאגיד אנגלי (33%) דרכו בוצעה ההשקעה בפורטרברוק בשותפות עם קרן דלמור הבריטית (67%)).
פורטרברוק עוסקת ברכישה, מימון, החכרה ותחזוקה של ציי רכבות עבור מפעילות קווי הרכבת ברחבי בריטניה והיא חברת החכרות רכבות נוסעים השנייה בגודלה בבריטניה (מבין שלוש חברות רכבות הנוסעים הגדולות והמובילות בבריטניה).
במהלך תקופת הדוח הכנסות שהתקבלו בקרן מג'נריישן אינפרא בע"מ (דרכה בוצעה ההשקעה בתאגיד המשותף האמור לעיל) הסתכמו לסך של כ-5 מיליון ליש"ט (כ-23 מיליון ש"ח), אשר מקורו בדיבידנד שהתקבל מפורטרברוק.
החל מהרבעון השלישי לשנת 2024, השקעת הקרן בפורטרברוק סווגה כנכס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים כמפורט בבאור 7 להלן.
ביום 18 במרץ 2026, נחתם הסכם מחייב למכירת החזקות הקרן בפורטרברוק. לפרטים נוספים אודות המכירה ראו באור 17ו'.

7) גרין-ווי
חברת גרין-ווי הפולנית הינה מובילה בתחום עמדות הטעינה לרכבים חשמליים בפולין וסלובקיה.
א. במהלך תקופת הדוח השקיעה הקרן כ-3,102 אלפי ש"ח (840 אלף אירו) בגרין-ווי.
ב. במהלך הרבעון הראשון לשנת 2025 הצטרפה קרן MIROVA כמשקיעת עוגן בגרין-ווי בסכום של כ-45 מיליון אירו ומקנים לה שיעור החזקה של 38% בגרין-ווי. כתוצאה מכך, ירד שעור ההחזקה של GCH E-Mobility, המחזיקה בגרין-ווי ובה מחזיקה הקרן ב-50%, לכ-26% והחזקה בשרשור של הקרן לכ-13%.
ג. במהלך הרבעון הראשון לשנת 2025, בצל פיחות השקל ביחס לאירו, בצעה הקרן גידור שער חליפין (שקל-אירו) למלוא עלות ההשקעה בגרין-ווי. לפירוט נוסף ראה באור 10ב' להלן.

באור 7 - נכסים לא שוטפים המוחזקים למכירה

החל מהרבעון השלישי לשנת 2024, השקעת הקרן בפורטרברוק סווגה כנכס מוחזק למכירה במסגרת הנכסים השוטפים בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי 5, בדבר "נכסים לא שוטפים המוחזקים למכירה ופעילויות שהופסקו" (להלן - IFRS 5). מרבעון 4 לשנת 2025 נוצרו נסיבות שאינן בשליטת הקרן, הגורמות להארכת תקופת הסיווג מעל לשנה. עם זאת, הקרן נקטה פעולות אקטיביות במטרה להשלים את תוכנית הרכישה ואיתור רוכש פוטנציאלי. ביום 17 בדצמבר 2025 חתמה הקרן עם גוף גלובלי לניהול השקעות (להלן: "המציעה") על מסמך בלעדיות בלתי מחייב (no-shop) ("מסמך הבלעדיות") לרכישת החזקות הקרן בפורטרברוק בתמורה לסך כולל של כ-114 מיליון ליש"ט. לאחר תאריך הדוח, ביום 18 במרץ 2026, חתמו הקרן והמציעה על הסכם מחייב. לפרטים נוספים ראו באור 17ו'.
לאור זאת, ההשקעה בפורטרברוק ממשיכה להיות מסווגת כמוחזק למכירה.
לפרטים נוספים בקשר למדידת השווי ההוגן של ההשקעה ראה באור 6 א' 11 לעיל.

באור 8 - זכאים ויתרות זכות

	ליום 31 בדצמבר 2025	ליום 31 בדצמבר 2024
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
זכאים צדדים קשורים (*)	**2,819**	18,423
ריבית לשלם בגין מסגרת אשראי	**265**	117
דיבידנד לשלם	**20,000**	-
ריבית לשלם בגין אגרות חוב	**1,816**	2,309
זכאים אחרים	**4,342**	3,204
	29,242	24,053

(*) ראה באור 6ג'1 לעיל בדבר יתרת זכאים למול בון תור וכן ראה באור 12א' להלן בדבר הסכם הניהול עם חברת הניהול.

באור 9 - הלוואות ואשראי

באור זה מספק מידע בדבר התנאים החוזיים של הלוואות ואשראי נושאי ריבית של הקרן, הנמדדים בעלות מופחתת. מידע נוסף בדבר החשיפה של הקרן לסיכוני ריבית, מטבע חוץ ונזילות, ניתן בבאור 10 להלן, בדבר מכשירים פיננסיים.

א. הלוואות ואשראי במסגרת התחייבויות שאינן שוטפות

1) הרכב

	ליום 31 בדצמבר 2025	ליום 31 בדצמבר 2024
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
אשראי מתאגידים בנקאיים ומוסדות פיננסיים, לרבות ריבית שנצברה (*)	**120,265**	80,117
אגרות חוב, לרבות ריבית שנצברה	**1,572,362**	1,680,800
	1,692,627	1,760,917
בניכוי חלויות שוטפות, לרבות ריבית שנצברה	**(201,648)**	(161,557)
אשראי ואגרות חוב במסגרת התחייבויות שאינן שוטפות	**1,490,979**	1,599,360

(*) כולל אשראי מקבוצת גופים מוסדיים בהובלת איילון חברה לביטוח בע"מ.

באור 9 - הלוואות ואשראי (המשך)

א. הלוואות ואשראי במסגרת התחייבויות שאינן שוטפות (המשך)

2) פרטים בדבר הלוואות מהותיות

זהות הלווה	סוג	מועד נטילת האשראי	סכום האשראי המקורי	בסיס הצמדה	מנגנון ושיעור הריבית	מועד תשלום הקרן	שעבודים ותנאים מהותיים נוספים	ליום 31 בדצמבר 2025		ליום 31 בדצמבר 2024	
								ערך נקוב	ערך בספרים	ערך נקוב	ערך בספרים
								באלפי ש"ח			
הקרן	אגרות חוב סדרה ב'	20.6.2021	441,609 אלפי ש"ח	צמוד מדד	0.75% (נקובה) 0.66% (אפקטיבית)	2023-2031	אגרות החוב (סדרה ב') דורגו ilA+ ע"י מעלות S&P בע"מ. קרן אגרות החוב תעמוד לפירעון בתשעה תשלומים שנתיים, כאשר שלושת התשלומים הראשונים ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2023 עד 2025, באופן שכל אחד מבין שלושת התשלומים כאמור יהווה 7% מהערך הנקוב של אגרות החוב, ארבעה תשלומים נוספים ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2026 עד 2029, באופן שכל אחד מבין ארבעת התשלומים כאמור יהווה 13% מהערך הנקוב של אגרות החוב, ושני תשלומים נוספים אשר ישולמו ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2030 ו-2031, באופן שכל אחד מבין שני התשלומים כאמור יהווה 13.5% מהערך הנקוב של אגרות החוב. הריבית על היתרה הבלתי מסולקת של קרן אגרות החוב (סדרה ב'), כפי שתהא מעת לעת, תשולם פעמיים בשנה בימים 30 ביוני ו-31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2022 עד 2030 (כולל), למעט התשלום הראשון של הריבית אשר שולם ביום 31 בדצמבר 2021, והתשלום האחרון של הריבית, אשר ישולם ביחד עם הפירעון האחרון של הקרן ביום 30 ביוני 2031. תשלומי הריבית ישולמו בעד התקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום הקודם למועד תשלום, הריבית הרלוונטי ("תקופת הריבית"), למעט תשלום הריבית הראשון שנעשה ביום 31 בדצמבר 2021.	415,188	479,699	451,976	509,394
		21.7.2022	הרחבת סדרה בהיקף של 83,945 אלפי ש"ח		2.72% (אפקטיבית על הרחבת הסדרה)						

זהות הלווה	סוג	מועד נטילת האשראי	סכום האשראי המקורי	בסיס הצמדה	מנגנון ושיעור הריבית	מועד תשלום הקרן	שעבודים ותנאים מהותיים נוספים	ליום 31 בדצמבר 2025		ליום 31 בדצמבר 2024	
								ערך נקוב	ערך בספרים	ערך נקוב	ערך בספרים
								באלפי ש"ח			
הקרן	אגרות חוב סדרה ג'	20.2.2022	513,956 אלפי ש"ח	צמוד מדד	0.75% (נקובה) 1.58% (אפקטיבית)	2024-2033	אגרות החוב (סדרה ג') דורגו ilA+ ע"י מעלות S&P בע"מ. קרן אגרות החוב תעמוד לפירעון בעשרה תשלומים שנתיים שווים, אשר ישולמו ביום 30 בספטמבר של כל אחת מהשנים 2024 עד 2033 (כולל). הריבית על היתרה הבלתי מסולקת של קרן אגרות החוב (סדרה ג'), כפי שתהא מעת לעת, תשולם פעמיים בשנה בימים 31 במרץ ו-30 בספטמבר של כל אחת מהשנים 2023 עד 2033, למעט התשלום הראשון של הריבית אשר שולם ביום 30 בספטמבר 2022.	838,207	896,449 (*)	942,983	977,492 (*)
		21.7.2022	הרחבת סדרה בהיקף של 353,803 אלפי ש"ח		3.03% (אפקטיבית על הרחבת הסדרה)						
		26.7.2023	הרחבת סדרה בהיקף של 180,000 אלפי ש"ח		4.34% (אפקטיבית על הרחבת הסדרה)						
הקרן	אגרות חוב להמרה סדרה ד'	18.12.2024	220,000 אלפי שח	לא צמוד	4.00% (נקובה) 4.56% (אפקטיבית)	2028-2029	אגרות החוב (סדרה ד') דורגו ilA+ ע"י מעלות S&P בע"מ. קרן אגרות החוב תעמוד לפירעון בשני תשלומים שנתיים שווים, אשר ישולמו ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2028 ו-2029. הריבית על היתרה הבלתי מסולקת של קרן אגרות החוב (סדרה ד'), כפי שתהא מעת לעת, תשולם פעם בשנה ב-31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2025 עד 2029. מחירה המתואם של אגרות החוב (סדרה ד') ניתנות להמרה כך שעד ליום 30 ביוני 2026 (כולל) כל 0.9 ש"ח ערך נקוב של אגרות חוב (סדרה ד') יהיה ניתן להמרה למניה רגילה אחת, ובתקופה שהחל מיום 1 ביולי 2026 ועד ליום 21 בדצמבר 2029 (כולל) כל 1.20 ש"ח ערך נקוב של אגרות חוב (סדרה ד') יהיה ניתן להמרה למניה רגילה אחת.	217,164	196,214 (**)	220,000	193,914 (**)

זהות הלווה	סוג	מועד נטילת האשראי	סכום האשראי המקורי	בסיס הצמדה	מנגנון ושיעור הריבית	מועד תשלום הקרן	שעבודים ותנאים מהותיים נוספים	ליום 31 בדצמבר 2025		ליום 31 בדצמבר 2024	
								ערך נקוב	ערך בספרים	ערך נקוב	ערך בספרים
								באלפי ש"ח			
הקרן	הלוואה מתאגיד בנקאי	ניצול מסגרת אשראי במועדים שונים במהלך תקופת הדוח	ניצול מסגרת אשראי במועדים שונים במהלך תקופת הדוח	צמוד פריים	כ-7.05%	ל.ר	פירעון קרן ההלוואה יבוצע בחלוף 24 חודשים ממועד ניצול מסגרת האשראי. תקופת הריבית הינה שלושה חודשים ותחל במועד העמדת האשראי הרלבנטי וכל תקופת ריבית נוספת תחל עם תום תקופת הריבית הקודמת. לצורך הבטחת התחייבויותיה לבנק, שעבדה הקרן בשעבוד קבוע, ראשון בדרגה, מניות המשקפות שיעור החזקה של כ-73% בבון תור, וכן בשעבוד (צף או קבוע, לפי הענין) מדרגה ראשונה של כל זכויותיה, הקיימות או העתידיות, של הקרן הנובעות מהחזקתה כאמור. בנוסף, התחייבה הקרן כלפי הבנק בהתחייבויות מקובלות בהסכמים מסוג זה (לרבות אי שינוי מבנה, אי ביצוע השקעות שאינן בתחום העיסוק, ניהול עסקיה כדין וכיו"ב), וכן בהתחייבויות נוספות כדלקמן: - ככל שהקרן לא תעמוד באיזו מהתחייבויותיה הפיננסיות, הקרן לא תהא רשאית לבצע או לשלם לבעלי מניותיה (לרבות קרוביהם, או תאגיד בשליטתם או לצד שלישי שיבוא במקומם או מטעמם), כל חלוקה שהיא או החזר הלוואות בעלים או מתן הלוואות, ללא קבלת הסכמת הבנק מראש, למעט תשלומים לחברת הניהול על פי הסכם הניהול - יוסף זינגר וארז בלשה ימשיכו לכהן בתפקידם כיו"ר דירקטוריון הקרן וכמנכ"ל הקרן, בהתאמה, במשך כל תקופה ההסכם - כל גיוס חוב שתבצע הקרן החל מתום תקופת הניצול, וכן כל גיוס הון שתבצע הקרן החל מתום 12 חודשים מתום תקופת הניצול, ישמש תחילה לפירעון ההלוואה. - הקרן מתחייבת שלא ליצור כל שעבוד מכל מין וסוג שהוא, על זכויות ונכסים המהווים לא פחות מ-15% מכלל נכסיה ואחזקותיה מכל מין וסוג שהוא של הקרן, ומתוך זה לפחות אחזקה משמעותית אחת בחברה ששוויה הינו מעל 10% משווי כלל אחזקותיה של הקרן כאמור, כפי שיהיו מעת לעת, לטובת אדם או גוף כלשהו, ללא קבלת הסכמת הבנק.	-	-	-	-
סה"כ הלוואות מהותיות בקרן								**1,572,362**		**1,680,800**	

באור 9 - הלוואות ואשראי (המשך)

(*) לרבות ריבית שנצברה של כ- 1,816 אלפי ש"ח וכ-1,996 אלפי ש"ח, לימים 31 בדצמבר 2025 ו-2024, בהתאמה.
(**) לרבות ריבית שנצברה של כ-313 אלפי ש"ח ליום 31 בדצמבר 2024.

להלן פרטים נוספים בדבר אגרות חוב סדרה ד' להמרה:

	באלפי ש"ח
תמורה מהנפקת אגרות חוב ניתנות להמרה במניות	217,580
עלויות הנפקה	(2,541)
תמורה, נטו	215,039
סכום שהוכר כהון, נטו	21,701
סכום שהוכר לראשונה כהתחייבות, נטו	193,397

(***) עלויות הנפקה של אגרות חוב סדרה ב', ג' ו-ד' (כולל הרחבותיהם) הסתכמו ל-6,781 אלפי ש"ח, 11,664 אלפי ש"ח ו-2,541 אלפי ש"ח, בהתאמה.

באור 9 - הלוואות ואשראי (המשך)

ב. מגבלות חוזיות ואמות מידה פיננסיות

תיאור ההתחייבויות	אמות מידה פיננסיות ומגבלות חוזיות אחרות	זכויות המלווה במקרה של אי עמידה מלאה או חלקית באמות המידה	עמידה באמות המידה והצגה למועד הדיווח	התפתחות לאחר מועד הדיווח
אגרות חוב סדרה ב' אשר יתרתן בדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025 הינן 479,699 אלפי ש"ח	עד למועד הסילוק המלא, הקרן מתחייבת כלפי מחזיקי אגרות החוב (סדרה ב') לעמוד באמות המידה הפיננסיות הבאות: א) סך הונה העצמי של הקרן לא יפחת מ-700 מיליון ש"ח, ב) היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים לא יעלה על 45%, ג) השווי ההוגן של נכסי הקרן, בניכוי התחייבויות הקרן לפי ערכן הפנקסני, כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של הקרן, לא יפחת מ-700 מיליון ש"ח. הקרן מתחייבת כי עד למועד הפירעון הסופי של אגרות החוב, ביצוע חלוקה כמשמעה בחוק החברות על ידי הקרן, לרבות רכישה עצמית של מניות, למעט חלוקת דיבידנד בשיעור המינימלי אשר יידרש על מנת לעמוד בדרישות הוראות הדין שיחולו במועד החלוקה על קרן להשקעה בתשתיות, ככל שיחולו, יהיה בכפוף לכך שהקרן תעמוד בתנאים המפורטים להלן: **א.** סך הונה העצמי של הקרן בניכוי החלוקה לא יפחת מ-765 מיליון ש"ח, **ב.** השווי ההוגן של נכסי הקרן, בניכוי התחייבויות הקרן לפי ערכן הפנקסני, כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של הקרן, לא יפחת מ-765 מיליון ש"ח, **ג.** לא קיימת עילה לפירעון מידי בהתאם להגדרתו בשטר הנאמנות, **ד.** הקרן אינה מצויה בהפרה של איזה מהתחייבויותיה למחזיקי אגרות החוב על הוראות שטר הנאמנות, **ה.** דירקטוריון הקרן דן וקבע כי לא קיים חשש סביר כי כתוצאה מהחלוקה לא תוכל הקרן לפרוע את אגרות החוב.	במקרה של חריגה מאמות מידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות לעניין התאמת הריבית, תתואם הריבית בשיעור של עד 0.75% נוספים. עילה להעמדת אגרות החוב (סדרה ב') לפירעון מיידי תחול רק אם הקרן לא תעמוד באיזו מאמות המידה הפיננסיות במשך תקופה של שני רבעונים רצופים.	למועד הדוח הקרן עומדת באמות המידה שנקבעו בשטר הנאמנות.	אין.
אגרות חוב סדרה ג' אשר יתרתן בדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025 הינן 896,449 אלפי ש"ח	עד למועד הסילוק המלא, הקרן מתחייבת כלפי מחזיקי אגרות החוב (סדרה ג') לעמוד באמות המידה הפיננסיות הבאות: **א.** סך הונה העצמי של הקרן לא יפחת מ-840 מיליון ש"ח, **ב.** היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים לא יעלה על 48%, **ג.** השווי ההוגן של נכסי הקרן, בניכוי התחייבויות הקרן לפי ערכן הפנקסני, כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של הקרן, לא יפחת מ-840 מיליון ש"ח. הקרן מתחייבת כי עד למועד הפירעון הסופי של אגרות החוב, ביצוע חלוקה כמשמעה בחוק החברות על ידי הקרן, לרבות רכישה עצמית של מניות, למעט חלוקת דיבידנד בשיעור המינימלי אשר יידרש על מנת לעמוד בדרישות הוראות הדין שיחולו במועד החלוקה על קרן להשקעה בתשתיות, ככל שיחולו, יהיה בכפוף לכך שהקרן תעמוד בתנאים המפורטים להלן: **א.** סך הונה העצמי של הקרן בניכוי החלוקה לא יפחת מ-910 מיליון ש"ח, **ב.** היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים לא יעלה על 45%, **ג.** השווי ההוגן של נכסי הקרן, בניכוי התחייבויות הקרן לפי ערכן הפנקסני, כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של הקרן, לא יפחת מ-910 מיליון ש"ח, **ד.** לא קיימת עילה לפירעון מידי בהתאם להגדרתו בשטר הנאמנות,	במקרה של חריגה מאמות מידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות לעניין התאמת הריבית, תתואם הריבית בשיעור של עד 0.75% נוספים. עילה להעמדת אגרות החוב (סדרה ג') לפירעון מיידי תחול רק אם הקרן לא תעמוד באיזו מאמות המידה הפיננסיות במשך תקופה של שני רבעונים רצופים.	למועד הדוח הקרן עומדת באמות המידה שנקבעו בשטר הנאמנות.	אין.

תיאור ההתחייבויות	אמות מידה פיננסיות ומגבלות חוזיות אחרות	זכויות המלווה במקרה של אי עמידה מלאה או חלקית באמות המידה	עמידה באמות המידה והצגה למועד הדיווח	התפתחות לאחר מועד הדיווח
	ה. הקרן אינה מצויה בהפרה של איזה מהתחייבויותיה למחזיקי אגרות החוב על הוראות שטר הנאמנות, **ו.** דירקטוריון הקרן דן וקבע כי לא קיים חשש סביר כי כתוצאה מהחלוקה לא תוכל הקרן לפרוע את אגרות החוב.			
אגרות חוב להמרה סדרה ד׳ אשר יתרתן בדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025 הינן 196,214 אלפי ש״ח (לא כולל רכיב המרה)	עד למועד הסילוק המלא, הקרן מתחייבת כלפי מחזיקי אגרות החוב (סדרה ד׳) לעמוד באמות המידה הפיננסיות הבאות: **א.** סך הונה העצמי של הקרן לא יפחת מ-1,100 מיליון ש״ח, **ב.** היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים לא יעלה על 55%, **ג.** השווי ההוגן של נכסי הקרן, בניכוי התחייבויות הקרן לפי ערכן הפנקסני, כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של הקרן, לא יפחת מ-1,100 מיליון ש״ח. הקרן מתחייבת כי עד למועד הפירעון הסופי של אגרות החוב, ביצוע חלוקה כמשמעה בחוק החברות על ידי הקרן, לרבות רכישה עצמית של מניות, למעט חלוקת דיבידנד בשיעור המינימלי אשר יידרש על מנת לעמוד בדרישות הוראות הדין שיחולו במועד החלוקה על קרן להשקעה בתשתיות, ככל שיחולו, יהיה בכפוף לכך שהקרן תעמוד בתנאים המפורטים להלן: **א.** סך הונה העצמי של הקרן בניכוי החלוקה לא יפחת מ-1,450 מיליון ש״ח, **ב.** היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין סך הנכסים לא יעלה על 50%, **ג.** השווי ההוגן של נכסי הקרן, בניכוי התחייבויות הקרן לפי ערכן הפנקסני, כמוצג בדוחותיה הכספיים האחרונים של הקרן, לא יפחת מ-1,450 מיליון ש״ח, **ד.** לא קיימת עילה לפירעון מידי בהתאם להגדרתו בשטר הנאמנות, **ה.** הקרן אינה מצויה בהפרה של איזה מהתחייבויותיה למחזיקי אגרות החוב על הוראות שטר הנאמנות, **ו.** דירקטוריון הקרן דן וקבע כי לא קיים חשש סביר כי כתוצאה מהחלוקה לא תוכל הקרן לפרוע את אגרות החוב	במקרה של חריגה מאמות מידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות לעניין התאמת הריבית, תתואם הריבית בשיעור של עד 0.75% נוספים. עילה להעמדת אגרות החוב (סדרה ד׳) לפירעון מיידי תחול רק אם הקרן לא תעמוד באיזו מאמות המידה הפיננסיות במשך תקופה של שני רבעונים רצופים.	למועד הדוח הקרן עומדת באמות המידה שנקבעו בשטר הנאמנות.	במהלך תקופת הדוח ועד מועד פרסום הדוח, בוצעה המרה של כ-20% מהרכיב ההוני של אגרות החוב להמרה.
מסגרת אשראי בסך 300 מיליון ש״ח מבנק דיסקונט אשר ליום 31 בדצמבר 2025 לא נוצלה	הקרן התחייבה לעמוד בכל תקופת ההסכם באמות מידה פיננסיות, אשר ייבחנו אחת לרבעון, כמפורט להלן: **א.** שווי הקרן לא יפחת מסך של 1 מיליארד ש״ח וייקבע על פי ממוצע בין שווי השוק של הקרן להון עצמי בספרים. **ב.** ההון העצמי המוחשי של הקרן המיוחס לבעלי המניות, לא יפחת בכל עת מ-500 מיליון ש״ח **ג.** יחס LTVC (החוב הפיננסי נטו ביחס לסה״כ שווי רכוש הקרן) לא יעלה על 45%. יחס ה- LTVS ביחס לניצול האשראי הכולל בפועל (כלומר עד סכום מקסימלי בסך 300 מיליון ש״ח), לא יעלה מעל ל-67.5%.	במקרה של חריגה מאמות מידה פיננסיות שנקבעו בהסכם ההלוואה לעניין התאמת הריבית, תתואם הריבית בשיעור של עד 1% נוספים. הוראות ההסכם קובעות אירועי הפרה מקובלים להסכמים מסוג זה, לרבות אירועי שינוי מהותי לרעה בבון תור, אשר עם התרחשותם, ובכפוף לתקופות ריפוי ולסייגים הקבועים בהסכם, רשאי הבנק להעמיד את החוב לפירעון מיידי, או להעלות את ריבית ההלוואה כמפורט בהסכם.	למועד הדוח הקרן עומדת באמות המידה שנקבעו בהסכם ובנוסף לא נוצלה מסגרת האשראי.	לפרטים נוספים אודות ההסכם, ראה באור 9 ג׳ להלן.

באור 9 - הלוואות ואשראי (המשך)

ג. פרטים בדבר מסגרות אשראי

ביום 15 במרץ 2024 התקשרה הקרן עם בנק דיסקונט בהסכם לחידוש המסגרת הקיימת לפיה תישמר מסגרת האשראי של הקרן בהיקף של 300 מיליון ש"ח. תקופת הניצול של המסגרת הוארכה עד ליום 14 במרץ 2025, כאשר כל אשראי שינוצל ייפרע לכל המאוחר בתוך שנתיים ממועד ניצולו. אשראי שינוצל יישא ריבית שנתית מבוססת פריים בתוספת 1%-2%. יתר תנאי ההסכם נותרו ללא שינוי, למעט התאמות מסוימות שהשפעתן על ההסכם אינן מהותיות.
ביום 12 במרץ 2025 התקשרה הקרן עם בנק דיסקונט בהסכם לחידוש המסגרת הקיימת לפיה תישמר מסגרת האשראי של הקרן בהיקף של 300 מיליון ש"ח. תקופת הניצול של המסגרת תוארך עד ליום 11 במרץ 2026, כאשר כל אשראי שינוצל ייפרע לכל המאוחר בתוך שנתיים ממועד ניצולו. אשראי שינוצל יישא ריבית שנתית מבוססת פריים בתוספת 0.5%-1.5%. יתר תנאי ההסכם נותרו ללא שינוי, למעט התאמות מסוימות שהשפעתן על ההסכם אינן מהותיות. ביום 11 במרץ 2026 הוארכה המסגרת לתקופת ביניים עד ליום 26 באפריל 2026 וממועד זה תוארך לתקופת ניצול נוספת בת שנה.
ליום 31 בדצמבר 2025 מסגרת האשראי מדיסקונט אינה מנוצלת ועומדת על 300 מיליון ש"ח. לפרטים נוספים ראה באור 9ב' לעיל.
למועד אישור הדוח לחברה מסגרות אשראי נוספות משני תאגידים בנקאיים נוספים אשר אינן מנוצלות ליום 31 בדצמבר 2025.

ביום 19 במאי 2024 חתמה הקרן על הסכם לקבלת מסגרת אשראי מקבוצת גופים מוסדיים בהובלת איילון חברה לביטוח בע"מ (להלן: "איילון" ו-"מסגרת המוסדיים") בהיקף של 155 מיליון ש"ח למשך תקופת ניצול של 3 שנים כנגד שעבוד של כ-29% ממניות BlueGen עם התחייבות לשעבוד מניות נוספות של BlueGen בעת הגעה לשיעור LTV כפי שהוגדר בהסכם. כל הלוואה שתועמד מתוך המסגרת תעמוד לתקופה של שנה ותהיה ניתנת להארכה לפי שיקול דעתה הבלעדי של הקרן לתקופות נוספות עד למועד סיום המסגרת. לקרן עומדת הזכות לפרוע את ההלוואות בפירעון מוקדם ללא עמלת פירעון ובכפוף לתנאים מוגדרים כפי שנקבעו בהסכם. כל ההלוואה שתועמד מתוך המסגרת תישא ריבית בשיעור שנתי שיעמוד על תשואת אג"ח ממשלתיות למח"מ יתרת המסגרת בעת המשיכה בתוספת הגבוה מבין: (1) המרווח של אגרות החוב (סדרה ב') של הקרן; או (2) מגבלת מרווח מינימאלי כפי שנקבעה בהסכם. אמות המידה הפיננסיות והעילות להעמדה לפירעון מיידי שנקבעו תואמות לאמות המידה הפיננסיות והעילות הקבועות בשטרי הנאמנות של אגרות החוב (סדרות ב' ו-ג') של הקרן ושל מסגרות האשראי הבנקאיות הקיימות שלה ושל BlueGen, לפי המחמיר מביניהן.
ביום 27 ביוני 2024 ניצלה הקרן 80 מיליון ש"ח מתוך מסגרת המוסדיים. הקרן פרעה סכום זה במהלך שנת 2025. בדצמבר 2025 ניצלה הקרן סך של 120 מיליון ש"ח מתוך מסגרת המוסדיים.

למועד פרסום הדוח יתרת מסגרת האשראי הבלתי מנוצלת מבנק דיסקונט והבנקים הנוספים וממסגרת המוסדיים הסתכמה לכ-272 מיליון ש"ח.

יובהר, כי בכל ההסכמים להעמדת מסגרות האשראי בהם התקשרה הקרן היא התחייבה שלא לתת ולא להתחייב לתת ו/או ליצור שעבוד צף על כלל נכסיה ללא הסכמת הבנק הרלוונטי. למניעת ספק, הקרן לא תהא מנועה מיצירת שעבודים מכל סוג ודרגה על נכסים ספציפיים שלה, למעט כמפורט בסעיף 9ב' לעיל.

באור 10 - מכשירים פיננסיים

א. סיווג הנכסים הפיננסיים וההתחייבויות הפיננסיות

להלן סיווג הנכסים הפיננסיים וההתחייבויות הפיננסיות בדוח על המצב הכספי לקבוצות המכשירים הפיננסיים בהתאם ל-IFRS 9:

	ליום 31 בדצמבר 2025	ליום 31 בדצמבר 2024
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
נכסים פיננסיים		
נכסים פיננסיים הנמדדים בעלות מופחתת:		
מזומנים ושווי מזומנים	**32,722**	50,297
חייבים ויתרות חובה	**4,195**	8,020
נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד:		
השקעות בנכסי הפורטפוליו כולל נכס מוחזק למכירה	**5,052,300**	4,180,329
	5,089,217	4,238,646
התחייבויות פיננסיות		
התחייבויות פיננסיות הנמדדות בעלות מופחתת:		
אשראי מתאגיד בנקאי	**120,000**	80,000
אגרות חוב	**1,570,546**	1,678,491
זכאים ויתרות זכות- כולל לזמן ארוך	**38,174**	24,053
	1,728,720	1,782,544

באור 10 - מכשירים פיננסיים (המשך)

א. גורמי סיכון פיננסיים

פעילויות הקרן חושפות אותה לסיכונים פיננסיים שונים, כגון סיכוני שוק (סיכון מטבע חוץ, סיכון מדד מחירים לצרכן, סיכון ריבית וסיכון מחיר), סיכון אשראי וסיכון נזילות. תוכנית ניהול הסיכונים הכוללת של הקרן מתמקדת בפעולות לצמצום למינימום השפעות שליליות אפשריות על הביצועים הפיננסיים של הקרן. ניהול הסיכונים מבוצע על ידי חברת הניהול בהתאם למדיניות שאושרה על ידי הדירקטוריון.

1. סיכוני שוק

סיכון מחיר

לחברה החזקה במניות, הלוואות בעלים ושטרי הון בנכסי הפורטפוליו, המסווגים כנכסים פיננסיים, הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד. לחברה סיכון מחיר בגין שינויים בשווים של הנכסים הפיננסיים כאמור. כמו כן, ההשקעות אותם מבצעת הקרן הינן בעלות סיכון עסקי וכלכלי. לפיכך, עשויים לחול שינויים מהותיים בשווין של נכסי הפורטפוליו אלה.

סיכון מטבע חוץ

סיכון שער החליפין נובע מעסקאות במטבעות שאינם מטבע הפעילות של הקרן, בשל החזקת הקרן בפעילויות מחוץ לישראל.

לתאריך הדוח הקרן השקיעה בשתי חברות מחוץ לישראל – פורטברוק וגרין-ווי (מטבע פעילות של החברות הינו לירה שטרלינג ואירו, בהתאמה) אשר שווין ההוגן נכון ליום 31 בדצמבר 2025 הינו 495,445 אלפי ש"ח ו- 73,558 אלפי ש"ח, בהתאמה.

על מנת למזער את החשיפה למטבע החוץ בשער החליפין של הלירה שטרלינג והאירו, כתוצאה מההשקעה בפורטברוק ובגריו-ווי, הקרן גידרה את השקעותיה כאמור. ראה באור 6א'12-11 לעיל ובאור 10ב' להלן. מעת לעת, הקרן בוחנת את הצורך בעסקאות בשערי מטבע שונים על מנת לגדר את החשיפה לסיכונים בשערי מטבע.

2. **סיכון נזילות**

השקעות הקרן בנכסי הפורטפוליו הינן השקעות בחברות לא נסחרות. לפיכך, לחברה סיכון כי ההשקעות כאמור לא יהיו ניתנות למימוש לסכומים נזילים בטווח הקצר. הקרן בוחנת תחזיות שוטפות של דרישות הנזילות שלה כדי לוודא שקיימים די מזומנים לצרכים התפעוליים, תוך הקפדה שבכל עת יהיו מספיק מסגרות אשראי לא מנוצלות כך שהקרן לא תחרוג ממסגרות האשראי שנקבעו לה ומאמות המידה הפיננסיות בהן היא מחויבת לעמוד. תחזיות אלו מביאות בחשבון גורמים כגון תוכנית הקרן להשתמש בחוב לצורך מימון פעילותה, עמידה באמות מידה פיננסיות מחייבות, עמידה במטרות של יחסי נזילות מסוימים, וכן עמידה בדרישות חיצוניות כגון חוקים או רגולציה.

להלן מועדי הפירעון החוזיים של התחייבויות פיננסיות מהותיות בסכומים בלתי מהוונים, כולל אומדן תשלומי ריבית:

	ליום 31 בדצמבר 2025						
	הערך בספרים	תזרים מזומנים חזוי	עד 6 חודשים	6-12 חודשים	1-2 שנים	2-5 שנים	מעל חמש שנים
התחייבויות פיננסיות שאינן נגזרים							
מסגרת אשראי (*)	120,265	132,678	4,646	4,381	123,651	-	-
אגרות חוב (*)	1,572,362	1,734,661	84,885	133,898	541,660	731,324	242,894
	1,692,627	**1,867,339**	**89,531**	**138,279**	**665,311**	**731,324**	**242,894**

	ליום 31 בדצמבר 2024						
	הערך בספרים	תזרים מזומנים חזוי	עד 6 חודשים	6-12 חודשים	1-2 שנים	2-5 שנים	מעל חמש שנים
התחייבויות פיננסיות שאינן נגזרים							
מסגרת אשראי (*)	80,117	96,452	3,230	3,381	6,611	83,230	-
אגרות חוב (*)	1,680,800	1,883,476	47,691	132,192	214,051	848,980	640,562
	1,760,917	**1,979,928**	**50,921**	**135,573**	**220,662**	**932,210**	**640,562**

*כולל ריבית.

באור 10 - מכשירים פיננסיים (המשך)

ב. גידור כלכלי- השקעות במט"ח

בהתאם לבאור 6א'12-11 לעיל בדבר השקעות בנכסי הפורטפוליו, נכון ל-31 בדצמבר 2025 ו-31 בדצמבר 2024, השקעות הקרן בפורטרברוק ובגרין-ווי, בסך כ-495,445 ו-523,807 אלפי ש"ח (פורטרברוק) וכ-73,558 ו-98,541 אלפי ש"ח (גרין-ווי), חשופות לשינויים בשווי ההוגן הנובעים משינויי מטבע (לישי"ט ואירו, בהתאמה). בהתאם למדיניות ניהול הסיכונים, ביצעה הקרן גידור מלא של עלות ההשקעות באמצעות עסקאות SWAP, המבוססות על תחזית תזרימי הדיבידנד במטבעי המקור והמרתם לשקל. השווי ההוגן של עסקאות ההגנה ליום הדוח עומד על כ-6,384 אלפי ש"ח עבור פורטרברוק ועל כ-4,594 אלפי ש"ח עבור גרין-ווי, מסווגים לרמה 2 ונקבעו לפי השערים היציגים ושקלול פערי ריביות בין המטבעות.

להלן פרטים בדבר המכשירים הפיננסיים שהקרן החזיקה על מנת לגדר את החשיפות לשינויים בשערי החליפין ובשיעורי הריבית:

	ליום 31 בדצמבר			
	2025		2024	
	מועד פירעון			
	1-12 חודשים	מעל 12 חודשים	1-12 חודשים	מעל 12 חודשים
סיכון מטבע חוץ				
חוזי אקדמה על שערי חליפין:				
סכום נומינלי של החשיפה נטו בלירה שטרלינג (באלפי ש"ח)	364,589	118,889	346,949	156,199
שיעור ממוצע של שער חליפין לחוזי אקדמה ש"ח – לירה שטרלינג	4.36	4.23	4.49	4.23
סכום נומינלי של החשיפה נטו באירו (באלפי ש"ח)	-	70,059	-	-
שיעור ממוצע של שער חליפין לחוזי אקדמה ש"ח – אירו	-	4.09	-	-

להלן תנועה בשינויים בשווי הוגן הנובעים מגידור כלכלי של שערי חליפין:

	אלפי ש"ח
יתרה ליום 1 בינואר 2025 (התחייבות)	**(10,013)**
שינוי במהלך התקופה (כתוצאה משערוך או פירעון של עסקה):	
סיכון מטבע חוץ – גידור השקעה בנכסי הפורטפוליו	20,991
יתרה ליום 31 בדצמבר 2025 (נכס)	**10,978**
יתרה ליום 1 בינואר 2024 (התחייבות)	**(19,541)**
שינוי במהלך התקופה (כתוצאה משערוך או פירעון של עסקה):	
סיכון מטבע חוץ – גידור השקעה בנכסי הפורטפוליו	9,528
יתרה ליום 31 בדצמבר 2024 (התחייבות)	**(10,013)**

באור 10 - מכשירים פיננסיים (המשך)

ג. שערי חליפין והצמדה

	מדד המחירים לצרכן (ידוע)	לירה שטרלינג	אירו
להלן שינויים במדד המחירים לצרכן ובשער חליפין:			
לשנה שהסתיימה ב-31 בדצמבר 2025	2.36%	(6.22%)	(1.34%)
לשנה שהסתיימה ב-31 בדצמבר 2024	3.43%	(1.01%)	(5.36%)

ניתוח רגישות

עלייה או ירידה במדד המחירים לצרכן הייתה מקטינה או מגדילה את ההתחייבויות הפיננסיות ומחויבויות חוזיות אחרות ואת הרווח או ההפסד בסכומים המוצגים להלן. ניתוח זה נעשה בהתעלם מהשפעות המס, ובהתעלם מהתזרימים הצפויים מנכסי הפורטפוליו אשר ברובם משתנים עם כיוון השינוי במדד, כך שקיימת השפעה חיובית נטו לעלייה באינפלציה על תזרימי המזומנים של נכסי הפורטפוליו.

	ליום 31 בדצמבר 2025		ליום 31 בדצמבר 2024	
	הון עצמי	רווח (הפסד)	הון עצמי	רווח (הפסד)
	אלפי ש"ח		אלפי ש"ח	
עלייה במדד המחירים לצרכן ב-1%	**(13,995)**	**(13,995)**	(15,073)	(15,073)
ירידה במדד המחירים לצרכן ב-1%	**13,995**	**13,995**	15,073	15,073

ד. שווי הוגן

הערך בספרים של מזומנים ושווי מזומנים, חייבים ויתרות חובה, זכאים ויתרות זכות ואשראי מתאגיד בנקאי תואמת או קרובה לשווי ההוגן שלהם. השווי ההוגן של יתר ההתחייבויות הפיננסיות והערכים המוצגים בדוח על המצב הכספי הינו כדלקמן:

	ליום 31 בדצמבר			
	2025		2024	
	הערך בספרים	שווי הוגן (רמה 1)	הערך בספרים	שווי הוגן (רמה 1)
	אלפי ש"ח			
אגרות חוב (סדרה ב') סחירות	479,699	457,454	509,394	464,587
אגרות חוב (סדרה ג') סחירות	896,449 (*)	888,248	977,492 (*)	921,483
אגרות חוב (סדרה ד') סחירות חלק התחייבותי	196,214 (*)	214,109	193,914 (*)	
אגרות חוב (סדרה ד') סחירות חלק הוני	-	-	21,701	231,220 (**)

(*) כולל ריבית שנצברה.

(**) אג"ח סדרה ד' להמרה – מרכיב התחייבותי והוני.

באור 10 - מכשירים פיננסיים (המשך)

ה. סיווג מכשירים פיננסיים לפי מדרג שווי הוגן

נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן

	31 בדצמבר 2025		31 בדצמבר 2024	
	רמה 2 (*)	רמה 3(**)	רמה 2	רמה 3
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד:				
השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו	1,164,495	3,887,805	-	4,180,329

(*) השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו המסווגות ברמה 2 כוללות:
א. עסקאות ההגנה שבוצעו על מלוא עלות ההשקעה בפורטברוק במטבע לירה שטרלינג ובגרין-ווי במטבע אירו (ראה באור 10 ב' לעיל).
ב. שווי הוגן של זרוע הפסולת של BlueGen שנקבעה על פי ההתקשרות בין BlueGen ו-YSB כמפורט בבאור 6ג(4)ז.
ג. שווי הוגן של פורטברוק כפי שנקבע על פי ההתקשרות בין הקרן וגוף גלובלי לניהול השקעות כמפורט בבאור 7.

(**) שוויהן ההוגן של השקעות והלוואות בנכסי הפורטפוליו המסווגות ברמה 3 נאמד באמצעות הערכת שווי חיצונית בשיטת ה-DCF (Discounted Cash Flows), שיטת היוון תזרימי המזומנים. הערכות השווי נסמכות על תחזיות הנהלת הקרן לסכומי ההכנסות, ההוצאות וההשקעות הצפויות, וכן קובעות את מחיר ההון העצמי או שיעור ה-WACC על פי מתודולוגיות מקובלות.

לעניין השיטות וההנחות ששימשו לקביעת השווי ההוגן, ראה באור 6א(6) – (12) לעיל.

באור 11 - מסים על ההכנסה

א. שיעורי המס החלים על הקרן
שיעור מס החברות בישראל בשנים 2023-2025 הינו 23%.

ב. שומות מס סופיות
לחברה שומות מס סופיות עד וכולל שנת 2020.

באור 11 - מסים על ההכנסה (המשך)

ג. נכסי והתחייבויות מסים נדחים שהוכרו

המסים הנדחים מחושבים לפי שיעור מס הצפוי לחול במועד ההיפוך כמפורט לעיל.
התנועה בנכסי והתחייבויות המסים הנדחים מיוחסת לפריטים הבאים:

	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו הנמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד	הפסדים להעברה לצרכי מס	תשלום מבוסס מניות	הפרשה לחופשה והבראה	סה"כ
	אלפי ש"ח				
יתרת נכס (התחייבות) מס נדחה ליום 1 בינואר 2025	(339,704)	80,391	30	-	(259,283)
שינויים אשר נזקפו לרווח והפסד	(161,816)	16,762	1,756	8	(143,290)
שינויים אשר נזקפו להון	-	-	5,809	-	5,809
יתרת נכס (התחייבות) מס נדחה ליום 31 בדצמבר 2025	**(501,520)**	**97,153**	**7,595**	**8**	**(396,764)**
התחייבות מס נדחה בדוח על המצב הכספי ליום 31 בדצמבר 2025					**(396,764)**

	שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו הנמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד	הפסדים להעברה לצרכי מס	תשלום מבוסס מניות	הפרשה לחופשה והבראה	סה"כ
	אלפי ש"ח				
יתרת נכס (התחייבות) מס נדחה ליום 1 בינואר 2024	(304,362)	58,293	-	-	(246,069)
שינויים אשר נזקפו לרווח והפסד	(35,342)	22,039	30	-	(13,273)
שינויים אשר נזקפו להון	-	59	-	-	59
יתרת נכס (התחייבות) מס נדחה ליום 31 בדצמבר 2024	(339,704)	80,391	30	-	(259,283)
התחייבות מס נדחה בדוח על המצב הכספי ליום 31 בדצמבר 2024					(259,283)

ד. התאמה בין המס התיאורטי על הרווח לפני מסים על הכנסה לבין הוצאות המסים

	31 בדצמבר 2025	31 בדצמבר 2024	31 בדצמבר 2023
	אלפי ש"ח		
רווח לפני מסים על ההכנסה	686,369	103,385	345,175
שיעור המס העיקרי של הקרן	23%	23%	23%
מס תיאורטי	**157,865**	**23,779**	**79,390**
תוספת (חסכון) בחבות המס בגין:			
הוצאות (הכנסות) לא מוכרות	(3,130)	183	4,493
מיסים בגין שנים קודמות	(3,063)	(431)	(3,852)
מידוד בסיס המס בהשקעות	(7,232)	(9,880)	(8,599)
הכנסות פטורות והוצאות שהותרו השנה	(1,150)	(378)	(3,459)
הוצאות מסים על ההכנסה מפעילויות נמשכות	**143,290**	**13,273**	**67,973**

באור 12 – התקשרויות והתחייבויות תלויות

א. הסכם למתן שירותי ניהול

בין הקרן לחברת הניהול נחתם ביום 17 במאי 2018 הסכם למתן שירותי ניהול. ביום 28 בינואר 2024, התקיימה אסיפה כללית של הקרן, במסגרתה אושרו תיקונים למדיניות התגמול ולהסכם הניהול בין הקרן לבין ג'נריישן ניהול בע"מ ולהסכמי השירותים עם יו"ר דירקטוריון הקרן ומנכ"ל הקרן.
תוקף תיקון ההסכם הוא עד יום 31 בדצמבר 2028 כאשר ישנה אפשרות לקיצור תקופת ההסכם בהתקיים מספר ארועים ונסיבות המפורטות בהסכם.

עיקרי הסכם הניהול כדלקמן:
חברת הניהול תעמיד, באמצעותה ו/או מי מטעמה שירותי הניהול כדלקמן:

(1) איתור של השקעות בנכסים התואמים את מדיניות ההשקעות של הקרן, בדיקת כדאיות השקעות אלה וניהול משא ומתן לכריתת הסכמי השקעה, מימון ואחרים בנוגע להשקעות אלה, והכל – בהתאם למדיניות ההשקעות של הקרן כפי שתיקבע מעת לעת;
(2) איתור הזדמנויות למימוש השקעות, ליווי, טיפול והתקשרות בהסכמים למכירה או מימוש אחר של השקעות אותן ביצעה הקרן;
(3) ניהול משא ומתן לביצוע השקעות, ובכלל זה ביצוע השקעות נוספות בהשקעות בהן הקרן כבר ביצעה השקעה בעבר;
(4) מתן יעוץ כלכלי ופיננסי לביצוע השקעות על ידי הקרן;
(5) ייעוץ לחברה בקשר עם התקשרות בהסכמי השקעה ובכל הסכמים אחרים הקשורים בהשקעותיה של הקרן;
(6) ליווי, פיקוח וניהול השקעות הקרן וכן דיווח לחברה על מצב השקעות אלה;
(7) ייעוץ וסיוע בגיוס הון ו/או חוב לחברה, בהתאם להחלטות האורגנים המוסמכים של הקרן;
(8) מתן שירותי ניהול כספים לחברה;
(9) מתן שירותי מחשוב ו- IT לחברה;
(10) העמדת משרדים לרשות הקרן.

כמו כן, חברת הניהול תעמיד על חשבונה את בעלי התפקידים ונושאי המשרה הבאים:

1. מנהל כללי לחברה במשרה מלאה.
2. יושב ראש פעיל לדירקטוריון הקרן.
3. מינוי דירקטורים לחברה מטעם חברת הניהול, שמספרם יעמוד על רוב הדירקטורים פחות אחד.
4. מנהל כספים וחשב במידת הצורך.

יובהר כי השקעות ומימושים שתבצע הקרן על פי עצתה של חברת הניהול יהיו טעונים אישורים של האורגנים המוסמכים בקרן.

חברת הניהול מתחייבת כי לא תעמיד את עצמה ולא תהיה במצב העלול ליצור ניגוד אינטרסים או עניין אישי, במישרין או בעקיפין, בינה לבין הקרן. חברת הניהול הצהירה כי בהסכמי השירותים שנחתמו בינה לבין אנשי המפתח (או חברות בשליטתם) נכללה התחייבות של אנשי המפתח לאי תחרות וניצול הזדמנות עסקית.

תגמול חברת הניהול - במסגרת התיקון להסכם הניהול, שנכנס לתוקף מיום 1 בינואר 2024, עודכן מבנה התגמול לו זכאית חברת הניהול מאת הקרן, כך שיהיה מורכב מארבעה רכיבים:

1) דמי ניהול (צמודים למדד המחירים לצרכן) אשר ייקבעו בהתאם לשער מניית הקרן בבורסה:

שער המניה הממוצע לקביעת דמי ניהול(*)(**)	**סך דמי הניהול הרבעוניים**
55 אגורות או פחות	5.5 מיליון ש"ח
80 אגורות או יותר	6.5 מיליון ש"ח
בין 55 אגורות (לא כולל) ל- 80 אגורות (לא כולל)	בין 5.5 מיליון ש"ח ל – 6.5 מיליון ש"ח, מחושב באופן לינארי בהתאם לשער המניה הממוצע לקביעת דמי הניהול

(*) שער המניה הממוצע לקביעת דמי ניהול - ממוצע שערי הנעילה המתואמים של מניית הקרן ב-30 ימי המסחר שקדמו למועד תשלום דמי הניהול הרבעוניים.
(**) שערים אלו יותאמו לאירועי חברה בגינן מבצעת הבורסה התאמה לשער המניה (כגון חלוקת דיבידנד, חלוקת מניות הטבה, הנפקת זכויות, איחוד ופיצול הון וכדומה), באופן דומה להתאמות אשר תבוצענה על ידי הבורסה.
דמי הניהול הרבעוניים ישולמו לחברת הניהול מראש בתחילת כל רבעון.

באור 12 - התקשרויות והתחייבויות תלויות (המשך)

א. הסכם למתן שירותי ניהול (המשך)

2) מניות חסומות לעובדים ונושאי משרה של חברת הניהול.
בסוף כל שנה תקצה הקרן מניות חסומות לעובדים ונושאי משרה של חברת הניהול.
כמות המניות המוקצות תהיה שווה למנה המתקבלת מחלוקת 5 מיליון, בגבוה מבין ממוצע שערי הנעילה המתואמים של מניית הקרן ב-30 ימי המסחר שקדמו ל-1 בדצמבר של אותה שנה בה מוקצות המניות לבין 1 ש"ח (שער זה יותאם לאירועי חברה בגינן מבצעת הבורסה התאמה לשער המניה כגון חלוקת דיבידנד, חלוקת מניות הטבה, הנפקת זכויות, איחוד ופיצול הון וכדומה).
המניות המוקצות תוחזקנה בנאמנות, ותהינה חסומות עד לתום שנתיים ממועד ההקצאה או עד לתום תקופת הסכם הניהול.
במסגרת זו תוקנו הסכמי השירותים, בין היתר באופן ש-18% מכמות המניות המוקצות בכל שנה יוקצו ליו"ר דירקטוריון הקרן, מר יוסף זינגר, ו-18% מכמות המניות המוקצות בכל שנה יוקצו למנכ"ל הקרן, מר ארז בלשה. יתרת המניות המוקצות יוקצו לעובדי חברת הניהול, נושאי המשרה בה ונותני השירותים (למעט יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל), כפי שתורה חברת הניהול לקרן, בהתאם לשיקול דעתה הבלעדי של חברת הניהול (הגורמים אשר יקבלו את המניות המוקצות.
עבור כל אחת מהשנים 2024 ו-2025 הוקצו 5 מיליון מניות חסומות ו-4,126,942 מניות חסומות, בהתאמה, וזאת בהתאם להסכם והוכרה בגינן הוצאה בסכום של 3,664 אלפי ש"ח ו-3,749 אלפי ש"ח, בהתאמה, אשר נמדדו לפי שווי שירותים שהתקבלו עבורן. לפירוט בדבר הקצאת המניות החסומות עבור שנים אלו ראה באור 13ב' להלן.

3) מענק שנתי - תלוי ביצועים.
חברת הניהול תהא זכאית למענק שנתי, אשר מחציתו ישולם במזומן ומחציתו הנוספת באופציות למניות הקרן.
תנאי הסף למענק השנתי הינו עמידה ביחס שווי השוק של הקרן ל-NAV בגין אותה שנה הינו 0.6 או גבוה מכך.
סכום המענק השנתי יעמוד על הסכום הנמוך מבין 6 מיליון ש"ח ליחס שווי השוק של הקרן ל-NAV, מוכפל ב-6 מיליון ש"ח.
מרכיב האופציות במענק השנתי נמדד על בסיס ממוצע מחיר מניית הקרן בתחילת הרבעון ובסופו, ומשקף את שווי השירותים שהתקבלו במהלך התקופה. השווי הנמדד מוכר כהוצאה בדוחות הכספיים.
בגין שנת 2024 חברת הניהול לא היתה זכאית למענק השנתי. בגין שנת 2025 לחברת הניהול זכאות למענק שנתי בסך 4,336 אלפי ש"ח אשר חושב לפי יחס שווי שוק ל-NAV של 0.72 מוכפל ב-6 מיליון ש"ח. המענק השנתי שולם לאחר תאריך הדוח, בינואר 2026. לפירוט בדבר תשלום המענק השנתי בגין שנת 2025 ראה באור 17ב' להלן.

4) מענק ארוך טווח - תלוי ביצועים.
חברת הניהול תהא זכאית למענק ארוך טווח בכפוף לעמידה בתשואה שנתית ממוצעת כדלקמן (מועדי בדיקת הזכאות ותשלום המענק ארוך הטווח הינם 31 בדצמבר 2026 ו-31 בדצמבר 2028):

תשואה שנתית ממוצעת של מניית הקרן (*)	סך מענק ארוך הטווח
פחות מ- 10%	לא ישולם מענק ארוך הטווח
10%	7.5 מיליון ש"ח
15% ויותר מכך	15 מיליון ש"ח
בין 10% (לא כולל) ל- 15% (לא כולל)	בין 7.5 מיליון ש"ח ל - 15 מיליון ש"ח, אשר ייקבע באופן לינארי בהתאם לתשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן

(*) התשואה מחושבת בשיטת ריבית דריבית ובמחיר בסיס של המניה ברבעון האחרון של 2023 המוכפל ב-2.
ביום 31 בדצמבר 2026, תיבדק התשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן לשנים 2026-2024. חברת הניהול תהא זכאית לקבל מחצית מסך המענק הארוך הטווח המפורט, בהתאם לסך התשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן שיתקבל.
במסגרת זו תוקנו הסכמי השירותים בין חברת הניהול לבין יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל הקרן, בין היתר באופן ש-15% מהמענק ארוך טווח יוענק ליו"ר דירקטוריון הקרן, מר יוסף זינגר, 15% מהמענק ארוך טווח יוענק למנכ"ל הקרן מר ארז בלשה, ויתרת המענק ארוך טווח תוענק לחברת הניהול.
בשנים 2024 ו-2025 הכירה הקרן בהוצאות בסך כ-128 אלפי ש"ח וכ-522 אלפי ש"ח, בהתאמה, בגין מענק ארוך טווח- תלוי ביצועים. ההוצאות חושבו לפי מודל "Black & Scholes".

באור 12 - התקשרויות והתחייבויות תלויות (המשך)

ב. שעבודים

למועד הדוח, לחברה שעבודים על החזקותיה כמפורט להלן:

נכס משועבד	לחובת	תיאור
גז טבעי דרום בע"מ	גופים מוסדיים מלווים	שעבוד החזקות הקרן (33.33%) בגז טבעי דרום בע"מ לטובת גופים המלווים להקמת קווי חלוקת הגז לגז טבעי דרום.
נגב גז טבעי בע"מ	בנק מזרחי טפחות בע"מ	שעבוד החזקות הקרן (33.33%) בנגב גז טבעי בע"מ לטובת העמדת ערבות ביצוע מבנק מזרחי טפחות בע"מ.
בון תור בע"מ	בנק דיסקונט לישראל בע"מ	שעבוד החזקות הקרן (כ-73%) בבון תור בע"מ לטובת העמדת מסגרת אשראי מבנק דיסקונט. ליום 31 בדצמבר 2025 לא ניצלה החברה מסגרות אשראי בנדון.
PowerGen	רפק תקשורת בע"מ	שעבוד כ-25% ממניות PowerGen לטובת הלוואת מוכר של PowerGen בגין רכישת פאוורגין פאוור פלנטס מרפק תקשורת בע"מ.
BlueGen	מסגרת המוסדיים	שעבוד 29% ממניות חברת BlueGen לטובת העמדת מסגרת המוסדיים.

ג. התחייבויות תלויות

ביום 1 בינואר 2024, הומצאה לקרן בקשה שהוגשה למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו לאישור תביעה כתביעה נגזרת לפי סעיף 198 לחוק החברות, התשנ"ט – 1999 ("חוק החברות"), כנגד הקרן, חברת הניהול של הקרן וכלל הדירקטורים בקרן ("הבקשה"). במסגרת הבקשה מעלה המבקש טענות בנוגע להליך אישורן ולתקפותן של עסקאות ההשקעה שביצעה הקרן בפאוורגין סולאר איי בע"מ (לשעבר "סולגרין") (להלן "ההשקעות בסולגרין"), אשר לטענתו יש לראות בהן "עסקאות עם בעל עניין" כמשמען בפרק החמישי לחלק השישי בחוק החברות, וכן טענות בקשר להפרת חובות שחלות על נושאי המשרה בקרן. עוד צוין בבקשה כי מתנהלים במקביל עוד שני הליכים נגזרים מול חברות אחרות שבהם מתעוררת שאלה משפטית דומה בעיקרה לשאלה המשפטית אשר עולה בבקשה. במסגרת הבקשה המבקש מבקש סעדים שונים, שעיקרם פיצוי בגין הנזקים שנגרמו לכאורה לקרן בגין ירידת ערך ההשקעות בפאוורגין סולאר איי בסך נטען של כ-298 מיליוני ש"ח וכן השבת דמי הניהול בסך כ-17 מיליוני ש"ח בגינן. נכון למועד פרסום הדוח, ובהתבסס על הערכת הנהלת הקרן ועל חוות דעת יועציה המשפטיים, סיכויי קבלת הבקשה מוערכים כנמוכים מ־50%.

באור 13 - הון

א. הרכב ניירות ערך

	31 בדצמבר 2025 מספר מניות (אלפים)		31 בדצמבר 2024 מספר מניות (אלפים)	
	רשום	מונפק ומוקצה	רשום	מונפק ומוקצה
מניות רגילות	**10,000,000**	**1,507,240**	**10,000,000**	**1,264,956**
אופציות לא סחירות למניות	**-**	**311,624 (*)**	**-**	**156,219 (*)**
אגרות חוב להמרה ד'	**-**	**217,165 (***)**	**-**	**220,000**
מניות חסומות (ראה סעיף ב')				
אופציות בגין מענק שנתי (**)				

(*) כל אופציה ניתנת להמרה למניה אחת בעלת 1 ש"ח ערך נקוב.
(**) לעניין הנפקת אופציות לא סחירות בגין מענק שנתי תלוי ביצועים ראה באור 17ב'.
(***) ערך נקוב של אגרות החוב עם זכות המרה בשער מתואם של 0.85722 נכון למועד פרסום הדוח.

ב. הקצאת מניות חסומות לעובדים ונושאי המשרה של חברת הניהול
בהתאם להסכם הניהול האמור בבאור 12א' לעיל, ביום 1 בדצמבר 2024 וביום 1 בדצמבר 2025 העובדים ונושאי משרה של חברת הניהול היו זכאים ל-5 מיליון מניות ו-4,126,942 מניות, בהתאמה, החסומות לשנתיים, ממועד הקצאתן, עבור שירותי הניהול לשנת 2024 ולשנת 2025, בהתאמה.
המניות הוקצו בפועל במהלך חודש פברואר 2025 וינואר 2026, בהתאמה.
לפרטים אודות הקצאת המניות בפועל במהלך חודש ינואר 2026 ראו באור 17א' להלן.

ג. הנפקת אגרות חוב ניתנות להמרה
ראה באור 9 בדבר אגרות חוב ניתנות להמרה במניות החברה שהונפקו בשנת 2024.
במהלך תקופת הדוח ועד מועד פרסום הדוח, בוצעה המרה של כ-20% מהרכיב ההוני של אגרות החוב להמרה.

ד. הנפקה פרטית של מניות ואופציות למשקיעים מוסדיים
ביום 21 באוקטובר 2025 אישר דירקטוריון הקרן ביצוע של הקצאה פרטית של מניות רגילות ואופציות לא רשומות למסחר למשקיעים מוסדיים. במסגרת ההקצאה הונפקו למשקיעים 233,918,129 מניות רגילות של החברה בתמורה כוללת של כ־280 מיליון ש"ח (ברוטו), וכן הוקצו למשקיעים, ללא תמורה, 155,945,418 אופציות הניתנות למימוש למניות רגילות של החברה במחיר מימוש של 1.40 ש"ח לאופציה (ללא הצמדה), לתקופה של 3.25 שנים ממועד ההקצאה.
האופציות אינן רשומות למסחר ואינן ניתנות להעברה, שעבוד או המחאה, אלא בכפוף לתנאים שנקבעו בהסכמי ההקצאה ובהוראות הדין. בנוסף, על המניות המוקצות ועל המניות שתנבענה ממימוש האופציות חלות מגבלות מכירה חוזרת, לרבות תקופת חסימה מוחלטת ותקופת "טפטוף", בהתאם להוראות חוק ניירות ערך. מגבלות הסחירות כאמור הובאו בחשבון במסגרת קביעת תנאי ההקצאה ובמדידת השווי ההוגן של האופציות.
ההנפקה בוצעה לפי מחיר של 1.197 ש"ח לחבילה. עלויות ההנפקה הסתכמו לסך של כ-4,099 אלפי ש"ח.
להלן פירוט סדרות האופציות הקיימות למועד הדיווח:

כמות אופציות	מועד פקיעה	מחיר מימוש מתואם (*) (ש"ח)	מחיר מימוש (ש"ח)
2,632,435	28/02/2026	1.02	1.00
879,710	29/04/2026	1.05	1.02
29,509,550	14/09/2026	0.89	0.88
11,994,832	27/03/2028	0.85	0.84
33,379,635	28/03/2029	1.11	1.05
77,282,655	28/03/2030	1.18	1.12
155,945,418	19/01/2029	1.40	1.40
311,624,235			

(*) מחירי המימוש צמודים למדד המחירים לצרכן ומתואמים לחלוקת דיבידנד של הקרן.

ה. ניהול ההון בקרן
מטרת הקרן בניהול ההון שלה לשמר את יכולת הקרן להבטיח את המשכיות העסק ובכך ליצור תשואה לבעלי המניות, משקיעים ובעלי עניין אחרים.

ו. חלוקת ותשלום דיבידנד בתקופת הדוח
בשנת 2025 הקרן הכריזה וחילקה דיבידנד בסך 45,000 אלפי ש"ח לבעלי המניות.

ז. תשלום דיבידנד לאחר תאריך הדוח
ביום 23 בנובמבר 2025 אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך 20,000 אלפי ש"ח לבעלי המניות, המהווה כ-1.3 אגורות למניה.
לאחר תאריך הדוח, ביום 8 בינואר 2026, חילקה הקרן דיבידנד של 20,000 אלפי ש"ח. לפירוט נוסף ראה באור 17ג' להלן.

באור 14 – הוצאות מימון

	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2023
	אלפי ש"ח		
הוצאות מימון בגין אגרות חוב	**39,935**	29,117	26,642
הפרשי הצמדה בגין אגרות חוב	**38,391**	55,818	48,976
ריבית על הלוואות ומסגרות אשראי	**10,608**	16,163	6,945
הפרשי שער ואחרים	**48**	(57)	(301)
	88,982	101,041	82,262

באור 15 - רווח למניה

פרוט כמות המניות והרווח ששימשו בחישוב הרווח למניה - בסיסי ומדולל

רווח בסיסי למניה

	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר		
	2025	2024	2023
רווח לשנה (באלפי ש"ח)	**543,079**	90,112	277,202
ממוצע משוקלל של מספר המניות הרגילות (באלפי מניות 1 ש"ח ע.נ.)			
ממוצע משוקלל של מספר המניות הרגילות ששימשו לצורך חישוב רווח בסיסי למניה ליום 31 בדצמבר	**1,269,490**	1,264,956	1,264,956
השפעת מניות חסומות	**2,285**	2,500	-
השפעת מניות שהונפקו	**45,546**	-	-
השפעת אג"ח שהומרו למניות	**101**	-	-
ממוצע משוקלל של מספר המניות הרגילות ששימשו לצורך חישוב רווח בסיסי למניה ליום 31 בדצמבר	**1,317,422**	1,267,456	1,264,956
רווח בסיסי למניה	**0.412**	0.071	0.219

רווח מדולל למניה

	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר		
	2025	2024	2023
רווח לשנה (באלפי ש"ח)	**543,079**	90,112	277,202
התאמות לרווח לצורך חישוב רווח מדולל למניה			
הוצאות ריבית בגין אגרות חוב הניתנות להמרה, נטו ממס	**10,775**	399	-
רווח מדולל (באלפי ש"ח)	**553,854**	90,511	277,202
ממוצע משוקלל של מספר המניות הרגילות (באלפי מניות 1 ש"ח ע.נ.)			
יתרה ליום 1 בינואר	**1,269,490**	1,264,956	1,264,956
השפעת מניות חסומות	**2,285**	2,500	-
השפעת מניות שהונפקו	**45,546**	-	-
השפעת אג"ח שהומרו למניות	**101**	-	-
השפעת אגרות חוב המירות	**249,801**	10,018	-
השפעת כתבי אופציה למניות	**4,829**	-	-
ממוצע משוקלל של מספר המניות הרגילות ששימשו לצורך חישוב רווח מדולל למניה ליום 31 בדצמבר	**1,572,052**	1,277,474	1,264,956
רווח מדולל למניה	**0.352**	0.071	0.219

בשנים 2025 ו-2024 קיימות בהון המונפק של הקרן אופציות לא סחירות למניות אשר נכון לאותן שנים, השפעתן אינה מדללת.

באור 16 - יתרות ועסקאות עם בעלי עניין וצדדים קשורים

א. יתרות עם בעלי עניין וצדדים קשורים ההרכב:

	31 בדצמבר 2025	31 בדצמבר 2024
	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
חייבים בגין נכסי הפורטפוליו (במסגרת סעיף חייבים ויתרות חובה)	**4,160**	7,996
חברת הניהול - חשבון שוטף (במסגרת סעיף זכאים ויתרות זכות)	**2,819** (*)	144 (*)
בון תור – חו"ז (במסגרת סעיף זכאים ויתרות זכות)	**-**	18,279 (**)

(*) יתרה זו היא היתרה הגבוהה ביותר שהייתה במהלך שנת הדיווח.
(**) ראה באור 8 לעיל.

ב. עסקאות עם בעלי עניין וצדדים קשורים

ההרכב:

	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2024	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2023
	אלפי ש"ח		
הכנסות מנכסי הפורטפוליו	**229,596**	106,973	121,807
הוצאות דמי ניהול	**27,074**	23,094	41,724
הוצאות בגין מענקים	**3,433**	128	-

ג. לעניין הלוואות והשקעות בנכסי הפורטפוליו (והסכמים נלווים), ראה באור 6 לעיל.

ד. תגמול והטבות בגין אנשי מפתח ניהוליים (לרבות דירקטורים) שאינם מועסקים בקרן

	לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר					
	2025		2024		2023	
	מס' אנשים	סכום	מס' אנשים	סכום	מס' אנשים	סכום
סך הטבות בגין דירקטור שאינו מועסק (באלפי ש"ח)	5	672	4	696	4	717

באור 17 - אירועים משמעותיים במהלך תקופת הדוח ולאחר תאריך הדוח

א. ביום 8 בינואר 2026 הקצתה הקרן 4,126,942 מיליון מניות חסומות לטובת עובדים ונושאי משרה בחברת הניהול. בהתאם להסכם הניהול המתוקן, הזכאות למניות החסומות הינה ב-1 לדצמבר בכל שנה, כמפורט בבאור 13ב' לעיל.

ב. חברת הניהול הייתה זכאית למענק השנתי בגין שנת 2025 בשווי כלכלי של כ-4,336 אלפי ש"ח.
המענק השנתי שולם לאחר תאריך הדו"ח כדלקמן:
בגין מחצית המענק במזומן, ביום 12 בינואר 2026 שילמה הקרן סכום של 2,168 אלפי ש"ח לחברת הניהול.
בגין מחצית המענק באופציות למניות הקרן, ביום 8 בינואר 2026 הקצתה הקרן 4,153,473 אופציות למניות לטובת חברת הניהול.

ג. ביום 23 בנובמבר 2025 אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך 20,000 אלפי ש"ח לבעלי המניות, המהווה כ-1.3 אגורות למניה. לאחר תאריך הדוח, ביום 8 בינואר 2026, הדיבידנד שולם.

ד. ביום 5 בפברואר 2026 הודיעה ועדת המכרזים הבין משרדית של משרד האוצר והמשרד להגנת הסביבה (באמצעות החשב הכללי) על בחירת הצעתה של חברה ייעודית ("הזכיין") אשר בעלות מניותיה הן בלוג'ן בע"מ (המוחזקת ב-80.01% על ידי הקרן, "BlueGen"), דקל תשתיות (2001) בע"מ (המוחזקת נכון למועד דוח זה ב-50% על ידי BlueGen ועתידה להיות מועברת במלואה ל-BlueGen Waste Management Ltd) ושפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ, המרכיבות יחד את ההחזקות בזכיין בשיעור של 36.5%, 18% ו-45.5%, בהתאמה, כהצעה הזוכה במכרז BOT למימון, תכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של מתקן להשבת אנרגיה מפסולת בנאות חובב – Waste to Energy ("המתקן" ו"המכרז", בהתאמה).
המתקן הינו פרויקט תשתית לאומי ראשון מסוגו בישראל ומהווה עוגן תשתיתי בהקטנת שיעורי הפסולת המוטמנת בשטחי המדינה. על פי תנאי המכרז, המתקן עתיד לטפל בלפחות 300 אלפי טון פסולת עירונית בשנה, וכולל מתקן למיון והפרדה של פסולת לרכיבים ברי מחזור ורכיבים שיועברו לשריפה, ממנה תופעל טורבינה שתפיק אנרגיה בהספק של כ-50 מגה-ואט מותקן. המתקן צפוי לייצר אנרגיה באופן רציף לאורך מרבית שעות השנה ויספק חשמל רציף ונקי לרשת החשמל. תקופת ההפעלה בהתאם לזיכיון תעמוד על 24 שנים ו-11 חודשים, בסיומה יועבר המתקן לבעלות המדינה ("תקופת הזיכיון").
להערכות הקרן, עלות הקמת המתקן צפויה לעמוד על כ-1.5 מיליארד ש"ח.
בנוסף לאמור, המדינה העניקה לזכיין במסגרת המכרז הגנות שונות שעיקרן מנגנוני התאמות ריבית המאפשרים הצמדת תעריפים למדדי מחירים שונים וכן הגנות לסיכוני שוק (אנרגיה ופסולת).
במסגרת המכרז נקבעה תקופה של 15 חודשים לביצוע תכנון מפורט וסגירה פיננסית, ולאחר מכן תקופת הקמה של 39 חודשים. בתקופה שממועד החתימה על הסכם הזיכיון ועד לתום תקופת הזיכיון יפקיד הזכיין בידי המדינה ערבויות בנקאיות להבטחת ביצוע התחייבויותיו בהיקף כנהוג בפרויקטים מסוג זה.
יצוין, כי בעלות המניות בזכיין יחזיקו גם בתאגידי התפעול והקבלן, כאשר חברת התפעול תוחזק בשיעורי החזקות בדומה להחזקות בזכיין ושיעורי ההחזקות בקבלן יעמדו על 45% BlueGen, 45% שפיר ו-10% YSB.

ה. ביום 26 בפברואר 2026 חתמו BlueGen ולאומי פרטנרס ("לאומי פרטנרס" ו"העסקה", בהתאמה), על הסכם מחייב ("ההסכם") להשקעה ב-BlueGen Waste Management Ltd ("BlueGen Waste" או "זרוע הפסולת").
עם השלמת העסקה להקמת זרוע הפסולת ועסקת ההשקעה של לאומי פרטנרס (אשר צפויות להיות מושלמות שתיהן בסמיכות), תרכוש לאומי פרטנרס 15% מהון מניותיה של BlueGen Waste בתמורה להשקעה בהיקף כולל של כ-168 מיליון ש"ח, מתוכם כ-63 מיליון ש"ח "כסף פנימה". בעלת השליטה ב-BlueGen Waste תהיה הקרן (באמצעות BlueGen) עם שיעור החזקה של 70%.
בעניין זה הוסכם, כי אם במהלך שנתיים ממועד השלמת העסקה יתקיים ב-BlueGen Waste אירוע הוני, בשווי הגבוה מהשווי המוסכם בתוספת תשואה מוסכמת, תשלם לאומי פרטנרס תמורה נוספת בהיקף של מחצית מהתשואה העודפת ועד לסכום מירבי שהוגדר.
כפי שדווח, BlueGen Waste תרכז תחתיה את כלל נכסי הקרן בתחום הפסולת, אשר פועלים לאורך כל שרשרת הערך: איסוף, טיפול, מיון, מחזור, הטמנה והשבה. נכסים אלה כוללים, בין היתר, את מתקן גרין נט המטפל בפסולת של מטרופולין ירושלים, מתקן דיה לטיפול בפסולת אורגנית במועצה אזורית אשכול (בהקמה), מתקן באתר חירייה למיון פסולת מעורבת (בהקמה), שבעה מתקנים נוספים למיון, טיפול ומחזור פסולת (אחד מתוכם בתכנון לקראת הקמה), ומתקן סמארט וויסט באזור השפד"ן (זכיין ומפעיל) (50%) (לקראת סיום הקמה) (ביחד, לעיל ולהלן, "**נכסי הזרוע**"). בנוסף, עתידה BlueGen להעביר ל- BlueGen Waste את חלקה בזכייה במכרז BOT למימון, תכנון, הקמה, הפעלה ותחזוקה של מתקן להשבת אנרגיה מפסולת בנאות חובב (Waste to Energy) בו זכתה לאחרונה כמפורט בבאור 17ד' לעיל.
מובהר, כי השלמת העסקה כפופה לתנאים מתלים, שעיקרם, קבלת רולינג מרשות המסים, אישורי צדדים שלישיים והשלמת העסקה להקמת זרוע הפסולת.

באור 17 - אירועים משמעותיים במהלך תקופת הדוח ולאחר תאריך הדוח (המשך)

ו. ביום 18 במרץ 2026 התקשרה הקרן עם CBRE Investment Management ("CBRE"), חברה גלובלית לניהול השקעות המתמקדת בתחומי הנדל"ן והתשתיות, בהסכם מחייב למכירת מלוא החזקותיה בפורטרברוק, בתמורה לסך כולל של כ-115 מיליון ליש"ט.
ממועד רכישת הנכס ביצעה הקרן גידור מלא להשפעות שער החליפין (ליש"ט-ש"ח). עלות הנכס המקורית עמדה על סך של כ-476 מיליון ש"ח (לפני עלויות עסקה), וסך התקבולים מהנכס ממועד הרכישה כולל התמורה והתמורה החזויה מפדיון עסקאות מטבע לגידור כלכלי בגין פורטרברוק, ככל שתושלם העסקה, צפויה לעמוד על כ-582 מיליון ש"ח, המשקפים רווח תזרימי מצטבר מהנכס בסך של כ-106 מיליון ש"ח.
השלמת העסקה כפופה להתקיימותם של תנאים מתלים, שעיקרם, קבלת אישור רשות התחרות האירופאית.

ז. לאחר תום תקופת הדיווח, ביום 28 בפברואר 2026, פתחו מדינת ישראל וארצות הברית במתקפה משולבת על יעדים צבאיים באיראן, לרבות פגיעה במערכי הטילים של איראן ובתשתיות נוספות של המשטר האיראני. בתגובה, שיגרה איראן טילים ומל"טים לעבר מדינת ישראל ומדינות נוספות באזור. ביום 1 במרץ 2026 הורחבה המערכה גם לגזרת לבנון עקב ירי לעבר ישראל מצד ארגון חיזבאללה.
עם תחילת המבצע, הוחלט על מעבר כלל אזורי הארץ ממדרג פעילות מלאה למדרג פעילות הכרחית, הכולל הגבלות על קיום פעילויות חינוכיות, התקהלויות והגעה למקומות עבודה, למעט מקומות עבודה חיוניים. לצד זאת, בוצע גיוס מילואים נרחב, אשר כלל גם עובדים בענפי תשתית חיוניים.
הקרן משקיעה ומפעילה נכסי תשתית ואנרגיה הנחשבים חיוניים להבטחת רציפות תפקודית של המשק בישראל, לרבות בתחום ייצור החשמל, אגירת אנרגיה, תחבורה ציבורית והיסעים, התפלת מים, טיפול בפסולת, תשתיות גז טבעי ועוד. בהתאם לכך, מרבית פעילות נכסי הפורטפוליו הוגדרה כחיונית, והמשיכו לפעול גם בתקופה זו, בכפוף להתאמות תפעוליות נדרשות.
בשלב זה, אין בידי הקרן להעריך באופן מהימן את מלוא השפעת המבצע על מצבה הכספי, תוצאות פעילותה ותזרימי המזומנים שלה, ככל שישנם. עם זאת, מאחר שמדובר באירוע שאינו בשליטת הקרן או נכסי הפורטפוליו, משתנים כגון משך המבצע, התרחבותו לגזרות נוספות, מגבלות תפעוליות, גיוסי מילואים והפרות אספקה במקטעים שונים של שרשרת הערך עשויים להשפיע על פעילות נכסי הפורטפוליו.
יחד עם זאת, יש לציין כי המדינה מפעילה בישראל מנגנוני הגנה, פיצוי והסדרה לפרויקטים חיוניים, לרבות במקרים של פגיעה או הפרעה לפעילות כתוצאה מאירועים ביטחוניים. מנגנונים אלה עשויים למתן את ההשפעה הפוטנציאלית על פעילויות נכסי הפורטפוליו, ככל שתהיה.
הקרן והנהלות נכסי הפורטפוליו עוקבים אחר ההתפתחויות הביטחוניות והתפעוליות, לרבות הנחיות גורמי הממשלה הרלוונטיים, על מנת להעריך את השפעתן על פעילותן ולנקוט פעולות נדרשות לשמירה על רציפות תפקודית.

ח. ביום 22 במרץ 2026 אישר דירקטוריון הקרן חלוקת דיבידנד בסך 25,000 אלפי ש"ח לבעלי המניות שמקורו מהכנסות מנכסי הפורטפוליו שהתקבלו בקרן מהשקעותיה.

ג׳נריישן קפיטל בע״מ

דוח תקופתי לשנת 2025

נספחי הערכות שווי

for generations to come

נספח א'

הערכת שווי של חברת BlueGen ליום 31 בדצמבר 2025

1. מתודולוגיה

לדוח רבעון שני לשנת 2025 של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("**הקרן**") שפורסם ביום 25 באוגוסט 2025 צירפה הקרן הערכת שווי שביצע מעריך שווי חיצוני לחברת בלוג'ן בע"מ ("**BlueGen**") ליום 30 ביוני 2025 ("**הערכת השווי החיצונית**").

הקרן בחנה את ההנחות העיקריות העומדות בבסיס הערכת השווי החיצונית, ששינוי בהן עשוי להשפיע מהותית על שוויה של BlueGen. מסקנת הבחינה היא, שפוטנציאל השפעת מכלול השינויים בהנחות העיקריות בהערכת השווי החיצונית באופן מצטבר על שוויה של BlueGen בכללותה בהתאם להערכת השווי כאמור, אינה מהותית.

משמעות הדבר היא שבתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי הקודמת (30 ביוני 2025) ועד ליום 31 בדצמבר 2025 קיבלו בעלי המניות ב-BlueGen את התשואה לבעלים הצפויה על השקעתם, תשואה המוגדרת בשיטת היוון תזרים המזומנים (Discounted cash flow) בה נעשה שימוש בהערכת השווי החיצונית כמחיר ההון העצמי – Ke.

לאור האמור, נדרשת הקרן להכיר בשינוי בשווי ההוגן של חלקה בכל אחת מהפעילויות של BlueGen בגובה מכפלת השווי ההוגן של חלקה בהתאם להערכת השווי החיצונית בתשואה לבעלים (כאשר התשואה לבעלים מתואמת לתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית), בניכוי הכנסות שקיבלה הקרן על השקעתה ב-BlueGen, ככל שקיבלה ובתוספת השקעות שבוצעו ב-BlueGen על ידי הקרן, ככל שבוצעו.

הקרן תמשיך לפעול לפי מתודולוגיה זו עד למועד ביצוע הערכת שווי על ידי מעריך שווי חיצוני. הערכת שווי על ידי מעריך שווי חיצוני תבוצע עד לחלוף 12 חודשים ממועד הערכת השווי החיצונית או עד המועד בו בחינת ההנחות העיקריות כאמור תצביע על כך שפוטנציאל השפעת מכלול השינויים בהנחות עיקריות בהערכת השווי החיצונית באופן מצטבר על שוויה של BlueGen בכללותה בהתאם להערכת השווי כאמור, הינה מהותית, לפי המוקדם.

ביחס לפעילות הפסולת של BlueGen (נכסי חברת דקל תשתיות, ק.מ.מ ומתקן סמארט וויסט, ללא שווי קבלני ההקמה (EPC) של הפרויקטים בהקמה, להלן: "**זרוע הפסולת**"), ביום 26 בפברואר 2026, לאחר תאריך הדוח, נחתם הסכם מחייב בין BlueGen לבין לאומי פרטנרס בע"מ ("**לאומי פרטנרס**") לפיו לאומי פרטנרס תרכוש 15% מהון מניותיה של BlueGen Waste בתמורה להשקעה בהיקף כולל של כ-168 מיליון ש"ח, מתוכם כ-63 מיליון ש"ח "כסף פנימה". העסקה נחתמה לפי שווי זרוע הפסולת לפני הכסף (במונחי 100%) של 1,075 מיליון ש"ח ("**השווי המוסכם**")[1].

לאור זאת, ובהתחשב בכך שהשווי המוסכם ממזכר ההבנות מהווה אינדיקציה חיצונית לשוויה של זרוע הפסולת, עדכנה הקרן את השווי ההוגן של השקעתה בזרוע הפסולת בהתאם לשווי המוסכם.

---

1 מהשווי המוסכם יופחתו תזרימים שעלו לבעלים (שלא במהלך העסקים הרגיל) מנכסי הזרוע החל מיום 30 ביוני 2025, למעט תזרימים שעלו לבעלים (שלא במהלך העסקים הרגיל) לאחר יום 1 בינואר 2026 ועד למועד החתימה על ההסכם (בכפוף למגבלה בגובה של עד 50% מהרווח הנקי של נכסי הזרוע, בתקופה שבין 1 בינואר 2026 ועד למועד החתימה).

2. <u>הערכת השווי</u>

	פעילויות סולו[2]	זרוע המים וחטיבת ה-EPC	זרוע הפסולת (ללא קבלני הקמה)	סה"כ BlueGen
	אלפי ש"ח			
שיעור ההחזקה של הקרן ב-BlueGen	**80.01%**			
שיעור ההחזקה של BlueGen בנכסים	100%	50%	כ-79%[3]	
שווי ההשקעה של הקרן בנכסים בהתאם להערכת שווי חיצונית (30 ביוני 2025)	(34,818)	565,167	672,688	**1,203,037**
תשואה צפויה לבעלים בהתאם להערכת שווי חיצונית	12.75%-12.02%	14.46% -7%		
התקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית	6 חודשים			
שווי ההשקעה של ליום 31 בדצמבר 2025 לאחר קידום תשואה לבעלים ולפני הכנסות שהתקבלו והשקעות נוספות שבוצעו	(37,358)	599,480	679,002	**1,241,124**
הכנסות שהתקבלו				**(144,780)**
השקעות נוספות				**16,002**
שווי ההשקעה ליום 31 בדצמבר 2025				**1,110,725**

אני נותן בזאת הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח לשנת 2025 של הקרן.

22/03/2026

תאריך

איתי פלד

סמנכ"ל כספים

ג'נריישן קפיטל בע"מ

[2] כולל את חטיבת הכימיקלים והתאמות הקשורות לנתוני הסולו של BlueGen.

[3] בהתאם לחלקה של BlueGen בשווי נכסי זרוע הפסולת נכון ליום 30 ביוני 2025 על בסיס הערכת השווי החיצונית.

הערכת שווי של חברת בון תור בע"מ ליום 31 בדצמבר 2025

1. מתודולוגיה

לדוח רבעון שני לשנת 2025 של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("**הקרן**") שפורסם ביום 25 באוגוסט 2025 צירפה הקרן הערכת שווי שביצע מעריך שווי חיצוני לחברת בון תור בע"מ ("**בון תור**") ליום 30 ביוני 2025 ("**הערכת השווי החיצונית**").

הקרן ביצעה בחינה של ההנחות העיקריות העומדות בבסיס הערכת השווי החיצונית, שהשפעת שינוי בהן על שווי בון תור עשוי להשפיע מהותית על שוויה של בון תור. מסקנת הבחינה היא, שפוטנציאל השפעת מכלול השינויים בהנחות העיקריות בהערכת השווי החיצונית באופן מצטבר על שוויה של בון תור בכללותה בהתאם להערכת שווי כאמור, אינה מהותית.

משמעות הדבר היא שבתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי הקודמת (30 ביוני 2025) ועד ליום 31 בדצמבר 2025 קיבלו בעלי המניות בבון תור את התשואה לבעלים הצפויה על השקעתם, תשואה המוגדרת בשיטת היוון תזרים המזומנים (Discounted cash flow) בה נעשה שימוש בהערכת השווי החיצונית כמחיר ההון העצמי – Ke.

לאור האמור, נדרשת הקרן להכיר בשינוי בשווי ההוגן של חלקה בכל אחת מהפעילויות של בון תור בגובה מכפלת השווי ההוגן של חלקה בהתאם להערכת השווי החיצונית בתשואה לבעלים (כאשר התשואה לבעלים מתואמת לתקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית), בניכוי הכנסות שקיבלה הקרן על השקעתה בבון תור, ככל שקיבלה ובתוספת השקעות שבוצעו בבון תור על ידי הקרן, ככל שבוצעו.

הקרן תמשיך לפעול לפי מתודולוגיה זו עד למועד ביצוע הערכת שווי נוספת על ידי מעריך שווי חיצוני. הערכת שווי נוספת על ידי מעריך שווי חיצוני תבוצע עד לחלוף 12 חודשים ממועד הערכת השווי החיצונית או עד המועד בו בחינת ההנחות העיקריות תצביע על כך שפוטנציאל השפעת מכלול השינויים בהנחות עיקריות בהערכת השווי החיצונית באופן מצטבר על שוויה של בון תור בכללותה בהתאם להערכת שווי כאמור, הינה מהותית, לפי המוקדם.

נספח ב'

סיכום

	פעילות ההיסעים	פעילות ייבוא רכב	פעילות התחבורה הציבורית	סה"כ
	אלפי ש"ח			
שיעור ההחזקה של הקרן בבון תור	כ-75.7%			
שיעור ההחזקה של בון תור בנכסים	100%	45%	100%	
שווי ההשקעה של הקרן בנכסים בהתאם להערכת שווי חיצונית (30 ביוני 2025)	**476,721**	**15,251**	**454,579**	**946,551**
תשואה צפויה לבעלים בהתאם להערכת שווי חיצונית	12.70%	20.60%	12.11%	
התקופה שחלפה ממועד הערכת השווי החיצונית	6 חודשים			
שווי ההשקעה ליום 31 בדצמבר 2025	**506,338**	**16,761**	**481,546**	**1,004,645**

אני נותן בזאת הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח לשנת 2025 של הקרן.

22/03/2026

תאריך

איתי פלד

סמנכ"ל כספים

ג'נריישן קפיטל בע"מ

BDO CONSULTING | Knowledge Driven Success

ג'נריישן קפיטל בע"מ

הערכת שווי חברת פאוורג'ן בע"מ

generation

powergen

31.12.2025

BDO

הערכת שווי חברת פאוורג'ן בע"מ

שלום רב,

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.

הערכת שווי חברת פאוורג'ן בע"מ

אי תלות

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' 30-105.

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, לשפותנו 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.

הערכת שווי חברת פאוורג'ן בע"מ

מקורות מידע

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 פיננסים 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.

הערכת שווי חברת פאוורג'ן בע"מ

פרטים אודות מעריך השווי ומומחיותו

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 בכל מגזר. לחברתנו ניסיון רב בתחומים הבאים: הערכות שווי עסקים, בדיקות נאותות פיננסיות ומיסויית, הערכות שווי מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים, ניתוחים כספיים, בניית תכניות עסקיות, ייעוץ מימון פרויקטים, PFI/PPP, מיזוגים ורכישות, בנקאות השקעות ועוד.

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 פיננסים 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, תעשיה מסורתית, מזון, נדל"ן, ציוד רפואי ופיננסים. טרם עבודתו ב- BDO מוטי ניהל את המחלקה הכלכלית בחברת "תבור כלכלה ופיננסים". 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 פיננסים ועבודות כלכליות-חשבונאיות מסוגים שונים בהתאם לכללי התקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS) והאמריקאית (US GAAP). בעבר שגיב הרצה באוניברסיטת בר אילן בחשבונאות והערכות שווי.

הערכת שווי חברת פאוורג'ן בע"מ

תמצית ממצאים

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

תוכן עניינים

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

תמצית ממצאים

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 ריינדיר	3	244,918	27.5%
תחנות צפוניות	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%
2,636,132	2,322,358	2,040,391	1,785,766	1,554,736

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 הפיננסים 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.

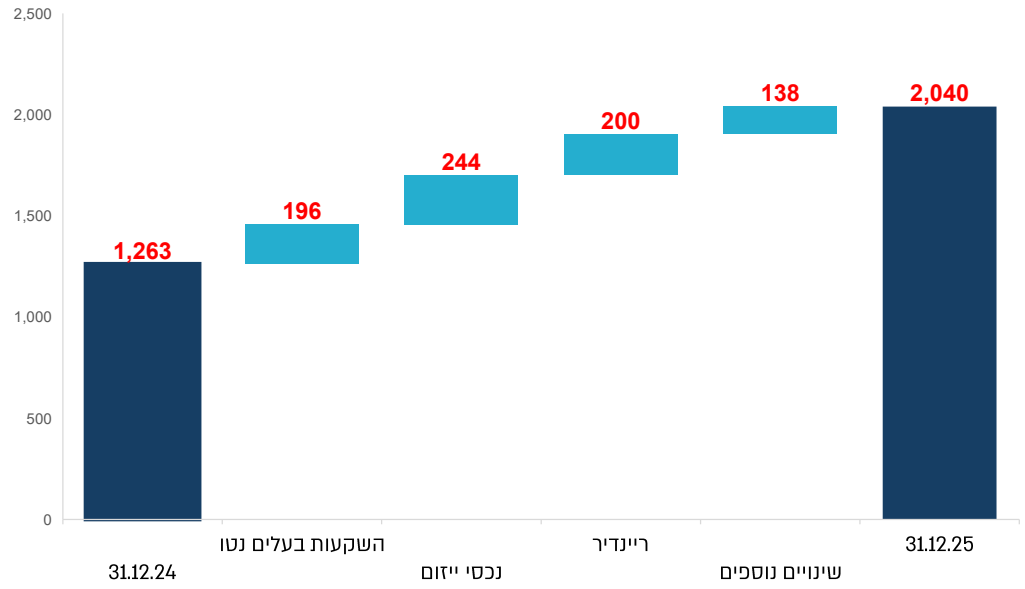
תמצית ממצאים

השוואה לעבודות קודמות

ביצענו עבור ג'נריישן קפיטל, הערכת שווי החזקות בחברה בהתאם להוראות IFRS 13 ליום ה-31, בדצמבר 2024. במסגרת הערכת שווי זו הערכנו את ששוויה של החברה בכ- 1,263 מיליוני ש"ח.

אלפי ש"ח	
יתרת פתיחה 31.12.24	**1,262,985**
השקעות בעלים נטו	195,500
שערוך *	581,906
יתרת סגירה 31.12.25	**2,040,391**
שערוך באחוזים	**40%**

*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 בפרופיל 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.

תמצית ממצאים

ביאור 1 – פאוורג'ן סולאר איי

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 ייזום בהספק כולל של כ-192 מגה-וואט ייצור וכ-5,770 מגה-וואט שעה אגירה.

להלן שווי פאוורג'ן סולאר איי ללא נכסי ייזום 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	קבועות וסטנדרטיות	0.35%-0.4%	אורך החיים הכלכלי של הנכסים
נכסים נוספים בישראל	FIT		0.40%	
נכסי איטליה	בעיקר FIT		0.40%	

שיעור היוון

נכסי אגירה 2 הוונו בשיעור היוון משוקלל של כ-8.5%. שיעור ההיוון לנכסים הפעילים ירד ב-0.75% וביתרת החיים הכלכליים ירד ב-0.25% ביחס להערכת שווי קודמת.

בנכסים בישראל נעשה שימוש בשיעור היוון לבעלים של 8.25% (למעט מערכות קרקעיות בינוניות, שם נעשה שימוש בשיעור היוון WACC של 6.25%) ולתקופת הרישיון ויתרת החיים הכלכליים בשיעור היוון WACC של 7.5%.

לסיכום, עיקר העלייה בשווי פאוורג'ן סולאר איי נובעת מירידה רוחבית בשיעורי ההיוון 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 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

תמצית ממצאים

MRC – 2 ביאור

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

להלן שווי MRC בחלוקה ליחידות הייצור השונות:

אלפי ש"ח	שיעור היוון רישיון	שיעור היוון 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**

שיעור היוון - בעבור המחז"מ והפיקר נעשה שימוש בשיעור היוון לבעלים לשנות הרישיון ושיעור היוון 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 ההיוון הנקובים לעיל, לתקופת הייצום של תחנה זו נעשה שימוש בשיעור היוון של 30%.

תמצית ממצאים

ביאור 2 – MRC

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

שיעור היוון 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.

תמצית ממצאים

ביאור 3 – תחנת ריינדיר

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**

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**

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 תשלים 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, תחזוקות והשקעות בהתאם להסכמי LTSA ו-O&M מקובלים	אורך חיים כלכלי של התחנה

תמצית ממצאים

ביאור 3 – תחנת ריינדיר

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

תמצית ממצאים

ביאור 4 – תחנות צפוניות

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:

צפוניות	אלפי ש"ח
31.12.2024	346,334
31.12.2025	**553,455**

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				

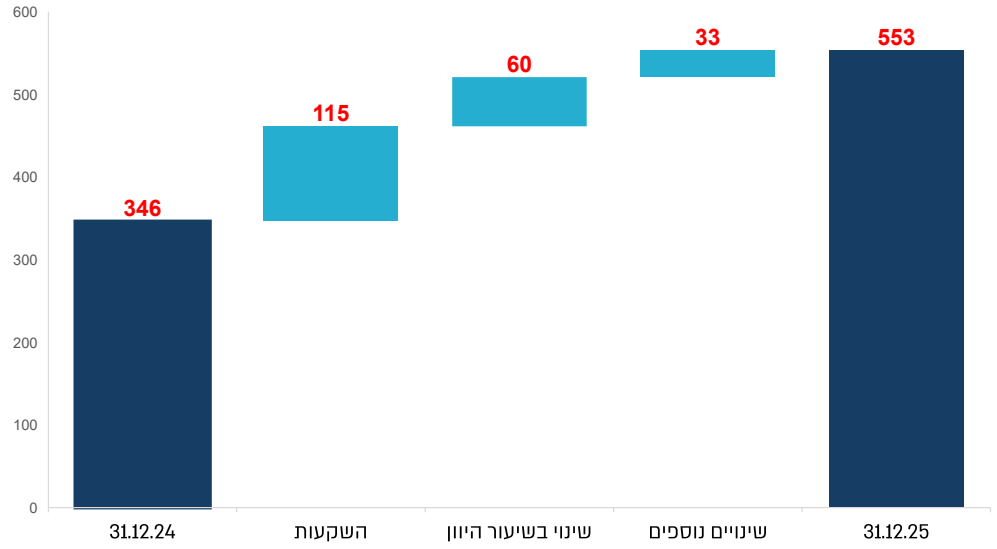
שיעור היוון - שיעור ההיוון לבעלים (Ke) שחושב הינו 9.75% לתקופת הרישיון. בתקופת השייר עשינו שימוש בשיעור היוון תפעולי (WACC) של 9.25%.

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.

להלן ניתוח רגישות המראה את ההשפעה של שינוי של כ- 0.5% בשיעור ההיוון של התחנות הצפוניות (באלפי ש"ח):

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

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



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־וולטאיים ומתקני אגירה עצמאיים ומבוזרים. 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.

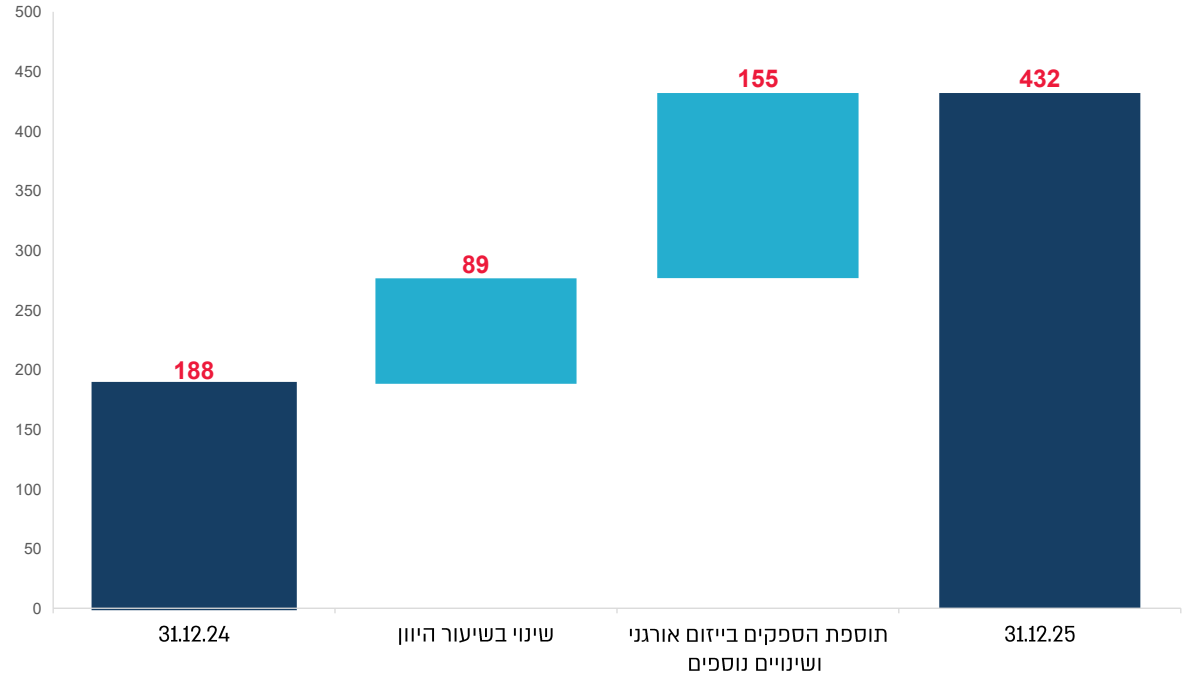
שיעור היוון (WACC) – הערכת השווי בוצעה תוך שימוש בהסתברויות (15%-100%) לנכסים השונים בהתאם לשלב הפרויקט. שיעורי ההיוון אשר משקללים בתוכם את ההסתברויות נאמדים בכ-9% למתקנים סולאריים ואגרו משולבי אגירה ואגיה מתח גבוה ובכ-11% לאגירה מתח עליון:

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
438	**39**	**352**	**3,209**	**351**	**3,182**		**432,101**	**438**

תמצית ממצאים

ביאור 5 – נכסי ייזום

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



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.

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

*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.

כללי

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, קוגנרציה, 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'ן, 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 קוגנרציה 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.

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 בות"ל.

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 (קוגנרציה) 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.

החברה ופעילותה

כללי

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.

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 פוטנציאלים. 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.

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.

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

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.24	31.12.25
נכסים שוטפים			
מזומנים ושווי מזומנים		131,865	205,455
מזומן מיועד מתוקף הסכם לזמן קצר		14,395	19,568
מזומן מוגבל לשימוש		107,800	66,428
לקוחות, נטו	1	174,402	217,379
חייבים ויתרות חובה		104,822	87,468
מכשירים פיננסים ונגזרים		18,430	11,557
נכסים מוחזקים למכירה		–	36,499
הלוואות לאחרים		–	100,500
סה"כ נכסים שוטפים		**551,714**	**744,854**
נכסים לא שוטפים			
מזומנים המוגבלים לשימוש בזמן ארוך		88,849	100,733
מזומן מיועד מתוקף הסכם לזמן ארוך		1,214	1,114
הלוואות לאחרים		118	1,500
חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך		109,017	132,608
השקעות והלוואות לפי שיטת שווי מאזני	2	377,111	379,570
נכסים בלתי מוחשיים		12,705	10,064
מוניטין		230,221	230,221
נכס מס נדחה		71,271	103,155
הוצאות נדחות		55,977	50,557
נכס זכות שימוש, נטו		205,786	186,187
רכוש קבוע	3	2,910,100	2,982,291
סה"כ נכסים לא שוטפים		**4,062,369**	**4,178,000**
סה"כ נכסים		**4,614,083**	**4,922,854**

אלפי ש"ח	ביאור	31.12.24	31.12.25
התחייבויות שוטפות			
אשראי לז"ק וחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	4	225,747	358,803
חלויות שוטפות בגין חכירה		17,293	15,496
חלויות שוטפות של אגרות חוב		47,954	84,044
ספקים ונותני שירות		143,553	161,096
זכאים ויתרות זכות		53,144	84,829
הלוואות מצדדים קשורים		48,107	49,804
מכשירים פיננסים נגזרים		11,025	43,782
התחייבויות מוחזקות למכירה		–	9,499
סה"כ התחייבויות שוטפות		**546,823**	**807,353**
התחייבויות לא שוטפות			
הלוואות ממוסדות פיננסים	5	2,340,950	2,156,762
התחייבויות בגין חכירה		176,486	164,979
אגרות חוב		215,437	323,012
הלוואות ושטרי הון מצדדים קשורים	6	372,138	579,339
זכאים צדדים קשורים		3,717	–
התחייבויות אחרות לזמן ארוך		29,086	32,092
התחייבויות מיסים נדחים		30,617	47,458
מכשירים פיננסים נגזרים		1,526	176
סה"כ התחייבויות לא שוטפות		**3,169,957**	**3,303,818**
הון עצמי	7	**897,303**	**811,683**
סה"כ התחייבויות והון		**4,614,083**	**4,922,854**

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'ן, זאן טעינה וריינדיר מטופלות כהשקעה בכלולה.

ביאורים למאזן

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, 2025-2024 (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):

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

(*) 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
% שינוי 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:

1. **רווח גולמי** – חל גידול ברווחיות הגולמית שנבע בעיקר מגידול בהיקף נכסי ה-PV והאגירה של פאוורג'ן סולאר איי 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.
2. **חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות** – מרבית התנועה ברווחי אקוויטי בשנת 2025 מוסברת מחלק החברה בהפסדים בבזק-ג'ן, PSP וזאן טעינה.

הערכת השווי

תוצאות

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.

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

כללי

<u>מערכות פוטו וולטאיות, פוטו וולטאיות משולבות אגירה ומתקני אגירה Stand Alone</u>

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.

פאוורג'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 פאוורג'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 לפאוורג'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.

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

ריכוז ממצאים והנחות עבודה עיקריות

להלן טבלה המרכזת את סיכום הערכת שווי של פאוורג'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 היוון (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**

BDO CONSULTING Knowledge Driven Success

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

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 ופריגן). 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.

דגרגציה – 0.4%-0.35%

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

PV אגירה 2

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

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

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

PV אגירה 2

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 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

נכסים נוספים בישראל

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 פיננסי** – כל הנכסים פרט למערכות בינוניות קרקעיות הוונו בתזרים תפעולי מאחר והחברה נערכת לבצע מימון מחדש לחלק משמעותי מהחוב המיוחס לפרויקטים ולכן הוונו 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 ושיער 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

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

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 מסתיימת תקופת ה-FIT לחלק מהנכסים

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
הכנסות	72,386	87,559	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)	(39,625)	(39,492)	(30,295)	(30,892)	(31,311)	(33,385)	(32,525)	(30,885)	(27,367)	(26,869)	(26,036)	(26,967)
EBITDA	**32,761**	**48,067**	**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	(31,906)	(32,679)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,496)	(7,021)
רווח תפעולי	**855**	**15,388**	**36,895**	**45,181**	**45,729**	**45,327**	**47,241**	**36,578**	**28,695**	**24,173**	**25,448**	**25,399**
הוצאות מס	(5,621)	(16,269)	(4,489)	(5,531)	(6,292)	(6,913)	(7,290)	(4,496)	(2,613)	(1,587)	(1,822)	(1,728)
רווח לאחר מס	**(4,766)**	**(881)**	**32,406**	**39,649**	**39,437**	**38,414**	**39,952**	**32,082**	**26,082**	**22,586**	**23,626**	**23,672**
התאמות												
פחת והפחתות	31,906	32,679	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			**5,969**	**36,733**	**37,083**	**36,005**	**37,195**	**30,198**	**23,808**	**19,879**	**20,277**	**19,825**
תזרים לפני מימון פרויקטי גגות בישראל			9,445	32,982	33,058	31,868	32,952	25,862	19,376	15,343	15,639	15,087
תזרים לאחר מימון מערכות קרקעיות בינוניות			(3,475)	3,751	4,025	4,136	4,243	4,336	4,432	4,537	4,638	4,738
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**	**9,098**	**8,234**
חלקה של פאוורג'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**

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

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 פרויקטי 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 בינוניות	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 פאוורג'ן בדיבדנדים והלוואות בעלים פרויק	**75,594**										
חלקה של פאוורג'ן במערכות קרקעיות בינוניות	**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 פאוורג'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 בדו 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.

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

נכסי איטליה

ביאור ג – נכסי איטליה

- הערכת שווי של נכסי איטליה מתבססת על מודלים פיננסים 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 34.6 MW.

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 227€/MWh (ממוצע משוקלל).
- הסכמים לרכישת חשמל PPA(כ-30% מסך ההכנסות) – המחירים בשנת 2026 נלקחו לפי 104.5€/ MWh 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%.

דגרגציה שנתית – 0.4%

<u>נכסים בפיתוח</u>

לחברה פרויקטים באיטליה בהספק DC של 205.6 MW (להלן: "**גרינפילד**"), כ-126.8 MW פיתוח שנעשה על ידי LTS ("LTS") וכ-78.8 MW 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.

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

נכסי איטליה

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	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046 ואילך
הכנסות	15,953	18,476	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	(2,551)	(2,623)	(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	**13,403**	**15,854**	**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	**13,403**	**15,854**	**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**	**2,697**	**2,304**	**2,300**	**2,207**	**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**	**2,628**	**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**	**(1,089)**	**4,613**	**3,907**	**3,560**	**3,095**	**1,684**	**1,502**	**1,298**	**1,027**	**949**	**843**	**707**	**415**	**541**	**489**	**594**	**668**	**656**	**6,273**

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

ביאור 1 - פאוורג'ן סולאר איי (ללא נכסי ייזום ופיתוח וללא נכסי יבולי שמש)

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

כללי

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.

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 קוגנרציה 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.

שווי MRC

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 פיננסים 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.

אלפי ש"ח	שיעור היוון רישיון	שיעור היוון 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**

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 לאורח 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).

שווי MRC

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 הוניות). 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

<u>יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי</u>

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

שווי MRC

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

<u>שטח אופציה (יחידה H)</u>

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.

שווי MRC

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

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

שנת 2026 הינה שנת הפעלה מלאה ראשונה של הפיקר

סיום תקופת הרישיון הנוכחי של המחז"מ

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

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046 ואילך
הכנסות	648,773	695,311	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)	(365,629)	(408,430)	(437,135)	(469,267)	(488,886)	(523,329)	(552,557)	(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	**283,144**	**286,881**	**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**	**375,872**	**385,122**	**389,023**	**380,189**	**333,447**	**341,129**	**338,282**	**320,295**	**207,100**	**214,032**	**222,377**	**228,678**	**85,502**	**229,847**	**235,061**	**233,777**	**236,890**	**239,682**	**237,747**	
משיכות והפקדות קרן MRA			(6,794)	–	6,794	(4,269)	(4,243)	(4,243)	12,755	–	–	(14,673)	(16,907)	(16,907)	(30,228)	56,456	(2,235)	(2,235)	13,409	–	(15,205)	(7,986)	
שינויים בהון חוזר ומזומן מוגבל			34,415	34,271	(273)	(281)	(104)	(104)	(104)	(203)	9,792	(213)	(217)	(222)	(227)	5,798	(6,267)	(243)	155	(657)	(259)	11,852	–
תחזוקה כבדה והשקעות ושדרוגים נוספים			(41,500)	(27,600)	(31,791)	–	–	–	(12,755)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
משיכת חוב			160,000	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	
שינויים ב DSRA			(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	2,637	(725)	(690)	–	9,689	–	
החזר קרן			(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)	(81,374)	(85,667)	(90,112)	(46,465)	–	
החזר ריבית			(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)	(9,174)	(6,332)	(3,266)	(838)	–	
תזרים להיוון			**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	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			**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**

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

נובע בעיקר מהגדלת מינוף בתחנת הפיקר לאחר מעבר להפעלה מלאה

ניתוח רגישות

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

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

ביאור 3 – תחנת ריינדיר

שווי תחנת ריינדיר

כאמור, פאוורג'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 פאוורג'ן בפרויקט, יושמה מתודולוגיית היוון תזרימי מזומנים דו-שלבית: בשלב הראשון, הוונו 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:

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

*ראו תזרים מלא בהמשך

** תמורות מותנות הינן תמורות אשר נובעות מהתחייבויות תשלום במסגרת עסקאות רכישה שונות שבוצעו על-ידי פאוורג'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.

ביאור 3 – תחנת ריינדיר

שווי תחנת ריינדיר

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 הפרטה, 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.

ביאור 3 – תחנת ריינדיר

שווי תחנת ריינדיר

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 99-98

ביאור 3 – תחנת ריינדיר

שווי תחנת ריינדיר

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	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	(71,755)	(150,266)	(135,977)	
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**	**649,970**	**631,782**	**567,812**	
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)**	**596,690**	**627,630**	**612,017**	**611,668**	**565,122**	**614,577**	**637,025**	**651,492**	**572,890**	**622,679**	**636,265**	**679,740**	**642,568**	**631,046**	**574,419**	
משיכת חוב	2,134,506	1,578,797	705,410	874,052	529,382	–	–	–	–	369,701	–	–	–	–	–	–	–	–	–	
פירעון EBF	–	–	–	–	–	(1,198,560)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	
תשלומי קרן הלוואה	–	–	–	–	(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 הלוואה	–	–	–	–	(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	16.500	17.500	18.500	
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)

ביאור 3 – תחנת ריינדיר

שווי תחנת ריינדיר

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 ברייניר (באלפי ש"ח):

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

כללי

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'ן, (בעיקר ביחס לתחנות הכוח הצפוניות).

יתרונן 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.

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.

שווי תחנות צפוניות

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 לאורח 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**

שווי תחנות צפוניות

<u>הוצאות תפעוליות</u>

- **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.

<u>שינויים בהון החוזר</u>

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס למפתחות הבאים:

30 ימי חייבים.

30 ימי זכאים.

<u>השקעות (Capex)</u>

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

ביאור 4 - תחנות צפוניות

שווי תחנות צפוניות

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

אלפי ש"ח	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	01.01-30.09 / 2039	יתרת הזכות הכלכלית
הכנסות	501,647	708,344	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)	(383,253)	(580,064)	(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	**118,394**	**128,280**	**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			**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	10,684	10,922	11,166	11,415	11,669	11,930	12,196	12,468	12,746	13,030	13,320	–
שינויים בהון חוזר			1,255	(1,752)	(316)	(115)	148	(1,695)	(465)	(981)	585	(1,233)	10	4,474	(628)	8,769	–
השקעות			(14,195)	(4,665)	(4,782)	(4,875)	(4,984)	(5,095)	(5,223)	(5,324)	(5,443)	(5,565)	(5,704)	(5,816)	(5,945)	(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**	**177,407**	**155,288**	**140,397**	**132,476**	
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)	(100,265)	(82,328)	(45,029)	–
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)	–
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**	**46,423**	**52,171**	**84,741**	
החזרי הלוואות בעלים לפאוורג'ן			(26,099)	(30,596)	(43,612)	(43,186)	(14,425)	(12,138)	(11,068)	(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	–	–
תזרים פנוי לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות			**0**	**(0)**	**(0)**	**–**	**26,190**	**25,957**	**28,568**	**24,960**	**31,066**	**34,239**	**28,804**	**33,393**	**38,850**	**84,741**	
חלקה של פאוורג'ן בדיבידנדים והלוואות בעלים			**26,099**	**30,596**	**43,612**	**43,186**	**37,001**	**34,513**	**35,694**	**29,198**	**29,665**	**29,514**	**24,829**	**28,784**	**33,489**	**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	
תזרים מהוון			**24,913**	**26,611**	**34,561**	**31,184**	**24,344**	**20,690**	**19,497**	**14,532**	**13,452**	**12,195**	**9,348**	**9,874**	**10,468**	**21,047**	**286,480**

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

*ההכנסות כוללת רכיב מערכתיות

ביאור 5 - תחנות חופיות

כללי

התחנות החופיות כוללות את תחנת אשקלון ואת שורק. תחנת אשקלון פועלות בטכנולוגיית הקוגנרציה, במסגרתה מתבצע ייצור בו זמני של אנרגיה חשמלית ואנרגיה תרמית שימושית (קיטור). 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.

<u>שותפות יובלי רעם</u>

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.

ביאור 5 - תחנות חופיות

כללי

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;

ביאור 5 - תחנות חופיות

שווי תחנות חופיות

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):

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

שווי תזרים מהוון	**114,137**
התאמות מאזניות (חלקה של פאוור פלנטס 35%)	**23,399**
סה"כ שווי החזקות פאוור פלנטס בחופיות	**137,536**

ביאור 6 - PSP

כללי

פי אס פי השקעות בע"מ, מחזיקה במתקן האגירה השאובה בגלבוע. 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 בגלבוע 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 בגלבוע 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.

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 האחריות 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.

כללי

לאחר החזרה להפעלה מסחרית ב- 2023, התגלו במתקן ליקויים שלא טופלו כראוי כגון נזקים לציפויים שהותקנו, נזקי קוויטציה ונזקים במערכת ההגנה הקטודית. המתקן פועל באופן רציף מהחזרה להפעלה מסחרית, למעט ביצוע תיקון מיידי שהתמקד בנזקי הקוויטציה 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 לזכיין 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 בגלבוע. 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).

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 ועתודות 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.

ביאור 6 - PSP

שווי PSP

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.

<u>הוצאות תפעוליות</u>

- 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 ובונוס עבור ביצועים משופרים.

<u>שינויים בהון החוזר</u>

תחזית ההון החוזר של החברה נקבעה בהתבסס למפתחות הבאים:

60 ימי לקוח (מנהל המערכת).

30 ימי זכאים.

<u>השקעות (Capex)</u>

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

<u>יתרת הזכות הכלכלית בנכס מעבר לתקופת הרישיון הנוכחי</u>

כאמור, לחברה רישיון בתוקף עם אסדרה מוגדרת עד לשנת 2040. בתום תקופת הרישיון, לחברה יוותר 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.

שווי PSP

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

בשנים 2038-2040 ישנה ירידה בתעריף הזמינות בגין הרכיב ההוני הכלול בתעריף

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

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

שווי PSP

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

ביאור 7 - בזק-ג'ן

כללי

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 ועסקים 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 הצפוניות ובשורק. במבט צופה פני עתיד פאוורג'ן מייעדת 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

ביאור 7 - בזק-ג'ן

כללי

- 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.**

שווי בזק-ג'ן

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 אוחזים נכון למועד ההערכה בכ-12% ממקטע אספקת החשמל. בהתאם לרפורמת החשמל, ועל פי הערכות, נתח השוק של חח"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

ביאור 7 - בזק-ג'ן

שווי בזק-ג'ן

להלן תחזית תזרים המזומנים (מיליוני ש"ח):

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

ביאור 7 - בזק-ג'ן

שווי בזק-ג'ן

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	31.12.25
שווי פעילות	285,658
חוב נטו	(18,620)
שווי בזק-ג'ן (100%)	**267,038**
חלקה של פאוורג'ן (50%)	133,519
התאמות נוספות	705
שווי החזקות פאוורג'ן	**134,224**

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

ביאור 8 - זאן אנרגיה טעינה בע"מ

שווי זאן אנרגיה טעינה בע"מ

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.

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 היוון** – שיעור היוון (WACC) של 20.75% נומינלי (להרחבה ראו נספח ג');
- **שיטת הערכה** – היוון תזרימי מזומנים (DCF).

ביאור 8 - זאן אנרגיה טעינה בע"מ

שווי זאן אנרגיה טעינה בע"מ

<u>הכנסות</u> – 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 לתחזיות, 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.

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

<u>הוצאות תפעוליות</u>

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.

<u>הוצאות מס</u> - 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 8 - זאן אנרגיה טעינה בע"מ

שווי זאן אנרגיה טעינה בע"מ

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

ביאור 9 - נכסי מתחדשות בייזום מתקדם

שווי נכסי מתחדשות בייזום מתקדם

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.

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 ההיוון משקללים את ההסתברויות בטבלה הקודמת. שיעורי ההיוון 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).

ביאור 9 - נכסי מתחדשות בייזום מתקדם

שווי נכסי מתחדשות בייזום מתקדם

להלן תחזית תזרים המזומנים לפי סגמנטים:

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

סך תזרים מהוון	**174,311**

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

סך תזרים מהוון	**89,425**

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

סך תזרים מהוון	**27,744**

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

סך תזרים מהוון	**140,622**

ביאור 10 – חוב נטו והתאמות

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 שנותרו 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.

ביאור ד – שווי המפעיל PGO

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

- אלון תבור
- רמת גבריאל
- 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 היוון** – שיעור היוון (WACC) של 7.5% ריאלי (להרחבה ראו נספח ג');
- **שיטת הערכה** – היוון תזרימי מזומנים (DCF).

הכנסות – הכנסות החברה כוללות:

- תחנות צפוניות – במהלך שנות התחזית הכנסות בתחנות הצפוניות נובעות מתוקף הסכם O&M ומורכבות מ-Base fee, בונוסים 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, לפאוורג'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 והממצאים המפורטים בה, הגענו לכלל מסקנה כי שווי חברת המפעיל עומד על **כ-46 מיליוני ש"ח.**

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

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

ביאור 10 – חוב נטו והתאמות

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: "יחפי"ם") 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.

כושר ייצור החשמל במשק[1]

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

	2023		2024	
סוגי יצרנים	יכולת מותקנת (MW)	% מסך יכולת מותקנת במשק	יכולת מותקנת (MW)	% מסך יכולת מותקנת במשק
חח"י	**10,527**	**44%**	**8,834**	**36%**
יח"פ (ללא אנרגיות מתחדשות)	7,285	31%	8,901	36%
אנרגיות מתחדשות	5,892	25%	6,870	28%
יח"פ (כולל אנרגיות מתחדשות)	**13,176**	**56%**	**15,771**	**64%**
סה"כ במשק הישראלי	**23,703**	**100%**	**24,605**	**100%**

כושר 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 (שמתרחש בשעה 9 בערב).

בחודש נובמבר 2023 נחתמה עסקה למכירת תחנת הכח אשכול של חח"י, תחנה בהספק מותקן של כ- MW900, 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 מונופול 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:

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

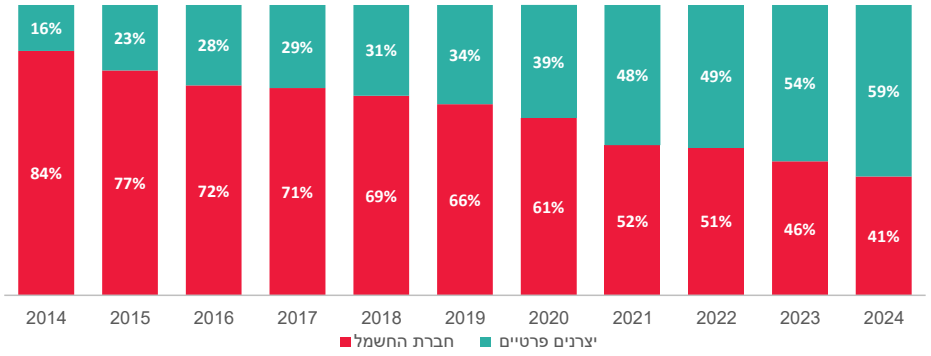
[1] דו"ח משק החשמל- ספטמבר 2025, רשות החשמל

נספח א' - הסביבה העסקית

היצע החשמל בישראל

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.

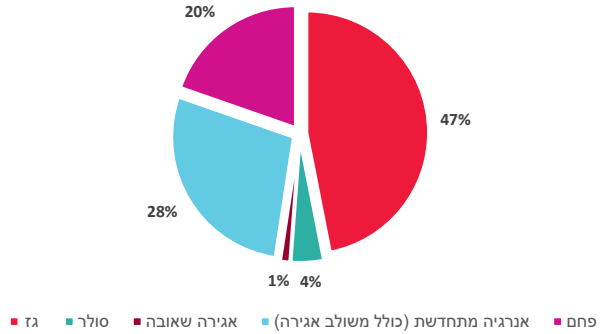
להלן נתחי שוק במקטע הייצור בין חח"י ויצרנים פרטים (כולל אנרגיות מתחדשות) בשנים 2014 -2024[2]:



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

להלן תמהיל ההספק המותקן של משק החשמל בחלוקה לסוג טכנולוגיה בשנת 2024[3]:



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 4080, 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.

רישיונות מותנים להקמת יח"פים[4]

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 יחפ"ים עד שנת 2030:

שם חברה	תוספת קיבולת MW	תאריך מתן רישיון	מועד הפעלה מסחרית מרבית
או.פי.סי שורק 2 בע"מ	87	2023	2028
שפיר ג'י.אי.אס זכיין 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.

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

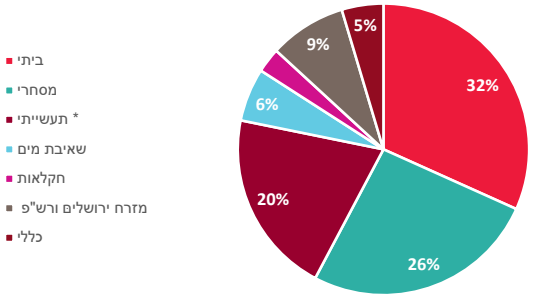
שם חברה	תוספת קיבולת MW	תאריך מתן רישיון	מועד הפעלה מסחרית מרבית
אלומיי אגירה שואבה (2014) בע"מ	156	2020	2026
מכרז דימונה	300 (DC)	2014	2024

[4] מקור: רשות החשמל, סטטוס רישיונות מותנים וקבועים"

הביקוש לחשמל בישראל

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

להלן גרף המתאר את התפלגות צריכת החשמל בישראל לשנת 2024[5]:

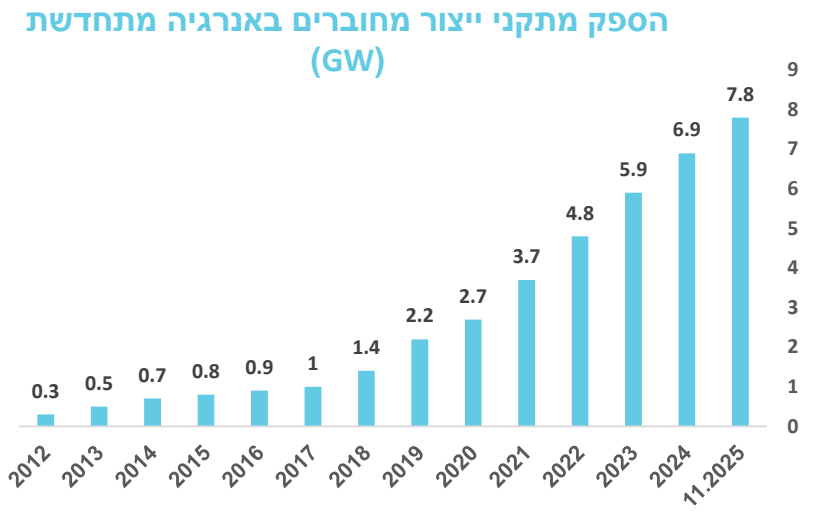


בין השנים 2004-2024, גדל הביקוש לחשמל בישראל בקצב שנתי ממוצע של כ- 2.79%. אמנם קיימת שונות בין שיעורי הגידול בשנים השונות, הנובעת מהשפעות של תנאי מזג אוויר או שינויים חריגים בסביבה הכלכלית אך בממוצע רב-שנתי מגמת הגידול בביקוש הינה ברורה ועקבית.

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

הספק מתקני ייצור

להלן גרף המתאר את הספק מתקני ייצור מחוברים באנרגיה מתחדשת לסוף כל שנה בישראל בין השנים 2012-2025[6]:



בין השנים 2017-2025 הCAGR עלה מכ-27% לכ-29%.

סה"כ ההספק המותקן מאנרגיות מתחדשות עומד על כ-GW8 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.

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

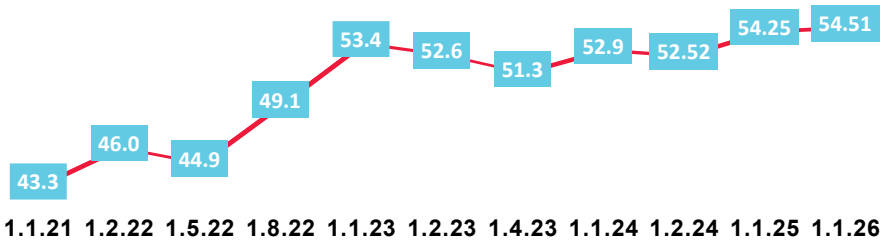
GW	2020	2025	2030
יעדי הספק של משרד האנרגיה	10%	20%	30%
יעדי הספק במונחי GW	–	9.6	17.0

[6] Monitor Deloitte research, רשות החשמל משרד האנרגיה והמחקר

תעריפי 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 לרשת 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:



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 2025[7] 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

תעריפי החשמל

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	שפל	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
	פסגה	69.84	68.86	71.17	70.94	70.94	72.85	73.75	73.43	78.67	71.87	71.14
מעבר	שפל	16.79	17.61	18.21	18.14	18.14	18.64	18.87	18.78	19.84	18.13	17.94
	גבע									25.36	23.17	22.93
	פסגה	19.95	21.05	21.76	21.68	21.68	22.27	22.54	22.45	32.67	29.84	29.54
ק"ץ	שפל	20.54	21.54	22.27	22.19	22.49	22.79	23.07	22.97	19.60	17.91	17.73
	גבע									31.81	29.06	28.77
	פסגה	113.76	110.64	114.35	113.96	115.48	117.05	118.50	117.98	82.50	75.37	74.61
תעריף משוקלל		**28.90**	**29.39**	**30.07**	**29.97**	**30.39**	**30.81**	**31.19**	**31.05**	**31.40**	**28.69**	**28.40**
שינוי ב-%		*-1.67%*	*-2.26%*	*0.33%*	*-1.38%*	*-1.36%*	*-1.22%*	*0.45%*	*-1.11%*	*1.13%*	*1.02%*	

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 שתתאפיין בהגדלת הביקוש בשעות השפל והגדלת היצע האנרגיה בשעות הפסגה. כמו כן כניסת רכבים חשמליים גם יכולה להביא לשינוי הביקושים בשעות השונות.

<u>סביבה רגולטורית:</u>

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 ההתחשבנות 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 ופיננסיות לנוכח ההתפתחויות הרגולטוריות. החברה ממשיכה לעקוב אחר ההשלכות האפשריות של המהלכים הרגולטוריים ולבחון את דרכי ההתמודדות הנדרשות לשימור יציבותה וצמיחתה בשוק המשתנה.

הרפורמה בחברת חשמל[8]

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 מישיבה 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 יד 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) מישיבה 558 של רשות החשמל מיום 13 במאי 2019 בנושא 'פרסום כללית עסקאות ואמות מידה ליצרנים חדשים ברשת ההולכה'

נספח א' - הסביבה העסקית

הרפורמה בחברת חשמל[8]

- **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 ה18 בפברואר 2025 פורסמה 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 בתזקיקי 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 תזקיקי 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% לפחות עד שנת 2030 ביחס לצריכת החשמל הצפויה לפי תרחיש "עסקים כרגיל".

נספח א' - הסביבה העסקית

יעדי הייצור מאנרגיות מתחדשות[10]

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 פחות 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 גגות (כ-41 אלף דונם), מאגרי מים ובריכות דגים (כ-45 אלף דונם) וכן שטחי קרקע כלואים בתוך מחלפים.

על פי התכנית, בשעות הצהריים יגיע היקף ייצור החשמל הסולארי לכ-80% מסך החשמל הנצרך ובשעות מסוימות מעל 100% - כשעודפי החשמל ייאגרו 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.

[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 MW900, וייזום תחנת H נוספת באתר MRC. בנוסף, מחזיקה פאוורג'ן במספר הסכמי קרקע בעלי המלצות תכנוניות להקמת תחנת כוח מסוג Hובחלקן 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.

אספקת חשמל

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 בילטראלי 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

- 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 המניה החכמה והחלפת מונים בקרב משקי בית, הובילה לכניסת מספר שחקנים לתחום ולהיווצרותו של סגמנט שוק חדש ומשמעותי בשוק האנרגיה.

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.

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.

עדכון תעריפי חשמל

ככלל, רשות החשמל קובעת שני סוגי תעריפי צריכת חשמל: תעריפים אחידים לקילו וואט-שעה ותעריפים משתנים המכונים תעו"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 תעו"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.

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

שוק האנרגיה המתחדשת באיטליה[11]

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, מתוכו 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.

[11]KOM 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 בהתחשבנות בשנה העוקבת ורכיב הייצור מושפע בהתאמה.

בישיבה הוחלט על פיצול רכיב הייצור לשני רכיבים תחרותיים:

- רכיב עלות משתנה - העלות המשתנה לא תחושב ולא תהיה מפוקחת עבור כלל המספקים, אלא תיקבע על סמך מחיר ה- SMPהנקבע 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.

נספח א' - הסביבה העסקית

מכרז תעודות זמינות

בהמשך להחלטה 71101 מיום 19 במאי 2025, רשות החשמל קבעה ב27 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).

נספח א' - הסביבה העסקית

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.

נספח א' - הסביבה העסקית

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.

נספח ב' - מתודולוגיה

כללי

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

- שיטת היוון תזרימי המזומנים;
- שיטת ההשוואה לעסקאות דומות;
- שיטת השווי הנכסי.

גישת היוון תזרימי מזומנים

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

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

השלב השני, הינו היוון תזרימי המזומנים הנובעים מן המודל במחיר הון (ריבית), שנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחנת. פעולת ההיוון הינה הבאה לערכי הווה של ערכים עתידיים. מחיר ההון משקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות. ככל שהפעילות מוערכת כמסוכנת יותר, קרי, רמת הודאות הקיימת להתגשמות 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 ההשוואה לעסקאות דומות + גישת השווי הנכסי

<u>גישת השוואה לעסקאות דומות</u>

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.

<u>גישת השווי הנכסי</u>

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.

IFRS 13 מדידת שווי הוגן

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.

נספח ב' - מתודולוגיה

שיטת הערכת שווי שנבחרה

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 הוונו 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 תזרים המזומנים התפעולי ותזרים 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 תזרים המזומנים הסופי שנגיע אליו כולל בתוכו נכסים שאינם תפעוליים ולכן אין צורך להוסיף יתרות מאזניות נוספות
- חישוב תנועת המזומנים הקשורה לחוב הפיננסי שקיים בחברה.

קביעת מחיר ההון המשוקלל

כדי לקבוע את שווי הפעילות על פי מודל היוון תזרימי המזומנים, יש לקבוע את מקדם ההיוון הרצוי להיוון תזרימי המזומנים החופשיים, קרי תזרים 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 וסיכוני השוק. סיכון השוק מוגדר כתוספת המבוקשת על ידי המשקיעים מעל לשער הריבית חסר הסיכון במשק. ההתאמה לסיכוני 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

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.82%	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	0.58	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.50%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**8.75%**	**Rf+β*(Rm-Rf)+SRP**

שער הגולן

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	3.96%	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	0.53	בהתאם לביטא לא ממונפת של חברות ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.00%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**9.00%**	**Rf+β*(Rm-Rf)+SRP**

פריגן

פרמטרים	סימון	ערך	מקור
ריבית חסרת סיכון	Rf	4.03%	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 ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.25%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**9.00%**	**Rf+β*(Rm-Rf)+SRP**

נספח ג' - שיעורי היוון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

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+β*(Rm-Rf)+SCP+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	**WACC**	**8.25%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

נספח ג' - שיעורי היוון

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+β*(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+β*(Rm-Rf)+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	**WACC**	**7.50%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

נספח ג' - שיעורי היוון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

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

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 ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	1.00%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**8.25%**	**Rf+β*(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+β*(Rm-Rf)+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	**WACC**	**7.50%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

נספח ג' - שיעורי היוון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

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

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 לניסיוננו ועל פי שיקול דעתנו
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**7.25%**	**Rf+β*(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 ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.00%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**8.50%**	**Rf+β*(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 ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	0.50%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**8.25%**	**Rf+β*(Rm-Rf)+SRP**

נספח ג' - שיעורי היוון

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+β*(Rm-Rf)+SCP+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל -	**WACC**	**8.50%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

נספח ג' - שיעורי היוון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (Ke) ריינדיר:

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 ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	5.50%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**13.25%**	**Rf+β*(Rm-Rf)+SRP**

שיעור היוון (WACC) ריינדיר - 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+β*(Rm-Rf)+SCP+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל - WACC	**WACC**	**10.50%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

נספח ג' - שיעורי היוון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (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 ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.25%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**9.75%**	**Rf+β*(Rm-Rf)+SRP**

שיעור היוון (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+β*(Rm-Rf)+SCP+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	**WACC**	**9.25%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

נספח ג' - שיעורי היוון

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+β*(Rm-Rf)+SRP**

נספח ג' - שיעורי היוון

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 ההשוואה, ממונף בהתאם למינוף הספציפי של הפרויקט
פרמיית סיכון ספציפית	SRP	2.75%	פרמיית סיכון ספציפית
מחיר ההון העצמי	**Ke**	**9.75%**	**Rf+β*(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+β*(Rm-Rf)+SCP+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	**WACC**	**9.25%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

נספח ג' - שיעורי היוון

קביעת מחיר ההון המשוקלל

שיעור היוון (WACC) בזק-ג'ן:

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	ממוצע 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**

נספח ג' - שיעורי היוון

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+β*(Rm-Rf)+SCP+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	**WACC**	**20.75%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

נספח ג' - שיעורי היוון

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+β*(Rm-Rf)+SCP+SRP
מחיר הון ממוצע משוקלל - לאחר מס	**WACC**	**7.50%**	**(D/V)*(1-T)*Kd + (E/V)*Ke**

generation powergen

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.

הערכת שווי של חברת Porterbrook Holding I Limited ליום 31 בדצמבר 2025

1. מתודולוגיה

ביום 17 בדצמבר 2025 חתמה הקרן על מסמך בלעדיות בלתי מחייב (no-shop) עם גוף גלובלי לניהול השקעות בתחומי הנדל"ן והתשתיות ("המציעה"), למכירת מלוא החזקותיה בפורטרברוק, הכולל כנספח את תנאיה המוצעים של המציעה לרכישת החזקות הקרן בפורטרברוק בתמורה לסך כולל של כ-114 מיליון לישי"ט. ביום 18 במרץ 2026, לאחר תאריך הדוח, הקרן והמציעה חתמו על הסכם מחייב למכירת ההחזקות בפורטרברוק כאמור.

לאור זאת, ובהתחשב בכך שהשווי הנגזר מההצעה מצד המציעה מהווה אינדיקציה חיצונית לשוויה של ההשקעה בפורטרברוק, מודדת הקרן את השקעתה בפורטרברוק בהתאם לשווי הנגזר מההצעה הבלתי מחייבת (מתורגמת לשקל לפי שער הפאונד-ש"ח היציג נכון ליום 31 בדצמבר 2025), בניכוי שווין ההוגן של עסקאות ההגנה נכון ליום 31 בדצמבר 2025.

הערכת השווי:

	אלפי ש"ח
שווי ההשקעה ליום 31 בדצמבר 2025	495,445

אני נותן בזאת הסכמתי לצירוף הערכת שווי זו לדוח לשנת 2025 של הקרן.

22/03/2026

תאריך

איתי פלד

סמנכ"ל כספים

ג'נריישן קפיטל בע"מ

KPMG סומך חייקין
רחוב נחום חת 7,
חיפה 3190500
04 861 4800

לכבוד
הדירקטוריון של ג'נריישן קפיטל בע"מ
נסים אלוני 10
תל-אביב

ג.א.נ.,

הנדון: מכתב הסכמה בקשר לתשקיף מדף של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("החברה")
מחודש אוגוסט 2025

הננו להודיעכם כי אנו מסכימים להכללה (לרבות בדרך של הפנייה) של הדוחות שלנו המפורטים להלן בהצעות המדף שתפרסם החברה וככל שתפרסם בקשר לתשקיף המדף מחודש אוגוסט 2025 :

(1) דוח רואי החשבון המבקרים מיום 22 במרץ 2026 על הדוחות הכספיים של החברה לימים 31 בדצמבר 2025 ו-2024 ולכל אחת משלוש השנים בתקופה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2025.

(2) דוח רואי החשבון המבקרים מיום 22 במרץ 2026 על ביקורת של רכיבי בקרה פנימית על דיווח כספי של החברה ליום 31 בדצמבר 2025.

בכבוד רב,

סומך חייקין
רואי חשבון

חיפה, 22 במרץ 2026

KPMG סומך חייקין, שותפות רשומה בישראל ופירמה חברה בארגון הגלובלי של KPMG המורכב מפירמות חברות עצמאיות המסונפות ל-KPMG International Limited, חברה אנגלית פרטית מוגבלת באחריות.

ג׳נריישן קפיטל בע״מ

דוח תקופתי לשנת 2025

פרק ד׳

פרטים נוספים על התאגיד

for generations to come

פרטי חברה – ג'נריישן קפיטל בע"מ ("הקרן")	
מספר חברה	5-1584655-8
כתובת	ניסים אלוני 10, תל אביב 6291924
טלפון	072-275-8901
פקס	072-275-8901
דוא"ל	GenerationIR@generation.co.il
תאריך הדוח על המצב הכספי	31 בדצמבר 2025
תאריך פרסום הדוח	23 במרץ 2026

דוח מצבת התחייבויות לפי מועדי פירעון
(תקנה 9ד)

דיווח מצבת התחייבויות לפי מועדי פירעון, מצורף בדרך של הכללה על דרך הפנייה לדיווח אלקטרוני (טופס 126ת), המוגש בסמוך לאחר פרסום דוח זה.

תמצית דוחות על הרווח הכולל הרבעוניים
(תקנה 10א)

להלן תוצאות הפעילות בגין שנת 2025 בחלוקה על פי רבעונים (אלפי ש"ח):

	שנת 2025	רבעון 4	רבעון 3	רבעון 2	רבעון 1
הכנסות					
הכנסות מנכסי הפורטפוליו	229,596	75,990	87,356	45,412	20,838
שינוי נטו בשווי הוגן של השקעות בנכסי הפורטפוליו בניכוי הכנסות מנכסי הפורטפוליו	594,304	446,717	10,180	92,042	45,365
סה"כ הכנסות מהשקעה בנכסי הפורטפוליו	**823,900**	**522,707**	**97,536**	**137,454**	**66,203**
הוצאות					
דמי ניהול	(27,074)	(6,921)	(6,829)	(6,742)	(6,582)
הוצאות תשלום מבוסס מניות ומענקים	(3,433)	(1,539)	(1,688)	(149)	(57)
הוצאות בגין עסקאות	(1,692)	(962)	(63)	(33)	(634)
הוצאות תפעוליות אחרות	(13,935)	(3,750)	(3,179)	(4,331)	(2,675)
הוצאות בגין תשומות מע"מ שלא נדרשו	(3,582)	(1,172)	(686)	(899)	(825)
סה"כ הוצאות	**(49,716)**	**(14,344)**	**(12,445)**	**(12,154)**	**(10,773)**
הוצאות מימון, נטו	**(87,815)**	**(3,855)**	**(34,924)**	**(32,215)**	**(16,821)**
רווח לפני מסים על הכנסה	**686,369**	**504,508**	**50,167**	**93,085**	**38,609**

שימוש בתמורת ניירות הערך
(תקנה 10ג)

בשנת הדוח הקרן לא הציעה ניירות ערך לציבור על פי תשקיף.

רשימת השקעות בחברות הפורטפוליו

(תקנה 11)

לקרן אין חברות מאוחדות או חברות כלולות המטופלות בשיטת השווי המאזני. להלן פרטים אודות נכסי הפורטפוליו של הקרן:

שם החברה		סוג המניות	כמות המניות המוחזקות על ידי הקרן	שיעור מההון המונפק, כוח הצבעה וסמכות למנות דירקטורים	ערך נקוב נומינלי (ש"ח)	ערכם בדוח כספי נפרד של החברה (אלפי ש"ח)[1]
					ליום 31.12.2025	
בלוג'ן בע"מ ("**בלוג'ן**")		מניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.נ. כל אחת	17,304,169	80.01%	17,304,169	1,110,725
בון תור בע"מ ("**בון תור**")		מניות רגילות בנות 0.1 ש"ח ע.נ כל אחת	2,139	75.7%	213.9	1,004,643
פאוורג'ן בע"מ ("**פאוורג'ן**")		מניות רגילות בנות 0.001 ש"ח ע.נ כל אחת	50,602	100%	50.602	2,040,392
Generation Infra Ltd[2]		מניות רגילות בנות 1 פאונד ע.נ. כל אחת	1,000	100%	[3]1,000	495,445
חברות חלוקת הגז	נגב גז טבעי בע"מ	מניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.נ. כל אחת	100	33.33%	100	203,720
	גז טבעי דרום בע"מ	מניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.נ. כל אחת	30	33.33%	30	
	נגב החברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי בע"מ	מניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.נ. כל אחת	333	33.33%	333	
פרידנזון-ג'ניריישן מרכזים לוגיסטיים בע"מ ("**פרידנזון-ג'ניריישן מרכזים**")		מניות רגילות בנות 1 ש"ח ע.נ. כל אחת	1,000	50%	1,000	123,817
GCH - E-MOBILITY sp. Z O.O[4]		מניות רגילות בנות 50 זלוטי ע.נ. כל אחת	100	50%	[5]2,500	73,558

שינויים בהשקעות בנכסי הפורטפוליו בתקופת הדוח

(תקנה 12)

לפרטים בדבר שינויים בהשקעות בנכסי הפורטפוליו בתקופת הדוח ראו באור 6 לדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2025.

הכנסות של נכסי הפורטפוליו והכנסות מהן

(תקנה 13)

לפרטים בדבר הכנסות של נכסי הפורטפוליו ראו בפרק א' לדוח זה (דוח הדירקטוריון).

1 הערך כאמור כולל את שווי ההחזקה הכוללת בחברה המוחזקת בהתאם לדוחות הכספיים של החברה (אשר זהים לדוח הכספי הנפרד של החברה), לרבות הלוואות ושטרי הון שניתנו לחברה המוחזקת. לקרן אין חברת פורטפוליו אשר מניותיה נסחרות בבורסה.

2 Generation Infra Ltd הינה חברה שהתאגדה בבריטניה, המחזיקה ב-33.33% מהון המניות של תאגיד אנגלי, המחזיק ב-30% מ-Porterbrook Holding I Limited. ביום 18 במרץ 2026 התקשרה Generation Infra Ltd בעסקה למכירת מניותיה בתאגיד האנגלי, כמפורט בסעיף 11.4 בפרק ב' לעיל.

3 ערך נומינלי בפאונד.

4 חברת GCH - E-MOBILITY sp. Z O.O מחזיקה ב-26.4% מהון מניותיה של GreenWay Holding S.A.

5 ערך נומינלי בזלוטי.

מסחר בבורסה
(תקנה 20)

בתקופת הדוח ועד למועד פרסום דוח זה, נרשמו למסחר בבורסה ניירות ערך של הקרן כמפורט להלן:

א. ביום 6 בפברואר 2025, נרשמו למסחר 5,000,000 מניות רגילות של הקרן, שהונפקו בהנפקה פרטית לנושאי משרה ועובדים בקרן, על פי דוח הצעה פרטית מיום 23 בינואר 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-006333).

ב. ביום 23 באוקטובר 2025, נרשמו למסחר 233,918,129 מניות רגילות של הקרן, שהונפקו בהנפקה פרטית למשקיעים הנמנים על המשקיעים המפורטים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("**חוק ניירות ערך**"), על פי דוח הצעה פרטית מיום 22 באוקטובר 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-078714).

ג. לאחר מועד הדוח, ביום 21 בינואר 2026, נרשמו למסחר 4,126,942 מניות רגילות של הקרן, שהונפקו בהנפקה פרטית לנושאי משרה ועובדים בקרן, על פי דוח הצעה פרטית מיום 8 בינואר 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-008794).

ד. במהלך תקופת הדוח ועד מועד פרסום הדוח, נרשמו למסחר 51,346,451 מניות רגילות של הקרן, שהונפקו כתוצאה מהמרת 44,041,843 אגרות חוב (סדרה ד') ההמירות, למניות הקרן.

ה. במהלך תקופת הדוח ועד מועד פרסום הדוח, נרשמו למסחר 17,508,451 מניות רגילות של הקרן, שהונפקו כתוצאה ממימוש אופציות לא סחירות שהוענקו לנושאי משרה ועובדים, למניות הקרן (במנגנון מימוש נטו).

ו. בתקופת הדוח ועד למועד פרסום דוח זה, לא חלה הפסקה במסחר בניירות הערך של החברה הרשומים למסחר (שאינה בגין פרסום דוחות כספיים או דוח מהותי אחר).

תגמולים לבעלי עניין ולנושאי משרה בכירה
(תקנה 21)

א. הקרן התקשרה בהסכם למתן שירותי ניהול עם ג'נריישן ניהול בע"מ ("**הסכם הניהול**" ו"**חברת הניהול**", בהתאמה), שתנאיו מפורטים בפרק זה להלן. למעט ההתקשרות בהסכם הניהול, הקרן לא התקשרה בהסכמים עם נושאי משרה. להלן פירוט התגמולים שניתנו וכל ההתחייבויות למתן תגמולים בתקופת הדוח לחברת הניהול, כפי שהוכרו בדוחותיה הכספיים של הקרן ליום 31 בדצמבר 2025:

פרטי מקבל התגמולים			תגמולים בעבור שירותים							תגמולים אחרים			סה"כ
שם	תפקיד	היקף משרה	שיעור החזקה בהון הקרן	שכר	בונוס	תשלום מבוסס מניות ומענקים	דמי ניהול	דמי ייעוץ	הוצאות רכב	שירותים משרדיים	ריבית	דמי שכירות	אחר	
(באלפי ש"ח)														
ג'נריישן ניהול בע"מ	חברת הניהול של הקרן	-	[6] 2.01%	-	-	[7] 3,035	27,074	-	-	-	-	-	[8] 893	31,002

ב. מובהר, כי הקרן משלמת לחברת הניהול אך ורק את הסכום המפורט בסעיף א' לעיל (לרבות בגין נושאי המשרה שמכהנים מטעמה בחברה), ואינה נושאת כלל בתשלום שכרם של נושאי המשרה המפורטים בטבלה להלן (אשר משולם להם במלואו על ידי חברת הניהול). להלן פירוט התגמולים שניתנו וכל ההתחייבויות למתן תגמולים בתקופת הדוח, לנושאי המשרה בחברה בתקופה האמורה, אשר ניתנו להם בקשר עם כהונתם בחברה (התגמולים מובאים להלן במונחי עלות לחברת הניהול):

פרטי מקבל התגמולים				תגמולים בעבור שירותים							תגמולים אחרים			סה"כ
שם	תפקיד	היקף משרה	שיעור החזקה בהון הקרן	שכר	בונוס	תשלום מבוסס מניות	דמי ניהול	דמי ייעוץ	הוצאות רכב	שירותים משרדיים	ריבית	דמי שכירות	אחר	
			(באלפי ש"ח)											
יוסף זינגר [(*)]	יו"ר דירקטוריון פעיל	100%	[9] 0.23%	-	325	[10] 1,126	2,196	-	81	-	-	-	-	3,728
ארז בלשה [(**)]	מנכ"ל ודירקטור	100%	[11] 0.14%	-	325	[12] 1,126	2,194	-	81	-	-	-	-	3,726

6 7.01% בדילול מלא. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עמד שיעור החזקתה של חברת הניהול בהון הקרן על 2.04% ובדילול מלא על 6.89%.

7 בהתאם לתנאי הסכם הניהול כמפורט להלן, זכאית חברת הניהול לקבלת מחצית מתשלום המענק השנתי תלוי הביצועים במזומן ומחצית באופציות. בגין שנת 2025 זכאית חברת הניהול למענק בסך 3,035.4 אלפי ש"ח, וכאמור, מחצית מהסכום ישולם לה במזומן ומחצית בהקצאת אופציות. בהתאם, ביום 21 בינואר 2026 הוקצו לחברת הניהול 2,907,431 אופציות הניתנות למימוש למניות הקרן. לפרטים ראו סעיף 1.5.3 לתקנה זו להלן וכן באור 17ב' בדוחותיה הכספיים של החברה, בפרק ג' לעיל. הסכום האמור לא כולל מע"מ. יובהר, כי האופציות כאמור מוקצות במנגנון מימוש נטו (Cashless), ולכן מספר המניות שתנבענה ממימושן, ככל שתמומשנה, ושיעורן מהון המניות המונפק ומזכויות ההצבעה של הקרן, יהיה נמוך מכמות האופציות שמומשו.

8 במסגרת עסקת ההשקעה בבלוג'ין על ידי מגדל חברה לביטוח וגופים המוחזקים על ידה (ביחד: "**קבוצת מגדל**") נחתם בין בלוג'ין לקרן הסכם לפיו תעניק הקרן לבלוג'ין שירותים מקצועיים שוטפים ("**הסכם השירותים**"), תמורת תשלום שנתי כקבוע בהסכם השירותים. בהתאם להוראות הסכם הניהול, כאשר חברת הניהול מאתרת עבור הקרן משקיעים משותפים בנכס של הקרן בנסיבות מסוימות ("**משקיעים משותפים**" ו-"**עסקת Co-investment**", בהתאמה), יתחלקו כל התמורות שישולמו על ידי המשקיעים המשותפים לקרן ו/או לחברת הניהול, לפי העניין, באופן שווה בין הקרן לבין חברת הניהול, הכל כמפורט בסעיף 1.5.5 להלן. בהתאם, ונוכח כך שעסקת ההשקעה בבלוג'ין על ידי קבוצת מגדל עונה לקריטריונים בקשר לעסקת Co-investment, העבירה בלוג'ין לחברת הניהול תשלום דמי ניהול בגין 2025 כמפורט לעיל, המהווים כ-50% מסך התמורה עבור השירותים שהוענקו לבלוג'ין על ידי הקרן.

9 0.94% בדילול מלא. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עמד שיעור החזקותיו של מר זינגר (באמצעות יוסף זינגר החזקות בע"מ) בהון הקרן על 0.18%, ו- 0.88% בדילול מלא.

10 סכום זה משקף את רכיב המניות החסומות וכן את רכיב התגמול באופציות שהוענקו למר זינגר בגין שנת 2025.

11 0.87% בדילול מלא. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עמד שיעור החזקותיו של מר בלשה (באמצעות ארז בלשה החזקות בע"מ) בהון הקרן על 0.09%, ו- 0.81%,בדילול מלא.

12 סכום זה משקף את רכיב המניות החסומות וכן את רכיב התגמול באופציות שהוענקו למר בלשה בגין שנת 2025.

פרטי מקבל התגמולים			תגמולים בעבור שירותים							תגמולים אחרים			סה"כ
שם	תפקיד	היקף משרה	שיעור החזקה בהון הקרן	שכר	בונוס	תשלום מבוסס מניות	דמי ניהול	דמי ייעוץ	הוצאות רכב	שירותים משרדיים	ריבית	דמי שכירות	אחר	
(באלפי ש"ח)														
אליאב פולק	מנהל השקעות ראשי	100%	0.07% [13]	1,364	-	262 [14]	-	-	-	-	-	-	-	1,626
איתי פלד	סמנכ"ל כספים	100%	0.11% [15]	927	-	588 [16]	-	-	54	-	-	-	-	1,569
ברוך סאוטה	יועץ משפטי ומזכיר הקרן	100%	0.07% [17]	810	-	368 [18]	-	-	63	-	-	-	-	1,241

(*) באמצעות יוסף זינגר החזקות בע"מ.
(**) באמצעות ארז בלשה החזקות בע"מ.

13 0.05% בדילול מלא. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עמד שיעור החזקותיו של מר פולק בהון הקרן על 0.02%, לרבות בדילול מלא.
14 סכום זה משקף את רכיב ההוצאה בגין תגמול הוני שהוענקו למר פולק (מניות חסומות) כפי החלק שהוכר בדוחותיה הכספיים של חברת הניהול לשנת 2025. לפרטים אודות שווי המניות החסומות שהוענקו למר פולק בגין שנת 2025, ראו סעיף 4 להלן.
15 0.12% בדילול מלא. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עמד שיעור החזקותיו של מר פלד בהון הקרן על 0.07%, ו-0.09% בדילול מלא.
16 סכום זה משקף את רכיב ההוצאה בגין תגמולים הוניים שהוענקו למר פלד (מניות חסומות ואופציות שהבשילו) כפי החלק שהוכר בדוחותיה הכספיים של חברת הניהול לשנת 2025. לפרטים אודות שווי המניות החסומות שהוענקו למר פלד בגין שנת 2025, ראו סעיף 4 להלן.
17 0.20% בדילול מלא. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, עמד שיעור החזקותיו של מר סאוטה בהון הקרן על 0.05%, ו-0.18% בדילול מלא.
18 סכום זה משקף את רכיב ההוצאה בגין תגמולים הוניים שהוענקו למר סאוטה (מניות חסומות ואופציות שהבשילו) כפי החלק שהוכר בדוחותיה הכספיים של חברת הניהול לשנת 2025. לפרטים אודות שווי המניות החסומות שהוענקו למר סאוטה בגין שנת 2025, ראו סעיף 4 להלן.

פירוט בדבר תגמולים שניתנו לחברת הניהול ולנושאי המשרה בחברה

1. חברת הניהול

ביום 28 בינואר 2024 אישרה האסיפה הכללית של הקרן תיקון של הסכם הניהול בין הקרן לבין חברת הניהול מיום 17 במאי 2018, כפי שתוקן ביום 3 באוגוסט 2020, כך שתנאיו נכנסו לתוקף ביום 1 בינואר 2024 ("**הסכם הניהול המתוקן**" או "**הסכם הניהול**").

יצוין, כי חברת הניהול נחשבת לכל דבר ועניין כנושאת משרה של הקרן, וחלות עליה הוראות הפרק השני והפרק השלישי לחלק השישי לחוק החברות או כל הוראות דומות אשר יבואו במקומן.

להלן תנאיו העיקריים של הסכם הניהול:

1.1. שירותי הניהול

(א) חברת הניהול תעמיד לחברה את שירותי הניהול, באמצעות עובדיה ו/או מי מטעמה, ובמסגרת זו תספק שירותי ניהול כדלקמן:

(1) איתור של השקעות בנכסים התואמים את מדיניות ההשקעות של החברה, בדיקת כדאיות השקעות אלה וניהול משא ומתן לכריתת הסכמי השקעה, מימון ואחרים בנוגע להשקעות אלה, והכל - בהתאם למדיניות ההשקעות של החברה כמתואר בסעיף 3 לפרק א' לדוח ו/או כפי שתיקבע מעת לעת;

(2) ניהול משא ומתן לביצוע השקעות נוספות בהשקעות בהן החברה כבר ביצעה השקעה בעבר;

(3) מתן יעוץ כלכלי ופיננסי לביצוע השקעות על ידי החברה;

(4) ייעוץ לחברה בקשר עם התקשרות החברה בהסכמי השקעה ובכל הסכמים אחרים הקשורים בהשקעותיה של החברה;

(5) ליווי, פיקוח וניהול השקעות החברה וכן דיווח לחברה על מצב השקעות אלה;

(6) ייעוץ וסיוע בגיוס הון ו/או חוב לחברה, בהתאם להחלטות האורגנים המוסמכים של החברה;

(7) איתור הזדמנויות למימוש השקעות, ליווי, טיפול והתקשרות בהסכמים למכירה או מימוש אחר של השקעות אותן ביצעה החברה;

(8) מתן שירותי ניהול כספים לחברה;

(9) מתן שירותי מחשוב ו-IT לחברה;

(10) העמדת משרדים לרשות החברה.

(ב) חברת הניהול תעמיד על חשבונה את בעלי התפקידים ונושאי המשרה הבאים:

(1) מנהל כללי לחברה במשרה מלאה ובהתאם לנוהל מינוי מנהל כללי לחברה כמפורט בסעיף קטן 1.2. כמנהל הכללי הראשון יכהן מר ארז בלשה.

(2) יושב ראש פעיל לדירקטוריון החברה (דירקטור). כיושב ראש הדירקטוריון הראשון יכהן מר יוסף זינגר.

(3) דירקטורים לחברה מטעם חברת הניהול בהתאם להוראות תקנון החברה, שמספרם (לאחר השלמת ההנפקה לציבור) יעמוד על רוב הדירקטורים פחות אחד ("**דירקטורים מטעם חברת הניהול**").

(4) מנהל כספים וחשב במידת הצורך.

(ג) השקעות ומימושים שתבצע החברה על פי עצתה של חברת הניהול יהיו טעונים אישורם של האורגנים המוסמכים בחברה, בהתאם לנוהל שייקבע על ידי דירקטוריון החברה.

1.2. <u>מינוי מנהל כללי</u>

(א) חברת הניהול תמליץ לדירקטוריון החברה על מועמד לשמש כמנכ"ל. חברת הניהול מתחייבת כי המועמד לתפקיד מנכ"ל אשר יומלץ על ידה לדירקטוריון החברה יהא בעל המומחיות והניסיון בתחום התשתיות ויקדיש את מירב זמנו ידיעותיו וניסיונו המקצועי על מנת לקדם השקעות מוצלחות ולהשיג תשואה מרבית לחברה. זהותו ותנאי העסקתו של המנכ"ל יאושרו באורגנים המוסמכים של החברה בהתאם להוראות הדין ובכפוף לאמור להלן. כמנכ"ל הראשון מונה מר ארז בלשה.

(ב) במקרה של מינוי מנכ"ל אחר, דירקטוריון החברה יחליט, לפי שיקול דעתו ובהחלטה של רוב חבריו אם למנות את המועמד אשר הומלץ לשמש כמנכ"ל על ידי חברת הניהול כאמור לעיל או לדחות את המועמד.

(ג) החליט דירקטוריון החברה שלא למנות את המועמד אשר הומלץ על ידי חברת הניהול כאמור, תמליץ חברת הניהול על מועמד אחר לאישורו של דירקטוריון החברה.

(ד) דחה דירקטוריון החברה את מועמדותם של שני מועמדים אשר הומלצו על-ידי חברת הניהול, אזי לא יוצעו מועמדים נוספים על-ידי חברת הניהול ודירקטוריון החברה יהיה רשאי למנות מנכ"ל לחברה על פי בחירתו ובהתאם לשיקול דעתו הבלעדי, לאחר שמיעת עמדתה של חברת הניהול.

(ה) ככל שהמנכ"ל שייבחר כאמור לא יאות להיות עובד חברת הניהול, יועסק המנכ"ל בידי החברה אשר תישא בעלויות העסקת המנכ"ל, ועם סיום כהונתו, יחול מחדש ההסדר הקבוע בסעיף 1.2 זה. עלויות העסקתו של המנכ"ל בהן תישא החברה כאמור ינוכו מדמי הניהול שישולמו לחברת הניהול על פי הסכם הניהול, וזאת עד לגובה העלות הכוללת בה נשאה חברת הניהול בגין המנכ"ל הקודם לו.

(ו) במקרה בו תחליט החברה על סיום כהונתו של המנכ"ל וזאת שלא בשל נסיבות בהן ניתן לשלול פיצויי פיטורין על פי הדין במדינת ישראל, תישא החברה בעלות דמי הודעה מוקדמת בסך של 6 (שש) משכורות חודשיות של המנכ"ל ("**תקופת ההודעה המוקדמת**"), וכן סכום השווה לסך המענקים והבונוסים ששולמו למנכ"ל בשנה הקלנדרית שקדמה למועד ההודעה על הפסקת הכהונה חלקי 12 מוכפל במספר החודשים בתקופת ההודעה המוקדמת.

(ז) כמנכ"ל הראשון של החברה מונה מר ארז בלשה. לפרטים אודות תנאי ההתקשרות המרכזיים בין מר בלשה לבין חברת הניהול, ראו סעיף 3 להלן.

1.3. <u>התחייבויות נוספות בהן התחייבה חברת הניהול</u>

(א) למעט הענקת השירותים לחברה בהתאם להוראות הסכם הניהול או כפי שיוסכם בין הצדדים לאחר חתימתו של הסכם הניהול, לא תעסוק חברת הניהול בכל עיסוק אחר בתקופת תוקפו של הסכם הניהול.

(ב) שירותי הניהול יינתנו בכפוף ובהתאם להוראות החוק הרלוונטיות ובכפוף למדיניות ההשקעות, כפי שתיקבע על ידי דירקטוריון החברה.

(ג) חברת הניהול תהיה רשאית לקבוע נהלים והוראות בקשר לניהול וביצוע שירותי הניהול וכן לשנותם מעת לעת ובלבד שהנהלים יעלו בקנה אחד עם הסכם הניהול ועם מעמדה של החברה כחברה ציבורית. חברת הניהול תהא אחראית ליישום בחברה של תכנית האכיפה הפנימית של החברה כפי שאושרה בידי דירקטוריון החברה (ושינויים לה, ככל שיאושרו), וכן ליישום מלא בחברה של כללי ממשל תאגידי תקין כנדרש מחברות ציבוריות (וזאת בכפוף ומבלי לגרוע מסמכויות האורגנים המוסמכים של החברה).

(ד) חברת הניהול תישא במלוא ההוצאות בקשר עם מתן שירותי הניהול בידי עובדיה, כולל נותני שירותים שאינם חיצוניים (קרי - שאינן עלויות והוצאות כמפורט בסעיף 1.4(ב)), לרבות הוצאות בקשר עם איתור השקעות, בדיקת השקעות, ניהול השקעות ושמירה על ההשקעות, שכירות משרדים וכל ההוצאות הנלוות למשרדים ולפעילותה השוטפת של החברה (ריהוט, מחשוב, תקשורת, וכיוצ"ב) וכן תשא בעצמה ועל חשבונה, כלפי העובדים אשר יועסקו על-ידיה במסגרת מתן השירותים לחברה על-פי הסכם הניהול, בכל חבות חוקית החלה על מעביד כלפי עובד לפי כל דין הסכם או הסכם קיבוצי (לרבות דיווח למוסד לביטוח לאומי ולרשויות המס, תשלום שכר, פיצויי

פיטורים, הפרשות פנסיוניות, חופשה, תשלום דמי מחלה, תשלום דמי הבראה וכיו"ב), ותבצע את כל התשלומים ותישא בכל המסים החלים עליה לפי כל דין במלואם ובמועדם.

(ה) חברת הניהול התחייבה להמציא לחברה, מיד עם דרישתה, כל מידע בנוגע לחברת הניהול ולנושאי משרה בה אשר יידרש לצורך דיווחי החברה בהתאם להוראות חוק ניירות ערך, התקנות על-פיו, והנחיות רשות ניירות ערך.

(ו) חברת הניהול התחייבה כי לא תעמיד את עצמה ולא תהיה במצב העלול ליצור ניגוד אינטרסים או עניין אישי, במישרין או בעקיפין, בינה לבין החברה, עסקיה ובמסגרת מתן שירותי הניהול על ידיה לחברה. חברת הניהול הצהירה כי בהסכמי השירותים שנחתמו בינה לבין ה"ה יוסף זינגר וארז בלשה (או חברות בשליטתם, בסעיף זה: "**אנשי המפתח**") נכללה התחייבות של אנשי המפתח לאי-תחרות וניצול הזדמנות עסקית, על פיה הסכימו כל אחד מאנשי המפתח כי כל עוד הם מעמידים שירותים לחברת הניהול, ולמשך תקופה של 12 חודשים לאחר מכן, לא יתחרו בחברת הניהול ו/או בחברה (ובלבד שחברת הניהול נותנת שירותי ניהול לחברה) בתחום עיסוקם (השקעה בנכסים בתחום התשתיות), לא ישקיעו בקרן תשתיות מתחרה, ולא יקימו או יהיו בעלי זכויות בקרן תשתיות מתחרה. בכלל זאת, אנשי המפתח לא יפנו למי מעובדי החברה או חברת הניהול בהצעה להעסיקו, ולא יעסיקו עובדים כאמור בתקופת 12 החודשים הנ"ל.

עוד התחייבו אנשי המפתח, כי כל עוד הם מעמידים שירותים לחברת הניהול, שלא לנצל הזדמנות עסקית כלשהי של החברה (כל עוד חברת הניהול משמשת כמנהלת החברה) או של חברת הניהול, בתחום עיסוקן, אשר הגיעה אליהם עקב קשריהם עם החברה או עם חברת הניהול, במטרה להשיג טובת הנאה להם או לאחרים, אלא אם חברת הניהול הודיעה בכתב כי היא או החברה, לפי העניין, אינן מעוניינות לנצל את אותה הזדמנות.

(ז) חברת הניהול התחייבה שלא לבצע ולפעול לכך שמי מטעמה לא יבצע פעולה המהווה הפרת חובת אמונים כלפי החברה. כמו כן, התחייבה חברת הניהול כי חברת הניהול או מי מטעמה לא יקבלו כל תשלום או טובת הנאה אחרת, מכל צד שלישי בקשר עם השירותים שהם מעניקים לחברה על פי הסכם הניהול, וזאת בכפוף להוראות סעיף 1.5.5 לעניין Co-Investment. להסרת ספק מובהר, כי עובדים של חברת הניהול או נותני שירותים לחברת הניהול שהם גם עובדים של וי.ג'י.אם או נותני שירותים לוי.ג'י.אם עשויים לקבל שכר או תגמול מוי.ג'י.אם או גופים קשורים לה בקשר עם שירותים שהם מעניקים לחברה על פי הסכם הניהול.

(ח) חברת הניהול התחייבה כי היא לא תעסוק בכל עיסוק אחר במהלך תוקפו של הסכם הניהול.

1.4. <u>התחייבויות החברה</u>

(א) בהסכם הניהול הובהר כי החברה היא האחראית הבלעדית לניהול ענייניה, למעט שירותי הניהול האמורים בסעיף קטן 1.1 לעיל.

(ב) החברה תישא בכל הוצאותיה למעט הוצאות אשר נקבע במפורש בהסכם הניהול כי הן חלות על חברת הניהול, ובכלל זה תישא בהוצאות תפעולה השוטף והוצאות הכרוכות בדרישות החלות על פי כל דין על חברה שניירות הערך שלה רשומים למסחר, לרבות: גיוס דירקטורים ותשלום שכרם, למעט דירקטורים מטעם חברת הניהול כאמור לעיל, הוצאות הקשורות עם גיוס כספים לחברה ו/או קבלת דירוג, הוצאות פרסום הדו"חות הכספיים של החברה וכל דו"חות נוספים שיש לפרסמם על פי כל דין, שכר רו"ח בקשר עם הכנת הדו"חות הכספיים של החברה ובכלל זה, שכר מבקר פנים, שכר מעריכי שווי וכן יועצים נוספים שיועסקו על ידה על פי החלטתה, וכן בהוצאות ביטוח אחריות נושאי משרה ובהוצאות הביטוח השונות עבור נכסי החברה. כמו כן, תישא החברה בשכר טרחה והחזר הוצאות המשולמות לצדדים שלישיים (כגון: עו"ד, מתווכים, מעריכי שווי, יועצי מס, מומחים ויועצים כלכליים) בקשר עם רכישה ומכירה של השקעות, מזכירות החברה וטיפול שוטף בנכסי החברה, טיפול בעניינים משפטיים וכדומה.

(ג) בכפוף להוראות כל דין, החברה תפעל להכללת חברת הניהול, עובדי חברת הניהול המכהנים כנושאי משרה בחברה והדירקטורים מטעם חברת הניהול במסגרת פוליסת ביטוח הדירקטורים ונושאי המשרה שלה.

1.5. <u>התמורה</u>

על פי הסכם הניהול המתוקן, אשר כאמור נכנס לתוקף ביום 1 בינואר 2024, כל עוד הסכם הניהול בתוקף, תהא חברת הניהול זכאית לתגמול מהקרן, עבור שירותי הניהול האמורים בהסכם הניהול, אשר יהיה מורכב מארבעה רכיבים, כמפורט להלן:

1.5.1 <u>דמי ניהול</u>

(א) חברת הניהול תהיה זכאית לדמי ניהול (אשר ישולמו בכל רבעון קלנדרי כמפורט להלן) אשר ייקבעו בהתאם לשער מניית הקרן בבורסה כמפורט להלן ("**דמי הניהול הרבעוניים**"):

שער המניה הממוצע לקביעת דמי ניהול(*)(**)	סך דמי הניהול הרבעוניים
55 אגורות או פחות	5.5 מיליון ש"ח
80 אגורות או יותר	6.5 מיליון ש"ח
בין 55 אגורות (לא כולל) ל-80 אגורות (לא כולל)	בין 5.5 מיליון ש"ח ל-6.5 מיליון ש"ח, מחושב באופן לינארי בהתאם לשער המניה הממוצע לקביעת דמי הניהול

(*) "**שער המניה הממוצע לקביעת דמי ניהול**" – ממוצע שערי הנעילה המתואמים של מניית הקרן ב-30 ימי המסחר שקדמו למועד תשלום דמי הניהול הרבעוניים.

(**) שערים אלו יותאמו לאירועי חברה בגינן מבצעת הבורסה התאמה לשער המניה (כגון חלוקת דיבידנד, חלוקת מניות הטבה, הנפקת זכויות, איחוד ופיצול הון וכדומה), באופן דומה להתאמות אשר תבוצענה על ידי הבורסה.

(ב) דמי הניהול הרבעוניים יהיו צמודים לעליה במדד המחירים לצרכן, כאשר מדד הבסיס הינו מדד חודש נובמבר 2023 והמדד הקובע הינו המדד הידוע במועד כל תשלום דמי ניהול רבעוניים.

(ג) דמי הניהול הרבעוניים ישולמו לחברת הניהול מראש, בכל רבעון קלנדרי, ב-1 לחודש הראשון של כל רבעון כאמור, מחושבים לפי הסכום הרלוונטי כאמור בסעיפים (א) ו-(ב) לעיל.

(ד) לכל תשלומי דמי הניהול האמורים לעיל, יתווסף מס ערך מוסף כדין כנגד חשבונית.

1.5.2 <u>מניות לעובדי חברת הניהול</u>

בתום כל שנה קלנדרית, כל עוד הסכם הניהול בתוקף, תקצה הקרן ישירות לעובדי חברת הניהול, לנושאי משרה בה ולנותני שירותים, מניות, בהתאם לאמור בסעיף 1.5.2 זה להלן ("**המניות המוקצות**").

(א) **מועד ההקצאה** – המניות המוקצות יוקצו למוטבים (כהגדרתם להלן) בתום כל שנה קלנדרית, עד לתום חודש דצמבר של אותה שנה ("**מועד ההקצאה**").

(ב) **כמות המניות המוקצות** – כמות המניות המוקצות אשר תוקצינה במועד ההקצאה תהיה שווה למנה המתקבלת מחלוקת 5,000,000 (חמישה מיליון), בגבוה מבין: (1) ממוצע שערי הנעילה המתואמים של מניית הקרן ב- 30 ימי המסחר שקדמו ל- 1 בדצמבר בשנה הקלנדרית בה מוקצות המניות המוקצות, או; (2) 1 ש"ח, כאשר שער זה יותאם לאירועי חברה בגינן מבצעת הבורסה התאמה לשער המניה (כגון חלוקת דיבידנד, חלוקת מניות הטבה, הנפקת זכויות, איחוד ופיצול הון וכדומה), באופן דומה להתאמות אשר תבוצענה על ידי הבורסה.

(ג) **תקופת חסימה** – המניות המוקצות תוחזקנה בנאמנות, ותהינה חסומות עד לתום שנתיים ממועד ההקצאה או עד לתום תקופת הסכם הניהול (כמפורט בסעיף 1.6 להלן), המוקדם מביניהם, שאז תועברנה מהנאמן לידי המוטבים.

(ד) **אופן הקצאת המניות המוקצות** – המניות המוקצות יוקצו לעובדי חברת הניהול, נושאי המשרה בה ונותני השירותים, כפי שתורה חברת הניהול לקרן, בהתאם לשיקול דעתה הבלעדי של חברת הניהול (הגורמים אשר יקבלו את המניות המוקצות ייקראו לעיל ולהלן: "**המוטבים**").

(ה) **התאמות** – מניות הטבה שתחולקנה ו/או זכויות שתוצענה בקשר עם המניות המוקצות תהיינה קניינם של המוטבים ותיוותרנה בידיהם, אך הן תוחזקנה בנאמנות על ידי הנאמן והוראות סעיף 1.5.2 זה תחולנה גם עליהן. המניות המוקצות תהינה בעלות זכויות זהות למניות הרגילות האחרות הקיימות בהונה של הקרן. רישומן למסחר של המניות המוקצות כפוף לאישור הבורסה, והן תרשמנה על שם החברה לרישומים של הקרן. בסמוך לפני כל הקצאה של המניות המוקצות, תפרסם החברה דוח הצעה פרטית ותפנה לבורסה לקבלת אישורה לרישומן למסחר כאמור.

(ו) במהלך התקופה בה יחזיק הנאמן במניות המוקצות, יפעיל הנאמן את הסמכויות והכוחות המוקנים לו מכוח היותו מחזיק במניות המוקצות רק על- פי הוראות בכתב מהמוטבים. כל הדיבידנדים ו/או כל זכות אחרת בהם תזכינה המניות המוקצות בתקופת הנאמנות יהיו של המוטבים, ולמעט מניות הטבה וזכויות שתוצענה כאמור בס"ק (ה) לעיל, יועברו אל המוטבים על-פי דרישתם הראשונה.

(ז) המניות המוקצות תהינה כפופות, לאחר הקצאתן, למגבלות על מכירה חוזרת בהתאם להוראות סעיף 15ג לחוק ניירות ערך ותקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד15ג לחוק), התש"ס – 2000. המניות המוקצות תהינה כפופות לכל הוראות חסימה נוספות, ככל שמתחייב על פי הוראות תקנון הבורסה והוראות כל דין.

1.5.3 <u>מענק שנתי תלוי ביצועים</u>

חברת הניהול זכאית למענק שנתי תלוי ביצועים אשר ישולם חלקו במזומן וחלקו באופציות למניות הקרן כמפורט להלן ("**המענק השנתי**").

(א) **סכום המענק השנתי** – בכפוף לעמידת הקרן בתנאי הסף המפורט בס"ק (ב) להלן, סכום המענק השנתי יעמוד על הסכום הנמוך מבין: (1) ששה (6) מיליון ש"ח; או (2) יחס שווי השוק של הקרן ל-NAV, מוכפל בששה (6) מיליון ש"ח.

לצורך כך:

שווי השוק של הקרן – שווי השוק של הקרן ב- 30 ימי המסחר שקדמו לתום השנה הקלנדרית בגינה מוענק המענק השנתי. במקרה בו במהלך 30 ימי המסחר האמורים, תשלים הקרן הנפקה של ניירות ערך, אזי שווי השוק הממוצע יקבע בהתאם לשווי השוק הממוצע של הקרן ב- 30 ימי מסחר, אשר קדמו למועד השלמת ההנפקה ("**תקופת חישוב ממוצע השווי**").

NAV – השווי ההוגן של נכסי הקרן, בניכוי התחייבויות הקרן לפי ערכן הפנקסני כמוצג בדוחותיה הכספיים הסקורים של הקרן ליום ה - 30 בספטמבר של השנה הקלנדרית בגינה מוענק המענק השנתי.

לענין חישוב השווי ההוגן של נכסי הקרן – השקעות בנכסי הקרן יילקחו על פי שוויין ההוגן ונכסים אחרים יילקחו בהתאם לערכם הפנקסני בדוחות הכספיים כאמור. יובהר כי כל עוד ההשקעות בנכסי הקרן מוצגות בדוחות הכספיים של הקרן לפי שווי הוגן, יילקח השווי ההוגן כקבוע בדוחות הכספיים, ובהתאם ה- NAV של הקרן יהיה שווה להונה העצמי.

(ב) **תנאי סף לתשלום המענק השנתי** – חברת הניהול תהיה זכאית למענק שנתי בשנה רלוונטית רק אם יחס שווי השוק של הקרן ל- NAV בגין אותה שנה הינו 0.6 או גבוה מכך.

(ג) **מועד תשלום המענק השנתי** – המענק השנתי ישולם לחברת הניהול עד 7 ימי עסקים מתום השנה הקלנדרית בגינה משולם המענק השנתי ("**מועד תשלום המענק השנתי**").

(ד) **אופן תשלום המענק השנתי** – 50% משווי המענק השנתי ישולם במזומן ו-50% משווי המענק השנתי ישולם באופציות, שאינן סחירות, הניתנות למימוש למניות הקרן ("**האופציות**"), שתנאיהן יהין כדלקמן:

(1) חברת הניהול תהא רשאית, על פי שיקול דעתה הבלעדי, למכור, להעביר או להמחות את האופציות האמורות ללא כל הגבלה. חברת הניהול תהיה זכאית להעביר את האופציות או איזה מהן למי

מהעובדים או נושאי משרה שלה, או לנותני שירותים, לפי שיקול דעתה (ובלבד שחלוקה לנושאי משרה בחברה הניהול תהא בהתאמה להוראות מדיניות התגמול של הקרן).

(2) **מחיר המימוש** – מחיר המימוש של האופציות יהיה שווה לגבוה מבין: (1) ממוצע שערי הסגירה המתואמים של מניית הקרן בבורסה במהלך תקופת חישוב ממוצע השווי (כהגדרת המונח בס"ק (1) לעיל); (2) 1 ש"ח. שער זה יותאם לאירועי חברה בגינן מבצעת הבורסה התאמה למחיר המניה (כגון חלוקת דיבידנד, חלוקת מניות הטבה, הנפקת זכויות, איחוד ופיצול הון וכדומה), באופן דומה להתאמות אשר תבוצענה על ידי הבורסה.

(3) **מועד הפקיעה של כל חבילת האופציות** – חברת הניהול תהיה רשאית לממש את הזכות כאמור מעת לעת, לגבי כל האופציות, על פי העניין, או חלקן, בשיקול דעתה הבלעדי, במשך תקופה בת חמש (5) שנים החל ממועד כל הקצאה.

(4) **מימוש נטו** – מחיר המימוש של האופציות שיוקצו לא ישולם בפועל לקרן, אלא יילקח בחשבון בעת חישוב כמות ניירות הערך להן זכאי בפועל הניצע ממימוש האופציות (מימוש נטו). ניירות הערך המוקצים במימוש ישקפו את מרכיב ההטבה הגלום באופציות.

(5) **התאמות** – האופציות תהיינה כפופות להתאמות עקב שינויים בהון, חלוקת מניות הטבה, והנפקה בדרך של זכויות.

(6) הקצאת האופציות תהא כפופה לאישור הבורסה לרישום למסחר של המניות שתנבענה ממימוש האופציות ("**מניות המימוש**"). בסמוך לפני כל הקצאת אופציות, תפרסם הקרן דוח הצעה פרטית ותפנה לבורסה לקבלת אישורה לרישום מניות המימוש למסחר כאמור.

כמות האופציות תחושב בהתאם למודל Black and Scholes על פי סכום הזכאות (50% משווי המענק השנתי).

1.5.4 <u>מענק ארוך טווח תלוי ביצועים</u>

חברת הניהול תהא זכאית למענק ארוך טווח אשר ישולם בתום תקופת הסכם הניהול (קרי, ביום 31 בדצמבר 2028, ככל שלא יתקיימו התנאים המפורטים בסעיף 1.6 להלן) ("**מועד תשלום מענק ארוך הטווח**"), שיחושב בהתאם לאמור להלן:

(א) במועד תשלום המענק ארוך הטווח תחושב התשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן במשך תקופת הסכם הניהול, ובהתאם לשיעור התשואה כאמור יחושב סכום המענק ארוך הטווח, כדלקמן:

תשואה שנתית ממוצעת של מניית הקרן	סך מענק ארוך הטווח
פחות מ-10%	לא ישולם מענק ארוך הטווח
10%	7.5 מיליון ש"ח
15% ויותר מכך	15 מיליון ש"ח
בין 10% (לא כולל) ל-15% (לא כולל)	בין 7.5 מיליון ש"ח ל-15 מיליון ש"ח, אשר ייקבע באופן לינארי בהתאם לתשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן

"**תשואה שנתית ממוצעת של מניית הקרן**" – התשואה השנתית הממוצעת המתקבלת מהיחס שבין השווי הקובע של המניה לבין השווי הבסיסי של המניה (בשנים 2024 - 2028, כולל), כאשר התשואה מחושבת בשיטת ריבית דריבית.

"**השווי הקובע של המניה**" – ממוצע שערי הנעילה המתואמים של מניית הקרן, בימי המסחר אשר נכללו ברבעון האחרון לשנת 2028.

"**השווי הבסיסי של המניה**" – ממוצע שערי הנעילה המתואמים של מניית הקרן, בימי המסחר אשר נכללו ברבעון האחרון לשנת 2023, כשהוא מוכפל ב-2.

(ב) חברת הניהול תהא זכאית לתשלום על חשבון המענק ארוך הטווח בהתאם לאמור להלן: ביום 31 בדצמבר 2026, תיבדק התשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן לשנים 2024-2026. חברת הניהול תהא זכאית לקבל מחצית מסך המענק הארוך הטווח המפורט בסעיף (1) לעיל, בהתאם לסך התשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן שיתקבל ("**סכום הביניים**"). כך לדוגמא, אילו התשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן היא 15%, חברת הניהול תהא זכאית לקבל מענק סך של 7.5 מיליון ש"ח, ואילו התשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן היא 10%, חברת הניהול תהא זכאית לקבל מענק סך של 3.75 מיליון ש"ח.

במקרה של תשלום סכום הביניים כאמור לעיל, אזי במועד תשלום המענק ארוך הטווח (קרי, 31 בדצמבר 2028), ישולם רק ההפרש שבין הסכום לו תהא זכאית חברת הניהול בהתאם לאמור בסעיף (1) לעיל, לבין סכום הביניים.

יובהר, כי סכום הביניים שישולם אינו בר השבה, וחברת הניהול לא תידרש להחזירו, וזאת גם במקרה בו יתברר כי במועד תשלום המענק ארוך הטווח לא זכאית חברת הניהול למענק ארוך טווח בהתאם לתשואה השנתית הממוצעת של מניית הקרן כפי שתיבחן באותו מועד ובהתאם להוראות לעיל.

1.5.5 <u>גמול בקשר עם עסקאות Co-Investment</u>

ביחס לעסקאות שבשל טיבן או היקפן יקבע דירקטוריון החברה כי אין באפשרות החברה לבצען במלואן, וזאת - בין בשל מדיניות ההשקעה של החברה (לרבות יעדי פיזור הנכסים בחברה) או מדיניות ניהול הסיכונים שלה ובין בשל היעדר מקורות מספיקים לביצוען - תהיה חברת הניהול רשאית (אך בכל מקרה לא מחויבת) לאתר עבור החברה שותף או שותפים ("**המשקיעים המשותפים**") להתקשרות בהסכם שעניינו השקעה משותפת של החברה והמשקיעים המשותפים בנכס, וניהול של ההשקעה עבור המשקיעים המשותפים ("**עסקת Co-Investment**"). במקרה של התקשרות החברה בעסקת Co-Investment, יתחלקו כל התמורות שישולמו על ידי המשקיעים המשותפים לחברה ו/או לחברת הניהול, לפי העניין, מכוח עסקת ה- Co-Investment באופן שווה בין החברה לבין חברת הניהול (50%-50%).

למען הסר ספק, הובהר כי דמי הניהול על-פי סעיף 1.5 זה מוענקים לחברת הניהול בגין שירותי הניהול וכי חברת הניהול לא תגבה בנוסף לדמי הניהול עמלות ניהול נכסים ו/או עמלות אחרות מהחברה ו/או מהנכסים אשר בבעלותה (להסרת ספק, למעט בגין עסקאות Co-Investment לגביהן יחול האמור בסעיף 1.5.5לעיל).

1.6. <u>תקופת הסכם הניהול המתוקן</u>

(א) הסכם הניהול המתוקן הינו בתוקף החל מיום 1 בינואר 2024 ועד ליום 31 בדצמבר 2028 ("**מועד סיום ההסכם**" ו"**תקופת ההסכם**", בהתאמה).

יצוין כי במסגרת הסכם הניהול נקבעו תנאים מצטברים, אשר בהתקיימם, רשאית היתה אסיפה כללית של בעלי מניות הקרן לאשר את סיום ההסכם לפני מועד סיום ההסכם. עם התגבשות זכאותה של חברת הניהול למענק שנתי תלוי ביצועים בגין שנת 2025, התאיינה האפשרות לסיום ההסכם לפני מועד סיום ההסכם (למעט במקרים המפורטים בסעיפים (ב) ו-(ג) להלן).

(ב) כל אחד מהצדדים להסכם הניהול, רשאי לסיימו בהודעה בכתב של 21 ימים לפחות לצד השני, בכל אחד מהמקרים הבאים: (1) במידה והוגשה בקשה לכינוס נכסים, לפירוק או להסדר עם נושים על רקע חדלות פרעון ו/או בקשה דומה אחרת כנגד הצד השני והליכים כאמור לא הופסקו בתוך 90 ימים; (2) במקרה בו הצד האחר הפר בהפרה יסודית את הוראות הסכם הניהול והפרה זו לא תוקנה בתוך 21 ימים ממועד קבלת הודעה בדבר ההפרה היסודית.

(ג) החברה תהיה רשאית להפסיק את הסכם הניהול בהודעה בכתב של 14 ימים מראש - (1) במקרה בו הוגש כתב אישום כנגד חברת הניהול ו/או מי מבין אנשי המפתח בקשר עם עבירת מעילה, תרמית ו/או שוחד או עבירה אחרת מסוג פשע אשר בוצעו על ידי מי מהם בקשר עם תפקידו בחברה, ובלבד שכלל שמדובר בהגשת כתב אישום כנגד איש מפתח, אותו איש מפתח עודנו מועסק בחברת הניהול או נותן לה שירותים; או - (2) במקרה בו הוגשה

בקשה לכינוס נכסים ו/או החלו הליכי על פירוק ו/או הסדר עם נושים (למעט הסדר שאינו על רקע חדלות פרעון) כנגד חברת הניהול והליכים אלו לא בוטלו בתוך 45 ימים. במקרים אלו, לא תהיה לחברת הניהול או למי מטעמה, טענה ו/או דרישה ו/או תביעה כנגד החברה ומי מטעמה בקשר לביטול הסכם הניהול כאמור.

(ד) מובהר, כי ביטול הסכם הניהול על ידי החברה לפני תום תקופת ההסכם שלא באיזו מהעילות המצוינות בסעיף (ג) לעיל, למעט ביטול בנסיבות של תרמית מצד חברת הניהול, כמוה כהפרת ההסכם על ידי החברה, אשר תזכה את חברת הניהול בפיצוי מוסכם בגובה יתרת התמורה האמורה להשתלם על פי ההסכם עד תום תקופת ההסכם וזאת ללא צורך בהוכחת נזק.

(ה) חברת הניהול התחייבה כי עם סיום הסכם הניהול, מכל סיבה שהיא, תסיים את מתן השירותים בצורה מסודרת ותעביר את תפקידיה למחליפיה בצורה מלאה, יעילה ומסודרת. בנוסף, לא ישמרו חברת הניהול או מי מטעמה כל מסמך או מידע או ציוד השייך לחברה או מתייחס אליה (למעט מידע ומסמכים כאמור הדרושים לעמידה בדרישות כל דין) ויחזירו לה את כל המסמכים והציוד כאמור לאלתר ועם סיום ההתקשרות, והיא מוותרת בזאת על כל זכות עיכבון או זכות כלשהי ביחס לכל מסמך, מידע או ציוד כאמור. ככל שהדבר יידרש על-ידי החברה, חברת הניהול תהא אחראית לספק לחברה, עד חלוף 6 חודשים ממועד סיום הסכם הניהול, את מלוא השירותים בכל הקשור בתחום ניהול הכספים והכנת הדוחות הכספיים של החברה, בהיקף ורמה המקובלים באותה עת בחברה, בתמורה השווה לעלות הישירה של חברת הניהול במתן השירותים כאמור בתוספת של 15% + "cost").

(ו) בתקופת הסכם הניהול ועם סיומו, מכל סיבה שהיא, לא תהיה חברת הניהול זכאית לכל תשלום או תמורה נוספים מהחברה מעבר לקבוע במפורש בהסכם הניהול.

(ז) בכל מקרה של סיום הסכם הניהול, מכל סיבה שהיא, הוראות הסכם הניהול לעניין סודיות ואי תחרות תמשכנה לחול על חברת הניהול או מי מטעמה.

1.7. <u>הוראות נוספות</u>

(א) חברת הניהול התחייבה לשפות את החברה בגין סכומים והוצאות אשר תידרש החברה לשלם בקשר עם כל טענה או דרישה או תביעה כנגד החברה אשר עניינה קיום יחסי עובד ומעביד בין חברת הניהול או מי מטעמה (לרבות עובדיה) לבין החברה או מי מטעמה.

(ב) החברה תעניק לחברת הניהול, נושאי המשרה בה ונותני השירותים מטעמה המעמידים שירותים לחברה בהתאם להסכם הניהול, ולנושאי המשרה בחברה כתב פטור ושיפוי, כמפורט להלן.

(ג) כמו כן, החברה פטרה מראש, והתחייבה לשפות, את עובדי חברת הניהול והגורמים אשר יעמידו שירותים מטעמה ואשר אינם נושאי משרה בחברה ("**הזכאים לשיפוי**"), בגין כל חבות, הוצאה או תביעה מכל סוג ומין שהוא שיושתו עליהם בקשר עם מתן השירותים לחברה, כמפורט להלן.

(ד) חברת הניהול התחייבה בהתחייבות לשמירת סודיות ולאי תחרות, בנוסח שהוסכם, הן במהלך תקופת הסכם הניהול והן לאחריה, והתחייבה להחיל התחייבות כאמור גם על עובדיה. בנוסף, נקבע כי חברת הניהול לא תהיה רשאית לבצע בעצמה השקעות או לנצל הזדמנויות עסקיות בהשקעה בנכסים בתחום התשתיות ("**הזדמנות השקעה**"), אלא באמצעות ובמסגרת החברה, אלא אם החליט דירקטוריון החברה שלא להשתתף בניצול הזדמנות ההשקעה. חברת הניהול תציע לחברה לבצע את הזדמנות ההשקעה בעצמה תוך מסירת הפרטים הידועים לה אודות הזדמנות ההשקעה.

(ה) אנשי המפתח התחייבו כלפי החברה כי כל עוד הסכם הניהול עודנו בתוקף, לא יעבירו או ימכרו את מניותיהם בחברת הניהול, כולן או חלקן, למעט העברות מניות מותרות, כמפורט בהסכם הניהול (העברות לקרוב בכפוף למגבלות מסוימות, לתאגידים קשורים או העברה בין איש המפתח וחברה בבעלותו, וההיפך).

2. מר יוסף זינגר

יו"ר דירקטוריון החברה מועסק על ידי חברת הניהול, והיא אשר נושאת בעלות שכרו במלואה. מר זינגר מועסק אף כיו"ר דירקטוריון חברת הניהול, ומחזיק בכ-18.07% ממניות חברת הניהול.

חברת הניהול התקשרה עם יוסף זינגר החזקות בע"מ, חברה בשליטתו של מר יוסף זינגר ("**זינגר החזקות**") בהסכם למתן שירותי ניהול ("**הסכם זינגר**"), במסגרתו מספק מר זינגר לחברת הניהול שירותים, בהיקף משרה השקול להיקף משרה מלאה, לרבות במסגרת כהונתו כיו"ר פעיל של החברה, וכיו"ר דירקטוריון חברת הניהול.

הסכם זינגר יעמוד בתוקף כל עוד הסכם הניהול הינו בתוקף, לרבות אם הוארך בהסכמה בין חברת הניהול והחברה, והצדדים רשאים לסיימו לפני תום התקופה בנסיבות הקבועות בהסכם זינגר, בכפוף לכך שהחלטה בדבר הפסקת כהונתו של מר זינגר כיו"ר החברה תתקבל על ידי האורגנים המוסמכים של החברה בלבד (למעט במקרה שבו חברת הניהול רשאית לסיים את הסכם זינגר על פי תנאיו, שאז יהיה דירקטוריון חברת הניהול מוסמך להחליט על הפסקת כהונתו של מר זינגר).

כנגד מתן השירותים משלמת חברת הניהול לזינגר החזקות את התשלומים הבאים: (1) תשלום חודשי בסך של 150 אלפי ש"ח, צמוד למדד אפריל 2018 ובתוספת מע"מ (יצוין כי התשלום החודשי כאמור נגזר מהשווי ההוגן של נכסי הקרן ועומד כיום על המדרגה המקסימלית); (2) בהתאם לתיקון להסכם זינגר כפי שאושר על ידי האסיפה הכללית של קרן ביום 28 בינואר 2024 ("**תיקון הסכם זינגר**"), החל משנת 2024, זינגר החזקות זכאית ל-18% מרכיב המניות המוקצות (כהגדרתן בסעיף 1.5.2). בהתאם, לאחר מועד הדוח, הוקצו לזינגר החזקות בגין שנת 2025, 742,849 מניות חסומות של הקרן בשווי של כ-801 אלפי ש"ח, בתנאים המפורטים בסעיף 1.5.2 וכן בדוח הצעה פרטית שפורסם ביום 8 בינואר 2026 (אסמכתה: 2026-01-003441, "**דוח ההצעה הפרטית**"), הנכלל בדוח זה על דרך ההפניה; (3) בהתאם לתיקון הסכם זינגר, החל משנת 2024, וככל שחברת הניהול תקבל מהחברה מענק שנתי תלוי ביצועים (כמשמעו בסעיף 1.5.3 לעיל) בגין שירותיה לחברה בעבור שנה מסוימת, זינגר החזקות תהיה זכאית לקבל מחברת הניהול מענק בשיעור של 15% מהמענק השנתי תלוי הביצועים שישולם לחברת הניהול טרם ניכוי מס (ברוטו), בהתאם למנגנון הקבוע בהסכם הניהול המתוקן ובכפוף להוראות מדיניות התגמול של החברה; בהתאם, לאחר מועד הדוח, שולם לזינגר החזקות סך של 325 אלפי ש"ח בגין חלקה במענק השנתי האמור בגין שנת 2025, וכן הוקצו לזינגר החזקות בגין שנת 2025, 623,021 אופציות הניתנות למימוש ל-623,021 מניות רגילות של הקרן, בתנאים המפורטים בדוח ההצעה הפרטית; (4) בהתאם לתיקון הסכם זינגר, החל משנת 2024, וככל שחברת הניהול תקבל מהחברה מענק ארוך טווח תלוי ביצועים (כמשמעו בסעיף 1.5.4 לעיל), זינגר החזקות תהיה זכאית לקבל מחברת הניהול מענק בשיעור של 15% מהמענק ארוך הטווח תלוי הביצועים שישולם לחברת הניהול טרם ניכוי מס (ברוטו), בהתאם למנגנון הקבוע בהסכם הניהול המתוקן ובכפוף להוראות מדיניות התגמול של החברה; על אף האמור, בהתאם להודעת זינגר החזקות לקרן, ככל שהגמול השנתי הכולל לו תהיה זכאית במהלך תקופת הסכם הניהול יעלה על 4.1 מיליון ש"ח, אזי חלקה של זינגר החזקות במענק הרב שנתי יוגבל כך שהגמול השנתי כאמור בתקופת הסכם הניהול יעמוד על 4.1 מיליון ש"ח; (5) השתתפות בהוצאות לשם מתן השירותים ע"י זינגר החזקות (כגון החזקת טלפון סלולארי, אירוח, מוניות וכיו"ב); (6) עלויות הליסינג של רכב שיועמד לשימושו האישי של מר זינגר בסכום חודשי שלא יעלה על 6,750 ש"ח וכן עלויות השימוש ברכב (עלות המס תגולם עד לסכום חודשי של 6,750 ש"ח). ככל שזינגר החזקות תבחר שלא לקחת רכב על חשבון חברת הניהול, יתווסף לתשלום החודשי סך של 6,750 ש"ח, בנוסף לגילום שווי המס בגין הרכב בפועל (ולא יותר מ- 6,750 ש"ח). יצוין, כי בהסכם הניהול נקבעו גם הוראות לעניין תשלומים למר זינגר על ידי חברת הניהול במקרה בו חדל לכהן כיו"ר החברה, בגין שירותיו לחברת הניהול.

בנוסף, החברה העניקה למר זינגר כתבי התחייבות לפטור ולשיפוי והיא מבטחת אותו בביטוח נושאי משרה, כמפורט בסעיפים 8 ו-9 להלן.

3. מר ארז בלשה

מנכ"ל החברה מועסק על ידי חברת הניהול, והיא אשר נושאת בעלות שכרו במלואה. מר בלשה מועסק כמנכ"ל חברת הניהול, ומחזיק בכ-18.07% ממניות חברת הניהול.

בהתאם להסכם למתן שירותים שנחתם בין חברת הניהול למר בלשה (באמצעות ארז בלשה החזקות בע"מ, חברה בבעלותו המלאה, "**בלשה החזקות**") ביום 17 במאי 2018 ("**הסכם בלשה**"), מר בלשה מספק לחברת הניהול שירותים, בהיקף משרה השקול להיקף משרה מלאה, לרבות במסגרת כהונה כמנכ"ל החברה מטעם חברת הניהול (ובמסגרת כהונה כדירקטור

בחברה, ככל שיכהן בה) וכמנכ"ל חברת הניהול ודירקטור בה.

הסכם בלשה יעמוד בתוקף כל עוד הסכם הניהול הינו בתוקף, לרבות אם הוארך בהסכמה בין חברת הניהול והחברה, והצדדים רשאים לסיימו לפני תום התקופה בנסיבות הקבועות בהסכם בלשה, בכפוף לכך שהחלטה בדבר הפסקת כהונתו של מר בלשה כמנכ"ל החברה תתקבל על ידי האורגנים המוסמכים של החברה בלבד (למעט במקרה שבו חברת הניהול רשאית לסיים את הסכם בלשה על פי תנאיו, שאז יהיה דירקטוריון חברת הניהול מוסמך להחליט על הפסקת כהונתו של מר בלשה).

כנגד מתן השירותים משלמת חברת הניהול לבלשה החזקות את התשלומים הבאים: (1) תשלום חודשי בסך של 150 אלפי ש"ח, צמוד למדד אפריל 2018 ובתוספת מע"מ (יצוין כי התשלום החודשי כאמור נגזר מהשווי ההוגן של נכסי הקרן ועומד כיום על המדרגה המקסימלית); (2) בהתאם לתיקון להסכם בלשה כפי שאושר על ידי האסיפה הכללית של קרן ביום 28 בינואר 2024 ("**תיקון הסכם בלשה**"), החל משנת 2024, בלשה החזקות זכאית ל-18% מרכיב המניות המוקצות (כהגדרתן בסעיף 1.5.2). בהתאם, לאחר מועד הדוח, הוקצו לבלשה החזקות בגין שנת 2025, 742,849 מניות חסומות של הקרן בשווי של כ-801 אלפי ש"ח, בתנאים המפורטים בסעיף 1.5.2 וכן בדוח ההצעה הפרטית; (3) בהתאם לתיקון הסכם בלשה, החל משנת 2024, וככל שחברת הניהול תקבל מהחברה מענק שנתי תלוי ביצועים (כמשמעו בסעיף 1.5.3 לעיל) בגין שירותיה לחברה בעבור שנה מסוימת, בלשה החזקות תהיה זכאית לקבל מחברת הניהול מענק בשיעור של 15% מהמענק השנתי תלוי הביצועים שישולם לחברת הניהול טרם ניכוי מס (ברוטו), בהתאם למנגנון הקבוע בהסכם הניהול המתוקן ובכפוף להוראות מדיניות התגמול של החברה; בהתאם, לאחר מועד הדוח, שולם לבלשה החזקות סך של 325 אלפי ש"ח בגין חלקה במענק השנתי האמור בגין שנת 2025 , וכן הוקצו לבלשה החזקות בגין שנת 2025, 623,021 אופציות הניתנות למימוש ל-623,021 מניות רגילות של הקרן, בתנאים המפורטים בדוח ההצעה הפרטית; (4) בהתאם לתיקון הסכם בלשה, החל משנת 2024, וככל שחברת הניהול תקבל מהחברה מענק ארוך טווח תלוי ביצועים (כמשמעו בסעיף 1.5.4 לעיל), בלשה החזקות תהיה זכאית לקבל מחברת הניהול מענק בשיעור של 15% מהמענק ארוך הטווח תלוי הביצועים שישולם לחברת הניהול טרם ניכוי מס (ברוטו), בהתאם למנגנון הקבוע בהסכם הניהול המתוקן ובכפוף להוראות מדיניות התגמול של החברה; על אף האמור, בהתאם להודעת בלשה החזקות לקרן, ככל שהגמול השנתי הכולל לו תהיה זכאית במהלך תקופת הסכם הניהול יעלה על 4.1 מיליון ש"ח, אזי חלקה של בלשה החזקות במענק הרב שנתי יוגבל כך שהגמול השנתי כאמור בתקופת הסכם הניהול יעמוד על 4.1 מיליון ש"ח; (5) השתתפות בהוצאות לשם מתן השירותים ע"י בלשה החזקות (כגון החזקת טלפון סלולארי, אירוח, מוניות וכיו"ב); (6) עלויות הליסינג של רכב שיועמד לשימושו האישי של מר בלשה בסכום חודשי שלא יעלה על 6,750 ש"ח וכן עלויות השימוש ברכב (עלות המס תגולם עד לסכום חודשי של 6,750 ש"ח). ככל שבלשה החזקות תבחר שלא לקחת רכב על חשבון חברת הניהול, יתווסף לתשלום החודשי סך של 6,750 ש"ח, בנוסף לגילום שווי המס בגין הרכב בפועל (ולא יותר מ- 6,750 ש"ח). יצוין, כי בהסכם הניהול נקבעו גם הוראות לעניין תשלומים למר בלשה על ידי חברת הניהול במקרה בו חדל לכהן כמנכ"ל החברה, בגין שירותיו לחברת הניהול.

בנוסף, החברה העניקה למר בלשה כתבי התחייבות לפטור ולשיפוי והיא מבטחת אותו בביטוח נושאי משרה, כמפורט בסעיפים 8 ו-9 להלן.

4. <u>מר אליאב פולק</u>

מר פולק מכהן כמנהל השקעות ראשי בקרן החל מיום 1 ביולי 2024, וכן כמנהל השקעות ראשי ושותף בחברת הניהול.

על פי הסכם העסקה בין מר פולק לבין חברת הניהול, שהינה המעסיקה שלו ונושאת בעלות שכרו במלואה, זכאי מר פולק לשכר חודשי בסך של 80 אלפי ש"ח צמוד למדד מאי 2024, וכן לתנאים נלווים כגון העמדת רכב בעלות חודשית לחברה של 4,500 ש"ח (כולל גילום שווי המס בגין הרכב), חופשה שנתית, קרן פנסיה, ביטוח אבדן כושר עבודה, ביטוח בריאות קבוצתי וקרן השתלמות. בנוסף, החברה העניקה למר פולק כתבי התחייבות לפטור ולשיפוי, והיא מבטחת אותו בביטוח נושאי משרה, כמפורט בסעיפים 8 ו-9 להלן. ההסכם כאמור הינו לתקופה בלתי קצובה, כשכל אחד מהצדדים רשאי לסיימו בהודעה מוקדמת של 180 ימים מראש (או 90 ימים מראש, עד ליום 30 ביוני 2025). במסגרת ההסכם התחייב מר פולק כי בתקופת העסקתו וכן בתקופה של עד 12 החודשים שאחריה (בתלות במועד סיום ההעסקה ובאופי העסק המתחרה), לא יתחרה, במישרין או בעקיפין, בעסקי החברה.

בנוסף, על פי הסכם ההעסקה, הוענקו למר פולק 2,610 יחידות RSU של חברת הניהול, ניתנות למימוש ל-2,610 מניות

רגילות של חברת הניהול, בהתאם לתנאי סעיף 102 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש], בשיעור המהווה 3% מהונה המונפק והנפרע של חברת הניהול, בדילול מלא, אשר יבשילו בשלוש מנות שנתיות, החל מתום 12 חודשים ממועד תחילת העסקתו של מר פולק בחברת הניהול, ובכפוף לכך שימשיך להיות מועסק בחברת הניהול בכל תקופת ההבשלה.

כמו כן, זכאי מר פולק על פי הסכם ההעסקה, להקצאת מניות חסומות בשיעור המהווה 15% מרכיב המניות המוקצות, המוקצות בכל שנה לעובדי חברת הניהול, לנושאי משרה בה ולנותני שירותים בהתאם להוראות הסכם הניהול המתוקן (כמפורט בסעיף 1.5.2 לעיל). בהתאם, לאחר מועד הדוח, הוענקו למר פולק 619,041 מניות חסומות של הקרן, בשווי של 662 אלפי ש"ח, בגין שנת 2025. לפירוט אודות תנאי המניות החסומות, ראו דוח ההצעה הפרטית.

בנוסף, בהתאם לשיקול דעתה הבלעדי של חברת הניהול, מר פולק יהיה זכאי למענק תלוי יעדים. בהתאם להסכם ההעסקה, בכפוף לקבלת המענק השנתי המפורט בסעיף 1.5.3 לעיל על ידי חברת הניהול ובכפוף לעמידתו ביעדי ביצוע אישיים שיוגדרו מראש, יהיה מר פולק זכאי למענק שנתי בסך של עד 600 אלפי ש"ח, אשר ישולם מחציתו במזומן, במשכורת אפריל בשנה העוקבת, ומחציתו באופציות למניות הקרן.

5. <u>מר איתי פלד</u>

מר פלד, מכהן כסמנכ"ל כספים בקרן החל מחודש ינואר 2023, וכן מכהן גם כסמנכ"ל כספים בחברת הניהול.

מר פלד, המועסק על ידי חברת הניהול אשר נושאת בעלות שכרו במלואה, היה זכאי בשנת 2025 לשכר חודשי בסך של 55 אלפי ש"ח, וכן לתנאים נלווים כגון העמדת רכב בעלות חודשית לחברת הניהול של כ-4 אלפי ש"ח (לרבות גילום שווי המס בגין הרכב), חופשה שנתית, קרן פנסיה, ביטוח אבדן כושר עבודה, ביטוח בריאות קבוצתי וקרן השתלמות. בנוסף, העניקה הקרן למר פלד כתבי התחייבות לפטור ולשיפוי, והיא מבטחת אותו בביטוח נושאי משרה, כמפורט בסעיפים 8 ו-9 להלן. החל משנת 2026 זכאי מר פלד לשכר חודשי בסך של כ-58 אלפי ש"ח, כשהוא צמוד למדד המחירים לצרכן החל מאותו מועד. ההסכם כאמור הינו לתקופה בלתי קצובה, כשכל אחד מהצדדים רשאי לסיימו בהודעה מוקדמת של 60 ימים מראש. במסגרת ההסכם התחייב מר פלד כי בתקופת העסקתו וכן ב-12 החודשים שאחריה, לא יתחרה, במישרין או בעקיפין, בעסקי הקרן.

בנוסף, לאחר מועד הדוח, הוענקו למר פלד 619,041 מניות חסומות של הקרן, כחלק מרכיב המניות המוקצות בהתאם להוראות הסכם הניהול המתוקן (כמפורט בסעיף 1.5.2 לעיל), בשווי של 662 אלפי ש"ח, בגין שנת 2025. לפירוט אודות תנאי המניות החסומות, ראו דוח ההצעה הפרטית.

6. <u>מר ברוך סאוטה</u>

מר סאוטה, מכהן כיועץ משפטי ומזכיר הקרן החל מחודש דצמבר 2020, וכן מכהן גם כיועץ משפטי ומזכיר חברה בחברת הניהול.

מר סאוטה המועסק על ידי חברת הניהול אשר נושאת בעלות שכרו במלואה, היה זכאי בשנת 2025 לשכר חודשי בסך של 47 אלפי ש"ח, וכן לתנאים נלווים כגון העמדת רכב בעלות חודשית לחברת הניהול של כ-5 אלפי ש"ח (לרבות גילום שווי המס בגין הרכב), חופשה שנתית, קרן פנסיה, ביטוח אבדן כושר עבודה, ביטוח בריאות קבוצתי וקרן השתלמות. בנוסף, העניקה הקרן למר סאוטה כתבי התחייבות לפטור ולשיפוי, והיא מבטחת אותו בביטוח נושאי משרה, כמפורט בסעיפים 8 ו-9 להלן. החל משנת 2026 זכאי מר סאוטה לשכר חודשי בסך של כ-50 אלפי ש"ח, כשהוא צמוד למדד המחירים לצרכן החל מאותו מועד. ההסכם כאמור הינו לתקופה בלתי קצובה, כשכל אחד מהצדדים רשאי לסיימו בהודעה מוקדמת של 30 ימים מראש. במסגרת ההסכם התחייב מר סאוטה כי בתקופת העסקתו וכן ב-12 החודשים שאחריה, לא יתחרה, במישרין או בעקיפין, בעסקי הקרן.

בנוסף, לאחר מועד הדוח, הוענקו למר סאוטה 402,378 מניות חסומות של הקרן, כחלק מרכיב המניות המוקצות בהתאם להוראות הסכם הניהול המתוקן (כמפורט בסעיף 1.5.2 לעיל), בשווי של 431 אלפי ש"ח, בגין שנת 2025. לפירוט אודות תנאי המניות החסומות, ראו דוח ההצעה הפרטית.

7. <u>גמול דירקטורים חיצוניים ודירקטורים שאינם מטעם חברת הניהול</u>

הדירקטורים החיצוניים זכאים לגמול שנתי וגמול השתתפות אשר יעמוד על סכום שבין הסכום הקבוע לסכום המירבי

ובהתאם לדרגת החברה, כמפורט בתוספת השנייה ובתוספת השלישית לתקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), תש"ס-2000 ("**תקנות הגמול**"), כפי שיעודכנו מעת לעת, וכן יהיו זכאים להחזר הוצאות על פי תקנות הגמול, כתב התחייבות לשיפוי ופטור וכן לכיסוי ביטוחי כנהוג וכמקובל בחברה, כמפורט בסעיפים 8 ו-9 להלן.

הגמול השנתי, גמול ההשתתפות והחזר ההוצאות שקיבלו הדירקטורים החיצוניים בגין שנת 2025, הסתכם לסך של כ-672 אלפי ש"ח.

פטור, שיפוי וביטוח דירקטורים ונושאי משרה

8. כתבי התחייבות לפטור ולשיפוי לדירקטורים ונושאי משרה

החברה העניקה לכל חברי הדירקטוריון, לחברת הניהול, למנכ"ל החברה ולנושאי המשרה ונותני השירותים המעמידים שירותים מטעם חברת הניהול לחברה ("**נושאי המשרה**"), כתב התחייבות לפטור ולשיפוי, במסגרתו התחייבה החברה, בכפוף להוראות הדין:

8.1 לפטור את נושאי המשרה מראש, בשל כל נזק שיגרם לה, בין במישרין ובין בעקיפין, עקב הפרת חובת הזהירות כלפיה (למעט בשל הפרת חובת הזהירות בחלוקה, כהגדרת המונח בחוק החברות) בפעולותיהם בתום לב ובתוקף היותם נושאי משרה או מועסקים בחברה או בחברות בנות או בחברות קשורות של החברה, כפי שתהיינה מעת לעת. הפטור לא יחול על החלטה או עסקה שלבעל השליטה (ככל שיהיה) או לנושא משרה כלשהו בחברה יש בה עניין אישי.

8.2 לשפות את נושאי המשרה בשל כל חבות או הוצאה, שתוטל עליהם או שיוציאו עקב אחת או יותר מאלה:

א. פעולותיהם (לרבות החלטה ו/או מחדל) ו/או נגזרת שלהן שעשו בתוקף היותם נושאי משרה ו/או מועסקים בחברה;

ב. פעולותיהם (לרבות החלטה ו/או מחדל) ו/או נגזרת שלהן בתוקף היותם נושאי משרה שמונו מטעם החברה בחברות בנות ו/או קשורות של החברה, כפי שתהיינה מעת לעת.

ג. פעולותיהם (לרבות החלטה ו/או מחדל) ו/או נגזרת שלהן בתוקף היותם מועסקים בחברות בנות ו/או קשורות של החברה, כפי שתהיינה מעת לעת.

הכל לרבות בשל פעולות שעשו נושאי המשרה לפני מתן כתבי השיפוי, ובלבד שהסכום המרבי של השיפוי כאמור לא יעלה על סכום השיפוי המרבי המפורט בסעיף 8.4 להלן לכל סוגי החבויות ו/או ההוצאות יחד ולכל נושאי המשרה בחברה יחד.

8.3 ההתחייבות לשיפוי תחול בשל כל חבות או הוצאה, שהינה בת שיפוי על פי דין ועל פי תקנון החברה, כמפורט להלן:

א. חבות כספית שתוטל על נושאי המשרה לטובת אדם אחר על פי פסק דין, לרבות פסק דין שניתן בפשרה או פסק בורר שאושר בידי בית משפט, הקשורה במישרין או בעקיפין לאחד או יותר מהאירועים המפורטים בכתב השיפוי.

ב. הוצאות התדיינות סבירות, לרבות שכר טרחת עורך דין, אשר הוציא נושא המשרה עקב חקירה או הליך שהתנהל נגדו בידי רשות המוסמכת לנהל חקירה או הליך, ואשר הסתיים בלא הגשת כתב אישום נגד נושא המשרה ובלי שהוטלה עליו חבות כספית כחלופה להליך פלילי, או שהסתיים בלא הגשת כתב אישום נגד נושא המשרה אך בהטלת חבות כספית כחלופה להליך פלילי בעבירה שאינה דורשת הוכחת מחשבה פלילית או בקשר לעיצום כספי.

ג. הוצאות התדיינות סבירות, לרבות שכר טרחת עורך דין, שהוציא נושא המשרה או שחויב בהן בידי בית משפט, בהליך שהוגש נגדו בידי החברה או חברה בת או חברה קשורה, לפי המקרה, או בשם מי מהן או בידי אדם אחר, או באישום פלילי שממנו זוכה, או באישום פלילי שבו הורשע בעבירה שאינה דורשת הוכחת מחשבה פלילית.

ד. הוצאות שהוציא נושא המשרה בקשר עם הליך שהתנהל בענייני, לרבות הוצאות התדיינות סבירות, ובכלל זה שכר טרחת עורך דין. לעניין זה "הליך" - הליך לפי פרק ח'3 לחוק ניירות ערך (הטלת עיצום כספי בידי רשות ניירות ערך), הליך לפי פרק ח'4 לחוק ניירות ערך (הטלת אמצעי אכיפה מנהליים בידי ועדת האכיפה המנהלית), הליך לפי פרק ט'1 לחוק ניירות ערך (הסדר להימנעות מנקיטת הליכים או הפסקת הליכים, המותנית בתנאים), הליך לפי סימן ד' (הטלת עיצום כספי בידי רשות ניירות ערך) לפרק הרביעי (סעדים, עיצום כספי ורישום חברה

כחברה מפרה) בחלק התשיעי לחוק החברות, כפי שיתוקן מעת לעת, הליך לפי פרק ז'1 לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988 כפי שיתוקן מעת לעת וכן וכל הליך מנהלי נוסף אשר על פי דין ניתן להעניק שיפוי בגין תשלומים הקשורים אליו או הוצאות המוצאות בקשר אליו.

ה. תשלום לנפגע ההפרה כאמור בסעיף 52נד(א)(1)(א) לחוק ניירות ערך לפי פרק ח'4 לחוק ניירות ערך (הטלת אמצעי אכיפה מנהליים בידי ועדת האכיפה המנהלית) או לפי כל חיקוק אחר בגינו ניתן לקיים הליך מנהלי.

ו. חבות או הוצאה אחרת המותרת בשיפוי על פי כל דין.

8.4 יצוין כי סכום השיפוי הכולל שתשלם החברה לכל נושאי המשרה בחברה, במצטבר, על פי כל כתבי השיפוי שהוצאו ושיוצאו להם על ידי החברה על פי החלטת השיפוי ("**כתבי השיפוי**"), לא יעלה על סכום השווה לגבוה מבין: (א) 25% מהונה העצמי של החברה המיוחס לבעלי המניות של החברה כפי שיהיה לפי הדוחות הכספיים המאוחדים, סקורים או מבוקרים האחרונים של החברה, שיהיו קיימים נכון למועד תשלום השיפוי בפועל וזאת לכל אחד מנושאי המשרה ולכולם יחד, למקרה בודד או במצטבר, או (ב) 20 מיליון דולר ארה"ב ("**סכום השיפוי המרבי**") (וזאת מבלי לגרוע מזכותם של נושאי המשרה לקבל תגמולי ביטוח, לרבות בגין האירועים הקבועים בכתב השיפוי המבוטחים בחברת ביטוח, שהחברה תקבל עבור נושא המשרה מזמן לזמן, אם תקבל, במסגרת כל ביטוח אחריות דירקטורים ונושאי משרה בחברה, והכל בתנאים המפורטים בכתבי השיפוי).

8.5 התחייבויות החברה לפי כתב השיפוי יעמדו לזכות נושא המשרה (לרבות לזכות עזבונו, יורשיו וחליפים אחרים שלו על פי דין), ללא הגבלת זמן, והיא לא תבוטל ולא תשונה אלא לטובת נושא המשרה, ובלבד שהפעולות בגינן יינתן השיפוי נעשו בתקופת העסקת נושא המשרה בחברה ו/או כהונתו כנושא משרה בחברה ו/או בחברות הבנות של החברה ו/או בחברות הקשורות של החברה.

9. ביטוח

בהתאם למדיניות התגמול של החברה, ולאחר קבלת אישור ועדת הביקורת (בשבתה כוועדת התגמול של החברה) בהתאם לתקנה 1ב1 לתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין), התש"ס-2000, רכשה הקרן פוליסות לביטוח אחריות דירקטורים ונושאי משרה בחברה ואחריות מקצועית לתקופת כיסוי מיום 1 בנובמבר 2025 עד ליום 31 במרץ 2027, כמפורט להלן: (1) פוליסת ביטוח בגבול אחריות בגובה של 30 מיליון דולר למקרה ולתקופת הביטוח, בפרמיה שנתית של כ-200 אלפי דולר, וההשתתפות עצמית בתביעות נגד דירקטורים ונושאי משרה שאינן אישיות ואינן בארה"ב בסך של עד 75 אלפי דולר ויתר התביעות, עד 100 אלפי דולר; ו-(2) רובד נוסף (Side A DIC) בגבול אחריות בגובה של 10 מיליון דולר נוספים למקרה ולתקופת הביטוח, בפרמיה שנתית של כ-31 אלפי דולר, המכסה תביעות אישיות נגד דירקטורים ונושאי משרה במסגרת תפקידם, במקרים שאינם מכוסים ברובד הביטוח הראשון לעיל המפורטים בפוליסת הביטוח, וללא השתתפות עצמית.

בעל השליטה בתאגיד
(תקנה 21א)

אין אדם המחזיק מחצית או יותר מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית של החברה או מהזכות למנות דירקטורים לדירקטוריון החברה או מהזכות למנות את מנהלה הכללי של החברה ולפיכך אין בעל שליטה בחברה. יובהר, כי החברה אינה רואה בחברת הניהול כבעלת שליטה בחברה.

עסקאות עם בעל שליטה
(תקנה 22)

כאמור בתקנה 21א לעיל, אין בעל שליטה בחברה.

החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה בחברה
(תקנה 24)

לפירוט אודות החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה של החברה ליום 31 בדצמבר 2025, ראו דוח על מצבת החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה של התאגיד מיום 8 בינואר 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-004234), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

לפירוט אודות שינויים בהחזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה לאחר מועד הדוח, ראו דיווחים מימים 21 בינואר 2026, 18 בפברואר 2026 ו- 9 במרץ 2026(מס' אסמכתה: 2026-01-008796, 2026-01-015712 ו-2026-01-020983 , בהתאמה), הכלולים בדוח זה על דרך ההפניה.

הון רשום, הון מונפק וניירות ערך המירים
(תקנה 24א)

נכון למועד פרסום הדוח, הונה הרשום, המונפק וניירות ערך המירים למניות הקרן, הינו כמפורט להלן:

הון רשום	הון מונפק	אופציות לא סחירות למניות	אופציות לא סחירות למניות – משקיעים	אגרות חוב (סדרה ד') המירות למניות הקרן
10,000,000,000	1,576,855,583.17	125,486,481 (*)	155,945,418 (**)	175,958,156.76 (***)

(*) ניתנות למימוש לעד 125,866,481 מניות של הקרן.
(**) ניתנות למימוש לעד 155,945,418 מניות של הקרן.
(***) ניתנות להמרה לעד 205,266,042 מניות של הקרן.

מרשם בעלי מניות
(תקנה 24ב)

נכון למועד פרסום הדוח, מרשם בעלי המניות של הקרן הינו כמפורט להלן:

שם בעל המניות	סוג ני"ע	מס' נייר ערך	כמות
חברה לרישומים של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ	מניה רגילה ללא ערך נקוב	1156926	1,576,855,583.17

הדירקטורים של הקרן[19]
(תקנה 26)

שם	יוסף זינגר	ארז בלשה	הראל בית און	אשר גרינבאום
תפקיד	**יו"ר דירקטוריון פעיל**	**דירקטור ומנכ"ל**	**דירקטור**	**דירקטור חיצוני**
מספר זיהוי	055741672	31993645	055942106	067450239
תאריך לידה	14/04/1959	25/03/1975	05/07/1959	25/03/1950
מען להמצאת כתבי בי-דין	נסים אלוני 10, תל אביב	נסים אלוני 10, תל אביב	דרך הגנים 7, כפר שמריהו	זמיר 17, להבים
נתינות	ישראלית	ישראלית	ישראלית	ישראלית
תחילת כהונה	15/05/2018	15/05/2018	27/05/2018	07/05/2019
חברות בוועדת דירקטוריון	לא	לא	לא	ביקורת, תגמול ומאזן
דירקטור חיצוני	לא	לא	לא	כן
האם החברה רואה בו כבעל מומחיות חשבונאית ופיננסית/כשירות מקצועית	מומחיות חשבונאית ופיננסית	מומחיות חשבונאית ופיננסית	מומחיות חשבונאית ופיננסית	מומחיות חשבונאית ופיננסית
הדירקטור הינו עובד של החברה/חברה בת/חברה קשורה/בעל עניין בה	יו"ר דירקטוריון פעיל של חברת הניהול	מנכ"ל חברת הניהול	מייסד ושותף בכיר בקבוצת ויולה ודירקטור בחברת הניהול	לא
השכלה	מוסמך במנהל עסקים, התמחות במימון, אוניברסיטת בר אילן; בוגר בכלכלה ומנהל עסקים, אוניברסיטת בר אילן.	מוסמך בכלכלה, אוניברסיטת בר אילן; בוגר תואר במשפטים ובמנהל עסקים, המרכז הבינתחומי הרצליה.	תואר שני במנהל עסקים, MIT; תואר ראשון בכלכלה, האוניברסיטה העברית י-ם.	מוסמך במשפט ללא משפטנים, המכללה למנהל; מוסמך במנהל עסקים, אוניברסיטת בן-גוריון; בוגר בהנדסת מכונות, אוניברסיטת בן-גוריון.
עיסוק ב-5 השנים האחרונות	מאז 2018: יו"ר דירקטוריון פעיל של הקרן ושל חברת הניהול	מאז 2018: מנכ"ל החברה וחברת הניהול.	מייסד ושותף בכיר בקבוצת ויולה.	2019-כיום: יו"ר דירקטוריון תרמוקיר תעשיות (1980) בע"מ.

19 ביום 29 ביוני 2026 חדלה גב' ענת קינן ז"ל לכהן כדירקטורית חיצונית בקרן, לפרטים ראו דיווח מיום 30 ביוני 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-046653), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

שם	יוסף זינגר	ארז בלשה	הראל בית און	אשר גרינבאום
תאגידים בהם משמש כדירקטור	- חברת הניהול - יוסף זינגר החזקות בע"מ - החזקות מדרוג בע"מ - מדרוג בע"מ - זינגר את אבן את קרייזברג החזקות בע"מ וכן בחברות הפורטפוליו הבאות: - בלוג'ן - פאוורג'ן - בון תור - מטרופולין	- חברת הניהול - ארז בלשה החזקות בע"מ וכן בחברות הפורטפוליו הבאות: - בלוג'ן וחברות פרטיות המוחזקות על ידה - פאוורג'ן וחברות פרטיות המוחזקות על ידה - בון תור - מטרופולין	- חברת הניהול - Optimax Investments Ltd - SimilarWeb Ltd. - Ex.CoTechnologies Ltd. - Bringg Delivery Technologies Ltd. - ClipCall, Inc (dba Home365) - Underoutfit Inc. - קבוצת A-connect - תאגידים פרטיים שונים בקבוצת ויולה	- תרמוקיר תעשיות (1980) בע"מ - יזמים צעירים - מכון יעיל - עמותת איילים
קרבה משפחתית לבעל עניין אחר בחברה	אין	אין	אין	אין

שם	דוד ברוך	יובל ברונשטיין	צופית הראל	יצחק אבידור
תפקיד	**דירקטור חיצוני**	**דירקטור חיצוני**	**דירקטורית חיצונית**	**דירקטור חליף**
מספר זיהוי	56073554	024297996	027470830	024313587
תאריך לידה	26/11/1959	24/03/1969	09/04/1974	27/03/1969
מען להמצאת כתבי בי-דין	גרץ 3א', רעננה	יוסף 88, מודיעין	בני גאולים 52, כפר ידידיה	דרך בן גוריון 258/1002, גבעתיים
נתינות	ישראלית	ישראלית	ישראלית	ישראלית
תחילת כהונה	07/05/2019	07/05/2019	15/09/2025	27/05/2018
חברות בוועדת דירקטוריון	ביקורת, תגמול ומאזן	ביקורת, תגמול ומאזן	ביקורת, תגמול ומאזן	לא
האם הינו דח"צ/דב"ת?	כן	כן	כן	לא
האם החברה רואה בו כבעל מומחיות חשבונאית ופיננסית/כשירות מקצועית	מומחיות חשבונאית ופיננסית	מומחיות חשבונאית ופיננסית	מומחיות חשבונאית ופיננסית	מומחיות חשבונאית ופיננסית

פרק ד' – פרטים נוספים על הקרן

שם	דוד ברוך	יובל ברונשטיין	צופית הראל	יצחק אבידור
הדירקטור הינו עובד של החברה/חברה בת/חברה קשורה/בעל עניין בה	לא	לא	לא	שותף וסמנכ"ל כספים בקבוצת ויולה ודירקטור בחברת הניהול
השכלה	מוסמך במנהל עסקים, התמחות במימון, האוניברסיטה העברית י-ם; בוגר בכלכלה, האוניברסיטה העברית י-ם	מוסמך במנהל עסקים, האוניברסיטה העברית י-ם; בוגר בכלכלה וחשבונאות, האוניברסיטה העברית י-ם	מוסמכת במנהל עסקים, אוניברסיטת חיפה; בוגרת בכלכלה עם התמחות בחשבונאות, אוניברסיטת חיפה	מוסמך במנהל עסקים, אוניברסיטת ת"א; בוגר בכלכלה וחשבונאות, אוניברסיטת ת"א
עיסוק ב-5 השנים האחרונות	מאז 2012: שותף ויו"ר בקרן השקעות פרטית, דירקטור בחברות ציבוריות ופרטיות	מאז 2017: יועץ ודירקטור בחברות ציבוריות ופרטיות	מאז 2025: מנכ"לית רורברג קבלנות והשקעות (1963) בע"מ 2019 – 2025: מנכ"לית אספן גרופ בע"מ	שותף וסמנכ"ל כספים, קבוצת ויולה
תאגידים בהם משמש כדירקטור	- ריט 1 בע"מ - יקב רמת הגולן בע"מ - דוד ברוך 2013 בע"מ - יסודות א' ליווי פיננסי בע"מ	- יו"ר דירקטוריון אקו סיטי אס.אל יזמות ובניה בע"מ - קבוצת דוידוף - ועדת השקעות בהראל השקעות בביטוח ושרותים פיננסים בע"מ - פתאל החזקות (1998) בע"מ - פוקס-ויזל בע"מ - גב ים לקרקעות בע"מ - ברונשטיין ניהול כספים בע"מ - חברות פרטיות נוספות	- יו"ר דירקטוריון קוהאן פרופרטיס לימיטד - תורג'מן מניבים ואחזקות בע"מ	חברת הניהול ותאגידים נוספים בקבוצת ויולה
קרבה משפחתית לבעל עניין אחר בחברה	אין	אין	אין	אין

נושאי משרה בכירה של התאגיד

(תקנה 26א)

שם	ג'נריישן ניהול בע"מ	אליאב פולק	איתי פלד	ברוך סאוטה	מתן אלגריסי	אלון עמית
תפקיד	**חברת הניהול של הקרן**	**מנהל השקעות ראשי**	**סמנכ"ל כספים**	**יועץ משפטי ומזכיר הקרן**	**חשב**	**מבקר פנימי**
מספר זיהוי	515785012	311061188	201628674	303709513	203078498	025670647
תאריך לידה / התאגדות	25/01/2018	07/05/1985	29/07/1989	15/11/1983	24/11/1991	05/08/1973
תחילת כהונה	18/06/2018	01/07/2024	01/01/2023	01/12/2020	18/08/2019	26/08/2019
התפקיד אותו ממלא בחברה בת של החברה / בחברה קשורה שלה / בבעל עניין בה	-	שותף ומנהל השקעות ראשי בחברת הניהול; דירקטור בחברות הפורטפוליו הבאות: - בלוג'ן וחברות פרטיות המוחזקות על ידה - פאוורג'ן וחברות פרטיות המוחזקות על ידה, לרבות פאוורג'ן סולאר איי (תאגיד מדווח) - בון תור - מטרופולין תחבורה ציבורית - פרידנזון-ג'נריישן מרכזים לוגיסטיים - נגב גז טבעי; גז טבעי דרום; נגב החברה לתשתיות גז טבעי אי.פי.סי - Generation Infra Ltd (UK) וחברות פרטיות המוחזקות על ידה - Porterbrook Holdings I Limited וחברות פרטיות המוחזקות על ידה - GCH - E-MOBILITY sp. Z O.O - Greenway Holding S.A	סמנכ"ל כספים בחברת הניהול; דירקטור בחברות הפורטפוליו הבאות: - בלוג'ן - פאוורג'ן וחברות פרטיות המוחזקות על ידה, בכללן פאוורג'ן סולאר איי (תאגיד מדווח) - בון תור וחברות פרטיות המוחזקות על ידה - מטרופולין תחבורה ציבורית - פרידנזון-ג'נריישן מרכזים לוגיסטיים	יועץ משפטי ומזכיר בחברת הניהול דירקטור בחברת הפורטפוליו פאוורג'ן סולאר איי, חברה פרטית המוחזקת ע"י פאוורג'ן (תאגיד מדווח)	חשב בחברת הניהול; דירקטור בחברת הפורטפוליו ב.ג. מוטורס	המבקר הפנימי של בון תור ומטרופולין

שם	ג'נריישן ניהול בע"מ	אליאב פולק	איתי פלד	ברוך סאוטה	מתן אלגריסי	אלון עמית
השכלה	-	בוגר בפילוסופיה, כלכלה ומדעי המדינה, האוניברסיטה העברית י-ם; מוסמך במנהל עסקים, האוניברסיטה העברית י-ם.	בוגר בחשבונאות ופילוסופיה, האוניברסיטה העברית י-ם; מוסמך במתמטיקה פיננסית, אוניברסיטת בר אילן; רישיון רואה חשבון ממועצת רואי חשבון בישראל.	בוגר במשפטים, אוניברסיטת בר אילן; חבר לשכת עורכי הדין בישראל, 2014.	בוגר בחשבונאות ותקשורת, האוניברסיטה העברית י-ם; רישיון רואה חשבון ממועצת רואי חשבון בישראל.	בוגר מדעי המדינה ותקשורת, אוניברסיטת בר אילן; מוסמך במנהל ציבורי (התמחות בביקורת פנימית), אוניברסיטת בר אילן; בעל מומחיות בתחום אבטחת מידע וסייבר כמפורט בהערה [1]
עיסוק בחמש השנים האחרונות	-	מאז 2024: מנהל השקעות ראשי בקרן ובחברת הניהול 2017-2024: שותף עמית ב-MCKINSEY & COMPANY	מאז 2023: סמנכ"ל כספים בקרן ובחברת הניהול 2022: סמנכ"ל כספים בפיימנט טכנולוגיות פיננסיות בע"מ. עד 2021: רפרנט וראש אשכול, מחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך.	מאז 2020: יועץ משפטי ומזכיר בקרן ובחברת הניהול עד 2020: עו"ד במשרד גרוס קלינהנדלר חודק הלוי גרינברג שנהב ושות'.	מאז 2019: חשב בקרן ובחברת הניהול. עד 2021: חבר סגל אקדמי באוניברסיטה העברית בירושלים ובמכללת קרית אונו.	מנכ"ל רווה רביד שירותי ביקורת פנימית בע"מ, מנהל את פעילות הביקורת הפנימית, ביקורת מערכות מידע וניהול סיכונים בפירמה. מכהן כמבקר הפנימי של מספר חברות. מכהן כנשיא ISACA ישראל ומשמש כמרצה בהכנה למבחני ההסמכה CISA מטעמם.

[1] מר עמית הינו בעל מומחיות בתחום אבטחת מידע וסייבר, עם התמחות בביקורת מערכות מידע, אבטחת מידע והגנה בסייבר. מר עמית מחזיק בהסמכות הבאות: CISA (מבקר מערכות מידע מוסמך); Cyber Security Auditor (מבקר סייבר מוסמך); CDPSE (מבקר הגנת פרטיות) וכן בוגר קורסי ניהול רשתות של חברת מיקרוסופט (MCSA) ושל חברת CISCO (CCNA).

מורשה חתימה עצמאי של התאגיד
(תקנה 26ב)

אין.

רואה החשבון המבקר של התאגיד
(תקנה 27)

KPMG סומך חייקין רו"ח.
נחום חת 7, חיפה.

שינויים בתקנון החברה
(תקנה 28)

אין.

המלצות והחלטות הדירקטוריון
(תקנה 29(א))

א. ביום 22 בינואר 2025, החליט דירקטוריון הקרן על הנפקת 5,000,000 מניות רגילות של הקרן לנושאי משרה ועובדים בקרן, וזאת בהתאם לתנאי הסכם הניהול, כמפורט בסעיף 1.5.2 בפירוט בדבר תקנה 21. לפרטים ראו דוח הצעה פרטית מיום 23 בינואר 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-006333), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

ב. במהלך תקופת הדוח ואחריה, אישר דירקטוריון הקרן חלוקות דיבידנד כמפורט בסעיף 6.3.3 לפרק ב' לדוח זה.

ג. ביום 23 21 באוקטובר 2025, החליט דירקטוריון הקרן על הנפקת 233,918,129 מניות רגילות של הקרן, ו-155,945,418 כתבי אופציה לא רשומים למסחר, הניתנים למימוש ל-155,945,418 מניות הקרן במחיר מימוש של 140 אגורות למניה, וזאת בתמורה לסך של 280 מיליון ש"ח, למשקיעים הנמנים על המשקיעים המפורטים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. לפרטים נוספים ראו דוח הצעה פרטית מיום 22 באוקטובר 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-078714), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

ד. לאחר מועד הדוח, ביום 7 בינואר 2026, החליט דירקטוריון הקרן על הקצאת 4,126,942 מניות רגילות של הקרן לנושאי משרה ועובדים בקרן ו-4,153,473 אופציות לא רשומות למסחר, הניתנות למימוש ל-4,153,473 מניות הקרן לחברת הניהול, ליו"ר דירקטוריון הקרן ולמנכ"ל הקרן, וזאת בהתאם לתנאי הסכם הניהול, כמפורט בסעיפים 1.5.2 ו-1.5.3 בפירוט בדבר תקנה 21, בהתאמה. לפרטים ראו דוח הצעה פרטית מיום 8 בינואר 2026 (מס' אסמכתה: 2026-01-003441), הכלול בדוח זה על דרך ההפניה.

החלטות האסיפה הכללית שלא בהתאם להמלצת הדירקטוריון
(תקנה 29(ב))

אין.

החלטות אסיפה כללית מיוחדת
(תקנה 29(ג))

א. החלטות אסיפה כללית מיוחדת של החברה שהתקיימה ביום 13 במאי 2025: (1) אישור הארכת כהונתו של מר דוד ברוך כדירקטור חיצוני בדירקטוריון הקרן; (2) אישור הארכת כהונתו של מר יובל ברונשטיין כדירקטור חיצוני בדירקטוריון הקרן; (3) הארכת כהונתו של מר אשר גרינבאום כדירקטור חיצוני בדירקטוריון הקרן; (4) הארכת כהונתה של גברת ענת קינן כדירקטורית חיצונית בדירקטוריון הקרן. לפרטים ראו דוח זימון אסיפה כללית מיום 8 באפריל 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-025925) ותוצאות אסיפה כללית כפי שפורסמו ביום 13 במאי 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-033596).

ב. החלטת אסיפה כללית מיוחדת של החברה שהתקיימה ביום 15 בספטמבר 2025: אישור מינוי לראשונה של הגב' צופית

הראל כדירקטורית חיצונית בדירקטוריון הקרן. לפרטים ראו דוח זימון אסיפה כללית מיום 11 באוגוסט 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-059224) ותוצאות אסיפה כללית שפורסמו ביום 15 בספטמבר 2025 (מס' אסמכתה: 2025-01-069628).

<u>החלטות החברה</u>

<u>(תקנה 29א)</u>

לפרטים בדבר פטור, ביטוח והתחייבות לשיפוי לנושא משרה, ראו פירוט בהתאם לתקנה 21 לעיל.

22 במרץ 2026	
תאריך	**ג'נריישן קפיטל בע"מ**

<u>שמות החותמים</u>:

יוסף זינגר, יו"ר דירקטוריון פעיל

ארז בלשה, מנכ"ל ודירקטור

ג׳נריישן קפיטל בע״מ

דוח תקופתי לשנת 2025

פרק ה׳

דוח שנתי בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי

for generations to come

ג'נריישן קפיטל בע"מ

דוח שנתי בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי

לפי תקנה 9ב(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970

ההנהלה, בפיקוח הדירקטוריון של ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן: "**התאגיד**"), אחראית לקביעתה והתקיימותה של בקרה פנימית נאותה על הדיווח הכספי ועל הגילוי בתאגיד.

לעניין זה, חברי ההנהלה הם:

1. יוסף זינגר, יו"ר דירקטוריון פעיל;
2. ארז בלשה, מנכ"ל ודירקטור;
3. איתי פלד, סמנכ"ל כספים.

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

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

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

ההנהלה, בפיקוח הדירקטוריון, ביצעה בדיקה והערכה של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי בתאגיד והאפקטיביות שלה;

הערכת אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי והגילוי שביצעה ההנהלה בפיקוח הדירקטוריון, כללה:

בחינת הסיכונים הפוטנציאליים להצגה מוטעית מהותית בדוחות הכספיים, בהתבסס על היכרותה את התאגיד, פעילותו, מבנהו הארגוני והתהליכים השונים בו.

בהתבסס על הבנתה את סיכוני הדיווח והגילוי בתאגיד, הנהלת התאגיד התמקדה בסעיפי דיווח כספי ופריטי גילוי אשר עשויה להיות בהם סבירות גבוהה יותר לטעות מהותית, ובחנה את התכנון והאפקטיביות התפעולית של הבקרות והנהלים הנותנים מענה ראוי לסיכונים אלה.

הערכת האפקטיביות של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי והגילוי מושתתת על הרכיבים הבאים:

1. בקרות ברמת הארגון (Entity Level Controls);
2. תהליך עריכת וסגירת הדוחות;
3. בקרות כלליות על מערכות המידע (ITGC);
4. תהליכים מהותיים מאוד לדיווח הכספי והגילוי: השקעות, ניהול השקעות, הערכת שווי וגיוס הון וחוב.

בהתבסס על הערכת האפקטיביות שביצעה ההנהלה בפיקוח הדירקטוריון כמפורט לעיל, הדירקטוריון וההנהלת התאגיד הגיעו למסקנה, כי הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי בתאגיד ליום 31 בדצמבר 2025 היא אפקטיבית.

הצהרת מנהלים

הצהרת מנהל כללי לפי תקנה 9ב(ד)(1):

אני, ארז בלשה, מצהיר כי:

1. בחנתי את הדוח התקופתי של ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן – "**התאגיד**") לשנת 2025 (להלן - "**הדוחות**");

2. לפי ידיעתי, הדוחות אינם כוללים כל מצג לא נכון של עובדה מהותית ולא חסר בהם מצג של עובדה מהותית הנחוץ כדי שהמצגים שנכללו בהם, לאור הנסיבות שבהן נכללו אותם מצגים, לא יהיו מטעים בהתייחס לתקופת הדוחות;

3. לפי ידיעתי, הדוחות הכספיים ומידע כספי אחר הכלול בדוחות משקפים באופן נאות, מכל הבחינות המהותיות, את המצב הכספי, תוצאות הפעולות ותזרימי המזומנים של התאגיד לתאריכים ולתקופות שאליהם מתייחסים הדוחות;

4. גיליתי לרואה החשבון המבקר של התאגיד, לדירקטוריון ולוועדת הביקורת של דירקטוריון התאגיד, בהתבסס על הערכתי העדכנית ביותר לגבי הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי:

(א) את כל הליקויים המשמעותיים והחולשות המהותיות בקביעתה או בהפעלתה של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי העלולים באופן סביר להשפיע לרעה על יכולתו של התאגיד לאסוף, לעבד, לסכם או לדווח על מידע כספי באופן שיש בו להטיל ספק במהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין; וכן –

(ב) כל תרמית, בין מהותית ובין שאינה מהותית, שבה מעורב המנהל הכללי או מי שכפוף לו במישרין או מעורבים עובדים אחרים שיש להם תפקיד משמעותי בבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי;

5. אני, לבד או יחד עם אחרים בתאגיד:

(א) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם של בקרות ונהלים תחת פיקוחי, המיועדים להבטיח שמידע מהותי המתייחס לתאגיד, מובא לידיעתי על ידי אחרים בתאגיד, בפרט במהלך תקופת ההכנה של הדוחות; וכן–

(ב) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם של בקרות ונהלים תחת פיקוחי, המיועדים להבטיח באופן סביר את מהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין, לרבות בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים;

(ג) הערכתי את האפקטיביות של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי, והצגתי בדוח זה את מסקנות הדירקטוריון וההנהלה לגבי האפקטיביות של הבקרה הפנימית כאמור למועד הדוחות.

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

22 במרץ 2026

ארז בלשה,
מנהל כללי ודירקטור

הצהרת מנהלים

הצהרת נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים לפי תקנה 9ב(ד)(2):

אני, איתי פלד, מצהיר כי:

1. בחנתי את הדוחות הכספיים ומידע כספי אחר הכלול בדוחות של ג'נריישן קפיטל בע"מ (להלן – "**התאגיד**") לשנת 2025 (להלן – "**הדוחות**");

2. לפי ידיעתי, הדוחות הכספיים והמידע הכספי האחר הכלול בדוחות אינם כוללים כל מצג לא נכון של עובדה מהותית ולא חסר בהם מצג של עובדה מהותית הנחוץ כדי שהמצגים שנכללו בהם, לאור הנסיבות שבהן נכללו אותם מצגים, לא יהיו מטעים בהתייחס לתקופת הדוחות;

3. לפי ידיעתי, הדוחות הכספיים ומידע כספי אחר הכלול בדוחות משקפים באופן נאות, מכל הבחינות המהותיות, את המצב הכספי, תוצאות הפעולות ותזרימי המזומנים של התאגיד לתאריכים ולתקופות שאליהם מתייחסים הדוחות;

4. גיליתי לרואה החשבון המבקר של התאגיד, לדירקטוריון ולוועדת הביקורת של דירקטוריון התאגיד, בהתבסס על הערכתי העדכנית ביותר לגבי הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי:

(א) את כל הליקויים המשמעותיים והחולשות המהותיות בקביעתה או בהפעלתה של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי ככל שהיא מתייחסת לדוחות הכספיים ולמידע הכספי האחר הכלול בדוחות, העלולים באופן סביר להשפיע לרעה על יכולתו של התאגיד לאסוף, לעבד, לסכם או לדווח על מידע כספי באופן שיש בו להטיל ספק במהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין; וכן –

(ב) כל תרמית, בין מהותית ובין שאינה מהותית, שבה מעורב המנהל הכללי או מי שכפוף לו במישרין או מעורבים עובדים אחרים שיש להם תפקיד משמעותי בבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי;

5. אני, לבד או יחד עם אחרים בתאגיד:

(א) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם של בקרות ונהלים תחת פיקוחי, המיועדים להבטיח שמידע מהותי המתייחס לתאגיד, מובא לידיעתי על ידי אחרים בתאגיד, בפרט במהלך תקופת ההכנה של הדוחות; וכן –

(ב) קבעתי בקרות ונהלים, או וידאתי קביעתם וקיומם של בקרות ונהלים תחת פיקוחנו, המיועדים להבטיח באופן סביר את מהימנות הדיווח הכספי והכנת הדוחות הכספיים בהתאם להוראות הדין, לרבות בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים;

(ג) הערכתי את האפקטיביות של הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי, ככל שהיא מתייחסת לדוחות הכספיים ולמידע הכספי האחר הכלול בדוחות למועד הדוחות; מסקנותיי לגבי הערכתי כאמור הובאו לפני הדירקטוריון וההנהלה ומשולבות בדוח זה.

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

22 במרץ 2026

איתי פלד,
סמנכ"ל כספים